

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2022.04.007

企业的慈善捐赠行为能获得价值回报吗? ——基于技术创新和融资约束双视角

唐玉兰, 刘 幸

(湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007)

摘 要: 基于 2008—2020 年沪深 A 股上市公司的相关数据, 研究了慈善捐赠对企业价值的影响及其作用机制。结果表明: 慈善捐赠对企业价值具有正向促进作用, 且促进效果在不同产权性质和行业竞争中呈现显著差异, 国有企业组慈善捐赠行为的价值提升效果不如非国有企业组显著, 在竞争激烈的行业, 慈善捐赠更能促使企业价值的提升; 技术创新在慈善捐赠提升企业价值过程中发挥部分中介作用; 融资约束负向调节慈善捐赠的价值创造效果。据此, 企业应积极履行社会责任, 以创新驱动高质量发展, 并根据实际情况灵活调整融资方式与规模, 使捐赠决策取得预期效果; 政府应以产权性质与行业竞争为抓手, 解决企业创新发展难题, 并加强与企业的合作交流, 引导其向“专精特新”发展。

关键词: 慈善捐赠; 技术创新; 融资约束; 企业价值

中图分类号: F275

文献标志码: A

文章编号: 1674-117X(2022)04-0049-10

引用格式: 唐玉兰, 刘 幸. 企业的慈善捐赠行为能获得价值回报吗?: 基于技术创新和融资约束双视角 [J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2022, 27(4): 49-58.

Can Corporate Charitable Donations Be Rewarded with Value?: Based On Both Technological Innovation Perspective and Financing Constraints Perspective

TANG Yulan, LIU Xing

(College of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou 412007, China)

Abstract: This paper investigates the impact of charitable donation on the corporate value and its mechanism based on the data collected from A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2020. The results indicate that charitable contributions have a beneficial effect on the corporate value and that the effect varies depending upon the nature of property rights and industry competition. For instance, the value-enhancing effect of charitable donations in the state-owned enterprises is not as significant as that in the non-state-owned enterprises. However, in a highly competitive industry, charitable donations can promote the improvement of corporate value; technological innovation plays a part of the intermediary role in the process of charitable donations to enhance corporate value; financing constraints negatively moderate the value-creating effect of charitable donations. Accordingly enterprises should actively fulfill their social responsibilities, drive high-

收稿日期: 2022-01-15

基金项目: 湖南省教育厅研究生教改基金资助项目“人工智能条件下会计专硕(MPAcc)教育创新研究”(2020JGYB209)

作者简介: 唐玉兰(1967—), 女, 湖南衡阳人, 湖南工业大学教授, 硕士生导师, 研究方向为会计理论与方法;
刘 幸(1998—), 女, 湖南醴陵人, 湖南工业大学硕士研究生, 研究方向为注册会计师。

quality development through innovation, and flexibly adjust the financing methods and scales according to actual conditions, so that donation decisions can achieve expected results; the government should focus on the nature of property rights and industry competition to solve the problem of corporate innovation and development, strengthen cooperation and exchanges with enterprises, and guide them to develop towards “specialized and innovative” enterprises.

Keywords: charitable donation; technological innovation; financing constraints; corporate value

在经济新常态下,我国致力于促进社会发展,提高人民福祉。2016年3月16日我国首部《慈善法》的颁布,标志着我国慈善事业开始走向规范化^[1],也意味着我国在国家层面大力倡导企业等社会组织积极开展慈善活动。继该法颁布实施之后,中共十九届四中全会再次强调,慈善事业作为“第三次分配”的重要方式,在促进社会收入公平方面扮演着市场与政府均无法替代的关键角色^[2]。中国慈善联合会发布的《2020年度中国慈善捐助报告》显示,我国2020年度共接受国内外慈善捐赠2253.13亿元,首次突破了2000亿大关,同比增长38.21%。其中,企业作为重要捐赠主体,捐赠金额高达1218.11亿元。越来越多的企业开始将慈善行为纳入战略范畴,这是否表明企业的慈善行为在实现“利他”初衷的同时也达成了“利己”的效果呢?

学界对慈善捐赠与企业价值之间的关系进行了广泛探索,但由于研究视角和解释框架的差异,至今仍未达成统一观点。关于二者的关系,学界认为存在三种情况:线性关系、非线性关系和不相关。其中,线性关系又分为正向促进和负向抑制两种情况。大部分研究者认为这两者之间呈正向促进关系。例如以Porter为代表的“战略慈善观”认为,企业对慈善领域的战略性投资能达到“双赢”效果,既能提高社会整体效益,又能给企业带来经济效益^[3]。但也有部分学者根据股东利益至上观、机会成本等理论提出,如果管理者缺乏慈善项目专业化投资的胜任能力,其除了滥用企业资源提升自我形象、规划职业发展道路外,并不能给公司和股东带来显性收益^[4],反而占用了原应购买设备、扩大宣传的财务资源^[5],从而不利于企业保持或扩大市场份额;另外,慈善捐赠的无偿流出可能导致企业应变能力因资金收紧而大幅降低^[6]。

除了线性关系外,还有部分学者认为这两者之间呈“倒U”型关系即非线性关系。随着慈善力度的加大,企业价值相应达到峰值,但是难以始终维持在最佳状态^[7],需要企业动态调整捐赠数额使其无限趋近最佳状态,且捐赠资源的配置效率取决于动态调整的速度^[8]。Barnett等人则得出了截然相反的结论,其认为在环境动态变化过程中,若企业的捐赠金额仅为社会捐赠均值,则对企业价值的影响微乎其微,二者呈“U”型关系^[9]。最后,还有部分学者认为,慈善捐赠行为既不会起到增加企业价值的“战略慈善”效果,也不会损害企业价值,这两者之间并没有实质性关联^[10-11]。

综上,现有研究虽然对慈善捐赠与企业价值之间的关系进行了不少探索,但在“大众创业、万众创新”的时代,技术创新在为“经济企业”创造出难以模仿的异质性资源的同时,是否也在“社会企业”履行社会责任过程中发挥中介作用?融资约束作为企业生存发展的重要阻碍,是否起到调节慈善捐赠效果的作用?由于企业所处行业竞争程度不同,产权性质也存在差异,其慈善捐赠效果是否也会不同?为解决上述问题,本文以2008—2020年沪深A股上市公司为研究样本,实证检验了慈善捐赠之于企业价值的影响机制及其经济效果。

一、理论分析与研究假设

(一) 慈善捐赠与企业价值的关系

在市场竞争中,理性管理者不会罔顾企业的长期发展,将巨额资金投入与与企业战略目标无直接联系的慈善事业中^[12]。研究发现,慈善捐赠主要通过以下三种机制产生价值创造效应。

第一,声誉机制。社会资本理论认为,利益相关者与企业之间的隐性契约能否达成在很大程度

上取决于企业的可信度, 而企业的声誉恰恰是利益相关者评价其可信度的重要标准^[13]。企业慈善捐赠行为产生的影响类似于广告效应, 其在提升企业声誉和知名度的同时, 还能获得消费者的信赖, 赢得上下游企业的青睐, 创造更多合作机会与发展渠道, 促进企业价值的提升。

第二, 迎合机制。预期理论认为, 公众事前会对企业的捐赠行为形成一定的主观预期^[14]。因此, 大多数企业会通过各种方法来预测公众心理预期, 以达到短时间内获取大量新用户“讨论”和“关注”的效果^[13], 同时提高老客户对企业品牌的认可度与忠诚度, 促进产品市场占有率的提升和销售收入的增加, 从而提升企业市场价值。

第三, 防御机制。慈善捐赠有利于转移公众对企业负面消息或不当行为的注意力^[15], 具有一定的防御效用, 有利于减轻负面事件对企业的冲击。跨国企业还可通过捐赠行为缓解与东道国的关系, 降低跨国经营风险^[16]。另外, 慈善捐赠在一定程度上还能降低企业的潜在风险^[17], 保护相关资产免遭损失。

综上, 本文认为, 慈善捐赠行为能为企业营造良好的发展环境, 对企业价值的提升具有积极推动作用, 由此, 提出假设 H1。

H1: 慈善捐赠对企业价值具有正向促进作用。

(二) 技术创新的中介效应

根据资源依赖理论, 企业为抢占未来发展制高点, 需从市场中不断引入和转换各项关键资源, 尤其是开展技术创新必不可少的财力、物力和人力资源。而慈善捐赠能促使企业与政府、其他企业以及社会公众之间形成相互依赖的关系网络, 而该关系网络是企业获取关键资源的有效助力^[18]。

在资源交换方面, 慈善捐赠极大程度上减轻了政府的财政压力, 作为“回报”, 在制定相关政策时, 政府可能会倾向于满足此类企业的发展需求^[19], 如给企业提供更多政府 R&D 补贴、税收优惠等^[20]。此外, 良好的政企关系亦被视为一种隐性担保^[21], 能一定程度上缓解企业面临的融资约束, 并有利于企业筹集更多资金用于技术创新, 进而提高企业整体实力。

在创新驱动方面, 由于内部资源的有限性, 企业有强烈的动机从外部获取关键资源提升创新能力^[22]。企业的慈善捐赠行为能为企业树立“负责任、

勇担当”的社会形象, 这有助于提高企业的社会信任水平^[17], 促进企业与供应商之间的沟通交流, 从而提高科技资源的获取率和便捷度, 降低研发过程中资源供应的不确定性, 提高创新效率, 推动企业价值的提升。

在人员汇集方面, 慈善捐赠有助于企业吸纳拥有相同价值观的高学历、高素质人才, 并将其新颖的思想融入到企业现有的知识网络中, 这有助于企业创新思维的提升。此外, 慈善捐赠还能有效增强员工的企业认同感, 降低员工离职率^[23], 防止知识财产外泄^[24]。

综上, 本文认为, 企业慈善捐赠行为能影响技术创新进而提高企业价值, 由此, 提出假设 H2。

H2: 技术创新在慈善捐赠与企业价值之间发挥中介作用。

(三) 融资约束的调节效应

在不完全有效的资本市场中, 企业与债权人之间存在着信息不对称情况, 这使得债权人在制定信贷决策时将企业经营者的逆向选择和道德风险作为其关注的重点^[25]。为了降低违约风险, 债权人往往会严格把控信贷程序, 致使经营风险较高的企业获取相同资金需要付出更高的交易成本, 从而加剧了企业融资约束程度。

现有研究表明, 企业面临的融资约束程度与慈善捐赠和企业价值均密切相关^[26-27]。从战略角度看, 慈善捐赠属于企业内部资源的二次分配^[28], 企业所面临的融资约束程度将极大程度上影响企业的捐赠决策。

基于资源基础理论, 企业各项经营活动均需要一定的财务资金支持, 强融资约束企业由于难以及时向外界筹集充足资金, 致使不同经营活动之间的资源竞争尤为激烈, 此时管理层容易作出“厚此薄彼”的战略选择^[29], 即不进行捐赠或虽然捐赠但金额未达到公众预期, 致使捐赠行为不能实现价值创造的经济效果; 而弱融资约束企业在资源调度上留有更多余地, 拥有更多“自由裁量权”, 这类企业进行慈善捐赠时, 不仅可以向市场展现其财务状况良好、现金流充足、能按时履行债务契约的良好形象, 还有助于与资金供给者建立长期合作关系^[26], 改善融资环境, 保证资金供应的稳定性, 带来利息抵税效应等。

综上, 本文认为, 较低的融资约束可以帮助企

业获得更多低成本的债务融资,从而有助于推动企业价值的提升,由此,提出假设 H3。

H3: 融资约束负向调节慈善捐赠对企业价值的影响。

二、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2008—2020 年沪深 A 股上市公司数据作为研究样本,并对其作如下筛选:(1)剔除保险、金融类遵循不同准则的上市公司;(2)剔除 ST、*ST、PT 类特殊上市公司,保持与其他正常公司的可比性;(3)剔除数据大量缺失的上市公司,并为消除极端值的影响,对主要变量进行了 1% 缩尾处理,保证回归结果的稳定性。本文的财务数据主要源自 CSMAR 数据库,非财务数据主要源自各上市公司公开披露的年报、巨潮资讯等相关网站,通过手工收集和整理,最终获得有效样本 20260 个;分析处理软件采用 Stata16.0。

(二) 主要变量

1. 被解释变量

企业价值。企业价值一般有两种测量方法:资本市场价值测量和盈利能力价值测量。本文参考 Wang 等人^[8]的做法,采用 *TobinQ* 来反映企业价值,同时考虑了企业的股权估值和慈善捐赠的市场反应。此外,利用盈利价值测量指标 *ROE* 作为后文模型稳健性检验的替代变量。

2. 解释变量

慈善捐赠。借鉴张振刚等人^[22]的方式,选取上市公司年报中营业外支出项目披露的慈善捐赠金额,并为消除异方差,对其取自然对数处理。此外,本文将慈善捐赠金额与总资产的比值作为替代变量进行稳健性检验。

3. 中介变量

技术创新。参考崔也光等人^[28]的方法,采用研发投入与营业收入的比值来度量技术创新。

4. 调节变量

融资约束。参考 Lamont 等人^[26]的方法,采用 *KZ* 指数来衡量融资约束。*KZ* 指数越大,说明企业所受融资约束程度越强。

5. 控制变量

企业自身独有的特性也会对企业价值产生一定影响。本文选取学界普遍使用的企业规模(*Size*)、

财务杠杆(*Lev*)、现金比率(*Cash*)、固定资产比率(*PP*)、股权集中度(*Cr1*)、独立董事比例(*Inde*)、产权性质(*Soe*)作为控制变量。在此基础上,加入个体虚拟变量与年份虚拟变量,以控制个体和宏观政策波动的影响。

相关变量及定义如表 1 所示。

表 1 相关变量及定义

变量类型	变量名称	符号	变量解释及定义
被解释变量	企业价值	<i>TobinQ</i>	市场价值 / 账面价值
解释变量	慈善捐赠	<i>Donate</i>	实际捐赠金额的自然对数
中介变量	技术创新	<i>Ino</i>	研发投入 / 营业收入
调节变量	融资约束	<i>KZ</i>	<i>KZ</i> 指数
	企业规模	<i>Size</i>	企业资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债 / 总资产
	现金比率	<i>Cash</i>	货币资金 / 流动负债
控制变量	固定资产比率	<i>PP</i>	固定资产 / 总资产
	股权集中度	<i>Cr1</i>	第一大股东持股份数 / 总股份数
	独立董事比例	<i>Inde</i>	独立董事人数 / 董事会总人数
	产权性质	<i>Soe</i>	国有企业为 1, 非国有企业为 0

(三) 模型构建

为了检验慈善捐赠对企业价值的影响,构建模型(1)。

$$TobinQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Donate_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Cash_{i,t} + \beta_5 PP_{i,t} + \beta_6 Cr1_{i,t} + \beta_7 Inde_{i,t} + \beta_8 Soe_{i,t} + \delta_t + \lambda_i + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

式中: *i* 表示企业; *t* 表示年份; δ_t 表示时间固定效应; λ_i 表示个体固定效应; $\varepsilon_{i,t}$ 表示残差项。

三、实证检验

(一) 描述性统计

相关变量的描述性统计结果如表 2 所示。

表 2 变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>TobinQ</i>	20260	0.0270	0.0187	0.0086	0.1159
<i>Donate</i>	20260	0.0040	0.0013	0	0.0443
<i>Ino</i>	20260	0.0477	4.5563	0.0003	0.2633
<i>KZ</i>	18026	0.6142	2.3288	-6.1480	6.0262
<i>Size</i>	20260	21.8007	1.1620	19.1946	25.4724
<i>Lev</i>	20260	0.3971	0.2040	0.0500	0.9746
<i>Cash</i>	20260	0.1773	0.1426	0.0086	0.6984
<i>PP</i>	20260	0.2121	0.1479	0.0016	0.7188
<i>Soe</i>	20260	0.3186	0.4660	0	1
<i>Cr1</i>	20260	0.3467	0.1455	0.0854	0.7489
<i>Inde</i>	20260	0.3784	0.0627	0.1429	0.5714

由表 2 分析可知, 企业价值 (*TobinQ*) 的均值为 0.0270, 标准差为 0.0187, 但最大值与最小值之间差异较大, 这表明资本市场对不同企业的预期存在显著差异, 致使企业市场价值高低不一。慈善捐赠 (*Donate*) 的均值为 0.0040, 标准差也较小, 表明样本企业慈善捐赠的金额普遍较低。技术创新 (*Ino*) 的标准差为 4.5563, 说明各企业之间的技术创新水平差距较为明显, 这一差异与企业自身特性及市场环境的影响有关。融资约束 (*KZ*) 的最小值为 -6.1480, 最大值为 6.0262, 表明市场对不同信用等级企业存在“差别化对待”现象。在控制变量方面, 财务杠杆 (*Lev*) 的均值为 0.3971, 表明样本公司的财务杠杆控制在 0.4 左右, 该结构

较为合理; 股权集中度 (*Crl*) 的均值为 0.3467, 而最大值达 0.7489, 符合中国企业股权结构较为集中的特性; 产权性质 (*Soe*) 的均值为 0.3186, 说明全部样本中捐赠企业仅 31.86% 为国有企业。

(二) 相关性分析

在进行回归分析之前, 对上述变量进行相关性分析。根据表 3 所示的 Pearson 相关系数可以看出, 慈善捐赠与企业价值显著正相关, 与前文提出的假设 H1 相符, 初步验证了解释变量与被解释变量之间的关系, 但具体机理仍需进一步回归分析。同时, 相关系数均远小于 0.5, 说明不存在严重的多重共线性, 所选变量较为合理, 可以进行回归分析。

表 3 Pearson 相关系数

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>TobinQ</i>	1.000										
<i>Donate</i>	0.066***	1.000									
<i>Ino</i>	0.442***	0.231***	1.000								
<i>KZ</i>	-0.312***	-0.123***	-0.135***	1.000							
<i>Size</i>	-0.442***	-0.019***	-0.126***	0.286***	1.000						
<i>Lev</i>	-0.384***	-0.098***	0.436***	0.316***	0.480***	1.000					
<i>Cash</i>	0.287***	0.060***	-0.134***	0.324***	-0.281***	-0.462***	1.000				
<i>PP</i>	-0.178***	-0.026***	0.415***	-0.237***	0.146***	0.185***	-0.362***	1.000			
<i>Soe</i>	-0.231***	-0.080***	0.423***	0.387***	0.355***	0.346***	-0.121***	0.202***	1.000		
<i>Crl</i>	-0.033***	-0.014**	-0.235***	0.214***	0.178***	0.057***	0.031***	0.091***	0.214***	1.000	
<i>Inde</i>	0.069***	0.008	0.383***	-0.236***	-0.022***	-0.048***	0.009	-0.053***	-0.103***	0.040***	1.000

注: **、* 分别表示 1%、5% 的显著性水平, 下同。

(三) 基准回归分析

表 4 所示为慈善捐赠对企业价值影响的回归结果。列 (1) 与列 (2) 是在不控制个体固定效应和时间固定效应的情形下, 分别分析未加入控制变量和加入控制变量对主效应的影响。结果表明, 两种条件下慈善捐赠均在 1% 的水平下显著正向促进企业价值的提升。列 (3) 在列 (2) 的基础上控制了时间固定效应, 结果表明, 慈善捐赠 (*Donate*) 的影响系数提高到 0.6788, 且仍在 1% 的水平下显著为正。列 (4) 在列 (2) 的基础上同时控制了个体和时间固定效应, 结果表明, 慈善捐赠 (*Donate*) 的系数为 0.1947, 并通过了 5% 统计水平下的显著性检验, 说明慈善捐赠行为能对企业价值起到“锦上添花”的作用, 一定程度上也为企业扩大市场影响力提供了支持, 由此, 假设 H1 得到验证。

(四) 异质性分析

从产权性质角度来看, 国有企业是我国国民经济的中流砥柱, 除了经济责任之外, 其还肩负着政治责任与社会责任, 这意味着国有企业在对外捐赠时将面临更多合规性审查与约束; 而对于非国有企业来说, 逐利是其生存的首要前提和目标, 通过响应国家公益捐赠倡议, 非国有企业能获取更多外部创新资源, 谋求进一步发展, 实现价值最大化。表 5 的列 (1) 和列 (2) 是基于实际控制人的产权性质将样本分为国有企业与非国有企业两个组别。结果显示, 慈善捐赠 (*Donate*) 的影响系数在非国有企业样本中为 0.2862, 且在 1% 水平下显著为正; 在国有企业样本中该影响系数为 0.0684, 但未通过 10% 的显著性检验。这表明较之国有企业, 非国有企业慈善捐赠行为的价值创造效果更为明显。

表4 慈善捐赠对企业价值影响的回归结果

变量	(1) <i>TobinQ</i>	(2) <i>TobinQ</i>	(3) <i>TobinQ</i>	(4) <i>TobinQ</i>
<i>Donate</i>	0.9568*** (9.42)	0.4986*** (5.63)	0.6788*** (8.58)	0.1947** (2.25)
<i>Size</i>		-0.0052*** (-44.83)	-0.0056*** (-52.51)	-0.0077*** (-32.13)
<i>Lev</i>		-0.0145*** (-20.47)	-0.0127*** (-19.82)	-0.0073*** (-7.98)
<i>Cash</i>		0.0121*** (12.60)	0.0150*** (16.68)	0.0045*** (4.71)
<i>PP</i>		-0.0077*** (-9.19)	-0.0078*** (-10.26)	-0.0056*** (-4.28)
<i>Soe</i>		-0.0016*** (-5.72)	-0.0015*** (-5.89)	0.0001 (0.18)
<i>Crl</i>		0.0001*** (6.80)	0.0001*** (9.02)	0.0000** (2.31)
<i>Inde</i>		0.0133*** (7.27)	0.0098*** (6.01)	0.0003 (0.18)
<i>Constant</i>	0.0266*** (193.89)	0.1391*** (54.90)	0.1363*** (58.10)	0.1838*** (35.65)
年份固定效应	不控制	不控制	控制	控制
个体固定效应	不控制	不控制	不控制	控制
样本量	20260	20260	20260	20260
<i>R</i> ²	0.004	0.254	0.409	0.410

注：括号内为 *t* 值，下同。

表5 考虑不同产权性质与行业竞争程度的回归结果

变 量	(1) <i>TobinQ</i>	(2) <i>TobinQ</i>	(3) <i>TobinQ</i>	(4) <i>TobinQ</i>
<i>Donate</i>	0.0684 (0.46)	0.2862*** (2.74)	0.1162 (0.72)	0.2393** (2.29)
<i>Size</i>	-0.0060*** (-19.13)	-0.0087*** (-26.94)	-0.0053*** (-11.44)	-0.0087*** (-29.00)
<i>Lev</i>	-0.0067*** (-5.51)	-0.0060*** (-5.02)	-0.0092*** (-5.24)	-0.0064*** (-5.71)
<i>Cash</i>	0.0085*** (5.13)	0.0054*** (4.64)	0.0055*** (3.10)	0.0042*** (3.52)
<i>PP</i>	-0.0015 (-0.92)	-0.0072*** (-4.09)	-0.0081*** (-3.22)	-0.0050*** (-3.11)
<i>Crl</i>	-0.0000 (-0.16)	0.0000** (2.21)	0.0001* (1.80)	0.0000 (0.88)
<i>Soe</i>			-0.0032** (-2.06)	0.0010 (1.06)
<i>Inde</i>	0.0029 (1.33)	-0.0010 (-0.44)	0.0004 (0.11)	0.0005 (0.25)
<i>Constant</i>	0.1466*** (21.48)	0.2027*** (29.49)	0.1334*** (13.20)	0.2059*** (31.91)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	6456	13804	6326	13934
<i>R</i> ²	0.320	0.469	0.374	0.431

注：* 表示 10% 的显著性水平，下同。

从行业竞争角度来看，我国经济正处于向高质量发展转型阶段且不同行业的竞争机制、资源配置效率、政策支持力度等均存在较大差异，而行业竞争作为创新资源汇聚、流动的外部动力，其差异可能直接影响企业捐赠决策的经济效果。本文采用赫芬达尔指数来衡量行业竞争程度，该指数越小，说明竞争越激烈。据此，本文按照全样本赫芬达尔指数的平均值将样本企业划分为低竞争组和高竞争组。表5中列(3)所示的低竞争组慈善捐赠的回归系数为0.1162，未通过10%的显著性检验；列(4)所示的高竞争组慈善捐赠的回归系数为0.2393，且在5%水平下显著。这表明行业竞争越激烈，企业通过慈善捐赠获得短期效益、提升企业价值的效果越明显。

(五) 稳健性检验

为使研究结果更为可信，本文分别采用替换被解释变量、解释变量以及工具变量的方法来进行稳健性检验，实证结果如表6和表7所示。

1. 替换被解释变量

参考朱金凤等人^[12]的方法，将 *ROE* 作为企业价值的替代指标，并将替换后的样本重新代入模型(1)，检验结果如表6中列(1)所示。

表6 稳健性检验结果

变量	(1) <i>ROE</i>	(2) <i>TobinQ</i>
<i>Donate</i>	0.3487*** (2.99)	
<i>Donate1</i>		1.1344*** (5.89)
<i>Size</i>	-0.0014*** (-4.41)	-0.0076*** (-32.12)
<i>Lev</i>	-0.0642*** (-52.39)	-0.0071*** (-7.81)
<i>Cash</i>	0.0718*** (55.87)	0.0046*** (4.84)
<i>PP</i>	-0.0202*** (-11.44)	-0.0056*** (-4.27)
<i>Crl</i>	0.0000** (2.29)	0.0000** (2.26)
<i>Soe</i>	0.0050*** (4.74)	0.0002 (0.26)
<i>Inde</i>	-0.0052** (-2.21)	0.0003 (0.17)
<i>Constant</i>	0.0722*** (10.39)	0.1830*** (35.51)
年份固定效应	控制	控制
个体固定效应	控制	控制
样本量	20260	20260
<i>R</i> ²	0.458	0.411

由表 6 可知, 慈善捐赠 (*Donate*) 的影响系数为 0.3487, 且在 1% 水平下显著, 这一结果支持了慈善捐赠对企业价值具有促进作用的观点。

2. 替换解释变量

参考邹萍^[10]的方法, 以慈善捐赠金额占总资产的比值作为慈善捐赠的替代变量, 其检验结果如表 6 中列 (2) 所示。由表可知, 慈善捐赠 (*Donate1*) 的系数为 1.1344, 且在 1% 水平下显著, 这说明本文主要结论并未因变量度量方式的变化而改变, 具有一定的稳健性。

3. 工具变量法

借鉴陈建英等人^[30]的方法, 选取行业捐赠均值 (*IV*) 作为工具变量来缓解内生性问题。一方面, 企业的慈善捐赠除受到宏观政策与自身特质影响之外, 也极大程度上受到行业捐赠均值的影响; 另一方面, 企业价值主要由企业特质决定, 行业捐赠均值并不直接影响企业价值的大小, 因此该指标是严格外生的。

表 7 所示为使用工具变量 (*IV*) 的两阶段最小二乘法的回归结果。

表 7 工具变量检验结果

变量	(1) <i>Donate</i>	(2) <i>TobinQ</i>
<i>IV</i>	0.0064*** (8.25)	
<i>Donate</i>		0.2183** (2.53)
<i>Size</i>	0.0001** (2.40)	-0.0076*** (-31.84)
<i>Lev</i>	-0.0005*** (-5.92)	-0.0073*** (-8.05)
<i>Cash</i>	-0.0000 (-0.36)	0.0041*** (4.29)
<i>PP</i>	-0.0002* (-1.96)	-0.0055*** (-4.23)
<i>Soe</i>	-0.0002*** (-3.19)	-0.0000 (-0.02)
<i>Inde</i>	-0.0001 (-0.53)	0.0005 (0.28)
<i>Constant</i>	0.0002 (0.44)	0.1839*** (36.09)
年份固定效应	控制	控制
个体固定效应	控制	控制
样本量	20260	20260
<i>R</i> ²	0.018	0.408

列 (1) 为第一阶段的回归结果。由回归结果可知, 慈善捐赠的行业均值 (*IV*) 对慈善捐赠

(*Donate*) 的回归系数为 0.0064, 且在 1% 水平下显著为正, 说明行业捐赠均值能显著影响企业的慈善捐赠行为, 该结论与前文理论预期一致。列 (2) 为第二阶段的回归结果。由回归结果可知, 使用工具变量后慈善捐赠的影响系数 (*Donate*) 为 0.2183, 且仍然在 5% 的水平下显著为正。与此同时, *F* 统计量结果表明不存在弱工具变量问题。以上结果说明, 慈善捐赠对企业价值具有正向促进作用的结论是稳健的。

四、机制分析

基于前文分析可知, 企业的慈善捐赠行为有利于企业价值的提升, 但其作用机制如何发挥效用? 本文试图从企业微观层面来剖析慈善捐赠影响企业价值的渠道及情形; 此外, 考虑到慈善捐赠需要具备一定的财务基础, 本文将从融资约束角度作进一步考察。

(一) 技术创新中介效应

本文将技术创新作为中介变量来解释慈善捐赠的价值提升效应, 并根据温忠麟等人^[31]的中介效应检验三步法来验证假设 H2, 即技术创新是否在慈善捐赠影响企业价值的过程中发挥中介效应。在模型 (1) 的基础上构建了模型 (2) 和模型 (3)。

$$\begin{aligned} Ino_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Donate_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Cash_{i,t} + \\ & \beta_5 PP_{i,t} + \beta_6 CrI_{i,t} + \beta_7 Inde_{i,t} + \beta_8 Soe_{i,t} + \delta_t + \lambda_i + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} TobinQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Donate_{i,t} + \beta_2 Ino_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \\ & \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 PP_{i,t} + \beta_7 CrI_{i,t} + \beta_8 Inde_{i,t} + \beta_9 Soe_{i,t} + \\ & \delta_t + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \circ \end{aligned} \quad (3)$$

第一步检验慈善捐赠对企业价值的影响。表 8 列 (1) 呈现的是模型 1 的回归结果。结果显示, 慈善捐赠 (*Donate*) 的系数为 0.1947, 且在 5% 的统计水平下与企业价值显著正相关, 说明慈善捐赠的确对企业价值具有显著促进效应, 这在前文中已得到验证。第二步检验慈善捐赠对技术创新的影响。表 8 中列 (2) 为模型 (2) 的回归结果, 结果显示, 慈善捐赠 (*Donate*) 对技术创新 (*Ino*) 的影响系数为 0.0299, 且在 1% 水平下显著, 说明随着企业慈善捐赠力度的增加, 企业的技术创新水平能得到明显提升。第三步同时将解释变量和中介变量纳入模型 (3), 验证技术创新的中介效应,

检验结果如表8中列(3)所示。结果显示,技术创新(*Ino*)的系数为0.1190且通过了1%的显著性检验,慈善捐赠的系数为0.1911且在5%水平下显著,说明技术创新在慈善捐赠给企业带来价值回报过程中发挥了部分中介效应,即慈善捐赠对企业价值的正向影响部分是通过技术创新这一传导路径实现的,由此可以证明假设H2是合理的。

表8 技术创新的中介效应检验结果

变量	(1) <i>TobinQ</i>	(2) <i>Ino</i>	(3) <i>TobinQ</i>
<i>Donate</i>	0.1947** (2.25)	0.0299*** (4.43)	0.1911** (2.22)
<i>Ino</i>			0.1190*** (12.56)
<i>Size</i>	-0.0077*** (-32.13)	-0.0026*** (-13.60)	-0.0073*** (-30.80)
<i>Lev</i>	-0.0073*** (-7.98)	-0.0044*** (-6.04)	-0.0067*** (-7.42)
<i>Cash</i>	0.0045*** (4.71)	-0.0038*** (-4.98)	0.0049*** (5.21)
<i>PP</i>	-0.0056*** (-4.28)	0.0043*** (4.09)	-0.0061*** (-4.69)
<i>Soe</i>	0.0001 (0.18)	-0.0006 (-0.96)	0.0002 (0.27)
<i>Crl</i>	0.0000** (2.31)	-0.0000 (-0.09)	0.0000** (2.33)
<i>Inde</i>	0.0003 (0.18)	-0.0019 (-1.32)	0.0005 (0.31)
<i>Constant</i>	0.1838*** (35.65)	0.0750*** (18.09)	0.1748*** (33.75)
年份固定效应	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制
样本量	20260	20260	20260
R^2	0.410	0.078	0.416

(二) 融资约束的调节效应

由于信息不对称等市场摩擦的长期存在,身处资本市场的各企业均受到不同程度的融资约束,且该现象也成为制约企业长期发展的“瓶颈”。为验证假设H3,即融资约束是否抑制了慈善捐赠对企业价值的影响,本文采用KZ指数来衡量企业面临的融资约束程度,并构建了模型(4)。

$$TobinQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Donate_{i,t} + \beta_2 KZ_{i,t} + \beta_3 Donate_{i,t} KZ_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t} + \beta_7 PP_{i,t} + \beta_8 Crl_{i,t} + \beta_9 Inde_{i,t} + \beta_{10} Soe_{i,t} + \delta_i + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

表9所示为融资约束的调节效应检验结果。列(2)是在列(1)的基础上加入了调节变量融

资约束(KZ)与融资约束和慈善捐赠的交乘项($KZ \times Donate$),以检验融资约束是否在慈善捐赠与企业价值之间发挥调节作用。结果显示,加入调节变量后,慈善捐赠(*Donate*)的回归系数为0.2209,且在1%水平下显著;同时,慈善捐赠与融资约束的交乘项($KZ \times Donate$)的影响系数为-0.0505,并通过了10%的显著性检验。以上结果说明,随着融资约束程度由弱变强,慈善捐赠的正向价值效应被逐渐削弱,这验证和支持了前文的理论假设H3。

表9 融资约束的调节效应检验结果

变量	(1) <i>TobinQ</i>	(2) <i>TobinQ</i>
<i>Donate</i>	0.1947** (2.25)	0.2209*** (2.59)
$KZ \times Donate$		-0.0505* (-1.80)
<i>KZ</i>		0.0018*** (24.28)
<i>Size</i>	-0.0077*** (-32.13)	-0.0058*** (-24.01)
<i>Lev</i>	-0.0073*** (-7.98)	-0.0140*** (-14.15)
<i>Cash</i>	0.0045*** (4.71)	0.0185*** (15.80)
<i>PP</i>	-0.0056*** (-4.28)	-0.0049*** (-3.74)
<i>Soe</i>	0.0001 (0.18)	-0.0012 (-1.61)
<i>Crl</i>	0.0000** (2.31)	0.0001*** (3.54)
<i>Inde</i>	0.0003 (0.18)	0.0005 (0.30)
<i>Constant</i>	0.1838*** (35.65)	0.1435*** (27.55)
年份固定效应	控制	控制
个体固定效应	控制	控制
样本量	20260	18026
R^2	0.410	0.408

五、结论与建议

(一) 研究结论

本文以2008—2020年沪深A股上市公司为研究样本,研究了慈善捐赠对企业价值的影响及其作用机制,得到如下结论:

第一,慈善捐赠与企业价值显著正相关,且技术创新在两者之间发挥部分中介效应。企业的慈善捐赠行为通过形成声誉机制、迎合机制和防御

机制,助力企业构建与外界相互依赖的关系网络,使其能更便捷地从外界获取技术创新所需的人力、财力和物力资源,进而产生价值倍增效应。

第二,融资约束负向调节慈善捐赠的价值创造效果,即融资约束程度越强,慈善捐赠的价值创造效果越弱。其原因可能是强融资约束企业出于日常经营考虑,通常不会轻易将紧缺资金投入价值回报不确定的慈善领域,而弱融资约束企业虽然未必资金冗余,但慈善捐赠所释放的利好信号可以进一步改善其经营环境,促使其资金良性循环,从而提升企业整体价值。

第三,不同产权性质的企业以及行业竞争程度不同的企业,其捐赠的价值创造效果迥然不同。国有企业组因受到更多合规性审查与约束,慈善捐赠行为的价值提升效果不如非国有企业组显著。此外,当身处竞争更为激烈的行业时,企业的公益营销策略更能促使其从普通营销宣传中脱颖而出,从而有助于企业价值的提升。

(二) 对策建议

对于企业而言,首先应理解《慈善法》“促进社会进步,共享发展成果”之立法宗旨,积极履行社会责任,切实承担“社会企业”义务。慈善捐赠能改善企业发展环境,助推企业向价值链高端跃进。换言之,企业一贯行善所积累的社会资本能在企业不慎损害利益相关者合法权益时发挥效用,减小大众对企业采取严厉制裁的可能性。其次应以创新驱动高质量发展,多措并举纾解融资难题。企业若想获得竞争优势,仅凭自身有限资源开展技术创新的难度较大,而慈善捐赠有助于企业树立负责任的形象,吸引“产学研”战略合作伙伴,为产出高质量创新成果提供保障。同时,捐赠行为易受融资约束的掣肘,企业应根据实际情况灵活调整融资方式与规模,确保资本结构处于合理范围,使捐赠决策取得预期效果。

对于政府而言,一方面,应以产权性质与行业竞争为抓手,解决企业创新发展难题。由于捐赠决策与企业所处行业环境及产权性质显著相关,因此政府可以将贯彻落实《慈善法》作为契机,推动竞争缓慢行业中要素市场的完善与发展,激发国有企业改革与创新活力,破除非国有企业发展难题与融资壁垒,进一步提高中国企业的国际竞争力。另一方面,应加强与企业的合作交流,

引导其向“专精特新”发展。政府不能仅仅向企业传递慈善捐赠能促进社会发展的理念,还应加强与企业的合作交流,给予积极参与社会事务、履行社会责任的企业相关创新政策优惠和资金支持,构建良性捐赠机制,着力引导企业向“专精特新”发展。与此同时,政府还应强化对高精尖技术的支持与保护力度,以技术创新驱动我国经济高质量发展。

参考文献:

- [1] 郑功成. 中国慈善事业发展: 成效、问题与制度完善 [J]. 中共中央党校(国家行政学院)学报, 2020, 24(6): 52-61.
- [2] 江亚洲, 郁建兴. 第三次分配推动共同富裕的作用与机制 [J]. 浙江社会科学, 2021(9): 76-83, 157.
- [3] PORTER M E, KRAMER M R. The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy[J/OL]. [2021-12-20]. <http://www.doc88.com/p-7324953724605.html>.
- [4] BARNETT M L. Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility[J]. Academy of Management Review, 2007, 32(3): 794-816.
- [5] WERBEL J D, CARTER S M. The CEO's Influence on Corporate Foundation Giving[J]. Journal of Business Ethics, 2002, 40(1): 47-60.
- [6] FRIEDMAN M. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits[M]. Berlin: Corporate Ethics and Corporate Governance, 2007: 173-178.
- [7] 苑泽明, 王培林. 负面事件的传染效应影响了受波及企业捐赠吗? [J]. 中南财经政法大学学报, 2021(2): 17-27, 158.
- [8] WANG H, CHOI J, LI J. Too Little or too Much? Untangling the Relationship Between Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance[J]. Organization Science, 2008, 19(1): 143-159.
- [9] BARNETT M L, SALOMON R M. Does It Pay to Be Really Good? Addressing the Shape of the Relationship Between Social and Financial Performance[J]. Strategic Management Journal, 2012, 33(11): 1304-1320.
- [10] 邹 萍. 慈善捐赠动态调整机制及其异质性研究 [J]. 管理学报, 2019, 16(6): 904-914.
- [11] SEIFERT B, MORRIS S A, BARTKUS B R. Comparing Big Givers and Small Givers: Financial Correlates of Corporate Philanthropy[J]. Journal of Business Ethics, 2003, 45(3): 195-211.
- [12] 朱金凤, 杨鹏鹏. 公司慈善行为提升企业价值吗?: 基于面板数据模型的实证研究 [J]. 经济管理, 2011, 33(12): 52-59.

- [13] 卢正文, 刘春林. 产品市场竞争影响企业慈善捐赠的实证研究[J]. 管理学报, 2011, 8(7): 1067-1074.
- [14] 廉春慧, 王跃堂. 企业社会责任信息与利益相关者行为意向关系研究[J]. 审计与经济研究, 2018, 33(3): 73-82.
- [15] 李雪, 罗进辉, 黄泽悦. “原罪”嫌疑、制度环境与民营企业慈善捐赠[J]. 会计研究, 2020(1): 135-144.
- [16] 郭雪静, 熊家财. 跨国经营企业会进行更多的慈善捐赠吗? : 基于风险管理视角的研究[J]. 财务研究, 2021(3): 93-104.
- [17] JIANG F, JIANG Z, KIM K A, et al. Family-Firm Risk-Taking: Does Religion Matter?[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 33: 260-278.
- [18] 陈守明, 周洁. 企业捐赠对创新的影响: 基于我国制造业上市公司的实证研究[J]. 管理评论, 2018, 30(11): 57-67.
- [19] 戴亦一, 潘越, 冯舒. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗? : 来自市委书记更替的证据[J]. 经济研究, 2014, 49(2): 74-86.
- [20] 马永军, 王艾娟. 政府 R&D 补贴、产权性质与实质性创新绩效: 基于中国高技术产业的经验数据[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2020, 25(4): 86-94.
- [21] 邓建平, 曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J]. 金融研究, 2011(8): 78-92.
- [22] 张振刚, 李云健, 李莉. 企业慈善捐赠、科技资源获取与创新绩效关系研究: 基于企业与政府的资源交换视角[J]. 南开管理评论, 2016, 19(3): 123-135.
- [23] 朱永明, 韦梦利. 慈善捐赠、员工离职率与企业价值[J]. 会计之友, 2020(17): 93-98.
- [24] FLAMMER C, KACPERCZYK A. Corporate Social Responsibility as a Defense Against Knowledge Spillovers: Evidence from the Inevitable Disclosure Doctrine[J]. Strategic Management Journal, 2019, 40(8): 1243-1267.
- [25] 陈汉文, 周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本[J]. 南开管理评论, 2014, 17(3): 103-111.
- [26] LAMONT O, POLK C, SAAÁ-REQUEJO J, et al. Financial Constraints and Stock Returns[J]. The Review of Financial Studies, 2001, 14(2): 529-554.
- [27] 张亚洲. 内部控制有效性、融资约束与企业价值[J]. 财经问题研究, 2020(11): 109-117.
- [28] 崔也光, 姜晓文, 齐英. 现金流不确定性、研发投入与企业价值[J]. 数理统计与管理, 2019, 38(3): 495-505.
- [29] 沈弋, 徐光华, 钱明. 慈善捐赠、研发投入与财务资源的调节作用: 基于战略互动视角[J]. 管理评论, 2018, 30(2): 159-171.
- [30] 陈建英, 杜勇, 张欢, 等. 慈善捐赠对业绩异质性企业价值的影响研究: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2019(12): 63-75.
- [31] 温忠麟, 侯杰泰, 张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. 心理学报, 2005(2): 268-274.

责任编辑: 徐海燕