

# 企业捐款行为与公司价值关系研究

## ——基于我国上市公司数据分析

唐佳贤, 韦丽, 戴佳雯

广西财经学院会计与审计学院, 广西 南宁

收稿日期: 2021年10月8日; 录用日期: 2021年10月29日; 发布日期: 2021年11月12日

### 摘要

“推动经济高质量发展, 推动产业结构转型升级”。我国作为新崛起的经济大国其经济实力已成为世界经济的一部分, 如何提升企业经营绩效成为重要的管理课题之一。本文着重检验我国企业在市场中的捐款行为对于企业绩效的影响, 实证结果表明我国企业的捐款行为对于经营绩效存在正向的影响。且透过融资约束条件发现, 企业存在的自由现金流量对于绩效有正向的影响。最后研究还指出企业存在大量的自由现金流量时会产生严重的代理问题, 与此同时进行的企业捐款行为不会减弱企业的运营绩效。

### 关键词

企业捐款, 经营绩效, 自由现金流量, 融资约束, 代理问题

# The Effect of Corporate Philanthropy Behavior on Corporate Value

## —Evidence from Listing Companies in China

Chia-Hsien Tang, Li Wei, Jiawen Dai

School of Accounting and Auditing, Guangxi University of Finance and Economics, Nanning Guangxi

Received: Oct. 8<sup>th</sup>, 2021; accepted: Oct. 29<sup>th</sup>, 2021; published: Nov. 12<sup>th</sup>, 2021

### Abstract

“Promote high-quality economic development and promote the transformation and upgrading of industrial structure.” As a newly rising economic power, China’s economic strength has become a part of the world economy. How to improve enterprise performance has become one of the important management topics. This study aims to examine whether or not the philanthropy behavior

affects on firm's value. The empirical evidence of this study indicates that firm philanthropy behavior significantly correlates with firm's performance. When firm has abundant free cash flow with no financial constraint, philanthropy behavior not only enhances firm performance but also increases firm's loan ability. Moreover, firm philanthropy also leads to managerial agency problem and gradually decreases firm performance.

## Keywords

Corporate Donation, Operating Performance, Free Cash Flow, Financing Constraints, Agency Problem

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

现今社会经济在不断发展,企业成为推动经济发展的重要力量。企业在努力提升自身盈利能力的同时,社会公众愈发关注企业是否履行了相应的社会责任。在网络信息发达的今天企业在进行社会援助时依托互联网平台的宣传,社会大众易得知其善行。不仅有利于塑造企业的正面形象,还有助于与政府和股东之间维持良好的关系,占得更有利的经营环境[1]。随着良好形象在增加销售收入的同时,还传递了企业发展较好的讯息[2]。加之目前我国资本市场发展过程中存在明显的选择性压制,在社会良好形象的前提下如果企业存在大量的自由现金流量时,能够运用不受限制的内部资金进行投资,也会提高企业价值[3] [4] [5]。相反,当内部资金过多时,若将可以用的资源转移投入到社会捐款中,经理人是否会进行不利于企业的投资活动,进而衍生出严重的代理问题[6] [7] [8]。部分国外学者认为企业经理人有动机将企业的资源投资到最有利于自身权益的地方,而非非用于提升企业的价值。慈善捐赠就是其中一种方式,利用慈善捐赠活动来提升经理人的个人声誉,企业的资金使用回报率也会因此降低。所以,捐款行为是否真的有助于提升企业的经营绩效,是值得探讨的问题。对于高融资约束的国内市场,学者们鲜少以本国企业为研究对象,分析捐款与自由现金流量对于企业会计利润与市场绩效的影响。因此本文选择以我国企业捐款行为作为研究变量,着重检验我国企业在市场中的捐款行为对于企业绩效的影响。

## 2. 文献回顾与研究假设

### 2.1. 企业自由现金流量与捐款行为的影响研究

自由现金流量理论最早由 Jensen 提出,是指企业产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量,这部分现金流量是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者的最大现金额。研究结果还强调,股东与经理人在自由现金流的使用中存在着利益冲突。此后 Richardson 对 58053 家美国公司进行了自由现金流的过度投资水平测试,发现过度投资行为主要集中在自由现金流较高的企业。并解释到当一家公司的自由现金流为正时,会有 20% 的现金流用于过度投资,他的结论验证了前人的观点[9]。与此同时有研究发现当公司拥有丰富的自由现金流时,管理者可能利用这部分现金流进行慈善活动来提升个人声誉或职业生涯的威望,却忽视了股东的利益也并未提升企业的价值[10]。Seifert 等人的研究则证实,自由现金流的可获得性与捐赠之间存在正相关关系[11] [12]。因此,鉴于此前学者关于企业现金流资源可

用性和分配的研究结果, 本文构建的假说 1 如下:

**假说 1:** 企业自由现金流量与捐款行为成正相关。

## 2.2. 企业捐款行为对于经营绩效的影响研究

股东财富最大化理论下, Navarro 在类似股东财富最大化模型中提出了企业捐款的三个维度, 即收入增加, 降低成本和减税[13]。首先, 价值增强理论认为企业捐款行为可以增加企业的财务和非财务价值[14], 捐款对于企业销售成长方面也能带来正面的影响[15] [16]。捐款行为所带来的好处除了能够增加财务上的表现, 对于企业声誉也有很好的提升。完善企业形象的同时还相应提高了产品对外销售的业绩, 得出企业的捐款数和销售比率间成正相关[17] [18]。捐款行为塑造的良好形象会让企业与银行之间的信任加深, 在法律保护弱者时也可以成为一项有利条件[19]。此外有研究表明做社会捐款的企业可能会吸引投资者的青睐, 也更容易进入资本市场获得较低的融资成本, 这将对企业未来的财务计划和企业价值产生正向影响。之所以 Navarro 认为捐款行为能够帮助企业减税, 是因为捐款行为带来的企业良好形象能使企业避免面对不利的税赋[20]。再者企业规模越大, 也越容易被政府管控, 企业可以通过捐款的方式去维持企业形象减少不必要的成本[21]。由此可见捐款对于企业的好处不只单方面增加企业的财务表现, 除了在利益上面对企业能有所提升, 也使得企业更容易从股东手中获得更多的资源[22]。故本研究提出第 2 个假说:

**假说 2:** 企业捐款行为对于经营绩效有正向的影响。

## 2.3. 企业自由现金流量与捐款行为对于经营绩效的影响研究

Allen 发现我国现阶段企业的大部分资金来自银行, 银行较容易对大型企业放贷, 但借款利率也较高。在融资约束条件下企业更加不容易获得融资, 造成经营与发展的困难[23]。但 Faulkender 等人的研究则证实, 该部分有融资约束企业尽管在项目投资和发展上受限, 但现金持有价值明显高于非融资约束的企业[24] [25]。进一步研究则表明企业的支出和收入之间会有一定的时间差, 结论建议企业要有一定的现金流量去避免这个缺口, 以免产生现金短缺以及带来不必要的交易成本。若市场上融资比较困难时企业有自由现金流量, 那么企业可运用的资金愈多, 企业的价值也会愈大[26]。随之而来的是在代理问题下管理者会为了维护自身的利益而忽略了股东该有的利益, Galaskiewicz 发现企业对于社会事业的投资, 高级管理人员希望通过慈善事业来提升他们的个人声誉, 因此容易存在机会主义动机的捐款行为[27]。而 Ronald 实证检验美国市场后发现捐款对于企业现金的价值会提高, 当企业现金越多时, 过多捐款对于企业现金的价值有减缓效应[28]。故当企业自由现金流量愈多时多捐款的方式没有达到预期效果, 企业的经营绩效是否会减缓, 因此本研究提出假说 3:

**假说 3:** 企业自由现金流量高时, 捐款行为不会减弱企业的经营绩效与价值。

## 3. 研究设计

### 3.1. 方法选择

参考 Rosenbaum and Rubin 提出倾向分数配对法, 其基本概念是在配对过程中将多个特性变量对应到一个维度, 即首先根据多个特性变数估计一机率函数, 称为倾向分数函数, 将个别样本的特性变数代入机率函数将得到该样本的估计机率, 称倾向分数。接着则是针对采取该制度的每一家企业作为样本, 在未采取该制度的企业样本中寻找倾向分数相同的样本为配对样本, 此方法将同时改善选择偏误与样本配对时过多维度的问题。

由于本研究捐款数据中存在着离群值, 因此使用了稳健性检定, 以捐款作为虚拟变量进行分析, 捐款与自由现金流量对企业绩效是否有正向显著影响。并检验有较高的自由现金流量时, 捐款是否会产生

代理问题进而发生减缓企业绩效的现象。为了验证捐款和自由现金流量是否只会对当期有所影响，因此本研究考虑了递延效果，检验捐款和自由现金流量对  $t+1$  年企业绩效是否存在显著影响。最后，由于国有企业获得外部资本的多寡和获利性的计划都与其政治背景有关，非国有企业较国有企业具有较高的融资约束。因此非国有企业对于每一笔捐款资金都会精打细算且保留较多自由现金流量以避免高投资成本，所以非国有企业较国有企业的捐款与自由现金流量对企业绩效有更加显著的影响。

### 3.2. 资料来源

本研究以我国企业为例，使用国泰安 CSMAR 数据库公布的 2009 年到 2016 年的我国上市企业的资料，选用了市场绩效、会计绩效、捐款、流通股占总股数的比率、总资产、总负债、销售额、大股东持股的比率、CEO 和董事长是否为同一人的虚拟变量、董事会中董事人数、所有权集中度等资料。由于金融机构的投资与融资行为较特别，又受到政府及法规的严格监管，因此本研究将金融机构剔除，同时对于 B 股以及 H 股不予以考虑。

### 3.3. 企业自由现金流量对于捐款行为的影响

根据 Seifert 研究结果当企业的可用现金流量与企业的捐款之间存在正向关系。因此，假定当自由现金流量比例增加时，会对于公司捐款意愿增加，预估两者呈现正相关，并加入 6 控制变数及产业虚拟变数来研究此模型，假定  $\gamma_1 > 0$ ，本研究因此成立下列估计回归。

$$\text{Inda}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Fcf}_{it} + \theta_1 \text{CV}_{it} + \theta_2 \text{GV}_{it} + \theta_3 \text{Ind}_{it} + \theta_4 \text{Year}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，Inda 是  $\log(1+\text{捐款})$ ，Fcf 为自由现金流量。CV = (Tradable share, Size, Leverage, Sale) 为控制变量，其中 Tradable share 是流通股占总股数的比率。Size 是总资产的自然对数。Leverage 是总负债除以总资产。Sale 是销售额除以总资产。GV = (Largest holder rate, Isduality, Board, Indirect, Supervisor, Executive, Herf3, bb) 为企业虚拟变量，其中 Largest holder rate 是大股东们持股的比率。Isduality 是一个虚拟变数，若 CEO 和董事长是同一人，则等于一，否则等于零。Board 是董事会中的董事人数。Indirect 是外部董事人数和董事会人数比例。Supervisor 是董事会上的董监事人数。Executive 是董事会中的高级主管人数。Herf3 是所有权集中度变量，由三个最大股东所有权的平均值来计算。bb 为是否有在 B 股挂牌。Ind 为产业虚拟变量，如金融业、电子业等等。Year 为年度虚拟变数。

### 3.4. 企业捐款行为对于经营绩效的影响

根据交易分析理论，捐款行为是一种双向对称，当管理层持有企业的股份比例提高时，增加捐款会减少管理层自身的可分配利益。在这种前提下，捐款成为管理层协调利益相关者之间冲突的一种策略，也可能成为管理层的一种机会主义行径，变成实现自身利益最大化的手段。然而当企业捐款比例增加时，会对于企业形象有所提升，进而增加企业绩效，预估两者呈现正相关，并加入控制变量及产业虚拟变量假定  $\alpha_1 > 0$ ，本研究因此成立下列估计回归。

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Fcf}_{it} + \theta_1 \text{CV}_{it} + \theta_2 \text{GV}_{it} + \theta_3 \text{Ind}_{it} + \theta_4 \text{Year}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $P_{it}$  = (MP 与 AP)，MP(Q) 为市场绩效，本研究企业市场绩效 MP 以 Tobin's Q 为代理变量，AP 为会计绩效以 ROA 为代理变量，其余变量与方程式 1 相同。

### 3.5. 企业自由现金流量与捐款行为对于经营绩效的影响

由于在我国企业获得融资是相对比较困难的，有融资约束的企业在投资上会较注重投资的效率。根据企业在现金收入与支出上存在的时间差表明，当市场上融资较困难时，内源融资方式下企业保持一定

的自由现金,这部分可运用的资金越多,企业价值也会有所提升。假说3为检定企业自由现金流量高时,企业捐款行为对经营绩效不会产生减弱效应。因此企业的自由现金流量对企业的绩效应该为正,预估两者呈现正相关  $\alpha_3 > 0$ , 成立下列估计回归:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Inda}_{it} + \alpha_2 \text{Fcf}_{it} + \alpha_3 \text{Inda}_{it} \times \text{Fcf}_{it} + \theta_1 \text{CV}_{it} + \theta_2 \text{GV}_{it} + \theta_3 \text{Ind}_{it} + \theta_4 \text{Year}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, Fcf 为自由现金流量,其余变量与方程式1相同。为检测假说3,同时加入自由现金流量与企业捐款去检验是否会影响企业绩效。由于当企业拥有较多的自由流量时,会进行较多的投资或公益行为。企业经理人可能会因为个人利益去做投资,最后导致代理问题。

## 4. 实证结果

### 4.1. 描述性统计

表1为企业的控制变量以及企业治理变量的基本统计量, Tobin's Q 的平均数为 2.074, 整体企业的市场表现是良好的,但标准偏差 1.9318 偏高。AP 的最大值 0.6668, 最小值 -0.6748, 代表企业会计绩效不稳定。Largesthole 平均数是 36.6912, 整个股市有超过三成的股票掌握在大股东手上,标准偏差为 15.9272 表示了在大股东手上的股票分配比较不均匀,有可能造成一人有太多股权的问题。Isduality 平均数为 0.2226, 此数值表明大概有两成左右的企业 CEO 兼任董事长。Herf3 的平均数为 0.1755, 表示三大股东持股大概占 17.5% 左右。

Table 1. Descriptive statistics of basic statistics

表 1. 基本统计量的描述性统计

变数	平均数	标准偏差	p25	中间值	p75
Tobin's Q	2.0740	1.9318	0.8354	1.5045	2.5768
ROA	0.0524	0.0574	0.0267	0.0477	0.0764
Inda	4.9465	1.9014	3.6109	4.8151	6.2166
Size	22.0748	1.2779	21.1842	21.9085	22.8051
Leverage	0.4601	0.2121	0.2936	0.4612	0.6251
Sale	0.6729	0.4785	0.3535	0.5602	0.8410
Largest holder rate	0.3669	0.1593	0.2398	0.3499	0.4799
Isduality	0.2226	0.4160	0.0000	0.0000	0.0000
Board	8.9050	1.7867	8.0000	9.0000	9.0000
Indirect	0.3708	0.0549	0.3333	0.3333	0.4000
Supervisor	3.7350	1.2018	3.0000	3.0000	5.0000
Executive	5.6419	1.3519	5.0000	6.0000	6.0000
Herf3	0.1755	0.1296	0.0731	0.1473	0.2467
Tradable share	0.2321	0.2783	0.0000	0.0857	0.4464

Table 2. Donation amount of Chinese listed companies from 2009 to 2016

表 2. 中国上市企业 2009 年到 2016 捐款资料

Panel A: 依捐款平分四等份			
	四等份	捐款金额	捐款企业数目
low	1	9022.151	505
	2	43757.74	504



Continued

	3	160214.7	491
high	4	7690226	497
Panel B: 依年分类			
	Year	捐款金额	捐款企业数目
	2009	55354.28	61
	2010	335610.9	259
	2011	515268.3	286
	2012	443662.2	291
	2013	355098.1	302
	2014	363149.1	288
	2015	806484.7	242
	2016	5028593	268
Panel C: 依产业分类			
产业	产业类别	捐款金额	捐款企业数目
A	农、林、牧、渔业	31376.06	20
B	采矿业	2390745	126
C	制造业	3212425	1014
D	电力、燃气及水的生产和供应业	294431.6	98
E	建筑业	76766.47	77
F	批发和零售业	120768.5	95
G	交通运输、仓储和邮政业	104802.3	73
I	信息传输、软件和信息技术服务业	141822.7	42
J	金融业	588714.5	240
K	房地产业	300796.2	122
L	租赁和商务服务业	4184.157	19
M	科学研究、技术服务和地质勘查业	296	2
N	水利、环境和公共设施管理业	11572.69	17
Q	卫生和社会工作	14560	4
R	文化、体育和娱乐业	606535.2	23
S	公共管理和社会组织	3424.12	25
	总数	7903220	1997

## 4.2. 结果分析

### 4.2.1. 企业自由现金流量对于捐款行为的影响

由表 2、表 3 发现自由现金流量对捐款存在显著正向相关，其结果支持本研究的假说 1，企业在投入捐款时，可以增进企业与消费者彼此的关系。虽然对于企业而言会有多余支出，但其所获得的收入大于其所投入的成本，更可以额外获得收入以外的隐性收益进而使企业的绩效提升。

**Table 3.** Donation amount of Chinese listed companies from 2009 to 2016  
**表 3.** 中国上市企业 2009 年到 2016 捐款资料

变数	捐款量	捐款虚拟变数	捐款量	捐款虚拟变数
Fcf	2.5651*** (0.2641)	0.4011*** (0.0477)	1.4069*** (0.2670)	0.2298*** (0.0492)
Size			0.5692*** (0.0212)	0.0968*** (0.0034)
Leverage			-0.8485*** (0.0797)	-0.1458*** (0.0155)
Sale			0.1308*** (0.0350)	0.0168** (0.0066)
Largest holder rate			-0.0190*** (0.0040)	-0.0020*** (0.0007)
Isduality			0.0364 (0.0341)	0.0024 (0.0066)
Board			0.3973*** (0.1522)	0.0956*** (0.0251)
Inddirect			-3.0419 (1.9310)	-0.9333*** (0.3114)
Supervisor			0.0263 (0.0163)	0.0086*** (0.0031)
Executive			-0.5956** (0.2418)	-0.1476*** (0.0398)
Herf3			2.1464*** (0.5465)	0.1960** (0.0933)
Tradable share			-0.3861*** (0.0617)	-0.0720*** (0.0115)
bb			-0.2898*** (0.0755)	-0.0489*** (0.0148)
_cons	0.5680*** (0.0158)	0.1157*** (0.0030)	-10.5882*** (0.8802)	-1.6629*** (0.1400)
Ind	No	No	Yes	Yes
Year	No	No	Yes	Yes
N	11188	11188	11126	11126
R-sq	0.008	0.006	0.187	0.151

注：\*表示 10% 的显著水平。\*\*表示在 5% 显著水平。\*\*\*表示 1% 的显著水平。

#### 4.2.2. 企业捐款行为对于经营绩效的影响

表 4 发现捐款对于企业的市场与会计绩效上面存在显著正向相关,实证的结果支持本研究的假说 2,表明企业捐款行为在一定程度上有助于企业改善绩效。

**Table 4.** The effect of corporate donation behavior on performance  
**表 4.** 企业捐款行为对于经营绩效的影响

	市值绩效(Q)		会计绩效(ROA)	
	(1) N = 11,243	(2) N = 10,743	(3) N = 11,667	(4) N = 11,125
Inda	5.1390*** (1.2075)	6.4957*** (1.9549)	0.0679*** (0.0174)	0.0349*** (0.0130)
Fcf		19.2175*** (4.4836)		0.8277*** (0.0298)
Lnda × Fcf		-37.4413*** (11.7228)		-0.2031*** (0.0780)
Size	-3.6867*** (0.7241)	-4.1742*** (1.0623)	-0.0266*** (0.0102)	-0.0135* (0.0069)
Leverage	3.5925*** (1.3337)	3.8126** (1.5794)	-0.0358** (0.0182)	0.0184* (0.0100)
Sale	-0.7449*** (0.2571)	-0.7495*** (0.2856)	0.0089** (0.0037)	-0.0048** (0.0019)
Largest holder rate	0.0933** (0.0385)	0.0841* (0.0447)	0.0020*** (0.0005)	0.0008*** (0.0002)
Isduality	-0.0537 (0.1731)	-0.0404 (0.2028)	0.0007 (0.0025)	0.0023* (0.0013)
Board	-1.8936** (0.8695)	-1.7470* (0.9922)	-0.0311** (0.0129)	-0.0101 (0.0068)
Indirect	15.9627 (10.1561)	16.3083 (11.5329)	0.2180 (0.1490)	0.0867 (0.0778)
Supervisor	-0.1306 (0.0901)	-0.1587 (0.1136)	-0.0029** (0.0012)	-0.0018*** (0.0007)
Executive	2.8614** (1.3629)	2.6906* (1.5603)	0.0463** (0.0202)	0.0159 (0.0106)
Herf3	-10.2436** (4.8136)	-8.2167 (5.3496)	-0.2392*** (0.0593)	-0.1025*** (0.0276)
Tradable share	2.3088*** (0.6175)	1.8143*** (0.6437)	0.0503*** (0.0080)	0.0277*** (0.0037)
bb	1.7442*** (0.5338)	2.1609*** (0.7120)	0.0176** (0.0074)	0.0080* (0.0046)



Continued

_cons	77.0960*** (14.8411)	87.1203*** (21.7938)	0.5489*** (0.2061)	0.2690* (0.1400)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes

#### 4.2.3. 企业自由现金流量与捐款行为对于经营绩效的影响

此外表 4 的自由现金流量对于企业的市场与会计绩效存在显著正向相关，且当捐款与自由现金流量两者的交乘项对于企业的市场与会计绩效存在显著的负相关，支持本研究假说 3 的结果。企业过多的现金流量不仅会造成代理问题，也极有可能产生过度捐款行为致使整个企业资金运用效率不足并且影响企业的市场表现。

#### 4.2.4. 国企与非国企分类下对捐款和自由现金流量对企业绩效的影响

从表 5 Panel A 中可得知非国有企业的情况下，企业进行捐款与自由现金流量对于在市场绩效或会计绩效的影响支持本研究的假说 1、假说 2 与假说 3。但若为国企时，则不论是捐款或是自由现金流量都无法对市场绩效有显著的影响，仅仅在会计绩效方面自由现金流量为正向显著效果。表 5 Panel B 的结果证明本研究检定第  $t + 1$  期与  $t$  期的结论是相似的。

**Table 5.** Private and state owned enterprises analysis

**表 5.** 民营与国企的分析

	Panel A: $t$ 期			
	市场绩效(Q)		会计绩效(ROA)	
	(1) state = 0	(2) state = 1	(3) state = 0	(4) state = 1
Inda	5.7274*** (1.2906)	5.7288 (4.3626)	0.0302*** (0.0094)	0.0228 (0.0226)
Fcf	14.7362*** (2.1025)	20.0574 (13.5815)	0.8184*** (0.0216)	0.7862*** (0.0700)
Lnda $\times$ Fcf	-40.5901*** (10.2572)	-27.6837 (21.6752)	-0.2194*** (0.0709)	-0.1069 (0.1129)
_cons	55.3110*** (8.8867)	95.4786 (62.2886)	-0.0320 (0.0644)	0.2886 (0.3153)
CV + GV	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind + year	Yes	Yes	Yes	Yes
	Panel B: $t + 1$ 期			
Inda	4.0441*** (0.9076)	6.0571 (7.1127)	0.0542*** (0.0156)	0.0734 (0.0611)
Fcf	9.1990*** (1.4128)	19.5749 (21.9522)	0.4591*** (0.0304)	0.6529*** (0.1898)

## Continued

Lnda × Fcf	-28.6607*** (7.2384)	-29.3838 (35.3233)	-0.3714*** (0.1207)	-0.3418 (0.3060)
_Cons	46.7487*** (6.2128)	100.8723 (101.3441)	0.1234 (0.1129)	0.9896 (0.8557)
CV + GV	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind + Year	Yes	Yes	Yes	Yes

注：本研究考虑考虑异质性与自我相关的修正估计，\*表示 10%的显著水平。\*\*表示在 5%显著水平。\*\*\*表示 1%的显著水平。(state = 0 为非国企，state = 1 为国企)。注：本研究考虑考虑异质性与自我相关的修正估计，\*表示 10%的显著水平。\*\*表示在 5%显著水平。\*\*\*表示 1%的显著水平。(state = 0 为非国企，state = 1 为国企)。

## 4.2.5. PSM 方法分析捐款与自由现金流量对于经营绩效的影响

表 6 匹配前各变量实验组与控制组 t 统计量与 P 值结果皆显著，即匹配前二组差异确实存在。匹配后，t 统计量与 P 值结果皆不显著，实验组与控制组的差异不显著，匹配变数的差异(%bias)基本上都小于 5%，表明匹配效果良好。

Table 6. Matching variables before and after matching comparison

表 6. 匹配前后匹配变数的差异对比

变数	匹配前/后	实验组	控制组	差异%	t	P 值
Size	U	23.275	21.921	106.1	39.33	0
	M	23.275	23.269	0.5	0.13	0.894
Leverage	U	0.51214	0.4533	29.1	9.71	0
	M	0.51214	0.51194	0.1	0.03	0.979
Sale	U	0.72262	0.66705	11.7	4.05	0
	M	0.72262	0.75436	-6.7	-1.6	0.111
Herf3	U	0.21159	0.1704	29.5	11.14	0
	M	0.21159	0.21081	0.6	0.13	0.893
Tradable share	U	0.17662	0.23967	-23.7	-7.92	0
	M	0.17662	0.17022	2.4	0.67	0.502
Largest holder rate	U	40.154	36.186	24	8.72	0
	M	40.154	39.941	1.3	0.32	0.747

后续再以最近邻匹配、半径匹配与核匹配估算平均处理效应测算实验组与控制组的差异。由表 7 可以得知在第 t 期进行捐款实验组的 Tobin's Q 平均数为 1.444 与第 t 期没有进行捐款控制组的 Tobin's Q 平均数为 1.323，差异为 0.1211，t 值为 2.27 大于 1.645 的临界值，即表示第 t 期有捐款的企业在当期存在着高的 Tobin's Q，即企业价值有增加，如同分析也可得知在第 t 期有捐款的企业其在当期存在着高的

ROA。PSM 方法的结果也支持假说 1：捐款对于企业经营绩效有正向影响。

**Table 7.** The average treatment effect comparison

**表 7.** 平均处理效果比较

Panel A: 最近邻匹配					
变数	实验组	控制组	差异	S.E.	T-检定
Tqa	1.444906	1.32371	0.121197	0.053317	2.27
ROA	0.060851	0.05412	0.00673	0.001842	3.65
tqa <sub>t1</sub>	1.315429	1.226061	0.089368	0.049777	1.8
ROA <sub>t1</sub>	0.053144	0.04944	0.003704	0.001921	1.93
Panel B: 半径匹配					
变数	实验组	控制组	差异	S.E.	T-检定
Tqa	1.495232	1.355859	0.139373	0.054263	2.57
ROA	0.060817	0.052813	0.008005	0.001756	4.56
tqa <sub>t1</sub>	1.36573	1.256594	0.109136	0.050106	2.18
ROA <sub>t1</sub>	0.053257	0.047238	0.006019	0.001984	3.03
Panel C: 核匹配					
变数	实验组	控制组	差异	S.E.	T-检定
Tqa	1.460281	1.326933	0.133349	0.052515	2.54
ROA	0.060581	0.053393	0.007188	0.0017	4.23
tqa <sub>t1</sub>	1.330902	1.227564	0.103338	0.048703	2.12
ROA <sub>t1</sub>	0.05302	0.047643	0.005377	0.001883	2.85

注：Tqa 是指 Tobin's Q \*表示 10%的显著水平。\*\*表示在 5%显著水平。\*\*\*表示 1%的显著水平。标准差的计算是运用拔靴法每 500 个执行一次。tqa and tqat1 是 Tobin's Q 在第 t 期与第 t + 1 期，ROA and ROAt1 是指资产报酬率在第 t 期与第 t + 1 期。

表 8 以自由现金流量分为最高的前 50%、33.3%、25%与 20%作为样本进行分析有捐款与没有捐款对于企业的绩效是否有差异。从表 7 的自由现金流量分最高的前 50%的为样本先配成实验组与控制组后再进行分析捐款对企业绩效是否有差异，可得第 t 与 t+1 期的最近相匹配与半径匹配发现在自由现金流量分最高的前 50%下，有捐款的实验组的企业绩效显著大于无捐款的实验组的企业绩效。然而，自由现金流量分最高的前 33.3%、25%与 20%的为样本先配成实验组与控制组后再进行分析，从第 t 与 t + 1 期的最近邻匹配与半径匹配与核匹配在 5%的显著水平下发现实验组与控制组没有显著的差异。故将以自由现金流量分最高的前 50%，33.3%，25%与 20%为样本进行分析有捐款与没有捐款对于企业的绩效，发现随着选取越高自由现金流量为样本时同样支持假说 3。因此当企业自由现金流量高时，企业捐款是对于企业绩效不会有减弱效应。

**Table 8.** The average treatment effect comparison  
**表 8.** 平均处理效果比较

自由现金流量 前 n 百分比	50%		33.3%		25%		20%	
Panel A: 最近邻匹配								
变数	差异	T-检定	差异	T-检定	差异	T-检定	差异	T-检定
Tqa	0.127***	2.47	0.083	0.82	0.062	0.54	0.107	0.8
ROA	0.010***	5.51	0.002	0.7	0.001	0.34	0.001	0.35
tqa <sub>t1</sub>	0.094**	1.84	0.120	1.29	0.087	0.8	0.127	1
ROA <sub>t1</sub>	0.008***	4.16	0.003	1.15	0.002	0.72	0.003	0.78
Panel B: 半径匹配								
变数	差异	T-检定	差异	T-检定	差异	T-检定	差异	T-检定
Tqa	0.148***	2.82	0.120	1.12	0.089	0.71	0.071	0.49
ROA	0.010***	5.4	0.004	1.33	0.001	0.17	-0.001	-0.17
tqa <sub>t1</sub>	0.129***	2.49	0.157	1.55	0.136	1.14	0.110	0.79
ROA <sub>t1</sub>	0.009***	4.1	0.005	1.64	0.001	0.37	0.001	0.15
Panel C: 核匹配								
变数	差异	T-检定	差异	T-检定	差异	T-检定	差异	T-检定
Tqa	0.078	1.53	0.072	0.76	0.047	0.42	0.040	0.32
ROA	0.010***	5.25	0.004*	1.65	0.002	0.75	0.001	0.2
tqa <sub>t1</sub>	0.053	1.05	0.081	0.9	0.085	0.8	0.078	0.65
ROA <sub>t1</sub>	0.008***	3.77	0.004*	1.66	0.004	1.17	0.002	0.45

## 5. 结论

### 5.1. 结论

本文运用倾向分数配对法,以我国上市企业为例进行实证检验,研究结果表明:(1) 捐赠行为与公司营运绩效呈正相关。企业通过捐赠行为能够在社会大众面前塑造出公司的正面形象,亦能帮助企业获得有力的运营环境进而能够适当的提升公司的绩效与价值。(2) 企业在当年度的(第 t 期)捐赠行为对于企业隔年度(第 t + 1 期)的市场价值与会计账面价值具有正向的影响,研究结果也指出企业的捐款行为具备递延效果。示意大部份企业的捐款行为是有持续性的,且须是提前规划的;(3) 虽然进行捐赠对于公司来说是一项成本支出,但后续所带来的效益将远高于成本支出。然而当企业存在大量的自由现金流量时会产生代理问题,但与此同时进行的企业捐赠行为不会减弱企业的经营绩效与价值。

### 5.2. 建议

根据以上结论提出以下建议:(1) 企业可以通过推动从事公益项目或社会公益,来获得企业价值增加的效应,且相应带来的总增值效应是会有时间递延效用且是持续的。往往透过捐赠行为不仅可替企业带来额外的名声,另一方面亦可因此增加企业的正向声量进而推声企业给予大众的观点;(2) 当公司内部资金过多时,应该针对特殊捐赠的资金项目或者是公益项目执行计划,运用制度来避免经理人通过公司的资源来创造个人的利益进而衍生出经理人的代理问题。否则当执行者有着私心,往往会造成运用企业的资

源来增加个人声望,亦或增加个人的名誉形成恶性循环效应而成为假公济私现象;(3)企业的慈善行为是彰显企业承担社会责任的有效方式,但不应当成为企业的惯用营销手段。企业在日常经营过程中应该注重核心实力与品牌价值的提升,平衡好企业的社会责任与经济动机,透过捐赠来增加企业价值并非是单一要素,企业更应该着重在如何能正向提升企业品牌价值,并将资源回馈给与社会来产生良性循环的效用。

## 基金项目

广西财经学院博士基金项目(K9-9999-15-00-00-145);广西财经学院会计类学科建设与教改研究开放性课题(2020&KJ07)。

## 参考文献

- [1] 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.
- [2] Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C. (1988) Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economics*, **19**, 141-195. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- [3] 张建君. 竞争-承诺-服从: 我国上市公司慈善捐款的动机[J]. 管理世界, 2013(9): 118-129.
- [4] Whited, T. (1992) Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data. *The Journal of Finance*, **47**, 1425-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04664.x>
- [5] Almeida, H. and Campello, M. (2007) Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, **20**, 1429-1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- [6] Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover. *American Economic Review*, **76**, 323-329.
- [7] Harford, J. (1999) Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, **54**, 1969-1997. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- [8] Shin, H.H. and Kim, Y.H. (2002) Agency Costs and Efficiency of Business Capital Investment: Evidence from Quarterly Capital Expenditures. *Journal of Corporate Finance*, **8**, 139-158. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00033-5](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00033-5)
- [9] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [10] Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1989) Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, **25**, 123-139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- [11] Seifert, B., Morris, B. and Bartkus, B. (2003) Comparing Big Givers and Small Givers: Financial Correlates of Corporate Philanthropy. *Journal of Business Ethics*, **45**, 195-211. <https://doi.org/10.1023/A:1024199411807>
- [12] Danhiwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A. and Yang, Y.C. (2011) Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital. The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, **86**, 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- [13] Navarro, P. (1988) Why Do Corporations Give to Charity? *Journal of Business*, **61**, 65-93. <https://doi.org/10.1086/296420>
- [14] Brown, W., Helland, E. and Smith, K. (2006) Corporate Philanthropic Practices. *Journal of Corporate Finance*, **12**, 855-877. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.02.001>
- [15] Lev, B., Petrovits, C. and Radhakrishnan, S. (2010) Is Doing Good for You? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth. *Strategic Management Journal*, **31**, 182-200. <https://doi.org/10.1002/smj.810>
- [16] Wang, H. and Qian, C. (2011) Corporate Philanthropy and Corporate Financial Performance: The Roles of Stakeholder Response and Political Access. *Academy of Management Journal*, **54**, 1159-1181. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.0548>
- [17] Brammer, S. and Millington, A. (2005) Corporate Reputation and Philanthropy: An Empirical Analysis. *Journal of Business Ethics*, **61**, 29-44. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-7443-4>
- [18] Roberts, P.W. and Dowling, G.R. (2002) Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. *Strategic Management Journal*, **23**, 1077-1093. <https://doi.org/10.1002/smj.274>
- [19] Allen, F., Qian, J. and Qian, M. (2005) Law, Finance and Economics Growth in China. *Journal of Financial Econom-*

- 
- ics, **77**, 57-116. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.010>
- [20] Williams, R.J. and Barrett, J.D. (2000) Corporate Philanthropy, Criminal Activity, and Firm Reputation: Is There a Link? *Journal of Business Ethics*, **26**, 341-350. <https://doi.org/10.1023/A:1006282312238>
- [21] Roberts, R. (1992) Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory. *Accounting Organizations and Society*, **17**, 595-612. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90015-K](https://doi.org/10.1016/0361-3682(92)90015-K)
- [22] Godfrey, P.C. (2005) The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth. A Risk Management Perspective. *Academy of Management Review*, **30**, 777-798. <https://doi.org/10.5465/amr.2005.18378878>
- [23] Allen, F., Carletti, E., Cull, R., Qian, J., Senbet, L. and Valenzuela, P. (2012) Resolving the African Financial Development Gap: Cross-Country Comparisons and a Within-Country Study of Kenya. NBER Working Paper, #18013. Cambridge. <https://doi.org/10.3386/w18013>
- [24] Faulkender, M. and Wang, R. (2006) Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, **61**, 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- [25] Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2005) Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, **83**, 599-634. <https://doi.org/10.2139/ssrn.687464>
- [26] Baumol, W.J. (1952) The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, **66**, 545-556. <https://doi.org/10.2307/1882104>
- [27] Galaskiewicz, J. (1997) An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contributions in the Twin Cities, 1979-81, 1987-89. *Administrative Science Quarterly*, **42**, 445-471. <https://doi.org/10.2307/2393734>
- [28] Masulis, R.W. and Reza, S.W. (2015) Agency Problems of Corporate Philanthropy. *Review of Financial Studies*, **28**, 592-636. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu082>