

公司捐款与经济动机^{*}

——汶川地震后中国上市公司捐款的实证研究

山立威 甘犁 郑涛

内容提要:通过对 5.12 汶川地震后我国 A 股上市公司捐款数据的实证分析,我们发现公司捐赠行为存在提高声誉以获取广告效用的经济动机。其产品直接与消费者接触的公司比其他公司捐款数额平均多出 50%。并且该经济动机也影响到公司的捐赠方式。由于捐赠现金能够引起更大的社会反响和更高的关注度,其产品直接与消费者接触的公司比其他公司捐赠更多的现金,平均多捐赠现金约 1.8 倍。其次,我们还发现公司捐赠行为是由自身能够承担社会责任的经济能力所决定的,业绩好的公司捐款总数和现金捐款数量更多。此外,公司规模及控股人类型等公司特征也对捐赠行为有影响。总的说来,公司出于广告效用的经济动机来选择捐赠数量和方式。本文建议对公司捐赠行为应该利用市场规律按照符合公司经济动机的方式引导和管理。

关键词:地震 捐款 上市公司 经济动机 广告效用

一、引言

我国是个灾害较多的国家,因此捐赠的问题一直都很重要。但这个问题的紧迫性直到 2008 年 5 月 12 日四川汶川发生 8.0 级特大地震才突显出来。如此重大的灾害,完全依赖各级政府的拨款来救助和实现灾后重建是不现实的。事实上,地震发生后,许多企业也积极捐款来帮助抗震救灾。然而,和国外形成鲜明对比的是,中国社会对公司的捐款并不都是一片叫好。在国外,如果公司捐款救灾,很少会有舆论对捐款公司提出批评。而在中国,舆论对有些捐款公司反而提出了批评和质疑。一个比较有代表性的例子就是万科。万科在地震发生当天宣布捐款 200 万元,没想到的是马上引来几乎是一边倒的批评。万科稍后(5 月 19 日)宣布增加捐款至 1 亿元,万科董事长王石并于 5 月 21 日公开道歉。另外一个例子是生产“王老吉”品牌饮料的“加多宝集团”,因于 5 月 18 日宣布捐款 1 亿元而赢得公众和舆论的普遍赞扬。

从这两个例子可以看出,公司的捐款行为会影响到公司的形象,因此具有一定的广告效应,所以捐款行为不仅仅是企业出于社会责任的利他行为,也可以是企业出于自身经济利益的一种商业行为。企业捐赠行为中的商业行为的经济动机是本文的主要研究问题。研究这个问题不仅可以帮助我们更好地理解企业的经济行为,同时还可以为政府规范捐款行为提供现实依据。而目前国内经济学文献关于企业捐款的理论与实证研究都很少。我们搜集了 5.12 汶川大地震之后我国 A 股上市公司的捐款数据,实证分析了上市公司捐款行为的经济动机。我们区分企业捐款的商业行为与利他行为的关键是企业产品是否直接与消费者接触。如果一个企业的产品直接与消费者接

^{*} 山立威,西南财经大学经济与管理研究院,邮政编码:610074,电子信箱:Lshan@swufe.edu.cn;甘犁,西南财经大学经济学院和美国 Texas A&M University 经济系;郑涛,西南财经大学中国金融研究中心博士生。作者特别感谢匿名审稿人的宝贵建议和第八届中国青年经济学者论坛参与讲座讨论的学者,尤其是(以下按姓氏字母顺序排列)陆铭、雍家胜、郑志刚等学者的意见。

触, 该企业就更有以捐款作广告的可能, 因此捐款行为就更有商业行为的可能性。而企业出于社会责任捐款的利他行为则不会因企业的产品的差异而有所区别。因此, 产品直接与消费者接触的企业与其他企业在捐款行为上的差别, 就可以用来解释企业捐赠行为中的商业行为的经济动机。

相对于目前国外最新的研究, 我们的研究有以下两个主要优点。首先, 现有的国外关于企业捐款的实证研究 (Navarro, 1988; Brown et al, 2006) 都用企业的商业广告费用来解释企业捐款数量。但是广告与捐款都是企业的选择变量, 都受共同不可观察变量的影响。因此, 广告花费对企业捐款而言是内生的, 导致估计有偏差。我们用企业产品是否直接与消费者接触来区分捐款的商业行为则避免了这样的内生性。另外一个优点是, 假设企业的捐款行为在 5.12 地震之前处于一种均衡或最优化状态, 那么 5.12 地震是一个外来的冲击, 企业对 5.12 地震的捐赠行为, 是对这种外来冲击的反应, 不受之前其他因素的干扰。例如说, 如果像 Navarro (1988) 所指出的那样, 企业通过捐赠抵税在 5.12 地震前就达到了利益最大化的均衡状态, 那么对 5.12 地震捐赠的差别就不会再受到税收影响。再比如说, 如果企业管理层可以像 Brown, Helland 和 Smith (2006) 所指出的, 通过捐赠的名义将捐款转移到某些有关联的慈善机构, 这种情况在 5.12 地震捐赠受到严格监管的情况下发生的可能性很小。总而言之, 由于以上的两个优点, 我们的研究较国外研究受到的内生性和其他解释因素干扰要小, 因此结论更有说服力。

与企业捐款的经济动机是通过提高社会声誉获得广告效用的解释相一致, 本文发现产品直接与消费者接触的企业捐款数额平均多出其他企业 50%。并且由于现金捐款相对物资捐赠有更大的社会影响和更高的关注度, 产品直接与消费者接触的企业捐献更多的现金, 现金捐款数额平均多出其他企业 1.8 倍。另外, 本文还发现: (1) 业绩越好的公司捐款越多, 表明公司的捐款行为与公司能够承担社会责任的经济能力有关; (2) 捐赠实物的公司捐赠现金数量要少, 但是总的捐赠数额更多, 表明公司将实物捐赠看成是现金捐赠的一种替代; (3) 政府控股的上市公司现金捐赠或总捐赠都要低于非政府控股公司; (4) 规模越大的公司捐赠的绝对数量越多, 但是相对收入的百分比却越小。总的说来, 我们的研究结果表明, 企业的捐赠有商业行为的经济动机, 企业会根据自己的经济利益选择捐赠方式和数量。

我们的研究首先是对文献的贡献, 从实证的角度解释了企业选择捐赠数量和方式的经济动机。其次, 我们的研究结果帮助政府理解上市公司的捐赠行为, 从而规范企业捐赠行为并建立符合企业经济利益的合理的捐赠机制, 更有效地筹集救灾资金。最后, 我们的研究结论有利于社会公众正确看待企业的捐赠行为。企业的捐赠是有商业行为的经济动机的, 应当让企业按照经济规律去进行捐赠。如在企业捐赠的问题上一味指责批评, 反而会让企业有所顾虑, 影响救灾和灾后重建的资金筹集。

二、文献回顾与理论假设

关于捐赠的研究, 现有国外文献大部分研究个人捐款行为, 只有少数文献从经济学的角度研究公司的捐款行为。例如, Navarro (1988) 通过模型和实证分析指出公司利用捐款起到广告效果, 并且可抵税来最大化利润。Brown, Helland 和 Smith (2006) 通过分析美国的公司也发现公司的捐款有商业广告的目的, 但主要还是管理层和董事通过公司捐款为自己谋取名声或利益。另外有些文献分析个人捐款的动机。比如 Harbaugh (1998) 通过模型分析论证捐款人有向公众公开自己捐款信息的偏好。因为人们更看重声誉, 对声誉的追求是捐赠的重要动机之一。Benabou 和 Tirole (2006) 和 Cooter 和 Broughman (2005) 指出人们有利他行为和动机。类似的, Cooter 和 Broughman (2005) 也指出如果捐款数量少, 是因为机制的原因, 而不是人性的问题, 应该建立更好的善款使用监督等机制。还有一些文献从市场营销和组织管理等角度来研究公司捐款的行为。如 Strahilevitz

(1999), Strahilevitz 和 Myers (1998) 从市场营销的角度通过理论和实验等手段指出, 慈善动机更利于促销一些奢侈品, 而对常用品则没有很好的促销作用。Okten 和 Weisbød (2000) 研究对非盈利机构捐款的影响因素, 发现非赢利机构的筹款和广告费用等有关。目前国内的研究大部分是归纳总结相关文献或案例, 并提出政策建议, 还没有文献从经济学的角度来实证研究公司的捐赠行为 (唐更华和王学力, 2004; 唐更华和许卓云, 2005; 钟宏武, 2007; 贺立平, 2004; 赵琼和张应祥, 2007; 江希和, 2007; 田利华和陈晓东, 2007; 胡浩, 2003; 葛道顺, 2007)。

根据 Navarro (1988) 和 Brown, Helland 和 Smith (2006) 的研究, 捐款可以为公司起到广告的效应。与他们的论点相似, Harbaugh (1998), Strahilevitz (1999), Strahilevitz 和 Myers (1998) 也认为, 捐赠可以提高声誉, 而提高声誉对部分商品有促销作用。由这些文献可以知道, 公司可以通过捐赠来提高自己的声誉, 起到广告的作用。我们把这种企业通过捐赠取得广告效用的解释称为企业捐赠的商业行为解释。虽然所有企业都可以通过捐赠获得广告效用, 但是广告的效用对于产品不同的公司是有差异的。广告的效用对于产品直接接触消费者的公司应该高于非直接接触消费者的公司。例如, 生产日用品的公司在媒体的广告比生产发动机的公司要多, 因为广告会影响到消费者, 有助于日用品公司销售更多的产品, 而生产发动机的公司的主要客户不是消费者, 因此广告起不到促销的作用。所以, 根据企业捐赠的商业行为解释, 直接与消费者接触的企业相对其他企业更有经济动机通过多捐款来获得广告效用。据此, 我们可以根据商业行为解释得出对企业捐款数量的假设:

假设 1: 相对产品非直接接触消费者的公司, 产品直接接触消费者的公司总捐款数量更多。

企业通过捐赠来获得广告效用的经济动机也会影响到企业的捐赠方式, 即捐赠实物或捐赠现金。从社会影响和关注程度来看, 捐赠现金的影响显然要大于捐赠实物。举个例子, 假设某公司可以捐赠 1000 万现金, 也可以捐赠 1000 万瓶每瓶价值 1 元的饮用水, 虽然价值相等, 但是捐赠 1000 万元现金带来的社会影响肯定要大一些。拿本文开始举的例子来说, 王老吉捐一个亿的现金, 引来几乎是全社会的关注和赞誉。其实有些公司捐的重型设备价值也在千万元以上, 却没有王老吉一样的社会影响和关注度。因此, 根据企业捐赠的商业行为解释, 直接与消费者接触的企业相对其他企业更有经济动机多捐赠现金来获得广告效用。据此, 我们根据商业行为解释得出对企业捐赠方式的假设:

假设 2: 相对非直接接触消费者的公司, 产品直接接触消费者的公司捐赠更多的现金。

三、数据和实证

我们收集 2007 年在中国 A 股交易的 1524 家公司关于地震捐款的数据。收集地震捐款的数据的时间段是 2008 年 5 月 12 号到 2008 年 8 月 25 号, 数据来源主要是以下两个方面: 1) 证监会指定的三家新闻媒体 (上海证券报, 证券时报, 中国证券报) 和一家指定的信息网站 (巨潮网)^① 公布的董事会关于地震捐款的公告。上面四个官方来源共搜索到 210 个董事会关于地震捐款的公告; 2) 对于没有董事会公告的公司, 我们通过新浪网的上市公司捐款新闻网页来查找公司捐款信息。^② 选用新浪网, 除了新浪是中国最大的新闻来源之一, 最主要原因是中国证监会也采用了新浪网关于上市公司捐款数据的新闻。^③ 据此, 我们认为新浪网提供的捐款数据的可信度应该比较高。我们在新浪网上一共找到 144 家公司的捐款数据。捐款信息通常包括几个方面: 公司的现金捐赠, 公司物资捐赠, 和公司员工捐款。出于我们的研究目的, 我们认为只有公司现金或物资捐赠才能反映公司捐赠

① www.cninfo.com.cn

② <http://finance.sina.com.cn/stock/bank/wcjuzai.shtml>

③ <http://www.csrc.gov.cn/h575458/h776436/h804897/h4230827/h10404811/h10507788/10513228.html>

的经济动机,而员工捐款不能反映公司的经济动机。因此,我们要求数据能够反映出公司的捐赠数额。^①有少数董事会公告或新闻报道中没有标明公司捐款的数量。在210个董事会的公告中,有4个公司只公布了公司和员工总捐款额,有1个公司只公布了员工的捐款额,而没有公司捐款。在新浪网找到的144个捐款新闻当中,有8个公司只公布了公司和员工的总捐款额,有14个公司只公布了员工捐款的数额。我们最终的可用数据一共是327个公司捐款总数,其中323个有公司现金捐赠的数据,320个披露以人民币计值物资捐赠的数据。^②

我们选取上市公司作为研究对象主要是数据的原因。上市公司的财务、公司特征等数据可以从标准的数据库中取得。非上市公司要取得公司层面的数据相对困难得多,并且数据可靠性没有保证。另外,对上市公司的研究结果对于非上市公司也有一定的普遍意义。

数据中公司实际控制人的数据来自CCER,财务数据和公司特征数据来自国泰安的CSMAR数据库。我们考察的主要变量是一个虚拟变量“直接”,如果公司产品直接与消费者接触则为1,否则为0。以证监会公布的行业代码为准,下列行业的公司为产品直接与消费者接触公司^③:“C4370 日用化学产品制造业”,“C4830 日用橡胶制品业”,“C4930 日用塑料杂品制造业”,“C7505 汽车制造业”,“C7510 摩托车制造业”,“C7515 自行车制造业”,“C7620 日用电器制造业”,“C7825 钟表制造业”,“C13 服装及其他纤维制品制造业”,“C55 日用电子器具制造业”,“F09 航空运输业”,“H11 零售业”,“C0 食品、饮料”,“I 金融、保险业”,“J 房地产业”,“K 社会服务业”,“L 传播与文化产业”。

表1是对公司捐款和公司特征的描述。在5.12地震后,上市公司平均总捐款为407万元,平均捐赠现金约302万元。总捐款占公司三年平均营业收入(B001100000)^④的0.23%,现金捐款占公司三年平均营业收入的0.15%。我们用三年的平均值是为了减少年度波动所带来的噪音,其他一些变量取三年平均值也是这个目的。表中“ROA”用来衡量公司的利润率,是公司最近3年ROA的平均值,ROA等于净利润(B002000000)/总资产(A001000000)。“负债率”是公司最近3年负债率的平均值,计算是负债合计(A002000000)/总资产。控制这个变量是考虑到负债率高的公司可能对资本市场有更大的依赖,更需要通过捐赠来提高社会声誉。“含物资”是一个虚拟变量,如果公司捐赠物资设为1,否则为0。“规模”为公司最近3年营业总收入(B001100000)的平均值取对数。“有公告”是一个虚拟变量,如果董事会有关于捐款的公告设为1,否则为0。“四川公司”是一个虚拟变量,如公司总部在四川设为1,否则为0。“上市年数”是公司上市的年数。“政府控股”是一个虚拟变量,如果实际控制人为政府机关(CCER代码为0)设为1,否则为0。“民营控股”是一个虚拟变量,如果实际控制人为民营企业(CCER代码为1)设为1,否则为0。“外资控股”是一个虚拟变量,如果实际控制人为外资实体(CCER代码为2)设为1,否则为0。“Herfindal”指数衡量行业竞争程度。^⑤竞争程度越高的行业可能广告的效用越高,因此这个变量用来控制行业的竞争程度对企业捐赠的影响。Herfindal指数原本在0到10000之间,为了回归结果便于解释,我们用10000去除将其标准化在0到1之间。“有B/H股”是个虚拟变量,如公司有B股或H股设为1,否则为0。

① 有一些公司的捐赠金额是在新闻或决议公告中明确声明的,而有一些公司的捐赠金额需要计算才能得出。例如,上市公司002193在2008年5月27日的公告称公司和员工一共捐款200万元人民币现金,其中公司董事长捐款30万元,公司员工捐款44.7万元。因此,通过计算可以得出公司的捐款为125.3万元。

② 有的公司宣布了物资捐赠,但却没有用人民币计值。例如,捐赠了1000床棉被等等。

③ “直接”的定义没有文献可供参考,我们主要是根据常识来划分。事实上,是否与消费者接触这样的判断比较直观,极少有行业需要主观判断。因此,我们的划分是比较客观的。

④ 括号中列出的是CSMAR数据库代码。

⑤ 计算方法是每年每个行业的每个公司的营业收入(B001100000)除以该行业所有公司当年的营业收入总和得到百分比,再将百分比的平方按照行业每年进行加总。行业的划分是按照除C类外每个字母大类算一个行业,C类从C0到C9分别算一个行业,共23个行业。Herfindal指数的数据可以从第一作者网站下载:<http://iweb.swufe.edu.cn/lshan/data.htm>。

表 1 公司捐款和公司特征描述

	样本数	标准差	均值	中位值	最小值	1% 值	99% 值	最大值
总捐款(万元)	327	916.91	407.24	120.00	3.70	5.00	3200.00	10000.0
现金捐款(万元)	323	757.16	302.12	100.00	0.00	0.00	3050.00	10000.0
总捐款/营业收入	327	0.61%	0.23%	0.10%	0.00	0.00	2.51%	9.19%
现金捐款/营业收入	323	0.54%	0.15%	0.06%	0.00	0.00	1.04%	9.19%
直接	327	0.44	0.26	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
ROA	327	6.80%	4.35%	4.23%	-45.30%	-18.13%	18.65%	53.31%
负债率	327	29.10%	55.18%	53.04%	6.05%	16.93%	103.60%	416.04%
含物资	327	0.47	0.34	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
规模	327	1.73	21.83	21.51	18.61	19.38	28.28	29.65
有公告	327	0.48	0.63	1.00	0.00	0.00	1.00	1.00
四川公司	327	0.21	0.05	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
上市年数	327	4.65	8.87	9.00	2.00	2.00	18.00	19.00
政府控股	327	0.50	0.54	1.00	0.00	0.00	1.00	1.00
私营控股	327	0.49	0.40	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
外资控股	327	0.11	0.01	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
Herfindal 指数	327	0.07	0.07	0.04	0.03	0.03	0.39	0.39
有 B/H 股	327	0.30	0.10	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

表 2 将公司的特征按照产品是否直接与消费者接触分类分别描述。可以看到产品直接与消费者接触的公司捐赠的总数和现金数量的都要多, 规模相对要大, 上市的时间相对要长, 发布董事会捐赠公告数量要少, 捐赠物资的比例相对要低一些。

下面我们用多元回归来验证我们的假设。表 3 是对公司捐款总额的回归。左边的被解释变量是公司捐款总数的对数。由表 1 可以看出捐款总数有个别极大值, 因此回归时我们将该变量在 99% 上 winsorize。解释变量的定义和表 1 一样。系数报告在表里, 修正了异方差的 t

表 2 公司特征按照其产品直接与消费者接触与否分类描述

	直接=0			直接=1		
	样本数	均值	中位值	样本数	均值	中位值
总捐款(万元)	243	325.43	110.00	84	643.90	200.00
现金捐款(万元)	240	205.00	100.00	83	582.96	136.00
总捐款/营业收入	243	0.24%	0.10%	84	0.20%	0.09%
现金捐款/营业收入	240	0.14%	0.05%	83	0.18%	0.08%
ROA	243	4.41%	4.24%	84	4.16%	4.16%
负债率	243	54.06%	52.02%	84	58.41%	58.50%
含物资	243	0.38	0.00	84	0.23	0.00
规模	243	21.50	21.43	84	22.78	22.06
有公告	243	0.68	1.00	84	0.48	0.00
四川公司	243	0.04	0.00	84	0.06	0.00
上市年数	243	8.54	8.00	84	9.83	11.00
政府控股	243	0.52	1.00	84	0.57	1.00
私营控股	243	0.43	0.00	84	0.31	0.00
外资控股	243	0.01	0.00	84	0.02	0.00
Herfindal 指数	243	0.07	0.04	84	0.08	0.06
有 B/H 股	243	0.07	0.00	84	0.18	0.00

值报告在系数下面的括号里。^{***}、^{**}、^{*} 分别表示 1%、5%和 10%的显著程度。另外, 因为我们在大多数模型中使用了固定效应, 常数项对本文研究的问题无价值, 出于节省篇幅的目的, 表中没有报告常数项。模型(1)是最基础的回归, 模型(2)添加了省的固定效应, 用来控制公司由于地方差异而导致的差异。这两个模型的结果基本没有区别。模型(3)、(4)、(5)分别在模型(2)省固定效应的基础上添加了 3 个虚拟变量, 政府控股、民营控股和外资控股。

与企业的捐赠行为有获得广告效用的经济动机的解释相一致, “直接”这个变量的系数显著为正。产品直接接触消费者的公司捐款总数显著要多于其他公司。从经济意义上看, 产品直接与消费者接触的公司比其他公司捐款总数多 50%左右。另外, 公司业绩 (ROA), 是否捐赠物资, 公司规模都对公司捐款总数有显著的正的影响, 政府控股对捐款总数有显著的负的影响。业绩越好的公司捐赠数量越多, 表明公司捐赠是根据自身的经济能力决定的。政府控股的公司捐款总数相对其他公司更少, 一种可能的解释是政府控股的企业可以由行政命令参加救灾和重建工作, 而这一部分开支可能不计入捐赠数量, 导致捐款数量更少。总的说来, 表 3 的结果支持假设 1, 企业通过捐款来获取广告效用的经济动机会影响企业捐款数量, 产品直接接触消费者的企业相对其他企业捐款总数更多。

接下来, 我们检验企业捐赠的经济动机是否会影响捐赠方式。表 4 是对公司现金捐款的回归。

左边的被解释变量是公司现金捐款数量加 1 的对数, Ln(现金捐款 + 1 元)。加 1 元是为了避免现金捐款为 0 无法取对数的情况。模型与表 3 相同, 系数报告在表里, 修正了异方差的 t 值报告在系数下面的括号里。同样因为使用了固定效应的原因, 表中没有报告常数项。与企业捐赠行为存在获得广告效用的经济动机的解释相一致, 表 4 的结果表明, 为了获得更高的广告效用, 直接与消费者接触的公司比其他公司捐赠更多的现金。从经济意义上看, 直接与消费者接触的公司的现金捐款数额比其他公司多 1.8 至 1.9 倍。此外, 公司业绩 (ROA), 董事会公告与否, 公司规模, 对现金捐款数量有显著的正的影响, 是否捐赠物资和是否政府控股对现金捐款数量有显著的负的影响。业绩越好的公司现金捐款越多, 可能是因为业绩好的公司有更充裕的现金。董事会公告的公司现金捐款越多, 可能是出于广告目的的商业行为, 希望增加社会影响和提

表 3 对公司捐款总额的对数的回归: 被解释变量 Ln(总捐款)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROA	4.180 ^{***} (5.09)	4.388 ^{***} (4.87)	4.294 ^{***} (4.73)	4.280 ^{***} (4.68)	4.383 ^{***} (4.85)
直接	0.441 ^{***} (3.25)	0.533 ^{***} (3.71)	0.511 ^{***} (3.60)	0.533 ^{***} (3.71)	0.532 ^{***} (3.70)
有公告	0.172 (1.21)	0.067 (0.47)	0.070 (0.49)	0.052 (0.37)	0.068 (0.48)
四川公司	0.054 (0.13)	—	—	—	—
含物资	0.818 ^{***} (6.84)	0.804 ^{***} (6.39)	0.781 ^{***} (6.25)	0.776 ^{***} (6.14)	0.804 ^{***} (6.37)
Ln(上市年数)	0.064 (0.76)	0.052 (0.55)	0.098 (1.04)	0.085 (0.89)	0.050 (0.54)
负债率	0.152 (0.95)	0.125 (0.77)	0.129 (0.82)	0.121 (0.74)	0.125 (0.77)
规模	0.493 ^{***} (12.03)	0.428 ^{***} (8.72)	0.457 ^{***} (9.04)	0.449 ^{***} (8.92)	0.428 ^{***} (8.69)
Herfindal 指数	0.543 (0.73)	0.162 (0.22)	0.207 (0.28)	0.208 (0.28)	0.161 (0.21)
政府控股			-0.310 ^{**} (2.47)		
民营控股				0.243 [*]	(1.95)
外资控股					0.100 (0.18)
省固定效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	327	327	327	327	327
Adjusted R ²	0.440	0.464	0.473	0.469	0.462

高声誉。而有物资捐赠的公司现金捐款相对较少,可能是由于公司将物资捐赠当作现金捐赠的替代,捐赠物资则少捐赠现金。总的来看,表 4 的结果支持假设 2,企业通过捐款来获取广告效用的经济动机会影响企业捐赠方式,产品直接接触消费者的企业相对其他企业捐赠更多的现金。

刚才我们讨论了影响捐款绝对数量的因素。但是公司的收入水平不一样,捐款数量多的公司可能捐款在收入中的比例反而低于收入少的公司,也就是所谓的“富人捐得比穷人少”现象。下面,我们研究捐款的相对数量,也就是捐款占收入比例受到什么因素影响。表 5 是与前面类似的回归,被解释变量是捐款总数除以三年平均营业收入的百分数,在 1%和 99%上 winsorize。解释变量与前面相同。除了常数项以外系数都报告在表里,修正了异方差的 t 值报告在系数下面的括号里。***、**、* 分别表示 1%、5%和 10%的显著程度。表 5 的结果表明,直接接触消费者的公司的总捐款占收入比例要显著地高于其他公司,这个结果也是符合企业捐赠行为有获得广告效用的经济动机的解释。从经济意义上看,直接接触消费者的公司的总捐款占收入比例要高出其他公司平均 30%左右。另外,结果还表明,业绩好的公司,捐赠物资的公司,负

表 4 公司现金捐款的对数的回归:被解释变量 Ln(现金捐款+1)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROA	10.079*** (3.52)	9.042*** (2.79)	8.518*** (2.63)	8.358** (2.53)	8.921*** (2.75)
直接	1.799*** (4.39)	1.922*** (4.09)	1.776*** (3.84)	1.893*** (4.06)	1.898*** (4.06)
有公告	1.195** (2.30)	1.262** (2.28)	1.267** (2.31)	1.154** (2.09)	1.294** (2.33)
四川公司	-0.375 (0.23)	—	—	—	—
含物资	-5.512*** (8.57)	-5.363*** (7.87)	-5.508*** (8.10)	-5.545*** (8.10)	-5.354*** (7.86)
Ln(上市年数)	0.597** (2.01)	0.401 (1.14)	0.673* (1.89)	0.627* (1.76)	0.363 (1.02)
负债率	-1.027 (1.48)	-0.868 (1.22)	-0.845 (1.21)	-0.893 (1.22)	-0.864 (1.21)
规模	0.803*** (4.92)	0.723*** (3.72)	0.884*** (4.62)	0.861*** (4.46)	0.719*** (3.69)
Herfindal 指数	2.773 (0.98)	2.142 (0.64)	2.435 (0.69)	2.470 (0.69)	2.127 (0.64)
政府控股			-1.711***	(3.29)	
民营控股				1.526*** (2.87)	
外资控股					2.082** (2.02)
省固定效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	323	323	323	323	323
Adjusted R ²	0.395	0.396	0.415	0.410	0.396

债率高的公司,其总捐款占收入比例要显著高于其他公司。如前面所讨论的一样,负债率越高的公司可能更依赖外部资本市场,因此希望通过捐款得到更好的社会声誉,更有利于从外部融资。而政府控股的公司,规模越大的公司,其总捐款占收入比例显著低于其他公司。所以大公司看上去绝对数量捐得多,得到很好的社会反响,提高了自己的声誉,实际上捐款占收入比例反而更少。

表 6 与表 5 类似,只是将左边的被解释变量换成了公司现金捐款除以三年平均营业收入的百分数,在 1%和 99%上 winsorize。除了常数项以外的系数都报告在表里,修正了异方差的 t 值报告在系数下面的括号里。***、**、* 分别表示 1%、5%和 10%的显著程度。结果与表 4 类似,直接与消费者接触的公司现金捐款占收入比例显著高于其他公司。从经济意义上说,直接与消费者接触的公司现金捐款占收入比例比其他公司平均高出 35%左右。另外,业绩好的公司现金捐款占收入的比例要显著高于其他公司。Herfindal 指数对现金捐款占收入比例有微弱的正的作用,表明处于更高垄断程度行业的公司现金捐赠占收入比例更高,可能是垄断程度高的行业有更多的现金。与表 5 相似,负债率越高的公司现金捐款占收入比例越高,政府控股的公司、规模越大的公司的现金捐

款占收入比例越低。

总的说来, 我们的实证结果符合企业捐赠行为存在获得广告效用的经济动机的解释。我们发现, 直接与消费者接触的公司的总捐款的数量和占收入比例都要显著高于其他公司。并且在捐款方式上, 直接与消费者接触的公司捐赠更多的现金, 其现金捐款的数量和占收入比例都要显著高于其他公司。此外, 我们还发现, 公司业绩对总捐款和现金捐款的数量和占收入比例都有显著的正的影响。政府控股对总捐款和现金捐款的数量和占收入比例都有显著的负的影响。捐赠物资对现金捐赠数量有负的影响, 但对总捐款数量和占收入的比例有正的影响。公司规模对总捐款数和现金捐款数量都有正的影响, 但是对两者占收入的比例有负的影响。

四、稳健性检验

为了确定我们的主要结果是可靠的, 我们做了一系列的稳健性检验。例如, 我们用三年平均 ROE (净利润(B002000000)/所有者权益合计(A003000000)), 来替代 ROA 衡量公司业绩, 结果基本相同。另外, 针对有 B 股或 H 股的公司可能与其他公司有差异的情况, 我们采用了两种处理方式。第一种, 在原来的回归的右边解释变量中加入虚拟变量 B 或 H, 如公司有 B 或 H 股设为 1, 否则为 0。第二种方式是去掉所有的有 B 股或 H 股的公司进行回归。结果报告在表 7 中, 为了节省篇幅, 只报告了总捐款和总捐款占营业收入的比例百分数的回归。和前面一样, 总捐款的对数, Ln(总捐款), 在 99% 上 winsorize, 总捐款除以三年平均营业收入的百分数在 1% 和 99% 上 winsorize。除了常数项以外的系数报告在表里, 修正了异方差的 t 值报告在系数下面的括号里。***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著程度。从表 7 的回归结果可以看出, 主要结果没有变化, 模型(1)和(2)中的 B 或 H 股的虚拟变量不显著, (3)和(4)去掉 B 或 H 股后回归结果与前面基本相同。

表 5 公司总捐款相对营业收入的回归: 被解释变量
总捐款 / 三年平均营业收入 %

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROA	1.037*** (3.12)	1.005*** (2.72)	0.981*** (2.67)	0.969** (2.58)	1.006*** (2.71)
直接	0.065** (2.02)	0.074** (2.14)	0.068** (2.01)	0.074** (2.15)	0.074** (2.14)
有公告	-0.009 (0.29)	-0.005 (0.13)	-0.004 (0.10)	-0.009 (0.26)	-0.005 (0.13)
四川公司	0.228 (1.21)	—	—	—	—
含物资	0.171*** (4.37)	0.169*** (4.00)	0.163*** (3.91)	0.160*** (3.85)	0.169*** (3.98)
Ln(上市年数)	0.010 (0.39)	0.002 (0.06)	0.014 (0.43)	0.013 (0.42)	0.002 (0.07)
负债率	0.222** (2.41)	0.217** (2.15)	0.218** (2.18)	0.215** (2.11)	0.217** (2.15)
规模	-0.095*** (6.01)	-0.101*** (5.48)	-0.094*** (5.10)	-0.094*** (5.16)	-0.101*** (5.47)
Herfindal 指数	0.273 (1.56)	0.157 (0.89)	0.168 (0.96)	0.172 (0.98)	0.157 (0.89)
政府控股			-0.080** (2.37)		
民营控股				0.081** (2.29)	
外资控股					-0.014 (0.37)
省固定效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	327	327	327	327	327
Adjusted R ²	0.292	0.273	0.281	0.281	0.271

表6 公司现金捐款相对营业收入回归:被解释变量 现金捐款/三年平均营业收入%

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROA	0.513*** (3.41)	0.512*** (3.01)	0.493*** (2.96)	0.485*** (2.86)	0.513*** (3.01)
直接	0.086*** (3.25)	0.085*** (3.19)	0.079*** (3.00)	0.083*** (3.15)	0.085*** (3.18)
有公告	-0.001 (0.03)	0.005 (0.20)	0.005 (0.21)	0.001 (0.03)	0.005 (0.19)
四川公司	0.072 (0.83)	—	—	—	—
含物资	-0.031 (1.44)	-0.036 (1.56)	-0.041* (1.81)	-0.043* (1.88)	-0.036 (1.56)
Ln(上市年数)	0.019 (1.45)	0.014 (0.93)	0.024 (1.48)	0.023 (1.41)	0.014 (0.94)
负债率	0.068** (2.03)	0.064* (1.75)	0.065* (1.82)	0.063* (1.70)	0.064* (1.74)
规模	-0.054*** (5.38)	-0.054*** (5.22)	-0.049*** (4.59)	-0.049*** (4.64)	-0.054*** (5.21)
Herfindal 指数	0.253** (2.00)	0.188* (1.65)	0.198* (1.73)	0.201* (1.74)	0.188* (1.65)
政府控股			-0.063*** (2.81)		
民营控股				0.061** (2.45)	
外资控股					-0.017 (0.58)
省固定效应	No	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	323	323	323	323	323
Adjusted R ²	0.229	0.209	0.228	0.225	0.206

表7 B或H股的稳健性检验

被解释变量	(1)全样本 Ln(总捐款)	(2)全样本 总捐款/营业收入%	(3)无B/H股 Ln(总捐款)	(4)无B/H股 总捐款/营业收入%
ROA	4.313*** (4.75)	0.972*** (2.65)	4.590*** (4.90)	1.050*** (2.89)
直接	0.516*** (3.63)	0.066* (1.94)	0.502*** (3.18)	0.075* (1.94)
有公告	0.066 (0.46)	-0.002 (0.05)	0.071 (0.48)	-0.001 (0.03)
含货物	0.774*** (6.17)	0.167*** (3.92)	0.770*** (5.96)	0.174*** (3.93)
Ln(上市年数)	0.095 (0.99)	0.015 (0.49)	0.197* (1.71)	0.047 (1.33)
负债率	0.130 (0.81)	0.218** (2.22)	0.088 (0.55)	0.215** (2.37)
规模	0.471*** (8.50)	-0.101*** (5.08)	0.423*** (6.99)	-0.123*** (5.35)
Herfindal 指数	0.213 (0.28)	0.165 (0.96)	0.340 (0.39)	-0.020 (0.10)
有B/H股	-0.161 (0.74)	0.080 (1.65)	—	—
政府控股	-0.313** (2.49)	-0.078** (2.33)	-0.302** (2.30)	-0.082** (2.33)
省固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	327	327	294	294
Adjusted R ²	0.472	0.282	0.401	0.292

五、结论

利用我国 A 股上市公司为 5.12 汶川大地震捐款的数据, 我们实证分析了上市公司捐款的经济动机和影响因素。我们发现, 公司的捐款行为存在提高公司声誉, 从而起到广告效用的经济动机。产品直接与消费者接触的公司的捐款数量和占收入比例都要显著高于其他公司, 并且直接与消费者接触的公司更多的选择现金捐款, 其现金捐款数量和占收入比例都显著高于其他公司。此外, 我们还发现, 公司的捐款行为与公司能够承担社会责任的经济能力相对应, 业绩越好的公司捐款数量和占收入的比例越高, 表明公司的捐款行为是符合经济学理性的。其次, 公司将物资捐赠作为现金捐赠的替代品, 捐赠物资的公司的现金捐赠显著少于没有捐赠物资的公司。另外, 政府控股的公司捐赠数量和占收入比例都显著少于非政府控股公司, 这可能是由于政府控股公司承担了救灾的行政任务, 而这部分花费没有记入捐赠里面。最后, 规模越大的公司捐款的数量越多, 但是占收入比例越低。总而言之, 我们的研究结果表明, 公司捐款行为存在获得广告效用的商业行为的经济动机, 并且公司捐赠行为是和公司经济承受能力相对应的。因此, 政府和公众应该让企业按照经济规律来选择符合自身经济利益的捐赠方式, 不用强行规定捐款的标准或细节, 放弃行政方式, 而是利用市场的规律来正确引导和规范企业的捐款行为。

参考文献

- 葛道顺, 2007, 《我国企业捐赠的现状和政策选择》, 《学习与实践》第 3 期。
- 贺立平, 2004, 《慈善行为的经济分析》, 《北京科技大学学报》(社会科学版)第 20 卷第 2 期。
- 胡浩, 2003, 《基于改善竞争环境的跨国公司慈善行为研究》, 《企业管理》第 15 期。
- 江希和, 2007, 《浅析企业慈善捐赠行为理论》, 《商场现代化》第 5 期。
- 李海舰、原磊, 2005, 《企业永续发展的制度安排》, 《中国工业经济》第 12 期。
- 唐更华、王学力, 2004, 《企业慈善行为策略研究新进展》, 《企业管理》第 16 期。
- 唐更华、许卓云, 2005, 《西方策略性企业慈善行为理论、实践与方法评介》, 《外国经济与管理》第 27 卷第 9 期。
- 田利华、陈晓东, 2007, 《企业策略性捐赠行为研究: 慈善投入的视角》, 《中央财经大学学报》第 2 期。
- 张建君、张志学, 2005, 《中国民营企业家的政治策略》, 《管理世界》第 7 期。
- 赵琼、张应祥, 2007, 《跨国公司与中国企业捐赠行为的比较研究》, 《社会》第 5 期。
- 钟宏武, 2007, 《企业捐赠作用的综合解析》, 《中国工业经济》第 2 期。
- Benabou, R., and Tirole, J., 2006, “Incentives and Prosocial Behavior”, *American Economic Review*, 1652—1678.
- Brown, W., Helland, E., and Smith, J., 2006, “Corporate Philanthropic Practices”, *Journal of Corporate Finance*, 855—877.
- Cooter, R., and Broughman, B., 2005, “Charity, Publicity, and the Donation Registry”, *Economists' Voice*, 1—8.
- Harbaugh, W., 1998, “What do Donations Buy? A Model of Philanthropy Based on Prestige and Warm Glow”, *Journal of Public Economics*, 269—284.
- Navarro, P., 1988, “Why Do Corporations Give to Charity?”, *Journal of Business*, Vol 61, 65—93.
- Okten, C., and Weisbrod, B., 2000, “Determinants of Donations in Private Nonprofit Markets”, *Journal of Public Economics*, 255—272.
- Stahilevitz, M., 1999, “The Effects of Product Type and Donation Magnitude on Willingness to Pay More for a Charity-Linked Brand”, *Journal of Consumer Psychology*, 215—241.
- Stahilevitz, M., and Myers, J., 1998, “Donations to Charity as Purchase Incentives: How Well They Work May Depend on What You Are Trying to Sell”, *Journal of Consumer Research*, 434—446.

Corporate Donations and Economic Incentives: An Empirical Study Based on Corporate Donations Following the 5. 12 Earthquake in China

Shan Liwei, Gan Li and Zheng Tao

(Research Institute of Economics and Management, Southwestern University of Finance and Economics;
Department of Economics, Texas A&M University)

Abstract: This paper studies economic incentives of corporate donations by China A-share firms immediately following the 5. 12 Wenchuan Earthquake. It uses whether a firm sells product directly to consumers to identify the firm's incentive to use donation for its commercial advertisement purpose. The paper finds that firms selling products directly to consumers have 50% higher total donation amounts and 1.8 times higher cash donation amounts than other firms. Also, more profitable firms have higher donation amount, which indicates that firms make donation decisions based upon their financial conditions. Other firm characteristics such as size and controlling shareholder types also have effects on corporate donations. In general, our results indicate that firms choose donation amounts and donation methods according to their economic incentives. Therefore, a market-based approach to regulating corporate donations is recommended.

Key Words: Earthquake; Donations; China Listed Firms; Economic Incentives; Commercial Advertisement

JEL Classification: G30, H32, M37

(责任编辑:成言)(校对:晓鸥)

(上接第50页)

Hart, O., and J. Moore, 1998, "Cooperatives vs Outside Ownership", Mimeo, Harvard University and LSE.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F. and Shleifer A., 1999, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 57, pp. 1147—1170.

Leech D., 1987, "Corporate Ownership and Control: a New Look at the Evidence of Berle and Means", *Oxford Economic Papers*, 39, pp. 534—551.

Leech D. and Leahy J., 1991, "Ownership Structure Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies", *Economic Journal*, 101, pp. 1418—1437.

Leech D., 2002, "Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies", *Homo Oeconomicus*, XIX(3), pp. 345—373.

Rozzaini H. and Mohamad H., 2006, "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, pp. 1034—1062.

Tirole J., 2001, "Corporate Governance", *Econometrica*, 69, pp. 1—35.

Ownership Structure, Resolution Mechanism and Control Right of Listed Companies

Zhang Xiaoqian and Wang Wei

(Center for Research of Private Economy, College of Economics, Zhejiang University)

Abstract: The definition and measurement of the control right always puzzle the research in corporate governance. The theoretical categories of control type defined by the largest shareholder, including complete ownership, majority control, control through pyramiding, minority control and management control, ignored the difference of the residual shares ownership, i. e. ownership structure. Considering ownership structure, probabilistic voting model offsets this flaw. But since it just started, there are some theoretic bases to be completed. This paper modified the model according to the attendance of the shareholders in three resolution mechanisms. The analyses of the model reveal some factors other than ownership, involving its structure, resolution mechanism, shareholders' attendance and voting probability.

Key Words: Control Right; Corporate Governance; Controlling Shareholding; Ownership Structure; Resolution

JEL Classification: G32

(责任编辑:郑健)(校对:芝山)