

民营企业慈善捐赠对其商业信用融资的影响

——基于供应商感知视角

杨艳(博士生导师), 邹梦

【摘要】选取民营上市公司为研究对象,从供应商感知视角研究民营企业慈善捐赠行为如何影响其商业信用融资。研究发现,慈善捐赠参与度高的民营企业能够获得更多的商业信用融资。然而,企业政治关联和财务能力的不同可能引起供应商对企业慈善捐赠的异质性感知。对于有政治关联的企业,供应商更可能将其捐赠行为视为“行政捐赠”或“被动选择”,因而难以产生真善的感知,这会削弱企业慈善捐赠对其商业信用融资的促进效应;而在企业财务能力与其捐赠支出不匹配的条件下,供应商亦会质疑企业捐赠行为动机,进而抑制慈善捐赠对商业信用融资的促进效应。

【关键词】慈善捐赠; 政治关联; 自由现金流; 商业信用融资; 供应商感知

【中图分类号】F270 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)13-0014-8

一、引言

慈善捐赠作为企业履行社会责任的常见方式之一,已然成为企业提高声誉和增进与主要利益相关者之间关系的重要手段。在我国,企业捐赠已经成为慈善事业发展的中坚力量,尤其是2016年3月通过的《慈善法》进一步推动了企业法人等组织开展慈善活动。《2016年度中国慈善捐助报告》显示,2016年企业捐赠总额达908.20亿元,占捐赠总额的65.20%,其中,近五成为民营企业捐赠,民营企业成为我国最重要的捐赠源之一。由此,慈善捐赠行为的影响引起了学术界的关注,大量研究验证了企业慈善捐赠能降低其资本成本,帮助企业建立与政府的关联,改善企业自身的债务融资能力。在我国银行信贷仍然占企业外部融资主导地位的金融体系下,民营企业一直面临着金融机构的信贷歧视,在资金市场中处于劣势地位。银行信贷的“所有制歧视”和“规模歧视”导致民营企业一直面临严重的融资约束。在

这种情况下,商业信用逐渐被视为民营企业银行融资的一种重要替代方式,对于缓解民营企业融资难问题具有重要意义。那么,对于追求利润最大化的民营企业而言,是否可以通过参与社会慈善活动来提升其获取商业信用的能力?

战略慈善观认为,慈善捐赠对于企业而言具有潜在的战略价值^[1]。战略慈善观主张企业积极投身于慈善事业,承担社会责任,符合利益相关者的要求与期望,因而能够帮助企业获得道德合法性、建立品牌忠诚度和知名度、提高组织声誉、改善形象,进而为企业创造竞争优势。而积极的形象和良好的声誉有助于企业获得利益相关者的支持。然而,现有文献重点研究慈善捐赠作为道德层面的社会责任行为对银行贷款或资本成本的影响,鲜有关注慈善捐赠与企业商业信用融资能力之间的联系。供应商作为企业重要的利益相关者对不同类型的捐赠行为可能存在异质性感知。事实上,企业行为需通过利益相关者对该行为的感知才能影响到其决策,而利益相

【基金项目】国家自然科学基金面上项目“制度与市场压力交互作用下的企业社会责任行为机制”(项目编号:71572055)

关者对企业行为的感知会受到企业行为本身以及与之相关的企业特征因素或环境因素的影响。因此,同一行为发生在不同类型的企业或在不同的背景环境下可能产生不同的利益相关者感知,从而引起利益相关者不同的决策。鉴于此,本文选取民营企业为研究对象,从供应商感知视角研究民营企业慈善捐赠行为对其商业信用融资的影响,并进一步分析民营企业自身特性如何影响企业慈善捐赠行为与企业商业信用融资能力间的关系,为解答企业履行社会责任是否创造价值以及如何创造价值提供一条新的思路。

二、理论分析和研究假设

(一)企业慈善捐赠对其商业信用融资的影响

利益相关者理论认为,企业的成功取决于一个公司能否与不同的利益相关者(如客户、供应商、雇员、公众和政府)保持信任和相互尊重的关系。供应商作为企业重要的利益相关者,其对企业的信任与肯定直接影响企业商业信用的获取能力。社会责任战略观认为,企业社会责任活动可以帮助其树立可靠、道德的企业形象,从而提高企业声誉,进而建立企业与利益相关者之间良好的合作关系^[1]。同时,外部利益相关者会根据其对企业所传递信号的感知来评价企业潜在的价值和道德特征^[2]。社会评价领域的研究亦认为,行为者的慷慨会强烈影响观察者对人物形象的评价^[3]。作为Carroll金字塔最高层的社会责任行为,慈善捐赠被视为超越经济和法律责任的酌量性利他主义行为,外部利益相关者因而更可能将其作为支持企业积极形象特征归因的信号^[4]。通过向利益相关者发出公司并非仅关注利益的信号,慈善捐赠能够帮助企业获取利益相关者的信任,使他们相信该公司逃避责任的概率很低。因此,慈善捐赠可以提高企业形象和知名度,为企业创造良好的声誉,从而提高企业价值^[5]。

此外,Carroll^[5]提出慈善捐赠具有极强的自愿性和酌量性,其并非企业必须履行的符合社会固有期望的社会责任。张安毅^[6]的研究表明,企业是否履行社会责任是投资者在制定投资决策时考虑的重要因素之一,企业履行社会责任的情况会影响其交易伙伴对其前景的预期。企业慈善捐赠活动通过向投资者传递企业真诚或者道德的信号,降低了投资者对代理冲突的感知,进而降低了企业的资本成本。慈善捐赠还能够减轻利益相关者对企业不当行为的负

面评价,降低企业的经营风险。

企业社会责任是社会对企业的期望,而企业究竟该如何履行社会责任才能达到社会的期望?理解社会期望首先需要明确企业经营所处的文化和商业环境^[7]。我国文化中的儒家思想提倡德政、礼治和人治,强调道德感化。儒家思想的“达者兼济天下”“仁义”等观念深刻影响着整个社会,并形成了社会对我国企业社会责任行为的基本期望,左右着人们的价值观。慈善捐赠作为超越经济和法律的道德层面的社会责任,参与企业可以树立一种慷慨、正义、有责任感和使命感的形象,并得到广大民众的认同和拥护。因此,从情感角度而言,在其他条件等同的情况下,供应商可能更加认同或信任参与慈善捐赠活动的企业。基于以上分析,本文提出:

H1:企业参与慈善捐赠程度越高,则其商业信用融资能力越强。

(二)企业政治关联对慈善捐赠企业的商业信用融资促进效应的影响

目前,我国正处于经济转型期,市场经济体制还不完善,政府掌握了大量企业赖以生存的资源。在这种情况下,政商结合紧密仍是普遍现象,尤其是对于在资本市场和产品市场均处于竞争劣势一方的民营企业来说,他们更可能会通过与政府积极地建立关联来获取政府资源和政治资本。

由于企业的经营是以盈利为目的的,而企业慈善捐赠是一种与其经营无直接关系的社会责任行为,可能被视为其掩饰不良行为、掩盖不良信息,或获取政府资源的手段和工具。民营企业建立政治关联主要有两个原因:一是政府掌握着关系到企业生存与发展的资源的分配权,这使得与政府建立联系是企业获取资源的重要渠道;二是我国长期的封建社会形成的士农工商的等级观念深刻地影响着人民的价值观。“官尊民卑、官贵民贱”,“学而优则仕”。中国人视官为百业之首,“十年寒窗无人问,一朝成名天下知”,围绕官僚特权形成了严格的社会等级制度和以入仕为导向的人才选拔制度^[8]。于是,“商而优则仕”“演而优则仕”层出不穷。在获取政府资源和追求政治地位双重动力的驱动下,众多民营企业积极参与政治,角逐人大代表和政协委员等政治职务,以谋求政治资本。

研究表明,慈善捐赠能够显著提高高管当选人大代表或政协委员的概率^[9]。管理者可能通过慈善捐赠来提高自身威望和社会地位,或建立和维系政

治关系^[10]。因此,管理者很可能出于自身私利而损害企业价值,慈善捐赠可能构成企业经理人隐性的代理成本^[11],高管可能通过慈善以谋求非货币化的私人收益。其次,具有政治关联的企业在更高的社会地位需承受更高的社会压力,其利益相关者对其社会责任赋予更高的期望,企业也因而受到更多的关注和监督^[12],在这种情况下,具有政治关联的企业慈善活动更多地被定义为一种社会义务,通过此途径获取信任和声誉的效应将减弱。再者,具有政治关联的企业更易受到政府的干预,企业捐赠行为更容易被供应商视为“被动选择”。因此,有政治关联的企业进行慈善捐赠可能会引起利益相关者的动机不纯感知。张敏等^[13]的研究表明,政治关联虽然能够帮助企业获得更多的资源,但对资源配置效率产生了显著的负面影响,从而降低了企业价值。因此,无论是从管理层私利层面还是从企业资源压力层面,企业的政治关联都有可能削弱供应商对公司慈善捐赠活动的积极评价,因而可能削弱慈善捐赠活动对企业商业信用融资能力的促进效应。基于以上分析,本文提出:

H2:企业的政治关联会削弱其慈善捐赠对商业信用融资能力的促进效应。

(三)企业自由现金流状况对慈善捐赠企业的商业信用融资能力促进效应的影响

自由现金流是指企业产生的,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股东与债权人的最大现金额。自由现金流量越丰富,企业的偿付能力越强,用于偿债、发放红利或从事企业经营之外社会责任活动的余地就越大。而对于自由现金流量为负的企业,其经营所产生的现金流不足以满足投资需求,因而其偿付能力与成长能力均会受到质疑。慈善捐赠作为一项非必要性的社会责任活动,会增加企业成本,却无法为企业带来直接的经济利益。对于自由现金流不足的企业而言,其慈善捐赠活动被视为一种“奢侈”行为,该行为违背了最基本的经济责任目标。杜勇等^[14]研究发现,亏损企业进行慈善捐赠对其扭亏为盈具有显著的负面影响。当企业慈善捐赠与其财务能力不匹配时,供应商可能对企业的善行产生质疑甚至伪善感知,认为企业的善行背后存在非善目的。陈梦参^[15]发现经营不善的企业会通过慈善捐赠活动来迎合政府,以期获得更多的政府补助。

在我国特殊的制度背景下,企业行为常常会受到较多的政府干预,地方官员不仅在经济上为财税竞争,也在官场上为晋升而竞争。地方慈善捐赠规模构成地方政府竞争的重要内容,会影响政府官员的晋升。因此,地方政府往往会通过“劝募”的方式进行募捐,使得企业慈善具有“摊派”性质。对于本身经营状况不佳的企业而言,这种非“自愿”的支出,势必会挤占企业资源,降低其偿付能力,损害企业价值。由此,对于自由现金流为负、经营状况不佳的企业来说,利益相关者更可能将其慈善捐赠行为视为企业“另有所图”“被挟持行为”,而非高尚的“利他主义”行为,进而降低其对企业的信任。这在一定程度上会削弱慈善捐赠对商业信用融资能力的正面影响,基于以上分析,本文提出:

H3:公司自由现金流的不足会减弱慈善捐赠对商业信用融资能力的促进效应。

三、研究设计

(一)变量定义与模型设计

本文试图研究企业慈善捐赠对其商业信用融资能力,以及企业政治关联和财务冗余状况对慈善捐赠企业的商业信用融资能力激励效应的影响,根据该研究目标,本文设如下变量:

1. 被解释变量:商业信用融资能力(TC)。应付账款的数额可以反映企业被供应商所信任的程度^[16],本文借鉴Long、Zhang^[17]的做法,以应付账款为基础测度商业信用融资能力,采用应付账款与总负债的比值来衡量。

2. 解释变量:慈善捐赠水平(Dn)。本文采用捐赠金额与营业收入的比值来衡量企业慈善捐赠的规模。为使数据更接近正态分布,对该比值取自然对数。已有研究表明,行业内的慈善捐赠活动所产生的同行压力会形成对企业行为的驱动力,进而引起企业的模仿行为。为了控制行业压力对企业慈善捐赠行为的影响,本文采用相对捐赠额来衡量企业的捐赠水平。此外,考虑到企业捐赠对商业信用融资的影响存在滞后效应,同时降低内生性问题的影响,本文对慈善捐赠做滞后一期处理。

$$Dn = \ln(\text{慈善捐赠金额} \div \text{营业收入} \times 100 + 1) \div \ln(\text{行业捐赠总额} \div \text{行业总营业收入} \times 100 + 1)$$

3. 其他变量。企业自由现金流量是公司所产生的税后现金流量总额,自由现金流计算公式为:息前税后利润+折旧与摊销-营运资本增加-资本支出。

据此,本文采用总资产标准化后的企业自由现金流对其进行衡量。对于政治关联(Politic),本文借鉴前人的做法,如果样本企业实际控制人、董事长(副)或总经理为前任或现任政府官员、人大代表、政协委员,本文将其定义为有政治关联,并根据其与高管建立政治关联的政府机构的行政级别将其划分为五类:1为“乡级”,2为“县级”,3为“市级”,4为“省级”,5为“中央”,否则为0。同时,参考现有文献中已经被证明影响企业商业信用融资能力的其他因素,在模型中加入以下控制变量:公司规模(Size)、公司经营绩效(ROE)、成长性(Growth)、股权集中度(TOP5)、独立董事比例(Direct)、现金比率(Cash)、销售费用(LSale)、经营状况(Tincome)、市场竞争程度(HHI),并控制行业(Industry)和年度(Year)。具体变量定义见表1。

表1 变量定义及说明

变量符号	变量名称	变量定义
TC	商业信用融资能力	应付账款/总负债
Dn	慈善捐赠水平	$\ln(\text{慈善捐赠金额}/\text{营业收入} \times 100 + 1) / \ln(\text{行业捐赠总额}/\text{行业总营业收入} \times 100 + 1)$
FCF	自由现金流量	(息前税后利润+折旧与摊销-营运资本增加-资本支出)/总资产
Politic	政治关联	样本企业实际控制人、董事长(副)或总经理为前任或现任政府官员、人大代表、政协委员,本文将其定义为有政治关联,并根据与高管建立政治关联的政府机构的行政级别将其划分为五类:1为“乡级”,2为“县级”,3为“市级”,4为“省级”,5为“中央”,否则为0
Size	公司规模	$\ln(\text{企业年末总资产} + 1)$
ROE	公司经营绩效	年末加权平均资产收益率
Growth	成长性	营业收入增长率
TOP5	股权集中度	前五大股东持股比例的平方和, Herfindahl_5 指数
Direct	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
Cash	现金比率	现金及现金等价物/流动负债
LSale	销售费用	$\ln(\text{销售费用} + 1)$
Tincome	经营状况	$\ln(\text{本期销售收入} + 1)$
HHI	市场竞争程度	赫芬达尔指数
Year	年度虚拟变量	计算慈善捐赠的滞后损失了2009年的数据,因此设置6个虚拟变量
Industry	行业虚拟变量	按照2012年证监会的行业分类代码

为了检验H1,本文设定模型(1)即民营企业慈善捐赠是否有助于商业信用融资的获取:

$$TC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dn_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 Growth_{i,t} + \alpha_5 Top5_{i,t} + \alpha_6 Direct_{i,t} + \alpha_7 Cash_{i,t} + \alpha_8 LSale_{i,t} + \alpha_9 Tincome_{i,t} + \alpha_{10} HHI_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验H2,本文设定模型(2)即检验政治关联对民营企业慈善捐赠与商业信用融资能力关系的影响:

$$TC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dn_{i,t-1} + \alpha_2 Politic_{i,t} + \alpha_3 Dn_{i,t-1} \times Politic_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 ROE_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Top5_{i,t} + \alpha_8 Direct_{i,t} + \alpha_9 Cash_{i,t} + \alpha_{10} LSale_{i,t} + \alpha_{11} Tincome_{i,t} + \alpha_{12} HHI_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验H3,本文进一步设定模型(3)即检验自由现金流对民营企业慈善捐赠与商业信用融资能力关系的影响:

$$TC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dn_{i,t-1} + \alpha_2 FCF_{i,t-1} + \alpha_3 Dn_{i,t-1} \times FCF_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 ROE_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Top5_{i,t} + \alpha_8 Direct_{i,t} + \alpha_9 Cash_{i,t} + \alpha_{10} LSale_{i,t} + \alpha_{11} Tincome_{i,t} + \alpha_{12} HHI_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

(二)样本选择与数据来源

本文以2010~2016年沪深A股市场中所有民营上市公司为研究样本,所涉及数据部分来自于CMSAR数据库,部分为手工搜集所得。参照前人的做法,慈善捐赠使用CMSAR数据库“营业外支出”的明细科目“对外捐赠”事项的具体支出额来衡量。对于企业政治关联,本文基于巨潮资讯网披露的企业年度报告,采用手工搜集的方式整理得到。相比以往单纯地根据数据库资料定义政治关联的方法,本文的做法能够最大限度地保证政治关联样本的准确性。商业信用融资能力的度量指标和其他财务数据均来自CMSAR数据库。

为了保证研究结果的可靠性,按照以下基本原则对样本进行筛选:①剔除金融类上市公司,由于这类行业的上市公司具有独特性,其负债不同于非金融行业的公司,可能会对结果产生影响;②当年交易状态为ST、*ST的上市公司,因为*ST上市公司属于亏损公司,其异常行为可能会对结果产生影响;③考虑到西藏地区受宗教影响较大,与其他地区存在差异,因此剔除公司注册地在西藏的上市公司;④剔除财务数据缺失的样本。最终,本文有效观测值共计4182个。同时,为了避免异常值的影响,本文对所有连续变量按双侧1%进行了Winsorize缩尾处理。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2报告了各变量的描述性统计结果。从统计结果来看,样本企业商业信用负债占总负债比例的均值为23.3%,说明商业信用融资在民营企业债务融资中不可或缺,已经成为民营企业债务融资的一种重要方式。捐赠规模的平均值为1.037,标准差为1.081,最大值为3.337,最小值为0.042,说明样本企业之间的捐赠水平有一定的差距,各企业对社会责任意识和重视程度不同。财务指标方面,样本上市公司资产规模对数的平均值为21.951,最小值为19.98,最大值为24.88,结合标准差0.99可以看出,样本企业的整体公司规模差异不大。加权平均资产收益率均值为0.083,营业收入增长率平均为20.1%,从该数值来看,我国民营企业的整体成长速度较快。从标准差来看,样本企业财务特征存在一定程度的差异,企业的商业信用融资能力可能会受到这种差异的影响。

表2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
TC	0.233	0.133	0.066	0.474
Dn	1.037	1.081	0.042	3.337
FCF	-0.004	0.177	-8.566	0.971
Politic	2.085	2.010	0	5
Size	21.951	0.990	19.98	24.88
ROE	0.083	0.085	-0.234	0.332
Growth	0.201	0.410	-0.518	2.473
TOP5	0.148	0.106	0.014	0.544
Direct	0.372	0.053	0.182	0.667
Cash	0.847	1.418	0.033	9.139
LSale	18.175	1.491	12.92	21.66
Tincome	1.412	0.013	1.381	1.443
HHI	0.035	0.101	0	0.801

(二)慈善捐赠对商业信用融资能力影响的回归结果

表3列示了各模型的回归结果,结果显示,企业慈善捐赠和商业信用融资能力在1%的显著性水平上正相关,表明慈善捐赠能够提高企业获取商业信用的能力,H1得到验证。慈善捐赠与政治关联的交互项 $Dn \times Politic$ 的系数在5%的水平上显著为负,说明政治关联企业的捐赠行为所产生的商业信用促进效应显著低于无政治关联的企业,并且高管的行政

级别越高,政治关联对企业慈善捐赠和商业信用之间关系的抑制作用越强。这一结果说明企业的政治关联会使企业慈善捐赠行为被视为一种“政治行为”,进而削弱供应商对企业捐赠行为的积极评价,最终降低慈善捐赠对商业信用融资能力的正向影响,由此H2得到验证。慈善捐赠与企业自由现金流的交互项 $Dn \times FCF$ 的系数在5%的水平上显著为正,说明相对自由现金流为负的企业,自由现金流为正的企业慈善捐赠对于商业信用融资能力的促进效应更强,H3得到了验证。为验证研究结果的稳健性,参考现有文献的做法,本文采用企业的总资产代替企业营业收入来描述企业慈善捐赠水平,研究结果如表3所示,同样支持了H1、H2和H3。

(三)内生性问题

理论上,在慈善捐赠与商业信用融资能力的关系中存在着另一种假设,即拥有更多商业信用的企业将拥有更多的自由现金流,这将保障其能够向社会捐赠更多的资金。因此,在本研究中,慈善捐赠与商业信用融资能力之间可能存在反向因果关系,为此本文采用工具变量法进行二阶段最小二乘法回归以解决内生性问题。参照Chen等^[18]的研究,选取地区宗教信仰(Religion)作为工具变量。杜颖洁、冯文滔^[19]的研究表明,公司捐赠的概率和强度与当地的宗教文化显著正相关,即宗教文化越浓,当地企业参与慈善捐赠活动概率越高,企业的慈善捐赠水平就越高。从理论上而言,企业所在地的宗教文化是一个有效的工具变量。对于Religion的测量,本文借鉴Du等^[20]的研究方法,采用地理近邻性度量宗教的方法,采用上市公司距离300公里范围内全国重点佛教寺庙和道教寺观的数量,具体度量方法如下:①根据1983年《国务院批转国务院宗教事务局关于确定汉族地区佛道教全国重点寺观的报告的通知》,手工摘录出162家全国重点佛教寺庙和道教寺观的名录;②通过百度在线地图分别获取公司注册地和全国重点佛教寺庙、道教寺观的经纬度;③根据经纬度计算公司注册地与寺庙的距离,统计出方圆300公里内全国重点佛教寺观的个数。

表4为采用工具变量后二阶段最小二乘法的回归结果,结果显示:DWH检验的p值小于0.05,表明确实存在内生性问题,由此进一步考察工具变量与内生变量的相关性。从第一阶段回归可以看出,其F统计值为13.22(大于临界值10),并且F统计值的P值为0.000,说明所选工具变量不存在弱工具变量问

表3 慈善捐赠、政治关联和商业信用回归结果

变量	营业收入标准化			总资产标准化		
	Dn	0.005*** (2.82)	0.009*** (3.52)	0.005*** (2.87)	0.006*** (3.02)	0.010*** (3.28)
Politic		-0.002 (-1.59)			-0.002* (-1.88)	
Dn×Politic		-0.002** (-2.22)			-0.002* (-1.74)	
FCF			-0.091*** (-3.67)			-0.090*** (-3.73)
Dn×FCF			0.040** (2.46)			0.047** (2.49)
Size	-0.079*** (-20.42)	-0.077*** (-20.28)	-0.079*** (-20.47)	-0.076*** (-19.80)	-0.075*** (-19.52)	-0.077*** (-19.70)
ROE	0.102*** (4.44)	0.102*** (4.47)	0.105*** (4.56)	0.101*** (4.37)	0.101*** (4.40)	0.102*** (4.45)
Growth	-0.001 (-0.32)	-0.003 (-0.60)	-0.002 (-0.46)	0.001 (0.13)	-0.001 (-0.11)	-0.000 (-0.02)
TOP5	0.027 (1.53)	0.025 (1.41)	0.028 (1.61)	0.028 (1.57)	0.027 (1.52)	0.029* (1.65)
Direct	-0.032 (-0.99)	-0.041 (-1.27)	-0.032 (-0.98)	-0.032 (-0.99)	-0.042 (-1.29)	-0.032 (-0.98)
Cash	0.018*** (10.46)	0.018*** (10.47)	0.018*** (10.40)	0.018*** (10.45)	0.018*** (10.45)	0.018*** (10.38)
LSale	0.006*** (2.98)	0.006*** (3.11)	0.006*** (3.07)	0.006*** (2.91)	0.006*** (3.04)	0.006*** (3.00)
Tincome	3.760*** (10.86)	3.798*** (11.03)	3.773*** (10.92)	3.580*** (10.43)	3.593*** (10.52)	3.579*** (10.40)
HHI	-0.089*** (-5.10)	-0.085*** (-4.91)	-0.087*** (-4.96)	-0.089*** (-5.09)	-0.086*** (-4.94)	-0.086*** (-4.94)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-3.618*** (-8.76)	-3.691*** (-8.97)	-3.636*** (-8.82)	-3.409*** (-8.34)	-3.453*** (-8.48)	-3.412*** (-8.33)
Adj.R ²	0.257	0.261	0.259	0.258	0.261	0.260
#Obs	4182	4182	4182	4182	4182	4182

注：N=4182，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著性水平，下同。

表4 稳健性检验：工具变量(2SLS)

	Dn	TC
Religion300	0.004*** (3.64)	
Dn		0.163*** (3.12)
ConVars	控制	控制
_cons	41.99*** (12.05)	-9.97*** (-4.54)
第一阶段F值	13.22	13.22
DWH检验	28.49***	
#Obs	4182	

注：参数估计值下方括号为经White异方差稳健性修正的z值；N=4182。

题，即工具变量是有效的。第二阶段的结果表明慈善捐赠与商业信用在1%的水平上显著正相关，即控制内生性问题后，慈善捐赠能提高企业商业信用融资能力，该结论与前文一致。

五、稳健性检验

为了进一步检验有政治关联与无政治关联企业的慈善捐赠行为对其商业信用融资能力促进效应的差异，本文将样本分为有政治关联和无政治关联两大类，分别进行回归分析。结果如表5所示，慈善捐赠对商业信用融资能力的积极影响仅在无政治关联的样本中显著为正，该结论进一步证明了H2。同样地，为了更好地揭示不同类型自由现金流下企业慈善捐赠对商业信用融资能力促进效应的差异，本文将样本分为自由现金流为正和自由现金流为负的两大类，分别进行回归，结果如表5所示。研究结果表明，在自由现金流为正的企业中，企业慈善捐赠对商业信用融资能力的促进效应在1%的水平上显著为正，而在自由现金流为负的企业中，企业慈善捐赠对商业信用融资能力的促进效应虽然为正，但是却不显著，该结论进一步证明了H3。

再者，考虑到2012年发生的青海玉树地震可能对上市公司慈善捐赠行为产生重大影响，导致当年的慈善捐赠金额存在特殊性，因此，为了消除样本过度集中导致的回归偏误，本文将2012年的研究样本剔除，重新对假设进行检验，研究结果与前文一致。

六、研究结论与启示

(一) 研究结论

本文对慈善捐赠这一或有社会责任行为的信号传递效应和供应商对企业慈善捐赠行为的感知进行分析，探讨了企业慈善捐赠行为对其商业信用融资

表 5

基于政治关联、自由现金流的分组回归

变量	营业收入标准化				总资产标准化			
	Politic=1	Politic=0	FCF<0	FCF>0	Politic=1	Politic=0	FCF<0	FCF>0
Dn	0.003 (1.46)	0.008*** (2.88)	0.001 (0.47)	0.008*** (3.36)	0.005* (1.94)	0.008*** (2.65)	0.001 (0.47)	0.009*** (3.53)
Size	-0.078*** (-14.24)	-0.078*** (-14.22)	-0.086*** (-14.14)	-0.073*** (-14.87)	-0.076*** (-13.86)	-0.075*** (-13.58)	-0.085*** (-14.20)	-0.070*** (-14.03)
ROE	0.076** (2.51)	0.151*** (4.33)	0.113*** (3.28)	0.098*** (3.23)	0.073** (2.40)	0.150*** (4.30)	0.113*** (3.27)	0.095*** (3.14)
Growth	0.003 (0.52)	-0.008 (-1.31)	-0.002 (-0.29)	-0.003 (-0.43)	0.005 (0.78)	-0.005 (-0.88)	-0.001 (-0.21)	0.000 (0.05)
TOP5	0.016 (0.75)	0.024 (0.79)	-0.013 (-0.49)	0.040* (1.72)	0.017 (0.78)	0.025 (0.85)	-0.013 (-0.48)	0.041* (1.77)
Direct	-0.018 (-0.39)	-0.097** (-2.01)	-0.037 (-0.69)	-0.044 (-1.06)	-0.019 (-0.42)	-0.096** (-2.00)	-0.037 (-0.69)	-0.044 (-1.07)
Cash	0.022*** (9.50)	0.014*** (5.41)	0.017*** (5.23)	0.019*** (9.10)	0.022*** (9.49)	0.014*** (5.40)	0.017*** (5.23)	0.019*** (9.09)
LSale	0.005* (1.75)	0.007** (2.38)	0.003 (1.13)	0.007*** (2.91)	0.004* (1.69)	0.007** (2.36)	0.003 (1.12)	0.007*** (2.82)
Tincome	4.053*** (8.49)	3.340*** (6.60)	4.439*** (8.10)	3.473*** (7.93)	3.916*** (8.22)	3.066*** (6.15)	4.394*** (8.16)	3.188*** (7.32)
HHI	-0.086*** (-3.86)	-0.078*** (-2.83)	-0.118*** (-3.96)	-0.075*** (-3.49)	-0.086*** (-3.86)	-0.078*** (-2.83)	-0.118*** (-3.96)	-0.074*** (-3.46)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-4.027*** (-7.09)	-3.030*** (-4.97)	-4.364*** (-6.69)	-3.346*** (-6.38)	-3.870*** (-6.85)	-2.709*** (-4.53)	-4.311*** (-6.74)	-3.013*** (-5.79)
Adj.R ²	0.272	0.246	0.294	0.235	0.273	0.245	0.294	0.235
#Obs	2275	1907	1584	2598	2275	1907	1584	2598

能力的影响及其形成机理,并以2010~2016年我国民营上市企业为样本进行实证检验,研究发现,慈善捐赠作为企业一项自愿的利他行为能够提高企业的声誉,改善企业与供应商之间的关系,提升其获取商业信用融资的能力。由于企业慈善捐赠行为对企业商业信用融资能力的提升效应取决于供应商对企业慈善捐赠行为的认知,当企业的财务能力与其慈善捐赠水平不匹配时,可能会引起供应商对企业慈善捐赠行为的伪善感知,当企业的自由现金流不足时,企业的慈善捐赠行为难以引起供应商对企业偿付能力和诚信的正面认知。因此,相对于自由现金流为负的民营企业,慈善捐赠对于商业信用融资能力的促进效应在自由现金流为正的民营企业中更显著。此外,具有政治关联的企业进行慈善捐赠,容易使供应商对其捐赠行为产生迎合政府目标、获取政府资源或政治资本而非单纯利他行为的感知,因此,企业的政治关联显著抑制了企业慈善捐赠对商业信用融资

能力的促进效应。慈善捐赠对于商业信用融资能力的促进效应仅在无政府关联的民营企业中显著。

(二)启示

本研究对于企业实践产生了如下启示:首先,慈善捐赠虽然是道德层面的自愿性社会责任行为,但其战略价值不容企业忽视。企业合理参与慈善活动对于建立其与利益相关者之间的信任和良好的合作关系具有重要意义。其次,企业参与慈善捐赠应考虑自身的财务能力,厘清其各个维度社会责任的优先权,合理安排慈善捐赠活动。经济层面和法律层面责任是一个公司必须履行的社会责任,而慈善责任是在企业很好地履行了经济责任基础之上的自愿性履责行为,因此,慈善捐赠行为往往能产生更大的声誉效应。但是,如果企业财务能力不足以支撑其参与慈善活动,这就会引起利益相关者“动机不纯”“社会责任目标主次不明确”等不良的感知,其声誉效应就会受到限制。此外,政治关联往往被企业视为其经营和

发展的重要无形资源,但政治关联与慈善捐赠活动的结合容易使利益相关者产生“行政捐赠”或“被动选择”而非真心的善意行为的感知,从而抑制慈善捐赠行为声誉效应的发挥。因此,政治关联较强的公司在参与慈善捐赠活动时应考虑其政治关联可能产生的负面效应。最后,推动或促进我国企业更多地参与慈善捐赠活动,需要政府积极行动,培育并建立良好的信任生态,形成社会奖惩机制,使企业的慈善行为得到社会的认可和支持,这样才能真正有效地提高企业参与慈善活动的积极性,促进慈善事业的蓬勃和有序发展。

主要参考文献:

- [1] Gardberg N. A., Fombrun C. J.. Corporate citizenship: Creating intangible assets across institutional environments [J]. *Academy of Management Review*, 2006(2): 329~346.
- [2] Tian Z., Wang R., Yang W.. Consumer responses to corporate social responsibility (CSR) in China [J]. *Journal of Business Ethics*, 2011(2): 197~212.
- [3] Miller G. F.. Sexual selection for moral virtues [J]. *The Quarterly Review of Biology*, 2007(2): 97~125.
- [4] Harjoto M. A., Jo H.. Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015(1): 1~20.
- [5] Carroll A. B.. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders [J]. *Business horizons*, 1991(4): 39~48.
- [6] 张安毅. 论公司慈善捐赠的信息披露——制度构建的必要性与可行性研究 [J]. *技术经济与管理研究*, 2011(4): 60~63.
- [7] Lee H., Park T. K., Moon H. K.. Corporate philanthropy, attitude towards corporations, and purchase intentions: A South Korea study [J]. *Journal of Business Research*, 2009(10): 939~946.
- [8] 李成言, 肖俊奇. 社会性官僚政治: 中国官本位传统之源 [J]. *人民论坛·学术前沿*, 2013(7): 69~75.
- [9] Ma D., Parish W. L.. Tocquevillian moments: Charitable contributions by Chinese private entrepreneurs [J]. *Social Forces*, 2006(2): 943~964.
- [10] 王鹏程, 李建标. 谁回报了民营企业的捐赠?——从融资约束看民营企业“穷济天下”的行为 [J]. *经济管理*, 2015(2): 41~52.
- [11] Brown W. O., Helland E., Smith J. K.. Corporate philanthropic practices [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006(5): 855~877.
- [12] 睦文娟, 张慧玉, 车璐. 寓利于义? 企业慈善捐赠工具性的实证解析 [J]. *中国软科学*, 2016(3): 107~129.
- [13] 张敏, 张胜, 王成方, 申慧慧. 政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据 [J]. *管理世界*, 2010(11): 143~153.
- [14] 杜勇, 鄢波, 张欢, 步丹璐. 慈善捐赠、政府补助与扭亏绩效——基于中国亏损上市公司的经验证据 [J]. *经济科学*, 2015(4): 81~94.
- [15] 陈梦参. 亏损企业慈善行为动机与效果研究 [D]. 大连: 东北财经大学, 2016.
- [16] 罗劲博. 高管的“红顶商人”身份与公司商业信用 [J]. *上海财经大学学报*, 2016(3): 48~61.
- [17] Long C., Zhang X.. Cluster-based industrialization in China: Financing and performance [J]. *Journal of International Economics*, 2011(1): 112~123.
- [18] Chen J., Dong W., et al.. Corporate philanthropy and tunneling: Evidence from China [J]. *Journal of Business Ethics*, 2018(1): 135~157.
- [19] 杜颖洁, 冯文滔. 宗教、政治联系与捐赠行为: 基于中国上市公司的经验证据 [J]. *当代财经*, 2014(6): 111~122.
- [20] Du X., Jian W., Du Y.. Religion, the nature of ultimate owner, and corporate philanthropic giving: Evidence from China [J]. *Journal of Business Ethics*, 2014(2): 235~256.

作者单位: 湖南大学工商管理学院, 长沙 410082