

盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动

——来自中国 A 股市场的经验证据

吴良海,牛利英,王玲茜

(安徽工业大学 商学院,安徽 马鞍山 243032)

[摘要]选择 2008—2016 年沪深 A 股上市公司数据作为研究样本,检验了盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动三者之间的关系,结果表明:战略性捐赠削弱了公司股价波动;盈余管理增强了战略性捐赠削弱公司股价波动的功效;无论是国有企业还是非国有企业,战略性捐赠均削弱了公司股价波动,且非国有企业盈余管理在增强战略性捐赠削弱公司股价波动的功效方面更强。通过研究验证了“好”的盈余管理可以增强战略性捐赠削弱公司股价波动的功效,是企业谋求长效发展的治理机制,可以保护利益相关者多方权益,而非是单纯的管理层寻求私人利益的工具。

[关键词]战略性捐赠;公司股价波动;盈余管理;产权性质;公司治理;企业社会责任;企业捐赠

[中图分类号]F275.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)03-0055-13

一、引言

在现代社会中,企业作为社会物质财富的创造者,一方面需要履行为社会创造利润、实现股东财富及企业价值最大化的职责,另一方面又需要承担对政府及社会公众等利益相关者的责任^[1],即所谓的社会责任。积极承担社会责任符合社会对企业的合理期望,不仅能够提高企业的竞争力和声誉,而且有利于企业的可持续发展。特别是大型跨国企业的成功,与其投入的“道德资本”密不可分^[2],由此可见,慈善捐赠已经成为企业开拓市场的“敲门砖”,帮助企业在激烈的市场竞争环境中成功立足,并能有效地获取竞争优势。根据《中国慈善捐赠发展蓝皮书》所提供的数据来看,2014 年企业捐赠达到 721.6 亿元,占捐赠总额的 70%;2015 年企业捐赠为 49.2 亿元,占捐赠总额的 64.5%。近两年的数据说明企业捐赠是社会捐赠的重要力量,已经成为企业履行社会责任的新潮流^[3]。

公益性捐赠是指企业以自己的名义将合法的、有价值的东西捐赠给合法的受赠人^[4],就其性质而言,可以分为战略性捐赠和战术性捐赠。战略性捐赠就是以战略为导向,以捐赠为手段的一种营销活动,其目的在于取得经济利益与社会效益的双赢。战术性捐赠是企业以捐赠为手段,期望在最短期内获得最大的经济效益。Godfrey^[5]认为,公益性捐赠提高了企业声誉,从而奠定其战略性地位,有助于形成品牌资源与竞争优势。Grahm 等^[6]认为,公益性捐赠动机包括两种:营销动机(替代广告投放支出,获得市场知名度与消费者美誉度)、非营销动机(履行社会责任与实现节税目的)。企业以自己

[收稿日期]2017-12-05

[基金项目]国家社会科学基金项目(14BJY015);国家社会科学基金重点项目(14AJY005);国家社会科学基金重大项目(14ZDA027)

[作者简介]吴良海(1970—),男,安徽桐城人,安徽工业大学商学院教授,博士,硕士生导师,主要研究方向为会计与投资者保护;牛利英(1990—),女,安徽阜阳人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为会计与投资者保护;王玲茜(1995—),女,安徽滁州人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为会计与投资者保护。

的名义将合法的、有价值的东西捐赠给合法的受赠人(此处的捐赠物,既包括有形资产的捐赠,如资金、财产等,也包括无形资产的捐赠,如爱心宣传活动),实质是贡献其特有的资源与专长,增强竞争力,既实现了经济效益又获得了社会效益。日本经济新闻社在1967年曾经进行过专门调查,在63家给予回答的日本大企业中,99%有战略规划。可见战略规划对于企业的生存发展至关重要。理性的“经济人”将战略与捐赠相结合,期望实现企业向“社会人”的转变。

总而言之,战略性捐赠的实质性内涵可以界定为强调“战略”思维、强调“捐赠”的一种营销手段。战略性捐赠有以下特征:(1)战略性,具有战略思维导向;(2)计划性,是公司预先计划的,积极主动捐赠的一种营销活动;(3)目的性,为获得经济利益与社会效益的双赢。因此,本文给出了企业社会责任、公益性捐赠与战略性捐赠三者之间的结构图(图1)。

然而现实生活中,企业是“经济人”,对利润趋之若鹜,从不做亏本买卖。那么,是什么原因让企业如此慷慨呢?大量研究表明,捐赠行为具有策略性。如广告效应^[7-10]、提高企业声誉^[11]以及与政府建立和维持良好关系,赢得有利的经营环境^[12-13]。此外,公司慈善捐赠行为是一种对未来乐观信号的释放,具有显著的信号效应^[14],通常意义上讲,企业捐赠向外界传递着企业财务状况良好,彰显了企业及其产品的可靠性,有利于规避风险。然而,信息是引起股票价格波动的核心因素,谣言作为一种特殊的信息,影响着投资决策,比如汶川地震时期,王石“捐款门”事件饱受质疑。也就是说,慈善捐赠的信号能否被有效接收以及接收后对公司股价产生何种影响,值得探讨。

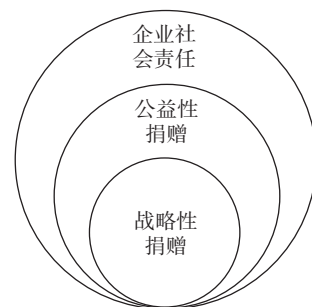


图1 企业社会责任、公益性捐赠与战略性捐赠结构图

在现代公司制度下,经营权与所有权相分离,委托代理关系导致了信息不对称的产生。公司管理者通常比信息的使用者更了解公司的生产经营信息,更加明白采用何种会计方法与程序达到预期的目标,从而产生相应的调控行为——盈余管理。Fukui^[15]、Goel等^[16]发现企业内部信息需求者具有信息优势,有很多企业为了减少这种优势而承诺履行企业社会责任,但是进一步研究发现,该类型的公司更倾向于采取盈余管理行为。龙文滨等^[17]发现,履行社会责任和相关信息披露可以作为企业与利益相关者沟通的公共管理工具和信号传递机制。Linthicum^[18]研究认为,企业增加社会责任投入能够有效提升外部利益相关者对企业经营模式、发展战略的认同,维持了外部利益相关者的利益。Waddock和Graves^[19]等发现,股票市场对不履行社会责任的企业持否定态度。Cathy等^[20]基于委托代理理论,发现企业采用盈余管理可以缓解公司管理层个人利益与企业利益存在的冲突,进而减少企业丧失股票市场等负面影响。但是,进一步研究发现,具有较强的企业责任观的企业能够关注到更多利益相关者的利益,这些公司的管理层会在潜意识中提高公司的盈余质量,很少进行盈余管理。Brown^[21]研究发现,公司高管通过调整盈余管理减少低水平的会计盈余对二级市场造成的不利影响。由此可见,研究盈余管理、企业社会责任与公司股价波动三者之间关系的文献寥寥无几,尚未形成完整、清晰的逻辑,有待进一步探究。

因此,本文试图探究以下三个问题:(1)企业进行战略性捐赠,主动承担社会责任,是否会降低公司股价波动?(2)企业捐赠行为在盈余管理的影响下,对公司股价波动又会产生什么影响?(3)基于中国国情,探究国有企业与非国有企业对盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动三者之间关系的影响。

二、文献综述

(一) 战略性捐赠

20世纪90年代美国学者Hunt^[22]首次提出战略慈善观,虽然未明确给出战略性慈善的定义,但基本概括了战略性慈善行为的一些核心特征。迈克尔·波特^[23]基于竞争优势理论剖析慈善行为,形

成战略性慈善理论,认为其既有利己动机,又有利他动机,是利己和利他的共赢。Mescon 等^[24]认为,企业应将慈善捐赠作为寻求竞争优势的一种战略手段。Smith 等^[25]指出战略性慈善有利于提高客户对于企业品牌的认知度,间接提高雇员生产率,减少研发费用等,从而促进企业利润的提高。如果将政治联系作为公司一种资产来对待,那么公司参与慈善活动的水平与这种关系资产的价值存在显著的正相关关系^[26]。Shleifer 等^[27]指出,企业在政府支持的项目上进行的慈善捐赠是一种与政府建立类似“战略关系”的有效途径。营销大师菲利普·科特勒(Philip Kotler)^[28]认为,慈善捐赠可以通过公共关系、市场营销等,与商业利益相得益彰,这标志着“公益型市场营销”的慈善行为理论的诞生。

国内的研究起步较晚。王鲜萍^[29]认为,企业开展慈善捐赠等公益事业是企业实现优化配置资源一种新理念、新战略、新经营艺术,能提高企业的道德、形象、信誉、品牌等无形资源。国颂^[30]认为,企业应该将慈善上升到更高的层次——战略层次,这样将有利于企业合理配置资源,增强企业的管理层的战略意识,扬长避短,取得竞争优势。李四海等^[31]研究发现,战略性捐赠通过信号传递机制,降低利益主体的风险感知。郑玲等^[32]研究发现,捐赠是民营企业获得政治资源的策略,可以降低股票市场风险。另外还有部分学者从理论的层次研究慈善捐赠的效用,其观点相似但无法统一。

(二) 盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动

钟宏武^[3]的研究证实,消费者更偏爱于选择参与慈善捐赠企业的产品和股票。其原因在于,企业慈善捐赠信息的披露本身就是向外界传递企业良好经营情况的信号,增强股票持股者对于具有慈善行为企业的信心。照此逻辑,进行战略性捐赠的企业,往往容易获得良好的市场声誉,从而获得“注意力”和“关注”,间接导致交易量的上升。

管理层出于资本市场动机^[33]、政治成本动机和薪酬契约动机等考虑^[34-35]进行盈余管理,因为更高的盈余会产生更高的股票发行价。陈晓^[36]等发现,会计盈余管理的信息传递功能对股价产生很大影响。梁锦萍^[37]认为,会计盈余的变动能够对股价的变动做出解释。蔡春等^[38]研究提供证据显示,濒死企业为扭转乾坤既实施了应计盈余管理,又实施了真实盈余管理。李增福等^[39]的研究发现,真实盈余管理短期内难以发现,却会导致企业长期业绩下滑,应计盈余管理影响企业的短期业绩。Kim^[40]从盈余管理与社会责任的角度的分析,发现利益相关者价值的认同对公司治理发挥积极作用,即盈余管理进行利润操纵的可能性随着社会责任绩效的提高而降低。管理层利用盈余管理的灵活性,增强股票的吸引力,提高股票发行价,降低融资成本^[41]。近年来,已有文献从企业外部声誉层面分析了如何有效降低公司股价波动,然而关于盈余管理影响的文献并不多,本文将从声誉资本、利益相关者理论层面探讨盈余管理、企业战略性捐赠对公司股价波动的影响。

三、理论分析与研究假设

据《财经》杂志报道,魏则西事件爆出后,百度股价在两个月内下滑 15.7%,市值跌至约 563 亿美元,缩水约 117 亿美元。可见,没有良知的企业,不仅是给自己公司抹黑,还是对利益相关者的不负责。而企业的正常运营和发展离不开各个利益主体的积极参与和支持,维持与各利益相关者主体之间的良好关系,夯实企业和利益相关者之间的信任基础,获得他们的认同,是现代企业特别是上市公司等公众企业的重要战略目标^[42]。利益相关者主要包括与企业相关的人(如股东、消费者等)、集团(如政府部门、媒体等)以及自然环境等受到企业经营活动影响的客体。在战略管理中,企业的目标是解决员工与股东、投资者与经理、社会利益与企业价值的矛盾。企业制定战略性捐赠策略,是出于企业长远利益考虑,分担企业的经营风险,如果企业股东很好地接受这种策略并积极配合战略的实施,会得到超额回报。从这个意义讲,企业战略性捐赠是管理专业化投资的一种制度安排,企业的生存和发展依赖于企业对各利益相关者利益要求所做的回应。另外,战略性捐赠的实施,让消费者认识到这些企业是有良知、有责任的企业,值得信赖。即使企业面临危机,利益相关者也不会立即抛售公司股票,因为战略性捐赠给利益

相关者带来的良好形象,像一把“保护伞”,可以减轻危机带来的伤害。

公司股价波动对外界的变化极为敏感,特别是声誉机制的影响,良好的声誉能够有效抑制公司股价波动;反之,会带来消极影响,不利于企业的发展。企业进行捐赠是真金白银的外流,这种资源外流向外界传递着企业具有良知且资金雄厚,是值得信赖的好企业。Lys 等^[14]认为,慈善捐赠是对未来乐观信号的释放,能够增强利益相关者对企业发展的信心与资源支持。换言之,捐赠本身就是一种战略,虽然没有明确的或具体的价值交换,但是能够产生无形的战略性资产,增强自身实力。慈善捐赠是一种战略资本投资。企业利用有限的资源,塑造企业责任形象,加强产品在消费者心中的影响力,吸引投资者和利益相关者的注意力,提供品牌知名度与美誉度,获得价值认同。陈支武^[43]指出,战略性慈善不仅能改善市场需求,而且具有保险的作用,减少外在的不确定性风险。因此,战略性捐赠的实施,具有保值增值效应,保证了利益相关者的权益,有利于市场与股市的稳定。综上所述,本文提出假设 1。

假设 1:其他条件一定时,战略性捐赠能够削弱公司股价波动。

由于信息不对称性的存在,内部管理者获得信息远远多于外部,公司实施了战略性捐赠,拥有更多盈利信息的内部管理者希望外部信息使用者及时获得相关信息而采用盈余管理,向外界传递企业经营稳定、购销稳定、收入稳定等良好的信号,降低了经营的不确定性,也就是说,管理层进行盈余管理有助于提高信息透明度,为战略性捐赠的有效实施提供保障。公司股价波动受盈余管理向市场传递内部信息的影响,使股价更好地反映公司发展前景。维护利益相关者的权益,获得价值认同,是企业进行战略性捐赠的动机之一。Scott^[44]和秦荣生^[45]指出,盈余管理是为了实现其自身利益或市场价值最大化,而在一定范围内选择会计政策的行为。这种政策选择不只是为了满足管理者的自利行为,更是为了企业长期持续地发展。盈余管理可以恰当促进战略性捐赠行为的实施,减少经济资源外流带来的损失,促进战略性捐赠效用的发挥,增强声誉传播的广度与深度。上市公司自愿披露盈余管理,强化了企业与投资者的信息沟通,有利于降低融资成本,改善经营状况^[46]。盈余管理是战略性捐赠的长效机制,增强了信息的透明度,有利于声誉机制作用的发挥,从而抑制公司股价波动。顾兆峰^[47]基于委托代理理论,发现盈余管理的存在具有一定的合理性,可以提高企业价值。Chen 等^[48]发现,真实盈余管理是分析师向外界传递上市公司盈利状况良好的积极信号。在中国资本市场中,竞争比较激烈,一些企业为追求绩效和扩大市场占有率努力寻求更多投融资机会,而带来相对较高的成本,但无法全面反映在当期财务报告中。因此,管理层借助盈余管理向外界投资者传递有利的价值信息,也就是说,依靠操纵盈余获得资金和投融资项目并降低高成本,从而扩大竞争优势,为公司带来积极影响。

基于有效契约理论,发现盈余管理是管理层灵活应对契约不完全性和刚性而采取的一种应急机制,降低了契约成本。比如在债务契约中增加限制性条款,避免违约风险和重新谈判。由于会计政策选择的合理与否缺乏可量化的客观依据,因此会计准则的不完备性将会导致企业管理当局在订立契约后,利用会计政策选择上给予的灵活性实施盈余管理,使契约各方的财富重新分配,尤其是有利于企业管理当局自身的财富再分配。薪酬契约是企业盈余管理的动机之一,而管理层获得货币薪酬的前提,是其业绩达到或者超过公司预期的经营效益,也就是说,管理层获得货币薪酬是以提高企业价值为前提的。陈胜蓝等^[49]研究发现,管理层通过盈余管理显著提高了货币薪酬水平。企业实施盈余管理,是因为企业价值的不可观察性使其与业绩分离困难而采用的一种措施。管理者有限的任期与企业的无限发展相比,显得自身利益过于渺小,管理层可能为了把业绩做大做强,通过盈余管理将预期的收益提前到本期,以期获得超额回报。除此之外,企业通过正式契约,获得良好的声誉,有利于加强企业与供应商、消费者的联系,形成长期的战略联盟。在债务契约中,经理通过增加资产或收入、减少负债或费用的手段,减少违约风险,保证合约的正常履行。Beneish 等^[50]发现,管理者通过盈余管理手段推迟了契约被违反的时间。

简而言之,盈余管理对战略性捐赠与公司股价波动的影响主要体现在以下几个方面:第一,盈余管理降低了企业的运营成本(比如货物运输成本、人力成本和生产成本的降低),为战略性捐赠节省

了大量资金;第二,盈余管理向外界传递企业经营稳定的良好信号,有利于稳定收入,为战略性捐赠的实施提供了可能;第三,企业运用盈余平滑可以有效地应对外在不确定性,降低风险,保证战略性捐赠的顺利实施,促进企业的长期发展,削弱公司股价波动。综上所述,本文提出假设2。

假设2:其他条件一定时,盈余管理能够增强战略性捐赠削弱公司股价波动的功效。

寻租理论认为,企业有强烈的意愿通过企业行为影响政治环境从而获取“租金”。其原因在于,激烈的市场竞争中,资源的配置是由市场决定的,可以动态地形成帕累托最优。但是在这一进程中,市场运作不一定是完美的,其功能可能会受到各种因素的干扰,这时政府就会介入,而聪明的企业家通过与政府建立良好的关系“寻租”。钟宏武^[3]认为,中国社会企业捐赠的动机是为了向政府寻租。转型经济下的中国社会,政府行为对于市场经济参与者具有重要影响,同样,企业战略性捐赠也会受到强势政府的影响^[51]。国有企业的社会捐赠往往来自于“摊派”责任^[52],而非国有企业更多的是来自于非正式制度下社会责任履行而获取声誉资本及战略资源的动机。企业捐赠的动机影响企业行为,汪佑德^[53]认为,由于非国有企业“先天不足”不能够与“出身高贵”的国有企业一拼高下,故而为了弥补这种“先天不足”弱势,非国有企业更愿意通过参与社会活动来建立和积聚其社会资本。而战略性捐赠越来越成为了非国有企业热衷选择的社会活动,主要原因在于其不仅参与方式简单且能够快速形成良好的社会效应,从而降低企业交易成本,实现企业价值最大化目标。因此,非国有企业为了弥补“先天不足”,通过捐赠帮助政府解决燃眉之急,建立良好的政企关系,稳定市场,降低交易成本,进而降低公司股价波动。

在我国金融体系构成中,国有企业的责任和使命是关注民生,对关乎国计民生的大事负责,其因为责任重大,受到严格的制度规制和监管,这一定程度上限制了国有企业经营的灵活性以及管理层应对复杂事件“自由裁量权”的运用,不利于企业盈余管理作业的发挥;另外,国有企业与政府的天然血缘关系,使其拥有坚强后盾,盈利并非其唯一目标,更多的是承担社会责任等政治目标,其面临的压力与经营风险较小,这无疑削弱了其通过操纵盈余提升业绩或者平滑利润的动机。国有企业盈余管理的动机被削弱后,战略性捐赠的作用也受到影响,进而不利于公司股价的稳定。而非国有企业生存、发展的根基是自身适应市场以获得企业价值最大化的过程,因为政府的管理规制较少,可以灵活应用盈余管理来改善生存、发展面对的问题。盈余管理的空间受会计弹性的制约^[54]。概况说来,非国有企业盈余管理对战略性捐赠与公司股价波动关系的影响,主要体现在以下三个方面:第一,非国有企业市场化更强,为了更好地生存与发展,进行盈余管理的效率更高;第二,非国有企业受到外在制约较少,盈余管理的灵活性更强,可以充分调动各方面的积极性(如加强政商合作);第三,非国有盈余管理有更多的自由裁量权,公司管理层进行决策时,可以选择更有利于战略性捐赠实施的方案。非国有企业进行盈余管理更方便、更有效,进而促进了战略性捐赠对公司股价的积极影响。综上所述,本文提出假设3。

假设3:其他条件一定时,非国有企业战略性捐赠削弱公司股价波动的功效更强;非国有企业盈余管理在增强战略性捐赠削弱公司股价波动的功效方面更强^①。

四、研究设计

(一) 关键变量测度

1. 公司股价波动

本文借鉴李勇等^[55]的方法,利用股价波动性的个股月标准差进行度量,首先计算出个股月收益率的均值 $\gamma_{i,t}$,然后依据方差公式计算个股月收益率的标准差 rsd 。具体计算公式如下。

^①考虑到国有企业捐赠更多的是履行政府“摊派”的社会责任,而非国有企业主要是期望通过社会责任履行获取声誉资本及战略资源,本文以产权性质作为捐赠的“摊派效应”的指标,探究上述关系。

$$\bar{\gamma}_{i,t} = \frac{\sum_{t=1}^n \gamma_{i,t}}{n}; \text{rsd} = \sqrt{\frac{\sum (\gamma_{i,t} - \bar{\gamma}_{i,t})^2}{n-1}}$$

2. 战略性捐赠

本文计算每一年行业的平均收益水平,然后将各企业的经营绩效(*roa*)与行业平均收益水平进行对比,高于行业平均收益水平且当年又进行了捐赠的企业,为战略性捐赠,其值为1;否则为非战略性捐赠,其值为0。

3. 盈余管理

本文利用夏立军^[56]提出的基于线上应计截面 Jones 模型,即使用截面的线上估计应计盈余管理模型,进而预测实际总应计盈余管理减去上述模型预期的真实盈余管理,得到预期操控性应计盈余管理的估计值。具体而言,我们在每个年度,按行业估计,以他们的财务数据(即截面数据)来设计模型。

$$\frac{GA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_{2,t} \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (i = 1, 2 \dots I_j)$$

其中, $A_{i,t-1}$ 为公司*i*第*t*年刚刚开始时总资产的账面价值; $GA_{i,t}$ 为公司*i*第*t*年结束时线上应计,实际上就是营业利润与经营现金流量的差; $\Delta REV_{i,t}$ 为公司*i*第*t*年相对于上年的营业收入的增量; $PPE_{j,t+1}$ 为公司*i*第*t*年末固定资产的原值; $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

假设参数 $\beta_{0,t}$, $\beta_{1,t}$, $\beta_{2,t}$ 的估计值分别为 $b_{0,t}$, $b_{1,t}$, $b_{2,t}$,用第*j*家公司第*t+1*期的实际数据预测其真实盈余管理,即: $nda_{j,t+1} = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} \frac{\Delta REV_{j,t}}{A_{j,t-1}} + \beta_{2,t} \frac{PPE_{j,t+1}}{A_{j,t}}$ 。从总应计中减去提前假设的真实盈余管理,就

可以求出其实际值,即: $da_{j,t+1} = \frac{TA_{j,t+1}}{A_{j,t}} - nda_{j,t+1}$ 。基于线上项目的截面 Jones 模型,本文将真实盈余管理与应计盈余管理先求和,后取绝对值,计算出盈余管理的总指标: $dd = da + nda$; $earning = abs(dd)$ 。

(二) 回归模型设计

本文主要研究盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动三者之间的关系,并进一步探讨在中国制度背景下,产权性质差异对盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动三者之间关系的影响。故本文进行了以下实证研究:一是检验战略性捐赠对公司股价波动的影响;二是检验盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动三者之间的关系;三是依据产权性质分组,检验战略性捐赠对公司股价波动的影响;四是依据产权性质分组,检验企业盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动三者之间的关系。具体的模型设计和变量定义如下。

$$\text{rsd} = \beta_0 + \beta_1 \text{giving} + \beta_2 \text{flow} + \beta_3 \text{size} + \beta_4 \text{z_index} + \beta_5 \text{lev} + \beta_6 \text{dual} + \beta_7 \text{indratio} + \beta_8 \text{lnsalary} + \beta_9 \text{lnage} + \beta_{10} \text{hs1} + \beta_{11} \text{Ici} + \beta_{12} \text{opinion} + \beta_{13} \text{roa} + \beta_{14} \text{soe} + \sum \text{year} + \sum \text{code} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{rsd} = \beta_0 + \beta_1 \text{giving} + \beta_2 \text{g_dd} + \beta_3 \text{earning} + \beta_4 \text{flow} + \beta_5 \text{size} + \beta_6 \text{z_index} + \beta_7 \text{lev} + \beta_8 \text{dual} + \beta_9 \text{indratio} + \beta_{10} \text{lnsalary} + \beta_{11} \text{lnage} + \beta_{12} \text{hs1} + \beta_{13} \text{Ici} + \beta_{14} \text{opinion} + \beta_{15} \text{roa} + \beta_{16} \text{soe} + \sum \text{year} + \sum \text{code} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{rsd}(\text{soe} = 1/\text{soe} = 0) = \beta_0 + \beta_1 \text{giving} + \beta_2 \text{flow} + \beta_3 \text{size} + \beta_4 \text{z_index} + \beta_5 \text{lev} + \beta_6 \text{dual} + \beta_7 \text{indratio} + \beta_8 \text{lnsalary} + \beta_9 \text{lnage} + \beta_{10} \text{hs1} + \beta_{11} \text{Ici} + \beta_{12} \text{opinion} + \beta_{13} \text{roa} + \sum \text{year} + \sum \text{code} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{rsd}(\text{soe} = 1/\text{soe} = 0) = \beta_0 + \beta_1 \text{giving} + \beta_2 \text{g_dd} + \beta_3 \text{earning} + \beta_4 \text{flow} + \beta_5 \text{size} + \beta_6 \text{z_index} + \beta_7 \text{lev} + \beta_8 \text{dual} + \beta_9 \text{indratio} + \beta_{10} \text{lnsalary} + \beta_{11} \text{lnage} + \beta_{12} \text{hs1} + \beta_{13} \text{Ici} + \beta_{14} \text{opinion} + \beta_{15} \text{roa} + \sum \text{year} + \sum \text{code} + \varepsilon \quad (4)$$

表1 盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动回归模型的变量定义

变量名称	变量符号	计算方法
公司股价波动	<i>rsd</i>	根据所属年度连续12个月的收益率,按照前文公式M1和M2计算年标准差
战略性捐赠	<i>giving</i>	本文计算每一年行业的平均收益水平,然后将各企业的经营绩效(<i>roa</i>)与行业平均收益水平进行对比,高于行业平均收益水平且当年又进行了捐赠的企业,为战略性捐赠,其值为1;否则为非战略性,其值为0
战略性捐赠与盈余管理交乘项	<i>g_dd</i>	$g_dd = giving * earning$
盈余管理	<i>earning</i>	基于夏立军(2003)应计截面Jones模型计算的盈余管理绝对值
现金流量	<i>flow</i>	经营活动现金流量净额/总资产
企业规模	<i>size</i>	企业总资产的自然对数
股权制衡度	<i>z_index</i>	第一大股东持股比例/(前十大股东持股比例之和-第一大股东持股比例)
资产负债率	<i>lev</i>	负债总额/权益市值 = $debt/M$
两职合一	<i>dual</i>	董事长与总经理兼任情况,若董事长与总经理两职分离,取值为1;否则为0
独立董事比例	<i>indratio</i>	独立董事人数/董事人数
高管薪酬	<i>lnsalary</i>	取前三名高管薪酬总额的自然对数
上市年限	<i>lnage</i>	公司上市至今的年限的自然对数
股权集中度	<i>hs1</i>	第一大股东持股比例
内部控制指数	<i>Ici</i>	来自迪博公司的内部控制指数除以100
审计意见类型	<i>opinion</i>	若企业本年度被出具“清洁”审计意见,则取值为1;否则为0
总资产净利润率	<i>roa</i>	净利润/总资产
产权性质	<i>soe</i>	虚拟变量,当控股股东是国有性质时,取值是1;否则为0
年份	<i>year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>code</i>	行业虚拟变量,以控制行业固定影响。根据证监会《上市公司行业分类指引》,将样本上市公司归属为21个行业分类(不含金融行业),其中制造业细分到二级代码

(三) 数据来源

为保证所选取样本的准确性及合理性,本文选取2008—2016年沪深A股全部上市公司数据作为初始数据,后进行以下调整:①剔除金融保险业公司样本;②剔除财务数据缺失的上市公司样本;③剔除ST、PT的上市公司样本。最终本文选取了11443个沪深A股上市公司年度样本。本文的企业财务与公司治理数据来源于CSMAR数据库和Wind数据库。为避免极端值影响到回归结果,本文对回归模型中连续型变量做了1%和99%分位数处的Winsorize缩尾处理,基于Excel2010和STATA13进行数据合并与统计分析。

五、实证结论

(一) 回归变量的描述性统计

表2显示,样本公司股价波动(*rsd*)的均值为0.126,中位数为0.1137,均值大于中位数说明公司股价波动的分布呈右偏特征,标准差为0.0551,表明我国A股市场股价波动大。战略性捐赠(*giving*)均值为0.0634,说明6.34%的观测样本为战略性捐赠。盈余管理(*earning*)均值为0.0819,中位数为0.0543,均值大于中位数,说明盈余管理的分布呈右偏特征;标准差0.0863,表明企业的盈余信息质量差异较大。

表2 回归变量的描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>rsd</i>	11443	0.126	0.1137	0.0551	0.0420	0.314
<i>giving</i>	11443	0.0634	0	0.244	0	1
<i>earning</i>	11443	0.0819	0.0543	0.0863	0.0008	0.467
<i>flow</i>	11443	0.0467	0.0461	0.0743	-0.178	0.249
<i>size</i>	11443	21.23	21.1468	1.629	17.69	25.66
<i>z_index</i>	11443	3.784	1.8034	5.116	0.285	30.02
<i>lev</i>	11443	0.992	0.9967	0.0122	0.926	1.000
<i>dual</i>	11443	0.798	1	0.401	0	1
<i>indratio</i>	11443	0.369	0.3333	0.0520	0.300	0.571
<i>lnsalary</i>	11443	14.11	14.1167	0.720	12.30	16.02
<i>lnage</i>	11443	2.602	2.7725	0.476	1.609	3.219
<i>hs1</i>	11443	36.32	34.482	15.27	8.940	75.73
<i>Ici</i>	11443	6.709	6.8347	1.063	0	9.221
<i>opinion</i>	11443	0.982	1	0.132	0	1
<i>roa</i>	11443	0.0412	0.0356	0.0477	-0.122	0.192
<i>soe</i>	11443	0.478	0	0.500	0	1

(二) 相关系数表

表3 报告了回归主要变量之间的相关系数。

表3 主要变量之间的相关系数

变量	<i>rsd</i>	<i>giving</i>	<i>earning</i>	<i>flow</i>	<i>size</i>	<i>z_index</i>
<i>rsd</i>	1	-0.066 ***	0.045 ***	-0.074 ***	-0.145 ***	0.003
<i>giving</i>	-0.068 ***	1	-0.027 ***	0.108 ***	0.149 ***	-0.029 ***
<i>earning</i>	0.037 ***	-0.022 **	1	-0.089 ***	-0.020 **	-0.020 **
<i>flow</i>	-0.064 ***	0.097 ***	-0.094 ***	1	-0.025 ***	-0.014
<i>size</i>	-0.142 ***	0.165 ***	-0.021 **	-0.027 ***	1	0.180 ***
<i>z_index</i>	0.001	-0.033 ***	-0.012	-0.022 **	0.140 ***	1

注:以对角线进行划分,右上角为 pearson 相关系数,左下角为 spearman 相关系数;*、**、*** 分别表示双尾检验 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

单变量相关检验表明,战略性捐赠(*giving*)与被解释变量(*rsd*) 在 1% 的统计水平上显著负相关,也就是说战略性捐赠抑制公司股价波动,初步验证了战略性捐赠与公司股价波动的关系。

(三) 多元回归分析

表4 的模型(1)检验了战略性捐赠与公司股价波动的关系,结果表明,战略性捐赠与公司股价波动负相关(回归系数为 -0.024),且在 1% 的统计水平显著,从而验证了战略性捐赠抑制公司股价波动的假设 1。加入盈余管理的模型(4)的回归结果中,盈余管理与战略性捐赠的交乘系数为 -0.015, *t* 统计量为 -1.67,这表明盈余管理增强了战略性捐赠削弱公司股价波动功效且在 10% 的统计水平显著,假设 2 得到验证。模型(2)和模型(3)对产权性质分样本回归发现,无论是国有企业还是非国有企业战略性捐赠均削弱了公司股价波动。如前所述,非国有企业通过战略性捐赠,主动寻找机会与政府建立良好的关系,以谋求企业的长期发展,而国有企

表4 盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动的多元回归结果

	(1)全样本	(2)国有	(3)非国有	(4)全样本	(5)国有	(6)非国有
<i>giving</i>	-0.024 *** (-3.34)	-0.022 ** (-2.09)	-0.024 ** (-2.56)	-0.013 (-1.46)	-0.017 (-1.26)	-0.009 (-0.68)
<i>earning</i>				0.027 *** (3.81)	0.039 *** (3.81)	0.016 * (1.73)
<i>g_dd</i>				-0.015 * (-1.67)	-0.007 (-0.52)	-0.024 * (-1.95)
<i>flow</i>	-0.047 *** (-6.24)	-0.050 *** (-4.51)	-0.043 *** (-4.19)	-0.045 *** (-5.99)	-0.048 *** (-4.36)	-0.042 *** (-4.07)
<i>size</i>	-0.074 *** (-6.70)	-0.089 *** (-5.77)	-0.064 *** (-4.12)	-0.074 *** (-6.71)	-0.089 *** (-5.79)	-0.064 *** (-4.12)
<i>z_index</i>	0.005 (0.64)	0.009 (0.70)	-0.003 (-0.29)	0.005 (0.63)	0.008 (0.63)	-0.003 (-0.29)
<i>lev</i>	-0.066 *** (-7.11)	-0.030 ** (-2.37)	-0.079 *** (-5.90)	-0.066 *** (-7.11)	-0.030 ** (-2.40)	-0.078 *** (-5.88)
<i>dual</i>	-0.012 * (-1.74)	0.006 (0.56)	-0.019 ** (-2.01)	-0.012 (-1.64)	0.007 (0.70)	-0.019 ** (-1.99)
<i>indratio</i>	-0.008 (-1.19)	-0.011 (-1.12)	-0.007 (-0.76)	-0.008 (-1.20)	-0.011 (-1.11)	-0.007 (-0.76)
<i>lnsalary</i>	-0.023 *** (-2.73)	0.003 (0.22)	-0.045 *** (-3.89)	-0.022 *** (-2.63)	0.003 (0.25)	-0.044 *** (-3.86)
<i>lnage</i>	-0.044 *** (-5.15)	-0.001 (-0.10)	-0.059 *** (-5.05)	-0.045 *** (-5.16)	-0.002 (-0.20)	-0.059 *** (-5.04)
<i>hsl</i>	0.004 (0.42)	-0.004 (-0.28)	0.019 * (1.65)	0.004 (0.43)	-0.002 (-0.17)	0.018 (1.62)
<i>lci</i>	-0.016 ** (-2.03)	-0.046 *** (-3.74)	0.002 (0.21)	-0.016 ** (-1.97)	-0.045 *** (-3.63)	0.002 (0.23)
<i>opinion</i>	-0.001 (-0.14)	-0.010 (-0.98)	0.004 (0.45)	-0.001 (-0.08)	-0.009 (-0.89)	0.004 (0.47)
<i>roa</i>	-0.055 *** (-6.16)	-0.025 * (-1.89)	-0.077 *** (-6.46)	-0.056 *** (-6.28)	-0.026 ** (-1.98)	-0.078 *** (-6.50)
<i>soe</i>	-0.018 ** (-2.23)			-0.016 ** (-2.03)		
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11443	5468	5975	11443	5468	5975
adj. R ²	0.495	0.487	0.512	0.495	0.488	0.512

注:回归系数均为标准化回归系数,因此截距项为0;括号内数值为双尾检验 *t* 统计值;*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的统计水平显著,下同。

业与政府之间天然的血缘关系,决定了其必须实行“摊派式战略性捐赠”(即使国有企业不主动实行战略性捐赠,政府也会通过“摊派”捐赠指标,引导其实施所谓的战略性捐赠)。其原因在于,国有企业面临的公众社会责任的期待更高,中国国有企业的捐赠额中存在着大量的政府“摊派”现象^[52]。为了达到改善辖区社会福利,提升官员政治业绩的目的,地方政府会利用其政治权利实现政治目标。众所周知,在助推地方经济发展的同时,助力地方政府实现国民经济的第三次分配,促进地方经济发展与社会稳定,长期以来被认为是国有企业“义不容辞”的责任。模型(5)显示,盈余管理与战略性捐赠的交乘系数为-0.007, *t* 统计量为-0.52,表明国有企业盈余管理促进战略性捐赠与公司股价波动的功效在统计上不显著。模型(6)显示,盈余管理与战略性捐赠的交乘系数为-0.024, *t* 统计量为-1.95,这表明上述结果在10%的统计水平显著,同时验证了假设3,即非国有企业盈余管理在增强战略性捐赠削弱公司股价波动的功效方面更明显。

六、稳健性检验

(一) 基于 Tobit 模型的稳健性检验

因变量公司股价波动均为正数,呈有偏度的分布,因此本文采用有边界的 Tobit 模型进行稳健性检验,发现结论与前述结论一致。

表5 基于 Tobit 模型的稳健性检验结果

	(1)全样本	(2)国有	(3)非国有	(4)全样本	(5)国有	(6)非国有
<i>model giving</i>	-0.00533 *** (-3.35)	-0.00444 ** (-2.10)	-0.00607 ** (-2.57)	-0.00304 (-1.47)	-0.00347 (-1.27)	-0.00212 (-0.69)
<i>earning</i>				0.0170 *** (3.82)	0.0250 *** (3.82)	0.0105 * (1.73)
<i>g_dd</i>				-0.0293 * (-1.68)	-0.0134 (-0.52)	-0.0467 * (-1.96)
<i>flow</i>	-0.0350 *** (-6.25)	-0.0354 *** (-4.52)	-0.0333 *** (-4.20)	-0.0337 *** (-6.01)	-0.0342 *** (-4.37)	-0.0325 *** (-4.08)
<i>size</i>	-0.00251 *** (-6.71)	-0.00296 *** (-5.80)	-0.00239 *** (-4.13)	-0.00252 *** (-6.73)	-0.00296 *** (-5.81)	-0.00239 *** (-4.13)
<i>z_index</i>	0.0000586 (0.64)	0.0000756 (0.70)	-0.0000508 (-0.29)	0.0000580 (0.63)	0.0000681 (0.63)	-0.0000514 (-0.29)
<i>lev</i>	-0.298 *** (-7.13)	-0.193 ** (-2.37)	-0.314 *** (-5.92)	-0.298 *** (-7.12)	-0.195 ** (-2.41)	-0.313 *** (-5.90)
<i>dual</i>	-0.00168 * (-1.74)	0.000985 (0.57)	-0.00239 ** (-2.02)	-0.00159 * (-1.65)	0.00122 (0.70)	-0.00237 ** (-2.00)
<i>indratio</i>	-0.00857 (-1.19)	-0.0110 (-1.13)	-0.00796 (-0.76)	-0.00865 (-1.21)	-0.0109 (-1.12)	-0.00795 (-0.76)
<i>lnsalary</i>	-0.00176 *** (-2.74)	0.000210 (0.23)	-0.00348 *** (-3.90)	-0.00169 *** (-2.63)	0.000233 (0.27)	-0.00346 *** (-3.87)
<i>lnage</i>	-0.00515 *** (-5.16)	-0.000164 (-0.10)	-0.00680 *** (-5.07)	-0.00516 *** (-5.17)	-0.000322 (-0.20)	-0.00679 *** (-5.06)
<i>hs1</i>	0.0000134 (0.43)	-0.0000128 (-0.28)	0.0000745 * (1.65)	0.0000137 (0.43)	-0.00000750 (-0.17)	0.0000733 (1.63)
<i>lci</i>	-0.000854 ** (-2.03)	-0.00206 *** (-3.75)	0.000139 (0.22)	-0.000828 ** (-1.97)	-0.00200 *** (-3.65)	0.000149 (0.23)
<i>opinion</i>	-0.000413 (-0.14)	-0.00386 (-0.98)	0.00191 (0.45)	-0.000247 (-0.08)	-0.00352 (-0.89)	0.00196 (0.47)
<i>roa</i>	-0.0633 *** (-6.17)	-0.0280 * (-1.90)	-0.0922 *** (-6.48)	-0.0646 *** (-6.30)	-0.0292 ** (-1.99)	-0.0928 *** (-6.52)
<i>soe</i>	-0.00197 ** (-2.23)			-0.00180 ** (-2.04)		
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距	0.591 *** (14.93)	0.461 *** (5.90)	0.625 *** (12.68)	0.588 *** (14.86)	0.460 *** (5.91)	0.623 *** (12.64)
sigma	0.0391 *** (151.28)	0.0370 *** (104.58)	0.0402 *** (109.32)	0.0391 *** (151.28)	0.0370 *** (104.58)	0.0402 *** (109.32)
N	11443	5468	5975	11443	5468	5975

(二) 控制逆米尔斯比率(invmr)的稳健性检验

为缓解样本选择偏差导致的内生性,本文在稳健性检验的回归模型当中控制了逆米尔斯比率^①。计算逆米尔斯比率的第一阶段 Probit 回归模型如下。

$$giving = \omega_0 + \omega_1 roa + \omega_2 size + \omega_3 lnsalary + \omega_4 indration + \omega_5 Ici + \sum year + \sum code + \tau \quad (M1)$$

同时我们将逆米尔斯比率作为控制变量代入第二阶段回归模型,模型如下。

$$rsd = \beta_0 + \beta_1 giving + \beta_2 g_dd + \beta_3 earning + \beta_4 flow + \beta_5 size + \beta_6 z_index + \beta_7 lev + \beta_8 dual + \beta_9 indratio + \beta_{10} lnsalary + \beta_{11} lnage + \beta_{12} hs1 + \beta_{13} Ici + \beta_{14} opinion + \beta_{15} roa + \beta_{16} soe + \beta_{17} invmr + \sum year + \sum code + \varepsilon \quad (M2)$$

控制样本选择偏差的盈余管理、战略性捐赠与公司股价波动的回归结果与前文一致。由于篇幅有限,具体结果可向编辑部索要。

(三) 基于面板数据模型的稳健性检验

为了克服异方差、自相关及遗漏变量等问题,本文进行了基于面板数据模型的稳健性检验,并选用异方差调整的可行广义最小二乘法(FGLS_robust)进行相应的稳健性检验^②(具体结果可向编辑部索要)。

八、结论与建议

本文利用中国沪深 A 股上市公司 2008—2016 年的数据,深入考察了战略性捐赠对公司股价波动的作用机理,同时,揭示了盈余管理对战略性捐赠与公司股价波动的作用,进一步研究了产权性质对上述三者之间关系的影响。实证结果表明,战略性捐赠保障了利益相关者的权益,提高了企业的声誉,起到伤害保险的作用,进而削弱了公司股价波动。考察盈余管理对战略性捐赠与公司股价波动关系的影响后发现,盈余管理作为保证战略性捐赠有效实施的长效机制,增强了战略性捐赠削弱公司股价波动的功效。基于我国特殊的国情,区分产权性质发现,无论是国有企业还是非国有企业,战略性捐赠均削弱了公司股价波动;相比于国有企业,非国有企业在盈余管理增强战略性捐赠削弱公司股价波动的功效方面更强。

根据上述研究结果,本文提出以下政策建议。

第一,企业应转变“股东利益最大化”的经营理念,增强“道德资本”投入,营造宽松的慈善环境和激励机制,鼓励现代企业通过战略性捐赠积极履行社会责任,实现企业与社会的可持续发展。G20 精神要求企业构建创新、活力、联动、包容的世界经济,弘扬中华民族“乐善好施”的美德,并将其应用到现代市场经济发展中,这意味着当代企业发展不仅要维持可观的利润,满足所有者期望回报率,而且应该积极履行社会责任,参与社会捐赠活动,为社会和谐与可持续发展贡献应有的力量。第二,政府应适当放权,确保非国有企业管理层在会计信息范围内进行自由裁量。政府部门充分发挥其应尽职能,加大盈余管理的力度,趋利避害,鼓励企业实施战略性捐赠,引导非国有企业在制度的“柔性”下,发展壮大,进而推动民主、富强、文明的社会主义现代化建设。第三,政府应加强国有企业灵活性的建设,促进国有企业在资本市场上充分竞争,发挥盈余管理的积极作用。国有企业因为使命重大,受到

^①逆米尔斯比率 = 战略性捐赠拟合值的标准正态分布密度/累积标准正态分布。

^②稳健的 OLS(OLS_robust):如果发现存在异方差,一种处理方法是,仍然进行 OLS 回归,但使用稳健标准误。这是最简单,也是目前通用的方法,在这里作为参考对象。第二种处理方法是,使用 FGLS 对自相关进行处理,如果自相关系数的估计较准确,而且满足严格外生性的假设,则 FGLS 比 OLS 更有效。稳健的可行广义最小二乘法(FGLS_robust):为克服 FGLS 的异方差问题,本文进行了 FGLS + 稳健标准误进行回归对比。随机效应(RE):同一个体不同时期的扰动项之间的自相关系数不随时间距离而改变,因此其模型也称为“可交换扰动项模型”。

的管制比较严重,其盈余管理的自由裁量权不能很好地行使,也就是说政府想要促进盈余管理对战略性捐赠削弱公司股价波动的功效,需加强市场灵活性的建设,适度放开国有企业的自由裁量权。中共中央、国务院 2015 印发了《企业改革指导意见》,对深化国有企业改革做出重大部署,主要强调推进国有企业改革、完善现代企业制度、发展混合所有制经济等,促使企业更能适应市场经济,加强企业领导班子建设和人才队伍建设,切实落实企业的经济与社会双重责任。

参考文献:

- [1]潘奇,朱一鸣,林枫.两难困境下国有企业最优捐赠策略——基于产权性捐赠差异及其绩效的实证发现[J].中国工业经济,2015(9):145-160.
- [2]杨育谋.“道德资本”竞争[J].中国中小企业,2006(6):21-23.
- [3]钟宏武.企业捐赠作用的综合解析[J].中国工业经济,2007(2):75-83.
- [4]杜兴强,杜颖洁.公益性捐赠、会计业绩与市场绩效:基于汶川大地震的经验证据[J].当代财经,2010(2):113-122.
- [5]GODFREY P C. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective [J]. Academy of Management Review, 2005, 30(4): 777-798.
- [6]GRAHNJL, HANNAFORD W J, LAVERTY K J. Corporate philanthropy and marketing strategy: A review and directions for research in AMA educators proceeding[J]. Chicago: American Marketing Association, 1987(53):67-69.
- [7]NAVARRO PETER. Why do corporations give to charity? [J]. The Journal of Business, 1988, 61(1):65-93.
- [8]BROWN W O, HELL, SMITH J K. Corporate philanthropic practices[J]. Journal of Corporate Finance, 2006(5):855-877.
- [9]山立威,甘犁,郑涛.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[J].经济研究,2008(11):51-61.
- [10]ZHANG R, REZAAE Z, ZHUJ. Corporate philanthropic disaster response and ownership type[J]. Journal of Business Ethics, 2010, 91(1):51-63
- [11]CORNELL B, SHAPIRO A C. Corporate stakeholders and corporate finance[J]. Financial Management, 1987, 16(1):5-14.
- [12]WILLIAMS R J, BARRETT J D. Corporate philanthropy, criminal activity and firm reputation[J]. Journal of Business Ethics, 2000, 26(4):341-350.
- [13]CORREIA M M. Political connections, SEC enforcement and accounting quality[R]. Working Paper, Stanford University, 2009.
- [14]LYS T, NAUGHORN J P, WANG C. Signaling through corporate accountability reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2015, 60(2): 56-72.
- [15]FUKUI Y. Earnings management with the help of historical cost accounting: Not for managers but for investors' working paper[R]. To-hoku University, 2000.
- [16]GOEL A M, A V THAKOR. Why do firms smooth earnings? [J]. Journal of Business, 2003, 6(1): 151-192.
- [17]龙文滨,宋献中.社会责任投入增进价值创造的路径与时点研究——一个理论分析[J].会计研究,2013(12):60-64.
- [18]LINTHICUMA C, REITENGAB A L, SANCHEZ J M. Social responsibility and corporate reputation: The case of the arthur andersen enron audit failure[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2010(29):160-176.
- [19]WADDOCK S A, GRAVES S B. The corporate social performance financial performance link[J]. Strategic management Journal, 1997(18):125-146.
- [20]CATHY B, CHRISTOPHER P, AGOGLIAG et al. Can corporate social responsibility counteract personal incentives to manage earnings? Examining mechanisms that influence manager' discretionary accrual decisions [J]. Ssrn Electronic

- Journal,2013(7):1-33.
- [21] BROWN L. The temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses[J]. Journal of Accounting Research,2001(39):123-129.
- [22] HUNT A. Strategic philanthropy[J]. Across the Board, 1986,23(7):23-30.
- [23] 迈克尔·波特. 竞争论[M]. 北京:中信出版社,2009:345-360.
- [24] MESCON T S, TILSON D J. Corporate philanthropy: A strategic approach to the bottom-line[J]. California Management Review,1987,29(2):145-176.
- [25] SMITH, CRAIG. The new corporate philanthropy[J]. Harvard Business Review,1994,72(5):89-100.
- [26] MOSSION J. Aspects of rational insurance purchasing[J]. Journal of Political Economy,1968,78(3):553-568.
- [27] SHLEIFER A, VISHNY R W. Politicians and firms[J]. Quarterly Journal of Economic, 1994,109(1):995-1025.
- [28] 菲利普·科特勒,南希·李. 企业社会责任:通过公益事业拓展更多的商业机会[M]. 姜文波,译. 北京:机械工业出版社,2006.
- [29] 王鲜萍. 慈善捐赠在企业竞争中的作用[J]. 经济导报,2005(12):86-88.
- [30] 国颂. 中国企业的战略性慈善研究分析[J]. 现代经济信息,2009(6):95-96,98.
- [31] 李四海,陈旋,宋献中. 穷人的慷慨:一个战略性动机的研究[J]. 管理世界,2016(5):116-127,140.
- [32] 郑玲,江若尘. 民营企业的慈善捐赠与股票市场风险——基于政治关联性的调节作用[J]. 华东经济管理,2017,31(5):154-160.
- [33] AHARONY J, LEE C W J, WONG T J. Financial packaging of IPO firms in China[J]. Journal of Accounting Research,2000,38(1):103-126.
- [34] ALI A, ZHANG W. CEO tenure and earnings management[J]. Journal of Accounting and Economics,2015,59(1):60-79.
- [35] CHOI J S, KWAK Y M, CHOE C. Earnings management surrounding CEO turnover: Evidence from Korea[J]. Abacus, 2014,50(1):25-55.
- [36] 陈晓,陈小悦,刘钊. A股盈余报告的有效性研究——来自上海、深圳股市的实证证据[J]. 经济研究,1999(6):21-28.
- [37] 梁锦萍. 中国上市公司会计盈余与现金流量信息含量的实证研究[D]. 广州:暨南大学,2007.
- [38] 蔡春,和辉,谢柳芳. 盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善——来自A股特别处理公司的经验证据[J]. 会计研究,2012(9):31-39,96.
- [39] 李增福,郑友环,连玉君. 股权再融资、盈余管理与上市公司业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究[J]. 中国管理科学,2011(2):49-56.
- [40] KIM Y, M S PARK, WIER B. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? [J]. The Accounting Review,2012,87(3):761-796.
- [41] 田文萍. 行业管制、盈余管理与IPO融资超募——来自中国证券市场的经验证据[D]. 呼和浩特:内蒙古大学,2012.
- [42] 李维安,唐跃军. 上市公司利益相关者治理机制、治理指数与企业业绩[J]. 管理世界,2005(9):127-136.
- [43] 陈支武. 企业慈善捐赠的理论分析与策略探讨[J]. 当代财经,2008(4):68-72,104.
- [44] SCOTT W. Financial accounting theory (5th Edition)[M]. New York:Prentice Hal,2009.
- [45] 秦荣生. 财务会计新课题:盈余管理[J]. 当代财经,2001(2):55-60.
- [46] 汪炜,袁东任. 盈余质量与前瞻性信息披露:正向补充还是负向替代? [J]. 审计与经济研究,2014(1):48-57.
- [47] 顾兆峰. 论盈余管理[J]. 财经研究,2000,26(3):33-38.
- [48] CHEN J, REES L, SIVARAMKRISHNAN K. On the use of accounting vs real earnings management to meet earnings expectations——A market analysis[R]. Working Paper, University of Colorado at Boulder, Texas A&M University, Uni-

versity of Houston,2010.

- [49]陈胜蓝,卢锐. 新股发行、盈余管理与高管薪酬激励[J]. 南开管理评论,2011,23(7):155-162.
- [50]BENEISH M D, PRESS E. Costs of technical violation of accounting-based debt covenants[J]. The Accounting Review, 1993,68(2):233-257.
- [51]张建君,张志学. 中国民营企业家的政治战略[J]. 管理世界, 2005(7):94-105.
- [52]杨团. 中国慈善发展报告[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2009.
- [53]汪佑德,汪攀. 我国民营企业捐赠的政治动机研究[J]. 求索, 2013(8):229-231.
- [54]王雄元,张鹏,顾俊. 信息环境、年报披露时间选择与下年盈余管理[J]. 南开管理评论,2009,12(5):47-54.
- [55]李勇,王满仓. 信息不对称、机构投资者与股价波动率——基于扩展CAPM的理论与实证分析[J]. 金融研究, 2011(2):108-122,126.
- [56]夏立军. 盈余管理计量模型在中国股票市场的应用研究[J]. 中国会计与财务研究,2003,5(2):95-154.

[责任编辑:杨志辉]

Earnings Management, Strategic Donation and Stock Price Volatility: Empirical Evidence from Chinese A-share Market

WU Lianghai, NIU Liying, WANG Lingxi

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 243032, China)

Abstract: Taking the data of listed companies in A-share market from 2008 to 2016 as a sample, this paper tries to examine the relationship among earnings management, strategic donation and stock price volatility. The results show that the strategic donation has weakened the stock price volatility and earnings management has contributed to the weakening effect of strategic donation on the stock price volatility. For both state-owned enterprises and non-state-owned enterprises, strategic donations has weakened the company's stock price volatility, and the earnings management in non-state-owned enterprise is more effective in enhancing strategic donation and weakening stock price volatility. The study shows that "good" earnings management enhances the effectiveness of strategic donation in weakening the company's stock price volatility, which is the corporate governance mechanism for long-term development. Not merely as pure management tools for private interests, it can protect the interests of multi-stakeholders.

Key Words: strategic donation; stock price volatility; earnings management; ownership type; corporate governance; corporate social responsibility; corporate donation