

# 管理层权力、公益性捐赠与营运资本管理效率

吴良海, 周 银

(安徽工业大学 商学院, 安徽 马鞍山 243032)

**[摘要]** 基于公益性捐赠这一社会责任视角,以2009—2016年A股上市公司为研究对象,考察在管理层权力这一剩余控制权影响下公益性捐赠对营运资本管理效率的作用。研究发现:公益性捐赠能促进营运资本管理效率的提升,而管理层权力会削弱这种效率提升效应;公益性捐赠对营运资本管理效率的提升作用并无产权性质差异,而管理层权力削弱公益性捐赠对营运资本管理效率的提升作用在国有企业中更显著;对于面临融资约束的企业,公益性捐赠对营运资本管理效率的提升效应更显著,且更容易受到管理层权力削弱作用的影响;企业参与公益性捐赠和积极履行更高层次的社会责任对其营运资本管理效率的提升具有积极作用,可以进一步改进和完善公司治理结构,对管理层权力形成有效的监督与约束,能更好地促进营运资本管理效率的提升。

**[关键词]** 营运资本管理效率;公益性捐赠;管理层权力;产权性质;融资约束;社会责任报告;内部控制

**[中图分类号]** F271      **[文献标志码]** A      **[文章编号]** 2096-3114(2019)05-0001-11

## 一、引言

营运资本如同人体“血液”,关乎企业存续、发展及价值创造。营运资本管理涉及经营活动的方方面面,包括供应、生产及营销各个环节,已成为企业战略不可或缺的一部分。企业要实现收益,资本实现保值、增值的前提是企业经营活动能够持续稳定进行,营运资本能够有效运转与高效利用。《中国上市公司营运资金管理调查:2015》显示,中国企业仍存在如下问题:短期金融负债占比略有下降,但风险仍较高;营运资金配置不合理;营运资金管理绩效持续恶化;资金回报率处于下滑状态。理论界对营运资金管理的关注日益增强,而实践中资金链断裂使得企业陷入困境的现象层出不穷。当前在经济形势进入新常态并处下行压力以及全球竞争更为激烈的情形下,企业如不能迅速地筹集资金来维持营运资金的良好周转,其经营风险会较大。2018年,企业命运多舛,大量创业企业资金链断裂,经营效益急转直下。ofo创始人面对员工高呼“公司不会倒闭”,并四处寻找破产以外的救命方案;锤子手机举行了“没有手机新品”的发布会,被“资金链断裂”的传闻淹没;罗永浩——一名骄傲的创业者频频发出求救信号,以期度过经营危机。类似因资金链断裂而处于经营危机中的企业不胜枚举,且均面临债务逾期、供应链关系恶化、交易额日渐下滑、经营惨淡的境况。对于企业来说,营运资金管理压力一直存在,那么企业如何在经营危机中获得流动性资金的支持,以保持经营稳定并使得营运资金高效运转?既往履行社会责任的良好形象可能就是一把商业利剑。

然而,值得注意的是,当前中国企业的社会责任意识还比较薄弱。疫苗安全以及滴滴司机杀人等社会责任危机事件的频发,提高了公众对企业社会责任履行的敏感度和关注度,加大了政府对企业社会责

**[收稿日期]** 2018-10-30

**[基金项目]** 国家社会科学基金项目(14BJY015);国家社会科学基金重大项目(14ZDA027);安徽省省级重大教学改革研究项目(2017jyxm0155)

**[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,硕士生导师,博士,主要研究方向为会计与投资者保护,邮箱:agd2010@yeah.net;周银(1987—),女,安徽庐江人,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。

任的监管及问责力度。不难发现,企业面临的内部经营管理效率提升以及社会责任的压力增大。那么,在内外部双重压力下,企业应该有怎样的选择和应对策略?这种外部压力能否有效转化为提升内部营运资本管理效率的动力?对于企业来说,积极履行社会责任不仅可以塑造良好企业形象,而且能够提升内部营运效率,符合企业追求经济效益的动机,并能满足外部利益相关者对企业履行良好道德责任的诉求。同时,企业积极承担社会责任将不再是难题,那么企业履行社会责任到底会带来怎样的效果?企业能否借此达到提升营运资本管理效率的目的?

从已有文献来看,企业履行社会责任所产生的良好效应主要包括促进销售、获得商业信用支持、提升经营效率、改善融资成本及来源、拓展资源及社会关系、提升竞争力、培育声誉及品牌资本等软资源等<sup>[1-10]</sup>。尽管以上文献几乎涵盖了企业经营活动的方方面面,但它们所探讨的均为局部影响及后果,而将社会责任履行的局部影响及其相关作用纳入整体框架,考察整体经营管理效率改善的研究还较为缺乏,关于社会责任履行对营运资本管理效率影响的研究尤为鲜见。同时,现有文献关于营运资本管理效率影响因素的探讨虽然已经涉及企业特征、公司治理、宏观政策等多个层面,但从非经济属性因素之社会责任践行视角出发对营运资本管理效率的探讨与检验仍存在较大空白。为此,本文试图考察社会责任的一个维度——公益性捐赠与企业营运资本管理效率之间的关系,探究公益性捐赠是否以及如何作用于营运资本管理效率的提升。

更进一步地,鉴于企业的关键决策及经营活动处于管理层的控制之中,在缺乏健全有效的激励与约束机制的情况下,管理层的机会主义行为及短视行为可能会增多,此时管理层目标与股东价值(企业利益最大化)可能相悖。纵使公益性捐赠作为一种异质性资源对企业经营发展有着良好的正面效应,但管理层是否一定支持企业捐赠呢?捐赠能给管理层带来声誉资本,对其地位和经理人市场具有正面影响,且很大一部分成本由股东摊薄。同时,捐赠也会有效抑制管理层在现金充裕之下的机会主义行为,抑制现金持有,并且耗费时间与精力,对短期业绩可能不利,这些都会降低管理层效用。管理层能够凭借权力对企业的战略决策、经营活动及资源配置施加重大影响,那么其对捐赠决策及其可能产生的效应到底持有怎样的态度,并且会产生什么样的影响?鉴于此,本文试图进一步探究管理层权力对捐赠与营运资本管理效率之间作用关系的影响。

本文的可能贡献在于:(1)从企业践行社会责任的视角出发展开研究,可以为企业营运资本管理效率提升的作用路径提供新的证据。(2)构建经营活动整体框架下的公益性捐赠价值效应检验模型,并将公益性捐赠与管理层权力相结合,考察分析外部社会责任压力及内部治理因素对营运资本管理效率的作用机理和路径,有利于加深对营运资本管理的理解,也可以为企业管理层权力这一治理因素的优化提供有益借鉴。(3)验证践行社会责任对营运资本管理效率的提升作用,可以为积极践行社会责任以及营运资本管理效率的提高提供重要的参考。

## 二、理论分析

### (一) 公益性捐赠与营运资本管理效率

1. 基于资源依赖理论及利益相关者理论视角。企业是社会活动的参与者,其经济活动总是被潜入到具体的社会关系中,并且为社会关系所影响<sup>[11]</sup>,因此企业履行社会责任通常是与其他外部利益相关者互动的结果。Frooman以资源依赖理论为基础,提出了利益相关者影响企业战略选择的观点,阐述了企业外部实体如何影响企业组织行为的问题<sup>[12]</sup>。资源依赖理论是一个组织理论,同时也是一个开放系统理论,即企业组织的生存和持续发展需要关键资源,并对自身发展颇为重要以及拥有或控制关键资源的组织具有依赖性。公益性捐赠行为是企业组织与外部进行协商和反应,获取稀缺资源,降低外部环境的不确定性给企业带来的风险,以及适应外部环境的一种战略和手段<sup>[13]</sup>。公益性捐赠有利于树立企业的良好形

象,企业的关键利益相关者(包括股东、员工、客户、供应商、社区等)都会更有意愿与这样的企业合作,并提供资源和增加支持<sup>[12,14]</sup>。捐赠通过影响关键利益相关者对营运资本管理效率产生作用,主要体现在:第一,供应商作为企业重要的外部利益相关者之一,对企业的经营活动和筹资活动具有重要影响。企业的捐赠行为作为一种与外部建立关系的良好战略和手段,会加强与供应商之间的合作关系,而企业与供应商之间的密切合作及稳定关系使得原材料供应能够得到保障,减弱企业持有存货的预防动机,降低存货持有量<sup>[15]</sup>,供应商也更愿意提供库存管理等服务。同时,捐赠企业能够更容易获得更多商业信用及展期,更多地利用日常交易活动中的所谓“经营性负债”,应付账款得到有效利用,获得低成本的融资来源,节约营运资本占用,提高营运资本管理效率。第二,客户作为重要的利益相关者,对企业营销、销售及账款回收均会产生重要影响。此时,企业捐赠行为的积极影响主要体现为促进销售<sup>[1]</sup>。捐赠能增强企业对消费者的影响,提高消费者对品牌的信任度,提高客户忠诚度,并帮助企业吸引客户,增加对产品的需求,降低价格敏感度,提高产品价格溢价,降低成本和增加收入,并为企业提供更强的媒体曝光和定位<sup>[16-17]</sup>。如此一来,企业销售渠道畅通,能够避免存货积压,因而提高了营运资本管理效率。同时,捐赠的良好效应也有助于企业应收账款的收回,这是因为很多时候企业提供给客户的信用期是出于对产品质量担保的考虑<sup>[18]</sup>,而捐赠能增进客户对企业的信赖,积极协助回款的可能性大大提高,应收账款周转期得以缩短,营运资本管理效率也得以提升。此外,捐赠能够提高员工的士气和忠诚度,获得政府政策及资源、社区及客户的支持,稳定与供应商的合作关系,改善竞争环境。相反,如果企业处于波动、不稳定、不可预测的竞争环境中,则企业运营和财务结果的不可预测性会增加,企业经营风险较高<sup>[19]</sup>,而企业进行公益性捐赠所带来的积极经济效应具有降低经营风险的作用,在风险可控的前提下,企业可以适度优化资本配置,降低营运资本持有水平,提升营运资本管理效率。

2. 基于关系资本视角。资源基础理论认为,企业所拥有的资源差异是其获利能力不同的重要原因之一,拥有优势资源的企业可以因此获取丰厚的经济租金,企业的竞争优势来源于企业拥有的有价值的、稀有的、难以模仿的和不可替代的内部异质性资源,公益性捐赠所带来的良好声誉及关系资本就是一种稀缺性资源。当一家企业在选择其供应商时,往往更青睐那些积极投身于公益事业的公司,这无疑增加了企业在多家供应商竞争中的胜出概率。由于企业并非孤立存在的,其生存发展在很大程度上会受到其他企业组织及环境的约束,因此每一个企业都有必要建立上至供应商(甚至是供应商的供应商)、下至终端消费者的渠道关系网,从整体上把握营运资金的流转,建立起以关系管理为重点,从供应链管理、渠道控制和客户关系管理角度寻求营运资金有效管理新途径的新营运资金管理理念<sup>[20]</sup>。全球特许管理会计师协会(CGMA)在《全球管理会计原则》中将关系定义为包括组织与供应商、客户、投资者、员工、社区之间的互动关系,这些关系可以让组织获得资源和市场,因此应当被看作是价值创造的伙伴关系,组织在维持这些关系时会产生成本,但同时也会从中获得相应的价值。公益性捐赠行为通过改善内外部关系可以为企业带来关系租金。首先,公益性捐赠能够提升公司内部员工的信任度、员工对本公司文化和价值观的认同感以及对本公司具备较强责任意识的自豪感,从而提升公司内部的凝聚力和向心力,减少内部摩擦,降低协调成本,最终降低企业运营成本,促进合作与创新,也会吸引外部人才加入,提升经营活动运营效率。其次,公益性捐赠可以提升自我形象的曝光度,也会提高公司外部客户对公司及品牌的信任度与认可度,同时可以提升销售收入,加快存货周转,提升营运资本管理效率。最后,公益性捐赠的良好声誉溢出效应或其价值观能够得到供应商及投资者的广泛认同,会使企业在与供应商维持良好关系的前提下获得信用展期等有利条件,以及在降低谈判成本等方面发挥积极作用,这些最终都会优化企业营运资本管理效率。而且,企业与利益相关者之间会建立和保持一种持久良好的关系,为了共同的绩效目标协调发展,促进信息沟通与交流,加强信任,形成关系资本,构建新的竞争优势,有利于抵御外部竞争风险<sup>[21]</sup>。另外,公益性捐赠也能带来政府关系租金,体现为政治影响力和提供资源便利、政策倾斜等多方优势。在经济结构转型升级过程中存在经济和政治不确定性,通过积极打造紧密政治关系可以为企业带来资源优



势,形成有效的资源配置,进而提升营运资金管理的有效性。

3. 基于信号显示功能及信息传递效应视角。一方面,企业的捐赠行为会在资本市场上释放积极信号,能够降低股权和债券融资成本。拥有良好社会责任的企业具有较低的股权和债券融资成本在美国企业中已得到了证实,然而就中国企业而言,获得贷款要比降低贷款成本更重要。考虑到中国资本市场发展得还不够充分,银行体系的融资支持对企业发展是比较重要的,在产权性质引发融资差异的情况下,通过慈善捐赠获得的良好声誉对于企业获得银行融资就尤为重要<sup>[22]</sup>,这会影响到企业是否有充裕的资金支持经营活动的开展,从而影响运营效率的提升。融资成本的降低有助于企业获得更大规模的外部融资,也会使企业拥有更多的剩余收益,从而使得企业的资金流动性得到改善。另一方面,实施捐赠的企业希望其良好的效应能够为社会所接受,因此其会进行积极的信息披露,且为了维护捐赠赢得的良好声誉形象,其会计信息质量也势必会保证谨慎可靠,而高质量的会计信息能够改善投资者与企业之间的融资契约以及与管理层之间的薪酬契约,降低道德风险和逆向选择,从而提高企业资本配置效率<sup>[23]</sup>,有益于营运资金管理效率的提升;同时会计信息质量的改善对缓解管理层与股东之间的代理冲突也有积极作用,因为随着信息披露制度的日益完善,信息不对称程度降低,董事会和股东可以对管理层进行更好的监督与激励,从而有利于企业营运资金管理效率的提升。

基于以上分析,本文提出假设1:

假设1:在其他条件一定的情况下,公益性捐赠能够提升营运资金管理效率。

## (二) 管理层权力、公益性捐赠与营运资金管理效率

在所有权与控制权分离的现代企业中,依据理性经济人假设,管理层与股东的利益目标并不一致,因此代理冲突问题不可避免。为缓解双方的代理冲突,管理层补偿激励计划被认为是有效的治理方式。基于有效薪酬契约理论,在激励机制有效的情况下,管理层与股东利益趋于一致,管理层积极经营公司,其不仅注重满足外部利益相关者的诉求(如积极实施捐赠行为),而且希望借此加强对供应商和客户等关键利益相关者的影响,促进良好合作关系的形成与发展,从而有利于推动企业内部各项经营活动的高效运转,促进营运资金管理效率的提升,最终实现良好的经营绩效目标,由此管理层会获取基于业绩的薪酬激励补偿。然而,Bebchuk等研究却发现,管理层权力的存在使得管理层与企业利益趋同的管理层薪酬激励机制并不完全有效<sup>[24]</sup>。管理层权力理论认为薪酬激励机制并不必然解决代理问题,薪酬契约的制定与执行为管理层权力所影响,可能会成为代理问题的一部分,最优薪酬契约往往并不容易达成,管理层激励机制可能难以发挥有效作用。而且,当前我国的资本市场、内部治理机制以及相关商业价值体系并不完善,随着管理层权力的扩大,权力寻租渠道更为便捷,谋取私利的机会更多,并且管理层也更容易凌驾于其面临的制衡与监督体系之上,进而产生更强的自利动机,其经营决策及行为往往会偏离企业价值最大化目标,委托代理与信息不对称问题也就更为突出。因此,在管理层权力理论之下,管理层对捐赠提升营运资金管理效率的削弱作用主要体现在以下几个方面:

1. 管理层权力越大,其捐赠意图扭曲或捐赠意愿减弱的可能性越大。管理层以不当的方式运用公司资源来追求自身利益,可能会借着捐赠的名义服务于自己的目标或者使捐赠流向与自己有利益关系或隶属关系的慈善组织,此时扭曲的捐赠就可能成为代理问题之一,造成企业资源滥用和不合理配置,不能发挥其对关键利益相关者及资源依赖关系改善方面的正面作用,进而也就无助于通过推动与营运资金管理效率相联系的各环节项目高效运转来促进营运资金管理效率提升。此外,管理层权力越大,其越有可能因为存在相比捐赠更能满足自身效用的项目而降低对捐赠项目的投入。再者,管理层权力越大,其控制的企业资源与关系越多,并且其已经与对自身有重大影响的关键利益相关者建立了稳固的联络关系,因而不需要再进行过多的捐赠也能维系良好的合作关系,由此管理层很可能就会减弱一定的捐赠意愿。

2. 管理层权力越大,其通过营运资金管理效率改善途径推动企业绩效提升来追求自身利益的动机就会越弱。管理层薪酬存在粘性的特征已被证实,因此管理层会通过控制权以及权力寻租来实现自利目

标,因为即使企业绩效下降也不会让其面临惩罚,自身薪酬回报不会受损<sup>[25]</sup>。纵使薪酬收益因为业绩下滑而有所损失,但当管理层权力带来的隐性收益大于显性收益损失时,其依然会倾向于做出满足自身利益的经营决策,而不是改善公司绩效。同时,管理层凭借权力也能够影响自身的薪酬安排,降低薪酬对业绩的敏感性,或者进行盈余管理来粉饰业绩,或者直接寻求超过合理薪酬的差额薪酬租金。由此可以看出,管理层权力会减弱管理层积极改善经营效率的意愿与努力程度。

3. 管理层权力扩大会使得机会主义行为和非理性决策概率提升,进而会大大削弱营运资本管理效率和捐赠对营运资本管理效率的提升效应。基于管理层自利动机理论,管理层可能会为了职位安全而扩大构筑壕沟防御的规模,也可能会为了强化自身控制地位而控制更多的资源,还有可能因为其他非理性因素而实施注重投资规模而非投资效益的“帝国构建”行为。过度投资可能会驱动存货攀升,并引发商业信用膨胀,恶化营运资本项目周转,也可能会因为投资亏损而导致现金流吃紧,进而带来经营风险。管理层权力越大,其越有可能会直接实施营运资金“侵占”或“利益输送”以及其他权力寻租活动。过度投资和其他机会主义行为都会产生更大的营运成本,降低企业盈利能力,不利于经营活动的高效运转,其所带来的负面效应可能会远远超过捐赠对经营效率及盈余改善的正面效应。管理层权力越大,其有限理性程度越高,与其他团队协作的可能性就越小,极端决策引发经营管理混乱、资源浪费、运营效率低下的可能性越大,此时公司将面临巨大的风险及不确定性,如在当今金融投机盛行之时,决策风险加大,管理层独揽大权可能会将原本用于资产套期保值的金融衍生工具用于投机,从而导致企业风险敞口扩大,容易陷入财务困境,甚至面临破产。

基于以上分析,本文提出假设2:

假设2:在其他条件一定的情况下,管理层权力会削弱公益性捐赠对营运资本管理效率的提升效应。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择及数据来源

本文从国泰安(CSMAR)数据库选取2009—2016年沪深A股上市公司为初始样本,并剔除ST、PT和退市公司、金融保险类公司以及数据缺失的公司,最终获得有效观测样本13732个。为消除极端值对研究结论产生的可能影响,本文对回归模型中的连续变量在1%和99%分位数上进行缩尾(Winsorize)处理,并使用STATA13软件进行数据合并与统计分析。

#### (二) 变量选择及测度

##### 1. 管理层权力

参考Finkelstein的研究方法,借鉴杨兴全等、赵息等采用主成分法合成综合指标的做法<sup>[26-27]</sup>,本文选取以下6个指标来衡量管理层权力:(1)CEO兼职情况。总经理兼任董事长或董事会强化其对企业的实际控制权,管理层权力增大。(2)董事会规模。董事会规模越大,监管能力越弱,难以达成一致意见,且更容易形成权力优势,管理层权力可能更大。(3)前三名高管的薪酬。参考Bebchuk等的研究<sup>[28]</sup>,本文采用管理层薪酬大小来衡量管理层权力大小。(4)股权分散度。股权分散度反应股东层面对管理层的监督与制衡水平,股权越分散则制衡能力越弱,此时管理层权力越强。(5)管理层持股。当总经理持股时,其控制公司的能力增强,股权越大越能抗衡董事会对管理层的制约作用。(6)机构持股。机构投资者可以发挥外部监督的作用,在一定程度上可以制约管理层的决策权力。机构投资者持股比例越低,管理层受到的外部监督越弱,权力也就越大。管理层权利指标构建说明详见表1。

本文采用主成分分析法构建管理层权力的综合指标,以方差累积贡献率超过85%为标准,将主成分分析综合得分作为管理层权力的综合指标 $pscore1$ 。为增强研究结果的稳健性,本文采用等权平均值法构建另一个管理层权力综合指标 $pscore2$ 。管理层权力主成分分析的具体步骤为:(1)进行主成分分析,根据

特征值及方差累计贡献率选取所需提取的主成分因子;(2)以各主成分因子方差贡献为权重,计算管理层权力综合得分,具体计算公式为  $pscore1 = 0.2140 \times Comp1 + 0.1978 \times Comp2 + 0.1617 \times Comp3 + 0.1500 \times Comp4 + 0.1397 \times Comp5$ ,其中  $pscore1$  为管理层权力综合指标,  $Comp1$ 、 $Comp2$ 、 $Comp3$ 、 $Comp4$ 、 $Comp5$  表示所提取的主成分。主成分因子方差贡献及载荷系数详见表2和表3。

### 2. 营运资本管理效率

本文将现金周期定义为:现金周期 = 应收账款周转期 + 存货周转期 - 应付账款周转期,它可以反映企业营运资金管理的整体状况。借鉴袁卫秋的研究<sup>[29]</sup>,本文采用现金周期这一综合指标来衡量营运资本管理效率,分别计算存货周转期、应收账款周转期和应付账款周转期。为使得综合指标与各具体指标保持内在的一致性,参考 Shin 和 Soenen 关于净营运周转期的处理方法<sup>[30]</sup>,我们对各项目均采用全年销售收入作为周转额。同时,借鉴 Deloof 的做法<sup>[31]</sup>,我们对于不同项目采用不同周转额,应收账款项目周转期采用销售收入作为周转额,存货和应付账款项目周转期采用销售成本作为周转额,以此来计算营运资本综合周转期作为替换指标。存货周转期 =  $365 \times \text{存货净额} / \text{营业收入}$ ,应收账款周转期 =  $365 \times (\text{应收票据净额} + \text{应收账款净额} + \text{预付款项净额}) / \text{营业收入}$ ,应付账款周转期 =  $365 \times (\text{应付票据净额} + \text{应付账款净额} - \text{预收账款净额}) / \text{营业收入}$ ,现金周转期 = 存货周转期 + 应收账款周转期 - 应付账款周转期。

为增强结果的稳健性,本文采用另一种营运资金需求指标即营运资金净额来衡量运营资本管理效率,即营运资金周转期 =  $365 \times \text{平均营运资金} / \text{营业收入}$ ,其中平均营运资金 =  $[(\text{流动资产期末余额} - \text{流动负债期末余额}) + (\text{流动资产期初余额} - \text{流动负债期初余额})] / 2$ 。

### (三)模型设定及变量定义

为检验假设1和假设2,本文构建如下模型:

$$wccycl = \partial_0 + \partial_1 lndon + \partial_2 pscpre1 + \partial_3 lndon\_pscore1 + \partial_4 reveng + \partial_5 fixassr + \partial_6 liquratio + \partial_7 cashr + \partial_8 roe + \partial_9 lev + \partial_{10} idr + \partial_{11} meets + \partial_{12} Qa + \partial_{13} top1 + \partial_{14} lntass + \partial_{15} ICI + \partial_{16} state + \partial_{17} MP + \partial_{18} maket + \sum year + \sum Ind + \varepsilon$$

模型中变量的定义如表4所示。

## 四、实证结果及分析

### (一)描述性统计

表5列示了管理层权力变量的描述性统计结果,可以看出:(1)约25%的公司其董事长与总经理是二职合一的;(2)从管理层持股与否来看,约78%的公司其管理层持有本公司股份;(3)约32%的公司具有股权分散特征;(4)董事会规模超过行业规模的较少,仅为不到17%;(5)约50%的公司其管理层薪酬支付超

表1 管理层权力指标构建说明

| 变量名称    | 变量符号     | 变量解释  |
|---------|----------|---|
| 两职合一    | dual     | 虚拟变量,总经理兼任董事长或董事取1,否则取0                           |
| 董事会规模   | mnglhd   | 虚拟变量,董事会人数大于行业中位数取1,否则取0                          |
| 管理层薪酬   | paydum   | 虚拟变量,管理层薪酬超过行业中位数取1,否则取0                          |
| 股权分散度   | disps    | 虚拟变量,采用第一大股东持股比例与第二至第十大股东持股比例的比值来衡量,该比例小于1取1,否则取0 |
| 管理层是否持股 | mnglhd   | 虚拟变量,管理层持股取1,不持股取0                                |
| 机构投资者持股 | insttdum | 虚拟变量,机构投资者持股比例低于行业中位数取1,否则为0                      |

表2 指标特征值及方差贡献分析

| 变量       | Comp1   | Comp2   | Comp3   | Comp4   | Comp5   | Comp6   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| dual     | 0.4972  | -0.3119 | 0.0906  | 0.5363  | 0.5412  | 0.2586  |
| mnglhd   | 0.5517  | 0.1100  | 0.4126  | -0.2158 | -0.5138 | 0.4502  |
| disps    | 0.5296  | 0.2648  | -0.0273 | -0.5116 | 0.4036  | -0.4733 |
| boardum  | -0.2825 | 0.6080  | 0.1115  | -0.1350 | 0.4597  | 0.5555  |
| paydum   | 0.0753  | 0.6110  | 0.2645  | 0.6057  | -0.1741 | -0.3923 |
| insttdum | -0.2870 | -0.2785 | 0.8693  | -0.1381 | 0.1964  | -0.2098 |

表3 主成分分析得分系数矩阵

| 成分    | 特征值      | 方差 / % | 累计 / % |
|-------|----------|--------|--------|
| Comp1 | 1.28397  | 0.2140 | 0.2140 |
| Comp2 | 1.18668  | 0.1978 | 0.4118 |
| Comp3 | 0.970418 | 0.1617 | 0.5735 |
| Comp4 | 0.899851 | 0.1500 | 0.7235 |
| Comp5 | 0.838393 | 0.1397 | 0.8632 |
| Comp6 | 0.820684 | 0.1368 | 1.0000 |



过行业水平;(6)机构持股比例超过行业平均水平水平的公司占43%。

表6列示了多元回归模型中变量的描述性统计结果,可以看出:(1)企业营运资本现金综合周转期的平均值为148.200天,中位数为97.720,均值大于中位数,说明总体营运资本现金综合周转期呈右偏分布;最小值为-212.500天,最大值为1749.000天,说明企业间的营运资本现金综合周转期差别较大。(2)公益性捐赠的平均值为1.496,最小值为0,最大值为16.840,说明总体样本企业间捐赠额差异明显。

(3)以等权平均值表示的管理层权力 *pscore2* 的均值为0.408,最小值为0,最大值为1,标准差为0.186;而以主成分分析法表示的管理层权力变量 *pscore1* 的均值为0.003,最小值为-0.741,最大值为1.179,标准差为0.407,说明管理层权力的总体分布情况与等权平均变量 *pscore2* 基本一致。此外,管理层权力在上市公司间存在差异,这可能与公司异质性、管理层背景、产权性质及公司治理等有关。

(二) 相关性分析

单变量检验结果(未列示,备索)显示,公益性捐赠与营运资本现金综合周转期之间在1%水平上负相关,即公益性捐赠能促进营运资本管理效率提升,但这只是两两变量之间的关系,因此需要在控制相关变量影响的情况下作进一步的多元回归分析。

(三) 多元回归结果及分析

表7中的列(1)检验了公益性捐赠与营运资本管理效率之间的关系。公益性捐赠与营运资本现金综合周转期在5%水平上显著负相关,假设1得以支持,即公益性捐赠能够提升营运资本管理效率。列(2)检验了管理层权力影响下的公益性捐赠与营运资本管理效率之间的关系。管理层权力与公益性捐赠交乘项的系数为

表4 变量定义表

| 变量名称     | 变量符号             | 变量定义  |
|----------|------------------|---|
| 管理层权力    | <i>pscore1</i>   | 基于主成分分析构建管理层权力综合指标,该指标值越大,代表权力越大  |
|          | <i>pscore2</i>   | 采用等权平均值构建管理层权力综合指标,该指标值越大,代表权力越大  |
| 公益性捐赠    | <i>lndon</i>     | 企业当年捐赠额取自然对数  |
|          | <i>dond</i>      | 企业是否进行公益性捐赠,参与公益性捐赠取值为1,否则为0  |
| 营运资本管理效率 | <i>uccycl1</i>   | 通过计算存货、应收及应付账款周转期得到现金周期综合指标   |
|          | <i>uccycl2</i>   | 以平均营运资金计算出营运资金周转期   |
| 营业收入增长率  | <i>reveng</i>    | (营业收入本年本期金额-营业收入上年同期金额)/营业收入上年同期金额  |
| 固定资产比率   | <i>fixassr</i>   | 固定资产净额/资产总计   |
| 流动比例     | <i>liquratio</i> | 流动资产/流动负债   |
| 货币资金比例   | <i>cashr</i>     | 货币资金/资产总计   |
| 净资产收益率   | <i>roe</i>       | 净利润/股东权益平均余额  |
| 资产负债率    | <i>lev</i>       | 负债合计/资产总计   |
| 独董比例     | <i>idr</i>       | 独立董事人数/董事人数   |
| 股东会议次数   | <i>meets</i>     | 股东大会召开次数  |
| 托宾Q值     | <i>Qa</i>        | 市值/资产总计   |
| 股权集中度    | <i>top1</i>      | 第一大股东持股比例   |
| 企业规模     | <i>lntass</i>    | 企业总资产的自然对数  |
| 行业总景气指数  | <i>ICI</i>       | 根据“国务院发展研究中心行业景气监测平台”披露的年度行业总景气指数来衡量宏观经济发展状况  |
| 产权性质     | <i>state</i>     | 虚拟变量,国有控股取值为1,否则为0  |
|          | <i>MP</i>        | 参考祝继高等的做法 <sup>[32]</sup> ,采用MP(MP = M2-GDP增长-CPI增长)来估算货币政策,并将MP设置为虚拟变量,当年份为2007、2008、2011、2014时MP取值为1,否则为0 |
| 市场化进程    | <i>market</i>    | 参照王小鲁等发布的《中国分省份市场化指数报告(2016)》 <sup>[33]</sup>   |

表5 管理层权力变量的描述性统计结果

| 变量              | 观测值   | 均值        | 标准差       | 最小值 | 中值 | 最大值 |
|-----------------|-------|-----------|-----------|-----|----|-----|
| <i>dual</i>     | 18206 | 0.2544216 | 0.4355476 | 0   | 0  | 1   |
| <i>mngld</i>    | 18206 | 0.778205  | 0.4154654 | 0   | 1  | 1   |
| <i>disps</i>    | 18206 | 0.3197298 | 0.4663846 | 0   | 0  | 1   |
| <i>boardum</i>  | 18206 | 0.1693398 | 0.3750621 | 0   | 0  | 1   |
| <i>paydum</i>   | 18206 | 0.4996155 | 0.5000136 | 0   | 0  | 1   |
| <i>insitdum</i> | 18206 | 0.4299681 | 0.4950848 | 0   | 0  | 1   |

表6 多元回归模型中变量的描述性统计

| 变量               | 观测值   | 平均值     | 标准差     | 最小值      | 中值      | 最大值      |
|------------------|-------|---------|---------|----------|---------|----------|
| <i>uccycl</i>    | 13732 | 148.200 | 223.400 | -212.500 | 97.720  | 1749.000 |
| <i>lndon</i>     | 13732 | 1.496   | 4.363   | 0.000    | 0.000   | 16.840   |
| <i>pscore1</i>   | 13732 | 0.003   | 0.407   | -0.741   | -0.002  | 1.179    |
| <i>pscore2</i>   | 13732 | 0.408   | 0.186   | 0.000    | 0.333   | 1.000    |
| <i>reveng</i>    | 13732 | 0.229   | 0.574   | -0.518   | 0.124   | 5.948    |
| <i>fixassr</i>   | 13732 | 0.227   | 0.166   | 0.002    | 0.193   | 0.769    |
| <i>liquratio</i> | 13732 | 2.533   | 2.986   | 0.215    | 1.619   | 26.300   |
| <i>cashr</i>     | 13732 | 0.197   | 0.140   | 0.011    | 0.157   | 0.783    |
| <i>roe</i>       | 13732 | 0.096   | 0.073   | 0.002    | 0.081   | 0.464    |
| <i>lev</i>       | 13732 | 0.433   | 0.208   | 0.032    | 0.431   | 0.877    |
| <i>idr</i>       | 13732 | 0.371   | 0.053   | 0.273    | 0.333   | 0.571    |
| <i>meets</i>     | 13732 | 3.146   | 1.646   | 1.000    | 3.000   | 10.000   |
| <i>Qa</i>        | 13732 | 2.268   | 2.028   | 0.152    | 1.712   | 18.150   |
| <i>top1</i>      | 13732 | 36.090  | 15.170  | 8.041    | 34.280  | 76.440   |
| <i>lntass</i>    | 13732 | 22.040  | 1.254   | 19.570   | 21.860  | 26.310   |
| <i>ICI</i>       | 13732 | 104.100 | 1.093   | 102.700  | 104.000 | 106.200  |
| <i>state</i>     | 13732 | 0.414   | 0.493   | 0.000    | 0.000   | 1.000    |
| <i>MP</i>        | 13732 | 0.267   | 0.442   | 0.000    | 0.000   | 1.000    |
| <i>market</i>    | 13732 | 8.021   | 1.910   | -0.641   | 8.310   | 11.800   |

0.013,且在5%水平上显著,这意味着管理层权力削弱了公益性捐赠提升营运资本管理效率的正向作用,假设2得到支持。

(四)进一步研究

1.基于产权性质的研究。为进一步考察不同产权性质的影响,本文设定如下模型:

$$wccycl = \partial_0 + \partial_1 \ln don + \partial_2 pscpre1 + \partial_3 state + \partial_4 \ln don\_pscore1 + \partial_5 \ln don\_pscore1 + \partial_6 state\_pscore1 + \partial_7 state\_ln don\_pscore1 + \partial_8 reveng + \partial_9 fixassr + \partial_{10} liquratio + \partial_{11} cashr + \partial_{12} roe + \partial_{13} lev + \partial_{14} idr + \partial_{15} meets + \partial_{16} Qa + \partial_{17} top1 + \partial_{18} \ln tass + \partial_{19} ICI + \partial_{20} MP + \partial_{21} market + \sum year + \sum Ind + \varepsilon$$

从表7中的列(3)可以看出,交乘项 *lndon\_state* 的系数并不显著,说明公益性捐赠在提升营运资本管理效率上并无产权差异。从表7中的列(4)可以看出,交乘项 *state\_lndon\_pscore1* 的系数为正,且在5%水平上显著,说明国有企业中管理层权力弱化公益性捐赠提升营运资本管理效率的正向作用更明显,这是因为与非国有企业相比,国有企业独特的管理层任命制度赋予了管理层更大的权力,容易凌驾于公司治理机制之上,代理问题更加突出,非效率投资、非理性财务决策、权力滥用及谋取私人收益等问题也更加严重。

2.基于融资约束的研究。融资约束已成为普遍现象,企业的各项行为及决策都会受此影响,那么在面临融资约束的情况下,企业是否会有动机积极提高营运资本管理效率,从而推动现金流转化呢?企业公益性捐赠是否可以帮助企业缓解融资约束,从而提升营运资本管理效率呢?对于融资约束企业和非融资约束企业,公益性捐赠所具有的相关作用效果是否存在差异?企业管理层行为是否会因企业面临融资约束而存在差异?本文根据企业是否面临融资约束进行进一步研究。

借鉴况学文等的研究方法<sup>[34]</sup>,本文选择利息保障倍数作为分组指标。由于利息保障倍数是衡量公司偿债能力的综合指标,并且在一定程度上反映了公司的盈利能力,债权人及投资人对企业进行融资或股权投资都十分注重考察这一指标,它反映了投资风险。因此,本文选用现金流利息保障倍数作为代理变量,依据该变量对样本由小到大进行排序,将四分之三分位数以上的样本归入非融资约束组,四分之一分位数以下的样本归入融资约束组。

如表8所示,无论是分位数还是中位数的分组检验,受融资约束企业的回归结果均是显著的,如列(1)、列(3)、列(6)、列(8)所示,说明捐赠对于营运资本管理效率的提升以及管理层权力对二者关系的削弱作用在受融资约束企业中更加明显。由于在企业信贷融资约束中,信息不对称和道德风险是主要制约因素,而履行社会责任提高了企业透明度,能够降低信息不对称程度和缓解代理问题,因此对于面临融资约

表7 OLS回归结果

| 变量                         | (1)                   | (2)                   | (3)                   | (4)                   |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>lndon</i>               | -0.011**<br>(-1.99)   | -0.014**<br>(-2.57)   | -0.013<br>(-1.53)     | -0.010<br>(-1.11)     |
| <i>lndon_pscore1</i>       |                       | 0.013**<br>(2.32)     |                       | -0.002<br>(-0.17)     |
| <i>lndon_state</i>         |                       |                       | 0.003<br>(0.40)       | -0.002<br>(-0.26)     |
| <i>state_lndon_pscore1</i> |                       |                       |                       | 0.017**<br>(2.04)     |
| <i>pscore1</i>             |                       | -0.007<br>(-1.06)     |                       | -0.013<br>(-1.62)     |
| <i>state_pscore1</i>       |                       |                       |                       | 0.011<br>(1.32)       |
| <i>reveng</i>              | -0.014<br>(-1.35)     | -0.013<br>(-1.35)     | -0.014<br>(-1.35)     | -0.013<br>(-1.34)     |
| <i>fixassr</i>             | -0.264***<br>(-31.42) | -0.264***<br>(-31.43) | -0.264***<br>(-31.42) | -0.264***<br>(-31.48) |
| <i>liquratio</i>           | 0.191***<br>(17.55)   | 0.191***<br>(17.55)   | 0.191***<br>(17.55)   | 0.192***<br>(17.58)   |
| <i>cashr</i>               | -0.279***<br>(-29.43) | -0.278***<br>(-29.40) | -0.279***<br>(-29.42) | -0.279***<br>(-29.46) |
| <i>roe</i>                 | -0.114***<br>(-14.69) | -0.114***<br>(-14.53) | -0.114***<br>(-14.67) | -0.114***<br>(-14.53) |
| <i>lev</i>                 | -0.038***<br>(-3.52)  | -0.039***<br>(-3.58)  | -0.038***<br>(-3.51)  | -0.038***<br>(-3.56)  |
| <i>idr</i>                 | 0.017***<br>(2.66)    | 0.017***<br>(2.70)    | 0.017***<br>(2.65)    | 0.017***<br>(2.69)    |
| <i>meets</i>               | 0.022***<br>(3.01)    | 0.022***<br>(3.02)    | 0.022***<br>(3.01)    | 0.022***<br>(3.04)    |
| <i>Qa</i>                  | 0.020*<br>(1.91)      | 0.020*<br>(1.89)      | 0.020*<br>(1.90)      | 0.019*<br>(1.83)      |
| <i>top1</i>                | 0.006<br>(0.81)       | 0.005<br>(0.69)       | 0.006<br>(0.79)       | 0.005<br>(0.70)       |
| <i>lntass</i>              | -0.032***<br>(-3.42)  | -0.031***<br>(-3.22)  | -0.032***<br>(-3.43)  | -0.033***<br>(-3.42)  |
| <i>ICI</i>                 | 0.147***<br>(5.95)    | 0.147***<br>(5.91)    | 0.147***<br>(5.95)    | 0.145***<br>(5.82)    |
| <i>state</i>               | -0.054***<br>(-7.03)  | -0.054***<br>(-7.07)  | -0.055***<br>(-6.82)  | -0.054***<br>(-6.86)  |
| <i>MP</i>                  | -0.013<br>(-1.21)     | -0.013<br>(-1.18)     | -0.013<br>(-1.22)     | -0.013<br>(-1.19)     |
| <i>market</i>              | -0.058***<br>(-7.28)  | -0.057***<br>(-7.11)  | -0.058***<br>(-7.29)  | -0.058***<br>(-7.16)  |
| <i>Industry</i>            | 控制                    | 控制                    | 控制                    | 控制                    |
| <i>Year</i>                | 控制                    | 控制                    | 控制                    | 控制                    |
| <i>N</i>                   | 13732                 | 13732                 | 13732                 | 13732                 |
| <i>Adj. R<sup>2</sup></i>  | 0.517                 | 0.517                 | 0.517                 | 0.517                 |



束的企业来讲,捐赠缓解融资约束的效应更加显著,资金流动性得到明显改善,经营风险降低,同时存货采购和生产得到了保障,也能采取更加积极的销售政策来推动销售目标的实现。在考虑管理层权力的影响后,管理层权力越大,越容易缺乏有效的监督与控制,信息不对称及代理问题越突出,因个人私利、非效率投资及有限理性下的极端决策造成公司亏损的可能性越大,资本配置效率越低。对于融资约束的企业来说,一旦内部融资来源不足或盈利缩减得严重,短时间内未能补充流动性,公司就有可能陷入困境,影响存货、生产和销售,从而管理层权力的负面效应对融资约束企业的经营活动、营运资本项目周转具有更深的影 响,且有可能带来更为严重的后果。

(五) 稳健性检验

1. 替换各变量的测度指标。第一,替代营运资本管理效率的衡量指标。借鉴 Deloof 的做法<sup>[31]</sup>,本文对各项目分别采用销售收入及销售成本作为周转额来计算营运资本综合周转期,并作为替代指标进行回归检验。第二,替代公益性捐赠的衡量指标。采用公益性捐赠意愿进行衡量,参与捐赠取值为 1,否则为 0。第三,替代管理层权力的衡量指标。采用等权平均值构建管理层权力综合指标。

2. 内生性问题检验。考虑到营运资本管理效率提升也有可能影响捐赠,这样就会存在互为因果的内生性问题,因此本文选择公益性捐

表 8 基于融资约束的 OLS 回归结果

| 变量                        | 融资约束(1/4分位数) |           |           |           | 融资约束(中位数) |           |           |           |
|---------------------------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                           | 高<br>(1)     | 低<br>(2)  | 高<br>(3)  | 低<br>(4)  | 低<br>(5)  | 高<br>(6)  | 低<br>(7)  | 高<br>(8)  |
| <i>lndon</i>              | -0.018*      | -0.014    | -0.025**  | -0.019    | -0.004    | -0.017**  | -0.005    | -0.021*** |
|                           | (-1.80)      | (-1.08)   | (-2.47)   | (-1.64)   | (-0.71)   | (-2.34)   | (-0.93)   | (-2.98)   |
| <i>lndon_pscore1</i>      |              |           | 0.020**   | 0.015     |           |           | 0.004     | 0.018***  |
|                           |              |           | (2.55)    | (1.29)    |           |           | (0.66)    | (3.21)    |
| <i>reveng</i>             | -0.026***    | 0.016     | -0.025*** | 0.016     | -0.003*** | -0.022*** | -0.003*** | -0.021*** |
|                           | (-4.46)      | (1.12)    | (-4.46)   | (1.12)    | (-2.76)   | (-4.74)   | (-2.69)   | (-4.72)   |
| <i>fixassr</i>            | -0.124***    | -0.197*** | -0.124*** | -0.196*** | -0.099*** | -0.144*** | -0.099*** | -0.144*** |
|                           | (-8.74)      | (-5.47)   | (-8.83)   | (-5.53)   | (-3.49)   | (-12.08)  | (-3.50)   | (-12.06)  |
| <i>liquratio</i>          | 0.046**      | 0.029     | 0.045**   | 0.029     | 0.033     | 0.070***  | 0.033     | 0.070***  |
|                           | (2.33)       | (0.81)    | (2.29)    | (0.80)    | (1.19)    | (4.50)    | (1.19)    | (4.46)    |
| <i>cashr</i>              | -0.135***    | -0.094*** | -0.133*** | -0.093*** | -0.092*** | -0.178*** | -0.092*** | -0.176*** |
|                           | (-9.05)      | (-3.90)   | (-9.18)   | (-4.00)   | (-6.27)   | (-12.73)  | (-6.27)   | (-12.90)  |
| <i>roe</i>                | -0.108***    | -0.090*** | -0.106*** | -0.090*** | -0.059*** | -0.037    | -0.060*** | -0.037    |
|                           | (-5.17)      | (-2.99)   | (-5.03)   | (-3.09)   | (-2.79)   | (-1.06)   | (-2.76)   | (-1.07)   |
| <i>lev</i>                | -0.016       | -0.112*** | -0.018    | -0.113*** | -0.112**  | -0.037*** | -0.112**  | -0.039*** |
|                           | (-0.74)      | (-5.37)   | (-0.82)   | (-5.39)   | (-2.31)   | (-2.62)   | (-2.33)   | (-2.75)   |
| <i>idr</i>                | 0.037**      | 0.011     | 0.037**   | 0.012     | 0.012**   | 0.023*    | 0.012**   | 0.024*    |
|                           | (2.02)       | (1.18)    | (2.01)    | (1.27)    | (1.96)    | (1.83)    | (2.04)    | (1.85)    |
| <i>meets</i>              | -0.027       | -0.012    | -0.027    | -0.012    | -0.002    | -0.002    | -0.002    | -0.002    |
|                           | (-1.58)      | (-0.90)   | (-1.56)   | (-0.91)   | (-0.24)   | (-0.17)   | (-0.25)   | (-0.14)   |
| <i>Qa</i>                 | 0.021        | 0.019     | 0.021     | 0.020     | 0.009     | -0.021**  | 0.009     | -0.019**  |
|                           | (1.27)       | (0.95)    | (1.30)    | (0.96)    | (1.01)    | (-2.19)   | (1.01)    | (-2.01)   |
| <i>top1</i>               | -0.012       | -0.010    | -0.016    | -0.011    | -0.008    | 0.003     | -0.007    | -0.001    |
|                           | (-0.67)      | (-0.90)   | (-0.77)   | (-0.88)   | (-1.29)   | (0.28)    | (-1.02)   | (-0.09)   |
| <i>lntass</i>             | -0.006       | 0.005     | 0.002     | 0.008     | 0.014     | -0.067*** | 0.013     | -0.058*** |
|                           | (-0.20)      | (0.21)    | (0.07)    | (0.26)    | (0.49)    | (-4.00)   | (0.49)    | (-3.56)   |
| <i>ICI</i>                | 0.239**      | 0.127**   | 0.241**   | 0.128**   | 0.074**   | 0.074     | 0.073**   | 0.075     |
|                           | (2.30)       | (2.41)    | (2.33)    | (2.33)    | (2.38)    | (1.46)    | (2.40)    | (1.49)    |
| <i>state</i>              | -0.024       | -0.039    | -0.028    | -0.040    | -0.041**  | -0.035**  | -0.040**  | -0.038*** |
|                           | (-1.01)      | (-1.24)   | (-1.24)   | (-1.18)   | (-2.17)   | (-2.25)   | (-2.20)   | (-2.60)   |
| <i>MP</i>                 | -0.062       | -0.022    | -0.061    | -0.022    | -0.044    | -0.016    | -0.044    | -0.015    |
|                           | (-1.63)      | (-1.11)   | (-1.59)   | (-1.13)   | (-1.23)   | (-0.77)   | (-1.23)   | (-0.71)   |
| <i>market</i>             | -0.041**     | -0.070**  | -0.038**  | -0.068**  | -0.030**  | -0.059*** | -0.030**  | -0.056*** |
|                           | (-2.31)      | (-2.22)   | (-2.25)   | (-2.31)   | (-2.11)   | (-4.71)   | (-2.35)   | (-4.65)   |
| <i>pscore1</i>            |              |           | -0.024    | -0.011    |           |           | 0.002     | -0.025**  |
|                           |              |           | (-1.45)   | (-0.54)   |           |           | (0.15)    | (-2.13)   |
| <i>Industry</i>           | 控制           | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        |
| <i>Year</i>               | 控制           | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        | 控制        |
| <i>N</i>                  | 3382         | 3381      | 3382      | 3381      | 6723      | 6802      | 6723      | 6802      |
| <i>Adj. R<sup>2</sup></i> | 0.317        | 0.193     | 0.317     | 0.193     | 0.096     | 0.297     | 0.096     | 0.297     |

赠的行业均值(*mlndon*)为工具变量进行检验。第一阶段将工具变量作为公益性捐赠的解释变量,回归得出残差 *e*;第二阶段将残差 *e* 代入进行检验,若残差 *e* 显著不为 0,则说明存在内生性。为此,本文引入两阶段回归(2SLS)法。

上述稳健性检验结果(未列示,备索)均与前文保持一致,说明本文所得结论具有一定的可靠性。

## 五、结论性评述

本文采用2009—2016年沪深A股上市公司数据作为研究样本,探究社会责任履行对企业经济活动运行的影响,并引入管理层权力这一剩余控制权影响因素,分析在其影响下的公益性捐赠与营运资本管理效率之间的关系。研究表明:(1)公益性捐赠与营运资本管理效率之间呈正相关关系。(2)管理层权力对公益性捐赠与营运资本管理效率之间的正向关系具有削弱作用。(3)公益性捐赠对营运资本管理效率的提升作用并无产权性质差异,而管理层权力对公益性捐赠与营运资本管理效率之间关系的削弱作用在国有企业中更加显著,即国有企业中管理层权力产生的负面影响更加突出。(4)公益性捐赠行为对营运资本管理效率的提升作用以及管理层权力所具有的削弱作用在面临融资约束的企业中更加显著。

本文的启示在于:(1)企业在关注如何提升运营及管理效率、经济效益的同时,应充分重视践行社会责任,二者不仅不冲突,还能相互促进。(2)企业需要不断完善内部控制制度、公司治理机制,有效约束管理层权力以避免其滥用;同时,政府在从“干预型”向“服务型”转化过程中应进一步推进市场化进程,完善法律及制度规范,强化全球竞争及规范意识,通过多方协调推动形成健全的管理层权力的监督约束机制,降低管理层权力过大给企业带来的负面影响。

当然,本文没有探讨公益性捐赠的途径和捐赠形式,这是以后进一步研究的方向,以此可以深入探究捐赠的持续性及管理水平,促使企业在更高层面上履行社会责任,带来更好的社会效益。

### 参考文献:

- [1] Mishra S, Modi S B. Corporate social responsibility and shareholder wealth: The role of marketing capability[J]. Journal of Marketing, 2016, 80(1):26-46.
- [2] 张正勇,邓博夫. 企业社会责任、货币政策与商业信用融资[J]. 科研管理,2018(5):94-102.
- [3] 苏冬蔚,贺星星. 社会责任与企业效率:基于新制度经济学的理论与经验分析[J]. 世界经济,2011(9):138-159.
- [4] 吴良海,顾慧敏,章铁生,等. 产权性质、公益性捐赠与债务资本成本——来自中国A股资本市场的经验证据[J]. 中国会计评论, 2016(4):445-464.
- [5] 李维安,王鹏程,徐业坤. 慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为[J]. 南开管理评论,2015(1):4-14.
- [6] Branco M C, Rodrigues L L. Corporate social responsibility and resource based perspectives[J]. Journal of Business Ethics, 2006, 69(2):111-132.
- [7] 张敏,马黎珺,张雯. 企业慈善捐赠的政企纽带效应——基于我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界,2013(7):163-171.
- [8] Porter M E, Kramer M R. The competitive advantage of corporate philanthropy[J]. Harvard Business Review, 2002, 80(12):56-68.
- [9] Brammer S, Millington A. Firm size, organization visibility and corporate philanthropy: An empirical analysis[J]. Journal of Business Ethics, 2006, 15(1):6-18.
- [10] 齐丽云,张碧波,李腾飞. 企业社会责任对企业声誉影响的实证研究——基于战略选择的调节作用[J]. 科研管理,2017(7):117-127.
- [11] Campbell J L. Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate responsibility [J]. Academy of Management Review, 2007, 32(3):946-67.
- [12] Frooman J. Stakeholder Influence Strategies[J]. American Journal of Sociology, 1985, 91(3):481-510.
- [13] Wang H, Qian C. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access [J]. Academy of Management Journal, 2011, 54(6):1159-1181.
- [14] Backhaus K B, Stone B A, Heiner K. Exploring the relationship between corporate social performance and employer attractiveness [J]. Business and Society, 2002, 41(3):292-318.
- [15] Huang J, Xue S, Hong Y. Vertical integration and inventory management efficiency[J]. China Accounting and Finance Review, 2014, 16(4):25-48.
- [16] Dorfman R, Steiner P O. Optimal advertising and optimal quality[J]. The American Economic Review, 1954, 44(5):826-36.
- [17] Rindova V P, Williamson I O, Petkova A P, et al. Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents,

- and consequences of organizational reputation[J]. *Academy of Management Journal*, 2005, 48(6): 1033-49.
- [18] Deloof M, Jeger M. Trade credit, product quality, and intragroup trade: Some european evidence[J]. *Financial Management*, 1996, 25(3): 945-68.
- [19] Boyd B. Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model[J]. *Strategic Management Journal*, 1990, 11(6): 419-30.
- [20] 王竹泉, 逢咏梅, 孙建强. 国内外营运资金管理研究的回顾与展望[J]. *会计研究*, 2007(2): 85-90.
- [21] 彭星闻, 龙怒. 关系资本——构建企业新的竞争优势[J]. *财贸研究*, 2004(5): 49-54.
- [22] Chen D H, Jiang D Q, Yu X. Corporate philanthropy and bank loans in China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2015, 35(3): 402-424.
- [23] 李青原. 会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据[J]. *审计研究*, 2009(4): 65-73, 51.
- [24] Bebchuk L, Fried A. Executive compensation as an agency problem[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 17(3): 71-92.
- [25] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?[J]. *经济研究*, 2009(3): 110-124.
- [26] 杨兴全, 张丽平, 吴昊旻. 市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J]. *南开管理评论*, 2014(2): 34-45.
- [27] 赵息, 许宁宁. 管理层权力、机会主义动机与内部控制缺陷信息披露[J]. *审计研究*, 2013(4): 101-109.
- [28] Bebchuk L A, Cremers M, Peyer R U. CEO Centrality[R]. SSRN Working Paper, 2007.
- [29] 袁卫秋. 营运资本管理效率对企业盈利水平和盈利质量的影响研究[J]. *河北经贸大学学报*, 2015(2): 62-66.
- [30] Shin H H, Soenen L. Efficiency of working capital management and corporate profitability[J]. *Financial Practice and Education*, 1998, 8(2): 37-45.
- [31] Deloof M. Does working capital management affect profitability of belgian firms? [J]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2003, 30(3-4): 573-588.
- [32] 祝继高, 陆正飞. 货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J]. *管理世界*, 2009(3): 152-158, 188.
- [33] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省市场化指数报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2016.
- [34] 况学文, 施臻懿, 何恩良. 中国上市公司融资约束指数设计与评价[J]. *山西财经大学学报*, 2010(5): 110-117.

[责任编辑: 王丽爱]

## Managerial Power, Public Welfare Donation and Operating Capital Management Efficiency

WU Lianghai, ZHOU Yin

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

**Abstract:** Based on the social responsibility perspective of public welfare donation, this paper takes A-share listed companies from 2009 to 2016 as the research sample, and examines the effect of public welfare donations on the efficiency of operating capital management under the influence of the residual control of managerial power. The study finds that public welfare donations can promote the efficiency of operating capital management, and management power will suppress this efficiency improvement effect. Further research finds that as to the role of public welfare donations in improving the efficiency of working capital management, there exists no difference in different types of ownership, but the power of management to weaken the efficiency of public welfare donations in working capital management is more significant in state-owned enterprises. Moreover, it is found that for enterprises facing financing constraints, public welfare donations have a more significant effect on the efficiency of operating capital management, and are more susceptible to the weakening effect of management power. The results show that enterprises participating in public welfare donations and actively fulfilling higher levels of social responsibility can play an active role in improving the efficiency of corporate working capital management, while further improving corporate governance, effectively supervising and restraining management power structure could further bring good promotion of the efficiency of operating capital management.

**Key Words:** operating capital management efficiency; public welfare donation; managerial power; ownership type; financing constraints; social responsibility report; internal control