

重大突发公共卫生事件背景下企业捐赠对股价的影响

——基于企业异质性的分组检验

吕英,张凤琪

(兰州理工大学 经济管理学院,甘肃 兰州 730050)

[摘要]以2020年沪深A股上市公司为样本,探讨在重大突发公共卫生事件暴发后企业捐赠对股票价格的影响,并分别从公司自身性质(产权性质、行业性质)、内部特征(内部控制质量、信息披露质量)、外部环境(产品市场竞争、所在地区疫情严重程度)三个维度研究捐赠发挥的作用效果是否会因企业异质性而存在显著差异。实证结果显示,在重大突发公共卫生事件背景下,企业捐赠对股票价格有显著正向影响。进一步研究发现,此关系会受到企业异质性的影响。具体而言,国有企业、受疫情负面影响严重行业的企业、内部控制质量低的企业、信息披露质量低的企业、疫情严重地区所在企业、产品市场竞争度高的企业,捐赠对股价的提升作用不显著。

[关键词]企业捐赠;股票价格;重大突发公共卫生事件;道德资本;社会资本;企业声誉;新冠疫情

[中图分类号]F270 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2022)02-0091-11

一、引言

企业捐赠是指企业自愿将人、财、物赠送给与企业没有直接利益关系的受赠者用于慈善公益事业的行为,具有自愿无偿和非强制的特性^[1]。有学者认为捐赠和利润并不冲突,企业通过捐赠,可以赢得道德资本和社会资本,增强竞争优势,改善企业绩效,从而实现社会效益和经济效益相统一^[2-3]。2020年初我国遭遇重大突发公共卫生事件——“新冠”疫情暴发,为防止疫情进一步扩散,全国各地相继出台禁止集体活动、限制出行、推迟复工等政策,疫情对经济造成了难以预估的损失。2020年春节后的首个交易日,我国沪深股指分别跌幅超过7.7%和8.4%。然而,在这次疫情中,众多企业体现了高度的社会责任感,招商银行捐赠2亿元、碧桂园捐赠1亿元、五粮液集团捐赠9200万元……根据胡润研究院的数据统计,截至2020年3月10日,近两千家企业累计捐赠款物超217亿元。那么,相较于不捐赠的企业,有捐赠行为的企业是否在资本市场有更好的表现,其战略性慈善捐赠的道德资本和社会资本效应是否会得到凸显?进一步地,在重大突发公共卫生事件背景下,是不是所有企业的捐赠行为都能赢得利益相关者的认同,是否会因企业异质性而呈现差异?已有研究关于捐赠行为对股价的影响结论不一,且鲜有研究在重大突发公共卫生事件情境下探究企业捐赠行为对股票价格的影响。在全球“黑天鹅”事件频发的背景下,考察重大突发公共卫生事件对我国上市企业的冲击,同时深入剖析突发事件期间捐赠行为对我国上市企业资本价值的影响力度,不仅对了解我国企业捐赠环境、捐赠行为有积极意义,而且有助于企业针对重大突发公共卫生事件制定科学的捐赠对策,促进企业的长久发展。

鉴于此,本文以“新冠”疫情暴发后企业股票价格变动为主要研究对象,探究在重大突发公共卫生事件背景下企业捐赠对股票价格产生的影响,并进一步分析这种影响是否因企业的自身性质、内部特

[收稿日期]2021-07-14

[基金项目]国家自然科学基金地区基金项目(71762022);甘肃省社会科学规划项目(RK003)

[作者简介]吕英(1980—),女,四川成都人,兰州理工大学经济管理学院副教授,博士,主要研究方向为公司治理与企业社会责任,邮箱:397126763@qq.com;张凤琪(1996—),女,山西岚县人,兰州理工大学经济管理学院硕士生,主要研究方向为公司治理与企业社会责任。

征、外部环境不同而呈现差异。本文可能在以下两方面具有边际贡献:第一,以往研究主要基于整体角度探讨企业捐赠对股价的影响,忽视了企业间的异质性也可能会对此结果产生影响,本文与以往研究不同,基于企业异质性视角分析企业捐赠行为对股价的影响在不同企业间的差异性;第二,本文以“新冠”疫情这一特定重大不确定性“黑天鹅”事件为例,论证捐赠对企业的价值,从而为企业应对“不确定性”乌卡时代的管理挑战提供战略性的指导。

二、文献综述

现有关于企业捐赠的研究主要集中在以下三个方面:首先是企业捐赠的动机。由于捐赠自愿无偿和非强制的特性,部分学者认为企业捐赠行为体现出强烈的利他动机^[4]。然而,多数学者指出企业是出于利己动机才进行捐赠的。Porter 和 Kramer 认为企业捐赠具有强烈的战略动机,企业想要通过捐赠来达到改善企业形象、拉近与利益相关者关系的目的^[5]。Godfrey 发现企业进行捐赠是为了提高企业声誉^[6]。其次是企业捐赠的影响因素。现有文献主要从制度环境、行业特征、企业规模、企业财务状况、高管个人特征等角度展开研究。Mossin 发现政治联系显著正向影响企业捐赠水平^[7]。朱斌和刘雯对中国私营企业慈善捐赠调查数据进行的分析也证实了这一观点^[8]。Brammer 和 Millington 发现企业规模、业绩水平以及财务透明度都与捐赠水平正相关^[9]。Marquis 和 Lee 的研究证明,高管性别会影响企业捐赠行为,相比于男性高管,女性高管更具同情心且更乐善好施,可以提高企业捐赠水平^[10]。Werbel 和 Carter 发现高管是基金会董事成员会积极影响企业的捐赠行为^[11]。最后是企业捐赠的经济后果。大量研究表明,捐赠会对企业业绩、融资能力、治理水平、声誉资本、股票价格等产生重要影响。Choi 和 Wang 实证研究发现捐赠会改善企业与利益相关者的关系进而对企业财务绩效有积极影响^[12]。Haley 却不认同这种观点,认为捐赠可能会减少企业可用资源,阻碍企业财务绩效的提高^[13]。Cheng 等认为企业进行慈善可以降低企业的融资约束^[14]。

已有研究关于捐赠行为对股价的影响争议较大,主要有三种观点。第一种认为是正向影响。钟宏武认为投资者更喜爱选择有捐赠行为企业的股票,捐赠会向市场传递企业经营状态良好的信号,增强投资者对持有股票的信心^[15]。Patten 研究发现,股票市场对于捐赠企业有积极反应,2004 年亚洲海啸发生后采取捐赠行为的企业有 5 天显著的正累计超额回报率^[16]。第二种认为是负向影响。石磊等研究发现,上市企业的灾难捐赠行为可能会使股票投资者认为其投资收益将下降,从而选择出售股票,致使股票价格下跌^[17]。胡建军等的研究结果验证了社会责任与股票市场反应负相关^[18]。第三种则认为是无影响。Muller 等发现市场对卡特里娜飓风事件后发布捐赠公告的企业没有太大反应,捐赠对股价并没有显著影响^[19]。Seifert 等也发现捐赠与企业财务绩效并没有明显的关系^[20]。

通过文献梳理可知,目前国内外对企业捐赠动机、影响因素和经济后果的研究比较丰富,但对企业捐赠对股价的影响依然存在较大争议。故本文将探究重大突发公共卫生事件发生后企业捐赠对股价的影响并从企业异质性视角对其影响进行深入分析,使研究结果对企业更具现实性与针对性。

三、理论分析与研究假设

(一) 企业捐赠对股票价格的影响

首先,政府是企业最重要的利益相关者之一,由于我国特殊的国情,政府在经济调控方面有很大权力并掌控着许多重要资源的配置权,因此企业十分重视与政府的关系。研究证实企业参与慈善活动的水平越高,与政府的关系越密切^[21]。企业捐赠赢得政府支持进而提升企业价值的原因主要有:第一,捐赠可以分担地方政府压力,有利于与政府建立互惠互利的关系^[21];第二,捐赠可以加强政企联系,有利于提升企业获取资源的能力^[22];第三,政府可能对捐赠企业及时提供“内部”信息,为企业投资决策和运营管理提供重要帮助。在疫情期间,政府承受着巨大的财政和资源压力,此时的企业捐赠对政府而言

无疑是“雪中送炭”，会在日后获得政府相应的回报。其次，捐赠也会对其他利益相关者产生影响，进而赢得认同与支持，从而提升企业价值。第一，捐赠有利于提升消费者对企业品牌的认可度与依赖性，从而扩大对企业产品的购买；第二，捐赠有助于激发员工对企业的认同感和凝聚力，形成企业内部的整合力和对外部的适应力；第三，捐赠的公告和信息有利于赢得证券分析师的良好评价，进而在预测企业股价走势时做出积极的判断，影响投资者的投资决策^[23]。最后，捐赠对以上利益相关者的积极影响，最终都有利于提升企业社会声誉，进而对股价产生正面影响。尤其在重大突发公共卫生事件发生后，公众出现了极大的恐慌心理，此时企业的捐赠行为更能树立“英雄”形象，为企业赢得声誉资本，从而促进股价上升。由此，本文提出假设 H1。

H1:重大突发公共卫生事件发生后，上市企业捐赠行为对股票价格有正向影响。

(二) 企业自身性质的调节作用

一方面，在中国特有的产权制度下，不同产权属性的企业承担着不同的使命与责任。国有企业由于其全民所有的独特性质，其经营目标兼具盈利和服务社会的双重性，公众对国有企业也有更高的社会期望。因此，外界认为国有企业的捐赠是“应该”的，而非国有企业的捐赠才是“道德使然”“难能可贵”。这种基于企业良好“道德品质”而进行的捐赠往往能得到公众更积极的“回应”，从而使企业获得更多的声誉资本。另一方面，基于市场信号理论，非国有企业的捐赠行为更能反映企业真实的经济实力，其股票价格走势更为外界看好。国有企业由于所有者监管缺位，进行异常的高额捐赠不仅不能真正反映企业的真实经济实力，反而可能损害企业利益^[24]。相反，非国有企业控股股东具有实际控制权，能有效监督管理层的捐赠行为，可以有效防止高管为了个人的社会形象损害企业利益。因此，利益相关者认为非国有企业的捐赠行为更能真实反映企业的良好财务状况，进而看好其股票价格的发展趋势。由此，本文提出假设 H2。

H2:重大突发公共卫生事件发生后，相较于国有企业，非国有企业的捐赠行为对股票价格的正向影响更显著。

第三产业受疫情负面影响较大，尤以交通运输业、餐饮业、旅游业、批发零售业最为突出。交通部公布了2020年全国春运出行数据，春运期间发送游客数同比下降47.5%。据《2020年新冠肺炎疫情对中国餐饮业影响报告》数据显示，与去年同期比，近五分之四的餐饮企业损失高达100%。世界旅游及旅行理事会预测，2020年全球旅游业GDP损失将超过2万亿美元，其中亚太地区是“重灾区”，但是很多深受疫情负面影响的企业仍“义无反顾”地加入了捐赠大军。然而，一方面，由于这些企业“捐赠自救”动机明显，其捐赠行为往往被利益相关者忽略而得不到积极的“市场回应”，另一方面，利益相关者出于对受疫情负面影响严重行业企业未来经营前景的担忧，不仅不将企业捐赠视为“负责任”的积极行为，反而视其为“战略失衡”和“掩饰业绩下跌”的表现^[25]。在这样的情况下，捐赠反而成为企业为了转移大众注意力的一种“不务正业”的行为。由此，本文提出假设 H3。

H3:重大突发公共卫生事件发生后，相较于受疫情负面影响程度较大的行业，受疫情负面影响程度较小的行业的企业捐赠行为对股票价格的正向影响更显著。

(三) 企业内部特征的调节作用

1. 企业信息披露质量的调节作用

由信号不对称理论可知，在证券市场上，公司内外部存在着严重的信息不对称，会影响企业股价的波动程度，已有研究证明企业信息披露是缓解信息不对称的有效方式之一^[26]，企业信息披露质量会在一定程度上影响企业股票价格。一方面，企业信息披露质量越高，越能缓解股价受到负面冲击之后的波动^[27]。另一方面，企业信息披露质量越高，投资者对于企业的信任感越强，捐赠信息发布后所带来的正反馈越强。在重大突发公共卫生事件发生后，相较于信息披露质量较低企业的股价，信息披露质量较高企业的股价受重大突发公共卫生事件所带来的负面波动较小，并且由于外部利益相关者对于企业的信

赖度较高,认为企业的捐赠信息可以真实反映出企业良好的经济实力,进而看好其股价发展趋势。然而,信息披露质量较差的企业,投资者因缺少对于企业的了解,可能会怀疑企业捐赠信息的真实性,因而降低捐赠所带来的积极效应。由此,本文提出假设 H4。

H4:重大突发公共卫生事件发生后,与信息披露质量较低的企业相比,信息披露质量较高企业的捐赠行为对股票价格的正向影响更显著。

2. 内部控制质量的调节作用

内部控制作为一种约束企业行为和高管权力的企业管理机制,在促使企业积极履行社会责任和降低企业股价崩盘风险方面发挥着重要的作用^[28],企业内部控制质量的不同可能会影响企业捐赠行为对股价的影响。首先,高质量的内部控制可以提高企业信息披露质量,缓解企业的信息不对称问题,降低企业在重大突发公共卫生事件发生后股价的崩盘风险,减少在疫情期间企业捐赠后股价下跌的风险。其次,高质量的内部控制可以减少高管自利行为,以防高管为了个人业绩或声誉的提升而不顾企业实际情况的捐赠行为,增强捐赠对企业的积极作用。最后,高质量的内部控制可以做好企业社会责任的评估工作,提前预估社会责任履行后的风险与收益^[29],使企业捐赠行为相较于内部控制质量较低的企业更具科学性,获得更加积极的市场反应。由此,本文提出假设 H5。

H5:重大突发公共卫生事件发生后,相较于内部控制质量较低的企业,内部控制质量较高企业的捐赠行为对股票价格的正向影响更显著。

(四) 企业外部环境的调节作用

1. 受疫情负面影响程度不同地区的调节作用

湖北作为此次疫情的重灾区,当地经济遭受了重大的打击,部分湖北企业积极参与了捐赠活动。湖北当地企业积极参与捐赠的动机可能有以下几个方面:首先是出于家国情怀,尽己所能帮助家乡渡过难关。本土企业的很多高管和员工都是土生土长的湖北人,看着自己的家乡陷入灾情,很难做到无动于衷。其次是企业自救的一种方式。覆巢之下安有完卵,疫情形势如果继续恶化,企业复工复产无望,必将承受更大的损失,因此,企业希望通过捐赠的方式为抗击疫情贡献力量,促进经济形势尽早恢复常态。最后是捐赠寻租的一种表现,企业响应政府号召捐款捐物的同时,也期望得到政府的回报,获得未来利益。当发生重大灾害时,政府有强烈的采取救助行动以维护当地稳定的动机^[30],企业的捐赠行为被视为对政府的“示好”,而在灾难过后,政府一般会对捐赠企业给予相应的福利补贴。无论是以上哪一种,疫情严重地区的企业捐赠行为都带有一定的“自利”动机。研究表明出于真正的道德动机而进行的企业捐赠行为才可以获得更多的声誉资本^[6],进而对企业产生积极影响。通过上述分析可知,利益相关者认为湖北上市企业的捐赠行为可能更多出于自利动机,相较而言,疫情非严重地区企业的捐赠行为更多出于自愿且不会得到太多直接的利益回报,被认为其捐赠行为是出于真正的道德动机,因此,相较于疫情严重地区,疫情非严重地区的企业会收到更为积极的市场回应。由此,本文提出假设 H6。

H6:重大突发公共卫生事件发生后,相较于疫情严重地区,疫情非严重地区的企业捐赠行为对股票价格的正向影响更显著。

2. 产品市场竞争的调节作用

产品市场竞争作为企业生存的外部环境,其对企业股价的影响不可忽视。首先,竞争激烈的产品市场会加剧企业经营失败的风险^[31],尤其在重大突发公共卫生事件发生后,大多股民对于股价市场信心不足,因此,即使产品市场竞争度较高的企业进行捐赠,利益相关者由于担心企业的经营状态,捐赠行为也不会带来太过积极的市场反应。其次,太过激烈的市场竞争会导致企业为获得有限的市场和资源降低企业信息披露质量,倾向于违规披露和披露无效信息^[32],这容易导致利益相关者对于产品市场竞争度高的企业信任感降低,减弱其捐赠对股价的积极效应。最后,有研究证明产品市场竞争高的企业普遍捐赠水平较高^[33],股民可能会认为这类企业的捐赠是出于争夺市场和资源的目的,而并不是出于真正

的道德动机,这会导致捐赠行为对股价的积极作用降低。由此,本文提出假设 H7。

H7:重大突发公共卫生事件发生后,相较于产品市场竞争度较高的企业,产品市场竞争度较低企业的捐赠行为对股票价格的正向影响更显著。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择 2020 年沪深两市 A 股的所有企业为研究样本,捐赠事件数据主要来源于中国上市公司协会官网中下载的抗疫企业信息汇总表。我们剔除了以下样本:(1)抗疫企业信息汇总表里没有捐赠时间以及捐赠时间晚于 2020 年 2 月 14 日(2 月 14 日之后就超过了窗口期)的企业;(2)估计期与事件期交易日不全和控制变量有缺失的企业。最终,获得有效样本 2707 家。企业其余数据来源于锐思数据库和国泰安数据库。为避免异常值影响,对文中的所有连续变量进行了 1% 的 winsorize 缩尾处理。本文利用 STATA16.0 软件进行数据处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。本文将疫情暴发后的股票累计异常收益率(CAR)作为被解释变量。2020 年 1 月 23 日武汉“封城”,是全国乃至全世界对疫情快速的传播性与强大的破坏性认知的开始,所以将疫情暴发的事件日定为 2020 年 1 月 23 日,估计期设定为[-161, -31]。借鉴王艳与李善民的研究^[34],本文采用市场模型法计算得出股票累计异常收益率。首先,利用市场模型估计如果没有发生疫情企业股票正常收益率(ER_{it}),然后通过事件期内每日样本股票的实际收益率减去估计的正常收益率计算异常收益率(AR_{it}),最后,将该期间所有异常收益率加总就是股票累计异常收益率。为增强数据的可信度,参考以往事件研究文献^[34],本文以[-10,10]和[0,10]2个窗口期计算疫情对企业股票价格影响的累计异常收益率。具体变量定义见表 1。

2. 解释变量。上市企业捐赠行为(Donation)为本文的解释变量,来源于中国上市公司协会官网中下载的抗疫企业信息汇总表,考虑到捐赠行为需要在事件期前或者事件期内发生才有效,因此,我们选择汇总表中明确捐赠时间以及捐赠时间不晚于事件窗口期的企业。满足以上条件的上市企业捐赠行为赋值为 1,否则为 0。

表 1 变量定义

	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	股票累计异常收益率	CAR	CAR[-10,10]为武汉“封城”日及前后 10 天的累计异常收益率;CAR[0,10]为武汉“封城”日及之后 10 天的累计异常收益率
解释变量	上市企业捐赠行为	Donation	捐赠为 1,否则为 0
	企业性质	Soe	国企为 1,否则为 0
	疫情严重地区	Yqdz	上市企业注册地址是湖北为疫情严重地区,其余为非严重地区
调节变量	疫情严重行业	Yqhy	批发、餐饮住宿和运输行业为受疫情负面影响严重行业,否则为受疫情负面影响非严重行业
	信息披露质量	Tran	深交所和上交所信息披露考评结果,等级 A、B 为信息披露质量高组,等级 C、D 为信息披露质量低组
	内部控制质量	ICI	迪博中国上市公司内控指数除以 100,并以均值为准将样本划分为内部控制质量高和内部控制质量低两个子样本
控制变量	产品市场竞争程度	HHI	赫芬达尔指数,并以中位数为准将样本划分为产品市场竞争程度高和产品市场竞争程度低两个子样本
	资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
	资产收益率	Zcsy	净利润/平均资产总额
	独立董事比例	Indr	独立董事/董事会人数
	第一大股东持股比例	Shrcr1	公司第一大股东持股比例
	公司规模	Size	总资产的自然对数
	行业	Code	行业虚拟变量
地区	Area	地区虚拟变量	

3. 调节变量。(1)企业性质:本文将企业性质设置为虚拟变量,国有企业取1,否则为0。(2)疫情严重地区:本文将上市企业注册地址是湖北省的地区归为疫情严重地区,其余为非严重地区。(3)疫情严重行业:本文将批发,餐饮住宿和运输行业归为受疫情负面影响严重行业,否则为受疫情负面影响非严重行业。(4)信息披露质量:本文将深交所和上交所信息披露考评结果中等级为A、B的企业归为信息披露质量高组,等级为C、D的企业归为信息披露质量低组。(5)内部控制质量:本文采用迪博中国上市公司内控指数度量内部控制质量,将企业内控指数大于均值的样本划分为内部控制质量高组,否则为内部控制质量低组。(6)产品市场竞争程度:本文采用赫芬达尔指数度量产品市场竞争程度,将企业赫芬达尔指数大于中位数的样本划分为产品市场竞争程度低组,否则为产品市场竞争程度高组。

4. 控制变量。我们通过梳理总结前人的研究发现捐赠行为与企业经济实力和公司治理情况息息相关,因此借鉴前人的研究^[21,24],对资产负债率、资产收益率、独立董事比例、第一大股东持股比例、公司规模、行业、地区进行了控制。

(三) 模型构建

根据前文的理论分析与变量定义,建立以下模型检验重大突发公共卫生事件发生背景下上市企业捐赠行为对企业股价的影响。

$$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 Donation_t + \beta' Control_{t-1} + \varepsilon$$

模型中的被解释变量 CAR 分别为不同事件窗口期的累计异常收益率,用来衡量重大突发公共卫生事件对上市企业的股价影响。解释变量是上市企业的捐赠行为,本文认为捐赠行为会正向影响企业股价,预计 β_1 会显著为正。调节效应采取分组回归的方法,进行比较分析。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

表2是本文所有变量的描述性统计结果。表3是2个不同事件窗口期的累计异常收益率的显著性结果。由表2可知, $CAR[-10,10]$ 和 $CAR[0,10]$ 的均值分别为 -0.019、-0.016,都小于0,并且由表3可知,两个事件窗口期的 CAR ,P值均在1%水平上拒绝累计异常回报率为零的原假设,说明重大突发公共卫生事件确实对上市企业造成了负面的股价影响。捐赠均值为0.109,标准差为0.312,说明事件期内我国上市企业的捐赠水平较低且存在较大差异。

图1反映了重大突发公共卫生事件发生前后捐赠企业与未捐赠企业的每天累计平均异常收益率对比状况。由图1可知,在重大突发公共卫生事件未发生前,离事件日越远,两类企业的累计平均异常收益率差距越小,但是随着时间越来越靠近事件日,疫情信息渐渐开始被人们了解,捐赠效应开始发挥作用并且越靠近事件日效用水平越大,两类企业的累计平均异常收益率差距开始慢慢显现。在重大突发公共卫生事件发生后的第二天,两类企业的累计平均异常收益率出现明显差距,疫情严重的信息使股民对未捐赠上市企业的未来非常不自信且抱有负面评价,这类企业获得急速上升的负向累计平均异常收益率。相反,捐赠企业的捐赠行为向外界发出企业目前处于

表2 描述性统计结果

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$CAR[-10,10]$	-0.019	0.137	-0.043	-0.284	0.445
$CAR[0,10]$	-0.016	0.091	-0.035	-0.185	0.309
<i>Donation</i>	0.109	0.312	0.000	0.000	1.000
<i>Lev</i>	0.435	0.213	0.419	0.063	0.950
<i>Zcsy</i>	0.026	0.093	0.034	-0.432	0.209
<i>Indr</i>	0.379	0.054	0.364	0.300	0.571
<i>Soe</i>	0.335	0.472	0.000	0.000	1.000
<i>Yqdz</i>	0.016	0.125	0.000	0.000	1.000
<i>Yqhy</i>	0.070	0.255	0.000	0.000	1.000
<i>Shrcr1</i>	0.329	0.147	0.303	0.088	0.733
<i>Size</i>	22.276	1.388	22.073	19.734	26.647
<i>HHI</i>	0.130	0.125	0.082	0.028	0.710
<i>Tran</i>	2.969	0.679	3	1	4
<i>ICI</i>	6.046	1.813	6.598	0	8.138

表3 2个不同事件窗口期的累计异常收益率的显著性

	Coef.	T值	P > t
$CAR[0,10]$	-0.014	-7.440	0.000
$CAR[-10,10]$	-0.018	-6.470	0.000

良好的经营状况对未来充满信心的信号以及高度的社会责任感,所以股民对这类企业的未来经营状况和企业价值持乐观态度,这类企业获得正向累计平均异常收益率。因此,重大突发公共卫生事件发生后,上市企业捐赠行为会对其股票价格产生正面影响。

(二) 回归分析

为检验假设 1,以捐赠为解释变量,疫情暴发后的股票累计异常收益率为被解释变量进行回归分析,结果如表 4 所示。由表 4 可知,在发生重大突发公共卫生事件的背景下,[-10,10]和[0,10]2 个窗口期计算的 CAR 与上市企业捐赠行为的系数分别为 0.024,0.018 均在 1% 水平上显著,这再次表明上市企业捐赠行为会正向影响企业股票价格。H1 得到支持。

为了检验企业自身性质在企业捐赠与股价关系中的调节作用,本文将总样本按不同的企业性质和行业性质分别进行分组回归,回归结果见表 5。由表 5 可知,在非国有企业组,捐赠的两个回归系数均在 1% 的水平上显著为正,但在国有企业组不显著,说明重大突发公共卫生事件发生后,相较于国有企业,非国有上市企业的捐赠行为对其股票价格的正向影响更显著,H2 得到支持。在受疫情负面影响非严重行业组,捐赠的两个回归系数均在 1% 的水平上显著为正,但在受疫情负面影响严重的行业组不显著,说明重大突发公共卫生事件发生后,相较于受疫情负面影响严重行业的上市企业,受疫情负面影响非严重行业上市企业的捐赠行为对其股票价格的正向影响更显著,H3 得到支持。

为了检验企业内部特征在企业捐赠与股价关系中的调节作用,本文将总样本按信息披露质量和内部控制质量高低分别进行分组回归,回归结果见表 6。由表 6 可知,在信息披露质量高组,捐赠的两个回归系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为正,但在信息披露质量低组不显著,说明重大突发公共卫生事件发生后,相较于信息披露质量低的企业,信息披露质量高的企业的捐赠行为对其股票价格的正向影响更显著,H4 得到支持。在内部控制质量高组,捐赠的两个回归系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为正,但在内部控制质量低组不显著,说明重大突发公共卫生事件发生后,相较于内部控制质量低的上市企业,内部控制质量高的上市企业的捐赠行为对其股票价格的正向影响更显著,H5 得到支持。

为了检验企业外部环境在企业捐赠与股价关系中的调节作用,本文将总样本按所在地区疫情严重程度和产品市场竞争高低分别进行分组回归,回归结果见表 7。由表 7 可知,在疫情非严重地区组,捐赠的两个回归系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为正,但在疫情严重地区组不显著,说明重大突发公共卫生事件发生后,相较于疫情严重地区企业,疫情非严重地区企业的捐赠行为对其股票价格的正向影响更显著,H6 得到支持。在产品市场竞争低组,捐赠的两个回归系数均在 1% 的水平上显著为正,但在

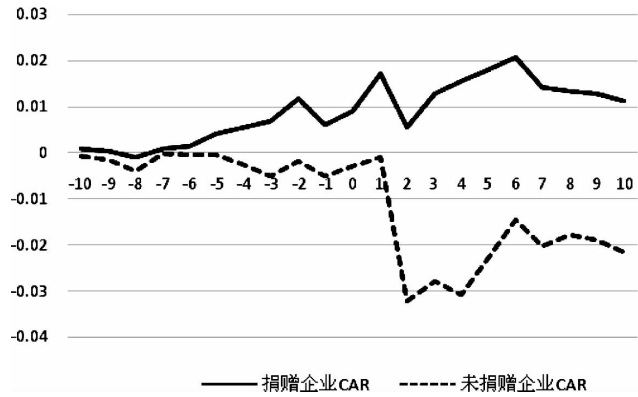


图 1 捐赠企业与未捐赠企业在重大突发公共卫生事件发生前后累计平均异常收益率

表 4 捐赠对重大突发公共卫生事件后股价的影响

变量	CAR[-10,10]	CAR[0,10]
Donation	0.024 *** (2.680)	0.018 *** (2.920)
Zcsy	0.312 *** (10.030)	0.074 *** (3.530)
Shrcr1	-0.041 ** (-2.260)	-0.024 * (-1.930)
Size	0.007 *** (2.810)	0.006 *** (3.620)
Indr	0.028 (0.580)	-0.023 (-0.730)
Lev	0.001 (0.050)	0.000 (0.020)
_Cons	-0.163 *** (-2.69)	-0.087 ** (-2.12)
Code	控制	控制
Area	控制	控制
N	2707	2707
Adj_R ²	0.097	0.056
F 值	6.400 ***	3.950 ***

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。括号内为t值。下同。

吕 英,张凤琪:重大突发公共卫生事件背景下企业捐赠对股价的影响

产品市场竞争高组不显著,说明重大突发公共卫生事件发生后,相较于产品市场竞争高的上市企业,产品市场竞争低的上市企业的捐赠行为对其股票价格的正向影响更显著,H7 得到支持。

表 5 企业自身性质的调节作用(简表)

变量	国有企业		非国有企业		受疫情负面影响 严重行业		受疫情负面影响 非严重行业	
	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]
<i>Donation</i>	0.010 (0.770)	0.008 (0.890)	0.032*** (2.610)	0.023*** (2.790)	0.028 (0.930)	0.035 (1.590)	0.026*** (2.880)	0.017*** (2.710)
<i>_Cons</i>	0.053 (0.63)	0.011 (0.20)	-0.346*** (-3.87)	-0.164*** (-2.72)	0.010 (0.08)	0.041 (0.42)	-0.062 (-1.10)	-0.057 (-1.51)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	906	906	1801	1801	189	189	2518	2518
Adj_R ²	0.066	0.049	0.105	0.057	0.147	0.088	0.076	0.026

表 6 企业内部特征的调节作用(简表)

变量	信息披露质量高		信息披露质量低		内控质量高		内控质量低	
	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]
<i>Donation</i>	0.020** (2.15)	0.020*** (3.10)	0.006 (0.05)	0.013 (0.67)	0.025** (2.50)	0.019*** (2.95)	0.030 (1.29)	0.016 (0.96)
<i>_Cons</i>	-0.164** (-2.40)	-0.124*** (-2.68)	-0.120 (-0.79)	0.007 (0.06)	-0.171** (-2.33)	-0.107** (-2.18)	-0.095 (-0.78)	-0.006 (-0.07)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2213	2213	491	491	2066	2066	641	641
Adj_R ²	0.0757	0.0597	0.129	0.0400	0.0691	0.0549	0.0791	0.0158

表 7 企业外部环境的调节作用(简表)

变量	受疫情负面影响 严重地区		受疫情负面影响 非严重地区		产品市场竞争度高		产品市场竞争度低	
	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]	CAR[-10,10]	CAR[0,10]
<i>Donation</i>	0.027 (0.650)	0.014 (0.500)	0.019** (2.100)	0.016*** (2.660)	0.002 (0.16)	0.006 (0.52)	0.031*** (2.85)	0.022*** (2.98)
<i>_Cons</i>	-0.901** (-2.10)	-0.952*** (-3.33)	-0.213*** (-3.57)	-0.109*** (-2.71)	-0.130 (-1.43)	-0.082 (-1.27)	-0.199** (-2.50)	-0.089* (-1.66)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	43	43	2664	2664	688	688	1998	1998
Adj_R ²	0.460	0.498	0.081	0.047	0.0923	0.0733	0.102	0.0529

(三) 稳健性检验

为了保证实证结果的可靠性,本文进行了以下稳健性检验:

1. 构建双重差分模型

双重差分法可以很大程度上避免内生性的问题,因此,本文采用双重差分法(DID)验证捐赠的实际效果。将捐赠企业设立为实验组,未捐赠企业设立为对照组,构建如下模型:

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Donation_{it} + \alpha_2 Control_{it} + \mu_i + \theta_t$$

其中 $CAR_{it} = \sum_{-10}^t AR_{it}$, $t \in [-10, 10]$ 。 $Donation_{it}$ 为核心变量,若企业针对疫情进行过捐赠,则捐赠的那一天以及随后事件期均取值为 1,捐赠以前以及未进行过捐赠的企业均取值为 0。 $Control_{it}$ 为每日累计确诊人数(*patient*) 即企业所在省份的每日累计确诊人数加 1 并取对数和日市场收益率(*dret*) 即流通市值加权平均市场日收益率。 μ_i 为企业固定效应, θ_t 为时间固定效应。回归结果显示, $Donation$ 的系数均在 1% 的水平上显著为正,证实企业捐赠可以正向影响企业股票价格,与 H1 结论保持一致。

2. 剔除其他因素影响

在疫情期间企业捐赠可能会受到企业业绩和企业抵抗疫情能力的影响,疫情期间有良好预期的行业或企业,其业绩和抗疫能力都相对较高,因此,本文为排除这部分因素,采用了两种方法进行验证:(1)剔除原样本中可能引起投资者的良好预期的行业或企业^[35]。第一,行业角度,剔除医药制造业,化学纤维制造业,互联网和相关服务,软件和信息技术服务业,卫生,广播、电视、电影和影视录音制作业6个行业,对样本重新进行回归。第二,企业角度,剔除选股宝网站概念板块中的新冠病毒防治、防护服、呼吸机、流感/口罩和远程办公5个相关概念的企业,对样本重新进行回归。(2)在稳健性检验部分,替换原来控制变量资产收益率为总资产收益率,对样本重新进行回归,结果与前述分析结果基本一致。

3. 替换被解释变量和剔除金融行业

以估计期为 $[-120, -20]$,事件期为 $[-8, 8]$ 、 $[0, 11]$,重新计算被解释变量CAR,将其与捐赠行为重新进行回归。考虑金融行业的特殊性,删去金融行业,其余变量不变,对样本重新进行回归,结果与前述分析结果基本一致。限于篇幅,具体结果未列示,备索。

(四) 拓展性分析

在前文的分析中,本文发现在重大突发公共卫生事件发生后,企业捐赠对其股票价格有显著的正向影响,但是,捐赠的积极作用可以一直持续下去吗?会随着时间的发生怎样的变化呢?因此,本文进一步探究企业的捐赠行为是否也会对其长期股票价格产生影响。为了验证此关系,我们按照前文的思路,利用事件研究法计算了事件发生后企业50天、100天、150天的CAR,实证结果显示捐赠对长期的股票价格没有显著影响,具体结果如表8。出现这种现象的原因可能主要有两点:第一,企业股价的影响因素很多,捐赠事件发生一段时间后,股价会相继受到其他因素的影响,减弱了捐赠对股价的影响效应。第二,如今处于资讯和信息分秒间不断更新的时代,公众对于某一事件的关注时间不会太长,捐赠事件所能维持的可能只是一个短期的效应,时间长以后公众就会淡忘。因此,企业的捐赠并不能只做一次就期待获得市场长期的正向影响,而是应该持续长期地履行社会责任以获得公众和资本市场的认可和赢得可持续的竞争力。

表8 捐赠对重大突发公共卫生事件后长期股价的影响(简表)

变量	CAR[1,50]	CAR[1,100]	CAR[1,150]
<i>Donation</i>	0.006 (0.320)	0.023 (0.890)	0.015 (0.410)
<i>_Cons</i>	0.504 *** (4.13)	0.335 * (1.94)	0.971 *** (4.02)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
N	1598	1598	1598
Adj_R ²	0.022	0.007	0.058

六、结论性评述

本文以2020年沪深两市A股上市企业为主要样本,探究重大突发公共卫生事件发生后,企业捐赠行为对股票价格的影响,最终得出以下研究结论:(1)重大突发公共卫生事件发生后,企业捐赠行为对其股票价格有显著正向影响。(2)重大突发公共卫生事件发生后,企业捐赠对股票价格的影响在不同企业存在差异。国有企业、受疫情负面影响严重行业的企业、内部控制质量低的企业、信息披露质量低的企业、疫情严重地区所在企业、产品市场竞争度高的企业,捐赠对股价的提升作用不显著。(3)重大突发公共卫生事件发生后,企业捐赠行为对其长期股票价格没有显著影响。

本文的研究能够带来一定的启示和建议。第一,面对社会公共危机事件时,企业主动承担社会责任既有利于共克时艰、拯救国家于危难,也有利于提振企业形象、赢得利益相关者的认可,从而得到市场的积极回应,提升企业价值。第二,企业捐赠决策要与企业实力和面临的环境相匹配。在环境不确定或不利的情况下,企业的捐赠行为不但不能赢得利益相关者的认可和支持,反而会给利益相关者留下“战略失衡”或者“混淆视听”的印象,致使捐赠不能取得预期的效果。因此,企业捐赠要根据自身实际情况,量力而为,不可盲目跟风。第三,在面对社会公共危机事件时,企业较高的信息披露质量可以较好地稳

定股价并在企业捐赠后得到正向反馈。因此,好的信息披露质量是企业 and 利益相关者互动共鸣的重要途径。第四,事件捐赠的积极资本市场效应是短暂的,要想获得公众和资本市场长期的认可,企业需要长期持续地履行社会责任。

本研究尚存在如下局限:(1)由于受到样本的限制,本文采用哑变量度量捐赠,未来在样本允许的情况下可以更深入探究捐赠额度差异对企业股价的影响。(2)本文只基于重大突发公共卫生事件这一种危机情境,没有深入探究不同情境下,企业捐赠对股价的影响,对企业的捐赠启示有限。因为不同危机事件的负面溢出效应机制存在差异,所以企业捐赠对股价可能有不同的影响,未来可以探究在多种情境下捐赠对股价的影响。

参考文献:

- [1] 曾春影,茅宁. 女性 CEO 与企业捐赠——基于利他视角的实证研究[J]. 经济管理,2018(1):123-139.
- [2] Sen S, Bhattacharya C B. Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility[J]. Journal of Marketing Research, 2001,38(2):225-243.
- [3] Friedman M. The social responsibility of business is to increase its profits[J]. New York Times Magazine, 2007,13(33):173-178.
- [4] Campbell D, Moore G, Metzger M. Corporate philanthropy in the U. K. 1985—2000 some empirical findings[J]. Journal of Business Ethics, 2002,39(1-2):29-41.
- [5] Porter M E, Kramer M R. The competitive advantage of corporate philanthropy. [J]. Harvard business review, 2002,80(12):56-133.
- [6] Godfrey P C. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. [J]. The Academy of Management Review, 2005,30(4):777-798.
- [7] Mossin J. Aspects of rational insurance purchasing[J]. Journal of Political Economy, 1968,76(4):553-568.
- [8] 朱斌,刘雯. 又红又善:企业政治联系影响企业慈善捐赠的机制分析[J]. 吉林大学社会科学学报,2020(3):215-225.
- [9] Brammer S, Millington A. Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis[J]. Journal of Business Ethics, 2005,61(1):29-44.
- [10] Marquis C, Lee M. Who is governing whom? Executives, governance, and the structure of generosity in large U. S. firms[J]. Strategic Management Journal, 2013,34(4):483-497.
- [11] Werbel J D, Carter S M. The CEO's influence on corporate foundation giving[J]. Journal of Business Ethics, 2002,40(1):47-60.
- [12] Choi J, Wang H. The promise of a managerial values approach to corporate philanthropy[J]. Journal of Business Ethics, 2007,75(4):345-359.
- [13] Haley U C V. Corporate contributions as managerial masques: Reframing corporate contributions as strategies to influence society [J]. Journal of Management Studies, 1991,28(5):485-509.
- [14] Cheng B, Ioannou I, Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance[J]. Strategic Management Journal, 2014,35(1):1-23.
- [15] 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.
- [16] Patten D M. Does the market value corporate philanthropy? Evidence from the response to the 2004 tsunami relief effort[J]. Journal of Business Ethics, 2008,81(3):599-607.
- [17] 石磊,魏玖长,赵定涛. 上市公司灾难捐赠行为对股票价格的影响[J]. 中国科学技术大学学报,2010(6):571-576.
- [18] 胡建军,董大勇,金炜东. 企业社会责任信息披露与股票价格关系研究——沪市民营企业的经验证据[J]. 商业经济与管理, 2013(4):73-80.
- [19] Muller A, Krussl R. Do markets love misery? Stock prices and corporate philanthropic disaster response[C]. Proceedings of the Sixty-Eighth Annual Meeting of the Academy of Management, Anaheim, CA, United States, 2008.
- [20] Seifert B, Morris S A, Bartkus B R. Having, giving, and getting: Slack resources, corporate philanthropy, and firm financial performance[J]. Business and Society, 2004,43(2):135-161.
- [21] 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.
- [22] 马龙龙. 企业社会责任对消费者购买意愿的影响机制研究[J]. 管理世界,2011(5):120-126.

- [23] Zhang Y, Wang H, Zhou X. Dare to be different? Conformity versus differentiation in corporate social activities of chinese firms and market responses. [J]. *Academy of Management Journal*, 2020, 63(3): 717-742.
- [24] 江新峰, 李四海. 大股东持股与企业捐赠行为——基于代理理论的研究[J]. *经济管理*, 2019(7): 154-170.
- [25] 张晨, 傅丽菡, 郑宝红. 上市公司慈善捐赠动机: 利他还是利己——基于中国上市公司盈余管理的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2018(2): 69-80.
- [26] Harrison H, Jeremy C. A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in assets markets[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(6): 2143-2184.
- [27] Dasgupta S, Gan J, Gao N. Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2010, 45(5): 1189-1220.
- [28] 李兰云, 王宗浩, 阙立娜. 内部控制与企业社会责任履行——基于代理成本的中介效应检验[J]. *南京审计大学学报*, 2019(1): 28-36.
- [29] 周竹梅, 郑清兰, 孙晓妍. 内部控制有效性与研发投入强度相关性研究——基于企业社会责任的中介效应检验[J]. *会计之友*, 2019(16): 41-46.
- [30] Bai C E, Li D D, Tao Z, et al. A multi-task theory of the state enterprise reform[J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2000, 28(4): 716-738.
- [31] 焉昕雯, 孔爱国. 管理者能力对企业价值的提升效应——基于市场竞争与地方保护的视角[J]. *复旦学报(社会科学版)*, 2021(1): 172-183.
- [32] 贺宝成, 阮孝青. 产品市场竞争与信息披露违规: 诱发还是治理? ——基于古诺和 Mlogit 模型的分析[J]. *哈尔滨商业大学学报(社会科学版)*, 2020(2): 18-31.
- [33] Jamali D. The case for strategic corporate social responsibility in developing countries. [J]. *Business and Society Review*, 2007, 112(1): 1-27.
- [34] 王艳, 李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效? [J]. *管理世界*, 2017(12): 125-140.
- [35] 李卫兵, 杨咏文. 企业社会责任与股票收益率: 利他与利己能兼顾吗? ——来自新冠肺炎疫情期间的证据[J]. *南方金融*, 2021(4): 56-70.

[责任编辑: 黄 燕]

The Impact of Corporate Donations on Stock Price in the Context of Major Public Health Emergency ——Group Test Based on Enterprise Heterogeneity

LYU Ying, ZHANG Fengqi

(School of Economics and Management, Lanzhou University of Technology, Lanzhou 730050, China)

Abstract: Taking A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges in 2020 as samples, this paper discusses the impact of corporate donations on stock price after major public health emergency. This paper intends to find out whether the effect of donation is significantly different due to enterprise heterogeneity from three dimensions of the nature of the company (property right nature, industry nature), internal characteristics (internal control quality, information disclosure quality), as well as external environment (product market competition, the severity of the epidemic in the region). The empirical results show that in the context of major public health emergency, corporate donation has a significant positive impact on stock price, and further research reveals that this relationship is affected by enterprise heterogeneity. Specifically, state-owned enterprises, enterprises in industries severely affected by the epidemic, enterprises with low quality of internal control, enterprises with low quality of information disclosure, enterprises in areas severely affected by the epidemic, and enterprises with high level of competition in the product market have no significant effect on the elevation of stock price.

Key Words: corporate donation; stock price; major public health emergency; moral capital; social capital; corporate reputation; COVID-19 pandemic