

社会监督力度与捐赠管理模式

——基于上市公司对外捐赠的理论与实证

顾振华^a,高翔^b,王展^b

(a. 上海商学院 商务经济学院,上海 200235;b. 上海商学院 财务金融学院,上海 200235)

[摘要]为了探究社会监督力度加大能否促使企业从直接捐赠转向慈善机构托管,首先在跨期非合作博弈分析框架下,从预期收益和监督成本两个角度阐释了捐赠管理模式的选择逻辑;随后利用 2006—2018 年中国上市公司数据开展了实证检验。结果表明:第三方机构的存在会影响企业的捐赠意愿,公众对企业关注度增强时,相关第三方的运作会更透明,捐赠方将倾向于信任慈善基金的管理能力;当上市公司面对较为严格的社会监督时,它们会选择慈善组织代为完成对外捐赠行动;上市公司的治理水平和监督效率发挥了媒介作用。

[关键词]对外捐赠;捐赠管理模式;社会监督;Heckman 两步法;社会责任;监管成本

[中图分类号]F276 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2022)04-0076-14

一、引言

2019 年底爆发的新冠肺炎疫情给全球发展带来了巨大挑战。我国社会各界团结一致,表现令人刮目相看。上市公司的对外捐赠无疑是抗击疫情的重要力量。面对大量的捐款和捐物,除慈善总会和各级政府外,民间组织与互联网平台也参与了捐赠的调配、使用和监督,因此,采取高效的捐赠管理模式就显得尤为重要。学术界有关企业捐赠和社会责任的研究已经不胜枚举,但目前聚焦于捐赠管理模式问题的分析还尚不多见,大多数文献都着眼于捐赠动机和效果,其实这两者均与模式有着潜在联系。合理的模式能增强企业捐款的动机;有效的监管能提升企业捐款的效果。因此,以社会监督为切入点,在理论和实证上对捐赠治理进行深入探究,无论是对于学者剖析公司捐赠行为,还是对于政府制定、实施相关政策而言,都具有相当大的实用价值。

基于此,本文先是通过一个跨期非合作博弈分析框架,从预期收益和监督成本的角度推演了社会监督在捐赠方和受赠人之间所起到的作用,且从中提炼出理论假设和推论;随后利用 2006—2018 年中国上市公司数据,以媒体关注度、分析师跟踪量和研究报告数量为社会监督的代理指标,实证检验了第三方机构的存在对于企业捐赠意愿的影响以及社会监督力度的大小对上市公司是否委托慈善机构进行捐赠管理的影响。

本文的贡献在于:第一,在研究视角上,聚焦于上市公司捐赠管理模式的影响因素分析,补充了目前学术界对捐赠总量和捐赠形式的研究;第二,在研究结论上,突出了以媒体关注为代表的社会监督在上市公司捐赠行为中的重要性,强调了它不仅会改变最终的捐赠结果,还会影响捐赠实施的过程,为如何加快全方位构建上市公司社会责任体系提供了一条新的思路;第三,在研究方法上,使用了一个简明的跨期非合作博弈模型,以预期收益和监督成本为切入点,讨论了社会监督与上市公司捐赠管理模式之间的关系,并利用 Heckman 两步法以及联立方程组等能缓解内生性问题的计量手段检验了此潜在联系,给相关研究提供了一个参考。

二、文献综述

在我国,当面对自然灾害、扶贫救济或者社会安全等问题时,慈善捐赠已经逐步成为财政拨款外的一项重要资金来源,发挥着不可替代的作用^[1]。

[收稿日期]2020-12-23

[基金项目]国家自然科学基金青年项目(71501117)

[作者简介]顾振华(1987—),男,江苏常州人,上海商学院商务经济学院讲师,博士,从事商务经济学研究;高翔(1983—),男,陕西西安人,上海商学院财务金融学院副教授,从事国际金融学研究;王展(1986—),男,辽宁大连人,通讯作者,上海商学院财务金融学院讲师,博士,从事投资组合和资产定价研究,E-mail:zhanwang@sbs.edu.cn。

(一)上市公司对外捐赠的影响因素

从利己角度而言,有的学者将对外捐赠看作是企业与政府之间产生一种“互惠双赢”关系的媒介,政府获得了企业的捐赠资金,而企业则获得了政府在融资和补助上的支持^[2-3]。有的学者则从委托代理的角度入手,发现企业实际控制人以对外捐赠作为手段,在提升自身利益的同时,导致其他权益相关者受损,实际控制人对企业的控制程度越强,则捐赠意愿越充分^[4-5]。还有的学者将捐赠行为和企业业绩挂钩,在他们看来,捐赠是一种信号,捐赠的越多就越能向投资者证明企业的良好业绩,让投资者越加信赖企业^[6-7]。从利他角度而言,政府为了展现出其负责任的态度,有时会通过摊派、沟通或者合作督促上市公司进行捐赠,上市公司一方面出于人道主义等利他因素的考虑,另一方面则出于政企关系的考虑,会履行相应的社会责任^[8-9]。与此同时,通过对企业性质和制度环境的分析可以发现,当企业是国有企业或者由政府参股时,该企业就和政府形成了天然的“血缘”关系,其行为准则除了以维护利益为目标外,还会保有提升社会福利的动机^[10-12]。

(二)社会监督对捐赠的作用

公司控制人和股东之间、捐赠者和受赠人之间以及企业与政府之间都容易产生委托代理问题。此时,公司治理水平的高低将显得非常重要,内部监督机制完善的企业能在更大程度上缓解该问题^[13]。然而,随着自媒体的迅速发展,社会舆论的监督越来越受到重视,在党的十八大报告中,舆论监督与党内监督、民主监督和法律监督一起构成了四种基本监督形式。对于上市公司而言,由于每家公司几乎都是细分行业的龙头,这些企业包括对外捐赠在内的各类行为一直以来都是社会关注的重点^[14-15]。

徐莉萍等考察了媒体关注与我国上市公司在汶川地震中捐赠表现之间的联系,发现来自社会的压力提高了上市公司捐赠的可能性,这种影响在非国有企业以及直接出售产品给消费者的上市公司样本中更加显著^[16]。高洁等则从社会幸福感入手,分析了上市公司所在地区的幸福感在媒体关注度与捐赠之间的调节作用,他们认为,当社会幸福水平达到一定程度,媒体关注的增加会带来更多捐赠^[17]。Flammer 和 Kacperczyk 认为媒体对于企业捐赠行为的关注,有助于提高员工的认同感和责任感,使员工的工作效率和工作规范得以提升,因此媒体关注事实上起到了监督作用^[18]。欧锦文等将媒体关注、对外捐赠和企业创新相结合,揭示了三者之间互相促进的关系^[19]。

除了媒体关注之外,分析师的跟踪报道以及定期发布的研究报告同样是社会监督的重要形式。李琳和张敦力将分析师跟踪报道视为公司治理的一种外部监督手段,它的存在会对上市公司的内部人交易起到制约作用^[20]。刘惠好和杜小伟在实证研究中将研究报告出具的数量作为度量创业板、主板和中小板上市公司市场受关注度的指标之一^[21]。

(三)捐赠管理模式的选择动因

1. 慈善机构管理捐赠的优势所在

概括起来看,相比由企业寻找受赠人,并将捐赠物品和资金直接交付,慈善机构的优势主要体现在法律制度、管理模式和人员规模与素质这三个方面,这些优势保障了慈善机构的运作能够更加公开、透明和高效。郑功成认为我国慈善事业的基本制度已初步建立,慈善机构的经营和管理开始趋于规范^[22]。蔡明章等发现,与普通企业或者传统第三方机构相比,互联网慈善机构创新性地将大数据和人工智能等技术应用于管理模式改造,让整个捐赠过程难以伪造,可溯源^[23]。在人员规模和素质方面,吴建清认为,近年来大量青年志愿者的加入有效缓解了过去慈善机构人力不足的困境^[24];Carroll 和 Kachersky 也提出,一定数量和素质的志愿者参与将会对慈善捐赠的预期效率带来有益影响^[25]。

2. 选择慈善机构给上市公司带来的益处

基于慈善机构的三大优势,在社会监督趋严的环境下,将捐赠交给慈善基金管理是一种优势大于劣势的均衡结果,第三方机构与捐款公司之间利益不一致的缺点能得到抑制,而其管理高效、经验丰富、成本可控的优点则帮助上市公司树立了负责任和高效率的公众形象。欧锦文和戴维奇等将媒体关注对上市公司的作用称为“烙印效应”,即上市公司会在聚光灯下树立自己的正面形象,避免被打上“赚快钱”的烙印^[19,26],这样不仅有利于维护其良好的业绩,也有利于未来的长期发展。Gilbert 和 Hrdlicka 以及 Gao 等将基金会视为一种非营利机构的形式,捐赠人是否要聘任基金会来对捐款进行管理,还是直接由自己来管理,取决于基金会能否给捐赠方带来他们想要的回报,在同等条件下,他们会把更有投资经验的基金会作为首选^[27-28]。除了收益方面给上市公司带来帮助,趋严的社会监督也有利于上市公司降低监督成本,缓解慈善机构发生委托代理问题的可能性。徐莉萍等在

分析我国上市公司在汶川地震中的捐赠表现时指出,媒体关注是舆论监督的一种形式,它一方面直接对企业对外捐赠行为产生直接的监督作用;另一方面也帮助企业拥有更高的治理水平,让员工更有认同感和责任心,形成自律式的监督体系,这两者都将降低企业对慈善机构的监督成本^[16]。刘蕾提出当发生重大事件而引起大量捐赠时,公众注意力一方面聚焦于事件与捐赠本身,另一方面则会分配给管理捐赠的慈善机构,它们的公开性、透明性、规范性和执行率都会被追踪,这就分担了捐赠人对慈善机构的监督成本,促使捐赠人选择慈善机构进行经营管理^[29]。

上述研究均是本文的重要基础,而本文则对它们进行了有益的拓展或者补充。

三、理论模型

(一)基本设定

在一个规范的利他主义理论框架内,为分析上市公司在社会监督下面对不同捐赠模式的权衡,本文设立了一个包含三个主体的跨三阶段模型。模型中的四个利益主体分别为:捐赠方企业 D 、受赠方单位 S ,第三方慈善机构 F 以及一个社会监督主体。前两个阶段仅牵涉到前三者,且它们均仅在第三阶段才会考虑对捐赠本金和收益的使用,社会监督主体的加入影响的仅是最后捐赠方企业的选择。第一阶段涉及捐赠方企业对是否捐赠的决策,若是捐赠方企业决定捐赠,则进行捐赠款项数额的决策,第二阶段涉及上市公司对捐赠数额和捐款管理权归属的决策以及托管机构对捐款主动管理和收益偿付的决策。

在企业社会责任驱使下,假设捐赠方企业在第一阶段决定捐赠并在第二阶段拨出 x 单位的禀赋作为拟捐赠款项。由于上市公司开展捐赠活动的目的是为了承担其相应的社会责任而非获取短期利润,因此我们假设捐赠方企业的目标方程是一个利他型的偏好 $u(x_D, x_S)$,其中 x_D 表示捐赠者方企业对未捐出禀赋在第三阶段数额的内部消耗, x_S 则表示受赠方单位使用已接受捐款在第三阶段数额的费用支出。 $x = x_D + x_S$ 。利他型偏好的特点为:被受赠方单位支出掉的数额也属于捐赠方企业效用函数的一部分。此函数还满足:① $u'_i > 0, \mu'' < 0, i \in (D, S)$,其中 u'_i 和 u'' 分别表示 $u(\cdot, \cdot)$ 对参数 i 的一阶和二阶导数;② $u''_{DS} = 0$,具有分离可加性。捐赠方企业在第二阶段投入1单位本金就可在第三阶段得到 θ_D 单位的毛收益, θ_D 是一个随机变量,它在正实数集合 R^+ 上的密度和分布函数为 g 和 G 。捐赠方单位在第二阶段进行捐赠时可以决定直接捐给受赠方,也可以将捐款委托给第三方慈善机构来管理。慈善机构的偏好是风险中性的,因此其效用函数是线性的 $v(x_F)$,其中 x_F 也是受托的慈善机构在第二阶段的消费。慈善机构在第二阶段除了拥有一个保留效用 \bar{v} 外,还有能力利用捐款进行统筹调配,在托管期间获得一定收益,在第一阶段投资 x 单位,该组合就会在第二阶段带来 $x\theta_p$ 单位的回报。 θ_p 同样是一个随机变量,它在正实数集合 R^+ 上的密度函数为 h ,分布函数为 H 。相比于捐赠双方,托管机构一般是在政府相关部门注册的慈善或者其他公益机构,具有较丰富和规范的管理知识、经验和财务信息,且能接触到更广的其他渠道和资源,但这也使得托管机构会要求一定数额的报酬。当慈善机构观察到捐款回报 θ_F 的实现值时,就会向捐赠方单位发出一个信号 $\omega \in R^+$,要求捐赠方企业授权自己根据此信号来分配报酬。

本文之所以认为第三方慈善机构在捐款的经营管理上具有较高质量和效率是因为:第一,慈善机构的法律制度逐步建立。2016年9月我国首部慈善法——《中华人民共和国慈善法》(以下简称《慈善法》)开始实施,该法不仅明确了慈善行为的定义和范畴,还设定了统一和具体的相关制度,规范了慈善机构的经营管理,保护了慈善机构、捐赠人、志愿者、受赠人等慈善活动相关者的合法权益。在此基础之上,中央和各级地方政府也都提出了相应的实施办法,大力推动了该法律的落地实施,据2018年《中国慈善捐助报告》的统计,在《慈善法》颁布后,民政部等部门联合各地方政府共出台14项配套措施,为我国慈善事业构建起了日益完善的法律制度。相比企业而言,慈善机构的行为有法可依,有法保障,同时也有法监督,这保证了它们的运营质量。第二,慈善机构的管理运营模式不断创新。在“互联网+”和数字经济快速发展的背景之下,在线募捐、网络发布以及平台治理等新兴慈善模式不断涌现。根据2018年《中国慈善捐助报告》的数据,2018年民政部备案的20家网络慈善平台共获得捐助31.7亿元,同比增加26.8%。这些网络平台均依据《公开募捐平台服务管理办法》设置了在线投诉、财务披露以及“冷静器”等在线管理新功能。正如蔡明章等所言,与普通企业相比,新技术一方面提升了慈善机构的透明度,另一方面降低了交易成本,这使得它们的管理运营更有效^[23]。第三,慈善机构的人员规模和

素质日益提高。根据《慈善蓝皮书:中国慈善发展报告(2019)》的数据,截至2018年底,我国从事慈善等服务工作的志愿者人数达到约2亿人次,志愿服务的总贡献时间达到22亿小时,总贡献价值800多亿元。可以说,近年来大量志愿者的加入,有效缓解了过去慈善机构人力不足的困境^[24]。除了人员数量之外,慈善机构人员的基本素质、专业性和持续性也都保持增长态势,经过蓝皮书团队的调研,在其研究的慈善机构中,有79.1%的组织为员工或志愿者提供基础培训,56.6%的组织有针对性地提供服务所需的专业技能培训,超过30%的组织会为员工或者志愿者提供监督、辅助、效果评估与反馈服务。

下图1从数据的角度验证了上述分析中的观点。图1报告了2009—2018年各家披露社会责任报告的上市公司在润灵环球评级机构中的得分。其中,相比直接捐赠给受捐对象的企业,将捐赠项目中部分或者全部交由慈善机构进行管理的上市公司每年都会获得较高的评分,该结果从数据的角度初步论证了慈善机构在捐赠项目的管理绩效上确实存在一定优势。这是因为,在润灵环球的社会责任报告评级中,上市公司有关公益捐赠的信息披露情况、捐赠金额的多少以及项目绩效是其评分的重要依据。正如侯俊东和庄小丽所言,追求运作效率正是捐赠者不断捐赠给慈善机构的原因^[30]。

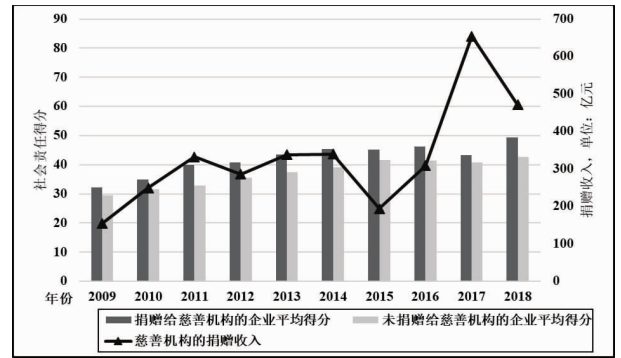


图1 社会责任得分与慈善机构收入
资料来源:润灵环球社会责任报告评级数据库,基金会中心网。

(二)情形一:捐赠方不得委托第三方慈善机构管理捐款

本文考察在第三方慈善机构无权管理捐款的情况下捐赠方的决策结果。为方便起见,令捐赠方采取如下的效用函数具体形式: $u(x_D, x_S) = u(x_D) + \mu u(x_S)$,其中 $\mu > 0$ 表示捐赠方对受赠方单位捐款消耗的重视程度权重,其中 $u(x_D)$ 和 $u(x_S)$ 都满足常相对风险规避效用函数的要求。只要上一节中捐赠两方的效用函数特征是满足的,那么效用函数的具体形式并不会改变之后得出的结论。在下列模型刻画中,捐赠方指的就是上市公司。

如果捐赠方在第一阶段决定于第二阶段对受赠方进行捐款,在不得雇佣慈善机构的情况下,受赠方需要自行管理捐款,其可接触到的项目是在第二阶段投入 x 单位的禀赋就可以在第三阶段获得 $x\theta_S$ 单位的回报, θ_S 是一个随机变量,它在正实数集合 R^+ 上的密度函数为 k ,分布函数为 K 。在决定受赠方单位自行支配使用捐款后,捐赠方会决定捐赠的具体数额,令 $\alpha_1 \in [0, 1]$ 表示捐赠方在第二阶段提供捐款时,捐款额占到拟捐赠初始禀赋的比例。在第三阶段,捐赠方对未捐出禀赋的消费额应为 $x_D = (1 - \alpha_1)x\theta_D$,而受赠方单位对已接受捐款的消费额则为 $x_S = \alpha_1 x\theta_S$ 。据此,捐赠方将会在受赠方单位进行管理投资前就选择一个最优的捐款比例来最大化其在第三阶段的预期效用:

$$U_1 = \max_{\alpha_1 \in [0, 1]} \int_{\theta_S=0}^{\infty} \int_{\theta_D=0}^{\infty} \{ [(1 - \alpha_1)x\theta_D] + \mu u[\alpha_1 x\theta_S] \} dG(\theta_D) dG(\theta_S) \quad (1)$$

通过对上式(1)求导可以得到:

$$\frac{dU_1}{d\alpha_1} = -u'(1 - \alpha_1) + \mu u'(\alpha_1) = 0 \quad (2)$$

由于 $\mu'' < 0$, $\mu u'(\alpha_1)$ 和 $u'(1 - \alpha_1)$ 均为单调函数,因此满足其相等的解唯一。通过式(2)可知,当捐赠方不得慈善机构来管理捐款,捐赠方在第二阶段进行捐赠时,其最优捐赠比例 α_1 等于一个固定的数值。基于上述理论模型推导以及理论阐释,可以提出下列在情形一下有关捐赠额度大小的假设1,待使用计量方法检验。

假设1:捐赠方不雇佣慈善机构进行捐赠管理时,捐赠方拥有一个最优捐赠额。

在没有雇佣慈善机构等职业管理者的情况下,捐赠方和受赠方之间不存在中间机构,捐赠过程中的效率问题由捐赠方负责解决,而捐赠发生后,捐赠额度也由受赠方按照需要自行分配使用。此时,由于不存在中间机构,捐赠方无须考虑可能出现的委托代理问题,其效用函数的大小主要取决于捐赠方和受赠方自身的效用形式,由于调研并实施捐赠本身是存在一定消耗的,因此存在一个最优捐赠额,其能最大化捐赠方效用。

(三)情形二:捐赠方可以委托慈善机构来管理捐款

本文考察捐赠方可以雇佣慈善机构的情况,虽然慈善机构具有丰富的管理经验,但这种安排可能会导致委

托代理问题。假设慈善机构是追求自身利益最大化的,当存在信息不对称时,为了督促慈善机构汇报其真实的捐款使用结果,捐赠方会基于其所汇报出来的信号,与其签订一份管理外包合同。就合同具体内容而言,如果信号的数值低于可接受的最低要求,捐赠方就会要求对慈善机构进行实质上的监督,并产生额外成本;反之,捐赠方便会信任慈善机构的说法,不进行监督。每当捐赠方进行监督时,需要为每单位的投资额付出 c 的成本, c 的数值取决于捐赠方进行监督时的努力程度。而慈善机构也会选择是否付出努力,以达到一个更高的收益水平。受赠方与慈善机构之间的这种委托代理关系遵循的标准是“有成本状态验证”理论。为简化模型,本文用慈善机构收益水平 θ_p 作为信号值。依据该理论,慈善机构对受赠方的最优偿付策略应该为:

$$\theta_T = \min \{ \theta_p, \hat{\theta} \} \tag{3}$$

式(3)表明:当慈善机构发出的信号小于阈值 $\hat{\theta}$ 时,捐赠方就会对慈善机构采取监督,此时真实的回报便成了公开信息,慈善机构不得向受赠方单位报告其真实的用途,并偿还真实的回报 θ_p ,但当信号大于 $\hat{\theta}$ 时,受赠方就会选择信任慈善机构,此时,慈善机构由于追求利益最大化,只会选择向作为委托人的受赠方支付其所要求的收益水平 $\hat{\theta}$ 。对于慈善机构来说,若其选择努力,出现较高信号 $\hat{\theta}$ 的概率为 p ,出现较低信号 θ_p 的概率为 $1-p$;若慈善机构选择不努力,出现较高信号 $\hat{\theta}$ 的概率为 q ,出现较低信号 θ_p 的概率为 $1-q$, $0 < q < p < 1$ 。因此,捐赠方和第三方慈善机构的信号博弈模型可由下图 2 表示。给定捐赠方在第二阶段捐赠了 α_2 单位的捐款,并且委托慈善机构来对捐款进行管理。如果该机构在第三阶段可以获得真实回报为 $x\theta_p\alpha_2$,那么,根据式(3),在该机构偿付受赠方之后,受赠方在第三阶段能花费的数额就为 $x_s = \min \{ \theta_p, \hat{\theta} \} x\alpha_2$,且慈善机构的消费为 $x_F = \max \{ 0, \theta_p - \hat{\theta} \} x\alpha_2$ 。另外, $x_s + x_F = x\theta_p\alpha_2$, $\theta_p \in R^+$ 。

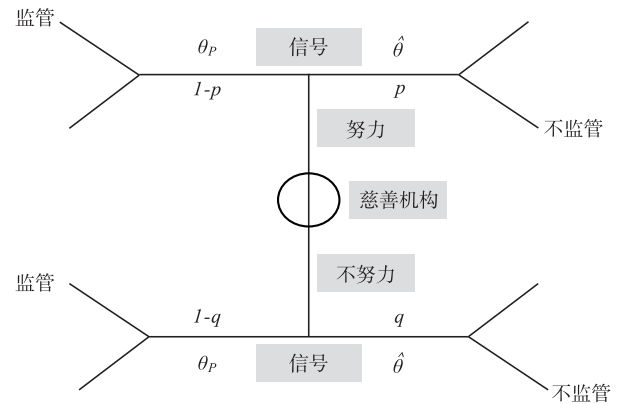


图 2 信号博弈模型示意图

资料来源:作者根据理论模型设定制作

假设由慈善机构管理的捐款额度具备如下单调性质: $h(\theta_p)/[1-H(\theta_p)]$ 是关于真实回报 θ_p 的严格递增函数,其中 h 是捐款回报的密度函数, H 是捐款回报的分布函数。由于在式(3)的最优支付策略下,慈善机构没有隐瞒真实收益的动机,因此,其发出的信号就应当等于上文中投资组合的回报 θ_p 的实现值,那么,受托管理捐款的慈善机构在第三阶段的效用就可以用下式来描述:

$$v(\hat{\theta}, x, \alpha_2) = \int_{\theta_p}^{\infty} \max \{ \theta_p - \hat{\theta}, 0 \} x\alpha_2 dH(\theta_p) \tag{4}$$

对于慈善机构而言,如果其存在一个保留效用 \bar{v} 的话,则风险中性的慈善机构所追求的效用或利益最大化目标就为 $v \geq \bar{v}$ 。通过式(4)可知,最优偿付策略下的阈值 $\hat{\theta}_v$ 是由下式中的保留效用所决定的:

$$\hat{\theta}_v = v^{-1}(\bar{v}, x\alpha_2) \tag{5}$$

在式(5)中, v 表示慈善机构在第三阶段,基于第一阶段捐款数额 x 和第二阶段捐赠条件 α_2 的效用函数,而 v^{-1} 则是 v 的反函数。

对于捐赠方而言,如果慈善机构发出的信号低于阈值 $\hat{\theta}$,则捐赠方实施监督并付出成本,如果慈善机构发出的信号高于阈值 $\hat{\theta}$,则捐赠方选择信任。由于上市公司捐赠的特殊性,对于捐赠的监督并不完全取决于上市公司本身,交易所、分析师以及媒体也会予以强烈的关注,那么,此时其他监督主体相当于承担了上市公司的监督成本,下一节将对此展开进一步讨论。因此,捐赠方会按照下式(6)来最大化其在第三期的预期净收益:

$$U_2 = \max_{\hat{\theta}, \alpha_2} \int_{\theta_p=0}^{\infty} u[1 - \alpha_2] x\theta_p dG(\theta_p) + \mu \int_{\theta_p=0}^{\infty} u(\min \{ \theta_p, \hat{\theta} \} x\alpha_2) dH(\theta_p) - \int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} cx\alpha_2 dH(\theta_p) \tag{6}$$

式(6)的一阶导数条件为:

$$\frac{dW}{d\hat{\theta}} = u'(\hat{\theta})[1 - H(\hat{\theta})] - cx\alpha_2 h(\hat{\theta}) = 0, \frac{dU_2}{d\alpha_2} = -u'(1 - \alpha_2) + \mu u'(\alpha_2) - cx \int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} dH(\theta_p) = 0 \quad (7)$$

式(7)前半部分决定了捐赠方企业利益最大化条件下的门槛值 $\hat{\theta}_c$,解的隐函数如下所示:

$$\frac{h(\hat{\theta}_c)u'(\hat{\theta}_c)}{1 - H(\hat{\theta}_c)} = \frac{1}{\alpha_2 xc} \quad (8)$$

由单调风险比的假设可知, $\lim_{\hat{\theta}_c \rightarrow \infty} \frac{h(\hat{\theta}_c)u'(\hat{\theta}_c)}{1 - H(\hat{\theta}_c)} = 0$ 以及 $\lim_{\hat{\theta}_c \rightarrow 0} \frac{h(\hat{\theta}_c)u'(\hat{\theta}_c)}{1 - H(\hat{\theta}_c)} \rightarrow \infty$, 因此,式(8)等式的左边是严格

单调的。那么,同时满足捐赠方和慈善机构两者利益最大化条件的最优门槛值就是 $\hat{\theta} = \min\{\hat{\theta}_c, \hat{\theta}_s\}$,且只有一个唯一的门槛值 $\hat{\theta}$ 满足式(3)中的最优偿付策略。

而式(7)后半部分决定了捐赠方单位利益最大化条件下的最优捐赠比例 α_2^* ,解的隐函数如下所示:

$$-u'(1 - \alpha_2^*) + \mu u'(\alpha_2^*) = cx \int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} dH(\theta_p) \quad (9)$$

等式(9)的左边是关于 α_2^* 严格单调递减的,而且 $cx \int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} dH(\theta_p) > 0$ 。那么,相比式(2),当慈善机构存在的情况下,最优捐赠比例将会减小,即 $\alpha_2^* \leq \alpha_1^*$ 。

基于上述理论模型,本文可以提出在情形二下有关捐赠额度大小的假设2,待使用计量方法检验。

假设2:捐赠方雇佣慈善机构进行捐赠管理时,捐赠方的最优捐赠额会有所下降。

考察捐赠方可以雇佣慈善机构来对捐款进行支配管理的情况,虽然慈善机构具有较为丰富的管理经验,但这种安排可能会使得捐赠方单位面临委托代理问题。当捐赠方委托慈善机构管理捐赠时,由于慈善机构同样存在利益最大化的动机,因此它将尽可能满足(3)式给出的最优偿付策略,当捐赠方无法有效地对慈善机构进行监督时,就会发生较为严重的委托代理问题^[13],此时随着捐赠方的捐赠额度提升,其所获得的效用反而会下降。

(四)情形三:比较不同社会监督环境下的两种捐赠管理模式

在我国现有的法律框架下,对外捐赠受到的监督主要包括政府监督、自我监督和社会监督三个方面。从监督的时效性而言,以媒体为代表的社会监督由于是全社会参与,因此无论是在信息传播速度还是信息透明性上都更加具有优势,同时不易引发委托代理问题。结合本文主题,在以下模型中,政府监督和自我监督被假定保持在相对稳定的水平之上,故对于上市公司对外捐赠监督的分析主要针对的是社会监督。

以下理论模型对监督成本和预期效应进行了假设,捐赠方进行监督时为每单位的投资额付出的成本 c 是关于社会监督程度的减函数,慈善机构传达不良信号的概率为 $cx \int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} dH(\theta_p)$,它也是关于社会监督程度的减函数。

对于捐赠方企业来说,选择直接捐给受赠方或是委托慈善机构管理,取决于捐赠方通过两种渠道获得的效用的比较。为了简化模型,本文比较捐赠方企业在第二阶段通过两种渠道捐赠 α_3 单位的捐款的效用差,即:

$$U_2 - U_1 = \mu \int_{\theta_p=0}^{\infty} u(\min\{\theta_p, \hat{\theta}\} x \alpha_2) dH(\theta_p) - u_{\theta_p=0}^{\infty} \ln[\alpha_1 x \theta_s] dG(\theta_s) - \int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} cx \alpha_2 x dH(\theta_p) \quad (10)$$

式(10)右侧的前两项描述了慈善机构相对于受赠方在管理捐款时的收益优势。通常情况下,有:

$\int_{\theta_p=0}^{\infty} \theta_p x dH(\theta_p) > \int_{\theta_s=0}^{\infty} \theta_s x dH(\theta_s)$ 以及 $\int_{\theta_p=0}^{\infty} \hat{\theta}_p x dH(\theta_p) > \int_{\theta_s=0}^{\infty} \theta_s x dH(\theta_s)$ 。而 $\int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} cx \alpha_2 x dH(\theta_p)$ 的存在降低了这种

收益优势。当慈善机构传达的不良信号比例增加导致监督力度大幅度上升时, $\int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} cx \alpha_2 x dH(\theta_p)$ 的数值将会超过

投资收益带来的优势。在此情况下,捐赠方会选择直接捐赠给受赠方。而当上市公司的捐赠行为受到了更多社会

关注,并由此引发了各方对慈善机构的监督时, $\int_{\theta_p=0}^{\hat{\theta}} cx \alpha_2 x dH(\theta_p)$ 的数值会由于信息透明化而下降,从而使捐赠方

更倾向于选择委托慈善机构对捐款进行管理。

通过理论模型的分析可以看到,如果存在某种机制,使得选择慈善机构的收益高于成本,社会监督就会引致捐赠人预期更高收益,同时会降低监督成本,最终使得捐赠者选择慈善机构进行经营管理。那么,上市公司的治理和监督体系就在社会监督和慈善捐赠管理模式之间发挥了媒介作用^[31]。

在 2018 年《中国慈善捐助报告》中,缺乏自律监督仍旧是慈善机构未来需要克服的困难之一,也是捐赠人是否选择慈善机构的因素之一。徐莉萍等在分析我国上市公司在汶川地震中的捐赠表现时指出,媒体关注是舆论监督的一种形式,它一方面直接对企业对外捐赠行为产生直接的监督作用^[16];另一方面也帮助企业拥有更高的治理水平,让员工更有认同感和责任心,形成自律式的监督体系,这两者都将降低企业对慈善机构的监督成本,形成一条内在逻辑:社会监督→提升企业治理水平与企业共同监督→降低监督成本→选择高效的慈善机构→使捐赠质量更高。基于上述理论模型推导以及理论阐释,本文可以提出以下有关社会监督与上市公司对外捐赠管理模式关系的假设 3,待使用计量方法检验。

假设 3:当上市公司面临社会监督趋严时,会更倾向于选择委托慈善机构进行对外捐赠。

如该假设成立,那么从政策层面来看,促进上市公司承担更多社会责任最经济的方法之一就是在鼓励社会监督行为的同时,大力发展慈善捐款管理机构的专业性和规范性。

除了上述假设之外,从上文的逻辑还可以看到,治理水平和监督效率较高的企业在拥有较高的捐赠收益 $\int_{\theta_p=0}^{\infty} \theta_p x \alpha_2 dH(\theta_p)$ 的同时,还会降低委托代理所付出的监督成本 $\int_{\theta_p}^{\hat{\theta}} c x \alpha_2 x dH(\theta_p)$,换言之,社会监督的存在通过改善企业的治理水平和监督效率这一渠道,最终影响了企业在捐赠管理过程中的收益和成本,使得企业决定是否选择慈善机构进行管理。因此,本文提出以下有关社会监督、治理体系和捐赠行为的两条推论,以待使用计量方法检验。

推论 1:社会监督的加入提升了企业的治理水平,进而提高了企业监督捐款受托方的效率。

推论 2:拥有良好的治理和监督体系,让企业更倾向于选择慈善机构进行捐赠管理。

如上述推论成立,上市公司良好和高效的治理和监督体系将会成为社会监督发挥作用的重要媒介。治理水平高的企业注重创新、管理规范、运作透明且注重企业形象,企业决策者会充分利用慈善捐赠的正面效应,让企业的总体收益最大化^[32];与此同时,治理水平较高的企业也会拥有较高的监督效率,单位监督成本较小,这是因为建立良好的内部监督体系和机制,本身就是公司治理的重要组成部分^[13]。

四、实证数据、模型和方法

(一) 样本选择与数据来源

选择上市公司作为实证对象是出于以下考虑:一方面,上市公司作为各个细分行业的龙头,不仅拥有较高的媒体关注度,还积极承担着社会责任,上海和深圳交易所也有相关规定要求或者鼓励上市公司披露社会责任信息;另一方面,基于数据可得性和可靠性,本文将 2006—2018 年作为样本区间,主要是考虑到 2006 年我国首次以法律的形式,在《中华人民共和国公司法》中明确提出企业应该要承担起社会责任,因此 2006 年被很多学者认为是我国企业承担社会责任的元年,同时随着互联网的普及,近年来舆论和媒体逐渐成了监督上市公司的一支重要力量^[33],加上部分变量的信息在相关数据库中更新至 2018 年,因此最后将 2006—2018 年选定为样本区间。

本部分的数据来源主要包括了以下三个:一是 CSMAR 下辖的公司研究系列数据库;二是 CSMAR 下辖的市场资讯系列数据库^①;三是 CSMAR 下辖的人物特征系列数据库^②。除此之外,在稳健性检验中,各省市的 GDP 和各行业的城镇就业人口数据来自国家统计局网站。迪博内部控制指数来自 DIB 内部控制与风险管理数据库。按照实证研究对上市公司样本的普遍做法^[14],本文对文中所用数据进行了以下步骤的处理:①剔除了金融保险业的上市公司;②剔除了曾经被赋予 ST 或者 *ST 的上市公司;③剔除了 B 股上市公司;④剔除了公司财务数据存在缺漏值的上市公司观测值。经过处理后,文中使用的上市公司样本观测值共包含了 3397 家企业和 27446 个样本观测值。

①新闻媒体来源既有证券时报等纸质媒体,还有巨潮资讯网等互联网媒体以及证监会和交易所主页发布的新闻。

②截至 2016 年,CSMAR 直接提供了上市公司高管的政治背景数据,2016 年以后作者通过高管的个人简历进行手工收集。

(二)模型设定与变量定义

从假设 1 中观点可知,捐赠方不雇佣慈善机构进行捐赠管理时,捐赠方拥有一个最优捐赠额,而从假设 2 观点可知,若捐赠方选择慈善机构进行捐赠管理,则最优捐赠额会下降,因此本文将实证模型设定为以下形式:

$$roa_{it} = \beta_0 + \beta_1 donation_{it} + \beta_2 donation_{it}^2 + \beta_3 official_{it} + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \quad (11)$$

经过理论模型的推演可以看到,越来越严格的社会监督会让上市公司尽量选择慈善机构进行捐赠,为了检验该假设 3,本文将实证模型设定为以下形式:

$$insti_rate_{it} = \beta_0 + \beta_1 monitor_{it} + \beta_2 official_{it} + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \quad (12)$$

在理论模型中,上市公司的目标为效用最大化,因此本文在模型(11)中使用上市公司的业绩水平 roa 作为被解释变量,而上市公司可以选择慈善机构作为捐赠管理对象,因此在模型(12)中, $insti_rate$ 是被解释变量,反映的是上市公司选择慈善机构作为捐赠对象的比例,CSMAR 提供的上市公司社会责任报告明细表记录了进行对外捐赠的项目内容,将该内容中提到捐赠对象为各级和各类慈善机构的项目数量^①除以当年上市公司总的对外捐赠项目数,最终获得比例指标。模型中的下标均表示在 t 年的第 i 个上市公司,下同。

针对情形一和情形二,基于有关最优捐赠额的定义,参考李晓玲等和欧锦文等的研究^[1,19],本文选择企业每千元营业收入中的捐赠数额占比 $donation$ 作为解释变量。在理论模型的情形三中,社会监督环境的变化会给上市公司的捐赠管理选择带来影响,因此在解释变量中, $monitor$ 反映社会监督者对上市公司各类行为的关注程度。根据对于社会监督的定义,媒体是监督的主体之一^[34]。

罗进辉以及张娆等都把媒体和舆论监督作为社会监督的一种方式,受媒体关注度越高则监督力度越强^[14-15]。李琳和张敦力则认为分析师在金融市场是一群专业团体,他们的跟踪会对上市公司的经营管理以及内部治理起到推动作用,这充分体现了分析师跟踪发挥的社会监督和治理效应^[20]。除了直接形式的社会监督之外,不少学者构建了间接社会监督指标,刘惠好和杜小伟将出具研究报告数量作为创业板、主板和中小板上市公司市场关注度的指标之一^[21]。在慈善研究领域,更多的捐赠额度本身往往会受到更多的政府、媒体和官员的关注,受到它们的监督^[9,12,16]。

基于上述分析,本文构建直接反映社会监督力度的变量,即媒体报道数量的对数值 $\ln media$,被媒体报道的数量越多则社会监督力度越强;与此同时,在稳健性检验之中,本文使用了直接反映社会监督力度的变量,即分析师跟踪数量的对数值 $\ln analyst$,分析师跟踪数量越多则社会监督力度越强;还有两个间接反映社会监督力度的变量——研究报告数量的对数值 $\ln research$ 、捐赠总额对数值 $\ln donation$,两者数值越高则上市公司受到的社会监督力度越强。

除了受到的监督程度之外,另一个主要影响国内上市公司对外捐赠行为的因素就是政治关联。政治关联强的企业会通过捐赠等慈善行为和政府间产生一种“互惠双赢”的关系,即上市公司给政府更多的捐赠,而政府则以补助或者批准信贷的方式回馈企业,放松融资约束^[2-3]。基于此,考虑到在上述研究中一定级别的政治关联会起到更显著的作用,因此本文将政治关联变量 $official$ 定义为上市公司高管是否曾在或者现在在市级以上政府机构任职,是为 1,否则为 0。

在假设的基础之上,为了检验两条推论,本文将实证模型初步设定为以下形式:

$$quality_{it} = \beta_0 + \beta_1 monitor_{it} + \beta_2 official_{it} + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \quad (13)$$

$$insti_rate_{it} = \beta_0 + \beta_1 quality_{it} + \beta_2 official_{it} + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \quad (14)$$

模型中的解释变量 $quality$ 反映的是上市公司的整体治理水平和监督效率,本文选择使用迪博内部控制指数作为衡量指标,选择该指标出于以下考虑:首先,根据 2005 年国务院批复证监会的《关于提高上市公司质量意见的通知》中的内容,内部控制制度建设与公司治理之间紧密相关,而上海证券交易所则在《关于做好上市公司 2008 年年度报告工作的通知》中更为明确地要求了在上“证公司治理板块”的企业必须公布内部控制评价报告;其次,2008 年和 2010 年国家五部委先后发布《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》,它们从国家层面给内部控制指数的构建奠定了理论基础;最后,从指标体系的内容来看,迪博内部控制指数包含了 5 个一

^①本文中慈善机构包括各级慈善总会、红十字会、各类基金会和市级以上地方人民政府等,它们往往负责捐赠资金和物资的保管、调配和拨付,而并非最终的受赠对象。

级指标、24 个二级指标和 43 个三级指标,该指数已经被学术界广泛应用于上市公司治理水平和监督效应的实证研究之中^[35-36]。考虑到该指数的特点,本文对该指数做以下处理:第一,将该指数除以 1000,使得它的大小范围在 0 至 1 之间;第二,对该指数进行了最近邻插值处理,用以弥补缺漏值;第三,将经过插值处理后为 0 或者显示异常的指数作为缺漏值,并对该指标进行缩尾处理。 Ψ 是一个控制变量组成的向量,它包括了其他影响上市公司捐赠行为的控制变量。已有研究发现,上市公司的会计业绩^[7]、现金流敏感性^[13]、公司规模和公司年龄^[9]、企业的产权性质^[11]、第一大股东的持股比例^[5]都是影响捐赠行为的因素。基于此,本文选择托宾 Q 值 $tobin$ 、期末现金及现金等价物余额占总资产比例 $cash$ 、总资产对数值 $lnsize$ 、公司年龄 age 、产权性质 $stateown$ 以及第一大股东持股比例 $firstholder$ 作为财务控制变量。

Z 也是一个控制变量组成的向量,由虚拟变量构成,包括了年份 $year$ 、企业所在省市 $province$ 以及所在行业 $sector$ 三组虚拟变量,它们被用来在回归中控制年份效应、地区效应和行业效应。表 1 概述了文中主要变量的名称、含义、数据来源。

表 1 主要变量定义与描述

变量名称	变量含义	数据来源
$insti_rate$	受赠对象为各类慈善机构的项目数量/捐赠项目总数	CSMAR 上市公司社会责任报告明细表
$report$	是否在社会责任报告中披露对外捐赠明细	
roa	净利润占总资产比例	CSMAR 公司研究系列数据库
$quality$	上市公司的治理和监督水平	迪博内部控制指数
$donation$	捐赠总额/(营业收入/1000)	CSMAR 公司研究系列数据库
$lnmedia$	(媒体报道数量+1)对数值	CSMAR 市场资讯系列数据库
$lnanalyst$	(分析师跟踪数量+1)对数值	
$lnresearch$	(研究报告数量+1)对数值	
$ln donation$	(捐赠总额+1)对数值	CSMAR 公司研究系列数据库
$official$	上市公司高管是否曾在或者现在在市级或者以上机构任职	CSMAR 人物特征系列数据库
$tobin$	托宾 Q 值	CSMAR 公司研究系列数据库
$cash$	期末现金及现金等价物余额占总资产比例	
$lnsize$	总资产对数值	
age	所处年份-成立年份	
$stateown$	产权性质是否为国企	
$firstholder$	第一大股东持股比例	

(三) 内生性问题

样本选择是引发内生性问题的主要原因之一,在本文所使用的数据库样本中,并不是所有的上市公司都会发布社会责任报告或者在其社会责任报告中披露社会公益事业明细,在构建被解释变量 $insti_rate$ 时,只能统计那些公布了社会公益事业明细的

上市公司是否将慈善机构设定为受赠对象,这就会导致参数估计结果不一致。

对于样本选择问题,可以依靠 Heckman 两步法予以处理,本文将上文中的模型(11)进行拓展。

$$\text{主方程: } insti_rate_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 monitor_{it} + \gamma_2 official_{it} + Z\theta + u_{it} \quad (15)$$

$$\text{选择方程: } report_{it} = \alpha_0 + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \quad (16)$$

其中, $report$ 是一个虚拟变量,它表示上市公司是否在其发布的社会责任报告中披露对外捐赠的明细,披露过的观测值为 1,未披露的或者未发布社会责任报告的观测值为 0。

类似的,是否披露对外捐赠明细 $report$ 是信息公开的一种表现,它属于上市公司治理的范畴之内,因此在类推论进行检验时,如果仅以那些已披露对外捐赠明细的企业作为研究对象,这就会引发自选择偏差。为了解决该问题,需要使用内生处理效应模型(EITE)进行回归,将模型(13)拓展为以下形式:

$$\text{主方程: } quality_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 monitor_{it} + \gamma_2 official_{it} + \gamma_3 report_{it} + Z\theta + u_{it} \quad (17)$$

$$\text{处理方程: } report_{it} = \alpha_0 + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \quad (18)$$

同时,仍旧依靠 Heckman 两步法缓解模型(14)的样本选择问题,将其拓展为以下形式:

$$\text{主方程: } insti_rate_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 quality_{it} + \gamma_2 official_{it} + Z\theta + u_{it} \quad (19)$$

$$\text{选择方程: } report_{it} = \alpha_0 + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \quad (20)$$

为了解决双向因果关系引发的内生性问题,一般来说,会通过工具变量予以处理。考虑到要选择到与上市公司监督程度密切相关,但是与其捐赠行为几乎无关的工具变量并非易事,本文选择在稳健性检验中使用联立方程组来缓解内生性问题^[14],方程组形式如下:

$$\begin{cases} insti_rate_{it} = \theta_0 + \theta_1 monitor_{it} + \theta_2 official_{it} + Z\theta + u_{it} \\ monitor_{it} = \omega_0 + \omega_1 insti_rate_{it} + \Psi\delta + Z\theta + u_{it} \end{cases} \quad (21)$$

对于遗漏变量引发的内生性问题而言,在 Heckman 两步法中,本文选择上市公司所在省市的 GDP 对数值 $lngdp$ 和所在行业的城镇单位就业人员 $lnjob$ 加入到控制变量之中。

至于测量误差引发的内生性问题,考虑到本文数据均来自于受到学界公认且应用广泛的数据库,该问题发生的可能性较小。考虑到样本选择问题的存在,文中主要使用 Heckman 两步法进行回归,并且在模型中加入年份、省市和行业虚拟变量用以控制个体效应。为了缓解模型中可能存在的异方差,本文使用 Huber-White 或者 Bootstrap 等各类稳健标准误进行调整。为了避免离群值给回归结果带来的影响,本文对于模型中的解释变量和连续型的控制变量均在前后 1% 的水平上进行 winsorize 缩尾。

五、结果与分析

(一)描述性统计

表 2 中报告了文中所用上市公司样本中主要变量的描述性统计结果。从表 2 中 *report* 的结果可以看到,样本中约两成的观测对象在社会责任报告中披露了对外捐赠明细,而从捐赠数额 *donation* 和 *ln donation* 的结果中则可知,超过一半以上的观测对象都进行过对

外捐赠,但是很多企业并没有披露具体的项目细节。从 *insti_rate* 数值大小上来看,仅有约六分之一的上市公司披露了社会捐赠明细,只有少部分企业通过慈善机构展开捐赠。

在治理水平指标上,*quality* 的中位数为 0.677、最小值为 0.350、最大值为 0.908,这表明上市公司的治理水平各有高低。在监督程度的指标上,*ln media* 的中位数为 4.205,最大值为 5.293,这表明样本中的上市公司平均每年会被各类媒体报道超过 60 次,最高时可以被报道约 200 次,该数据意味着媒体的关注确实已经成了上市公司所要面对的新常态,接受媒体监督也将避免企业运营过程中存在的很多问题。除此之外,表 2 中还报告了分析师关注和研究报告关注等其他监督形式。由表 2 的结果可知,虽然样本中工业企业在各方面都存在一定差异,不过数据基本控制了离群值带来的干扰,保证了回归结果的质量。

(二)回归结果与分析

为了检验假设 1 和假设 2 中的观点,表 3 报告了在不同样本下的回归结果。从表中结果可以看到,捐赠数额与企业业绩水平之间确实存在非线性的关系,且该结果至少在 5% 的水平上保持显著。从系数的大小可以看到,当加入控制变量之后,企业未委托慈善机构进行捐赠管理时,每千元营业收入中的最优捐赠占比约为 6.36,而在企业委托慈善机构进行捐赠管理时,每千元营业收入中的最优捐赠占比约为 4.79。这样的结果验证了假设 1 和假设 2 中的观点。

从理论模型的角度而言,由于捐赠管理是需要消耗一定精力和物力的,因此捐赠方的捐赠数额存在一个最优结果,用以平衡捐赠收益和成本,而从委托代理理论的角度而言,若不考虑对第三方慈善机构的监督问题,此时伴随着捐赠数额提高,慈善机构将会有强烈的动机使得自己的利益最大化,从而引发捐赠方和慈善机构之间的委托代理问题,因此捐赠方反而会降低捐赠的数额。

表 2 变量的描述性统计

变量名	观测值	平均值	标准差	最小值	25 分位数	中位数	75 分位数	最大值
<i>insti_rate</i>	4958	0.081	0.228	0	0	0	0	1
<i>report</i>	27446	0.181	0.385	0	0	0	0	1
<i>roa</i>	27446	0.041	0.058	-0.235	0.016	0.039	0.068	0.211
<i>quality</i>	26674	0.669	0.081	0.350	0.631	0.677	0.709	0.908
<i>ln media</i>	27446	3.796	0.962	0	3.466	4.205	4.382	5.293
<i>donation</i>	27432	0.356	0.831	0	0	0.047	0.290	5.454
<i>ln donation</i>	27446	8.669	6.034	0	0	11.513	13.305	17.003
<i>ln analyst</i>	27446	1.513	1.144	0	0.693	1.609	2.485	3.714
<i>ln research</i>	27446	1.849	1.397	0	0.693	1.946	2.996	4.605

表 3 基准回归结果 1

	未委托慈善机构	委托慈善机构	未委托慈善机构	委托慈善机构
	<i>roa</i>			
<i>donation</i>	0.0210*** (7.446)	0.0212*** (4.301)	0.0159*** (6.259)	0.0115** (2.328)
<i>donation</i> ²	-0.0029*** (-4.875)	-0.0035*** (-2.982)	-0.0025*** (-4.644)	-0.0024** (-2.021)
<i>official</i>			0.0009 (0.301)	-0.0067 (-1.197)
<i>tobin</i>			0.0126*** (14.432)	0.0189*** (8.791)
<i>cash</i>			0.1181*** (16.813)	0.1058*** (5.817)
<i>ln size</i>			0.0067*** (9.508)	0.0029* (1.753)
<i>age</i>			0.0002 (0.944)	0.0014*** (3.899)
<i>stateown</i>			-0.0144*** (-7.780)	-0.0136*** (-3.412)
<i>firstholder</i>			0.0339*** (6.669)	0.0410*** (3.710)
常数项	0.0318** (2.486)	0.1502*** (4.342)	-0.1535*** (-7.773)	-0.0191 (-0.343)
年度虚拟变量	是	是	是	是
行业虚拟变量	是	是	是	是
省市虚拟变量	是	是	是	是
观测值	4228	729	4228	729
R ²	0.132	0.205	0.281	0.427

注:***、**和*分别代表1%、5%和10%的显著性水平,括号中的数字为双尾检验的t值。下同。

表4报告了模型(15)和模型(16)的Heckman方法回归结果,前三列是使用两步法得到的结果,最后一列是使用最大似然方法(ML)得到的结果。从表中的结果可知,作为社会监督代理变量的媒体关注度lnmedia对捐赠给慈善机构的项目比例insti_rate有正向影响,且该结果至少在5%的水平上保持显著。从影响的大小来看,被媒体报道数量增加10%,上市公司捐赠给慈善机构的项目比例增加20%左右。该结果较为充分地验证了上节中所提出的假设3。

正如理论模型所揭示的,造成该现象的原因在于:一方面,相比由企业直接捐助受赠人,慈善机构的优势主要体现在法律制度、管理模式和人员规模与素质这三个方面,而媒体披露让上市公司格外关注其合法性、负责任和高效率的公众形象和发展战略,这就会让更多的上市公司选择相对高效的慈善机构进行捐赠管理;另一方面,随着自媒体时代的到来,相比其他监督模式,媒体关注的参与人数最多,信息传播最快,受到各方的重视程度也在不断加强,因此它的存在降低了上市公司对自身捐赠进行监督的成本,让企业能够更放心地选择专业慈善机构为其管理捐赠,且降低了发生严重委托代理问题的可能性。

表5报告了对两条推论的检验结果,为了方便起见,在使用样本选择模型和内生处理效应模型时,本文

仅报告了第二阶段的回归结果,在使用OLS方法回归时省略了除official以外的其他控制变量结果。从表中结果可以看到,当使用OLS法对披露过对外捐赠项目的样本进行回归时,媒体披露、分析师跟踪数量和研究报告数量的增加会显著提高企业的公司治理水平和监督效率,且该结果在1%的水平上保持显著。当使用内生处理

表4 基准回归结果2

第二阶段	Two-Step		ML	
	insti_rate			
lnmedia	0.0219*** (2.776)	0.0206*** (2.595)	0.0196** (2.477)	0.0200** (2.230)
official	0.0012 (0.101)	0.0024 (0.199)	0.0029 (0.243)	0.0031 (0.249)
常数项	0.0164 (0.241)	-0.0080 (-0.107)	0.0833 (1.103)	0.0792 (1.223)
第一阶段	report			
roa	2.1767*** (10.022)	2.1280*** (9.742)	2.1533*** (9.530)	2.1691*** (9.069)
tobin	0.0643*** (7.736)	0.0542*** (6.326)	0.0632*** (7.122)	0.0630*** (7.472)
cash	-0.0968 (-1.171)	-0.0844 (-0.990)	-0.0570 (-0.641)	-0.0500 (-0.575)
lnsize	0.4523*** (46.091)	0.4613*** (45.384)	0.4879*** (45.715)	0.4886*** (44.958)
age	-0.0012 (-0.563)	0.0023 (1.044)	0.0046* (1.956)	0.0045* (1.910)
stateown	0.3029*** (13.295)	0.3113*** (13.271)	0.3170*** (12.655)	0.3141*** (12.243)
firstholder	-0.3741*** (-5.350)	-0.3521*** (-4.955)	-0.3811*** (-5.174)	-0.3864*** (-5.338)
常数项	-12.3079*** (-51.470)	-12.3629*** (-48.386)	-13.1470*** (-47.997)	-13.1596*** (-45.359)
年度虚拟变量	是	是	是	是
行业虚拟变量	否	是	是	是
省市虚拟变量	否	否	是	是
观测值	27446	27446	27446	27446
Chi ²	45.152	83.169	189.996	313.496

表5 对推论的进一步检验

	quality				ETE				insti_rate
	OLS								Heckman
quality									0.0913** (2.206)
lnmedia	0.0058** (2.117)				0.0028*** (3.440)				
ln donation	-0.0002 (-1.055)				0.0011*** (13.434)				
ln analyst	0.0044*** (3.596)				0.0193*** (43.270)				
ln research	0.0032*** (3.238)				0.0154*** (42.382)				
report					0.1072*** (60.059)	0.1042*** (57.476)	0.0836*** (41.369)	0.0839*** (41.156)	
official	-0.0084** (-2.407)	-0.0085** (-2.436)	-0.0091*** (-2.618)	-0.0091*** (-2.620)	-0.0030** (-2.102)	-0.0037** (-2.558)	-0.0051*** (-3.638)	-0.0051*** (-3.582)	0.0014 (0.112)
常数项	0.1036*** (3.577)	0.0978*** (3.348)	0.1351*** (4.398)	0.1335*** (4.340)	0.6747*** (103.095)	0.6760*** (110.716)	0.6666*** (115.988)	0.6677*** (116.035)	0.0858 (1.363)
年度虚拟变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业虚拟变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
省市虚拟变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	4879	4879	4879	4879	26674	26674	26674	26674	27367
F/Chi ²	38.687	38.294	38.769	38.775	5353.128	5346.736	6204.645	6165.953	307.722

效应模型进行回归时,媒体披露捐赠数额、分析师跟踪数量和研究报告数量的增加会显著提高企业的公司治理水平和监督效率,且该结果在1%的水平上保持显著。从系数的显著性大小来看,内生处理效应模型的结果拥有较高显著性,这也从一个侧面验证了自选择偏差问题的存在。

从表中最后一列的结果可知,当使用 Heckman 方法验证上市公司治理水平和监督效率对捐赠形式的影响时,随着上市公司治理水平和监督效率的提高,企业更倾向于委托慈善机构进行捐赠,且该结果在5%的水平上保持显著。概括来看,表5的结果较为充分地验证了推论1和推论2中的观点。

(三)稳健性检验

表6报告了使用捐赠数量、分析师团队跟踪数量和研究报告数量作为解释变量的稳健性检验结果。从结果可知,无论是哪一种社会监督的替代形式,它们都对慈善机构占比产生正向影响,且该结果在1%的水平上保持显著。该结果与上表3保持一致,均验证了假设中社会监督的存在对上市公司捐赠管理模式的影响。

从具体的影响大小来看,对于 *Indonation* 而言,当上市公司当年的捐赠总额上涨10%时,上市公司捐赠给慈善机构的项目比例将会增加约0.05。对于分析师团队跟踪数量 *lnanalyst* 而言,上市公司当年的分析师团队跟踪数量上涨10%时,上市公司捐赠给慈善机构的项目比例将会增加约0.147。对于研究报告数量 *lnresearch* 而言,上市公司当年的研报分析数量上涨10%时,上市公司捐赠给慈善机构的项目比例将会增加约0.123。使用不同解释变量在一定程度上缓解了某个解释变量存在测量误差而产生的内生性问题。

根据童兵对于社会监督的定义,除了媒体之外,社会团体和群众组织也是实施社会监督的主体^[34]。因此,分析师团队跟踪数量被认为直接反映社会监督力度的一个指标。与此同时,针对一家公司出具分析报告的数量越多以及其捐赠额度越多也会让这家上市公司吸引到越多的社会注意力,从而受到来自社会的监督,因此这些指标也被认为是间接反映社会监督力度的指标^[21]。

表6 稳健性检验 A:不同解释变量

	Two-Step	ML	Two-Step	ML	Two-Step	ML
			<i>insti_rate</i>			
第二阶段						
<i>Indonation</i>	0.0052 *** (9.107)	0.0053 *** (9.787)				
<i>lnanalyst</i>			0.0147 *** (4.113)	0.0147 *** (4.142)		
<i>lnresearch</i>					0.0123 *** (4.299)	0.0124 *** (4.276)
<i>official</i>	0.0004 (0.034)	0.0005 (0.037)	0.0008 (0.065)	0.0008 (0.065)	0.0005 (0.042)	0.0005 (0.042)
常数项	0.1085 * (1.668)	0.1075 * (1.924)	0.1130 * (1.689)	0.1123 ** (2.053)	0.1113 * (1.666)	0.1108 ** (2.027)
第一阶段						
<i>report</i>						
<i>roa</i>	2.1533 *** (9.530)	2.1599 *** (9.032)	2.1533 *** (9.530)	2.1578 *** (9.024)	2.1533 *** (9.530)	2.1571 *** (9.020)
<i>tobin</i>	0.0632 *** (7.122)	0.0632 *** (7.495)	0.0632 *** (7.122)	0.0631 *** (7.484)	0.0632 *** (7.122)	0.0631 *** (7.484)
<i>cash</i>	-0.0570 (-0.641)	-0.0524 (-0.605)	-0.0570 (-0.641)	-0.0539 (-0.622)	-0.0570 (-0.641)	-0.0544 (-0.628)
<i>lnsize</i>	0.4879 *** (45.715)	0.4883 *** (44.897)	0.4879 *** (45.715)	0.4882 *** (44.857)	0.4879 *** (45.715)	0.4882 *** (44.856)
<i>age</i>	0.0046 * (1.956)	0.0045 * (1.924)	0.0046 * (1.956)	0.0045 * (1.934)	0.0046 * (1.956)	0.0045 * (1.935)
<i>stateown</i>	0.3170 *** (12.655)	0.3156 *** (12.353)	0.3170 *** (12.655)	0.3156 *** (12.320)	0.3170 *** (12.655)	0.3159 *** (12.331)
<i>firstholder</i>	-0.3811 *** (-5.174)	-0.3836 *** (-5.308)	-0.3811 *** (-5.174)	-0.3837 *** (-5.295)	-0.3811 *** (-5.174)	-0.3833 *** (-5.290)
常数项	-13.1470 *** (-47.997)	-13.1544 *** (-45.319)	-13.1470 *** (-47.997)	-13.1527 *** (-45.305)	-13.1470 *** (-47.997)	-13.1518 *** (-45.304)
年度虚拟变量	是	是	是	是	是	是
行业虚拟变量	是	是	是	是	是	是
省市虚拟变量	是	是	是	是	是	是
观测值	27446	27446	27446	27446	27446	27446

表7 稳健性检验 B:增加行业和地区控制变量

	Two-Step		ML	
	<i>insti_rate</i>			
第一阶段				
<i>lnmedia</i>	0.0205 *** (2.601)	0.0193 ** (2.430)	0.0197 ** (2.488)	0.0201 ** (2.227)
<i>official</i>	0.0016 (0.133)	0.0028 (0.231)	0.0028 (0.237)	0.0030 (0.242)
<i>lngdp</i>	0.0176 *** (3.731)	0.0171 *** (3.576)	0.0419 (0.714)	0.0422 (0.796)
<i>lnjob</i>	0.0003 (0.109)	0.0220 (0.619)	0.0139 (0.392)	0.0140 (0.389)
常数项	-0.1373 * (-1.709)	-0.272 (-1.296)	-0.371 (-0.655)	-0.378 (-0.723)
第二阶段				
<i>report</i>				
<i>roa</i>	2.1767 *** (10.022)	2.1280 *** (9.742)	2.1533 *** (9.530)	2.1685 *** (9.066)
<i>tobin</i>	-0.0968 (-1.171)	-0.0844 (-0.990)	-0.0570 (-0.641)	-0.0501 (-0.577)
<i>cash</i>	0.0643 *** (7.736)	0.0542 *** (6.326)	0.0632 *** (7.122)	0.0630 *** (7.472)
<i>lnsize</i>	0.4523 *** (46.091)	0.4613 *** (45.384)	0.4879 *** (45.715)	0.4886 *** (44.954)
<i>age</i>	-0.0012 (-0.563)	0.0023 (1.044)	0.0046 * (1.956)	0.0045 * (1.911)
<i>stateown</i>	0.3029 *** (13.295)	0.3113 *** (13.271)	0.3170 *** (12.655)	0.3142 *** (12.245)
<i>firstholder</i>	-0.3741 *** (-5.350)	-0.3521 *** (-4.955)	-0.3811 *** (-5.174)	-0.3863 *** (-5.336)
常数项	-12.3079 *** (-51.470)	-12.3629 *** (-48.386)	-13.1470 *** (-47.997)	-13.1592 *** (-45.356)
年度虚拟变量	是	是	是	是
行业虚拟变量	否	是	是	是
省市虚拟变量	否	否	是	是
观测值	27446	27446	27446	27446

为了缓解遗漏变量带来的内生性问题,表7报告了增加上市公司所在省市的GDP对数值 $\ln gdp$ 和所在行业的城镇单位就业人员 $\ln job$ 后的回归结果。从结果中可以看到,在纳入了这两个变量之后,媒体关注度 $\ln media$ 对捐赠给慈善机构的项目比例 $insti_rate$ 仍有正向影响,且该结果至少在5%的水平上保持显著。增加行业和地区控制变量也在一定程度上缓解了遗漏变量而产生的内生性问题。

为了缓解双向因果关系可能带来的内生问题,本文结果显示(未列示,留存备案),使用联立方程的回归结果,无论是哪一种形式的社会监督,随着监督力度的增加,对捐赠给慈善机构的项目比例均存在正向影响,且该结果至少在1%的水平上保持显著。联立方程组在一定程度上缓解了双向因果而产生的内生性问题。

综上所述,表3至表7的回归结果是对理论部分提出的三个假设以及两个推论的实证检验。可以说,经过了上述各种实证检验,本文的理论结论是稳健的。

六、研究结论与政策启示

本文首先建立了一个跨期非合作博弈模型,从预期收益和监督成本的角度,讨论了社会监督的引入是否会改变捐赠者的捐赠管理模式,且从中提炼出了理论假设;随后利用2006—2018年的中国上市公司数据,以媒体关注度、分析师跟踪量和研究报告数量作为社会监督的代理指标,实证检验了社会监督力度对捐赠管理模式的影响,并挖掘了可能在其中发挥机制作用的影响媒介。

结论表明:第一,是否雇佣慈善机构将会对捐赠方的最优捐赠额产生影响,而当上市公司的捐赠行为受到了更多社会关注,由此加大对慈善机构的监督,慈善机构信息透明化程度将上升,捐赠方的监督成本被分担,同时获得更高的预期收益,从而更倾向于选择委托慈善机构对捐款管理;第二,当上市公司面对较为严格的社会监督时,会更多地选择慈善机构进行对外捐赠,从影响的大小来看,被媒体报道数量增加10%,上市公司捐赠给慈善机构的项目比例会增加20%左右;第三,在机制上,上市公司的治理水平和监督效率发挥了媒介作用,社会监督赋予了上市公司提高其公司治理水平和监督效率的动机,良好的治理给企业形象带来极大助益,而高效的监督则降低了监督成本,这两方面因素进一步激发了上市公司选择慈善机构进行捐赠管理的意愿。

上述结论和观点对构建上市公司的社会责任体系以及培养全社会“一方有难、八方支援”的价值观都有着重要的政策启示:第一,对于政府而言,结论中社会监督力度的增强有利于捐赠效率提升的观点表明,进一步完善对慈善机构的全方位监督,使其运作可以更加公开透明是重要的政府工作方向。从社会分工的角度来看,上市公司或者其他捐赠者并不是专业的慈善运营机构,对于捐赠物资的储藏、运输、调配和管理并不熟悉,直接捐赠给受赠人无疑会加大成本,此时,慈善机构的存在就显得非常有必要。但是,倘若没有良好的监督,捐赠者和慈善机构以及慈善机构和受赠人之间就会出现委托代理问题,降低整个捐赠流程运转的效率。第二,对于慈善机构而言,虽然慈善机构属于非营利组织,但为了维持其必要的日常开支,不少机构会收取一定比例的管理费用,有时还会公开招聘带薪岗位。此时,透明度、公开性、管理规范性和执行效率将是决定捐赠主体是否愿意将捐赠管理权赋予慈善机构的关键^[29],慈善机构若想要承担更多的社会责任,吸引更多的捐赠物资,那么它的整体运营就必须公开透明,管理规范有效。第三,对于上市公司而言,除了社会监督之外,内部监督也应该发挥其应有的作用。社会监督可以被看作是一种外部监督方式,优势在于参与者广泛,信息传播速度快,每单位捐款的监督成本低,但是劣势在于监督的专业性、目的性以及可控性较弱。对于经常进行大额捐赠的上市公司来说,如果其能制定并遵循一套严格的内部监督规范,配合社会监督共同执行,那么就可以从源头上缓解可能存在的委托代理问题,也将会使得监督更加有的放矢,事半功倍。

参考文献:

- [1] 李晓玲,侯啸天,葛长付.慈善捐赠是真善还是伪善:基于企业违规的视角[J].上海财经大学学报,2017(8):66-78.
- [2] 李维安,王鹏程,徐业坤.慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府资源交换行为[J].南开管理评论,2015(1):4-14.
- [3] 杜勇,陈建英.政治关联、慈善捐赠与政府补助——来自中国亏损上市公司的经验证据[J].财经研究,2016(5):4-14.
- [4] 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):485-510.
- [5] 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.
- [6] Zhang R, Rezaee Z, Zhu J. Corporate philanthropic disaster response and ownership type: Evidence from Chinese firms' response to the Sichuan earthquake [J]. Journal of Business Ethics, 2009, 91(1):51-63.

- [7]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.
- [8]Su J, He J. Does Giving lead to getting? Evidence from Chinese private enterprises[J]. Journal of Business Ethics, 2010, 93(1):73-90.
- [9]潘越,翁若宇,刘思义.私心的善意:基于台风中企业慈善捐赠行为的新证据[J].中国工业经济,2017(5):133-151.
- [10]Detomasi D A. The political roots of corporate social responsibility[J]. Journal of Business Ethics, 2008, 82(4):807-819.
- [11]唐跃军,左晶晶,李汇东.制度环境变迁对公司慈善行为的影响机制研究[J].经济研究,2014(2):61-73.
- [12]曹春方,傅超.官员任期与地方国企捐赠:官员会追求“慈善”吗[J].财经研究,2015(4):122-133.
- [13]沈弋,吕明哈,徐光华,等.慈善捐赠、公司治理与上市公司投资-现金流敏感性[J].管理学报,2020(2):269-277.
- [14]罗进辉.媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J].金融研究,2012(10):153-166.
- [15]张尧,薛翰玉,赵健宏.管理层自利、外部监督与盈利预测偏差[J].会计研究,2017(10):32-38+95.
- [16]徐莉萍,辛宇,祝继高.媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究[J].管理世界,2011(3):135-143+188.
- [17]高洁,孔东民,王瑞敏.社会幸福度、媒体关注与企业社会责任[J].浙江社会科学,2016(4):79-126+158.
- [18]Flammer C, Kacperczyk A. Corporate social responsibility as a defense against knowledge spillovers: Evidence from the inevitable disclosure doctrine[J]. Strategic Management Journal, 2019, 40(8):1243-1267.
- [19]欧锦文,陈艺松,林洲钰.慈善捐赠的媒体关注与企业创新[J].外国经济与管理,2021(4):111-122.
- [20]李琳,张敦力.分析师跟踪、股权结构与内部人交易收益[J].会计研究,2017(1):53-60+96.
- [21]刘惠好,杜小伟.创业板上市公司需要升级转板吗?——基于市场关注度及流动性差异的比较[J].中南财经政法大学学报,2016(3):46-51+159.
- [22]郑功成.中国慈善事业发展:成效、问题与制度完善[J].中共中央党校(国家行政学院)学报,2020(6):52-61.
- [23]蔡明章,王林,吴江.区块链技术在互联网公益众筹领域的应用研究[J].图书与情报,2020(2):76-80.
- [24]吴建清.慈善现代转型视角下的青年公益参与[J].中国青年研究,2015(8):37-41+36.
- [25]Carroll R, Kachersky L. Service fundraising and the role of perceived donation efficacy in individual charitable giving[J]. Journal of Business Research, 2019, 99(3):254-263.
- [26]戴维奇,刘洋,廖明情.烙印效应:民营企业谁在“不务正业”?[J].管理世界,2016(5):99-115+187-188.
- [27]Gilbert T, Hrdlicka C. Why are university endowments large and risky? [J]. Review of Financial Studies, 2015, 28(9):2643-2686.
- [28]Gao X, Gu Z H, Wang Z. A choice model of university endowments governance[J]. Journal of Theoretical Economics, 2021, 21(1):269-285.
- [29]刘蕾.重大突发事件中的慈善捐赠管理制度:焦点事件、注意力分配与政策调适[J].南通大学学报(社会科学版),2020(5):81-91.
- [30]侯俊东,庄小丽.捐赠者会关心非营利组织的运作效率吗?——来自中国基金会的经验证据[J].中国地质大学学报(社会科学版),2016(3):115-126+171-172.
- [31]周开国,应千伟,钟畅.媒体监督能够起到外部治理的作用吗?——来自中国上市公司违规的证据[J].金融研究,2016(6):193-206.
- [32]郑杲娉,徐永新.慈善捐赠、公司治理与股东财富[J].南开管理评论,2011(2):92-101.
- [33]杨德明,赵璨.媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J].经济研究,2012(6):116-126.
- [34]童兵.新闻传播学大辞典[M].北京:中国大百科全书出版社,2014.
- [35]林斌,林东杰,谢凡,胡为民,阳尧.基于信息披露的内部控制指数研究[J].会计研究,2016(12):12-20+95.
- [36]李姝,梁郁欣,田马飞.内部控制质量、产权性质与盈余持续性[J].审计与经济研究,2017(1):23-37.

[责任编辑:杨志辉]

Public Oversight and Donation Management Model: Theory and Evidence from External Donation of Chinese Publicly Listed Companies

GU Zhenhua^a, GAO Xiang^b, WANG Zhan^b

(a. College of Business and Economics, b. Faculty of professional Finance & Accountancy, Shanghai University of Business, Shanghai 200235, China)

Abstract: This paper investigates whether a greater intensity of public oversight can induce firms to trust charitable foundations in managing their donations. Under a three-stage analytical framework of the non-cooperative game with oversight costs, we first construct a form model for evaluating the tradeoff between outsourcing donation management to third-party charitable foundations and making donations directly to donees. Then, we utilize data on Chinese publicly listed companies from 2006—2018 to test our theoretical prediction that the presence of third-party organizations does affect the willingness of companies to donate and donors will choose charities to operate their donation given strong public monitoring. The empirical findings are twofold. First, firms tend to donate via charities if there exist more media exposure and wider analyst coverage targeted on them. Second, this intention becomes more prominent for non-state-owned enterprises, publicly listed companies headquartered in East China and those belonging to the agricultural and manufacturing industries.

Key Words: donations to the society; donation management model; public oversight; Heckman two-step method; social responsibility; supervision cost