

公司慈善捐赠的“信号传递”动机

——基于一项自然实验的考察

田利辉^{1,2} 王可第¹

(1.南开大学金融发展研究院,天津 300071;2.中国特色社会主义经济建设协同创新中心,天津 300071)

摘要:有效传递公司质量的信号是解决资本市场信息不对称的基本途径。中国证券市场于2010年3月正式放松卖空管制,放大了高质量公司被低估的不良后果,强化了高质量公司通过发送信号将其与低质量公司区别开来的动机。本文利用这一自然实验,分析了我国企业慈善捐赠的“信号传递动机”。研究发现,放松卖空管制显著提高了可卖空公司的慈善捐赠水平,在进行一系列稳健性检验之后结果依然成立。将样本按照信号传递能力和信号传递需求分组分析发现,对于融资约束程度越宽松、盈利能力越强、面临产品竞争越激烈、信息不对称越严重、股权越分散的上市公司放松卖空管制的慈善捐赠效应越显著。上述结果表明,公司的确运用慈善捐赠作为信号工具应对卖空冲击。

关键词:慈善捐赠;企业社会责任;卖空;信号传递;信息不对称

中图分类号:F272-05 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2019)03-0138-10

一、引言

大量研究表明,信息不对称所引发的“道德风险”和“逆向选择”会导致市场失灵^[1],进而对公司的投资决策、融资决策和资本成本产生不利影响,直接影响资本市场资源配置效率^{[2][3][4]}。因此,如何降低信息不对称一直是公司财务领域亟需解决的重要课题。

信号传递理论认为,由于信息不对称,具有信息优势的公司管理层比股东和外部投资者更能直接地了解到企业内部情况,掌握有关企业未来现金流量、投资机会和盈利等私有信息。高质量公司为了将自己与其他公司区别开来,其管理层有动机将公司高质量的信号及时地传递给市场及外部投资者,从而使投资者及利益相关者能够识别出公司质量,最终引起高质量公司股价的上涨。

选择何种信号工具向市场传递信息是信号理论需要解决的最基本问题。信号工具的有效性需要满足两个必要条件:其一,信号工具必须是非强制的,是公司可自主选择的行为;其二,信号工具具有

收稿日期:2018-10-24

基金项目:国家社会科学基金重大项目“中国特色社会主义金融学的理论创新和实践探索”(17ZDA071)

作者简介:田利辉(1973—),男,河北无极人,中国特色社会主义经济建设协同创新中心、南开大学金融发展研究院教授;

王可第(1988—),男,辽宁北镇人,南开大学金融发展研究院博士生。

不易模仿性,即高质量公司的信号传递成本低于低质量公司^[5]。金融领域的文献研究表明,公司可通过股利发放^[6]、资本结构^{[7][8]}、IPO溢价^[9]、股票回购^[10]等高成本的公司行为向外部人发送公司真实信号。

目前,承担社会责任已成为中国企业的一股潮流,企业慈善捐赠作为承担社会责任的表现形式之一,对促进社会公平、缩小贫富差距具有重要意义,是打赢脱贫攻坚战的重要力量。关于企业慈善捐赠,目前学术界的通用定义是:“企业以资源非互惠的方式无条件地提供资金或者物资给政府或者相关机构”。慈善是企业自主行为,并且慈善支出直接降低企业当期绩效,并不能为企业带来即时收益,是一种高成本的行为。可见,慈善捐赠满足信号工具的两个必要条件。那么,以利润最大化为目标的企业为什么进行慈善捐赠?通过企业慈善捐赠能否区分公司质量?换言之,慈善捐赠是否可作为一种“信号工具”?

尽管早已有国外学者提出公司慈善捐赠的“信号传递动机”^{[11][12]},然而,公司慈善捐赠行为的影响因素过于繁杂,慈善捐赠动机与结果之间的严重的内生性问题使我们无法准确判断公司进行慈善捐赠的动机^[13]。因此,尚没有文献提出并明确检验中国企业慈善捐赠存在“信号传递动机”。

幸运的是,中国在2010年3月推出的“融资融券”制度,放松卖空管制,为检验慈善捐赠的“信号传递动机”提供了理想的准自然实验场景:在存在卖空机制的情况下,如果公司股票被卖空,则会造成股价下跌,并引起一系列连锁反应。卖空机制放大了高质量公司被低估的不良后果,增强了高质量公司通过发送信号将其与低质量公司区别开来的动机,而通过慈善捐赠发送信号可以使投资者及利益相关者能够识别出公司质量,从而避免被恶意卖空。并且,在我国现行融资融券制度下,可卖空和不可卖空股票同时并存,这为我们的研究提供了天然的实验组和对照组。自融资融券交易试点推出以来,融资融券标的股票先后进行了多次调整,不断有样本被加入或删除,产生了卖空压力在时间序列和横截面均不断变化的样本,这一独特背景能够消除潜在并同时发生的公司所处政治环境改变等其他事件的影响,排除慈善捐赠的其他动机^①,得到更为可靠的研究结论。

基于上述分析,本文以2007~2015年我国A股上市公司为样本,运用双重差分方法,实证检验了放松卖空管制这一外生冲击对公司慈善捐赠的影响。本文的贡献主要体现在以下几个方面:第一,本文运用信号传递理论对中国上市公司的慈善捐赠行为进行了新的理论阐述,对于企业如何选择信号工具来有效传递信息以降低信息不对称程度具有重要的理论与借鉴意义,也为检验信号理论提供独特样本和来自转型国家的新证据。第二,本文丰富了现有文献关于公司慈善捐赠动机的研究。已有研究认为公司慈善捐赠主要出于利他^[14]、寻租^[15]、代理^{[16][17]}、信号传递^{[11][12]}等动机。我国学者侧重于从经济后果与慈善捐赠之间的关系间接判断公司慈善捐赠的动机,认为中国上市公司慈善捐赠主要是为了政治寻租^{[18][19]}。然而,上述文献均受到内生性问题的干扰,并且无法排除其他动机。本文借助“融资融券”这一自然实验有效克服了慈善捐赠后果与动机之间的内生性,直接验证了公司慈善捐赠的“信号传递动机”。第三,本文丰富了卖空机制经济后果的研究,从“信号传递动机”的新视角,探讨了放松卖空管制对公司慈善捐赠影响,丰富了融资融券实施效果和经济后果的研究。

二、文献综述与研究假设

2001年度诺贝尔经济学奖被授予三位美国经济学家——乔治·阿克洛夫(George Akerlof)、迈可尔·斯彭斯(Michael Spence)和约瑟夫·斯蒂格利茨(Joseph Stiglitz),以奖励他们在不对称信息市场分析方面所做出的开创性研究。Akerlof对具有逆向选择问题的市场第一次进行了正式的分析,在二手车市场的例子中,轿车所有者与潜在买方之间关于轿车质量的信息不对称将导致市场最终只有劣质产品,好车被坏车挤出市场^[1]。Spence扩展了Akerlof的研究,在其经典论文*Job Market Signaling*中,Spence开创性地研究了将“教育水平”作为“信号传递”的工具在劳动力市场上的作用,分析了劳动力市场上具有信息优势的个体如何通过“信号传递”将信息可信地传递给处于信息劣势的个体以实现有效率的市场均衡^[5]。运用类似的方法,Rothschild和Stiglitz探讨了保险市场的信号传

递模型^[20]。

信息不对称同样是金融市场的显著特征, Ross、Leland 和 Pyle、Bhattacharya 等率先将 Spence 的信号传递模型运用到公司金融领域^{[7][8][21]}。信息不对称下如何对各种信号传递策略进行选择, 如何清晰、准确、有效地传递信号以降低信息不对称程度应是信号使用者重点考虑的问题^[22]。已有研究认为, 慈善捐赠作为企业履行社会责任的表现形式之一, 受到社会和学者的广泛关注, 有问卷调查证据表明, 无论是专业投资者还是非专业投资者都将慈善捐赠等履行社会责任的行为作为评估公司好坏和进行投资决策的重要依据^[23]。更有研究发现, 企业慈善具有一种类似于保险的功能, 当市场中出现对于公司的不利质疑时, 公司的利益相关者对于开展慈善的公司更倾向于做出无辜的判断, 因此, 慈善捐赠行为可以帮助公司在不利事件发生时减轻其所受的损失^{[24][25]}。朱松发现, 社会责任的履行会影响我国投资者对企业盈利持续性的判断, 企业社会责任表现越好, 市场评价越高, 会计盈余的信息含量也越高^[26]。因此, 公司可以通过参与慈善行为向外部人传递公司质量的信号, 使投资者及利益相关者能够识别出公司质量。

中国证券市场于 2010 年 3 月正式放松卖空管制, 这标志着我国 A 股市场的一个突破性发展, 意味着我国股票市场“单边市”正式结束, 投资者可以对列入可卖空名单的个股进行卖空交易。放松卖空管制, 外生增加了可卖空公司的卖空压力和下端风险^[27]。在公司股票交易环境发生外生改变和股价产生向下压力的情况下, 不知情的外部投资者可能将股价下跌的压力误读为公司基本面的恶化, 进而发生跟风交易的“羊群效应”, 从而引发股价进一步下跌和卖空进一步加剧的恶性循环, 而卖空导致的股价下跌所引起的“反馈效应”将直接影响公司的投资、融资等正常经营活动^[28]。可见, 卖空机制放大了高质量公司被低估的不良后果, 外生性提高了高质量公司通过发送信号将其与低质量公司区别开来的动机, 在此条件下, 公司管理层利用慈善捐赠作为信号工具向公司外部人发送信号, 使投资者及利益相关者能够识别出公司质量, 从而避免被恶意卖空。基于上述分析, 本文提出研究假设 H1:

H1: 放松卖空管制显著提高了可卖空公司的慈善捐赠水平。

发送信号是有成本的, 信号的可信度随着信号成本的提高而提高^{[5][7]}, 企业在决定是否发送信号时会进行成本—收益分析: 成本即为信号发送所需花费的成本, 例如慈善捐赠的支出, 而信号发送的收益为在区分出“好”与“坏”后, 市场对“好”的溢价。因此, 只有发送信号的成本足够高, 才能阻止“坏”公司的模仿行为, 从而真正区分出“好公司”与“坏公司”。如果“信号传递动机”成立, 那么我们可以预期放松卖空管制对公司慈善捐赠的促进作用在融资约束严重程度越低和盈利能力越强的公司越显著, 原因在于此类公司更能够承担信号发送的高昂成本, 信号传递能力更强。相反, 对于“坏公司”即使在放松卖空管制的情况下有发送信号的强烈动机也无法承担慈善捐赠的高昂成本。基于上述分析, 本文提出研究假设 H2:

H2: 根据信号传递动机, 对于信号发送能力越强的公司, 放松卖空管制越能促进公司慈善捐赠。

放松卖空管制对公司的影响存在异质性, 不同公司的信号发送需求也不尽相同。就公司面临的产品竞争程度而言, 在竞争的产品市场上, 公司可能面临缺乏定价能力、投资不足以及进入受阻等不利的市场竞争状况, 面临着被其他竞争者所掠夺和威胁的风险。放松卖空管制无疑会增大上述风险, 因此, 产品市场竞争越激烈的公司越需要向消费者、供货商和雇员等利益相关者传递公司质量的信号, 提高声誉以应对竞争者的掠夺和威胁。不仅如此, 公司的信息环境也可能影响信号传递需求。公司信息环境越不透明, 公司内部人与外部人之间不对称程度越严重, 投资者越难以对公司做出真实的准确评估。在放松卖空管制后, 投资者越可能误解公司的股价信息, 公司则越需要向外界发送信号来降低信息不对称程度。此外, 公司股权分散程度也可能影响放松卖空管制对信号传递的需求。股权越分散, 股东行动可能越不统一, 并且分散的中小股东更容易受到情绪的影响, 在公司股票被卖空时, 越容易引发“羊群行为”。因此, 当公司股权越分散时, 公司越需要传递公司真实质量的信号。基于上述分析, 本文提出研究假设 H3:

H3: 根据信号传递动机, 对于信号传递需求越强的公司, 放松卖空管制越能促进公司慈善捐赠。

三、研究设计

(一)样本选择与数据

本文选取 2007~2015 年上市公司作为初始样本,然后进行如下筛选:剔除金融和保险行业的样本公司;剔除 ST 的上市公司;剔除模型中各控制变量有缺失值以及相关数据异常的样本;本文使用的数据样本是此后得到的 15291 个公司一年观测值。为剔除异常值对结果的影响,对模型中的所有连续变量在 1%的水平进行 Winsorize 处理。慈善捐赠数据来自 CSMAR 数据库内财务报表附注中披露的“营业外支出——(非)公益性捐赠”一栏。其他数据来自于 CSMAR 及 Wind 数据库。

(二)模型设计及变量定义

我国融资融券采取先试点、后推广和对标的股票分步扩容的方式进行,由于融资融券的试点和扩容事件是外生于公司行为的制度性冲击,这为研究放松卖空管制对公司慈善行为的影响提供了自然实验条件。由于我国卖空股票在时间上是交错出现的,我们借鉴已有文献使用的双重差分模型检验放松卖空管制对企业慈善行为的影响^{[29][30]}:

$$Donate_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Short_{i,t} + \beta_2 AfterShort_{i,t} + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + d_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,被解释变量 Donate 表示 t 期公司 i 的慈善捐赠水平,若该公司年报披露了公益性或非公益性捐赠数值,则将二者相加作为慈善捐赠的总额,未披露该信息的样本该项取 0。为确保结果稳健成立,采用如下两种方法来度量企业捐赠行为:慈善捐赠总额占总资产的比例(Donate_ta)、慈善捐赠总额占企业营业收入的比例(Donate_rev)。Short 为卖空标的哑变量,若上市公司过去或现在在卖空标的公司名单中则取 1,否则取 0;AfterShort 为卖空前后的哑变量,上市公司被加入卖空名单当年及以后年度(直至被剔除卖空名单)取 1,否则取 0。本文关心的是 AfterShort 的系数,如果 AfterShort 的系数显著为正,则说明放松卖空管制显著促进了公司慈善捐赠。

综合以往研究公司慈善捐赠影响因素的文献,本文选取资产规模对数(Size)、上市时间(Age)、资产负债率(Lev)、营业收入增长率(Growth)、现金流(CF)、资产收益率(ROA)、赫芬达尔指数(HHI)等指标作为控制变量。此外,还控制了行业和年度固定效应。各变量的说明见表 1。

表 1 变量定义

变量符号	变量说明
Donate_ta	公司慈善捐赠金额/总资产×100
Donate_rev	公司慈善捐赠金额/营业收入×100
AfterShort	卖空前后的哑变量,上市公司被加入卖空名单当年及以后年度取 1,否则取 0
Short	卖空标的哑变量,若上市公司过去或现在在卖空标的公司名单中则取 1,否则取 0
Size	公司规模,总资产的自然对数
Age	上市时间,log(1+上市年数)
Lev	账面资产负债率,总负债/总资产
Growth	营业收入增长率
CF	经营活动现金流量/总资产
ROA	资产收益率
HHI	赫芬达尔指数,一个行业中各上市公司所占营业收入百分比的平方和

四、实证结果与分析

(一)描述性统计与单变量检验

表 2 报告了主要变量的全样本描述性统计结果,结果显示:上市公司慈善捐赠总额占公司总资产的比例(Donate_ta)的平均值为 0.017%,占当年营业收入的比例(Donate_rev)的平均值为 0.035%。Donate_ta 与 Donate_rev 的标准差分别为 0.038 和 0.080,说明不同上市公司的慈善捐赠水平均存在较大差异。对于卖空标的哑变量 Short,均值为 0.43,说明在本文的研究样本中,约有 43%的公司曾被加入过卖空名单。AfterShort 的均值为 0.151,标准差为 0.358。其他控制变量的分布也均在合理区间。

表 2

主要变量的描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Donate_ta	15291	0.017	0.038	0.000	0.003	0.237
Donate_rev	15289	0.035	0.080	0.000	0.005	0.527
Short	15291	0.430	0.495	0.000	0.000	1.000
AfterShort	15291	0.151	0.358	0.000	0.000	1.000
Size	15291	21.841	1.229	19.498	21.678	25.652
Age	15291	2.085	0.738	0.000	2.303	3.091
Lev	15291	0.459	0.208	0.049	0.469	0.881
Growth	15291	0.216	0.526	-0.567	0.129	3.807
CF	15291	0.045	0.077	-0.195	0.045	0.258
ROA	15291	0.042	0.048	-0.111	0.036	0.200
HHI	15291	0.071	0.117	0.011	0.017	1.000

由于 2010 年以前所有股票均不可卖空,因此表 3 是对 2010~2015 年可卖空与不可卖空股票的慈善捐赠分组描述性统计。可卖空公司的慈善捐赠指标 Donate_ta 的均值为 0.017,显著高于不可卖空公司的慈善捐赠指标 Donate_ta 的均值 0.015;可卖空公司的慈善捐赠指标 Donate_rev 的均值为 0.036,显著高于不可卖空公司的慈善捐赠指标 Donate_ta 的均值 0.032。

表 3 2010~2015 年可卖空股票和不可卖空股票分组描述性统计

变量	不可卖空组			可卖空组			T/卡方检验	
	样本量	平均值	中位数	样本量	平均值	中位数	T 检验	卡方检验
Donate_ta	9329	0.015	0.002	2307	0.017	0.003	-0.002**	0.662
Donate_rev	9327	0.032	0.004	2307	0.036	0.005	-0.004**	4.880**

注:(1)均值差异 T 检验报告的是两组均值之差,中位数差异检验报告的为卡方统计量。(2)***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

(二)回归结果与分析

1.放松卖空管制与公司慈善捐赠

表 4 报告了模型(1)的回归结果。由于全样本有大量慈善捐赠为 0 的个体(总共有 4565 个观测值,约占样本总量的 20%),为了保证回归结果的可靠性,我们同时采用 OLS 回归和 Tobit 回归。第(1)~(2)列列示了 OLS 回归结果。其中,第(1)列是采用 Donate_ta 作为慈善捐赠度量指标的回归结果,AfterShort 的系数为 0.005,且在 1%的水平显著;第(2)列是采用 Donate_rev 作为慈善捐赠度量指标的回归结果,AfterShort 的系数为 0.013,且在 1%的水平显著。这说明,放松卖空管制显著促进了公司的慈善捐赠。Short 前的系数均在 1%的水平上显著为正,说明在加入卖空名单前,这些公司的慈善捐赠也较多。在控制变量方面,Lev、CF、ROA 均与公司慈善捐赠的各项指标呈现显著正相关,Age 与慈善捐赠的各项指标显著负相关。

当采用 Tobit 回归估计模型时,AfterShort 前的系数也均显著为正。这说明,公司股票可卖空后,公司显著提高了慈善捐赠水平,与本文的假设 H1 的预期一致。

2.信号传递能力分组分析

为进一步证明上市公司慈善捐赠的“信号传递动机”,我们根据公司信号传递能力进行分样本分析。公司通过慈善捐赠发送信号是高成本行为,根据研究假设 H2,我们预期放松卖空管制的慈善捐赠效应在融资约束程度低和业绩好的公司更显著,原因在于此类公司信号发送的能力更强,当面临卖空冲击时,公司有能力及时通过慈善捐赠向外界传递信号;相反,对于面临严重融资约束和盈利能力差的公司,即使有发送信号的动机也无能为力。

对于融资约束,借鉴鞠晓生等研究者的做法^[31],本文使用 SA 指数作为我国上市公司融资约束的度量指标。 $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$,本文计算了每个上市公司观测年度的 SA 指数。SA 指数为负,且绝对值越大,说明公司受到的融资约束程度越严重。按照 SA 是否大于年

度—行业中位数,我们将样本分为融资约束不严重的组和融资约束严重的组。表 5 第(1)、(2)、(7)、(8)报告了相应的回归结果,结果显示,当 Donate_ta 为因变量时,对于融资约束不严重的组,AfterShort 的系数为 0.006,且在 5%的水平上显著,而对于融资约束严重的组,AfterShort 的系数为 -0.006,但不显著,组间差异检验显示,两组间 AfterShort 的系数在 1%的水平上存在显著差异。当因变量为 Donate_rev 时,对于融资约束不严重的组,AfterShort 的系数在 1%水平上显著为正,而对于融资约束严重的组,AfterShort 的系数为负且不再显著。组间差异检验显示,两组间 AfterShort 的系数在 10%的水平上存在显著差异。上述结果说明,放松卖空管制的慈善捐赠效应只发生在融资约束不严重的组,与假设 H2 的预期相一致。

表 4 放松卖空管制与公司慈善捐赠

变量	OLS 模型		Tobit 模型	
	Donate_ta	Donate_rev	Donate_ta	Donate_rev
	(1)	(2)	(3)	(4)
AfterShort	0.005*** (2.88)	0.013*** (3.18)	0.005** (2.23)	0.013** (2.49)
Short	0.007*** (5.41)	0.009*** (3.06)	0.009*** (5.31)	0.013*** (3.34)
Size	-0.002*** (-4.13)	-0.006*** (-4.57)	0.002*** (3.30)	0.005*** (2.84)
Age	-0.005*** (-5.96)	-0.006*** (-3.20)	-0.010*** (-9.59)	-0.016*** (-7.08)
Lev	0.006* (1.76)	-0.021*** (-2.89)	0.017*** (3.77)	-0.003(-0.33)
Growth	-0.001(-0.52)	-0.004** (-2.07)	-0.001(-0.75)	-0.006** (-2.07)
CF	0.017** (2.40)	-0.026(-1.62)	0.024** (2.49)	-0.019(-0.92)
ROA	0.159*** (12.65)	0.238*** (8.58)	0.252*** (15.02)	0.427*** (11.49)
HHI	-0.052** (-2.11)	-0.129** (-2.38)	-0.047(-1.44)	-0.124* (-1.73)
常数	0.061*** (4.99)	0.162*** (6.00)	-0.077*** (-4.68)	-0.135*** (-3.71)
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15591	15589	15591	15589
R ²	0.072	0.044	—	—

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

表 5 信号传递能力分组分析

变量	SA 指数		ROA		现金流	
	小	大	小	大	小	大
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
因变量 Donate_ta						
AfterShort	-0.006 (-1.63)	0.006** (2.56)	-0.001 (-0.49)	0.005*** (2.71)	-0.000 (-0.09)	0.004** (2.31)
其他变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值数	7522	7977	8151	7353	7752	7749
R ²	0.075	0.096	0.069	0.118	0.085	0.130
组间差异检验	-0.012***		-0.005***		-0.004**	
因变量 Donate_rev						
AfterShort	-0.002 (-0.16)	0.012*** (2.59)	0.002 (0.69)	0.009** (2.36)	0.002 (0.52)	0.008** (2.35)
其他变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值数	7521	7976	8149	7353	7751	7748
R ²	0.047	0.059	0.057	0.090	0.068	0.098
组间差异检验	-0.013*		-0.007*		-0.006*	

注:组间差异检验使用费舍尔组合检验(Permutation test),报告的结果为 AfterShort 回归系数在两组间的差异和经验 P 值的显著性,经验 P 值经过抽样 1000 次得到。限于篇幅没有报告控制变量的回归结果,感兴趣的读者可向作者索取,下表同。

对于公司业绩,本文采用净资产收益率(ROA)与经营活动现金流(CF)作为公司业绩的度量指标。盈利能力越强,现金流越充足的公司越有充足的资源通过投入慈善活动传递公司的质量信号。

按照 ROA 是否大于年度一行业中位数我们将样本分为盈利能力强的组和盈利能力弱的组,表 5 第(3)、(4)、(9)、(10)列报告了相应的回归结果,结果显示,当 Donate_ta 为因变量时,对于盈利能力强的组,AfterShort 的系数在 1%的水平上显著为正,而对于盈利能力弱的组,AfterShort 的系数为负且不再显著。组间差异检验显示,两组间 AfterShort 的系数在 1%的水平上存在显著差异。当因变量为 Donate_rev 时,两组间 AfterShort 的系数在 10%的水平上存在显著差异。这说明,放松卖空管制的慈善捐赠效应只发生在盈利能力强的组,与假设 H2 的预期相一致。按照经营活动现金流是否大于年度一行业中位数我们将样本分为现金流充足的组和现金流不充足的组,表 5 第(5)、(6)、(11)、(12)列报告了相应的回归结果,结果显示,当 Donate_ta 为因变量时,对于现金流充足的组,AfterShort 的系数在 5%的水平上显著为正,而对于现金流不充足的组,AfterShort 的系数也不再显著,组间差异检验显示,两组间 AfterShort 的系数至少在 5%的水平上存在显著差异。

表 5 的结果表明,融资约束程度越低和业绩越好的公司面临卖空冲击时更倾向提高捐赠数额。因此,假设 H2 成立。要使信号传递有效,需要信号成本足够高以阻止低质量公司的模仿行为;公司财务状况更好,因而信号传递能力更强的公司,越倾向在面临卖空冲击时通过慈善捐赠发送信号。这也进一步证明了公司慈善捐赠的“信号传递动机”。

3. 信号传递需求分组分析

公司信号传递的需求存在异质性,为检验假设 H3,本文从如下几个维度考察卖空冲击对不同信号传递需求公司慈善捐赠的影响:第一,我们预期放松卖空管制的慈善捐赠效应在面临产品竞争更激烈的公司更显著,原因在于信号传递有利于其在竞争对手中脱颖而出,获取竞争优势,因此,面临产品竞争越激烈的公司信号传递的需求越强,越倾向于通过慈善捐赠传递信号。第二,我们预期放松卖空管制的慈善捐赠效应在信息环境越不透明的公司越显著。公司信息环境越不透明,公司利益相关者与 Company 之间的信息不对称程度越高,公司越需要其他途径传递信号,降低信息不对称程度。第三,我们预期放松卖空管制的慈善捐赠效应在股权更分散的公司更显著。

表 6 信号传递需求分组分析

变量	产品市场竞争		信息透明度		股权分散程度	
	小	大	高	低	高	低
因变量 Donate_ta	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AfterShort	0.001 (0.56)	0.004** (2.39)	0.000 (0.25)	0.004** (2.54)	0.004*** (2.63)	0.001 (0.88)
控制变量及常数项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值数	7,053	7,391	6,521	6,517	8,052	7,539
R ²	0.101	0.130	0.133	0.100	0.105	0.121
组间差异	-0.004*		-0.004**		0.003*	
因变量 Donate_rev	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
AfterShort	0.000 (-0.03)	0.011** (2.54)	-0.001 (-0.25)	0.012*** (3.25)	0.021*** (3.04)	0.007 (1.55)
控制变量及常数项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值数	7053	7391	6520	6516	8051	7538
R ²	0.092	0.095	0.093	0.084	0.038	0.080
组间差异	-0.011**		-0.012***		0.014*	

借鉴韩忠雪和周婷婷等文献的做法^[32],本文使用垄断租金(PMC)度量公司在该行业中所处的垄断地位,进而判断企业在产品市场上面临的竞争程度^②。按照 PMC 是否大于年度一行业中位数,我们将样本分为面临市场竞争不激烈的组和市场竞争激烈的组。表 6 中第(1)、(2)、(7)、(8)列报告的结果显示,当因变量为 Donate_ta 时,对于面临市场竞争不激烈的上市公司,AfterShort 的系数为正,但不显著,而对于面临市场竞争激烈的上市公司,AfterShort 的系数在 5%的水平上显著为正;当因变量为 Donate_rev 时,所得结果相同。并且,组间差异检验显示,两组间 AfterShort 的系数至少在

10%的水平上存在显著差异。这说明市场竞争越激烈,放松卖空管制的慈善捐赠效应越显著。

借鉴 Hutton 等文献的思路^[33],本文基于单家公司的盈余管理程度构建信息透明度指标。利用分行业分年度的修正 Jones 模型估计可操控性总应计利润,采用前 3 期的可操纵性总应计利润的绝对值加总起来测度公司的信息透明度(Opaque)。按照 Opaque 是否大于年度一行业中位数,我们将样本分为透明度低的组和透明度高的组。表 6 中第(3)、(4)、(9)、(10)列报告的结果显示,当因变量为 Donate_ta 时,对于信息透明度高的组,AfterShort 的系数为正,但不显著,而对于信息透明度低的组,AfterShort 的系数在 5%的水平上显著为正;当因变量为 Donate_rev 时,所得结果类似。并且,组间差异检验显示,两组间 AfterShort 的系数至少在 5%的水平上存在显著差异。这说明信息环境越差,放松卖空管制的慈善捐赠效应越显著。

我们使用公司前十大股东持股比例的赫芬达尔(H10)指数度量股权分散程度,按照 H10 是否大于年度一行业中位数,我们将样本分为股权分散程度低的组和股权分散程度高的组,表 6 第(5)、(6)、(11)、(12)列报告的结果显示,当因变量为 Donate_ta 时,对于股权更分散的公司,AfterShort 的系数在 1%的水平上显著为正,而对于股权更集中的公司,AfterShort 的系数不再显著;当因变量为 Donate_rev 时所得结果类似。组间差异检验显示,两组间 AfterShort 的系数在 10%的水平上存在显著差异。这说明,放松卖空管制的慈善捐赠效应在股权更分散的上市公司中更显著。

表 6 的结果表明,产品市场竞争更激烈、信息环境越不透明、股权更分散的上市公司在面临资本市场的卖空冲击时更倾向于提高慈善捐赠额度,支持假设 H3。这说明,当面临卖空冲击时,信号需求越强的公司越倾向通过慈善捐赠向市场传递信号,与公司慈善捐赠的“信号传递”动机的预期相一致。

五、稳健性检验^③

(一)替代性解释

近年来关于卖空机制的研究发现,卖空不仅能够提高定价效率,而且能够约束经理人行为,发挥外部治理作用^[34]。因此,本文认为卖空冲击导致公司慈善捐赠增加的另一种解释是源于卖空机制发挥的外部治理作用:慈善捐赠是企业履行社会责任的重要组成部分,但却是高成本的行为,慈善支出可能挤占公司其他支出,影响公司会计利润,为规避经营风险,经理人从事慈善的动机可能不足^[29]。卖空机制的出现发挥了监督经理人的作用,缓解了委托代理问题,弥补了卖空机制出现前公司慈善捐赠可能存在的不足,导致本文实证出现的结果。

根据上述逻辑,卖空机制通过发挥外部治理效应作用于公司慈善捐赠行为,是公司治理机制的一种替代和补充。因此,如果上述逻辑成立,我们应该看到公司内部治理机制越不完善,代理冲突越严重的公司,放松卖空管制的慈善捐赠效应越显著。我们使用管理层持股比例和第二至第五大股东持股比例度量公司治理。一般而言,管理层持股比例越高,代理冲突越不严重。第二至第五大股东持股比例越高,监督力量越强。结果显示,公司治理水平更高的组的 AfterShort 的系数显著大于公司治理水平低的组的系数,与“外部治理效应”的预期相反,其可能的原因是公司治理水平越高,代理冲突越不严重的公司,在面临资本市场冲击时越能及时采取措施应对,如本文所研究的慈善捐赠向外界发送信号,因此可以排除“外部治理效应”的解释。

(二)稳健性检验

为进一步确认本文结论的可靠性,本文在上述理论假设的基础上进行了以下几方面的稳健性测试,总体上并没有改变原有的研究结论。

第一,剔除本文样本中慈善捐赠为 0 的观测值,重新进行 OLS 回归。

第二,采用 PSM 配对样本重新检验。交易所在选择可卖空标的股票时主要依据加权评价指标,并综合考虑上市公司及市场情况进行选取。为避免控制组和实验组在控制变量上存在的系统性差异,我们采用 PSM 方法选择配对样本。具体而言,首先根据本文的控制变量选择配对样本,然后根据配对好的样本重新进行 OLS 回归。

第三,除 PSM 方法外,我们选择另一种方法进一步控制样本选择偏差的影响。考虑到绝大部分融资融券标的股票均为沪深 300 指数成分股,借鉴李志生等文献的做法,我们只选取沪深 300 指数成分股中的融资融券标的股票和非融资融券标的的股票进行 DID 分析^[35]。

六、结论与启示

越来越多的中国企业投入到慈善捐赠活动中,那么是什么动机驱使中国企业为社会福利做出贡献?受到内生性的干扰,学术界一直无法准确区分公司慈善的各种动机。中国证券市场于 2010 年 3 月推出的“融资融券”,正式放松卖空管制,标志着我国 A 股市场的一个新发展,外生地改变了公司股票的交易环境,增加了股票的卖空压力。本文利用这一自然实验,检验了我国企业慈善捐赠的“信号传递动机”。以 2007~2015 年我国 A 股上市公司为样本,运用双重差分方法发现,放松卖空管制显著提高了可卖空公司的慈善捐赠水平,在进行一系列的稳健性检验之后结果依然成立。研究结果表明:放松卖空管制带来的卖空冲击使股价产生向下压力,并提高下端风险,相对于不可卖空公司,可卖空公司的经理人通过慈善捐赠向市场发送信号表明公司的“真实质量”,避免卖空冲击对股价和公司经营环境的影响。进一步分析发现,对于融资约束程度越低、盈利能力越强、产品竞争越激烈、信息不对称越严重、股权更分散的上市公司放松卖空管制的慈善捐赠效应越显著。上述结果表明,公司的确运用慈善捐赠作为信号工具应对卖空冲击。

本文的研究启示在于:首先,中国上市公司的慈善捐赠并非完全为了建立政治联系的自私行为,也能充当降低资本市场信息不对称程度的“信号工具”,选择在公司股票交易环境发生外生改变时进行慈善捐赠,是向市场传递公司真实质量的有效途径之一,并且这一信号传递方式获得了市场的认可,使公司股价在面临卖空冲击时维持了稳定。因此,在转轨时期的中国,企业要认识到慈善捐赠既是履行社会责任、造福社会的重要手段,也是获取市场认可、应对外部环境冲击的信号传递工具。其次,从规范公司慈善行为的角度来看,应认识到慈善捐赠在区分公司真实质量降低资本市场信息不对称中发挥的作用,积极引导鼓励公司的慈善捐赠行为。坚持市场化改革方向,让更多企业参与竞争,提高产品市场竞争程度。同时,应加强国有企业改革,打破“预算软约束”,加强对国有企业履行社会责任的激励。最后,从市场监管的角度来看,资本市场制度变迁具有实际效应,应稳步推进资本市场改革,提高资本市场对上市公司的反馈调节能力,发挥“股票晴雨表”作用。

注释:

①已有文献表明,卖空机制能够发挥约束经理人的外部治理作用^[34],如果放松卖空管制前公司的慈善投资存在不足,那么卖空机制可能通过发挥治理效应增加公司的慈善捐赠,针对这一可能替代性解释,后文专门进行了讨论予以排除。

②根据中国的会计准则及资本市场状况,本文的垄断租金的具体定义为:垄断租金(PMC)=(税前利润+当年折旧额+财务费用-资本总额×加权平均资本成本)÷销售总额。其中,资本总额=权益资本+短期债务+长期债务,加权平均资本成本=(权益资本÷资本总额)×权益资本成本+(短期债务÷资本总额)×短期债务成本+(长期债务÷资本总额)×长期债务成本。本文用 CAPM 模型来估计公司的权益资本成本,权益资本成本=无风险收益+系统风险×市场组合的风险溢价,系统风险数据直接取自 CCER 股票价格收益数据库,无风险收益为一年期银行存款利率。从垄断租金的计算公式可以看出,垄断租金可以准确地描述行业内的单个企业在该行业中的垄断势力,如果垄断租金较高,表明该企业面临的产品市场竞争程度就较低。

③囿于篇幅,本文没有报告相关回归结果,感兴趣的读者可向作者索取。

参考文献:

- [1] Akerlof, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism[J]. Quarterly Journal of Economics, 1995, 84(3):488—500.
- [2] Myers, S. C., Majluf, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J]. Journal of Finance Economics, 1984, 13(2): 187—221.
- [3] Easley, D., O'Hara, M. Information and the Cost of Capital[J]. Journal of Finance, 2004, 59(4):1553—1583.
- [4] 许年行,张华,吴世农.附加承诺具有信号传递效应吗? [J].管理世界,2008,(3):142—151.
- [5] Spence, M. Job Market Signaling[J]. Quarterly Journal of Economics, 1973, 87(3): 355—374.
- [6] Miller, M., Rock, K. Dividend Policy under Asymmetric Information[J]. Journal of Finance, 1985, 40(4): 1031—1051.

- [7] Ross, S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach[J]. *Bell Journal of Economics*, 1977, 8(1): 23—40.
- [8] Leland, H. E., Pyle, D. H. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation [J]. *Journal of Finance*, 1977, 32(2): 371—387.
- [9] Allen, F., Faulhaber, G. R. Signalling by Underpricing in the IPO market[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 23(2): 303—323.
- [10] Dann, L. Y. Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders[J]. *Journal of Financial Economics*, 1981, 9(2): 113—138.
- [11] Fombrun, C., Shanley, M. What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy[J]. *Academy of Management Journal*, 1990, 33(2): 233—258.
- [12] McWilliams, A., Siegel, D. S., Wright, P. M. Corporate Social Responsibility: Strategic Implications[J]. *Journal of Management Studies*, 2006, 43(1): 1—18.
- [13] 贾明, 张喆. 高管的政治关联影响公司慈善行为吗? [J]. *管理世界*, 2010, (4): 99—113.
- [14] Campbell, L., Gulas, C. S., Gruca, T. S. Corporate Giving Behavior and Decision-Maker Social Consciousness[J]. *Journal of Business Ethics*, 1999, 19(4): 375—383.
- [15] Allen, M. P. Corporate Profits and Cooptation: Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy.[J]. *Social Forces*, 1983, 64(2): 526.
- [16] Atkinson, L., Galaskiewicz, J. Stock Ownership and Company Contributions to Charity[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1988, 33(1): 82—100.
- [17] Galaskiewicz, J. An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contributions in the Twin Cities, 1979—81, 1987—89[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42(3): 445—471.
- [18] 戴亦一, 潘越, 冯舒. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗? ——来自市委书记更替的证据[J]. *经济研究*, 2014, 49(2): 74—86.
- [19] 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, 18(1): 4—14.
- [20] Rothschild, M., Stiglitz, J. Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1976, 90(4): 629—649.
- [21] Bhattacharya, S. Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy[J]. *Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1): 259—270.
- [22] Riley, J. G. Silver Signals: Twenty-five Years of Screening and Signaling[J]. *Journal of Economic Literature*, 2001, 39(2): 432—478.
- [23] Hoff, B., Wood, D. The Use of Non-financial Information: What Do Investors Want? [Z]. Working Paper, 2010.
- [24] Bansal, P., Roth, K. Why Companies Go Green: A Model of Ecological Responsiveness[J]. *Academy of Management Journal*, 2000, 43(4): 717—736.
- [25] 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.
- [26] 朱松. 企业社会责任、市场评价与盈余信息含量[J]. *会计研究*, 2011, (11): 27—34.
- [27] Diether, K. B., Lee, K. H., Werner, I. M. Short-sale Strategies and Return Predictability[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(2): 575—607.
- [28] Goldstein, I., Ozdenoren, E., Yuan, K. Trading Frenzies and Their Impact on Real Investment[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(2): 566—582.
- [29] Bertrand, M., Mullainathan, S. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. [J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043—1075.
- [30] Chan, L. H., Chen, K. C. W., Chen, T. Y., et al. The Effects of Firm-initiated Clawback Provisions on Earnings Quality and Auditor Behavior[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 54(2—3): 180—196.
- [31] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. *经济研究*, 2013, 48(1): 4—16.
- [32] 韩忠雪, 周婷婷. 产品市场竞争、融资约束与公司现金持有: 基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. *南开管理评论*, 2011, 14(4): 149—160.
- [33] Hutton, A. P., Marcus, A. J., Tehranian, H. Opaque Financial Report, R^2 and Crash Risk[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67—86.
- [34] Massa, M., Zhang, B., Zhang, H. The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Management? [J]. *Review of Financial Studies*, 2015, 28(6): 1701—1736.
- [35] 李志生, 陈晨, 林乘旋. 卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗? ——基于自然实验的证据[J]. *经济研究*, 2015, 50(4): 165—177.

(责任编辑: 陈敦贤)