

第14卷 第4期
(总第46期)
Vol. 14 No. 4

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会
(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京理工大学
北京师范大学
重庆大学
东北财经大学
对外经济贸易大学
复旦大学
国泰安CSMAR
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
山西大学
上海财经大学
上海交通大学
苏州大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
西南交通大学
厦门大学
云南财经大学
浙江大学
浙江工商大学
郑州航空工业管理学院
中国人民大学
中南财经政法大学
中山大学
中央财经大学
《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS
2016 · 12

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

主 编

王立彦 陈 晓 吕长江 刘 星 刘志远

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

特邀编委

靳庆鲁/上海财经大学	吴 溪/中央财经大学
夏立军/上海交通大学	祝继高/对外经济贸易大学

编辑部

罗 炜/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

主编助理

许骞/中国农业大学

编辑部 IT 事务

曾建光/南开大学

地 址

北京大学光华管理学院

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室

(邮编:100871 电话:010-62750037)

图书在版编目(CIP)数据

中国会计评论. 第14卷. 第4期/王立彦等主编. —北京:北京大学出版社, 2016. 12
ISBN 978-7-301-28413-1

I. ①中… II. ①王… III. ①会计—中国—丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 121357 号

书 名 中国会计评论(第14卷第4期)
ZHONGGUO KUAIJI PINGLUN
著作责任者 王立彦等 主编
责任编辑 李 娟
标准书号 ISBN 978-7-301-28413-1
出版发行 北京大学出版社
地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
网 址 <http://www.pup.cn>
电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295
新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
印 刷 者 北京大学印刷厂
经 销 者 新华书店
787 毫米×1092 毫米 16 开本 9.25 印张 152 千字
2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月第 1 次印刷
定 价 38.00 元
International Price: \$38.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》秉承学术、中立、公正原则，遵守中华人民共和国的各项法律，参照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运行，实行匿名审稿制。

本刊主要面向大学会计教育和学术界。

本刊内容涵盖（但不局限于）财务会计、管理会计、审计、税务、公司财务管理、会计师职业道德等领域，以实证研究方法为主导。本刊也刊登高水平的书评和文献综述性文章。

本刊大力提倡国际主流的经验式研究和分析式研究，也欢迎应用案例分析、实验研究、问卷调查、比较分析等方法的文章。无论采用何种研究方法，都应当坚持严谨、深入、细致、求实的学术风格。

本刊不刊登已经在其他刊物发表过的论文或正在其他刊物审稿中的稿件。作者投稿时必须注明其稿件满足这一条件（稿件格式请参阅本刊封三）。

本刊以中文为主。作者投稿时，不必邮寄打印稿，请提交 Word 或 PDF 格式的稿件电子版（稿件若为 PDF 格式，请分别提交两个文件，一个文件是单独的署名页，另一个文件是不含有作者信息的文章主体部分，以便匿名审稿）。

投稿请传送至下列电子信箱：

北京大学光华管理学院 王立彦

lywang@gsm.pku.edu.cn

或

清华大学经济管理学院 陈晓

chenx@em.tsinghua.edu.cn

本刊获得 CSMAR Database 合作支持

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
北京师范大学	崔学刚
重庆大学	刘 星
东北财经大学	方红星
对外经济贸易大学	陈德球
复旦大学	洪剑峭
国泰安 CSMAR	高 宁
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	刘启亮
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	肖 星
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	叶建明
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中南财经政法大学	王雄元
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

《中国会计评论》在线投稿和管理系统开通公告

《中国会计评论》自加入“中国知网信息化服务采编系统”,经过近十个月的沟通、设计、搭建和调试,终于进入开通阶段。采编系统平台于2016年下半年开始试运行,2017年正式全面运行。

非常希望听到作者、读者的使用反馈,尤其是改进建议。

《中国会计评论》在线投稿和管理系统简介

为了更好地服务投稿人和广大学者,《中国会计评论》在线投稿平台于2016年7月21日起正式开放运行,平台地址为 <http://zkjp.cbpt.cnki.net/>。试运行期间状况良好,并将在广泛接受意见的基础上不断地改进。

进入《中国会计评论》在线投稿和管理系统的主页(见下图),可以看到在线办公系统、在线期刊、下载中心、最新动态、友情链接、期刊信息六个主要模块,以及期刊介绍、理事会、编委会、投稿指南、实证会计会议、PhD 工作机会、期刊征订、联系我们等入口,满足不同使用者的需求。

1. 在线办公系统

本模块包括专家审稿系统、编辑办公系统及作者投稿系统,根据使用者身份各自点击进入,在第一次使用时按照要求提供姓名、邮件、研究方向等信息并设置密码。完成注册后,使用者可以完成审稿(稿件分配、稿件下载、给予审稿意见和建议等)、投稿(填写投稿信息、上传稿件、查看审稿进度),以及编辑管理(查阅整理、分稿、联系专家作者、反馈意见等)工作。

2. 在线期刊

在本模块中,高级检索提供按照年、期(Issue)、作者(Author)、单位(Unit)、题目(Title)、摘要(Abstract)、关键词(Key Word)、分类号(Book Classification)等信息详细搜索期刊文章。摘要点击排行、全文下载排行、被引频次排行等板块提供按照不同标准进行的期刊文章排行信息。本期栏目和过往期刊浏览,分别给出详细的最新一期期刊,以及过往各期文章的详细信息和下载链接等。

中国会计评论

[首页](#) | [期刊介绍](#) | [编委会](#) | [编委会](#) | [投稿指南](#) | [编委会公告](#) | [PhD工作机会](#) | [期刊征订](#) | [联系我们](#)

在线办公系统

- 专家审稿系统
- 编辑办公系统
- 作者投稿系统

在线期刊

- 高级检索
- 摘要点击排行
- 全文下载排行
- 被引频次排行
- 本期栏目
- 过刊浏览

下载中心

- 投稿须知
- 论文模板
- 著作权转让声明

期刊简介

期刊名称: 《中国会计评论》
 创办日期: 2003年6月
 主管部门: 财政部
 主办单位: 北京大学
 刊期: 季刊
 电话: 010-62767892
 Email: caup@pku.edu.cn
 国内统一刊号(CN):
 国际标准刊号(ISSN):

最新动态

- 录用稿件new
- PhD工作机会new
- 系统开通公告

友情链接

- 《中国会计评论》总览
- 《经济研究》
- 《管理世界》
- 《南开管理评论》
- 《会计研究》
- 《审计研究》
- 工作论文

期刊信息

期刊名称: 《中国会计评论》
 创办日期: 2003年6月
 主管部门: 财政部
 主办单位: 北京大学
 刊期: 季刊
 电话: 010-62767892
 Email: caup@pku.edu.cn

本期栏目

中国会计评论
 2015年04期 = 13, 36-42, 384页 [查看摘要][在线阅读][下载 1256K]

文章

会计信息与宏观分析师经济预测
 万军佳, 周大伟, 罗志, 曾永良
 2015年04期 = 13, 36-42, 389-412页 [查看摘要][在线阅读][下载 1090K]

分红弹性、母公司利润操纵与债务融资动机
 刘斌, 王雷, 杨蕊
 2015年04期 = 13, 36-42, 413-430页 [查看摘要][在线阅读][下载 799K]

新闻媒体的监督功能: 基于上市公司并购事件的分析

3. 下载中心

本模块包含投稿人须重点关注的投稿须知,并且提供了标准的论文模板,为投稿人提供参考。出于尊重知识版权的目的,投稿人必须仔细阅读本模块中的著作权转让声明并签注。

4. 最新动态

本模块包含录用稿件信息,作者可以随时查询。PhD工作机会则是结合期刊参与主办的“中国实证会计年会”及年会中的job market相关信息,为广大PhD毕业生提供宝贵的就业信息。

5. 友情链接

本模块给出《中国会计评论》总览用于读者、投稿人和广大专家学者更好地了解期刊。此外,提供《经济研究》《管理世界》《南开管理评论》《会计研究》《审计研究》等期刊链接,促进学术交流。工作论文部分会及时给出投稿工作论文信息,以助于学术交流。

6. 期刊信息

本模块包括期刊名称、创办日期、主管部门、主办单位、刊期、电话、E-mail等期刊主要信息。

7. 链接窗口

系统主页根据作者的需求和期刊工作的需要,给出期刊介绍、理事会、编委会、投稿指南、实证会计会议、PhD 工作机会、期刊征订及联系我们等链接窗口。

(1) 期刊介绍。本链接窗口详细介绍《中国会计评论》的办刊宗旨、历史变革、思路等状况,以及文章的基本要求、投稿方式等。

(2) 理事会。本链接窗口详细介绍《中国会计评论》理事会(按大学、机构名称拼音字母排序)成员单位,以及各成员单位的主要负责人。

(3) 编委会。本链接窗口详细介绍《中国会计评论》编委会,包括名誉顾问、主编、编委、特邀编委、编辑部成员构成及编辑部地址等信息。

(4) 投稿指南。本链接窗口指明本刊以中文为主。海外学者可用英文投稿,本刊直接发表其英文稿件,或由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。投稿时不必邮寄打印稿,提交 Word 或 PDF 格式的文章电子版(PDF 格式分别提供单独署名页和不含作者信息文章主体部分)。稿件的匿名评审意见如果为可能采用,在收到稿件四个月之内通知作者进行修改;超过四个月没有联系时,作者可以自行处理。稿件如被录用,作者应提供可供编辑排版用的 Microsoft Word 格式电子文档。此外,还会给出详细的稿件格式要求。

(5) 实证会计会议。本链接窗口介绍自首届至各届中国实证会计国际研讨会的详细信息,包括主办地、主办单位、参与方式、会议主题、联系地址等。

(6) PhD 工作机会。本链接窗口包含首届会计学博士生招聘会将在上海举行、全国会计学博士招聘、海外招聘等重要博士就业机会信息。

(7) 期刊征订。本链接窗口介绍征订联系人和北京大学出版社详细地址等信息。

(8) 联系我们。本链接窗口说明期刊编辑部地址、邮编、电话、E-mail、出版社等信息,便于投稿人查阅。

中国会计评论

第 14 卷 第 4 期

(总第 46 期)

2016 年 12 月

目 录

文 章

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 吴良海 顾慧敏 章铁生 谢志华	(445)
管理层归因行为研究 ——基于业绩预告修正的分析 魏 哲 罗 婷 张海燕	(465)
官员主政关系、地域偏爱与政府补助 陈运森 崔宸瑜	(483)
制度因素对会计质量和审计质量的影响 ——基于中外合资企业的案例研究 原红旗 娄 芳 曹 利	(515)
代理成本、所有权性质与会计信息可比性 袁振超 韦小泉 操 群	(537)
研发投入、管理层预期与营业成本粘性行为 ——基于我国 A 股市场的实证研究 赵 息 麻环宇 张 硕	(565)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 14 No. 4

December, 2016

CONTENTS

Articles

Ownership Type, Charitable Donation and the Cost of Debt Capital;

Empirical Evidence from Chinese A-share Market

..... Lianghai Wu Huimin Gu Tiesheng Zhang Zhihua Xie (445)

Management Attribution Behavior Research: Evidence from Management

Revised Forecasts..... Zhe Wei Ting Luo Haiyan Zhang (465)

Officials' Prior-Job Relationship, Regional Favoritism and Corporate

Subsidies..... Yunsen Chen Chenyu Cui (483)

How Institutions Affects Accounting and Auditing Quality?

A Case Study of a Joint Venture Company

..... Hongqi Yuan Fang Lou Li Cao (515)

Agency Cost, Ownership Nature and Financial Statement Comparability

..... Zhenchao Yuan Xiaoquan Wei Qun Cao (537)

R&D Investment, Managerial Expectation and Operating Cost Stickiness;

An Empirical Study Based on China's A-share Market

..... Xi Zhao Huanyu Ma Shuo Zhang (565)

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

吴良海 顾慧敏 章铁生 谢志华*

摘要 本文选择2008—2014年沪深A股上市公司作为研究样本,检验了公益性捐赠与企业债务资本成本的关系,结果显示,公益性捐赠额与企业债务资本成本呈倒“U”形关系。这意味着在企业捐赠额较少时,股价的“消极”影响使得债务资本成本随企业公益性捐赠的增加而增加,当捐赠额累积达到某一程度时,企业声誉资本的作用显现,此时公益性捐赠额的增加能够显著降低企业债务资本成本。考虑到国有企业捐赠更多的是履行政府“摊派”的社会责任,而非国有企业主要是期望通过社会责任的履行获取声誉资本及战略资源,本文进一步考察了产权性质对上述关系的影响,通过区分国有企业及非国有企业样本,运用似不相关回归进行chow检验,结果表明,公益性捐赠与企业债务资本成本的倒“U”形关系在非国有企业较为显著,在国有企业则较弱。本文的贡献在于:第一,发现了公益性捐赠与企业债务资本成本的倒“U”形关系,丰富了现有公益性捐赠经济后果的研究文献。第二,从企业产权角度阐明了公益性捐赠影响企业债务资本成本的作用机理并给出了相应的经验证据,为引导企业捐赠行为和提升企业价值提供了有益参考。第三,引入声誉机制探讨了声誉资本影响公益性捐赠与债务资本成本两者关系的机理所在,拓宽了从外部环境及企业治理研究企业债务资本成本的传统视角。

关键词 公益性捐赠 债务资本成本 产权性质 声誉资本

* 吴良海、顾慧敏、章铁生,安徽工业大学商学院;谢志华,北京工商大学商学院。通信作者:吴良海;地址:安徽省马鞍山市马向路新城东区安徽工业大学商学院会计系;邮编:243032;电话:13965622639;E-mail:agd2010@yeah.net。本文得到国家自然科学基金项目“制度约束下的信息透明度对企业投资效率的作用机理研究”(14BJY015)、国家自然科学基金重点项目“国有资本授权关系及实现模式研究”(14AJY005)、国家自然科学基金重大项目“国家治理视角下的国有资本经营预算制度研究”(14ZDA027)和国家自然科学基金项目“内部控制对信贷资源配置效率的影响机理研究:基于货币政策与银企关系的双重视角”(71402001)的资助。当然,文责自负。

Ownership Type, Charitable Donation and the Cost of Debt Capital: Empirical Evidence from Chinese A-share Market

LIANGHAI WU HUIMIN GU
TIESHENG ZHANG ZHIHUA XIE

Abstract This paper chooses the Chinese A-share companies listed in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2008 to 2014 as the research sample to test the relationship between the charitable donation and the cost of debt capital. The results show that the charitable donation and corporate debt capital cost presented an inverted “U” shaped relationship. This means that when the corporate donation level is low, the negative influence of the share price makes the debt capital cost increase with the increase of the charitable donation. When donations accumulate to a certain extent, the corporate’s reputation capital become obvious, then the increase of the charitable donation can significantly reduce the cost of debt capital. Considering that state-owned enterprises’ donate is usually to fulfill the social responsibility of the government “assignments” while the non-state-owned enterprises are mainly expected to accept reputation capital and strategic resources by carrying out social responsibility, this paper investigates the influence of ownership type, and divides the whole samples into state-owned enterprises and non-state-owned enterprises based on the chow test, the results show that the inverted “U” shaped relationship is obvious in the non-state-owned enterprises samples and is weak in the state-owned enterprises samples. The contributions of this paper are as follows: ① Find the inverted “U” shaped relationship between the charitable donation and the cost of debt capital, and enrich the existing literature about the economic consequences of the charitable donation. ② Clarify the mechanism of how the charitable donation influence the cost of debt capital and give the corresponding empirical evidence from the perspective of ownership type, provide some useful reference to guide the enterprise donation behavior and promote the enterprise value. ③ Based on reputation mechanism to test the influence of reputation capital on the relationship between the charitable donation and the cost of debt capital, open a new pattern to reduce the enterprise’s cost of debt capital from the external environment and the combination of corporate governance.

Key words Charitable Donation; the Cost of Debt Capital; Ownership Type; Reputation Capital

一、引言

在现代社会中,企业作为社会物质财富的创造者需要履行为社会创造利润、实现股东财富及企业价值最大化的目标,同时又需要承担对政府及社会公众等利益相关者的责任(潘奇等,2015),即所谓的社会责任。在转型经济期的中国社会,捐赠被逐渐当作企业履行社会责任最重要的方式之一。中科院公布的各年度《中国慈善发展报告》显示,社会大部分的捐赠额来自企业,且非国有企业占有较大比重。可以看出,企业在履行应尽义务的同时,还是社会责任履行的中坚力量。

公益性捐赠是企业无偿捐献其拥有资源的社会行为(McWilliams and Siegel, 2001)。弗里德曼(1986)对捐赠做了如下阐述,即企业运用其所拥有的资源在法律许可范围内,从事的以提高其利润的行为。因此,捐赠也被视为履行国民经济第三次分配的职能,通过动员企业进行公益性捐赠实现社会物质财富资源优化配置,调节社会收入分配公平的作用。从这个意义上来说,企业捐赠对于促进社会公平、政局稳定具有重要的意义。同时,随着企业社会责任意识的增强,公益性捐赠已然成为企业履行社会责任的新潮流(钟宏武, 2007)。从捐赠动机出发,企业作为理性经济人,在履行社会责任的同时也期待得到相应的回馈以增加其利润或减少支出。基于委托代理理论、契约理论及利润最大化理论,企业公益性捐赠一定程度上具有广告效应,给企业赢得诸如社会声誉、政治关联等隐性的战略性资源(杜兴强和杜颖洁, 2010),从而使企业获得社会效应及经济效应。由此可见,企业捐赠对于创造企业利益最大化具有重要作用。

宋罡等(2013)从非正式制度环境差异角度探讨其对企业公益性捐赠的影响,Scott(1995)认为企业捐赠行为逻辑的起点是制度理性,企业会对于用规则合法性、规范合法性构建的制度环境所产生的各种压力做出理性的反应,而这种制度既包括正式制度又包括非正式制度。所谓正式制度,即为法律法规及契约等具有强制约束力的条文创造的一系列有意识的约束;而非正式制度是例如社会价值观念、道德观念及风俗习惯等社会长期发展无意识形成的成果(达斯古普特和张慧东, 2005)。转型经济下的中国社会,政府行为对于市场经济参与者具有重要影响,同样,企业公益性捐赠也会受到强势政府的影响(张建君等, 2005)。国有企业的社会捐赠往往来自“摊派”责任(杨团, 2009),而民营企业更多的是来自非正式制度下因履行社会责任而获取声誉资本及战略资源的动机。

由于捐赠主体所有权的特殊性,不同性质的企业肩负的使命与承担的社会责任也存在差异,故而识别企业的产权性质对于研究捐赠动机及经济后果具有重要的意义。本文最终选取了11460个中国A股上市公司样本,建立模型考察企业公益性捐赠与债务资本成本的关系。参考姜付秀和陆正飞(2006)对于债务资本成本的衡量方法,计算各公司的债务资本成本。基于捐赠额的绝对指标来衡量企业公益性捐赠水平,并进一步按照实际控制人性质将全样本划分为国有企业及非国有企业样本,对不同产权性质企业债务资本成本与公益性捐赠额的关系进行了进一步的实证研究。

本文的贡献在于:第一,发现企业公益性捐赠与企业债务资本成本呈现出倒“U”形关系,丰富了关于公益性捐赠经济后果的现有文献。第二,从企业产权角度阐明了公益性捐赠影响企业债务资本成本的作用机理并给出了相应的经验证据,为引导企业捐赠行为和提升企业价值提供有益参考。第三,结合声誉机制探讨了声誉资本影响公益性捐赠与债务资本成本两者关系的机理所在,拓宽了从外部环境及企业治理层面研究企业债务资本成本的传统视角。

二、文献综述

(一) 关于捐赠的研究

1. 关于捐赠动机的研究

目前国内外对企业捐赠动机的研究主要是基于委托代理理论、契约理论及利润最大化理论。Jensen and Meckling(1976)认为股东利益与企业管理层利益存在冲突。职业经理人在综合考虑企业利益的情况下可能会为了获得更高的社会地位等个人利益而倾向于捐赠企业资产(Galaskiewicz, 1997; Godfrey, 2005; 高勇强等, 2012)。Fich et al. (2009)实证检验了企业管理层慈善捐赠与其经营业绩辩护动机的关系。然而更多的学者认为研究企业公益性捐赠的动机应当考虑利益相关者。Moon et al. (2005)基于社会契约理论视角认为企业与社会整体运行关系紧密。此外,企业捐赠能够将企业的经济利益与社会利益联系起来,引申出企业为了获得诸如社会声誉等战略性资源及政府的信任和政治联系而实施企业捐赠的动机(Porter and Kramer, 2002; Godfrey, 2005; 朱敏等, 2014)。企业捐赠形成的声誉资本所产生的社会效益能够有效降低企业的广告支出,且企业可以通过捐赠的抵税作用来实现企业利益的最大化(Boatsman et al., 1996)。

2. 关于声誉资本与捐赠经济后果的研究

关于企业公益性捐赠的经济后果主要是从实现企业经济利益最大化的角度研究的。由于股东享有对企业财富的剩余索取权,因此短期来看,公益性捐赠会减少企业分配给股东的财富,但从长远考虑,销售利润的提高、相关成本的减少及声誉资本的获得会增加企业未来现金流量,从而大大提高股东财富。公益性捐赠一定程度上具有广告的效果,Brown et al. (2006)发现捐赠额多的企业会给予消费者其社会责任感强、产品质量好的良好印象,从而能够提高销售业绩。公益性捐赠能够提高消费者对企业本身及其产品的态度(Pirsch et al., 2007),提高声誉资本(高勇强等,2012),增加消费者的购买意愿(卢东,2009)。刘海建(2013)认为企业公益性捐赠具有补偿性作用。当管理层侵害中小股东利益或企业存在破坏环境等违规违法行为造成企业公众形象下降后,企业通常通过捐赠来弥补声誉受损的影响。李诗田等(2014)实证检验了上市企业对声誉重视程度与其捐赠水平的显著正相关关系。Godfrey(2005)认为企业公益性捐赠能够增加其声誉资本,从而提高企业价值,良好的声誉有利于企业获得外部融资。

(二) 关于资本成本的研究

资本成本从宏观层面反映了一国资本市场的融资效率(罗进辉,2012);从微观层面看是企业管理层选择投资方案的重要依据。一个企业如果拥有较高的资本成本,则管理层在选择投资项目时会更加谨慎,从而可能减少企业的获利机会(Gao,2010)。债务资本成本具有衡量企业财务杠杆及评价项目可行性及盈利性的双重作用。企业合理降低资本成本是其追求经济利益的重要目标,合理、有效地利用债务融资,提高企业价值是实现企业利润最大化的重要途径。企业债务资本成本既包括显性成本又包括隐性成本(于富生和张敏,2007)。其中,显性成本是指约定支付的利息及相关费用合计,隐性成本包括因为信息不对称及违约等道德风险,债权人要求的风险溢价的额外补偿。有学者对影响债务资本成本的因素进行研究,发现企业董事会独立性的提高可以有效降低债务资本成本(Bharath,2008);企业盈利能力较强、规模较大、成长性较好、财务风险及经营风险较低,其债务资本成本相对较低(Bhojraj and Sengupta,2003)。以上是基于企业内部影响因素考察如何降低企业资本成本。近年来已有文献从企业外部声誉层面分析了如何有效降低企业资本成本,如罗进辉(2012)实证检验了媒体报道能够显著降低中国上市公司的债务资本成本。然而关于债务

资本成本外部影响因素的文献并不多,本文将从声誉资本层面探讨企业公益性捐赠对于债务资本成本的影响。

三、理论分析与研究假设

Coase(1937)在《企业的性质》一文中首次从契约理论的角度对企业性质进行考察。Coase认为企业是一个不完备的契约组合,存在机会主义、外部环境不确定性及复杂性、寻租行为及信息不对称等各种问题。由于企业作为不完全契约的主体存在较为严重的信息不对称问题,Jensen and Meckling(1976)认为债权人与股东以及股东与管理者均存在代理冲突。债务契约是指包含支付本金及利息、抵押和担保等条款的契约,其中的信息不对称问题主要体现在签约前由于信息不对称导致的逆向选择问题及签约后由于信息不对称导致的道德风险问题(张晓玲,2012)。在签约之前,作为债务人的企业相对于债权人掌握更多的企业信息,因此,会采取相关措施降低风险,如在借款期限上进行限制,缩短债务期限;更主要的是在利率方面考虑风险溢价的影响,从而弥补可能造成的企业不能偿债的风险。签约后的信息不对称问题主要体现在企业并非按照协议约定的用途使用资金,而对风险更大的项目进行投资,使得债权人要承担企业无法偿债的风险,即存在道德风险的问题。根据风险与收益相匹配的基本原则,投资者要求的资本成本也会随着其所面临风险的增加而提高(罗进辉,2012)。

声誉被认为是保证契约履行的重要机制。研究表明,声誉机制能够起到监督企业管理层经营行为的作用(李培功和沈艺峰,2010),同时有助于减少债权人获取全面而详细的企业信息的成本,从而起到有效降低投资者面临的由于信息不对称带来信息风险的作用(罗进辉,2012; Fang and Peress, 2009)。Fombrun(1995)将企业声誉定义为企业对其所有利益相关者的综合吸引力。叶康涛等(2010)认为经济行为人可以通过塑造良好的声誉来获得较高的声誉收益。对于上市公司而言,声誉资本能够有效提高公司股价,从而实现其利润最大化。公益性捐赠额较多的企业较容易通过积极履行社会责任的行为获得良好的声誉。由于企业公益性捐赠是无偿捐献其所拥有资源的行为,因此相对于从未进行过公益性捐赠的企业来说,乐于进行公益性捐赠的企业一方面会向债权人传递其偿债能力较强、财务状况及经营状况较好的信息;另一方面能够给社会公众留下其积极履行社会责任、富有责任感的良好形象,从而能够增强

债权人对它的信任程度,认为其出现逆向选择和道德风险问题的可能性更小。基于以上两个方面,企业债务风险溢价相对较低,因而企业债务资本成本较低。从一定意义上来说,在声誉机制的作用下,企业公益性捐赠能够提高其声誉资本进而有效降低债务资本成本。

然而,在企业捐赠额较少且未形成声誉资本时,企业营业外支出金额会随着捐赠额的增加而增加(曹越等,2015)。由于股东仅仅对企业利益享有剩余所有权,因此当管理层出于其自身获得更高社会地位及企业长远声誉资本选择进行公益性捐赠时,因侵害到股东利益,并不能得到股东的理解和支持,导致短期内企业股价降低。由于我国资本市场仍处于弱势有效市场且存在不完全契约与信息不对称的问题,因此对于股价的变动,由于不能获取企业真实的内在信息,债权人会误认为该企业财务状况较差,故而企业在选择债务融资时会面临因风险溢价增加而使得债务资本成本更高的状况。直到捐赠达到最佳捐赠额,企业声誉资本显现,超过了由于股价下降而使企业债务资本成本增加的影响时,企业公益性捐赠降低企业债务资本成本的作用才会显现。因而,企业公益性捐赠与债务资本成本两者之间呈现倒“U”形关系(见图1)。基于上述分析,提出本文假设1。

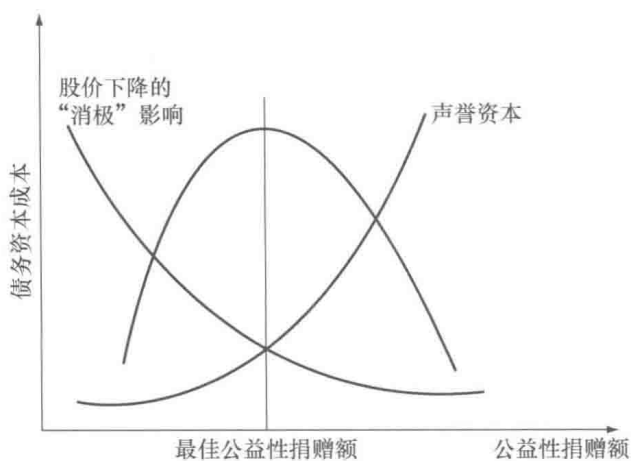


图1 公益性捐赠与债务资本成本的倒“U”形关系

假设1 在其他条件不变的情况下,企业公益性捐赠较少时,债务资本成本随公益性捐赠的增加而增加;当捐赠达到一定程度时,公益性捐赠额的增加能够显著降低企业债务资本成本。公益性捐赠额与债务资本成本呈现倒“U”形关系。

寻租理论认为,企业有强烈的意愿通过企业行为影响政治环境获取“租金”。钟宏武(2007)认为中国社会企业捐赠的动机是向政府寻租。企业公益性