

第10卷 第2期 (总第20期)

2017年12月

Volume 10 Number 2

December 2017

Contemporary Accounting Review

当代会计评论

CSSCI集刊

主 编：曲晓辉

执行主编：傅元略

副 主 编：刘 峰

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院



科学出版社

当代会计评论

Contemporary Accounting Review

第 10 卷第 2 期

(总第 20 期)

2017 年 12 月

Volume 10 Number 2 December 2017

主 编：曲晓辉

执行主编：傅元略

副 主 编：刘 峰

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院

科 学 出 版 社

北 京

内 容 简 介

本期内容包括研究论文和综述。研究论文主要涉及金字塔层级与慈善捐赠、薪酬激励与利润增长、社会信任与股价崩盘、终极控制权与企业绩效、审计师处罚与溢出效应、会计信息可比性与资本结构动态调整、股权质押与管理层盈余预测、公共投资与政府审计等方面。本期还刊登一篇关于管理会计创新的研讨会观点综述。

本期刊登的研究论文均为原创性实证学术论文,反映学科前沿和应用研究的最新进展,适于从事本学科学术研究的人员阅读,可作为本学科博士生、硕士生教学内容,也适合会计准则制定者和证券监管者参考。

图书在版编目(CIP)数据

当代会计评论. 第10卷. 第2期: 总第20期 / 曲晓辉主编. —北京: 科学出版社, 2018.1

ISBN 978-7-03-056286-9

I. ①当… II. ①曲… III. ①会计学—丛刊 IV. ①F230-55

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第006487号

责任编辑: 王丹妮 / 责任校对: 孙婷婷

责任印制: 霍 兵 / 封面设计: 无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

新科印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

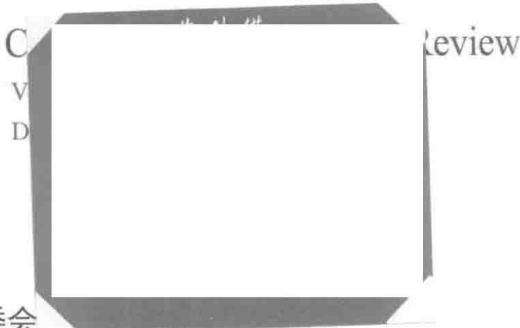
2018年1月第 一 版 开本: 787×1092 1/16

2018年1月第一次印刷 印张: 12 1/4

字数: 288 000

定价: 82.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)



《当代会计评论》编委会
（按姓氏拼音字母排序）

白云霞	同济大学	刘 峰	厦门大学
陈冬华	南京大学	曲晓辉	厦门大学
傅元略	厦门大学	吴东辉	香港中文大学
洪剑峭	复旦大学	吴联生	北京大学
靳庆鲁	上海财经大学	吴 溪	中央财经大学
李延喜	大连理工大学	徐莉萍	中山大学
李 真	新加坡国立大学	杨志锋	香港城市大学
林 斌	中山大学	岳 衡	新加坡管理大学

《当代会计评论》顾问委员会
（按姓氏拼音字母排序）

Agnes Cheng	香港理工大学	孟 焰	中央财经大学
陈 晓	清华大学	孙 谦	复旦大学
陈信元	上海财经大学	王 华	广东财经大学
戴德明	中国人民大学	王化成	中国人民大学
郭道扬	中南财经政法大学	王立彦	北京大学
胡奕明	上海交通大学	王永海	武汉大学
胡玉明	暨南大学	魏明海	中山大学
李建发	厦门大学	吴安妮	台湾政治大学
李若山	复旦大学	叶建明	厦门大学
林志军	澳门科技大学	于增彪	清华大学
刘志远	南开大学	赵德武	西南财经大学
吕长江	复旦大学		

目 录

论文

- 1 金字塔层级如何影响慈善捐赠?——来自地方国有上市公司的证据
王凯 薛坤坤 张昊旻
- 23 经理人薪酬激励与利润增长的持续性
黄志忠 李晓蓉 林仪
- 41 社会信任的市场稳定效应研究——基于公司股价崩盘风险视角
罗劲博 罗进辉
- 69 终极控制权、行业竞争与企业绩效——来自央企控股上市公司的经验证据
陈艳利 姜艳峰 刘国超
- 86 杀鸡能儆猴吗? 审计师个体处罚的溢出效应研究——基于共同审计经历审计师视角
刘文军 李秀珠 谢帮生
- 111 货币政策、会计信息可比性与资本结构动态调整
解宏爽 杨忠海 孙慧玲
- 132 控股股东股权质押与管理层盈余预测策略选择——来自中国资本市场的经验证据
蒋秋菊 陈少华 强欣荣
- 159 公共投资、政府审计与腐败控制——基于面板数据的分析
黄婧娟 唐滔智 李权

综述

- 176 管理会计发展的新动能: 创新、协同和效益——中国会计学会管理会计专业委员会
2017年会暨纪念余绪缨教授诞辰95周年学术研讨会会议综述
傅元略 杨理强

CONTENTS

Articles

- 1 How Pyramid Layer Affects Charitable Donations: Evidence from Local State-Owned Listed Companies
Kai Wang, Kunkun Xue and Haomin Zhang
- 23 CEO Compensation Incentive and Income Growth Persistence
Zhizhong Huang, Xiaorong Li and Yi Lin
- 41 The Market Stability Effect of Social Trust: Based on the Crash Risk of Corporate Stock Price
Jingbo Luo and Jinhui Luo
- 69 Ultimate Control Power, Industry Competition and Corporate Performance: The Empirical Evidence from the Listed Companies Controlled By Central Enterprises
Yanli Chen, Yanfeng Jiang and Guochao Liu
- 86 Does It Punish One Person as A Warning to Others? A Study on the Spillover Effect of Individual Auditor Punishment: A Perspective Based on the Auditors with Common Audit Experience
Wenjun Liu, Xiuzhu Li and Bangsheng Xie
- 111 Monetary Policy, Accounting Information Comparability and Adjustment of Financing Structure
Hongshuang Xie, Zhonghai Yang and Huiling Sun
- 132 Controlling Shareholders' Stock Pledge and Choices of Management Earnings Forecasts Strategies: Empirical Evidence from China's Capital Markets
Qiuju Jiang, Shaohua Chen and Xinrong Qiang
- 159 Public Investment, Government Audit and Corruption Control: Based on the Analysis of Panel Data
Jingjuan Huang, Taozhi Tang and Quan Li

Symposium Summary

- 176 New Kinetic Energy of Management Accounting Development: Innovation, Synergy and Benefit — Summary of 2017 Annual Meeting of Management Accounting Committee, Accounting Society of China and Symposium of Commemoration for the 95th Birthday of Professor Xuying Yu
Yuanlue Fu and Liqiang Yang

金字塔层级如何影响慈善捐赠？ ——来自地方国有上市公司的证据*

王凯¹ 薛坤坤² 张昊旻³

(1. 首都经济贸易大学工商管理学院, 北京 100070; 2. 南开大学中国公司治理研究院, 天津 300071; 3. 澳门科技大学, 澳门)

【摘要】 企业的慈善捐赠行为一直受到学术界和实务界的普遍关注。本文基于制度逻辑视角, 以地方国有上市公司为样本, 通过手工查找上市公司股权结构图获得了公司在金字塔结构中所处的层级数, 实证检验了企业慈善捐赠行为(倾向与规模)与所处金字塔层级之间的关系, 并进一步分析了地区市场化程度对二者关系的调节作用。实证结果表明: 随着金字塔层级的增加, 地方国有企业的慈善捐赠倾向和规模均逐渐降低。地区市场化程度的提高能够增强慈善捐赠和金字塔层级之间的负相关关系。此外, 本文还考察了慈善捐赠对公司价值的影响, 发现慈善捐赠仅在金字塔层级较高时能够提升公司价值, 因为此时经济逻辑取代行政逻辑占据主导作用。本文的研究结论不仅为企业慈善捐赠研究提供了新的视角, 而且为深入分析金字塔结构在国有企业改革中的作用提供了经验证据。

【关键词】 制度逻辑 金字塔层级 慈善捐赠 公司价值 地方国有上市公司

一、引言

在中国, 受“不患寡而患不均”的儒家文化的影响, 企业的顾客等利益相关者期望

* 王凯, 讲师, E-mail: wangkai@cueb.edu.cn; 薛坤坤, 博士生, E-mail: kxxue8915@163.com; 张昊旻(通讯作者), 助理教授, E-mail: hnmizhang@must.edu.mo。本文为国家自然科学基金面上项目“混合所有制企业中的竞争性制度逻辑、多重冲突与治理机制研究”(71572085)、国家自然科学基金面上项目“组织二元能力战略的决策、演进路径与经济绩效: 基于公司治理制度和非正式制度综合视角的研究”(71672094)和国家自然科学基金青年项目“创始人资源禀赋与反收购条款设立的双向影响研究: 理论与应用”(71702114)的阶段性研究成果。

企业会进行一定的慈善捐赠。徐莉萍等(2011)发现,媒体关注对上市公司是否进行慈善捐赠具有显著正向影响。更有甚者,当企业的捐赠数额与其规模不匹配时,还会受到舆论的谴责。例如,Wu等(2012)分析了万科在2008年汶川地震后因捐赠过少而遭遇合法性危机,以及随后采取一系列措施对合法性进行修复的过程。考虑到慈善捐赠在企业实践中越来越受到关注,学者们开始从不同角度对企业慈善捐赠的动因及结果进行分析。总体来看,企业慈善捐赠的动因主要体现在三个方面:一是形成一种类似于保险的保护机制,以维护企业的声誉(Godfrey 2005,余伟萍等 2015);二是通过进行慈善捐赠获得各利益相关者的支持,从而促进企业的发展(山立威等 2008, Lev et al. 2010, 田敏等 2014),这种慈善捐赠也被称为工具性的利益相关者管理(Berman et al. 1999),或战略性社会责任(王水嫩等 2011);三是为了获得政治资源,且民营企业的这种动机更加强烈(张敏等 2013, Lin et al. 2015, Marquis and Qian 2014, 戴亦一等 2014, 李维安等 2015)。

关于慈善捐赠的经济效果,国内外学者也已经开展了丰富的研究。然而,已有研究就慈善捐赠和公司价值之间的关系并未达成一致的结论(Orlitzky et al. 2003, Seifert et al. 2004, Wang et al. 2008)。其中一个重要的原因是,企业进行慈善捐赠的内在逻辑可能是不一致的,有学者称之为制度逻辑(Thornton and Ocasio 1999, Greenwood et al. 2011, Pache and Santos 2013)。在本文中,我们从制度逻辑的视角出发对企业慈善捐赠行为进行分析。从上述已有研究得出的慈善捐赠动因来看,其内在逻辑是企业能动地对来自外部环境的压力进行回应(Oliver 1991)。例如,由于民营企业面临着较强的资源约束,它们会通过进行慈善捐赠以获得更多的资源(李维安等 2015)。然而,对于国有企业,尤其是地方国有企业而言,由于行政型治理的存在,它们需要根据行政指令承担一定的政治任务,且资源配置也主要由行政手段调节,自主性受到较多的限制(李维安和邱艾超 2010)。因此,它们倾向于在做决策时服从政府的安排。从制度逻辑的视角分析,前者可界定为经济逻辑,强调有效应对环境以提升经济效率。相反,后者则界定为行政逻辑,强调服从行政指令(王凯和武立东 2015)。基于行政逻辑,国有企业需要承担一定的就业压力,以维护社会稳定(White et al. 2008);地方政府为了追求地区生产总值的增长,也会干预其所管辖国有企业的投资,从而导致较为明显的过度投资现象(程仲鸣等 2008)。除了就业与投资外,地方政府还会要求地方国有企业承担其他社会责任,如代表政府向社会提供一定的慈善捐赠,从而提高政府的公信力。从这个角度出发,地方国有企业主要基于行政逻辑进行慈善捐赠。已有研究也表明,地方国有企业进行慈善捐赠时管理者自主选择的余地较小(Li et al. 2015)。与此同时,作为经营实体,地方国有企业也会基于经济逻辑采取战略行为。可见,地方国有企业是一种经济逻辑和行政逻辑并存的混合组织。因此,在分析地方国有企业的慈善捐赠行为时,需要强调两种逻辑的并存。企业进行慈善捐赠的主导制度逻辑不同,慈善捐赠行为的作用也会存在差异。有鉴于此,本文对地方国有企业如何有效地将这两种逻辑分离进行分析,从而为评价和完善地方国有企业的慈善捐赠行为提供一定的经验证据。

随着放权让利、承包制经营、利改税、股份制改革等一系列国有企业改革措施的实行,国有企业逐渐由行政型治理向经济型治理转型,治理有效性也不断提升。提升国有

企业治理有效性的一个重要手段便是金字塔结构的打造 (Fan et al. 2013)。对于地方国有上市公司而言, Fan等 (2005, 2013) 认为其打造金字塔结构的作用在于能够在不失去政府对企业控制权的前提下降低政府干预的成本。一些实证研究也从不同角度提供了金字塔结构能够降低政府干预的证据, 如投资 (White et al. 2008, 钟海燕等 2010)、税收 (刘行和李小荣 2012, Zhang et al. 2016)。循此逻辑, 对于处在地方国有企业金字塔结构中的上市公司而言, 距离政府越近, 行政逻辑的主导作用越强; 而距离政府越远, 则经济逻辑的主导作用越强 (王凯和赵静 2014)。考虑到这种主导制度逻辑的差异, 对于处在不同金字塔层级的地方国有上市公司而言, 慈善捐赠行为也会有所不同。具体的, 随着金字塔层级的增加, 经济逻辑逐渐取代行政逻辑占据主导作用, 基于行政逻辑的慈善捐赠倾向因此会逐渐降低。本文通过分析地方国有上市公司金字塔结构分离不同制度逻辑的作用, 对慈善捐赠与金字塔层级之间的关系进行了检验。

以2004~2013年A股上市的地方国有上市公司为样本, 本文检验了慈善捐赠与金字塔层级之间的关系, 发现慈善捐赠随着金字塔层级的增加逐渐降低, 证明了金字塔结构分离不同制度逻辑的作用。此外, 地区市场化程度的提高会增强慈善捐赠与金字塔层级之间的负相关关系。进一步的研究表明, 当金字塔层级较低时, 慈善捐赠对公司价值没有显著影响, 而当金字塔层级较高时, 慈善捐赠可以提升公司价值。

本文的创新之处有如下两个方面: 首先, 已有研究识别了地方国有企业金字塔结构的作用, 认为金字塔结构能够降低政府对国有企业的行政干预 (Fan et al. 2005, 2013), 并从多方面检验了金字塔结构的这一作用。而本文通过制度逻辑的理论视角分析金字塔层级对慈善捐赠行为的影响, 补充了该领域的文献。其次, 已有研究在分析慈善捐赠的动因和结果时, 主要聚焦于基于经济逻辑的慈善捐赠。然而, 对于地方国有企业而言, 其慈善捐赠的主导制度逻辑为行政逻辑, 而基于此种逻辑的慈善捐赠在已有研究中被忽视了。本文通过引入制度逻辑视角分析企业的慈善捐赠行为, 为慈善捐赠的相关研究提供了新的思路。

二、理论分析与研究假设

分析已有关于企业慈善捐赠动因的研究可以发现, 这些研究主要分析了企业如何利用慈善捐赠有效地应对外部环境。例如, 当企业声誉受到负面影响时, 会利用慈善捐赠消除或降低这种影响; 企业还会利用慈善捐赠战略性地争取利益相关者的支持, 或获得政治资源等。在这些研究中, 慈善捐赠的主导制度逻辑为经济逻辑, 即企业进行慈善捐赠是为了自身发展。然而, 对于地方国有企业而言, 它们进行慈善捐赠的原因更多是出于地方政府的行政干预, 自主选择的余地较小 (Li et al. 2015)。因此, 其主导制度逻辑为行政逻辑而非经济逻辑。已有文献对这种基于行政逻辑的慈善捐赠鲜有涉及, 本文从这一视角出发, 分析了地方国有企业的金字塔结构如何通过分离行政逻辑与经济逻辑影响其慈善捐赠行为。

（一）金字塔层级与慈善捐赠

已有关于金字塔结构的研究指出,金字塔结构具有撬动资源的作用(Fan et al. 2005, Almeida and Wolfenzon 2006, Masulis et al. 2011, Bena and Ortiz-Molina 2013)。Tan和Tang(2016)指出,控股股东并不希望直接利用自己控制的资源进行捐赠,而是借助金字塔结构利用其他投资者的资源。当金字塔层级较高时,控股股东才有可能撬动较多的资源(李增泉等 2008)。基于此逻辑,慈善捐赠会随着金字塔层级的增加而增加。

然而,Fan等(2005, 2013)的研究表明,对于地方国有企业而言,金字塔结构的作用主要在于在保证政府不失去控制权的前提下降低政府干预。根据他们的研究,当层级较低时,行政逻辑占主导作用;而当层级较高时,经济逻辑占主导作用(王凯和赵静 2014)。换言之,地方国有企业的金字塔结构具有分离不同制度逻辑的作用。一些学者对地方国有企业金字塔结构这种降低政府干预、分离不同制度逻辑的作用进行了实证检验。例如,程仲鸣等(2008)发现,地方国有企业基于行政逻辑会进行过度投资,而金字塔层级则会负向影响地方国有企业的过度投资,从而表明金字塔结构具有保护国有企业免受政府干预、将行政逻辑与经济逻辑分离开来的作用。钟海燕等(2010)则在综合考虑金字塔结构对政府干预成本和内部控制人代理成本的影响基础上,指出金字塔结构的综合成本会先降后升,从而随着金字塔层级的增加,国有企业的过度投资程度也先降低再增加。除了检验金字塔层级与投资行为之间的关系外,刘行和李小荣(2012)、Zhang等(2016)还考察了地方国有企业金字塔结构如何影响其税收负担。实证研究表明,随着金字塔层级的增加,企业的税收负担降低,研究结论从税收角度提供了金字塔结构降低政府干预、分离不同制度逻辑的证据。曹春方等(2015)则分析了金字塔层级与长期贷款之间的关系,分析了金字塔结构削弱政府“支持之手”和“掠夺之手”的作用。在投资、税收、贷款之外,地方政府还会从其他角度对其所属的国有企业进行干预,要求它们承担其他社会责任,如慈善捐赠(张敏等 2013)。基于此,对于地方国有企业而言,慈善捐赠行为的主导制度逻辑为行政逻辑。考虑到金字塔结构具有分离行政逻辑与经济逻辑的作用,随着金字塔层级的增加,地方国有企业基于行政逻辑的慈善捐赠会逐渐减少。

结合中国地方国有企业的特点和改革历程,我们认为第二种逻辑更适合解释地方国有上市公司金字塔结构与慈善捐赠之间的关系。基于上述分析,我们提出假设1。

假设1:在其他条件相同的情况下,地方国有上市公司的慈善捐赠(包括倾向和规模)与金字塔层级之间存在负相关关系。

（二）地区市场化程度对金字塔层级与慈善捐赠关系的调节作用

在我国,不同地区的市场化程度不同。当市场化程度不同时,金字塔结构的作用也存在差异。具体的,市场化程度会影响金字塔结构分离不同制度逻辑作用的发挥。地区市场化程度对金字塔结构作用的影响有两种可能:首先,在市场化程度较高的地区,金字塔结构分离不同制度逻辑的作用可能会降低。具体说来,在市场化程度高的地区,制度环境中的经济逻辑已取代行政逻辑占据主导作用,因此便不再强烈地依赖金字塔结构以分离这两种逻辑。相反,在市场化程度低的地区,行政逻辑仍在场域中占主导作用,

需要借助金字塔结构将其隔离以促进国有企业基于经济逻辑运营。已有研究也为制度环境的完善可以降低行政逻辑的主导作用提供了实证证据,如李四海和陈祺(2013)发现,制度环境的完善能够降低政治关联对会计信息债务契约有用性的影响。因此,随着市场化程度的提高,金字塔结构分离不同制度逻辑的作用降低,慈善捐赠与金字塔层级之间的负向关系会得以削弱。然而,从另一个角度考虑,在市场化程度更高的地区,政府更倾向于降低对国有企业的干预,使经济逻辑在企业运营中发挥主导作用。在降低行政干预的同时,政府仍然要保留对企业的控制权。此时,金字塔结构便成为一种可选择的组织形式(Fan et al. 2013)。循着这一思路,当市场化程度较高时,政府更可能引入金字塔结构以分离行政逻辑与经济逻辑,同时控制国有企业。Fan等(2013)的研究也为此提供了实证证据,他们发现当地区的市场和法律制度更健全时,政府倾向于设计更多的金字塔层级以对国有企业进行分权。考虑到政府对地方国有企业控制权的要求,我们认为市场化程度影响地方国有企业金字塔结构作用的后一种机理更为合理。

基于上述分析,我们提出假设2。

假设2:地区市场化程度会增强慈善捐赠与金字塔层级之间的负相关关系。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文选择2004~2013年^①在上海证券交易所和深圳证券交易所上市,且由地方政府控制的A股上市公司作为初始样本。样本期间之所以从2004年开始,是因为CSMAR数据库中关于上市公司股权结构的披露从这一年开始比较全面,便于我们识别上市公司是否由地方政府控制。在初始样本基础上,我们剔除了被ST处理、金融行业及数据不全的上市公司,最终样本包含5 411个观测值。本文所使用的慈善捐赠数据根据CSMAR数据库中上市公司财务报表附注数据库的营业外收支的明细项目整理,金字塔层级数据则通过分析CSMAR数据库中上市公司股东研究数据库的控股关系图计算而得,地区市场化程度数据来源于樊纲等(2011)编写的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》和王小鲁等(2016)编写的《中国市场化八年进程报告》。其他相关数据来源于CSMAR数据库。

(二) 模型设定与变量定义

为了检验假设1,我们构建了如下两个回归模型:

^① 在进一步检验中,我们采用下一期的资产回报率(return on assets, ROA)作为因变量。因此,本文实际采用了2004~2014年的数据。

$$\text{Donatedum}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times \text{Layer}_{i,t} + \beta_2 \times \text{Size}_{i,t-1} + \beta_3 \times \text{Debt}_{i,t-1} + \beta_4 \times \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \times Q_{i,t-1} + \beta_6 \times \text{Slack}_{i,t-1} + \beta_7 \times \text{No1}_{i,t} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} & + \beta_8 \times \text{Herfindahl}_{i,t} + \beta_9 \times \text{Age}_{i,t} + \beta_{10} \times \text{Consumer}_{i,t} + \beta_{11} \times \sum \text{Year} + \varepsilon \\ \text{Donateamo}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \times \text{Layer}_{i,t} + \beta_2 \times \text{Size}_{i,t-1} + \beta_3 \times \text{Debt}_{i,t-1} + \beta_4 \times \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \times Q_{i,t-1} \\ & + \beta_6 \times \text{Slack}_{i,t-1} + \beta_7 \times \text{No1}_{i,t} + \beta_8 \times \text{Herfindahl}_{i,t} + \beta_9 \times \text{Age}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \times \text{Consumer}_{i,t} + \beta_{11} \times \sum \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

在这两个模型中, 因变量分别为Donatedum和Donateamo。Donatedum是测量慈善捐赠倾向的虚拟变量, 当财务报表附注中披露了慈善捐赠信息时该变量取值为1, 否则为0。Donateamo用来测量慈善捐赠规模, 通过数据库中披露的慈善捐赠数量加1后取自然对数计算, 当数据库中未披露时慈善捐赠数量为0 (戴亦一等 2014)。

自变量为金字塔层级 (Layer), 通过分析控股关系图得出。具体的, 本文参考钟海燕等 (2010)、Fan等 (2013) 及曹春方等 (2015) 的测量方法, 首先查找控股关系图中连接地方国有上市公司与最终控制人二者中间层级的数量, 再加上1便是这家地方国有上市公司的金字塔层级数。如果在上市公司和最终控制人之间存在多个链条, 我们选择最长的链条计算其层级数。例如, 图1列示了股票代码为“000530”的上市公司, 即大连冷冻机股份有限公司的控股关系图。观察图1可以发现, 在最终控制人大连市国有资产监督管理委员会与上市公司之间存在两个链条, 我们选择右边较长的链条计算金字塔层级数。在这一链条中, 连接地方国有上市公司与最终控制人之间的中间层级数量为3, 因此其金字塔层级数为4。

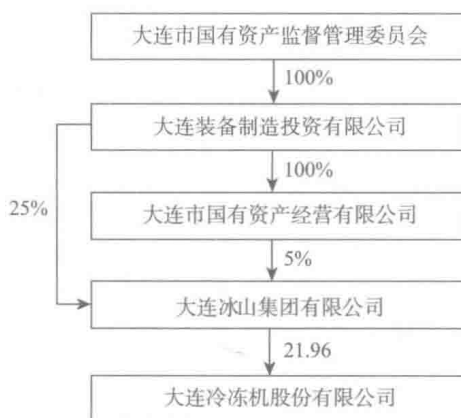


图1 大连冷冻机股份有限公司的控股关系图

资料来源: CSMAR数据库

控制变量的选择借鉴了Wang和Qian (2011)、戴亦一等 (2014)、杜颖洁和杜兴强 (2014) 以及古志辉 (2015) 的研究, 包括: 公司规模 (Size), 用总资产的自然对数计算; 资产负债率 (Debt), 用负债除以总资产计算; 资产回报率 (ROA), 用净利润除以总资产计算; 企业成长性 (Q), 以托宾q度量, 用公司市值除以总资产计算; 松弛资源 (Slack), 用货币资金的自然对数计算; 第一大股东持股比例 (No1); 衡量前五大股东制衡程度的赫芬达尔指数 (Herfindahl); 公司年龄 (Age), 即公司上市以来的年数; 是

否属于与消费者直接接触的行业（Consumer），具体行业划分参见山立威等（2008）的分类方法；以及年度虚拟变量（Year）。参考戴亦一等（2014）的研究，我们对公司规模、资产负债率、资产回报率、托宾 q 、松弛资源等变量进行了滞后一期的处理。

在对假设2进行实证检验的过程中，我们引入了市场化指数（Marketization）与金字塔层级（Layer）的交叉项，通过观察交叉项的系数符号与显著性判断该假设是否得以验证。其中，各地区2009年及以前的市场化指数来源于樊纲等（2011），2009年以后的市场化程度数据来源于王小鲁等（2016）。后者只披露了偶数年各省份的市场化指数，奇数年的指数取前后两年指数平均值的方法计算。

在表1中，我们列示了上述模型中各变量的代码和具体定义。

表1 相关变量说明

变量	简写代码	变量定义（来源）
慈善捐赠倾向	Donatedum	若上市公司进行了慈善捐赠，Donatedum等于1，否则为0
慈善捐赠规模	Donateamo	上市公司披露的慈善捐赠数量加1后取自然对数
金字塔层级	Layer	上市公司与最终控制人之间层级的数量加1，具体参见Fan等（2013）
地区市场化程度	Marketization	来源于樊纲等（2011）和王小鲁等（2016）
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
资产负债率	Debt	公司负债除以总资产
资产回报率	ROA	公司净利润除以总资产
企业成长性	Q	使用托宾 q 度量，托宾 q =公司市值除以总资产
松弛资源	Slack	公司货币资金的自然对数
第一大股东持股比例	No1	公司第一大股东的持股比例
股权制衡度	Herfindahl	根据公司前五大股东持股比例计算的赫芬达尔指数
公司年龄	Age	自公司上市以来的年数
所在行业直接接触消费者	Consumer	若上市公司属于与消费者直接接触的行业〔行业划分参见山立威等（2008）〕，Consumer等于1，否则为0
9个年度虚拟变量	Year	若属于该年度则赋值为1，否则为0

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

对于本文的连续变量，我们进行了两端1%的Winsorize处理，以消除极端值的影响。各变量的描述性统计结果如表2所示。观察表2可以发现，有36.8%的样本公司进行了慈善捐赠。然而，就慈善捐赠规模而言，不同样本公司之间存在较大差异，表现为捐赠规模变量Donateamo的标准差较大，为6.080。该变量的最小值为0.000，最大值为16.247，也存在较大差距。分析金字塔层级变量可以发现，样本公司的平均金字塔层级为2.370，

表明大部分样本公司的层级为2或3。金字塔层级的最小值为1，即国有资产监督管理委员会直接控制上市公司；最大值为7，即国有资产监督管理委员会与上市公司之间相隔6层。不同地区的市场化程度也存在较大差异，市场化指数的最小值为0.380，最大值为11.800。

表2 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
Donatedum	0.368	0.482	0.000	1.000
Donateamo	4.543	6.080	0.000	16.247
Layer	2.370	0.705	1.000	7.000
Marketization	8.369	2.076	0.380	11.800
Size	21.858	1.091	19.781	24.900
Debt	0.504	0.180	0.084	0.869
ROA	0.037	0.046	-0.124	0.188
Q	1.542	0.774	0.720	5.504
Slack	19.773	1.281	16.618	23.190
No1	40.415	15.722	10.499	76.950
Herfindahl	0.203	0.132	0.017	0.593
Age	11.140	4.776	1.000	24.000
Consumer	0.178	0.383	0.000	1.000

在表3中，我们报告了处在不同金字塔层级的上市公司捐赠倾向与捐赠规模的均值。观察表3可以发现，无论是捐赠倾向还是捐赠规模，都在总体上存在随金字塔层级的增加而降低的趋势。这一统计结果初步印证了我们所假设的慈善捐赠行为与金字塔层级之间存在负相关关系。在接下来的回归分析中，我们进一步对此假设关系进行验证。

表3 不同金字塔层级的慈善捐赠行为统计

Layer	1	2	3	4	5	6	7
样本数	244	3 313	1 530	263	57	1	3
Donatedum均值	0.303	0.377	0.377	0.323	0.140	0	0
Donateamo均值	3.738	4.675	4.644	3.834	1.668	0	0

(二) 回归结果与分析

1. 金字塔层级与慈善捐赠

表4报告了模型（1）和模型（2）的回归分析结果，以对假设1进行检验。在表4中，前两列的回归采用Logit回归模型，后两列的回归采用OLS（ordinary least square，即普通最小二乘）回归模型。为了减少偏误，提高回归结果的稳健性，我们参考徐业坤等（2013）的研究，对各回归模型进行了个体和时间的双重Cluster调整。

表4 假设1检验结果

变量	Donatedum		Donateamo	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Layer		-0.104*** (-2.61)		-0.337*** (-3.04)
Size	0.071 (1.38)	0.061 (1.17)	0.412*** (2.79)	0.377** (2.55)
Debt	0.379** (2.02)	0.384** (2.05)	1.238** (2.39)	1.253** (2.42)
ROA	2.092*** (2.68)	2.045*** (2.62)	9.147*** (4.22)	8.990*** (4.16)
Q	-0.006 (-0.12)	-0.009 (-0.18)	0.120 (0.82)	0.110 (0.75)
Slack	-0.013 (-0.31)	-0.006 (-0.15)	0.053 (0.45)	0.075 (0.64)
No1	0.017** (2.46)	0.016** (2.28)	0.039** (1.98)	0.035* (1.78)
Herfindahl	-2.930*** (-3.51)	-2.794*** (-3.35)	-7.890*** (-3.36)	-7.445*** (-3.16)
Age	-0.013* (-1.84)	-0.011* (-1.67)	-0.040* (-2.00)	-0.036* (-1.82)
Consumer	-0.167** (-2.16)	-0.173** (-2.24)	-0.452** (-2.08)	-0.472** (-2.18)
Firm	Control	Control	Control	Control
Year	Control	Control	Control	Control
Pseudo R^2/R^2	0.017	0.017	0.037	0.038
χ^2/F	110.16***	118.22***	11.33***	11.30***
N	5 411	5 411	5 411	5 411

*, **和***分别表示显著性水平为 0.1、0.05 和 0.01

注: Logit 回归模型的括号内为 z 值, OLS 回归模型的括号内为 t 值, 且模型经过了个体和时间的双重 Cluster 调整

第(1)列和第(3)列为仅包含控制变量的模型, 第(2)列和第(4)列则进一步加入了自变量。可以发现, 在第(2)列和第(4)列中, Layer的系数都在0.01的水平上显著为负, 表明整体上来看, 随着金字塔层级的增加, 地方国有企业的慈善捐赠会降低。这是由于随着层级的增加, 政府的行政干预力度降低, 经济逻辑逐渐取代行政逻辑占据主导位置, 因此慈善捐赠水平会逐渐降低, 假设1得到验证。

控制变量方面, 当因变量为Donateamo时, 公司规模在0.05的水平上正向显著, 表明较大的公司慈善捐赠规模更大; 无论因变量取捐赠倾向还是捐赠规模, 资产负债率及资产回报率的符号都为正, 且在统计上显著, 表明慈善捐赠受公司融资能力及盈利能力的影响。这些变量的作用与已有研究保持了一致。尽管在Wang和Qian(2011)的研究中, 公司年龄对慈善捐赠并无显著影响, 但我们发现对于地方国有上市公司而言, 新上市的公司更倾向于进行慈善捐赠。究其原因, 可能是新上市的公司意图通过慈善捐赠提升自己的合法性(Tan and Tang 2016)。此外, 与山立威等(2008)的研究相反, 处在与消费者直接接触行业的地方国有上市公司更不容易进行慈善捐赠。其原因可能是, 这些公司需要投入一定的

广告费用向消费者宣传产品，因此投入慈善捐赠的资金降低（Wang and Qian 2011）。

2. 地区市场化程度的调节作用

如前所述，为了检验假设2，我们在模型（1）和模型（2）基础上引入了市场化指数与金字塔层级的交叉项进行回归分析（交叉前进行了中心化处理），结果见表5。观察表5可以发现，无论因变量取捐赠倾向还是捐赠规模，交叉项的系数均为负且分别在0.01和0.05的水平上显著。也就是说，市场化程度的提高增强了金字塔层级对慈善捐赠的负向影响，假设2得以验证。

表5 假设2检验结果

变量	Donatedum	Donateamo
	(1)	(2)
Layer	-0.064 (-1.55)	-0.209* (-1.82)
Marketization	-0.092*** (-5.77)	-0.245*** (-5.43)
Marketization × Layer	-0.058*** (-2.66)	-0.148** (-2.50)
Size	0.050 (0.96)	0.348** (2.37)
Debt	0.344* (1.82)	1.140** (2.20)
ROA	2.122*** (2.71)	9.160*** (4.24)
<i>Q</i>	-0.036 (-0.75)	0.042 (0.29)
Slack	0.014 (0.32)	0.128 (1.10)
No1	0.017** (2.46)	0.038* (1.96)
Herfindahl	-2.912*** (-3.47)	-7.746*** (-3.30)
Age	-0.003 (-0.39)	-0.013 (-0.61)
Consumer	-0.140* (-1.81)	-0.383* (-1.77)
Firm	Control	Control
Year	Control	Control
Pseudo <i>R</i> ² / <i>R</i> ²	0.023	0.044
Chi ² / <i>F</i>	153.57***	11.99***
<i>N</i>	5 411	5 411

*、**和***分别表示显著性水平为 0.1、0.05 和 0.01

注：Logit 回归模型的括号内为 *z* 值，OLS 回归模型的括号内为 *t* 值，且模型经过了个体和时间的双重 Cluster 调整

五、进一步检验：慈善捐赠与公司价值

在分析了不同金字塔层级上地方国有上市公司慈善捐赠的主导制度逻辑差异后,我们进一步检验了慈善捐赠对公司的影响是否因主导制度逻辑的不同而不同。

根据已有研究所总结的企业以经济逻辑为主导的慈善捐赠的动机,慈善捐赠是一种战略,能够从经济和制度两个方面给企业带来益处(Tan and Tang 2016)。从经济方面讲,通过慈善捐赠,企业能够与社区、消费者等利益相关者建立长期关系,且能够建立较好的声誉。例如,袁海霞和田虹(2015)发现慈善捐赠与社会责任匹配性、社会事业亲和力的交互作用能够影响消费者品牌态度。根据资源基础观,这些无形资产能够给企业带来价值。从制度方面讲,慈善捐赠能够为企业带来合法性。一些研究为此提供了实证证据,如Wang和Qian(2011)证明了慈善捐赠有利于企业在政府方面取得合法性。对于地方国有企业而言,更需要获得来自政府的合法性,且是基于强制机制的合法性。总体而言,基于经济逻辑的慈善捐赠通过为企业带来资源与合法性,能够提升公司价值。

如前所述,对于处在不同金字塔层级的国有企业而言,主导其运营的制度逻辑不同。当所处金字塔层级较低时,国有企业与政府的距离较近。此时,国有企业的资源配置主要基于行政逻辑。Li等(2015)指出,由于政府自身资源不足,需要依赖企业进行慈善捐赠来提供承担社会责任的资金。尽管这种社会责任的承担能够带来基于强制机制的合法性,但也会消耗大量企业用来发展的资源,从而不利于公司价值的提升。在这种情况下,社会责任承担的行政逻辑与企业发展的经济逻辑是冲突的,类似于Besharov和Smith(2014)所述的竞争型逻辑组织。一些研究对国有企业这种制度逻辑的冲突进行了论述。例如,White等(2008)在分析企业集团内部控制系统如何影响子公司就业与市场创新时,指出尽管就业与市场创新并非是严格对立的,但往往会顾此失彼。实证研究也表明,过度投入社会责任会损害股东价值(Hillman and Keim 2001)。相反,当所处金字塔层级较高时,经济逻辑逐渐取代行政逻辑占据主导地位。此时,国有企业的慈善捐赠是一种追求资源与合法性的战略手段,能够有效地提升公司价值。总体来看,由于主导制度逻辑的不同,慈善捐赠对公司价值的提升作用在金字塔层级较高时更加明显。

本文采用模型(3)和模型(4)以检验慈善捐赠对公司价值的影响。在模型(3)和模型(4)中,各变量的定义如前所述,Invest为购建固定资产、无形资产及其他长期资产所支付的现金占总资产的比例。考虑到慈善捐赠与公司价值之间可能存在内生性,我们采用下一期的公司价值(Profitability)作为这两个模型的因变量。此外,为保证结论的稳健性,我们还同时用ROA和净资产回报率(return on equity, ROE)对公司价值进行测量。

$$\begin{aligned} \text{Profitability}_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 \times \text{Donation}_{i,t} + \beta_2 \times \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \times \text{Debt}_{i,t} \\ & + \beta_4 \times \text{Slack}_{i,t} + \beta_5 \times \text{Invest}_{i,t} + \beta_6 \times \text{NoI}_{i,t} + \beta_7 \times \text{Herfindahl}_{i,t} \quad (3) \\ & + \beta_8 \times \text{Age}_{i,t} + \beta_9 \times \text{Consumer}_{i,t} + \beta_{10} \times \sum \text{Year} + \varepsilon \end{aligned}$$