

# Research on the Impact of Charitable Contribution on Corporate Value——Using Industry Competition as a Moderator

Jiaxin Li

Business School of Guangxi University, Nanning, Guangxi, 530000, China

## Abstract

with the more and more attention paid to the implementation of corporate social responsibility by various stakeholders in enterprises, the charitable donation behavior of enterprises has gradually become a way and way to cultivate and establish a good relationship between enterprises and their main stakeholders. Therefore, it is necessary to investigate the influence of corporate charitable donation on corporate value and how to change it in different situations. Based on the panel data of 46 listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2010 to 2014, this study constructs a fixed effect model to verify the impact of charitable donation on the value of enterprises and the regulatory role of the competitive intensity of the industry in which enterprises are located in this process. The research shows that charitable donation can significantly enhance the value of enterprises, and the competitive intensity of the industry in which enterprises are located plays a regulatory role in the relationship between charitable donation and enterprise value, and the stronger the intensity of competition in the industry, The greater the value-added effect of corporate charity donation on enterprise value. This study not only enriches the theory of corporate social responsibility, deepens the understanding of the value effect of charitable donation, but also provides inspiration for the management of charitable donation.

## Keywords

fixed effect of competition intensity in value industry of charitable donation enterprises

# 慈善捐赠对企业价值的影响研究——以行业竞争程度为调节变量

李佳芯

广西大学商学院, 中国·广西 南宁 530000

## 摘要

随着企业各利益相关者越来越重视企业社会责任的履行, 企业的慈善捐赠行为逐渐成为企业与其主要利益相关者之间培养和建立良好关系的一种途径和方式, 因此深入考察企业慈善捐赠行为对企业价值的影响以及不同情境下这种影响作用如何变化十分必要。本次研究以2010–2014年中国沪深两市46家上市公司的面板数据为基础, 构建固定效应模型验证慈善捐赠对企业价值的影响以及企业所处行业的竞争强度在此过程中的调节作用。研究表明, 慈善捐赠能够显著提升企业价值, 企业所处行业的竞争强度在慈善捐赠和企业价值的关系中有调节作用, 行业竞争强度越强, 企业慈善捐赠对企业价值的增值效应越大。本次研究不仅丰富了企业社会责任相关理论, 深化了对慈善捐赠价值效应的理解, 还为企业进行慈善捐赠提供了管理方面的启示。

## 关键词

慈善捐赠; 企业价值; 行业竞争强度; 固定效应

## 1 引言

人类社会发生的一系列经济、文化、社会等方面的改变, 共同将企业社会责任推向高潮。一方面, 经济的快速增长使得这个更加先进的社会中的绝大多数人的物质需求得到满足, 教育覆盖率和教育程度都有很大程度的提高, 随之而来的是民众价值观的改变, 人们更加重视社会公平、社会正义、环

境保护等一系列问题, 也具有了更多的利他主义动机。改革开放后的中国亦是如此, 特别是近几年时常被曝出的食品安全、员工利益、商业道德、环境污染等恶性事件不断冲撞着人们的思想, 引发人们对企业漠视其应承担的社会责任的深思。另一方面, 移动通讯技术和互联网社交媒体的发展为消费者提供了一个丰富而密集的信息环境<sup>[1]</sup>, 这使得企业的行

为变得更加透明,也更易被社会所监督。这些改变均使得部分企业开始主动或被动地承担企业社会责任。

慈善捐赠是指企业无偿地将自有资金或者其他有价值的资源捐赠于没有直接利益关系的受赠者,用于社会公益事业,促进企业和社会的持续发展<sup>[1]</sup>。慈善捐赠是企业承担社会责任的一个突出表现,并且慈善捐赠从形式上是一种纯利他的行为,更易于被公众所接受,因此越来越多的企业依靠参与慈善捐赠活动来获得消费者的认可与赞许,如王老吉利用在汶川地震中的亿元捐款成功赢得了消费者的心,并极大提高了市场覆盖率。一些学者对慈善捐赠与企业价值之间的关系进行了实证研究,如Orlitzky<sup>[6]</sup>等运用多元分析法验证了慈善捐赠对企业财务绩效的积极影响,中国学者李敬强等以“汶川大地震”为研究对象进行了事件研究,研究发现资本市场对企业的捐赠行为有非常积极的回应<sup>[7]</sup>。但也有学者认为,企业慈善捐赠对企业价值具有负面影响,以国际学者Milton Friedxnan<sup>[8]</sup>为首的反对派通常认为企业的资源是有限的,慈善捐赠会导致公司用于开展必要的生产经营活动的资源的流出<sup>[9]</sup>,使企业缺少足够的资金用于研发投入、资源开发或者其他NPV大于零的项目的投入,造成企业竞争能力的降低<sup>[10]</sup>。另外Haley<sup>[11]</sup>等学者也指出,公司管理者可能会出于一些私人利益如:提升自己的社会影响、塑造在员工以及社会公众心目中的形象<sup>[12]</sup>以及谋求更佳的职业前景<sup>[13]</sup>等,而放弃一些对企业具有投资可行性的项目,转而将企业资金用于慈善捐赠,最终导致企业价值的降低。还有部分学者认为,慈善捐赠与企业价值之间的关系具有很大的变数<sup>[14-16]</sup>,二者之间的关系会随着情景的变化而变化。

由此可见,学术界关于企业慈善捐赠对企业价值的影响作用方面尚未形成一致的意见,致使中国目前部分企业仍对慈善捐赠的价值有一定的怀疑,不利于中国企业社会责任的履行。另外许多学者已从企业本身的一些特征如企业成熟度、营销水平等出发来考虑企业慈善捐赠对企业价值的权变影响,但鲜有学者从企业所处行业环境的角度出发来研究慈善捐赠对企业价值的影响。因此,笔者认为有必要再次就慈善捐赠对企业价值的影响作用进行研究,并确定企业所处行业环境对慈善捐赠效益的影响,从而为企业是否进行慈善捐赠以及何时进行慈善捐赠给予理论上的指导,正确引导企业积极主动、适时地进行慈善捐赠。

## 2 理论分析与假设提出

### 2.1 慈善捐赠对企业价值的影响

已有许多研究证明企业积极进行慈善捐赠活动有助于企业内外部环境的改善<sup>[3,17]</sup>、声誉资本的提高<sup>[6]</sup>、消费者的认可<sup>[4]</sup>、忠诚和购买支持<sup>[17]</sup>,从而有利于企业价值的提升。企业各利益相关者也越来越重视企业社会责任的履行,企业的慈善捐赠行为逐渐成为企业与其主要利益相关者如政府、股东、供应商、员工、消费者等之间培养和建立良好关系的一种途径和方式。基于利益相关者理论可知<sup>[18]</sup>,企业在市场的立足与良性发展都离不开各方资源的支持,而企业的主要利益相关者正是这些资源的提供者,因此若能够拉近与利益相关者关系,获得利益相关者认可和支持的企业慈善捐赠行为,也能间接地促进企业价值的长久提升。例如,从消费者角度来看,随着社交商务的产生,消费者能够通过社交商务平台实现沟通、企业产品信息传递、相互评价、经验分享、社会认同实现以及价值观表达等<sup>[19]</sup>,权利开始掌握在消费者手中<sup>[20]</sup>,由此政治消费或者有意识消费的概念开始产生。该概念是指消费者基于政治、道德、伦理的考量,在产品以及产品制造者即企业当中进行选择的行为<sup>[21]</sup>,即消费者利用积极购买的行为来奖励和支持与自己价值观相符的积极承担社会责任的企业的产品及服务,或者利用抵制购买的行为来惩罚与自己价值观相违背、拒绝履行社会责任的企业的产品及服务<sup>[22]</sup>。企业的慈善捐赠行为是符合消费者的后物质主义、可持续发展等价值观的,是企业积极承担社会责任的表现,因此能够获得消费者的支持。SEN<sup>[23]</sup>等也证实了企业社会责任的践行能够对消费者的产品评估和购买意愿产生显著的影响。从员工的角度看,一方面企业的慈善捐赠行为会让员工认为自己所在的企业是一家具有道德感的企业,因此他们会更加认同、更加忠诚于自己所在的这家企业,也会增加更多的组织公民行为,另外还能帮助企业树立良好的口碑,吸引更多潜在优秀员工<sup>[24]</sup>。例如,企业更倾向于将资金捐赠于本企业工厂所在社区的改造项目。并且为了提高员工生产效率和员工忠诚度、降低员工离职率等,有些管理者会授予员工选择捐赠地以及受益人等的权利<sup>[5]</sup>。另一方面,对企业周边等地的慈善捐赠还有助于这些地方教育和培训情况的提升,进而为企业未来的发展储备更多优质的人力资源<sup>[5]</sup>。此外,慈善捐赠符合政府对企业的期望,因此能够帮助企业获得更多有价值的

政治资源。

过度的慈善捐赠行为可能导致企业现金流的短缺,从而不利于企业的经营发展,但由于慈善捐赠能够通过上述路径增加企业盈利,因此在一定范围内是可以弥补由慈善捐赠引起的机会成本<sup>[25]</sup>。另外,已有研究证明,企业高层管理者大多是理性的,他们能够明智合理地处理慈善行为与企业发展的关系,不会肆意将过量资金投入对企业经营不利的慈善捐赠项目中<sup>[26]</sup>。因此,本文提出如下假设:

H1: 慈善捐赠对企业价值具有正向影响。

## 2.2 行业竞争强度在慈善捐赠对企业价值影响中的调节作用

企业要进行慈善捐赠就意味着企业必须要把一部分可以用于企业经营项目的资金用于慈善项目,也就是企业必须承担一定的由慈善捐赠带来的机会成本。若企业所处行业竞争强度大,就意味着企业的盈利不会很多,在企业冗余资源不够充分的情况下再进行慈善捐赠,所面临的机会成本就会比企业在冗余资源较多的情况下进行慈善捐赠的机会成本大很多,若竞争处于相当激烈状态,企业还很有可能没有盈利,在这种状态下再进行慈善捐赠,对企业来说无疑是釜底抽薪,甚至会威胁到企业自身的生存。因此从理论上讲,企业所在行业的竞争强度越大,企业进行慈善捐赠所能带来的潜在收入和支出比就越小。故作出以下假设:

H2: 行业竞争强度在慈善捐赠对企业价值的影响中起着负向调节作用,企业所在行业竞争强度越大,慈善捐赠能为企业带来的正向影响越小。

本次研究的概念框架如图1所示。

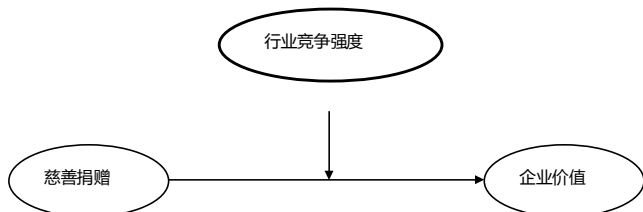


图1 概念框架

## 3 研究方法

### 3.1 样本与数据来源

此研究在保证变量指标的可量化性、数据的可获得性以及数据的真实可靠性基础上,选取了中国2010-2014年上海

和深圳两个交易所上市交易的46家公司为样本公司,其中已按照一定原则剔除了IPO首年的公司、已经退市的ST和\*ST公司、4年内数据不全的上市公司以及金融服务行业公司,5年共计229个样本的面板数据(有一家公司缺少一年的数据)。其中需要说明的是,用来衡量企业价值的因变量由于计量过程需要采用其滞后一期的数据,因此在数据搜集与整理时,直接选取的2011-2015年的数据。

本次研究中所用到的所有数据全部来源于国泰安CSMAR数据库,其中反应行业竞争强度的赫芬达尔指数(Herfindahl-Hirschman)所用到销售额数据来源于国泰安数据库,然后利用stata中hhi5命令计算得出。托宾Q值选取的国泰安CSMAR数据库中已经计算好的托宾Q值A,捐赠金额主要是由国泰安CSMAR数据库中统计的公司“营业外支出”下的“捐赠支出”指标来衡量。控制变量中所需要用到的各数据均来源于国泰安CSMAR数据库中各公司的资产负债表、利润表和现金流量表,然后通过手工计算得到所需指标。

### 3.2 变量定义与测量

#### 3.2.1 因变量

已有研究表明,慈善捐赠能够通过为企业树立良好的形象等途径帮助企业获取更加长远的收益以及提升企业未来收益。用来反映企业长期的财务绩效的市场价值类指标便是企业价值。用于衡量企业价值的指标有很多,如托宾Q、M/B、贴现现金流量法等,但在关于企业社会责任的研究当中,大多数学者还是采用了托宾Q值来衡量企业长期价值<sup>[27,28]</sup>,另外,托宾Q值是具有前瞻性的指标,不仅能够客观地反映企业未来的投资价值、企业成长性以及未来经营绩效,还不必按照公司的风险程度指标进行调整。考虑到研究的一致性与指标的合理性,笔者也采用托宾Q指来作为本次研究的因变量。

托宾Q值是指当前企业市场价值与账面价值的比率,根据账面价值的计算不同又分为了托宾Q值A和托宾Q值B,笔者本次选取的是国泰安CSMAR数据库中已经计算好的托宾Q(A)为因变量,记为tq,其计算公式为:

$$tq = \frac{\text{市场价值}A}{\text{资产总计}}$$

#### 3.2.2 自变量

本次研究采用捐赠金额除以同时期的营业收入来衡量企业的相对捐赠水平(donate),这样能够更好地反映出企业

业的慷慨程度。另外本次研究还采用了捐赠金额的自然对数 (log\_donation) 和捐赠金额除以同时期的资产总额 (donate\_size) 作为模型的稳健性检验。

### 3.2.3 调节变量

借鉴中国学者于潇宇 (2017)<sup>[29]</sup> 的研究, 本文使用“赫芬达尔指数” (hhi) 作为本次研究的调节变量。赫芬达尔指数是通过计算出某特定行业市场所有上市企业市场份额的平方和来度量企业所处的行业竞争强度。在产业内企业数量一定的情况下, hhi 越小, 说明该行业内规模相当的企业就越多, 行业竞争强度也就越大; hhi 越大, 说明行业竞争强度较小。

### 3.2.4 控制变量

虽然本次研究目的是要弄清楚慈善捐赠对企业价值的影响, 以及行业竞争强度在二者关系中的调节作用, 但在以往的研究中, 企业价值还受到其他诸多因素的影响, 在查阅前人相关研究的基础上, 笔者选取了 5 个指标作为本次研究的控制变量: (1) 公司规模 (size), 已有文献证明公司规模对企业价值和慈善捐赠水平具有影响, 本次研究使用总资产的对数值来衡量企业规模。(2) 企业负债水平 (lev), 一般情况下, 企业的负债水平越高, 企业的发展越受到约束和限制, 同时慈善捐赠的可能性也越小。本次研究使用资产负债率来衡量企业负债水平大小,  $lev = \text{总负债} / \text{总资产}$ 。(3) 短期偿债能力 (cash\_debt), 短期偿债能力越好, 企业价值越高, 以速冻比率来衡量企业短期偿债能力,  $cash\_debt = (\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}) / \text{流动负债}$ 。(4) 企业成长性 (growth), 一般来说, 增长越快的企业会有更高的溢价, 企业价值也就越高, 本次研究使用主营业务收入增长率来衡量,  $growth = (\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入}$ 。(5) 公司业绩 (roa), 以总资产报酬率来衡量,  $roa = \text{息税前利润} * 2 / (\text{期初总资产} + \text{期末总资产})$ 。

综上, 本次研究的所有变量定义如表 1 所示。

表 1 变量说明

变量类型	变量	变量定义
因变量	tb	企业价值, 市场价值与总资产的比值
自变量	donate	企业慈善捐赠水平, 捐赠金额与营业收入的比值
调节变量	hhi	行业竞争强度, 某特定行业市场所有上市企业市场份额的平方和

控制变量	size	公司规模, 总资产的对数
	lev	负债水平, 负债总额与资产总额之比
	cash_debt	短期偿债能力, 速冻资产与流动负债的比值
	growth	企业成长性, 营业收入增长率
	roa	盈利水平, 以资产收益率表示

## 3.3 模型构建与方法

假设 1 是针对慈善捐赠对企业价值的影响的, 假设 2 是针对企业所在行业竞争强度对慈善捐赠与企业价值之间关系的调节作用的, 因此本次研究主要采用两个回归方程进行检验。回归方程 (1) 中包含控制变量以及自变量和调节变量, 以检验慈善捐赠水平与企业价值之间的主效应, 并在此基础上进行下一步研究。回归方程 (2) 中增加了慈善捐赠与企业所在行业竞争强度的交乘项, 以检验行业竞争强度对慈善捐赠与企业价值关系的调节效应是否显著。需要注意的是为了避免模型内生性问题, 本文采取的处理方法是在各学者研究企业慈善捐赠和企业价值的关系时经常使用的方法, 即对企业价值变量滞后一期, 以控制内生性问题。

数据的前期处理, 如剔除金融服务业、ST\* 等以及控制变量相关指标的计算整理均通过 Excle2016, 后期的实证分析均使用了 Stata13。回归估计时采用了控制行业和年份的固定效应分析。另外, 在实证研究中, 经常会存在少数几个异常值 (离群值) 影响估计结果, 因此在本次研究样本量不够充足的情况下, 笔者采用了 winsor2 命令对离群值进行了 1% 上下的缩尾处理。

$$tb = \delta_t + \alpha_1 \text{donate}_{it} + \alpha_2 \text{size}_{it} + \alpha_3 \text{lev}_{it} + \alpha_4 \text{cash\_debt}_{it} + \alpha_5 \text{growth}_{it} + \alpha_6 \text{roa}_{it} + \alpha_7 \text{hhi}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$tb = \gamma_t + \beta_1 \text{donate}_{it} + \beta_2 \text{size}_{it} + \beta_3 \text{lev}_{it} + \beta_4 \text{cash\_debt}_{it} + \beta_5 \text{growth}_{it} + \beta_6 \text{roa}_{it} + \beta_7 \text{hhi}_{it} + \beta_8 \text{donateXhhi}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

## 4 研究结果

### 4.1 描述性统计分析

表 2 给出了变量的描述性统计结果。从表中可以看出, 企业价值 (tb) 的平均水平为 1.244272, 标准差为 1.391526。企业慈善捐赠水平 (donate) 的均值为 0.0449007, 最大值 0.1482564, 标准差为 0.0509591, 这说明这些企业的慈善捐赠水平还不是很很高, 不同企业之间差距不是很大。行业竞争强大的均值为 0.1795791, 根据美国认定的市场结构划分标准,

当  $0 < hhi < 0.05$  时, 认为行业竞争强度较大; 而当  $0.05 < hhi < 1$  时, 认为行业竞争强度较弱, 因此说明这些企业所处行业的竞争强度很大。控制变量中企业规模 (size)、资产负债率 (lev) 以及资产收益率 roa 的均值和标准差等同大多数研究一致<sup>[24]</sup><sup>[29]</sup>, 这表明本次研究所收集的数据是准确的。

表 2 变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Tq	229	1.244272	1.391526	0.192397	11.17731
donate	229	0.0449007	0.0509591	0.0003039	0.1482564
size	229	23.73422	1.411961	19.97906	25.8755
lev	229	0.5173153	0.1870455	0.47429	0.868614
cash_debt	229	0.7753489	1.50633	0.0498	12.9402
growth	229	0.7753489	0.2443177	-0.426613	1.250114
roa	229	0.0837982	0.0531822	-0.021626	0.415448
hhi_	229	0.1795791	0.1571826	0.0219978	0.7872438

#### 4.2 相关性分析

表 3 为 Pearson 相关性检验结果。从结果可以看出, 企业慈善捐赠的相对水平与企业绩效在 0.01 水平下显著正相关, 假设 1 得到初步经验证据的支持。企业负债水平、行业竞争强度都在 0.01 的显著性水平下负相关, 短期偿债能力、企业成长和经营绩效分别在 0.01、0.1 和 0.01 的显著性水平下正相关, 符合本研究预期。另外, 自变量、调节变量和控制变量之间的相关系数均低于 0.07, 最大的为 0.535, 所以各解释变量之间并不存在严重的多重共线性, 基本不会对后期的面板数据回归分析造成影响。

#### 4.3 回归结果

本研究接下来利用控制了行业和年份的固定效应分析研究变量之间的关系。与式 (1) 相对应, 模型 1 包含因变量、自变量、调节变量和控制变量, 用以检验主效应即慈善捐赠对企业价值的影响。与式 (2) 相对应, 模型 2 在模型 1 的基

础上引入了慈善捐赠相对水平与行业竞争强度的交乘项, 用以检验行业竞争强度在慈善捐赠与企业价值之间关系的调节作用。回归分析结果见表 4。

表 4 回归分析结果

变量		模型 1	模型 2
		tq	tq
自变量	donate	5.780***	10.96***
		(4.22)	(5.83)
控制变量	size	-0.286***	-0.251***
		(-4.39)	(-3.95)
	lev	-1.193*	-0.985
		(-1.89)	(-1.61)
	cash_debt	0.00943	0.0162
		(0.21)	(0.36)
	growth	0.394	0.363
		(1.48)	(1.41)
	roa	5.049***	4.629***
	(3.16)	(2.99)	
调节变量	hhi	-1.211***	-0.466
		(-2.62)	(-0.96)
交乘项	DonateXhhi		-30.78***
			(-3.88)
	F 值	25.09***	25.37***
	Within R-sq.	0.4675	0.5049
	N	229	229

注: 括号内数据为 t 值; \*, \*\*, \*\*\* 分别代表  $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$  和  $p < 0.01$

从表 4 中的模型 1 可知, 企业的相对捐赠水平与企业价值的相关系数为 5.78, 并且在 1% 的水平下显著, 二者为显著的正相关关系, 并且组内 R-sq 为 0.4675, 模型拟合优度尚好, 并且在引入交乘项的模型 2 中, 主效应的结果也依然稳健, 这表明慈善捐赠水平越高, 企业绩效越好, 具体来说, 企业慈善捐赠水平相对于企业营业收入来说增加 1 个百分点, 企业价值增加 5.78 个百分点, 假设一 (H1) 得到充分支持。

表 3 变量的相关系数矩阵

	tq	donate	size	lev	cash_debt	growth	roa	hhi
tq	1							
donate	0.316***	1						
size	-0.588***	-0.391***	1					
lev	-0.619***	-0.229***	0.535***	1				
cash_debt	0.403***	0.125*	-0.476***	-0.495***	1			
growth	0.116*	0.167**	-0.0250	0.0760	-0.0200	1		
roa	0.446***	0.0810	-0.151**	-0.493***	0.181***	0.348***	1	
hhi	-0.291***	-0.200***	0.339***	0.0630	-0.198***	-0.0660	-0.157**	1

注: \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 1%, 5%, 10% 的水平下显著

模型2中企业所在行业的竞争强度和相对捐赠水平的交乘项对因变量的回归系数为-30.78,并在1%的水平下显著,R-sq为0.5049,模型拟合优度好,这表明当hhi越大,其企业所在行业的竞争强度越小时,企业慈善捐赠对企业价值的增值作用越弱,这与预期设想不相符,假设二为(H2)验证失败。推测假设二不成立的原因可能是由于企业所在行业竞争强度越大,说明各企业的产品及服务的同质性相对来说就越高,此时,企业通过研发投入等方式来实现产品服务的差异化难度较大,而慈善捐赠行为恰恰就能为本企业产品及服务赋予某种与消费者价值观相符的附加价值,实现产品与服务的差异化,提高其竞争力,进而提高企业价值。

另外,模型1中显示企业规模(size)、负债水平(lev)与企业价值显著负相关,公司业绩(roa)与企业价值显著正相关,这与预期相符,即企业规模越大,负债水平越高,企业价值越低,效益水平越差;企业盈利水平越高,企业价值就越高,这均与之前的研究结论相符合。

#### 4.4 稳健性检验

前文在分析慈善捐赠对企业价值的影响作用时,慈善捐赠使用的是企业捐赠的相对水平即慈善捐赠与营业收入比来衡量,为了检验研究的可靠性,本文将自变量依此替换为捐赠支出与总资产的比值和捐赠支出的自然对数,然后重复以上检验过程。回归结果见表5所示。

表5 稳健性检验

变量		模型三	模型四	模型五	模型六
		tq	tq	tq	tq
自变量	donate_size	10.98*** (4.80)	19.40*** (6.30)		
	size	-0.291*** (-4.56)	-0.271*** (-4.38)	-0.518*** (-7.23)	-0.489*** (-6.42)
控制变量	lev	-1.330** (-2.16)	-1.124* (-1.88)	-1.170* (-1.88)	-1.300** (-2.05)
	cash_debt	0.0129 (0.28)	0.0228 (0.52)	0.0298 (0.65)	0.0444 (0.93)
	growth	0.335 (1.27)	0.318 (1.25)	0.386 (1.46)	0.409 (1.55)
	roa	4.407*** (2.79)	3.726** (2.43)	4.720*** (2.99)	4.672*** (2.96)
	调节变量	hhi	-1.154** (-2.53)	-0.290 (-0.59)	-1.303*** (-2.85)
交乘项	donate_sizeXhhi		-52.45*** (-3.93)		
	log_donation			0.245*** (4.75)	0.300*** (4.16)

交乘项	log_donationXhhi				-0.466 (-1.10)
	F 值	26.38***	26.68***	26.26***	23.15***
	Within R-sq.	0.4801	0.5175	0.4789	0.4820
	N	229	229	229	229

注:括号内数据为t值;\*,\*\*,\*\*\*分别代表p<0.10、p<0.05和p<0.01

从稳健性检验的结果可以看出,当将自变量由慈善捐赠相对于营业收入的水平(donate)替换为慈善捐赠相对于总资产的水平(donate\_size)和慈善捐赠的绝对水平(log\_donation)后,模型三、四、五、六中慈善捐赠水平对企业价值的回归系数仍然显著为正;模型四中行业竞争强度和慈善捐赠乘积项显著且仍为负值,模型六中行业竞争强度和慈善捐赠乘积项仍为负值,但不是很显著。由此可知,将自变量替换为新的衡量指标后,与替换之前的回归结果基本一致,进一步支持了本文的假设一(H1)和假设二(H2),也说明本文的结论较为稳健。

## 5 结论与启示

本文得出以下几个主要结论:(1)慈善捐赠能够显著正向影响企业价值,企业慈善捐赠水平越高,企业价值越大,与假设1相符,该结论支持了Waddock<sup>[30]</sup>等学者提出的“战略慈善观”。慈善捐赠能够为企业带来声誉,增加产品附加价值,赢得利益各方信任,降低与利益相关各方的交易成本以及员工、政府、消费者等的支持,最终实现企业价值的实现。

(2)行业竞争强度变量(hhi)系数为负,但因hhi值越大说明行业竞争强度越弱,故企业所在行业竞争强度对慈善捐赠的增值效果具有正向调节作用,即行业竞争强度越大,企业慈善捐赠对企业价值的正向影响作用就越强,这与原假设2不相符。笔者认为,这可能是由于企业所在行业竞争强度越大,说明各企业的产品及服务的同质性相对来说就越高,此时,企业通过研发投入等方式来实现产品服务的差异化难度较大,而慈善捐赠行为恰恰就能为本企业产品及服务赋予某种与消费者价值观相符的附加价值,实现产品与服务的差异化,提高其竞争力,促进消费者购买率,增加消费者品牌忠诚度,进而提高企业价值。

本次研究不仅丰富了企业社会责任相关理论,深化了对慈善捐赠价值效应的理解,还具有一定的实践意义,为企业进行慈善捐赠提供了以下启示:(1)企业应该进行慈善捐赠,

并且应该将其与企业的经营战略相结合。慈善捐赠从财务上来看属于“营业外支出”，但从长期的经济后果来看，能够显著提升企业价值。(2)对于所处行业竞争强度大的企业来说，当企业很难通过技术进步等实现产品服务的差异化，提升竞争力时，应该转而考虑通过投入慈善捐赠来间接增加产品服务附加价值，打造差异化优势，发挥慈善捐赠的经济效应。

本文也存在一定的局限性。第一，本文仅搜集了46家公司的数据，样本量太小，结论的准确性不够，这是本文最大的不足。第二，本文使用的是二手数据进行研究，关于慈善捐赠对企业价值影响作用的内在机制还未探明，未来可以通过问卷等方式，深层次地剖析各利益相关者对企业慈善捐赠的看法。

### 参考文献

- [1] Inglehart R. Modernization and postmodernization: Cultural, economic, and political change in 43 societies[M]. Princeton University Press, 1997.
- [2] 易冰娜. 慈善捐赠与企业绩效及价值 [D]. 中南大学, 2012.
- [3] Porter M E, Kramer M R. The competitive advantage of corporate philanthropy[J]. Harvard business review, 2002, 80(12): 56-68.
- [4] 金立印. 企业社会责任运动测评指标体系实证研究——消费者视角 [J]. 中国工业经济, 2006(6):114-120.
- [5] 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.
- [6] Orlitzky M, Schmidt F L, Rynes S L. Corporate social and financial performance: A meta-analysis[J]. Organization studies, 2003, 24(3): 403-441.
- [7] 李敬强, 刘凤军. 企业慈善捐赠对市场影响的实证研究——以“5·12”地震慈善捐赠为例 [J]. 中国软科学, 2010(6):160-166.
- [8] Friedman M. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits[J]. New York Times Magazine, 2007, 13(6):173-178.
- [9] Aupperle K E, Carroll A B, Hatfield J D. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability[J]. Academy of Management Journal, 1985, 28(2):446-463.
- [10] Schuler D A, Cording M. A Corporate Social Performance—Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers[J]. Academy of Management Review, 2006, 31(3):540-558.
- [11] Haley U C V. Corporate Contributions As Managerial Masques: Reframing Corporate Contributions As Strategies to Influence Society[J]. Journal of Management Studies, 2010, 28(5):485-510.
- [12] Werbel J D, Carter S M. The CEO's influence on corporate foundation giving[J]. Journal of Business Ethics, 2002, 40(1): 47-60.
- [13] Barnett M L. Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility[J]. Academy of management review, 2007, 32(3): 794-816.
- [14] Seifert B, Morris S A, Bartkus B R. Having, Giving, and Getting: Slack Resources, Corporate Philanthropy, and Firm Financial Performance[J]. Business & Society, 2004, 43(2):135-161.
- [15] 王端旭, 潘奇. 企业慈善捐赠带来价值回报吗——以利益相关者满足程度为调节变量的上市公司实证研究 [J]. 中国工业经济, 2011(7):118-128.
- [16] 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, 14(2):92-101.
- [17] Fombrun C J, Gardberg N A, Barnett M L. Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk[J]. Business and society review, 2000, 105(1): 85-106.
- [18] Pfeffer J, Salancik G R. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective[M]. Harper & Row, 1978.
- [19] Hajli N. Social commerce constructs and consumer's intention to buy[M]. Elsevier Science Publishers B. V. 2015.
- [20] Hajli N, Sims J. Social commerce: The transfer of power from sellers to buyers[J]. Technological Forecasting & Social Change, 2015, 94:350-358.
- [21] Shah D V, Mcleod D M, Kim E, et al. Political Consumerism: How Communication and Consumption Orientations Drive “Lifestyle Politics” [J]. Annals of the American Academy of Political & Social Science, 2007, 611(1):217-235.
- [22] 孔庆民, 梁修庆, 张正, 等. 社交商务中政治消费的动机及其影响机理研究: 态度功能理论的视角 [J]. 兰州商学院学报, 2017(4):79-92.
- [23] 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.

- [24] 钱丽华,刘春林,丁慧. 基于财务绩效视角的企业从事慈善活动研究 [J]. 管理学报, 2015,12(4):602-608.
- [25] Navarro P. Why do corporations give to charity?[J]. Journal of business, 1988: 65-93.
- [26] 卢正文,刘春林. 产品市场竞争影响企业慈善捐赠的实证研究 [J]. 管理学报, 2011,8(7):1067-1074.
- [27] 李正. 企业社会责任与企业价值的相关性研究 -- 来自沪市上市公司的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2006(2):77-83.
- [28] 沈洪涛. 公司社会责任与公司财务业绩关系研究 [D]. 厦门大学, 2005.
- [29] 于潇宇. 慈善捐赠对企业价值影响的实证研究——基于营销能力和行业竞争的调节作用 [J]. 中国流通经济, 2017,31(01):48-56.
- [30] Waddock S A, Graves S B. The corporate social performance-financial performance link[J]. Strategic management journal, 1997, 18(4): 303-319.