

捐赠行为与企业未来绩效

——来自亏损企业的经验证据*

□ 江新峰 李四海

领域编辑推荐语:

“亏损的企业为什么还要进行捐赠?针对这一谜题,本文作者结合中国制度情境进行了深入的分析和探讨。本文所提出的理论以及实证结果有助于我们了解中国独特制度情境下的企业决策和行为。”

——李炜文

摘要: 本文选取企业处于亏损状态下的这一特殊场景,针对企业捐赠行为对未来绩效的影响及其背后的作用路径与边界条件进行探讨。研究表明,亏损企业的捐赠行为能够有效提升其未来绩效,但是这种效应仅存在于私有产权企业中。分析发现,这种现象不是由于市场路径下的广告效应或样本选择偏误所致,其内在机理是由于不同产权性质企业的捐赠行为塑造了企业基于非市场路径获取政府资源的异质能力,从而影响未来绩效。进一步研究的结果显示,亏损企业捐赠行为的未来绩效提升效应存在基于企业资源获取能力与亏损原因的异质性表现。本文的研究揭示了转轨经济背景下的企业捐赠行为是内生于制度环境的选择,其背后可能存在政府(利益)的影子。研究同时为基于互惠交换目的的企业捐赠行为分析及其边界条件探讨相关文献提供了证据。

关键词: 企业捐赠; 政府补助; 未来绩效; 产权性质; 作用边界

一、问题的提出

自20世纪中期以来,随着企业社会责任理论与实践的发展,公众对企业社会责任

* 本文受国家自然科学基金项目“高管职场晋升经历与企业决策行为:基于行为经济学跨期选择理论研究”(72072183)、教育部人文社会科学研究项目“CEO职场晋升经历与跨期财务决策——基于行为经济学跨期选择理论研究”(20YJC630063)、“同乡关系与企业环保投资决策:约谈背景下政企互动视角的理论分析与实证检验研究”(18YJC630058)、中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“负面冲击下企业社会责任信息披露策略研究——基于社会责任报告文本分析”(2722019JCT029)、“基于环保约谈的企业环保决策溢出效应研究”(2662021JGPYG01)、中国慈善联合会“敦和·竹林计划”青年学者课题“基于社会关系嵌入的企业捐赠同群效应研究”(2020ZLJH-19)资助。

表现越发关注。社会责任行为包括多种维度，如员工社会责任、环境社会责任等，就其具体承担方式而言，人们探讨较多的是慈善捐赠行为（戴亦一等，2014；朱丽娜和高皓，2020）。依托企业真实的资金付出，捐赠活动能够为社会带来最直接的效用。同时，作为最古老的企业社会责任表现形式，慈善捐赠决策在企业中也具有相当重要的地位。当前越来越多的中国企业投身慈善捐赠活动，但其中存在一个现象：很多当年经营亏损的企业也有着慷慨的捐赠行为。统计表明，2008~2016年亏损上市公司中存在捐赠支出的占比为57.6%，所有亏损企业的捐赠支出平均金额为41万元，所有亏损企业的捐赠收入比达到0.23‰。企业经营过程中，资源投入水平通常基于成本与收益之间的配比决定，实现收益的最大化是其经济属性决定的。而亏损企业在自身利润追求尚未实现，且外部各方（社会公众、媒体等）也未对其捐赠行为产生过多期望与压力^①的情况下，对捐赠这种不以直接盈利为目标的非经营性支出却是如此慷慨，这样的一种“好人”行为能否得到传统认为的“好报”？企业能否因此获得未来绩效的提升？

企业捐赠行为对未来绩效的影响作用存在两种可能的路径解释。作为产品供给端，企业未来绩效表现通常取决于其产品销售在市场中的表现，产品销量越高，则未来绩效应该越好。亏损企业的捐赠行为在一定程度上发挥了广告宣传作用，有利于固化消费者对企业的慈善认知，拓展市场份额从而提升未来绩效。而从另

一个角度分析，在中国特有制度背景下，政府把控稀缺资源分配权力，并具有一定程度的自由裁量权。基于资源依赖理论，企业需要通过外部某种渠道的资源获取来破除发展壁垒，在亏损情境下企业的捐赠行为可以更加凸显企业社会责任意识和分担政府负担的意愿，有助于密切政府和企业联系，从而获取稀缺资源助力未来绩效提升。前者可以被看作亏损企业捐赠行为未来绩效提升效应的市场路径，后者可以被看作亏损企业捐赠行为未来绩效提升效应的非市场路径。具体于中国现实，亏损企业的慷慨捐赠究竟是否具有对未来绩效的提升效应？其内在的理论逻辑是什么？有何作用边界？

本文在分析亏损企业捐赠行为对其未来绩效影响的基础上，基于资源依赖理论考察了这一现象背后的作用机制，并进一步就其边界条件进行了探讨。本文的研究贡献及意义可能存在于以下三个方面：①结合我国转轨经济背景下的制度特征，利用资源依赖理论构建了我国企业社会责任行为（捐赠）的分析性框架，并选取企业处于亏损状态下的这一特殊场景进行了实证检验，有效识别出亏损企业捐赠行为未来绩效提升效应的非市场路径。部分针对企业捐赠行为的文献基于企业稀缺资源获取便利假定，就利益相关冲突视角下的企业捐赠行为特征及其绩效影响展开探讨，本文基于资源稀缺不易获取假定，依托资源依赖理论，通过政府补助这一具体途径分析企业捐赠行为的未来绩效提升效应问题，并结合我国企业的产权性质差

^① 根据我国相关规定，亏损企业的捐赠金额不能税前抵扣，这种规定在一定程度上体现了政府对亏损企业捐赠行为的态度。

异识别出亏损企业捐赠经济后果的产权异质性特征,为企业捐赠与其未来绩效之间的关系提供了新的证据。②研究了企业社会责任行为(捐赠)的资源获取效应并从企业层面、地区层面、行业层面与宏观政策层面进一步细致探讨这一效应发挥作用的边界条件问题;同时基于对企业亏损原因的考察,厘清了亏损企业捐赠未来绩效提升效应的前置条件,有助于丰富亏损企业社会责任行为及其经济后果研究的相关文献。③研究反映了新兴市场环境下政府行为对企业的影响,政府对市场稀缺资源的控制力越强,企业行为包括社会责任行为更容易受到政府利益等一些非市场性因素的干扰。Ma和Bu(2021)指出,应致力于依托中国特有的制度特征发展企业社会责任问题的中国理论,而非单纯将西方社会责任理论应用于对中国问题的研究。本文从一个新的视角揭示了中国企业社会责任行为的制度动机,为全面构建政府资源供给市场化体系的必要性提供了经验证据。

二、文献回顾

企业的社会责任行为伴随着经济发展日益增加。获取利润是企业及其股东所追求的首要任务(Friedman, 1970),而社会责任承担通常会分散企业资源,导致其支出增多,会在一定程度上削减利润进而影响企业绩效(Wang & Bansal, 2012; Masulis & Reza, 2015),这与传统意义上所认为的企业以追求经济利益为目的相悖。由此部分学者指出,企业社会责任行为是企业出于满足社会需要(譬如增加社会福利)而进行的,超出了典型商业范畴的行为。其不

以获取交易利益为目的,且并非出于强制性规制干预而产生(Mackey et al., 2007)。尽管如此,现有研究表明,社会责任行为于企业而言并非资源的无谓付出,企业或管理者可以从社会责任行为中获取一些收益(Flammer, 2018),譬如满足利益相关者期望(Zellweger & Nason, 2008; Bingham et al., 2011; Fernando & Almeida, 2012; Cruz et al., 2014)、维护声誉(Niehm et al., 2008; Campopiano et al., 2014)、获取或维系与政府的联系(Harvey et al., 2011; Lähdesmäki & Takala, 2012)、减弱内心愧疚感(Ji et al., 2020);等等。具体研究情境包括私有化进程中的企业社会责任表现(Ji et al., 2020)、高度竞争市场中的企业社会责任表现(Glazer, 2010; 周浩和汤丽荣, 2015)、企业遭遇声誉危机时的社会责任表现(Garcia-Sanchez et al., 2014; 王翊和许晓卉, 2018; 李征仁等, 2020)、企业面临经营风险时的社会责任表现(李四海等, 2016; 胡珺等, 2020)等。譬如Ji等(2020)指出,私有化过程导致的大量员工失业增加了企业高管的愧疚感,这促使企业承担更多社会责任以减弱高管内心愧疚感;而冯丽艳等(2016)的研究发现,2008年金融危机中,积极地承担社会责任在一定程度上缓解了宏观经济疲软带给企业的负面影响。

作为企业社会责任行为的重要组成部分,企业慈善捐赠活动受到广泛关注(戴亦一等, 2014; 朱丽娜和高皓, 2020)。然而就本文所关心的慈善捐赠对企业绩效的影响问题,现有研究尚未得到一致性结论。捐赠活动是企业牺牲自身发展所需资源而满足企业外部实体资源需求的行为,这将带来企业利益相关者之间有关

资源使用的冲突。基于利益相关者冲突视角，部分文献依托对企业治理中代理问题以及企业经营中机会成本问题的分析，考察了捐赠行为对企业绩效的负面影响。基于代理理论，股东与企业高管之间、大股东与中小股东之间均存在信息不对称，由此引发第一类代理问题与第二类代理问题。第一类代理问题分析框架下，股东对企业（高管）进行慈善捐赠的动机存有质疑，担心高管利用企业资源迎合其他利益相关者偏好以谋求自身社会声誉的提升（Wang et al., 2008; Barnett & Salomon, 2012）。第二类代理问题分析框架下，中小股东同样质疑大股东主导的企业捐赠决策动机（李四海和江新峰，2020），由此，企业通过慈善捐赠行为将自身资源在不同利益相关者之间进行的分配会加深企业中的代理问题，从而降低企业绩效（Waddock & Graves, 1997; 牛海鹏和朱松，2012; 顾雷雷和黄欣桐，2020）。从机会成本的角度来看，企业捐赠活动挤占了可以被用于进行研发或市场开拓方面的资金投入，削弱了企业未来的发展潜力，也会对其绩效产生负面影响（郑杲娉和徐水新，2011）。而这种行为无疑会引发部分利益相关者的不满。譬如 Wang 等（2020）指出，企业会为了避免引发员工对捐赠活动的不满而在进行捐赠时刻意保持低调。基于我国特有的制度背景，更多文献依托资源依赖理论就捐赠行为与企业绩效之间的关系进行了探讨，发现企业捐赠会对其绩效产生积极影响（Wang & Qian, 2011; 潘奇和朱一鸣，2017）。原因在于捐赠行为能够提高产品市场与资本市场声誉（山立威等，2008; 吴雅倩等，2020）、获取政府补助（潘越等 2017; 邵剑兵

和吴珊，2018）、获得融资便利（李维安等，2015）、增加投资机会（戴亦一等，2014; Jia et al., 2019）等。譬如 Wang 和 Qian（2011）指出，企业捐赠有助于提升企业绩效，因为捐赠行为帮助企业获得了社会合法性，这使它们能够吸引利益相关者的积极回应并获得政府资源分配层面的帮助。

企业发展需要充足资源支持，而当前中国仍处于经济转型阶段，资源的市场交换机制尚不健全。在市场交换机制下，组织或个体间依托于契约关系通过对等交易完成资源交换；而现实背景下，企业资源的获取相较而言缺乏市场化的对价以及明确的获取机制，对于稀缺资源而言更是如此。因此基于资源依赖理论进行的分析可能更符合当前的中国制度背景。然而上述基于资源依赖理论的研究忽视了某些捐赠企业具体特征的异质性，尤其是对具有资源付出属性的捐赠行为所具体依托的企业盈利与否的考察。亏损企业作为一类特殊群体，在财务状况、经营决策等方面与盈利企业有着明显不同，其捐赠动机、捐赠能力也与盈利公司存在显著差异（杜勇等，2015）。现有研究发现，亏损企业同样存在捐赠行为，其捐赠行为能够为企业带来补助收入（杜勇和陈建英，2016），但是有关亏损企业捐赠行为是否具有未来绩效提升效应的研究尚不充分。

企业社会责任承担相关文献已指出，经营环境变差条件下企业的责任承担行为有助于缓解其负面处境，那么对处于亏损状态的企业来说，捐赠活动这一社会责任承担行为是否能够提升未来绩效？其作用机理又是什么？有何边界条件？本文基于企业亏损场景进行的研究有

助于更好地反映捐赠活动的战略性与重要性。同时由于中国当前的制度背景下,企业对政府具有较强的资源依赖与利益诉求,如信贷资源、优惠税率、政府订单、行业准入等,而前期文献(彭飞和范子英,2016;张会芹,2020)基于政府视角研究企业捐赠的资源获取效应时大多在这些利益诉求中进行选择,而具体选择何种利益诉求往往缺乏针对性场景设计。企业在不同生命周期、不同生存状态下可能有着不同的利益诉求,恰当情境的选取能够更好地明确企业对政府的利益诉求,进而对企业捐赠背后的逻辑与后果进行分析。对亏损场景下的企业而言,扭亏为盈是其面临的重要任务,而政府补助作为一项营业外收入,可以直接作用于净利润的增加,帮助企业扭亏为盈。由此,亏损企业对于政府补助有着相对更为直接的诉求。本文基于企业亏损这一研究场景,结合政府补助获取视角进行企业捐赠行为及其对未来绩效影响的研究,相对而言可以更好地界定企业对政府的利益诉求,并考察其利益诉求下的行为方式及经济后果。

三、理论分析与研究假设

企业未来绩效的提升需要依托于前期的资源投入,而部分由政府掌握分配权力的稀缺资源相较而言缺乏市场化的对价以及明确的获取机制。随着国家改革开放的深入,政府的行为方式、活动范围已经有了很大的变化,但是与西方发达的市场经济国家比较,政府对经济的干预力量和对稀缺资源的控制力量仍然强大,完全依赖于市场(价格体系)途径获取的资源并不足以覆盖企业需求,因此企业对政府具有

很强的资源依赖(Li et al., 2006; 李四海, 2012)。资源依赖理论指出,企业与各个利益相关者共生于同一环境中,企业是一个开放的系统,其生存与发展高度依赖于外部环境。组织具有的开放性特征决定了任何组织如果试图得到持续发展,必须从组织外部环境或者是其他组织中获取其需要的资源(Pfeffer & Salancik, 1978; Hillman et al., 2009)。这时,拥有稀缺资源控制权力的一方能够对需求资源的一方制造依赖。而在我国的转轨经济背景下,法律、制度尚不健全等体制性特征使政府(部门、官员)对公共资源的分配具有较大自由裁决权,这在政治关联相关文献中已经得到证实(Faccio et al., 2006; 罗党论和唐清泉, 2009)。

政府需要履行譬如提供公共产品、救济弱势群体、维护社会稳定等社会职能。社会职能的履行需要大量的财政支出,这对于财政收入有限的某些地方政府(部门)而言会产生较大支付压力,从而可能导致政府对公共物品供给不足;同时由于在公共产品与公共服务的供给中政府行为可能导致分配“低效”“失灵”,如有些领域政府不能直接进入或无法及时提供公共产品等,此时政府希望通过社会资源来弥补自身对公共物品投入的不足。企业作为市场经济主体,在整个社会组织责任体系中发挥着重要作用。企业社会责任承担对于构建和谐社会具有重要意义,这使政府与政府官员对企业存有更多期待:政府期望企业来弥补自身对公共产品与公共服务等方面投入的不足,通过企业市场化运作方式高效提供更多公共产品,缓解政府特别是财政赤字地方政府的财政支付压力;官员期望企业在社会和谐建设中发挥更积

极的作用，更快达到甚至超额完成上级考核目标，提升政绩，顺利晋升到更高级别的职位。

企业捐赠作为私人提供公共产品的重要途径，是政府实施公共管理职能所需要的，特别是在特殊时期（如发生自然灾害）；同时捐赠作为企业承担社会责任的一种有效表现形式，往往能引起社会公众的关注，捐赠的社会公众效应更能使企业赢得政府的认同。因此，一方面政府及政府官员出于社会职能履行或个人需求动机期待企业履行更多捐赠社会责任，另一方面企业等社会组织出于对政府（官员）自由裁决权下的资源依赖期待与政府（官员）建立并维持某种联系，双方彼此需要，促使“交易”产生，而企业主动捐赠就是这项交易的桥梁。企业通过捐赠社会责任承担并及时披露来满足政府（官员）的期望与需要，政府（官员）基于社会互惠交换原则，通过手中的自由裁决权分配更多稀缺资源给达到期望与要求的企业。

亏损企业面临着退市风险，寻求政府的帮助对处于亏损中企业而言至关重要，企业捐赠行为成为与政府保持密切关系的重要途径（张敏等，2013），企业通过捐赠建立、提升与政府之间的联系，通过这种隐性契约为企业发展带来更多政府控制下的稀缺资源，从而提升企业的未来绩效，脱离困境。基于此，本文提出第一个假设：

假设 1：企业亏损状态下的捐赠行为能够提升其未来绩效，积极捐赠的企业未来具有更好的绩效表现。

我国的制度背景下，产权性质会影响企业的行为、动机及行为后果。长期以来，国有企业的产权属性决定了其并非纯粹的经济组织。国有企业领导人由上级主管部门任免，具有普

适性行政级别，具备政府官员的一般属性（周黎安，2007，2008），因此国有企业与政府部门之间存在天然的联系。在资源依赖理论的分析框架之下，亏损企业进行捐赠的逻辑在于拉近企业与政府之间的联系，试图通过这种潜在联系获得稀缺资源从而助力未来绩效的提升。然而基于产权性质视角进行分析，不同产权性质企业所面临的外部环境存在差异，可能导致资源依赖理论解释框架下亏损企业捐赠对其未来绩效提升作用的异质性。作为国有产权企业的终极控制人，政府既是国有企业的所有者，又是社会经济的宏观管理者，同时还是市场的监督者，政府的多重角色一方面决定着国有企业的特殊待遇，譬如能够获得更多的政府资源（如土地、信贷资金、补助、优惠政策等）；另一方面意味着会将大量的政府职能（如公共产品、公共服务的提供）交付国有企业承担。因此国有企业会天然获得政府更多的帮助以及承担更多的社会责任，这都根源于其产权性质。对于国有企业而言并不太需要通过联结构建等途径来获取经济方面的利益。现有文献中所讨论的国有企业政治联系的作用并非表现在政府与企业层面，而会更多地表现在上级官员与国企高管之间，是中国现行体制下官员晋升的一种个人行为，而非企业行为，企业的行为更多地为个人目的服务（黎文靖，2012）。

相较而言，私有产权企业情况大为不同。出于传统意识形态以及市场制度不健全等现实原因，私有产权企业的生存发展在很大程度上受到与政府亲疏等因素的影响，如何使用合适的企业战略维系与政府的关联成为私有产权企业经营战略中的重要组成部分。前期研究已经

证实,私有产权企业相比于国有产权企业会投入更多资源与精力密切各种社会联系,期望获取正式机制(法律机制、市场机制)缺失下的替代性保护机制与资源获取机制(Xin & Pearce, 1996)。因此私有产权企业更有动机通过各种方式获取更多的政府资源。如已有研究发现,企业会通过支持公益事业、巧尽社会责任与政府负责人保持经常联系以及加入政党等策略来建立政治联系,通过雇用现任或前任政府官员,甚至贿赂政府官员等途径来获取政府控制下的资源(卫武, 2006; 张建君和张志学, 2005; Claessens et al., 2008; Li et al., 2008; Goldman et al., 2009)。

在产权性质的影响下,企业捐赠行为的目的、决策过程可能有着很大不同,私有产权企业捐赠行为在很大程度上能够密切其与政府之间的联系,而国有产权企业的捐赠行为一方面可能是其产权性质决定的义务(如特殊灾难时期赈灾捐赠)以及受政府干预的结果,另一方面可能是国有产权企业管理层代理问题驱动所致,并且对于国有产权企业而言,捐赠行为并不是赢得政府认同的最优方式^①,公众包括政府对国有企业的期望更多的是增加就业、实现国家的宏观调控、促进地区经济发展等,所以现实中国有资产管理部门对国有产权企业的捐赠行为具有严格的程序规定和限制。

由于产权性质的差异,国有产权企业良好的政府关系来自与政府之间天然的产权联系,

其自然能够获得政府的帮助。与私有产权企业相比,捐赠行为并不能显示国有产权企业与政府之间关系的亲疏,而私有产权亏损企业捐赠行为对未来绩效的提升作用来自其捐赠行为所带来的政府帮助,从而使企业更容易脱离困境、提升绩效。尤其是对于亏损企业而言,在面临退市压力的情况下,作为与政府存在“父子”关系的国有产权企业,其获得更多的政府资源来摆脱困境更是理所当然,因此其获得的政府资源多少与捐赠这种行为的关系没有私有产权亏损企业显著,捐赠行为对其未来绩效的提升作用也就没有那么明显。由此,本文提出如下假设:

假设 2: 亏损企业捐赠行为对未来绩效的提升作用存在产权性质的差异性,私有产权企业中提升作用更强。

四、研究设计

(一) 研究样本与数据

本文所选样本为 2008~2016 年^②中国上海、深圳 A 股市场年度净利润小于零的所有亏损上市企业。研究选择亏损上市企业主要是基于如下的考虑: ①现有研究指出,企业捐赠存在避税动机,而对于亏损企业来说,其捐赠金额不可抵扣,在一定程度上排除了避税动机。在此基础上可以更清晰地探讨其捐赠的未来绩效提升作用。②选择亏损企业作为研究样本,相对

^① 因为其经营的是全民所有财产,过多的捐赠反而会引起公众的质疑,认为企业管理层是“慷他人之慨,谋个人之美誉”。当然特殊时期除外,如汶川地震这种灾难时期,政府监管部门在这个时期也会让国有企业大量参与捐赠,所以这很可能给公众造成一种印象,国有产权企业捐赠更为积极。而事实上据民政部主管单位发布的历年《中国慈善捐助报告》数据显示,企业捐赠是我国公益慈善领域的主要力量,其中民营企业贡献最大。

^② 研究中的滞后 ROA 数据部分我们采用到 2017 年。

而言可以更好地界定企业对政府利益诉求，因为对处于亏损状态下的企业而言，获取政府的补助可能是使其摆脱困境的最直接帮助。本文研究样本总数为 1313 个^①，财务数据来自国泰安数据库，市场化进程数据来自樊纲和王小鲁（2017）编制的指数体系。回归分析前，对连续

$$Performance = \alpha + \beta_1 Donation + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + \beta_5 FCF + \beta_6 Frist + \beta_7 Shrz + \beta_8 Dual + \beta_9 Ddtrate + \beta_{10} Stime + \beta_{11} Score + \beta_{12} GDP + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (1)$$

$$Subsidy = \alpha + \beta_1 Donation + \beta_2 Size + \beta_3 ROA + \beta_4 Lev + \beta_5 Growth + \beta_6 FCF + \beta_7 Frist + \beta_8 Shrz + \beta_9 Dual + \beta_{10} Ddtrate + \beta_{11} Stime + \beta_{12} Score + \beta_{13} GDP + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (2)$$

式（1）中 Performance 表示亏损企业未来三年的绩效，我们选择以剔除企业盈余管理后的 ROA 来进行度量^②，之所以选择 ROA 指标是由于其受企业资本结构的影响较小。借鉴徐细雄等（2020）的做法，变量 Donation 用以衡量企业捐赠情况，具体包括是否参与捐赠、捐赠绝对水平、捐赠相对水平。式（2）中参考余明桂等（2010）的做法用政府补助（Subsidy）具体表示由政府控制的稀缺资源。包括企业是否获取补助、补助绝对水平、补助相对水平三个指标。之所以选择政府补助，是基于我国的制度背景。在上市公司发生亏损后，政府的“支持之手”中的补助是帮助企业扭亏为盈、避免退市的重要手段^③，现有文献在研究亏损企业或者财务困境企业的政府利益诉求时往往也是基

变量进行了上下 1%分位数的缩尾处理。

（二）模型设定和主要变量定义

为检验所提假设，并进一步研究亏损企业捐赠行为对未来绩效影响的内在机理，即参与捐赠的亏损企业是否因为密切的政企联系获得了更多的政府稀缺资源，本文设定如下模型：

于政府补助展开（唐清泉和罗党论，2007；潘越等，2009；Jiang et al., 2017）。另外，由于企业绩效与其能够获得的政府补助情况均会受其公司层面、治理层面以及所在地区层面特征的影响，本文参考现有研究（步丹璐和狄灵瑜，2017；滕飞等，2020；李井林和蔡燕，2020）对企业规模、企业资产负债率、企业成长性、企业现金流量占比、第一大股东持股比例、股权制衡情况、两职合一、独立董事比例、上市年限、地区市场化进程、地区 GDP 水平等变量进行了控制。同时，本文还进一步控制了行业和年度虚拟变量。

上述模型中变量的度量方法如表 1 所示。本文利用固定效应模型进行分析，系数标准误为稳健标准误。

^① 在样本筛选中我们考虑特殊事件的影响（如汶川与玉树地震），剔除了 2008 年四川地区上市公司样本和 2010 年青海地区的上市公司样本以及金融类和数据缺失的样本。

^② 盈余管理程度依据 Dechow 等（1995）修正的横截面 Jones 模型进行计算。

^③ 现实中也有这种现象的大量报道，如证券日报（2013 年 3 月 20 日）报道：3.6 亿元补贴撑起 1650 万利润 银鸽投资（600069）2012 年巧借政府补贴“扭亏”。

表1 变量定义

变量	简写	定义
企业绩效	Performance	剔除企业盈余管理后的企业总资产收益率 (ROA)
捐赠与否	Donation ₀	虚拟变量, 当参与捐赠时为 1, 反之为 0
捐赠绝对水平	Donation ₁	捐赠金额加 1 的自然对数
捐赠相对水平*	Donation ₂	捐赠支出/营业收入×1000
政府补助与否	Subsidy ₀	虚拟变量, 当获得政府补助时为 1, 反之为 0
补助绝对水平	Subsidy ₁	补助金额加 1 的自然对数
补助相对水平	Subsidy ₂	政府补助/营业收入×1000
公司规模	Size	总资产的自然对数
资产负债率	Lev	企业负债/总资产
成长性	Growth	(本年营业收入 - 上年营业收入)/ 上年营业收入
现金流量占比	FCF	企业自由现金流/总资产
第一大股东持股比例	Frist	第一大股东持股数/公司总股数
股权制衡	Shrz	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
两职合一	Dual	虚拟变量, 董事长与总经理兼任时为 1, 反之为 0
独立董事比例	Ddrate	独立董事人数/董事会人数
上市年限	Stime	公司上市以来经过的时间
市场化进程	Score	市场化得分, 指数越大, 表示市场化程度越高
地区 GDP 水平	GDP	地区 GDP (单位: 千亿元)
年度	YEAR	虚拟变量, 样本所在年度取 1, 否则取 0
行业	IND	虚拟变量, 样本所在行业取 1, 否则取 0

注: 这里的相对水平是指捐赠金额在企业营业收入中的相对占比, 我们同样以企业捐赠的行业相对水平构造变量进行分析。具体来说, 以企业捐赠金额在行业捐赠均值中的占比作为解释变量进行假设检验, 回归结果基本一致。

五、实证结果及分析

(一) 描述性统计分析

表 2A 列示了亏损企业的行业分布情况, 可以看到, 亏损企业大部分出现在制造业企业中, 其他行业占比相对均匀。表 2B 列示了本文变量的描述性统计情况。可以看到, 在我国亏损的上市企业中有 57.6% 的比例参与了当年的捐赠。

在参与了捐赠的样本企业中, 捐赠支出的收入比达到近 0.04%, 反映了在我国当前水平下年度亏损上市公司的捐赠行为颇为积极。^① 同时在我国发生亏损的上市企业中有接近九成获取政府的补助收入, 表明企业在亏损状况下获得政府补助在我国当前背景下还是比较普遍, 并且从数据来看企业获取补助的数额远远大于捐赠的数额。

^① 这里, 我们对同时期非亏损企业的捐赠占比和捐赠收入比进行了统计, 发现平均而言, 样本期间内所有非亏损企业的捐赠占比为 71.6%, 捐赠收入比为 0.324%, 且均值 T 检验结果表明, 该数据相较于所有亏损企业的 57.6% 与 0.23% 均具有 1% 的显著性差异。我们认为这个结果是符合逻辑的, 相对来说, 非亏损企业具有更强的实力去捐赠, 捐赠金额也会多。但是我们通过回归分析, 检验了非亏损企业中捐赠行为的未来绩效提升作用, 通过对比亏损企业相应结果, 发现非亏损企业捐赠行为对未来绩效的影响要小于亏损企业。这在一定程度上说明了亏损企业捐赠行为的作用更强, 从侧面反映了亏损企业在无法盈利的情况下仍然进行捐赠的原因。

表 2A 样本亏损企业行业分布

行业名称	样本数量	占比 (%)
采掘业	46	3.50
传播与文化产业	23	1.75
电力、煤气及水的生产和供应业	68	5.18
房地产业	67	5.10
建筑业	39	2.97
交通运输、仓储业	33	2.51
农、林、牧、渔业	31	2.36
批发和零售贸易	62	4.72
社会服务业	66	5.03
信息技术业	113	8.61
制造业	746	56.82
综合类	19	1.45
合计	1313	100

表 2B 样本主要特征描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Panel A: 全样本					
Donation ₀	1313	0.576	0.494	0.000	1.000
Subsidy ₀	1313	0.874	0.332	0.000	1.000
Size	1313	20.810	1.775	16.922	25.105
ROA	1313	-0.077	0.075	-0.272	0.000
Lev	1313	0.626	0.248	0.055	1.204
Growth	1313	0.351	1.396	-0.830	11.478
FCF	1313	-0.012	0.134	-0.444	0.316
Frist	1313	0.327	0.148	0.090	0.750
Shrz	1313	0.148	0.279	0.010	2.090
Dual	1313	0.180	0.384	0.000	1.000
Ddrate	1313	0.371	0.056	0.200	0.667
Stime	1313	12.235	5.535	1.060	24.049
State	1313	0.568	0.496	0.000	1.000
Score	1313	7.135	1.736	2.418	10.553
GDP	1313	2.829	4.414	0.000	19.547
Panel B: 参与捐赠样本					
Donation ₁	756	11.835	2.111	4.615	16.497
Donation ₂	756	0.399	0.748	0.000*	3.816
Panel C: 获得政府补助样本					
Subsidy ₁	1148	15.612	1.833	10.897	19.901
Subsidy ₂	1148	10.879	16.795	0.007	96.954

注：* 表示由于保留小数点后三位导致此处显示结果为 0，其真实数值为 0.0000199。

(二) 假设的检验结果

为验证本文假设，我们就亏损企业捐赠对其未来绩效的影响进行了实证分析，并考察这种影响在国有产权企业与私有产权企业中的不同表现。回归结果如表 3A 至表 3C 所示。可以看到，在全样本中，是否参与捐赠 ($Donation_0$) 对企业未来绩效的影响随着时间的推移具有显著的提升作用，参与捐赠的企业未来绩效相对更好。有关捐赠绝对水平 ($Donation_1$) 与捐赠

相对水平 ($Donation_2$) 作为解释变量的结果与上文基本一致。本文假设 1 得到证据支持。同时分析分组回归结果发现，这种现象在私有产权亏损企业中仍然存在，而在国有产权亏损企业中并不存在。这一结论表明，相较而言，亏损企业捐赠行为对未来绩效的提升作用在私有产权企业中更大，揭示了私有产权企业在亏损状态下的捐赠行为确实发挥了作用。这证实了本文假设 2。

表 3A 是否参与捐赠和企业未来绩效的回归分析

变量	全样本			国有产权亏损企业			私有产权亏损企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Donation ₀	-0.003 (-0.22)	-0.014 (-1.01)	0.048 * (1.84)	0.026 (1.41)	-0.003 (-0.18)	-0.023 (-0.95)	-0.053 ** (-2.14)	0.050 (1.53)	0.141 *** (4.79)
Size	0.001 (0.17)	0.007 (0.69)	-0.026 ** (-2.39)	-0.037 ** (-2.12)	-0.051 *** (-5.73)	0.010 (0.37)	0.027 (1.14)	0.035 (1.63)	-0.140 *** (-3.98)
Lev	-0.056 (-0.90)	0.004 (0.06)	0.091 (0.89)	-0.044 (-0.52)	-0.026 (-0.39)	0.139 (1.03)	-0.011 (-0.08)	0.011 (0.10)	-0.063 (-0.40)
Growth	0.004 (0.88)	0.008 * (1.96)	-0.007 (-1.62)	0.015 ** (2.18)	0.010 (1.65)	-0.007 ** (-2.59)	-0.014 ** (-2.10)	0.013 (0.93)	-0.008 (-0.35)
FCF	-0.029 (-0.44)	-0.013 (-0.44)	-0.202 *** (-2.68)	-0.000 (-0.00)	0.085 (1.11)	-0.228 *** (-7.90)	-0.068 (-0.76)	-0.086 (-0.82)	-0.179 (-0.96)
Frist	-0.050 (-0.36)	0.173 (1.07)	0.261 ** (2.56)	-0.186 (-1.17)	-0.108 (-0.63)	0.064 (0.22)	0.381 *** (2.64)	0.079 (0.29)	1.425 *** (5.44)
Shrz	0.022 (0.32)	-0.083 (-1.20)	0.011 (0.23)	0.033 (0.47)	-0.092 (-1.52)	0.015 (0.32)	-0.139 *** (-3.51)	-0.079 (-0.75)	-0.093 (-1.13)
Dual	0.015 (0.97)	0.046 ** (2.17)	0.078 *** (4.13)	0.012 (0.44)	-0.012 (-0.46)	0.007 (0.30)	-0.057 (-0.98)	0.116 *** (3.89)	0.199 *** (6.49)
Ddrate	0.600 *** (4.23)	0.064 (0.66)	0.098 (0.62)	0.940 *** (3.36)	-0.043 (-0.43)	0.287 (1.02)	0.548 *** (2.86)	-0.004 (-0.01)	0.510 ** (2.21)
Stime	0.035 ** (2.47)	0.054 *** (16.10)	-0.080 *** (-11.03)	0.005 (0.32)	0.023 ** (2.30)	-0.098 *** (-9.91)	0.078 *** (4.43)	0.136 *** (18.74)	-0.015 (-1.27)
Score	0.014 (1.23)	-0.005 (-0.34)	-0.030 * (-1.88)	0.046 *** (2.69)	-0.072 *** (-16.92)	-0.023 (-0.92)	-0.036 (-0.71)	0.117 *** (3.20)	0.107 ** (2.21)

续表

变量	全样本			国有产权亏损企业			私有产权亏损企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
GDP	-0.013 *** (-2.80)	0.013 ** (2.24)	0.008 (0.80)	-0.028 *** (-4.89)	-0.015 *** (-2.68)	0.027 ** (2.26)	0.003 (0.39)	0.023 ** (2.10)	-0.006 (-0.62)
Cons	-0.544 ** (-2.43)	-0.645 *** (-3.52)	1.258 *** (4.51)	0.230 (0.51)	1.441 *** (8.74)	0.692 (1.26)	-1.034 *** (-2.64)	-2.521 *** (-7.27)	1.562 *** (3.07)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1313.000	1118.000	862.000	746.000	655.000	520.000	567.000	463.000	342.000
R ²	0.034	0.056	0.083	0.090	0.073	0.097	0.087	0.160	0.185
F	196.465	211.963	118.436	31.733	35.778	1087.741	255.205	234.974	15.657

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平，以下各表同。

表 3B 捐赠绝对水平和企业未来绩效的回归分析

变量	全样本			国有产权亏损企业			私有产权亏损企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Donation _t	-0.001 (-0.41)	-0.001 (-1.27)	0.004 * (1.78)	0.002 (0.88)	-0.000 (-0.01)	-0.003 (-1.17)	-0.005 *** (-2.69)	0.005 * (1.72)	0.012 *** (4.73)
Size	0.002 (0.21)	0.007 (0.72)	-0.027 ** (-2.41)	-0.036 ** (-2.15)	-0.052 *** (-5.72)	0.010 (0.39)	0.028 (1.19)	0.035 (1.62)	-0.142 *** (-4.07)
Lev	-0.056 (-0.90)	0.003 (0.04)	0.094 (0.94)	-0.039 (-0.47)	-0.027 (-0.41)	0.139 (1.04)	-0.012 (-0.09)	0.010 (0.08)	-0.068 (-0.43)
Growth	0.004 (0.88)	0.008 ** (1.97)	-0.008 * (-1.65)	0.015 ** (2.17)	0.010 (1.65)	-0.007 *** (-2.68)	-0.014 ** (-2.08)	0.013 (0.91)	-0.010 (-0.40)
FCF	-0.028 (-0.43)	-0.012 (-0.41)	-0.203 *** (-2.70)	0.001 (0.01)	0.084 (1.10)	-0.226 *** (-7.70)	-0.065 (-0.74)	-0.089 (-0.83)	-0.190 (-1.04)
Frist	-0.050 (-0.36)	0.172 (1.07)	0.256 ** (2.44)	-0.190 (-1.20)	-0.106 (-0.62)	0.063 (0.22)	0.388 *** (2.68)	0.083 (0.31)	1.404 *** (5.23)
Shrz	0.022 (0.32)	-0.083 (-1.19)	0.011 (0.23)	0.031 (0.45)	-0.092 (-1.51)	0.014 (0.30)	-0.141 *** (-3.64)	-0.082 (-0.81)	-0.086 (-1.07)
Dual	0.016 (0.96)	0.046 ** (2.19)	0.078 *** (4.18)	0.013 (0.45)	-0.013 (-0.48)	0.007 (0.31)	-0.056 (-0.94)	0.115 *** (3.98)	0.194 *** (6.64)
Ddrate	0.602 *** (4.17)	0.065 (0.68)	0.095 (0.61)	0.940 *** (3.31)	-0.043 (-0.43)	0.290 (1.03)	0.551 *** (2.89)	-0.008 (-0.03)	0.523 ** (2.39)

续表

变量	全样本			国有产权亏损企业			私有产权亏损企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Stime	0.034 ** (2.19)	0.053 *** (16.77)	-0.079 *** (-10.96)	0.006 (0.32)	0.024 ** (2.37)	-0.101 *** (-8.63)	0.075 *** (4.38)	0.139 *** (19.62)	-0.011 (-1.19)
Score	0.014 (1.22)	-0.005 (-0.33)	-0.031 ** (-1.97)	0.046 *** (2.65)	-0.072 *** (-16.18)	-0.021 (-0.88)	-0.038 (-0.73)	0.118 *** (3.15)	0.109 ** (2.25)
GDP	-0.013 *** (-2.79)	0.013 ** (2.24)	0.008 (0.81)	-0.028 *** (-4.86)	-0.015 *** (-2.69)	0.027 ** (2.28)	0.003 (0.38)	0.023 ** (2.10)	-0.007 (-0.72)
Cons	-0.537 ** (-2.37)	-0.639 *** (-3.52)	1.258 *** (4.48)	0.224 (0.48)	1.439 *** (8.79)	0.707 (1.27)	-1.020 *** (-2.66)	-2.535 *** (-7.30)	1.555 *** (3.06)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1313.000	1118.000	862.000	746.000	655.000	520.000	567.000	463.000	342.000
R ²	0.034	0.056	0.082	0.089	0.073	0.098	0.087	0.160	0.181
F	117.985	77.272	133.713	36.860	62.184	194.532	323.323	159.825	14.427

表 3C 捐赠相对水平和企业未来绩效的回归分析

变量	全样本			国有产权亏损企业			私有产权亏损企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Donation ₂	-0.015 *** (-3.67)	-0.000 (-0.03)	0.068 *** (5.09)	0.022 (1.19)	-0.022 (-1.36)	0.018 (0.80)	-0.032 *** (-3.27)	0.027 (1.31)	0.094 *** (5.54)
Size	-0.001 (-0.06)	0.005 (0.51)	-0.013 (-1.09)	-0.034 * (-1.90)	-0.053 *** (-6.04)	0.010 (0.36)	0.015 (0.63)	0.044 * (1.91)	-0.102 *** (-3.09)
Lev	-0.060 (-0.94)	0.001 (0.02)	0.105 (1.10)	-0.030 (-0.34)	-0.029 (-0.43)	0.130 (0.99)	-0.021 (-0.15)	0.010 (0.09)	-0.083 (-0.50)
Growth	0.004 (0.85)	0.009 ** (1.99)	-0.008 * (-1.66)	0.015 ** (2.23)	0.010 (1.53)	-0.007 *** (-2.83)	-0.013 ** (-1.98)	0.012 (0.83)	-0.015 (-0.59)
FCF	-0.025 (-0.38)	-0.014 (-0.49)	-0.213 *** (-3.11)	0.005 (0.07)	0.085 (1.19)	-0.233 *** (-8.28)	-0.051 (-0.58)	-0.101 (-0.90)	-0.231 (-1.31)
Frist	-0.047 (-0.34)	0.174 (1.06)	0.249 ** (2.36)	-0.208 (-1.34)	-0.096 (-0.53)	0.058 (0.18)	0.376 ** (2.35)	0.112 (0.40)	1.613 *** (6.25)
Shrz	0.021 (0.31)	-0.083 (-1.19)	0.014 (0.29)	0.031 (0.44)	-0.093 (-1.50)	0.019 (0.41)	-0.145 *** (-3.37)	-0.082 (-0.76)	-0.140 (-1.55)

续表

变量	全样本			国有产权亏损企业			私有产权亏损企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dual	0.016 (1.05)	0.046** (2.14)	0.070*** (3.91)	0.015 (0.55)	-0.013 (-0.53)	0.005 (0.26)	-0.048 (-0.84)	0.103*** (3.55)	0.145*** (6.58)
Ddrate	0.596*** (4.33)	0.057 (0.55)	0.095 (0.56)	0.948*** (3.26)	-0.048 (-0.45)	0.288 (1.11)	0.523*** (2.71)	0.027 (0.08)	0.672*** (3.16)
Stime	0.031*** (2.67)	0.057*** (15.96)	-0.075*** (-23.78)	0.007 (0.41)	0.018 (1.26)	-0.092*** (-7.29)	0.085*** (11.86)	0.125*** (13.55)	-0.037*** (-3.17)
Score	0.013 (1.00)	-0.004 (-0.35)	-0.023 (-1.29)	0.048*** (3.13)	-0.073*** (-15.60)	-0.023 (-0.87)	-0.038 (-0.63)	0.116*** (2.76)	0.108** (2.22)
GDP	-0.013*** (-2.71)	0.013** (2.32)	0.007 (0.76)	-0.028*** (-5.10)	-0.015*** (-2.65)	0.024* (1.91)	0.004 (0.49)	0.021** (2.02)	-0.011 (-1.26)
Cons	-0.454** (-2.08)	-0.657*** (-3.25)	0.902*** (2.90)	0.156 (0.33)	1.531*** (11.07)	0.619 (1.09)	-0.844** (-2.03)	-2.608*** (-6.22)	0.943* (1.97)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1313.000	1118.000	862.000	746.000	655.000	520.000	567.000	463.000	342.000
R ²	0.035	0.056	0.096	0.090	0.074	0.096	0.086	0.158	0.185
F	245.247	73.939	252.446	60.697	38.676	413.732	140.297	288.693	35.232

那么，为什么私有产权亏损企业捐赠行为能够提升其未来绩效，国有产权企业与私有产权企业之间的绩效提升作用差异产生的内在机理是什么？我们下面将进行进一步研究。

（三）亏损企业捐赠行为对未来绩效的提升作用：机制检验

经上文的分析，发现在亏损私有产权企业中，捐赠意愿与捐赠水平不同的企业在未来的经营绩效上存在差异，参与捐赠以及捐赠水平高的亏损企业绩效优于未参与捐赠及捐赠水平低的亏损企业，而这种现象在国有产权亏损企业中并不存在，这其中的内在机理是什么？前

文的理论分析认为捐赠行为密切了企业与政府之间的联系，而在中国转轨经济背景下企业通过与政府之间的密切联系，可以获得更多政府控制下的稀缺资源，从而提升企业未来的绩效。对于发展处于困境中的亏损企业而言，最希望获得的政府资源可能会是补助之类的直接资源。图1是样本公司2008~2016年对外捐赠与获取的政府补助收入的变化趋势对比图，从图中可以看出，我国亏损企业从政府获得补助的情况比较普遍（平均水平约为2067万元），并且从总体上来看，亏损企业捐赠支出越多，则当年亏损企业获取的政府补助也相对较多。

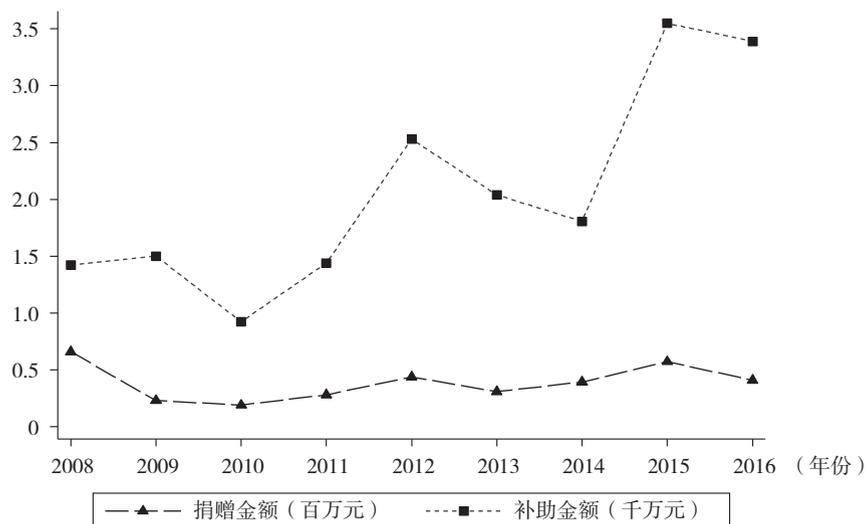


图1 亏损企业捐赠与政府补助收入变化趋势对比

当然这是非常直观的比较，更多的证据需要通过实证检验提供。考虑亏损企业的捐赠与政府补助之间可能存在内生性问题，一方面，亏损企业捐赠越多，企业越有可能赢得政府（官员）的好感，密切与政府（官员）之间的联系，从而获得更多的补助资源；另一方面，企业获得政府补助越多，基于互惠交换原则可能会进行更多捐赠。因此本文参考 Ma 等（2019）、罗喜英和刘伟（2019）的思路选择本地区同行业捐赠均值作为工具变量进行回归。选择该变量作为工具变量的原因在于，企业捐赠中存在同群效应，

本地区同行业的企业捐赠水平会显著影响企业自身捐赠水平（李四海和江新峰，2020），而本企业的政府补助获取水平更多基于企业自身特征决定，与其他企业捐赠水平关系较小。数据回归的结果如表4所示，从表4中我们可以发现企业捐赠意愿（ $Donation_0$ ）、捐赠水平（ $Donation_1$ 、 $Donation_2$ ）^① 对企业政府补助的获取以及补助的获取水平具有显著的正向影响，即企业通过捐赠行为密切与政府之间的联系，确实获取了更多的政府资源（补助），捐赠行为具有明显的政企纽带效应。

表4 亏损企业捐赠支出与政府补助关系的实证证据

变量	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂
	(1)	(2)	(3)
Donation ₀	2.008 *** (5.69)		
Donation ₁		0.137 *** (2.62)	

① 在本文实证分析中，根据因变量数据特征，当因变量为是否参与捐赠（ $Donation_0$ ）与是否获得补助（ $Subsidy_0$ ）虚拟变量时，我们采用 LOGIT 模型进行回归分析；当因变量为捐赠额加1的自然对数（ $Donation_1$ ）、捐赠支出收入比（ $Donation_2$ ）以及补助额加1的自然对数（ $Subsidy_1$ ）、补助收入比（ $Subsidy_2$ ）时，我们采用 TOBIT 模型进行回归分析。

续表

变量	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂
	(1)	(2)	(3)
Donation ₂			4.030* (1.96)
Size	0.055 (0.35)	1.565*** (10.84)	-1.183*** (-2.97)
ROA	-0.179 (-0.75)	-1.062 (-1.03)	0.369 (0.10)
Lev	0.030 (0.17)	-1.277* (-1.75)	-0.013 (-0.00)
Growth	-0.016 (-0.32)	-0.472*** (-3.37)	-0.898** (-2.06)
FCF	-0.355 (-1.12)	-0.027 (-0.02)	-0.179 (-0.04)
Frist	0.744* (1.89)	-0.076 (-0.07)	-2.603 (-0.64)
Shrz	0.162 (0.67)	0.014 (0.02)	-0.503 (-0.34)
Dual	-0.259 (-1.56)	-1.348*** (-3.40)	-2.874** (-2.12)
Ddrate	0.802 (0.98)	0.806 (0.36)	-2.590 (-0.29)
Stime	-0.019 (-0.83)	-0.142*** (-5.36)	-0.258** (-2.51)
Score	-0.012 (-0.46)	-0.018 (-0.25)	-0.226 (-0.78)
GDP	-0.011 (-0.71)	-0.075** (-2.28)	-0.152 (-1.21)
Cons	-2.493 (-1.02)	-19.495*** (-6.94)	35.643*** (4.00)
YEAR	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES
N	1291.000*	1313.000	1313.000
Chi ²	1047.529	547.984	155.818

注：此处样本减少是由于样本数据特征所致。由于被解释变量企业是否获得补助为虚拟变量，本文利用logit模型进行分析，同时控制了年度、行业虚拟变量。当某个行业、年度虚拟变量取1时，若被解释变量的所有样本值全部为1或0，则无法估计回归参数，此时软件会自动将这个被解释变量全部取1或0时对应的样本删除。下表中以虚拟变量作为被解释变量回归时样本减少的原因相同。

前文的理论分析认为，亏损企业捐赠行为对未来绩效具有提升作用是由于捐赠行为密切了企业与政府之间的联系，而凭借这种联系，

企业能够获得政府更多的基于稀缺资源给予的帮助（政府补助），从而使其更容易脱离困境、提升绩效，上面的实证检验结果也支持了这样

的理论分析。那么对于另外一个问题，为什么亏损企业捐赠行为对未来绩效的提升作用在国有产权企业中不存在？理论分析认为国有产权企业的终极控制人为政府，其可以理所当然地获得更多政府控制下的稀缺资源，而捐赠行为并不能如私有产权企业那样具有明显的政企纽带效应，因此国有产权企业捐赠行为对未来绩效的提升作用与私有产权亏损企业有着明显的不同。这种理论分析是否能够成立，需要对样本进行检验。我们将全样本根据产权性质的差异分为国有产权企业组和私有产权企业组，分别观察企业捐赠行为对政府补助获取的影响。检验结果如表5所示，可以看到，私有产权组中亏损企业的捐赠行为（意愿与水平）对政府补助获取（是否获取与获取水平）具有显著的正向影响；但是在国有产权组中，亏损企业的捐赠行为对企业政府补助获取水平变量并不存在显著的影响，这反映出国有产权亏损企业并

没有因为更高水平的捐赠而获取更多的政府补助。这一研究结论与张敏等（2013）的研究存在差异，他们以全部样本的研究发现国有产权企业慈善捐赠有助于其获得更多的政府补贴，这种差异化结论的对比可能更进一步反映了选择合适场景进行研究的重要性。在国有产权企业面临亏损退市的压力时，具有“父爱主义”的政府也会就如何帮助企业扭亏绞尽脑汁，此时的“扶持之手”并不会因为企业的捐赠行为而存在差异。一方面国有产权亏损企业的捐赠可能是政府干预的结果；另一方面企业获得更多补助是政府“父爱主义”的支持，捐赠行为并不会如私有产权企业那样具有明显的政企纽带效应，因此捐赠行为与补助之间并不会存在显著的关系。这种研究结论进一步拓展了张敏等（2013）的研究发现，企业捐赠具有政企纽带效应，但是存在其他的纽带会对它产生替代作用，如产权纽带。

表5 亏损企业捐赠行为与政府补助：基于产权性质的分析

变量	国有产权企业			私有产权企业		
	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Donation ₀	0.253 (0.66)			1.885* (1.89)		
Donation ₁		0.027 (0.49)			0.352*** (3.23)	
Donation ₂			-0.458 (-0.13)			7.211*** (2.65)
Size	0.349*** (3.78)	1.293*** (8.44)	-2.105*** (-4.01)	0.153 (0.44)	1.595*** (5.23)	-0.471 (-0.67)
ROA	0.119 (0.25)	0.148 (0.11)	-2.615 (-0.57)	-0.405 (-0.80)	-2.321 (-1.43)	1.396 (0.23)
Lev	-0.117 (-0.29)	-0.529 (-0.60)	1.929 (0.58)	-0.250 (-0.91)	-2.780** (-2.40)	-2.775 (-0.65)

续表

变量	国有产权企业			私有产权企业		
	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Growth	-0.168*** (-4.06)	-0.550*** (-3.38)	-1.205*** (-2.62)	-0.004 (-0.06)	-0.276 (-1.21)	-0.368 (-0.45)
FCF	-0.002 (-0.00)	0.890 (0.57)	4.918 (0.82)	-0.037 (-0.07)	0.251 (0.12)	-2.620 (-0.35)
Frist	-1.173 (-1.46)	-3.567*** (-2.61)	-13.032*** (-2.76)	1.071 (1.06)	0.651 (0.35)	3.526 (0.51)
Shrz	-0.131 (-0.32)	-0.140 (-0.20)	-0.571 (-0.35)	0.256 (0.42)	0.945 (0.71)	1.037 (0.25)
Dual	-0.959*** (-3.79)	-1.893*** (-2.83)	-2.187 (-1.11)	-0.240 (-1.04)	-1.113** (-2.14)	-2.961 (-1.52)
Ddrate	1.201 (0.48)	1.762 (0.62)	18.944 (1.50)	0.993 (0.63)	1.097 (0.30)	-21.702 (-1.50)
Stime	-0.021 (-0.89)	-0.077** (-2.52)	-0.194 (-1.53)	-0.049 (-0.98)	-0.220*** (-4.23)	-0.460** (-2.56)
Score	-0.009 (-0.17)	0.073 (0.90)	0.162 (0.45)	-0.009 (-0.17)	-0.233 (-1.53)	-1.013* (-1.92)
GDP	-0.040 (-1.34)	-0.024 (-0.55)	-0.047 (-0.28)	-0.013 (-0.44)	-0.042 (-0.87)	-0.099 (-0.58)
Cons	-6.106*** (-2.71)	-12.879*** (-3.73)	52.139*** (4.43)	2.015 (0.30)	-21.362*** (-3.78)	25.219 (1.63)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	637.000	746.000	746.000	560.000	567.000	567.000
Chi ²	130.473	887.614	316.901	764.421	352.374	121.672

(四) 稳健性检验

1. 亏损企业捐赠行为对未来绩效的提升作用：样本选择偏误的检验

以上分析所得出的结论可能会存在偏误，参与捐赠的企业可能就是那些当年盈利能力较好的亏损企业，而当年的盈利能力与未来三年的盈利能力具有很强的相关性，从而出现选择捐赠的企业本来就是当年以及未来盈利能力相

对较好企业的情形。为此我们对企业当年绩效与捐赠行为关系（意愿与水平）进行了回归分析，分析的结果如表6所示。我们发现当期的企业绩效（ROA）对企业的捐赠意愿、捐赠水平均未产生显著影响，避免了私有产权企业组中捐赠行为对未来绩效的提升作用存在样本自选择问题的可能。

表 6 企业当期绩效与捐赠行为关系实证证据

变量	国有产权亏损企业			私有产权亏损企业		
	Donation ₀	Donation ₁	Donation ₂	Donation ₀	Donation ₁	Donation ₂
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROA	0.431 (0.70)	2.059 (0.83)	-0.017 (-0.10)	-0.267 (-0.44)	-0.574 (-0.23)	-0.297 (-0.90)
Size	0.454 *** (6.85)	2.344 *** (9.42)	0.033 * (1.94)	0.644 *** (7.20)	2.985 *** (8.70)	0.125 *** (2.76)
Lev	-0.635 (-1.57)	-3.837 ** (-2.31)	-0.244 ** (-2.12)	0.269 (0.64)	0.413 (0.24)	-0.406 * (-1.74)
Growth	-0.107 * (-1.66)	-0.445 * (-1.65)	-0.040 ** (-2.02)	-0.185 ** (-2.08)	-0.947 ** (-2.47)	-0.130 ** (-2.48)
FCF	1.119 (1.49)	5.349 * (1.73)	0.209 (0.97)	-0.006 (-0.01)	0.655 (0.20)	0.154 (0.35)
Frist	-1.785 ** (-2.44)	-8.843 *** (-3.12)	-0.515 *** (-2.61)	-0.238 (-0.24)	-0.201 (-0.05)	0.028 (0.05)
Shrz	-0.632 ** (-2.15)	-2.784 ** (-2.28)	-0.113 (-1.30)	0.325 (0.43)	-0.308 (-0.12)	-0.083 (-0.24)
Dual	-0.148 (-0.52)	-0.456 (-0.41)	-0.032 (-0.42)	-0.061 (-0.26)	-0.119 (-0.13)	0.041 (0.33)
Ddrate	-2.258 (-1.39)	-8.115 (-1.27)	-0.410 (-0.92)	1.004 (0.59)	6.048 (0.89)	1.602 * (1.78)
Stime	-0.021 (-1.07)	-0.089 (-1.12)	-0.003 (-0.61)	-0.055 *** (-2.62)	-0.253 *** (-2.95)	-0.038 *** (-3.32)
Score	-0.034 (-0.61)	-0.275 (-1.29)	-0.023 (-1.57)	0.034 (0.46)	0.103 (0.36)	-0.021 (-0.54)
GDP	-0.023 (-0.95)	-0.096 (-0.98)	-0.008 (-1.13)	-0.048 ** (-2.29)	-0.215 ** (-2.48)	-0.015 (-1.32)
Cons	-3.959 ** (-2.24)	-24.695 *** (-4.18)	0.556 (1.37)	-11.555 *** (-5.65)	-51.187 *** (-6.48)	-1.829 * (-1.75)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	719.000	746.000	746.000	567.000	567.000	567.000
R ²	0.143	0.053	0.106	0.193	0.064	0.062
Chi ²	140.378	198.235	129.656	150.400	175.565	83.240

2. 亏损企业捐赠行为对未来绩效提升作用的内在机理检验：滞后一期数据分析

在上面的分析中捐赠支出与政府补助收入采用的是同期数据，企业通过捐赠行为密切与政府之间的联系，不仅会在当期获取更多政府资源（补助），同样可能对以后年度获取更多的政府资源具有正向影响。为此我们考察了上一年的捐赠行为（意愿与水平）对当年政府补助收入的影响，这种方法同样可以避免内生性问题。回归结果如表7所示，在表7中我们同样发现亏损企业捐赠意愿（Donation₀）与捐赠水平（Donation₁）变量对下一年度的政府补助收入具有显著的正向影响。这表明企业通过捐赠行为密切政府联系后，不仅会对当年政府资源（补助）的获取具有正向影响，同样对以后年度政府资源（补助）的获取具有帮助。

响，这种方法同样可以避免内生性问题。回归结果如表7所示，在表7中我们同样发现亏损企业捐赠意愿（Donation₀）与捐赠水平（Donation₁）变量对下一年度的政府补助收入具有显著的正向影响。这表明企业通过捐赠行为密切政府联系后，不仅会对当年政府资源（补助）的获取具有正向影响，同样对以后年度政府资源（补助）的获取具有帮助。

表7 亏损企业捐赠支出与政府补助关系：滞后一期考察

变量	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂
	(1)	(2)	(3)
Donation _{0t-1}	0.720*** (2.89)		
Donation _{1t-1}		0.087*** (3.64)	
Donation _{2t-1}			1.009 (1.03)
Size	0.801*** (8.60)	1.670*** (16.67)	-1.117*** (-3.24)
ROA	-0.659 (-1.09)	-1.067 (-1.24)	-1.256 (-0.40)
Lev	-0.321 (-0.75)	-1.388** (-2.35)	-1.093 (-0.51)
Growth	-0.202*** (-3.31)	-0.480*** (-4.75)	-0.969** (-2.55)
FCF	-0.141 (-0.18)	0.266 (0.24)	1.674 (0.42)
Frist	1.804 (1.58)	-0.187 (-0.16)	-3.352 (-0.81)
Shrz	-0.287 (-0.49)	-0.121 (-0.22)	-0.682 (-0.35)
Dual	-0.800*** (-2.82)	-1.413*** (-3.93)	-3.287** (-2.52)
Ddrate	2.768 (1.18)	1.457 (0.62)	1.723 (0.20)
Stime	-0.090*** (-3.19)	-0.149*** (-5.40)	-0.287*** (-2.88)

续表

变量	Subsidy ₀	Subsidy ₁	Subsidy ₂
	(1)	(2)	(3)
Score	-0.028 (-0.34)	-0.022 (-0.25)	-0.211 (-0.68)
GDP	-0.045 (-1.44)	-0.084 *** (-2.60)	-0.167 (-1.43)
Cons	-15.058 *** (-6.17)	-21.046 *** (-9.04)	36.304 *** (4.34)
YEAR	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES
N	1266.000	1288.000	1288.000
R ²	0.434	0.100	0.017
Chi ²	425.678	778.908	170.618

此外我们还进一步考虑了因为捐赠而致使企业亏损的情况^①，结果发现企业的捐赠行为（意愿与水平）对政府补助的获取具有显著正向影响。同时，考虑企业存在多种利益相关者，亏损企业的慷慨捐赠行为，可能带来利益相关者之间的利益冲突，本文参考 Wang 等（2020）的研究分析了员工是否得到公平对待场景下亏损企业捐赠行为的未来绩效提升作用问题，首先构造员工薪酬公平变量，将其作为控制变量放入主回归中，结果表明，本文结论未发生根本性改变。其次以其均值为基础将全样本划分为高低员工薪酬公平组，对国有亏损企业样本与私有亏损企业样本分别进行分组回归，结果表明，在国有亏损企业样本中，不论员工是否受到公平对待，企业捐赠均不影响其未来绩效；在私有亏损企业样本中，不论员工是否受到公平对待，企业捐赠均能够提升其未来绩效，本文研究结论也未发生根本性改变。这些结果在

一定程度上表明，在本文分析框架下，利益相关者之间的利益冲突不是亏损企业捐赠未来绩效提升作用的主要影响因素。

（五）进一步研究与分析

1. 私有产权亏损企业捐赠行为未来绩效提升作用的边界条件分析

（1）基于资源获取视角。

企业捐赠行为资源获取效应的政企纽带异质性分析。表5的回归结果表明，私有产权亏损企业通过捐赠行为密切、提升政府联系获取了更多的政府资源（补助），我们将捐赠意愿、水平对政府资源获取的促进作用称为非市场路径下企业捐赠行为的政府资源获取效应。捐赠行为能够密切、提升政府联系从而获得更多的政府稀缺资源，那么对那些已经建立了政治联系的企业而言，这种效应是否会发生变化？现有研究文献指出，企业可以凭借政治联系获取更多的稀缺资源，本文认为，若已经建立政治

^① 我们经过对样本的筛选，发现样本中仅存在一家企业因为捐赠支出而致其亏损，反映出上市企业并不会去捐赠而使企业陷入亏损导致市场负面反应。

关联的企业通过捐赠行为来密切政府联系，其获取政府资源的边际效用会小于那些正试图通过捐赠行为建立政治联系的企业，也即尚未与政府建立政治联系的企业可以通过捐赠行为获得的边际效用大于已经具有政治联系的企业，捐赠对于正试图密切政府联系的企业更为重要。因此我们认为企业已具有的政治联系会影响捐赠行为（意愿、水平）的政府补助获取效应。这里，本文参考前期研究文献（罗党论和刘晓龙，2009；贾明和张喆，2010；李四海，2012），以上市公司的董事长或 CEO 是否曾经或正在人大、政协和政府机关任职来定义上市公司是否具

有政治联系，进行了有关政治关联对捐赠行为政府资源效应影响的研究。研究结果发现（见表 8），在具有政治关联分组中，私有产权亏损企业的捐赠行为对政府补助的获取并不具有显著影响；而在尚未建立政治关联分组中，私有产权亏损企业的捐赠行为对政府补助的获取具有显著正向影响。这表明私有产权亏损企业已具有的政治联系会显著降低捐赠行为的政府补助效应，即正试图建立政治联系的私有产权亏损企业捐赠行为对政府资源（补助）获取的边际效用显著大于已具有政治联系的企业。政企联系是亏损企业捐赠未来绩效提升作用的一个边界条件。

表 8 私有产权亏损企业捐赠支出与政府补助：政治关联调节效应

变量	政治关联企业			非政治关联企业		
	Subsidy ₁					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Donation ₀	2.083 (1.33)			1.676** (2.48)		
Donation ₁		0.166 (1.34)			0.315** (2.34)	
Donation ₂			-0.268 (-0.30)			2.038** (2.10)
Size	1.340*** (3.77)	1.327*** (3.70)	1.508*** (4.41)	2.087*** (8.40)	1.780*** (5.51)	2.333*** (9.69)
ROA	0.197 (0.08)	0.084 (0.04)	-0.794 (-0.34)	-4.668*** (-2.71)	-4.608*** (-2.65)	-4.330** (-2.46)
Lev	1.967 (1.09)	1.822 (1.02)	1.646 (0.92)	-3.784*** (-3.22)	-3.961*** (-3.31)	-3.110*** (-2.58)
Growth	-0.122 (-0.51)	-0.134 (-0.57)	-0.206 (-0.89)	-0.483** (-2.00)	-0.439* (-1.78)	-0.431* (-1.72)
FCF	-3.974 (-1.08)	-4.017 (-1.09)	-2.110 (-0.57)	1.320 (0.57)	2.270 (0.93)	1.743 (0.72)
Frist	4.354 (1.58)	4.134 (1.52)	3.762 (1.38)	1.115 (0.35)	0.988 (0.31)	1.301 (0.40)
Shrz	-1.906 (-0.81)	-1.730 (-0.74)	-2.013 (-0.85)	1.334 (0.73)	1.290 (0.70)	1.154 (0.62)

续表

变量	政治关联企业			非政治关联企业		
	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Dual	-1.729 ** (-2.25)	-1.733 ** (-2.26)	-1.557 ** (-2.00)	-0.968 (-1.38)	-0.781 (-1.09)	-0.957 (-1.33)
Ddtrate	1.636 (0.29)	0.421 (0.08)	0.508 (0.08)	1.164 (0.22)	1.215 (0.23)	3.314 (0.61)
Stime	-0.192 *** (-2.90)	-0.186 *** (-2.83)	-0.193 *** (-2.82)	-0.217 *** (-3.24)	-0.181 ** (-2.48)	-0.204 *** (-2.88)
Score	-0.264 (-1.14)	-0.255 (-1.10)	-0.293 (-1.26)	-0.299 (-1.37)	-0.358 (-1.60)	-0.286 (-1.28)
GDP	-0.057 (-0.75)	-0.060 (-0.79)	-0.070 (-0.93)	-0.156 ** (-2.39)	-0.118 * (-1.70)	-0.173 *** (-2.62)
Cons	-16.587 ** (-2.45)	-15.845 ** (-2.31)	-17.109 ** (-2.42)	-29.022 *** (-4.79)	-24.621 *** (-3.64)	-35.302 *** (-5.61)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	164.000	164.000	164.000	360.000	360.000	360.000
Chi ²	222.807	224.351	220.773	333.307	327.587	320.655

根据上面的结论,企业发现资源投入的边际贡献率越来越低时会减少该种资源的投入,那么对于私有产权亏损企业的捐赠对政府资源获取的边际效应的降低是否会导致其捐赠投入减少的问题,我们根据数据分析的结果发现已具有政治联系的私有产权亏损企业并没有减少捐赠投入^①。原因在于,一方面,政治联系的建立并不是一劳永逸,存在可能流失的风险,需要不断地维护与提升;另一方面,如 Fan 等(2007)和 Boubakri 等(2008)指出,企业的政治联系可能是民营化进程中政府对企业持续干预的一种手段,私有产权企业“后天”所具有的政治联系特征使其更容易受到“政府干预”,从而履行更多的社会责任,

其中的“捐赠摊派”可能就是具有政治联系民营企业受到“政府干预”的一种具体体现(杜兴强等,2010)。

企业捐赠行为资源获取效应的地区上市公司数量异质性分析。企业资源获取不仅取决于企业自身行为,同样取决于资源掌控方的态度。而在不同条件下,资源掌控方对于企业捐赠行为的反应存在差异。这里以地区上市公司数量作为场景进行分析。当地区上市公司数量较多时,资源掌控方(地方政府)可供分配资源数量一定的条件下,不同企业之间存在关于资源获取的竞争,而进行了慈善捐赠的企业此时更好地拉近了与地方政府之间的联系,由此可以

① 回归结果未在文章中报告,可根据需要提供,这一结论其实在之前的研究文献中已经证实,如梁建等(2010)、贾明和张喆(2010)等的研究。

在政府进行资源分配时获得更多偏袒。表现是，在上市公司数量较多的地区，亏损企业捐赠行为的资源获取效应存在；而当地区上市公司数量较少时，给定地方政府扶持上市公司发展的动机，亏损企业本就更容易获取补助支持，由此基于捐赠活动的资源获取效应相对更弱。对此我们进行了实证检验，以省级层面地方上市公司数量中位数为分组依据进行的分组回归的

结果列示于表9，从中可以看到，亏损企业捐赠变量与政府补助获取之间的正相关关系在高上市公司数量组中更为显著，说明企业捐赠的补助获取效应存在地区上市公司数量维度的作用边界。为保证结论稳健性，我们同样以市级层面地区上市公司数量作为分组依据进行了分组检验，研究结论未发生改变。

表9 私有产权亏损企业捐赠支出与政府补助：省级层面上市公司数量调节效应

变量	高上市公司数量组			低上市公司数量组		
	Subsidy ₁					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Donation ₀	6.709*** (2.75)			1.650 (1.30)		
Donation ₁		0.537*** (2.78)			0.140 (1.30)	
Donation ₂			6.479** (2.36)			1.544 (1.32)
Size	0.961*** (2.65)	0.866** (2.29)	1.843*** (5.15)	2.306*** (7.77)	2.286*** (7.50)	2.607*** (9.73)
ROA	-1.974 (-1.08)	-1.929 (-1.07)	0.436 (0.18)	-1.627 (-0.78)	-1.694 (-0.82)	-1.835 (-0.87)
Lev	-1.102 (-0.80)	-0.892 (-0.66)	1.305 (0.72)	-3.406** (-2.40)	-3.405** (-2.40)	-3.020** (-2.07)
Growth	-0.142 (-0.41)	-0.153 (-0.45)	0.127 (0.29)	-0.408** (-2.03)	-0.415** (-2.07)	-0.397* (-1.95)
FCF	-2.291 (-0.82)	-2.288 (-0.83)	-1.279 (-0.39)	1.491 (0.58)	1.505 (0.59)	1.015 (0.39)
Frist	3.945 (1.20)	3.521 (1.09)	4.527 (1.15)	-0.939 (-0.31)	-1.103 (-0.36)	-1.467 (-0.48)
Shrz	-6.004 (-1.49)	-5.361 (-1.38)	-3.002 (-0.66)	1.711 (1.00)	1.783 (1.04)	1.739 (1.01)
Dual	-2.018*** (-2.62)	-1.929** (-2.57)	-0.924 (-0.96)	-0.782 (-1.04)	-0.831 (-1.11)	-1.198 (-1.53)
Ddtrate	1.713 (0.31)	2.013 (0.37)	4.134 (0.63)	-5.082 (-0.92)	-5.440 (-0.98)	-7.825 (-1.29)

续表

变量	高上市公司数量组			低上市公司数量组		
	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁	Subsidy ₁
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Stime	-0.321*** (-4.28)	-0.334*** (-4.62)	-0.322*** (-3.60)	-0.121* (-1.82)	-0.120* (-1.78)	-0.101 (-1.40)
Score	-0.071 (-0.18)	-0.177 (-0.44)	-0.176 (-0.37)	-0.081 (-0.29)	-0.072 (-0.26)	-0.058 (-0.20)
GDP	-0.034 (-0.56)	-0.020 (-0.31)	-0.052 (-0.73)	0.055 (0.50)	0.049 (0.44)	0.012 (0.11)
Cons	-15.827** (-2.24)	-13.303* (-1.83)	-33.935*** (-3.66)	-31.456*** (-4.61)	-30.917*** (-4.45)	-36.191*** (-5.39)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	282.000	282.000	282.000	285.000	285.000	285.000
Chi ²	250.173	258.052	184.629	310.884	310.680	307.327

企业捐赠行为资源获取效应的市场竞争异质性分析。从行业层面来看，不同行业具有异质性的竞争程度，而处于不同竞争程度行业中的亏损企业，其捐赠行为的资源获取效应是否存在差异？在这里进行了探讨。我们首先利用所有企业营业收入指标构建赫芬达尔指数来衡量不同企业面临的竞争程度，进而根据其中位数将亏损企业样本进行分组回归。通过表 10 中的回归结果可知，亏损企业捐赠的资源获取效应在低竞争行业组中显著，而在高竞争行业组中并不显著。分析认为，企业所处行业的竞争程度决定了其生存发

展的难度，而政府发放补贴的目的通常是促进当地企业更好发展，基于这一目的，地方政府通常会对当地高竞争行业企业辅以更多补助支持以促进其发展（孔东民等，2013），此时亏损企业捐赠行为的资源获取效应可能由于高竞争行业企业已经获得资源支持而被掩盖。而相较于高竞争行业企业，低竞争行业企业本身面临竞争压力较小，其获取政府补助的可能性更低。由此，通过捐赠活动进行政府补助获取的资源效应更加明显。这一结果说明，亏损企业捐赠的资源获取效应存在其所处市场竞争水平的作用边界。

表 10 私有产权亏损企业捐赠支出与政府补助关系：市场竞争调节效应

变量	高竞争行业组			低竞争行业组		
	Subsidy ₁					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Donation ₀	2.457 (1.30)			3.127** (2.18)		

续表

变量	高竞争行业组			低竞争行业组		
	Subsidy ₁					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Donation ₁		0.205 (1.30)			0.259** (2.18)	
Donation ₂			2.856 (1.27)			2.665** (2.13)
Size	1.862*** (5.29)	1.813*** (4.77)	2.278*** (9.28)	1.979*** (6.31)	1.954*** (6.15)	2.407*** (8.10)
ROA	-1.535 (-0.65)	-1.758 (-0.73)	-2.099 (-0.83)	0.228 (0.12)	0.436 (0.24)	1.107 (0.56)
Lev	-3.609*** (-2.69)	-3.510*** (-2.64)	-2.554* (-1.68)	-2.926** (-2.15)	-2.978** (-2.19)	-2.276 (-1.60)
Growth	-0.016 (-0.05)	-0.017 (-0.05)	0.080 (0.24)	-0.242 (-1.08)	-0.247 (-1.10)	-0.200 (-0.83)
FCF	-0.462 (-0.17)	-0.508 (-0.19)	-0.805 (-0.30)	1.781 (0.69)	1.704 (0.66)	1.089 (0.40)
Frist	-2.752 (-0.98)	-3.188 (-1.16)	-4.753 (-1.63)	4.492 (1.34)	4.515 (1.35)	5.929* (1.65)
Shrz	-0.626 (-0.34)	-0.416 (-0.23)	0.145 (0.08)	2.039 (0.92)	2.196 (1.00)	2.418 (1.04)
Dual	-0.365 (-0.51)	-0.375 (-0.53)	-0.205 (-0.28)	-1.253* (-1.75)	-1.303* (-1.83)	-1.626** (-2.14)
Ddtrate	3.647 (0.66)	3.249 (0.59)	1.090 (0.20)	-3.597 (-0.71)	-3.716 (-0.73)	-5.084 (-0.94)
Stime	-0.205*** (-2.73)	-0.208*** (-2.85)	-0.172* (-1.83)	-0.294*** (-4.29)	-0.292*** (-4.27)	-0.288*** (-3.99)
Score	-0.499** (-2.41)	-0.491** (-2.37)	-0.315 (-1.19)	-0.274 (-1.13)	-0.281 (-1.16)	-0.247 (-0.98)
GDP	0.010 (0.14)	0.010 (0.15)	-0.005 (-0.08)	-0.143** (-2.14)	-0.137** (-2.03)	-0.174*** (-2.58)
Cons	-28.244*** (-4.26)	-27.080*** (-3.82)	-36.532*** (-5.46)	-25.585*** (-4.01)	-25.050*** (-3.89)	-34.160*** (-5.06)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	235.000	235.000	235.000	293.000	293.000	293.000
Chi ²	220.761	222.784	217.014	275.612	276.662	256.042

企业捐赠行为资源获取效应的政策支持异质性分析。捐赠行为能够密切、提升政府联系从而获得更多的政府稀缺资源，而从资源属性来讲，不同产业中的企业所面临的资源稀缺性可能存在差异。我国每隔五年会制定一次产业发展规划，确定未来五年的产业发展方向。对于重点支持发展的行业会投入大量资源。相较而言，对于所处行业为支持发展的产业的企业来说，其稀缺资源的获取难度更小，而对于所处行业并非支持发展产业中的企业来说，其稀缺资源获取难度更大。那么在产业政策带来的行业资源稀缺程度异质性下，亏损企业的捐赠行为所带来的资源获取效应是否存在差异？笔者对此进行了考察。具体而言，参考陈冬华等（2010）、祝继高等（2015）的思路，本文

以国家“五年规划”中有关行业发展的规划作为确定产业政策扶持与否的依据，在国家“五年规划”中受到重点支持和明确鼓励发展的行业为产业政策鼓励组，否则为非产业政策鼓励组，进而考察了亏损私有企业捐赠行为对政府补助资源获取的影响。通过表 11 的回归结果可以看到，未受到产业政策鼓励行业的亏损企业，通过捐赠活动获得了更多的政府补助，而受到产业政策鼓励行业的亏损企业的捐赠活动未能显示出资源获取效应。这一结果说明了亏损企业捐赠活动的资源获取效应存在资源稀缺程度的作用边界，对于相对容易获取政府资源的企业而言，其可以通过正式制度下的流程进行补助获取，捐赠活动的资源获取效应相对较弱。

表 11 私有产权亏损企业捐赠支出与政府补助关系：产业政策调节效应

变量	产业政策鼓励组			非产业政策鼓励组		
	Subsidy ₁					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Donation ₀	0.838 (0.65)			3.964** (2.19)		
Donation ₁		0.069 (0.65)			0.315** (2.20)	
Donation ₂			0.122 (0.19)			2.863** (2.52)
Size	1.239*** (4.28)	1.226*** (4.11)	1.330*** (4.93)	1.635*** (4.36)	1.627*** (4.35)	2.161*** (8.61)
ROA	0.512 (0.27)	0.564 (0.30)	0.511 (0.27)	-5.576** (-2.34)	-5.740** (-2.42)	-5.953*** (-2.62)
Lev	-2.581* (-1.84)	-2.580* (-1.84)	-2.398* (-1.74)	-0.001 (-0.00)	0.119 (0.07)	1.297 (0.75)
Growth	-0.418* (-1.81)	-0.420* (-1.82)	-0.427* (-1.82)	0.142 (0.58)	0.131 (0.54)	0.133 (0.58)

续表

变量	产业政策鼓励组			非产业政策鼓励组		
	Subsidy ₁					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FCF	-0.225 (-0.09)	-0.271 (-0.11)	-0.194 (-0.08)	1.002 (0.30)	1.143 (0.35)	1.002 (0.32)
Frist	1.253 (0.48)	1.166 (0.45)	1.344 (0.51)	0.575 (0.19)	0.288 (0.10)	-0.409 (-0.14)
Shrz	2.157 (1.38)	2.228 (1.42)	2.152 (1.37)	-2.034 (-0.82)	-1.945 (-0.80)	-0.984 (-0.43)
Dual	-0.781 (-1.31)	-0.791 (-1.34)	-0.827 (-1.40)	-2.212 ** (-2.41)	-2.195 ** (-2.42)	-1.741 ** (-2.09)
Ddrate	0.345 (0.08)	0.333 (0.07)	0.609 (0.13)	0.163 (0.03)	-0.225 (-0.04)	-5.599 (-1.01)
Stime	-0.160 *** (-2.66)	-0.160 *** (-2.64)	-0.170 *** (-2.85)	-0.314 *** (-4.40)	-0.319 *** (-4.51)	-0.323 *** (-4.77)
Score	-0.093 (-0.50)	-0.093 (-0.50)	-0.086 (-0.45)	-0.093 (-0.38)	-0.092 (-0.38)	-0.014 (-0.06)
GDP	-0.011 (-0.21)	-0.011 (-0.20)	-0.015 (-0.27)	-0.028 (-0.35)	-0.023 (-0.29)	-0.071 (-1.00)
Cons	-12.193 ** (-2.03)	-11.915 * (-1.95)	-13.604 ** (-2.24)	-16.940 ** (-2.41)	-16.384 ** (-2.31)	-24.418 *** (-4.25)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	307.000	307.000	307.000	183.000	183.000	183.000
Chi ²	223.825	224.357	222.567	257.924	261.512	284.665

(2) 基于亏损原因视角。

本文选取亏损企业作为研究对象探讨企业捐赠行为的未来绩效提升效应问题。就亏损企业而言，其产生亏损的原因同样具有异质性，譬如某些企业是由于经营管理不善导致亏损，某些企业可能是由于内部治理存在较大问题导致亏损（赵阿平，2014）。那么对于出于不同原因导致亏损的企业来说，其捐赠行为的未来绩效提升作用是否存在差异？这里，我们从企业

财务特征与企业治理特征两个维度分析企业亏损可能的原因，并进一步探讨基于亏损原因的企业捐赠未来绩效提升作用边界条件问题。具体而言，本文首先选择企业应收账款坏账准备计提比例作为判断企业经营管理（应收账款管理）好坏的衡量指标，以中位数区分为高低两组进行基于企业亏损原因的捐赠未来绩效提升作用边界条件分析。回归结果列示于表 12，可以看到，在控制其他影响因素的前提下，企业

捐赠的未来绩效提升作用在高计提比例组存在。应收账款坏账准备反映了企业对于应收账款的管理情况，短期的管理不善可能导致应收账款坏账增多，影响企业利润进而导致亏损。此类

企业的亏损可能仅仅是短期经营管理出现了问题，一旦通过外部资源获取度过财务危机，仍然可以获得未来绩效的提升。

表 12 是否参与捐赠和企业未来绩效的回归分析：经营管理调节效应

变量	高计提比例企业			低计提比例企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Donation ₀	-0.042 (-1.11)	0.033 (0.70)	0.193 *** (5.36)	-0.139 *** (-4.93)	0.069 (1.29)	0.157 (0.91)
Size	0.072 ** (1.99)	0.008 (0.17)	-0.305 *** (-4.43)	-0.026 (-0.53)	0.084 (1.36)	-0.083 (-0.76)
Lev	0.084 (0.55)	-0.037 (-0.24)	-0.139 * (-1.98)	0.239 (1.35)	0.385 (1.10)	-0.071 (-0.13)
Growth	-0.017 * (-1.94)	0.015 (0.52)	0.001 (0.04)	-0.009 (-0.84)	0.069 *** (4.63)	-0.141 (-1.48)
FCF	-0.121 (-1.02)	-0.038 (-0.13)	-0.172 (-0.88)	0.114 (0.48)	-0.561 *** (-2.72)	-0.386 (-1.13)
Frist	-0.129 (-0.60)	-0.675 * (-1.66)	3.195 *** (4.53)	0.577 ** (2.02)	0.186 (0.45)	1.123 (0.73)
Shrz	0.130 (0.97)	-0.191 (-1.60)	-0.817 *** (-5.16)	-0.120 (-0.47)	-0.479 (-1.45)	0.060 (0.07)
Dual	-0.087 (-0.94)	0.128 *** (2.88)	0.218 *** (6.64)	0.037 * (1.79)	0.084 (1.52)	0.070 (0.40)
Ddrate	0.594 ** (2.00)	-0.795 (-0.88)	2.677 *** (6.40)	0.219 ** (2.07)	0.039 (0.08)	0.414 (0.24)
Stime	0.080 *** (4.36)	0.128 *** (2.83)	0.160 *** (6.61)	0.151 * (1.65)	0.127 *** (3.79)	-0.276 (-1.73)
Score	-0.005 (-0.11)	0.107 *** (2.98)	0.195 ** (2.11)	-0.145 (-1.17)	-0.013 (-0.20)	-0.002 (-0.01)
GDP	-0.008 (-0.86)	0.040 *** (3.44)	0.001 (0.05)	-0.003 (-0.37)	0.000 (0.01)	0.035 (0.49)
Cons	-2.229 *** (-3.72)	-1.523 *** (-4.04)	1.356 (1.65)	0.443 (0.58)	-2.404 ** (-2.32)	2.455 (0.99)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES

续表

变量	高计提比例企业			低计提比例企业		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
N	316.000	259.000	198.000	251.000	204.000	144.000
R ²	0.168	0.212	0.371	0.287	0.486	0.507
F	20.518	1832.897	252.784	382.089	328.192	1.029

另外，本文根据企业是否存在擅自改变资金用途、占用公司资产、内幕交易、违规担保等反映企业长期内部治理问题的违规情形将样本区分为高内部治理质量组与低内部治理质量组。进行回归分析所得结果列示于表 13。可以看到，在低内部治理质量样本组，企业捐赠的未来绩效提升效应并不存在，而在高内部治理

质量样本组中，该效应存在。上述结果表明，亏损企业捐赠的未来绩效提升作用存在基于企业亏损原因的作用边界，对于由于短期经营管理问题导致亏损的企业，进行积极捐赠获取的资源确实可以帮助其提升未来绩效，而对于由于内部治理存在漏洞而导致亏损的企业，捐赠行为无法发挥提升未来绩效的作用。

表 13 是否参与捐赠和企业未来绩效的回归分析：内部治理调节效应

变量	低内部治理质量分组			高内部治理质量分组		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Donation ₀	0.037 (0.68)	0.120 (0.67)	-0.122 (-1.15)	0.012 (0.69)	0.002 (0.05)	0.151*** (4.90)
Size	0.210*** (3.17)	0.080 (0.36)	-0.395*** (-3.09)	0.029 (1.30)	0.057** (2.28)	-0.207*** (-8.18)
Lev	0.530*** (3.68)	0.378 (0.64)	-0.014 (-0.03)	0.031 (0.26)	-0.061 (-0.60)	0.059 (0.48)
Growth	-0.187*** (-10.59)	-0.019 (-0.20)	0.011 (0.27)	-0.002 (-0.34)	0.003 (0.39)	-0.031 (-1.09)
FCF	-0.416*** (-3.93)	-0.682* (-1.89)	0.720*** (4.09)	-0.055* (-1.70)	-0.155 (-0.90)	-0.474** (-2.13)
Frist	-1.898*** (-4.68)	-2.234 (-0.71)	-3.183** (-2.51)	0.380** (2.13)	0.857*** (3.62)	1.422*** (8.75)
Shrz	1.244*** (4.48)	-0.598 (-0.44)	-4.240** (-2.50)	-0.196*** (-2.86)	-0.404*** (-2.93)	0.037 (0.24)
Dual	-0.069* (-1.94)	0.480 (1.59)	0.210 (1.61)	-0.072 (-1.38)	0.099** (2.29)	0.163*** (4.69)

续表

变量	低内部治理质量分组			高内部治理质量分组		
	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}	ROA _{t+1}	ROA _{t+2}	ROA _{t+3}
	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Ddrate	0.370 (0.67)	1.931 (0.86)	-3.150*** (-4.67)	-0.668* (-1.97)	-0.363 (-1.51)	0.041 (0.06)
Stime	0.036 (0.93)	-0.144 (-0.62)	0.474*** (5.78)	0.055*** (3.90)	0.175*** (6.67)	-0.076*** (-3.61)
Score	-0.041 (-0.20)	0.277 (0.64)	0.277 (0.97)	-0.139*** (-2.84)	-0.085 (-1.09)	0.025 (0.49)
GDP	-0.050** (-2.54)	0.005 (0.05)	0.047** (2.15)	-0.007 (-0.78)	0.050*** (3.12)	-0.013 (-0.95)
Cons	-3.599*** (-5.32)	-2.813 (-0.54)	5.343*** (4.87)	0.204 (0.52)	-2.062*** (-3.67)	4.091*** (9.14)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	173.000	146.000	116.000	394.000	317.000	226.000
R ²	0.551	0.477	0.646	0.216	0.298	0.364
F	46.608	0.862	2433.029	19.295	185.775	250.379

2. 其他可能的解释：市场资源

本文基于资源依赖理论，从亏损企业通过捐赠活动降低稀缺资源获取难度的角度就企业捐赠的未来绩效提升作用进行了分析，由于稀缺资源的获取相较而言缺乏市场化的对价以及明确的获取机制，这可以被认为是企业未来绩效提升的非市场路径。而从另一个角度来说，企业未来绩效作为企业前期经营的最终成果性反映，其决定基础同样在于企业在产品市场中的表现。若企业产品能够获得市场（消费者）认可，那么未来绩效应当更好。消费者行为能够显著影响企业决策（Elmaghraby & Keskinocak, 2003；刘维奇和张晋菁，2017）。获取市场认可有多种手段，积极进行慈善捐赠就是其中之一。由于消费者与企业以及特定企业产品之间存在

信息不对称，企业的产品市场表现会受到影响，因此企业需要通过加大销售费用（譬如向市场投放广告）的方式提升产品知名度，进而提高产品市场份额。就企业捐赠行为而言，其同样具有良好的广告效应（山立威等，2008；潘越等，2017），积极进行捐赠（尤其是特定场景下的捐赠）的企业向外界传达了主动承担社会责任的信号，能够建立起良好的社会声誉，同时与消费者的普遍价值观念相契合，从而塑造企业良好形象并最终通过改善消费者对企业与企业产品的认知以提高可持续的绩效（Zhang et al., 2010）。

那么参与捐赠的私有产权亏损企业未来绩效更好是否由于捐赠行为的广告效应从而增加了企业产品的市场占有，提升了企业的未来绩

效？为了分析这种可能性对上文所得结论的影响，我们进行了相应的检验，检验的结果如表 14 所示，我们发现是否参与捐赠变量 ($Donation_0$) 对未来三年的营业收入增长率并没有显著的影响^①，这表明参与捐赠的私有产权亏损企业未来三年的营业收入增长率并没有比未参与捐赠的企业更好。营业收入是企业基于经营活动（譬如销售产品）产生的收入，这个结果意味着，亏损企业并未因为捐赠行为形成更好的市场表

现，因此没有带来更高的整体绩效。这一结果在一定程度上说明了亏损企业捐赠未来绩效提升效应的市场路径不起作用的原因，也排除了我们前面分析得出的结论是因为亏损企业捐赠行为的广告效应导致其未来绩效相对更好的解释，从侧面进一步说明了参与捐赠的私有产权亏损企业未来绩效相对更好是由于受到非市场路径下政府利益（补助）的影响，而不是市场路径的原因。

表 14 是否参与捐赠企业未来三年营业收入增长率差异的实证证据

变量	Growth _{t+1}	Growth _{t+2}	Growth _{t+3}
	(1)	(2)	(3)
Donation ₀	0.467 (1.52)	0.412 (0.78)	0.087 (0.18)
Size	-0.480* (-1.72)	-0.228 (-0.62)	0.026 (0.10)
ROA	0.747 (1.08)	-0.902 (-0.59)	1.860* (1.85)
Lev	-0.083 (-0.06)	-0.095 (-0.08)	0.066 (0.06)
FCF	-1.427 (-1.20)	1.577 (1.12)	-1.041 (-0.62)
Frist	-0.854 (-0.36)	-0.061 (-0.03)	-2.547 (-0.76)
Shrz	-0.962 (-0.76)	0.739 (0.47)	0.504 (0.37)
Dual	0.060 (0.14)	0.292 (0.54)	0.688 (1.02)
Ddrate	-2.080 (-0.74)	7.512 (1.59)	-4.045 (-0.49)
Stime	0.421** (2.13)	0.175 (1.18)	-0.074 (-0.37)

① Donation₁ 与 Donation₂ 变量的回归结果未发生根本性变化。

续表

变量	Growth _{t+1}	Growth _{t+2}	Growth _{t+3}
	(1)	(2)	(3)
Score	-0.368 (-0.64)	-0.492 (-1.19)	0.647 (0.94)
GDP	-0.184 (-1.11)	0.072 (0.51)	-0.104 (-0.78)
Cons	10.531 (1.62)	3.451 (0.50)	-1.720 (-0.26)
IND	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES
N	564.000	519.000	440.000
R ²	0.185	0.109	0.138
F	1.376	1.643	1.423

上述发现可能的原因在于，企业捐赠活动的市场路径根源于捐赠活动的广告效应，而广告效应的强弱依托于企业的营销能力。顾雷雷和欧阳文静（2017）指出，企业的市场营销职能是连接企业战略与顾客需要的重要职能，营销能力强的企业能够更好地通过各种途径将企业捐赠信息传递给消费者，而营销能力较差时，捐赠信息的传递效率相对较低。提高营销能力同样需要资金付出，相较而言，亏损企业的营销能力较低。对此，我们进一步检验了亏损私有企业与非亏损私有企业的营销费用增长率是否存在差异，T检验结果表明，非亏损企业营销费用增长率中位数为0.135，而亏损企业仅为0.042，两者存在1%显著性水平的差异。经验研究的结果在一定程度上支持了上述解释。

六、结论与讨论

捐赠作为企业社会责任最古老的表现形式，

受到了广泛的关注。现实中，许多当年亏损的企业也有着慷慨的捐赠行为。企业在投资者的合理利益都无法保证的情况下进行慷慨捐赠，这样的“好人”行为是否得到了传统认为的“好报”？本文以2008~2016年亏损的上市企业作为研究样本，首先基于资源依赖理论分析了企业捐赠行为对企业未来（三年）绩效的影响，发现亏损企业捐赠行为能够显著提升未来绩效，但是这种现象主要存在于私有产权亏损企业中，而在国有产权亏损企业中并不存在。随后本文对其内在机理进行了探讨。结合中国转轨经济的制度背景，本文研究了参与捐赠的亏损企业是否获得更多的政府资源（补助）从而提升了企业未来绩效，发现参与捐赠的亏损企业确实获得了更多的政府补助，而且捐赠水平越高，获取的政府补助越多，但是这种现象仅存在于私有产权亏损企业中。这种差异反映了私有产权亏损企业的捐赠行为密切了企业与政府之间的联系，依赖这种联系，企业获得了政府更多

的帮助（补助），从而提升绩效；相较而言，在国有产权亏损企业中这种捐赠行为并不能很好地密切企业与政府之间的联系，正是由于这种内在的非市场逻辑造成了企业捐赠行为对未来绩效有着不同的作用。

本文的研究及其结论反映了在转轨经济背景下，亏损企业捐赠行为提升未来绩效的原因并非在于更具市场化属性的经营交易行为，而更多在于非市场化路径下的补助资源获取。因此，对我国企业社会责任行为的研究可能需要构建基于资源依赖理论的分析性框架，侧重于从制度层面透视企业行为背后的原因。同时本文发现，亏损私有企业捐赠行为的资源获取效应存在基于企业层面、地区层面、行业层面、宏观政策层面的边界条件，亏损企业若进行战略性捐赠，需要考虑自身及外部环境特征进行适度权衡。另外，研究表明亏损企业捐赠行为的未来绩效提升作用同样存在基于亏损原因的作用边界，这为明确政府资源分配规则、提升资源分配效率提供了依据。

当然基于中国当前的制度背景，企业依然对政府具有很强的资源依赖，虽然我们在研究设计中通过亏损企业样本的选择可以在一定程度上量化企业对政府的利益诉求，但是这样的研究设计可能依然存在着不足。捐赠只是企业社会责任的一种重要表现形式，基于企业捐赠行为的未来绩效提升作用是否存在于其他社会责任行为中，同样需要我们进行更多的探讨。

接受编辑：李炜文

收稿日期：2020年10月8日

接受日期：2021年7月22日

作者简介：

江新峰，华中农业大学经济管理学院讲师，于中南财经政法大学获得博士学位，目前已在 *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, *Environment and Development Economics*, *Business and Politics*, *China Journal of Accounting Research* 以及《中国工业经济》《经济管理》《会计研究》《管理学季刊》《世界经济文汇》等期刊发表论文多篇。研究兴趣包括：社会关系与企业行为、管理者特征与财务决策、企业社会责任。

李四海（通讯作者，E-mail: lshhhy0420@163.com），中南财经政法大学教授、博士生导师、文澜学者，会计学院学术（学位）委员会委员，全国会计学术领军人才，云南省高等学校科技创新团队首席专家，国家自然科学基金项目评审专家。目前已在 *Journal of Business Research*, *Journal of Business Ethics*, *Asia Pacific Journal of Management* 等国际知名期刊以及《管理世界》《中国工业经济》《会计研究》《金融研究》等国内期刊上发表论文 90 余篇，外文论文入选 ESI 高引论文，中文论文被《新华文摘》等转载，撰写研究报告获省部级领导批示。主持国家自然科学基金青年与面上项目、教育部人文社会科学研究项目、中央高校基本科研业务费团队创新项目等课题多项。研究成果获教育部人文社会科学研究青年成果奖（排序 1）、湖北省社会科学优秀成果二等奖（2 次）、湖北省高等学校人文社会科学研究优秀成果奖（2 次）、国家自然科学基金委结题评估“优”等系列奖励。目前担任 *Journal of Business Research*, *Asia Pacific Journal of Management*, *Business Eth-*

ics: *A European Review, Economic Modelling, China Journal of Accounting Studies* 以及《中国工业经济》《金融研究》等 20 余家期刊匿名审稿人。研究兴趣包括: 财务与组织行为、战略的学科交融研究。

参考文献

[1] 步丹璐、狄灵瑜:《治理环境、股权投资与政府补助》,《金融研究》,2017年第10期。

[2] 陈冬华、李真、新夫:《产业政策与公司融资——来自中国的经验证据》,《2010 中国会计与财务研究国际研讨会论文集》,2010年。

[3] 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》,《经济研究》,2014年第2期。

[4] 杜兴强、郭剑花、雷宇:《政治联系方式与民营企业捐赠:度量方法与经验证据》,《财贸研究》,2010年第1期。

[5] 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》,《财经研究》,2016年第5期。

[6] 杜勇、鄢波、张欢、步丹璐:《慈善捐赠、政府补助与扭亏绩效——基于中国亏损上市公司的经验证据》,《经济科学》,2015年第4期。

[7] 樊纲、王小鲁:《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社2017年版。

[8] 冯丽艳、肖翔、程小可:《社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析》,《南开管理评论》,2016年第6期。

[9] 顾雷雷、黄欣桐:《慈善捐赠能否促进企业绩效?》,《经济学动态》,2020年第12期。

[10] 顾雷雷、欧阳文静:《慈善捐赠、营销能力和企业绩效》,《南开管理评论》,2017年第2期。

[11] 胡珺、彭远怀、宋献中、周林子:《控股股

东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角》,《中国工业经济》,2020年第2期。

[12] 贾明、张喆:《高管的政治关联影响公司慈善行为吗?》,《管理世界》,2010年第4期。

[13] 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》,《经济管理》,2019年第7期。

[14] 孔东民、刘莎莎、王亚男:《市场竞争、产权与政府补贴》,《经济研究》,2013年第2期。

[15] 黎文靖:《所有权类型、政治寻租与公司社会责任报告:一个分析性框架》,《会计研究》,2012年第1期。

[16] 李井林、蔡燕:《企业智力资本有助于提升企业绩效吗?——基于企业社会责任的调节作用》,《财务研究》,2020年第5期。

[17] 李四海、陈旋、宋献中:《穷人的慷慨:一个战略性动机的研究》,《管理世界》,2016年第5期。

[18] 李四海:《管理者背景特征与企业捐赠行为》,《经济管理》,2012年第1期。

[19] 李四海、江新峰:《企业捐赠行为同群效应研究》,《管理学季刊》,2020年第3期。

[20] 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》,《南开管理评论》,2015年第1期。

[21] 李征仁、王砚羽、石文华:《亡羊补牢:负面记录对企业社会责任的影响及绩效分析》,《管理评论》,2020年第9期。

[22] 梁建、陈爽英、盖庆恩:《民营企业的政治参与、治理结构与慈善捐赠》,《管理世界》,2010年第7期。

[23] 刘维奇、张晋菁:《考虑消费者预期后悔的产品换代策略研究》,《中国软科学》,2017年第11期。

[24] 罗党论、刘晓龙:《政治关系、进入壁垒与企业绩效》,《管理世界》,2009年第5期。

[25] 罗党论、唐清泉：《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》，《经济研究》，2009年第2期。

[26] 罗喜英、刘伟：《政治关联与企业环境违规处罚：庇护还是监督——来自 IPE 数据库的证据》，《山西财经大学学报》，2019年第10期。

[27] 牛海鹏、朱松：《企业捐赠、市场认知与盈余信息含量》，《经济理论与经济管理》，2012年第4期。

[28] 潘奇、朱一鸣：《企业持续捐赠价值效应的实证研究——来自中国 A 股上市公司的经验证据》，《科研管理》，2017年第6期。

[29] 潘越、戴亦一、李财喜：《政治关联与财务困境公司的政府补助——来自中国 ST 公司的经验证据》，《南开管理评论》，2009年第5期。

[30] 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》，《中国工业经济》，2017年第5期。

[31] 彭飞、范子英：《税收优惠、捐赠成本与企业捐赠》，《世界经济》，2016年第7期。

[32] 山立威、甘犁、郑涛：《公司捐款与经济动机》，《经济研究》，2008年第11期。

[33] 邵剑兵、吴珊：《管理者从军经历与政府补助——基于慈善捐赠和冗余雇员的双重视角》，《上海财经大学学报》，2018年第3期。

[34] 唐清泉、罗党论：《政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据》，《金融研究》，2007年第6期。

[35] 滕飞、辛宇、舒倩、徐莉萍：《股价崩盘风险时的政府“扶持之手”——基于政府补助及产权性质视角的考察》，《会计研究》，2020年第6期。

[36] 王翊、许晓卉：《媒体报道、制度环境与公司社会责任履行》，《财经问题研究》，2018年第12期。

[37] 卫武：《中国环境下企业政治资源、政治策略和政治绩效及其关系研究》，《管理世界》，2006年第2期。

[38] 吴雅倩、李吉园、叶青、张敏：《企业社会责任与分析师乐观偏差——基于企业慈善捐赠视角的经验证据》，《财务研究》，2020年第1期。

[39] 徐细雄、龙志能、李万利：《儒家文化与企业慈善捐赠》，《外国经济与管理》，2020年第2期。

[40] 余明桂、回雅甫、潘红波：《政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性》，《经济研究》，2010年第3期。

[41] 袁建国、后青松、程晨：《企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察》，《管理世界》，2015年第1期。

[42] 张会芹：《慈善捐赠、反腐力度与信贷融资》，《经济经纬》，2020年第3期。

[43] 张建君、张志学：《中国民营企业家的政治战略》，《管理世界》，2005年第7期。

[44] 张敏、马黎珺、张雯：《企业慈善捐赠的政企纽带效应》，《管理世界》，2013年第7期。

[45] 赵阿平：《浅析 W 民营企业巨额亏损的原因及防范对策》，《财务与会计》，2014年第8期。

[46] 郑杲娉、徐永新：《慈善捐赠、公司治理与股东财富》，《南开管理评论》，2011年第2期。

[47] 周浩、汤丽荣：《市场竞争能倒逼企业善待员工吗？——来自制造业企业的微观证据》，《管理世界》，2015年第11期。

[48] 周黎安：《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》，《经济研究》，2007年第7期。

[49] 周黎安：《转型中的地方政府——官员激励与治理》，格致出版社2008年版。

[50] 朱丽娜、高皓：《家族控制、社会情感财富与企业慈善捐赠的关系研究》，《管理学报》，2020年第11期。

[51] 祝继高、陆晓、岳衡：《银行关联董事能有效发挥监督职能吗？——基于产业政策的分析视角》，《管理世界》，2015年第7期。

- [52] Barnett, M. L., & Salomon, R. M. 2012. Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33: 1304–1320.
- [53] Bingham, J. B., Dyer, W. G., Smith, I., & Adams, G. L. 2011. A stakeholder identity orientation approach to corporate social performance in family firms. *Journal of Business Ethics*, 99: 565–585.
- [54] Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. 2008. Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 14: 654–673.
- [55] Campopiano, G., De Massis, A., & Chirico, F. 2014. Firm philanthropy in small-and medium-sized family firms: The effects of family involvement in ownership and management. *Family Business Review*, 27: 244–258.
- [56] Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L., 2008. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88: 554–580.
- [57] Cruz, C., Larraza - Kintana, M., Garcés - Galdeano, L., & Berrone, P. 2014. Are family firms really more socially responsible? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38: 1295–1316.
- [58] Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. 1995. Detecting earnings management. *Accounting review*, 70: 193–225.
- [59] Elmaghraby, W., & Keskinocak, P. 2003. Dynamic pricing in the presence of inventory considerations: Research overview, current practices, and future directions. *Management Science*, 49: 1287–1309.
- [60] Faccio, M., Masulis, R. W., & McConnell, J. J. 2006. Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61: 2597–2635.
- [61] Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. 2007. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84: 330–357.
- [62] Fernando, M., & Almeida, S. 2012. The organizational virtuousness of strategic corporate social responsibility: A case study of the Sri Lankan family-owned enterprise MAS Holdings. *European Management Journal*, 30: 564–576.
- [63] Flammer, C. 2018. Competing for government procurement contracts: The role of corporate social responsibility. *Strategic Management Journal*, 39: 1299–1324.
- [64] Friedman, M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 9: 122–126.
- [65] Garcia-Sanchez, I. M., Cuadrado-Ballesteros, B., & Sepulveda, C. 2014. Does media pressure moderate CSR disclosures by external directors? *Management Decision*, 52: 1–49.
- [66] Glazer, A., Kanninen, V., & Poutvaara, P. 2010. Firms' ethics, consumer boycotts, and signaling. *European Journal of Political Economy*, 26: 340–350.
- [67] Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. 2009. Do politically connected boards affect firm value? *The Review of Financial Studies*, 22: 2331–2360.
- [68] Harvey, C., Maclean, M., Gordon, J., & Shaw, E. 2011. Andrew Carnegie and the foundations of contemporary entrepreneurial philanthropy. *Business History*, 53: 425–450.
- [69] Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. 2009. Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35: 1404–1427.
- [70] Ji, J., Huang, Z., & Li, Q. 2020. Guilt and corporate philanthropy: The case of the privatization in China. *Academy of Management Journal*, forthcoming.

- [71] Jia, M., Xiang, Y., & Zhang, Z. 2019. Indirect reciprocity and corporate philanthropic giving: How visiting officials influence investment in privately owned Chinese firms. *Journal of Management Studies*, 56: 372-407.
- [72] Jiang, X., Li, S., & Song, X. 2017. The mystery of zombie enterprises – “stiff but deathless”. *China Journal of Accounting Research*, 10: 341-357.
- [73] Lähdesmäki, M., & Takala, T. 2012. Altruism in business—An empirical study of philanthropy in the small business context. *Social Responsibility Journal*, 8: 373-388.
- [74] Li, H., Meng, L., & Zhang, J. 2006. Why do entrepreneurs enter politics? Evidence from China. *Economic Inquiry*, 44: 559-578.
- [75] Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L. A. 2008. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics*, 87: 283-299.
- [76] Ma, Z., & Bu, M. 2021. A new research horizon for mass entrepreneurship policy and Chinese firms' CSR: Introduction to the thematic symposium. *Journal of Business Ethics*, 169: 603-607.
- [77] Ma, Z., Novoselov, K. E., Zhou, K., & Zhou, Y. 2019. Managerial academic experience, external monitoring and financial reporting quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46: 843-878.
- [78] Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. 2007. Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review*, 32: 817-835.
- [79] Masulis, R. W., & Reza, S. W. 2015. Agency problems of corporate philanthropy. *The Review of Financial Studies*, 28: 592-636.
- [80] Niehm, L. S., Swinney, J., & Miller, N. J. 2008. Community social responsibility and its consequences for family business performance. *Journal of Small Business Management*, 46: 331-350.
- [81] Pfeffer, J., & Salancik, G. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- [82] Waddock, S. A., & Graves, S. B. 1997. The corporate social performance – financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18: 303-319.
- [83] Wang, H., & Qian, C. 2011. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54: 1159-1181.
- [84] Wang, H., Choi, J., & Li, J. 2008. Too little or too much? Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance. *Organization Science*, 19: 143-159.
- [85] Wang, H., Jia, M., & Zhang, Z. 2020. Good deeds done in silence: stakeholder management and quiet giving by chinese firms. *Organization Science*. forthcoming.
- [86] Wang, T., & Bansal, P. 2012. Social responsibility in new ventures: Profiting from a long-term orientation. *Strategic Management Journal*, 33: 1135-1153.
- [87] Xin, K. K., & Pearce, J. L. 1996. Guanxi: Connections as substitutes for formal institutional support. *Academy of Management Journal*, 39: 1641-1658.
- [88] Zellweger, T. M., & Nason, R. S. 2008. A stakeholder perspective on family firm performance. *Family Business Review*, 21: 203-216.
- [89] Zhang, R., Rezaee, Z., & Zhu, J. 2010. Corporate philanthropic disaster response and ownership type: Evidence from Chinese firms' response to the Sichuan earthquake. *Journal of Business Ethics*, 91: 51.

Donation Behavior and Corporate Future Performance

—Empirical Evidence from Loss Firms

Xinfeng Jiang¹ Sihai Li²

(1. College of Economics and Management, Huazhong Agricultural University;

2. Accounting School, Zhongnan University of Economics and Law)

Abstract: Since the mid-20th century, with the development of corporate social responsibility theory and practice, the public has paid more and more attention to the performance of corporate social responsibility. Social responsibility behavior includes many dimensions, such as employee social responsibility, environmental social responsibility, etc. in terms of its specific way of undertaking, charitable donation behavior is more discussed. Relying on the real capital payment of enterprises, donation activities can bring the most direct utility to the society. At the same time, as the oldest form of corporate social responsibility, charitable donation decision-making also plays a very important role in enterprises. At present, more and more Chinese enterprises are engaged in charitable donation activities, but there is a phenomenon: Many loss firms also have generous donation behavior.

In order to explore the impact of loss firms' donation behavior on the future performance of enterprises and the logic and boundary conditions behind it, this paper takes the listed loss firms from 2008 to 2016 as the research sample. Firstly, based on the resource dependence theory, this paper analyzes the impact of enterprise donation behavior on the future (three years) performance, and finds that the donation behavior of loss firms can significantly improve their future performance. However, this phenomenon mainly exists in private firms, but it does not exist in state-owned firms. Then this paper discusses its mechanism. Combined with the institutional background of China's transition economy, this paper studies whether the loss firms participating in donation receive more government resources (subsidies) to improve their future performance. It is found that the loss firms participating in donation do receive more government subsidies, and the higher the donation level, the more government subsidies they receive. However, this phenomenon only exists in private enterprises. This difference reflects that the donation behavior of private loss firms has a close relationship with the government. Relying on this relationship, firms get more help (subsidies) from the government, so as to improve their performance; In contrast, this donation behavior in state-owned loss firms can not close the relationship between enterprises and the government. It is because of this internal non-market logic that enterprise donation behavior has different effects on future performance.

The research and conclusions of this paper reflect that under the background of transition economy, the reason for the donation behavior of loss firms to improve future performance is not the business transaction behavior with more market-oriented attributes, but the acquisition of subsidy resources under the non-market path. Therefore, the research on corporate social responsibility behavior in China may need to build an analytical framework based on resource dependence theory, focusing on the reasons behind corporate behavior from the institutional level. At the same time, this paper finds that the resource acquisition effect of loss private firms' donation behavior has boundary conditions based on enterprise level, regional level, industry level and macro policy level. If loss firms make strategic donation, they need to consider their own and external environmental characteristics for appropriate trade-

Contents

offs. In addition, the research shows that the future performance improvement effect of donation behavior of loss firms also has an action boundary based on loss reasons, which provides a basis for clarifying the rules of government resource allocation and improving the efficiency of resource allocation.

The research enlightenment of this paper are reflected in the following aspects: (1) Combined with the institutional characteristics under the background of China's transition economy, this paper constructs an analytical framework of China's corporate social responsibility behavior (donation) by using the resource dependence theory, and selects the special scenario of loss firms for empirical test, effectively identify the non-market path for the future performance improvement effect of donation behavior of loss firms. Part of the literature on corporate donation behavior discusses the characteristics of corporate donation behavior and its performance impact from the perspective of interest related conflict based on the assumption of convenient access to scarce resources. Based on the assumption of difficult access to resources and relying on the resource dependence theory, this paper analyzes the future performance improvement effect of corporate donation behavior through the specific way of government subsidy, Combined with the property right differences of Chinese enterprises, this paper identifies the property right heterogeneity of the economic consequences of loss firms' donation, which provides new evidence for the relationship between enterprise donation and its future performance. (2) This paper studies the resource acquisition effect of corporate social responsibility behavior (donation), and further discusses the boundary conditions for this effect from the enterprise level, regional level, industry level and macro policy level; At the same time, based on the investigation of the causes of corporate losses, this paper clarifies the preconditions for the future performance improvement effect of loss firms' donations, which will help to enrich the relevant literature on the research of loss firms' social responsibility behavior and its economic consequences. (3) The research reflects the impact of government behavior on enterprises in the emerging market environment. The stronger the government's control over scarce resources in the market, the enterprise behavior, including social responsibility behavior, is more likely to be disturbed by some non-market factors such as government interests. Ma and bu (2021) pointed out that China should be committed to developing the Chinese theory of corporate social responsibility based on China's unique institutional characteristics, rather than simply applying the western social responsibility theory to the study of China. This paper reveals the institutional motivation of China's corporate social responsibility behavior from a new perspective, and provides empirical evidence for the necessity of comprehensively constructing the market-oriented system of government resource supply.

Key Words: corporate donation; government subsidiary; future performance; property rights; function boundary analysis