Globethics Repository



慈善捐赠与公司治理关系研究 —— 基于汶川地震中上市公司捐赠数据

This page was generated automatically upon download from the Globethics Repository. More information on Globethics see https://www.globethics.net. Data and content policy of Globethics Repository see https://repository.globethics.net/pages/policy.

Item Type	Preprint
Authors	黄梦琳;周玲
Rights	All rights reserved
Download date	2026-11-08 17:54:44
Link to Item	http://hdl.handle.net/20.500.12424/170217

对外经济贸易大学
University of International Business and Economics

慈善捐赠与公司治理关系研究
——基于汶川地震中上市公司捐赠数据

An empirical study on the relationship between social donation and corporate governance: based on the donation data of listed companies after Wenchuan earthquake

研究领域：社会责任、财务管理

论文作者： 黄梦琳
周 玲

摘 要

本文基于 5.12 汶川地震后企业捐赠水平及其 2007 年企业财务报表数据，对捐赠水平与公司治理的关系进行实证研究。从股权集中度、董事会规模与管理层持股比例三个维度测量公司治理效率。研究发现，捐赠过程中体现出了较为明显的代理问题，公司治理对过度捐赠有明显的抑制作用。虽然董事会规模与捐赠水平的正向关系并不显著，但是股权集中度和管理层持股对捐赠水平都有显著影响。其中，管理层持股与捐赠水平的关系呈 U 型。因此，公司治理机制的建设能够加强对经理层随意性支出的约束和控制，保护股东权益。

关键词：慈善捐赠　代理成本　公司治理

Abstract: This article is an empirical study on relationship between corporate donation and corporate governance, based on the social donation after the earthquake happened in Wenchuan on 12, May and financial data of 2007. Three factors are presented to measure the efficiency of corporate governance, including ownership concentration, board size, and insider ownership. As indicated, in the decision process of social donation agency problem becomes evident, and the problem can be mediated by an efficient governance. In detail, although the positive relationship between corporate social donation and board size is not significant, both the ownership concentration and management ownership exert significant influence upon the corporate social donation. Moreover, donation amount and insider ownership display a U model. Therefore, to build an efficient corporate governance mechanism can help to restrain the discrepancy expenditure by the management, and protect the interest of shareholders.

Key words: corporate donation, agency cost, corporate governance

一、 引言

发生于 2008 年 5 月 12 日的汶川大地震对四川乃至全国造成了重大的经济创伤。地震之后，各界迅速出动抗震救灾。截止至 2008 年 6 月 13 日 20 点，社会各界捐款总额达到 455.02 亿元人民币。企业作为微观经济主体，在本次赈灾中发挥了巨大的作用。此次规模空前的举国捐赠，使我们在感叹民族企业的气魄之余，也引发了我们对于公司治理问题，尤其是捐赠决策制度和程序的深入思考和探讨。

企业捐赠始于 200 多年前，先后经历了自愿自发捐赠，迫于舆论捐赠和策略性捐赠三个阶段。在资本市场日益完善以及企业战略逐渐成熟的情况下，管理者认为捐赠是一种战略行为，在协调与政府部门的关系，提高企业声誉，建立良好的客户关系等方面都起着重要作用。但是不可否认捐赠资源始于企业拥有的现金流或者企业的产成品，在缺乏董事会或者股东大会的约束条件下，管理层任意决定捐赠数额以及捐赠方向，这都在一定程度上损害了股东的利益。

我国目前处于转轨经济时期，证券市场效率缺乏，股东权益保护不足。诸多学者都曾经提出，提高公司治理水平是改善证券市场透明度，加强保护投资者尤其是中小股东权益的有效方式。因此从公司治理的角度，以实证的方法对汶川地震中上市公司的捐赠数据进行研究对于保护投资者利益，协调理相关者关系，建设有效的资本市场等都具有重要的理论和实际意义。

二、 文献回顾

捐赠是企业社会责任的直接表现，是企业建立和维持利益相关者关系的重要手段，也是企业作为社会公民的应尽义务之一。早期对捐赠的讨论集中在法学的层面上，认为捐赠违背了对股东的信义和公司利益，是一种能力外行为，企业经理层会因为以企业名义捐赠而受到控告。

直至 20 世纪 50 年代，随着企业社会责任理论和利益相关者问题的提出，企业认识到捐赠在对缓和利益相关者关系，赢得市场美誉，创造良好发展环境中的重要作用。“策略性捐赠”理论应运而生。具有代表性的是 P Rajan Varadarajan &Anil Menon（1988）的善因营销论的概念和 Michael E Porter（2002）的战略捐赠论。

20 世纪 80 年代，随着捐赠浪潮的高涨，同时代理理论的逐步成熟，众多学者基于捐赠的决策特点，从公司治理的角度认识捐赠。学者分别从经理人内部控制权力，董事会结构，股东结构，以及股权集中度等方面探讨公司治理与捐赠的关系。完善的公司治理结构在对抑制企业随意性捐赠，提高捐赠的科学水平方面的作用得到验证。

（一）国外研究

Joseph Galaskiewicz(1985)对位于 Minneapolis-st.Paul 的 69 家企业进行调查发现了捐赠中存在代理问题的证据。股权集中度高的企业，由于大股东的控制能力强，对内部人控制现象有明显的牵制作用，因此捐赠较少；若大股东同时作为

CEO 并且存在第二大股东占有企业 5%以上的股份，则企业的捐赠也明显受到股东监督和抑制。此外，经理人与当地慈善组织的关系也影响企业捐赠水平，证明了捐赠支出体现了经理人的一种偏好。作者 1997 年再次对该地区企业捐赠做研究，再次证明了以上观点，并发现企业业绩和规模的变化对捐赠有显著性影响，当业绩下降或者规模缩小时，管理者会受到更多的监管以及提升业绩的压力，而降低随意性支出。

Navarro(1988)发现企业资本结构中，债务比例越高，经理人收到债务条款和对未来现金流支付的压力增大，为避免风险，管理者会降低捐赠水平。从股利分配的角度看，若当年股利上升，则资本市场对管理层的监控以及关注程度下降，一定程度上扩大了管理层的支配权力，因而在这个层面上导致捐赠水平的提高得到了验证。

Wang&Coffey(1992)从董事会的结构探讨了公司治理与捐赠的关系。发现董事会中内部董事的比例与捐赠量有显著的正相相关关系，内部董事占的股份比例与捐赠成显著正比。

Betty S Coffey,Jia Wang(1998)发现，相对于董事会的监督效率，管理者的控制权对捐赠有更强的预测性。因此慈善捐赠并不总是符合企业经营目标的，经理层有可能是慈善捐赠的最大受益人，尽管这些收益是非经济性的。而且外部董事在企业捐赠决策过程中发挥的作用微乎其微，外部董事对于资源高效配置的监督能力有待考察。

在 Galaskiewicz、Bucholtz et al.等的基础之上，Barbara et al.（2002）用配对样本的控制规模和行业的影响探测公司治理和企业捐赠之间的关系。检验结果表明，董事会中大股东数量和机构投资者持股比例都与控制捐赠能力呈反比。同时，

代理理论中董事会规模大小与公司治理效率呈反比的观点也得到验证，董事会规模越大，放大了管理者的控制权，捐赠数额越高。

（二）国内研究

我国学者主要从法学的角度，阐述了捐赠中保护股东利益的制度建设问题。孙鹏程、沈华勤（2003）认为企业捐赠属于劝导型责任，公司捐赠是社会责任中法律效力最低的一层。在履行社会责任的过程中，应该将股东的权益放在首位，为保护股东权益，应该从内外部进行合理的制度安排。

李领臣（2007）合法的捐赠应该体现股东、公司、社会三方面的利益平衡，尤其要注意对股东权益的保护来达到这种利益平衡。法律上对合法的捐赠要做出明确的规定，并由董事会或者经理人作出决策，同时赋予股东大会以监督权,而且要保障股东的诉讼权。

遗憾的是，国内的研究主要集中在定性研究，并且停留在策略性捐赠的研究阶段，没有涉及治理因素。然而西方的研究结果忽略了中国特殊的制度背景和治理状况，因而不能完全反应中国企业捐赠状况。因此，本文对中国企业捐赠与公司治理关系进行实证研究，试图发现中国特殊的环境背景下捐赠中体现出来的公司治理问题，并提出相应对策，填补这一研究空白。

三、 理论分析和研究假设

现代企业理论的一个最为基本的命题是：企业是一个契约耦合体。而代理问

题是企业契约观点的本质因素。代理问题的本质是管理和融资的分离，即所有权和控制权的分离（李维安，2003）。由于处于企业内部的经理层和处于企业外部的股东的信息不对称和客观存在的利益冲突问题如对自由现金流的过度投资和随意支出、追求个人职权最大化等，导致双方关系的不协调，两者通常需要通过博弈获得公司的控制权，谋求自身权益。而捐赠作为一种随意性支出，由于成本效益的衡量难度，并不存在投资回报率计量方法及底线限制。因而管理层的决策权在捐赠中发挥着重要作用。

因此，股东希望通过公司治理机制的设计和实施来制约经理层行为，降低代理成本，实现股东权益最大化。

现代广义的公司治理是关于公司剩余控制权、剩余索取权分配的一套法律、文化和制度安排（布莱尔，1995）；而狭义上的制度是由股东大会、董事会和高层管理人员组成的组织结构（吴敬琏，1994）。因此公司治理的好坏往往取决于股东权利的履行程度、董事会的效率及管理层和股东利益的契合程度。

（一）股权集中度

股东在公司治理中效率的高低，主要取决于股权结构。股权较为集中的公司更加注重‘用手投票’的内部治理机制，相反，股权结构较为分散的公司则对于‘用脚投票’的外部治理机制情有独钟。[1] 用经济的观点来讲，股权比例和两个成本密切相关：治理成本与风险成本（李维安，1999）。股权集中度高的企业中，一方面，大股东在企业中投入大量资本，面临巨大的风险，因此他们有动力加强企业治理，保全企业资产；另一方面，大股东更容易加强股东间的合作，联合监控经理层行为（Shleifer & Vishny,1997）。由此，股东集中度高的企业公司治理效

[1]马连福：《公司内部治理机制研究》，高等教育出版社（2005），P63

率更高。

H1：股权集中度越高，捐赠水平越低

（二）董事会规模

董事会规模是董事会治理效率的重要影响因素，规模较大的董事会往往面临更多的问题而降低治理效率。在代理理论和组织行为学理论基础上，首先，在讨论决策时，规模大的董事会往往为了表现得更加‘礼貌’和‘谦让’，不让经理人难堪，坦率和追求真理的作风将遭到抛弃（Jensen,1993）。在中国的上市公司中，国有股“一股独大”、最终所有者缺位的情况下，董事们对于企业项目的关注性大大降低这样，对于经理层的决策，董事难免在监督经理层的过程中失职。其次，规模大的董事会由于搭便车现象的大量存在和沟通中的问题，在决策过程中也会体现出无效率。由于沟通和协调上的问题，会使很多好的策略与思路因理解的偏颇而遭流产。同时在讨论问题时效率就会越低（Lipton& Lorsch，1992）。第三个方面在于，规模大的董事会更加多样化、更容易发生争论和更没有凝聚力（Alexander ，1993）因而降低对经理层的监控力。

H2：董事会规模越大，捐赠水平越高

（三）管理层持股

管理层和股东的利益冲突源于所有权和控制权的分离，及其导致的剩余控制权的争夺。当经理层的财富和他的决策结果没有大的财务关联的时候，代理问题会更为明显（Fama &Jensen ,1983）。通过股权激励的形式，将经理层的个人财富和股东的财富连在一起，两者的利益趋于一致（利益趋同假说）。经理层为了保全或者提高私人财富，就需要站在股东一边，做出提高企业价值的决策。而且随着经理层持股水平的上升，经理层与其他股东的利益契合越紧，进一步缓解代理

问题，为企业创造更大的价值（Jensen & Meckling，1976）。在自由现金流的使用问题上，持有高比例股权的经理层就会站在股东的角度，尽可能保全股东财富，以适度的捐赠维持或提高企业形象，同时发放股利。因此，管理层持股比例的提高，捐赠水平得到下降。

H3a: 管理层持股比例的提高，捐赠水平低

过高的经营者持股水平会让管理层的地位变得更加牢固，从而导致企业价值的丧失，即‘经营者防御假说’（Fama &Jensen，1983）。原因就在于随着股权比例上升，一方面，管理层在股东大会和董事会中受到的约束减少，另一方面市场并购受到阻碍。经理层利用职权，牺牲小股东利益满求个人需求的可行性大大提高。因此，为了提高个人名誉，经理层还是可能过度捐赠，损害小股东权益。

H3b:管理层持股比例过高，捐赠水平高

四、 研究设计

本研究将捐赠额作为被解释变量，公司治理变量作为解释变量，企业性质、资产规模、财务杠杆、销售费用和经营净现金流作为控制变量建立多元线性回归模型，检验企业捐赠与公司治理之间在统计上是否显著相关。公司治理变量数据来自国泰安 CSMAR 数据库，企业财务报表数据来自色诺芬数据库。数据分析使用软件 SPSS13.0。

（一）变量选择

本文将 2008 年度中国上市公司半年报中所披露的汶川地震发生后初次捐赠额作为被解释变量，原因在于地震发生后企业第二次以及之后的捐赠行为受到社会舆论等因素的影响，企业的捐赠总额受到各个方面的综合影响，因而不能体现出公司治理在其中的影响。公司治理变量是解释变量，包括股权集中度、董事会规模和管理层持股变量，其中股权集中度选取企业前 5 大股东持股比例。控制变量包括企业性质（是否国有股），资产规模（总资产自然对数），财务杠杆，销售费用和经营净现金流。各变量含义和预测符号如下表所示：

表 1　变量名称、含义和预测符号

变量类型	变量名称	变量含义	预测符号
被解释变量	DONATION	捐赠额	——
解释变量	TOP5	前五大股东持股比例	－
	BOARD	董事会规模	＋
	EXECUTIVE	管理层持股比例	?
控制变量	NATURE	企业性质（是否国有）	
	LEVERAGE	财务杠杆	
	SCALE	资产规模（总资产自然对数）	
	S_EXP	销售费用	
	OCF	经营净现金流	

（二）样本选择

本研究样本包括中国 192 家 2008 年度在汶川地震中捐赠的上市公司。在样本选择过程中，按以下顺序剔除部分企业的数据：

1．剔除了数据不全的公司

2．剔除了金融保险业的公司

3．剔除了异常值

此后，按照系统抽样的方法随机抽样可得 192 家公司数据。

五、 研究结果

（一）描述性统计

表 2　变量的描述性统计指标

变量名称	最小值	最大值	均值	标准差
DONATION	1.00	3462.00	385.2340	622.4851
TOP5	.18	1.00	.5416	.1619
BOARD	1.00	18.00	9.6915	2.2230
EXECUTIVE	.00	.75	.0547	.1433
NATURE	.00	1.00	.4202	.4949
LEVERAGE	.06	10.43	.6954	.8676
SCALE	16.01	26.74	21.2695	1.4179
TOTAL ASSETS	8975417	410237000000	6418165493	31193020161
S_EXP	0	41345000000	857102288	3743528375
OCF	-10437715816	210819000000	2723332722	18090699775

注：捐赠的单位为万元，规模取总资产的自然对数。

对变量进行描述性统计可知，企业初次捐赠额的最大值为 34620000 元，最小值为 10000 元，均值为 3852340 元，标准差为 6224851 元；前五大股东持股比例最大值为 100％，最小值为 18％，均值为 54.16％；董事会规模最大值为 18 人，最小值为 1 人，均值为 10 人；管理层持股比例最大值为 75％，最小值为 0，均值为 5.47％；样本中 58％的企业为国有控股企业；财务杠杆最大值为 10.43，最小值为 0.06，均值为 0.8676；资产最大值为 410237000000，最小值为 8975417，均值为 6418165493；销售费用最大值为 41345000000，最小值为 0，均值为 857102288；经营净现金流最大值为 210819000000，最小值为-10437715816，均值为 2723332722。

（二）回归结果

对以上数据进行多元线性回归，SPSS 输出结果显示回归方程为：

DONATION ＝ － 2.433*TOP5 ＋ 28.932*BOARD ＋ 13.963*EXECUTIVE － 49.388*NATURE － 0.033*LEVERAGE － 12.871*SCALE ＋ 6.236E-08*S_EXP ＋ 8.877E-09*OCF＋322.327

表 3　多元线性回归结果

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	322.327	676.898		.476	.635
TOP5	-2.433	.815	-.267	-2.985	.003
BOARD	28.932	18.791	.102	1.540	.125
EXECUTIVE	13.963	5.752	.219	2.428	.016
NATURE	-49.388	84.348	-.039	-.586	.559
LEVERAGE	-.033	10.364	.000	-.003	.997
SCALE	-12.871	29.601	-.029	-.435	.664
S_EXP	6.236E-08	.000	.367	5.779	.000
OCF	8.877E-09	.000	.252	3.955	.000

1．回归结果分析

捐赠水平与前五名大股东比例显著性水平为 5%的情况下呈显著的负相关关系。这说明前五名大股东持股比例越大，捐赠额越小。在其他条件相同的情况下，股权集中度较高的企业公司治理机制更加完善，股东通过有效的治理机制能制约管理层的随意支出行为，维持适度的捐赠水平，从而保全股东的权益。因此第一个假设得到证实。

捐赠水平与董事会规模在显著性水平为 15%的情况下存在正相关关系。董事会规模越大，捐赠额越大。董事会规模与捐赠水平存在负相关关系，但显著性不强。对此，我们持有谨慎的解释。大的董事会在公司治理中的效率不及小规模董事会，原因可能在于大董事会中董事们的“礼貌”和“谦让”以及商议中存在

的搭便车行为。但是另一方面，大董事会一方面可能由于人员结构复杂，带来较多的经验和知识，从而对项目决策和保护股东权益方面有积极意义。而且董事会的规模由于受到如行业、市场状况等因素的综合影响，故难以以一定的模式来判定董事会规模与捐赠水平的线性关系。

捐赠水平与管理层持股比例在显著性水平为 5%的情况下呈显著的正相关关系。管理层持股比例越大，捐赠额越大。原因可能在于随着管理层持股比例的提高，管理层在董事会和股东大会中的发言权得到更多保证，受到的约束相应减少，其他股东对其监督的力度也会放松，因此管理层就会利用股东权益，满足个人效用。假设 3b 在一定程度上得到验证。

表 4 多元线性回归的符号和显著性水平

变量类型	变量名称	变量含义	预测符号	回归符号	显著性水平
被解释变量	DONATION	捐赠额	——	——	——
解释变量	TOP5	前五大股东持股比例	－	－	3%
	BOARD	董事会规模	＋	＋	12.5%
	EXECUTIVE	管理层持股比例	?	＋	1.6%
控制变量	NATURE	企业性质（是否国有哑变量）		－	
	LEVERAGE	财务杠杆		－	
	SCALE	资产规模（总资产自然对数）		－	
	S_EXP	销售费用		＋	0.0%
	OCF	经营净现金流		＋	0.0%

从回归结果看，捐赠作为一种企业大额支出，受到了其他因素的影响。企业性质、规模、销售方式及财务松弛度的影响。我们发现国有企业捐赠额大，非国有企业捐赠额小，但相关关系不显著。可见，国有企业由于受到行政干预因素、行业特征（如：受国家部门管制）等因素影响，捐赠水平较高。但是随着国有企业股改完善和治理的加强（李维安，唐跃军，2005），企业在捐赠上更加趋于理性。

在规模上，企业捐赠额与规模负相关，但相关关系不显著。捐赠与企业销售方式是相关的，因此企业以捐赠的方式履行社会责任的同时也是在为企业做宣传。捐赠额与经营净现金流呈显著的正相关关系。说明企业在捐赠决策上受到财务松弛度的影响，企业履行社会责任。为社会捐赠还受到其当前可利用资源以及业务发展状况的影响。

2.模型有效性

表 5 多元线性回归总检验

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	21350244.188	8	2668780.523	8.953	.000(a)
Residual	54548558.182	183	298079.553		
Total	75898802.370	191			

a Predictors: (Constant), OCF, TOP5, LEVERAGE, S_EXP, NATURE, SCALE, BOARD, EXECUTIVE

b Dependent Variable: DONATION

如表 5 所示，该模型通过了总检验，在显著性水平为 5%的情况下，被解释变量捐赠额与解释变量和控制变量之间显著相关。同时，模型的拟合优度良好。

3．修正模型

表 6 解释变量之间的 Pearson 相关系数

Control Variables			top5	board	executive
nature & leverage & scale & s_exp & ocf	top5	Correlation	1.000	-.013	.711
		Significance (2-tailed)	.	.863	.000
		df	0	185	185
	board	Correlation	-.013	1.000	.052
		Significance (2-tailed)	.863	.	.478
		df	185	0	185
	executive	Correlation	.711	.052	1.000
		Significance (2-tailed)	.000	.478	.
		df	185	185	0

注：上表将控制变量控制以后计算解释变量两两之间的 Pearson 相关系数

通过上表可知，前五大股东持股比例与董事会规模之间不存在显著的相关关系。但前五大股东持股比例与管理层持股比例存在显著正相关关系，模型出现多重共线性问题。说明存在众多企业的大股东与管理层兼任的状况，这种状况为管理层利用职权和相对较弱的治理约束，损害其他股东尤其是中小股东权益，满足个人需求。在管理层不是大股东的情况下，管理层持股对公司治理有何影响，我们需要分离前五大股东持股比例与管理层持股比例的相关关系改良回归模型。

表 7 修正模型回归结果

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	245.619	675.181		.364	.716
top5	-2.445	.811	-.268	-3.013	.003
board	25.698	18.800	.091	1.367	.173
executive	-505.623	311.259	-7.925	-1.624	.106
nature	12.158	91.677	.010	.133	.895
leverage	-.909	10.327	-.006	-.088	.930
scale	-7.621	29.625	-.017	-.257	.797
s_exp	6.21E-008	.000	.365	5.783	.000
ocf	8.91E-009	.000	.253	3.987	.000
TOPEX	-1.073	.643	-8.152	-1.670	.097

对以上数据进行多元线性回归，SPSS 输出结果显示改良后的回归方程为：

DONATION ＝ － 2.445*TOP5 ＋ 25.6982*BOARD-505.623*EXECUTIVE ＋ 12.158*NATURE － 0.909*LEVERAGE － 7.621*SCALE ＋ 6.21E-008*S_EXP ＋ 8.91E-009*OCF-1.073*TOPEX＋245.619

改良后的模型中，管理层持股比例符号由正变负，管理层持股高，那么捐赠少。管理层持股比例不高，在一定的临界点之下，随着管理层持股比例的提高，但仍然受到大股东的约束，因此管理层会被监督履行代理责任，同时也由于股权

利益的部分趋同，因此管理层持股高，捐赠少。假设 3a 得到验证。

前五名大股东持股比例回归系数为－2.445，P 值为 3%，在显著性水平为 5%的情况下捐赠额与前五名大股东比例仍然呈显著的负相关关系。前五名大股东持股比例越大，捐赠额越小。

董事会规模与捐赠水平仍然表现出非显著的正相关关系。捐赠额与管理层持股比例的仍然显示出较为显著的正向关系。但是前五名大股东持股比例与管理层持股比例的负相关关系在显著性水平为 10%的情况下显著。说明管理层持股与前五名大股东持股的共同作用对捐赠额产生显著影响。一方面，我们可以看到管理层持股与股权集中度之间存在内生性；另一方面，说明管理层持股比例上升，并且股权集中度较高的情况下，公司治理的成本显著降低，大股东有着监督管理层的动机和能力，同时，股东和经理层的利益冲突得到缓解，因此缓和了代理问题，维护了企业所有者的权益。

改良模型的多重共线性问题得到解决，解释变量之间的相关程度大大降低。模型的有效性得到提高。

六、 研究结论

本文的研究证实了在捐赠问题中治理问题的存在，并且发现企业治理机制对过度捐赠的影响。我们发现，股权集中度和经理层持股对于提高治理效率，缓和代理问题，抑制随意性支出，保护股东权益有着显著的重要作用。经理层持股与

捐赠水平呈 U 型状态，在一定的持股比例临界点之内，经理层会履行代理责任，随着其持股比例提高，更多地考虑股东权益，但是当经理层持股比例高于临界比例，经理层有动机并且有能力侵害中小股东利益实现个人效用。但是董事会规模对捐赠水平的影响并未得到证实。一方面可能是企业中董事会在企业决策过程中的作用并不显著，另一方面在于董事会规模受到行业特征、企业发展阶段的影响，因此董事会规模不能对捐赠产生显著的影响。

此外，我们发现国有企业在捐赠水平上高于非国有企业，但不显著。原因有二，一者在于国有企业在体制改革和股权分置改革之后，提高了决策的科学性，这也许可以归因于公司治理的提高；二来因为非国有企业的社会责任得到加强。此外捐赠对企业营销仍然有着推动作用。

七、 政策建议

企业在捐赠决策的过程，尤其是对突发性灾难的捐赠，是代理问题暴露的契机，也是公司治理效率和效果的集中体现。通过本文的研究，我们认为，保护股东权益，降低代理成本，公司治理机制的建设依然任重道远。

首先，对于随意性支出的认识。传统理论认为捐赠是企业履行社会责任，做社会公民的义务。在对捐赠的评价中，总是持有“多多益善”的观点，从社会公益的角度评价企业捐赠，而忽略了捐赠中隐含的对股东利益的侵蚀。在 5.12 地震之后，资本市场上“不看市盈率，只看市捐率”、新闻媒体“逼捐”、万科“捐

款门”等等。然而股东们在肯定企业履行社会责任的同时，必须理性地认识到过度捐赠的存在，而往往最终的结果是牺牲股东权益，受益的是经理层。过度捐赠的企业资源没能有效用于高效率的生产、满足股东需求的股利，显然是资源的不合理配置。

其次，推动经理层激励机制的改革。推动股权激励的实施是使管理层和股东利益趋向一致的重要手段。但是由于可观存在的内部人优势与信息不对称，股东，尤其是中小股东应警惕经理层在持股比例上升后的内部人控制局面。

再次，加强董事会的建设。在捐赠中，董事会的决策制约效果不明显。因此，董事会的规模—应该由多少人组成不是一个定论。公司在选择一个合适的董事会规模时,需要考虑诸多相关的因素,如企业多元化经营、市场条件状况等。美国商业圆桌会议(BRT) 认为,董事会的最优组成将依据公司的特定情况以及产业的不同来决定;加拿大多伦多股票交易所(TSE) 的公司治理委员会也认为,董事数目的规则考虑和董事会的理想成分必须以公司自身的特征为基础来考虑。

最后，完善资本市场。提高相对的股权集中度对于加强公司治理有积极作用。因此，完善资本市场，引入机构投资者，提高投资人素质，建设高效的公司治理机制，才能优化资源配置，提高社会效率。

本文首次以实证的方式研究中国上市公司捐赠行为和公司治理的关系。对于上市公司公司治理问题的探查、捐赠的客观评价、股东权益的保护有重要意义。但是本文尚存在众多不足，如：没有追踪对捐赠有正负向影响的经理层持股比例临界点，董事会在捐赠中的作用尚不明了等。相信通过后续的研究，我们拨开公司治理与捐赠的关系迷雾之后，可以进一步研究捐赠创造的社会价值及其引发的问题之间的权衡等，力图通过研究，对现实予以知道，从而让企业社会责任的履

行实现资源的优化配置，提高社会整体效率。

参考文献

（一）中文部分

[1]杨团，葛道顺著：《公司于社会公益》，社会科学文献出版社，2003。

[2]杨淑娥，金帆：《关于公司财务治理问题的思考》，会计研究，2002 年第 12 期。

[3]田利华，陈晓东：《企业策略性捐赠行为研究：慈善投入的视角》，中央财经大学学报，2007 年第 2 期。

[4]郎咸平著：《公司治理》，社会科学文献出版社，2004

[5]马连福著：《中国内部治理机制研究》，高等教育出版社，2005

[6]李维安，唐跃军：《公司治理评价、治理指数与公司业绩》，中国工业经济，2006 年第 4 期。

[7]李维安，唐跃军：《上市公司利益相关者治理机制、治理指数与企业绩效》，管理世界，2005 年第 9 期。

[8]南开大学公司治理评价课题组：《中国上市公司治理评价与指数分析》，管理世界，2007 年第 5 期。

[9]桑仕俊、吴胜德、吕斐适：《公司治理机制与公司治理效率》，会计研究，2007 年第 6 期。

[10]支晓强、董盼：《管理层业绩报酬敏感度、内部现金流与企业投资行为》，会计研究，2007 年第 10 期。

[11]孙鹏程，沈华勤：《论公司捐赠中的社会责任》，法学，2003 年第 4 期。

[12]李领臣：《公司慈善捐赠的利益平衡》，法学，2007 年第 4 期。

[13]苏敏：《自由现金流量与现代财务理论》，经济与管理研究。

[14] 刘昌国：《公司治理机制、自由现金流量与上市公司过度投资行为研究》，经济科学，2006 年第四期。

[15]桑士俊，吴德胜，吕斐适：《公司治理机制与公司治理效率》，会计研究，2007 年第 6 期。

（二）英文部分

[1] Michael C.Jensen, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review ,Vol.76 NO.2 , 1986.

[2] Betty S Coffey,Jia Wang. Board Diversity and Managerial Control as Predictors of Corporate Social Performance, Journal of Business Ethics, Vol.17, Iss.14, Oct 1998

[3] Joseph Galaskiewicz， An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contribution in the Twin Cities. 1979-1981,1987-89,Administrative Science quarterly,Vol.42,Sep1997

[4] Heike Bruch ,Frank Walter, The Keys Rethinking Corporate Philanthropy , MIT Sloan Management Review, Fall 2005.

[5] Ann K Buchholtz,Allen C Amazon, Matthew Rutherford, Beyond Resources: The Mediating Effect of Top Management Discretion and Values on Corporate Philanthropy, Business and Society,Vol.38,Iss2.Jun 1999

[6]Orace Johnson: Corporate Philanthropy: An Analysis of Corporate Contributions, The Journal of Business, Vol.39, No.4, Oct1966

[7]Barbara R Bartkus, Sara A Morris, Bruce Seifert: Bussiness and Society, Vol.41, Iss.3, Sep2002

[8]Kissan Joseph, Vernon J. Richardson: Free Cash Flow, Agency Costs, and the Affordability Method of Advertising Budgeting, Journal of Marketing, Vol.66, January2002

[9]Bruce Seifert, Sara A Morris, Barbara R Bartkus: Comparing Big Givers and Small Givers:Financial Correlates of Corporate Philanthropy,Bussiness of Ethics,Vol.45,Iss.3,Jul 2003

[10]Beyond Resources: The mediating effect of top management discretion and values on corporate philanthropy, Bussiness and Society, Vol.38, Iss.2, Jun1999

[11]Craig M Sasse,Ryan T. Trahan:Rethinking the New Corporate Philanthropy,Bussiness Horizon,2007

[12]Thomas A. Hemphill: Corporate Governance, Strategic Philanthropy, and Public Policy, Business Horizon, 1999