

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

胡 琚， 彭远怀， 宋献中， 周林子

[摘要] 控股股东股权质押已成为中国资本市场的金融常态，且这一趋势仍在上升。尽管股权质押能够较为便捷地获得金融贷款，但对控股股东而言还存在控制权转移的风险。本文以 2003—2018 年中国沪深 A 股公司为样本，研究在股权质押情境下，控股股东是否存在策略性的慈善捐赠行为，以降低控制权转移风险。结果表明，当控股股东进行股权质押后，企业的慈善捐赠水平会显著增加，且上述结论存在较强稳健性。对捐赠动机的检验发现，控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠行为同时表现为拉抬股价和寻租动机：一方面，当股票市场的走势趋于熊市和公司股价更接近出质股权的平仓警戒线时，控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠动机会更加强烈；另一方面，在非国有控股企业和无政治关联的企业中，控股股东股权质押对企业慈善捐赠的正向影响更为明显。进一步研究发现，当企业应计盈余管理和真实盈余管理程度更低时，控股股东在股权质押情境下慈善捐赠动机会相对增强，说明在股权质押的情境下，控股股东会权衡不同市值管理行为的成本收益关系，慈善捐赠更多是其他行为受限时的策略性行为。本文的研究结论进一步揭示了控股股东在股权质押情境下的策略性行为，对于监管机构和投资者理解企业慈善捐赠的行为动机也具有重要启示意义。

[关键词] 控股股东股权质押； 控制权转移风险； 策略性慈善捐赠

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**J1006-480X(2020)02-0174-19

一、引言

控股股东通过出质股权向银行等金融机构获取质押贷款，已经成为近年来中国资本市场中的常见现象。根据 Wind 资讯统计，截至 2017 年底，A 股市场共有 1571 家上市公司的控股股东进行了股权质押，比率高达 44.1%，其中，879 家公司的控股股东出质的股权数量超过了其持股总量的 50%，88 家公司控股股东的股权质押比率甚至达到 100%。股权质押本质上应该是控股股东缓解自身财务约束的经济行为，与上市公司的经营决策无关。但是由于公司股价跌至质押平仓线时，质权

[收稿日期] 2019-06-30

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“环境规制下的企业成本转嫁研究：机制、后果与治理”（批准号 71902050）；国家自然科学基金面上项目“社会责任投入权衡、信誉资本和公司价值创造”（批准号 71372166）；海南大学科研启动项目“外部性、环境规制与企业成本转嫁”（批准号 kyqd(sk)1905）。

[作者简介] 胡珺，海南大学管理学院讲师，管理学博士；彭远怀，暨南大学管理学院博士研究生；宋献中，暨南大学管理学院教授，博士生导师，管理学博士；周林子，海南大学经济学院，管理学硕士。通讯作者：胡珺，电子邮箱：jnuhujun@163.com。感谢匿名审稿人和编辑部的建设性意见，当然文责自负。

人可以对出质股权平仓抛售,控股股东可能因此丧失公司的控制权。控制权是控股股东实现关联交易、掏空或占款等私利行为的资源基础,因而通常是控股股东最为重视的权力(Johnson et al., 2000)。考虑控股股东的控制权转移风险,股权质押对企业会计政策和财务行为等都可能存在重要影响。

控股股东大规模股权质押的行为引起了学者的广泛关注。由于股票价格直接影响质权人是否能强制平仓出质股权,故围绕控股股东市值管理的分析框架,学者们对股权质押可能引发的企业策略性行为进行了许多探索。这些研究发现,控股股东股权质押会招致企业进行更多的真实盈余管理(谢德仁等,2017)和应计盈余操纵(谢德仁等,2016)、择时和选择性信息披露(李常青和幸伟,2017)、“高送转”的股利分配(廖珂等,2018)、税收规避行为(王雄元等,2018)以及更少的研发创新投入(李常青等,2018)等,以刺激股价或维持股票价格的稳定,降低控制权转移风险。本文借鉴已有文献的分析框架,尝试从企业社会责任的角度,探讨在控股股东股权质押的情境下,企业是否存在策略性的捐赠行为,以期进一步揭示控股股东股权质押的微观经济影响。

企业慈善捐赠作为承担社会责任的重要组成部分,在调节贫富差距、促进社会公平、维护社会稳定等方面都发挥着重要作用。从定义讲,慈善捐赠是企业以自愿非互惠的方式无条件地提供资金或者物资给政府或者相关机构,属于企业的利他行为。然而许多研究发现,在特定的情境下企业会提高捐赠水平,如企业绩效下滑(王菁等,2014;李四海等,2012,2016)、诉讼风险升高(傅超和吉利,2017;Shiu and Yang,2017)和政府官员变更(戴亦一等,2014)等,这显然难以匹配利他性动机的解释。为此许多学者提出,利他性动机可能并不是驱动企业履行社会责任的主要原因,企业慈善捐赠还带有工具性和策略性等非利他特征(高勇强等,2012;李四海等,2016)。企业通过策略性的慈善捐赠,以期改善和维护利益相关者的关系,获得更多资源支持,或通过慈善捐赠在投资者心中形成“好”的归因,掩饰企业“坏”的行为或动机推断等。

本文认为在股权质押的情境下,控股股东可能存在两方面的策略性慈善捐赠动机,以降低控制权转移风险:一是股价动机。股价下滑是控股股东在股权质押情境下控制权转移风险的主要缘由,企业慈善捐赠不仅能够对外传递企业经营状况良好的信息(Lys et al.,2015;Chang et al.,2018),形成的企业声誉资本还具有类似伤害保险的效果(Godfrey,2005;钟宏武,2007),都有助于平缓资本市场对控股股东股权质押的恐慌情绪,稳定甚至刺激股价提升。二是寻租动机。企业慈善捐赠行为可以分担地方政府压力,有助于建立和加强政企关系(戴亦一等,2014)。这种关系虽然不能直接为企业提拉股价,但当股价下跌使得控股股东面临控制权转移风险时,却有助于为企业提供贷款和融资便利,控股股东还可以请求政府干预和介入,预防质押股权被强制平仓和司法拍卖。因此,控股股东也有动机通过慈善捐赠的方式向地方政府寻租,预防和降低股权质押情境下的控制权转移风险。本文以2003—2018年中国沪深A股上市公司为样本,考察了控股股东股权质押对企业慈善捐赠的影响。主要结果发现:当控股股东存在股权质押或质押股权比率相对更高时,企业慈善捐赠水平会显著提高。在股权质押的情境下,企业慈善捐赠更多是一种非利他的策略性行为,控股股东试图通过策略性慈善捐赠拉抬股价或寻租,降低出质股权被平仓而丧失企业控制权的风险。

本文可能的学术贡献:一是从企业慈善捐赠的视角,进一步揭示了控股股东股权质押对企业行为决策的影响。已有文献指出股权质押伴随的控制权转移风险,会诱发控股股东的市值管理行为,本文研究发现企业慈善捐赠也可能是控股股东在股权质押情境下的一种策略性行为,从而进一步丰富和拓展了控股股东股权质押经济后果的相关文献。在与本文最相关的文献中,富钰媛和苑泽明(2019)从利己还是利他的视角,考察了大股东在面临财务困境时(即股权质押)是否依然会进行“兼

济天下”的慈善捐赠,本文相对该文献的增量贡献在于:本文发现控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠行为,不仅存在拉抬股价的市值管理动机,还存在建立或改善政企关系的寻租动机,从而进一步明晰了控股股东股权质押影响企业慈善捐赠的内在机理;本文还发现在控股股东股权质押情境下,当盈余管理程度更高时慈善捐赠水平会相对更低,说明慈善捐赠更多是其他行为受限时的策略性行为,进一步加深了对两者间传导机制的理解。此外,本文还揭示了股权质押情境下控股股东实施策略性捐赠的经济后果,表现为在捐赠公告的窗口期内,无论控股股东是否存在股权质押,企业慈善捐赠行为都形成了良好的市场反应,平均超额收益率相对更高,这不仅为控股股东有动机实施策略性慈善捐赠提供了补充证据,佐证了本文的理论逻辑,对于引导和优化资本市场的资源配置也具有重要启示意义,投资者应该谨慎对待企业慈善捐赠行为,并剖析企业在不同情境下的捐赠动机,避免被管理者策略性捐赠误导而扭曲了资源配置。二是本文通过剖析控股股东在股权质押情境下慈善捐赠动机,一定程度上为 Campbell(2007)关于企业社会责任的论断提供了经验佐证,这对于后续相关研究也具有参考与启示意义。Campbell(2007)指出,企业在不同时点和情境下的社会责任行为可能存在不同的内在动机,对待企业社会责任行为须持以谨慎态度。从已有文献看,尽管学者们对企业慈善捐赠的动机进行了丰富的探讨,但研究结论还莫衷一是,究其原因可能就在于企业慈善捐赠的特定情境差异。本文基于控股股东股权质押的情境发现,企业慈善捐赠主要是控股股东为降低控制权转移风险的策略性行为,这不仅有力地回应了 Campbell(2007)的论断,对于深入企业社会责任的相关研究也具有重要的启示意义,后续研究可以重点关注和分析企业在不同情境下的社会责任行为,挖掘管理者可能潜在的策略性动机,以进一步完善企业社会责任研究的理论框架。

二、文献回顾与研究假说

1. 文献回顾

股权质押在不影响控制权收益的前提下,能够使得控股股东较为便捷地获得金融贷款,变相收回投资成本,缓解财务约束。尽管存在诸多好处,但对控股股东而言,股权质押并非完全没有风险。当公司股价跌至质押约定的平仓线时,由于质权人可以对出质股权平仓抛售,这可能使得控股股东因此丧失公司的控制权。因此,如何降低股权质押情境下的控制权转移风险,对控股股东而言是最为重要的问题。通过市值管理的方式降低控制权转移风险,通常是控股股东最为常用的策略性手段。从已有文献看,控股股东的市值管理行为主要可以分为三个方面:①策略性信息管理。谢德仁等(2016)发现,控股股东股权质押后更有可能隐藏企业的负面消息,以降低股价崩盘风险;李常青和幸伟(2017)发现,控股股东股权质押期间会操纵企业披露更多好消息,且好消息更可能在交易日披露,坏消息更可能在非交易日披露;廖珂等(2018)发现,控股股东股权质押期间企业更可能采取“高送转”而非现金分红的股利政策,向资本市场传导“好”消息。②应计盈余管理。谢德仁等(2017)发现,控股股东股权质押会促使企业更多选择对开发支出资本化的会计政策,进行向上的应计盈余管理;黎来芳和陈占燎(2018)发现,控股股东股权质押会降低企业的盈余信息质量。③真实盈余管理。李常青等(2018)和文雯等(2018)发现,由于创新的高成本和不确定性,控股股东股权质押期间会削减研发投入,以提升企业短期业绩;王雄元等(2018)发现,控股股东股权质押会刺激企业税收激进程度,以期改善企业盈余绩效。

企业慈善捐赠动机的探讨一直都是理论研究的重点。由于慈善捐赠行为是企业“真金白银”的投入,故早期的观点更多认为企业慈善捐赠主要是出于纯粹的利他性动机,是企业积极主动承担社会责任的表现。Campbell(2007)开创性地提出,企业慈善捐赠可能并非是一种纯粹的利他行为。近

期的文献也表明,利他性动机对特定情境下的慈善捐赠行为往往缺乏足够的解释力,如地方官员变更(戴亦一等,2014)和业绩下滑(李四海等,2016)等。因此,许多学者认为,企业慈善捐赠可能更多具有策略性的特点,管理者旨在通过慈善捐赠行为满足特定诉求,或帮助企业获得其他方面的益处。

慈善捐赠可以通过两种机制对企业产生积极影响:①信号传导效应。慈善捐赠同时具有公众效应与高模仿成本两种特性(李四海等,2016),通常被认为是传递企业业绩优良的一个信号(Lys et al.,2015;Chang et al.,2018)。外部利益相关者可能通过企业的慈善捐赠来判断其经营状况的优劣,从而减少了对会计盈余信息的依赖程度(李四海等,2016)。例如,研究发现企业慈善捐赠有助于缓解融资约束(李维安等,2015)及提高信用评级(Jiraporn et al.,2014)等。②声誉资本效应。慈善捐赠能产生积极正面的声誉(Godfrey,2005),提升企业的品牌形象(Gardberg and Formbrun,2006;Lev et al.,2010)。这不仅能增强对企业的利益相关者如客户、社区以及员工等的吸引力,巩固企业的资源基础和增强竞争力(Turban and Greening,1997;Porter and Kramer,2002;李四海等,2016),还能起到声誉保险的作用,减少诉讼风险(傅超和吉利,2017;Shiu and Yang,2017)、转移员工福利差等负面事件的影响(高勇强等,2012)。

从以上文献可以发现,控股股东股权质押内含控制权的转移风险,由此会引发控股股东的市值管理行为,如策略性信息披露、应计盈余和真实盈余操纵与管理等。企业慈善捐赠存在信号传递和声誉保险效应,能够增加投资者信心并形成企业声誉资本,对稳定和刺激企业股价都存在积极影响。此外,企业还可以通过慈善捐赠的方式向地方政府寻租,建立和加强政企关系。基于此,本文尝试在已有文献的基础上回答如下问题:①在股权质押的情境下,控股股东是否存在策略性的慈善捐赠行为,以降低控制权的转移风险?②控股股东在股权质押情境下的策略性慈善捐赠体现为哪种动机,拉抬股价还是寻租?③与盈余管理等其他策略性行为相比,慈善捐赠需要企业“真金白银”投入,成本相对较高,控股股东是否会权衡不同行为的成本收益关系,从而影响股权质押与策略性慈善捐赠的关系?

2. 理论分析与研究假说

在中国资本市场,由于上市资格受到严格管制,上市公司具有非常高的“壳”价值,上市公司的控制权往往是一种非常稀缺的资源(叶康涛,2003;马磊和徐向艺,2007;王雄元等,2018;Liu et al.,2019)。因此,伴随着整个股权质押期间,如何降低控制权转移风险,通常是控股股东最为关注的问题。

本文认为,在控股股东股权质押的情境下,由于控制权转移风险的客观存在,控股股东有动机实施策略性的慈善捐赠,其目的主要体现在稳定股价和寻租两个方面。稳定或拉抬股价是控股股东最为直接的动机。根据证监会要求,控股股东股权质押需要对外进行信息披露和情况说明。在信息不对称影响下,该事件可能向市场传递企业正面临严重财务困境的信号,这对企业外部股东而言并非是利好消息,甚至是坏消息(郑国坚等,2014)。慈善捐赠需要企业“真金白银”的投入,慈善捐赠越多通常意味着企业拥有良好的利润空间和绩效前景,能够对外传递企业经营状况良好的信息,缓解投资者对控股股东股权质押的恐慌情绪。因此,在股权质押期间,控股股东有动机通过策略性的慈善捐赠,向投资者传递企业利好信息以平缓恐慌情绪,避免因恐慌抛售导致股价下滑等现象发生。

企业慈善捐赠还具有声誉资本效应,有助于投资者对企业形成“好”的归因,减少对控股股东股权质押行为“坏”的动机推断,维护股价稳定。根据中国《担保法》第68条规定,股权质押期间质权人有权收取质物上产生的孳息,这实际上降低了控股股东的现金流权,对控股股东存在弱化激励效应和强化侵占效应,可能诱发控股股东掏空等自利行为(郝项超和梁琪,2009;郑国坚等,2014)。已有文献指出,声誉资本虽然不能为企业带来直接的增值收入,但当企业受到负面影响时,能够缓

解投资者对企业行为“坏”的动机推断,甚至减轻对企业负面事件的“制裁”(Godfrey,2005;宋献中等,2017;傅超和吉利,2017)。因此,控股股东在股权质押期间,有动机通过策略性的慈善捐赠构建企业的声誉资本,缓解投资者对控股股东的原罪嫌疑推断,避免因看低企业价值预期“用脚投票”而导致股价下跌。

除稳定股价动机之外,寻租动机也可能是控股股东在股权质押情境下实施策略性捐赠的重要缘由。在中国现行的财政分权体系下,地方政府对辖区内的资源配置具有较高的自由裁断权(Fan et al.,2007;胡珺等,2019)。控股股东股权质押内含的控制权转移风险虽然更多与公司股价直接相关,但当股价跌至平仓线以下,控股股东出质股权被冻结和司法拍卖的过程中,地方政府干预可能在其中产生重要影响:一方面,地方政府可以通过经济资源配置为企业贷款和融资提供更多便利,使得控股股东可以为出质股权提供更多担保;另一方面,地方政府也有能力通过干预司法过程,避免控股股东出质股权被强制拍卖(王雄元等,2018)。根据已有文献,企业慈善捐赠可以分担地方政府的财政压力,有助于建立和改善政企关系(戴亦一等,2014),因此寻租动机也是企业实施慈善捐赠的重要缘由之一。在控股股东股权质押的情境下,虽然政企关系不能直接对公司股价形成积极影响,但正如上所述,当股价下跌使得控股股东面临控制权的转移风险时,在很大程度上有助于控股股东寻求政府帮助,以期通过政府干预避免出质股权被强制平仓拍卖而丧失企业控制权。因此,控股股东也有动机通过慈善捐赠的方式向地方政府寻租,预防和降低股权质押情境下的控制权转移风险。

此外,在股权质押情境下,与税收规避、盈余管理等其他高风险的市值管理行为相比,控股股东通过策略性慈善捐赠降低控制权转移风险,更容易被公司管理层接受。一方面,控股股东通常掌握着管理层的人事任命权,如果因公司股票价格过低而导致控股股东身份变更,管理层也可能面临被更替的风险,其薪酬福利和职业生涯声誉等都可能由此严重受损;另一方面,企业慈善捐赠行为本身不存在风险特征,管理层也不会因此而承担更多决策风险。更为重要的是,根据已有文献,企业积极的社会责任行为还能够充当管理层的自利工具,帮助掩饰管理层基于自利动机的机会主义行为(权小锋等,2015)。因此,企业管理层不会反对控股股东在股权质押情境下的策略性慈善捐赠行为,甚至有动机予以支持。综上,本文提出:

假说1:存在控股股东股权质押的企业,慈善捐赠水平会相对更高。

根据前文的理论逻辑,在股权质押的情境下,控股股东有动机通过慈善捐赠拉抬股价的缘由主要在于:公司股价与控股股东控制权转移风险直接相关,而企业慈善捐赠不仅可以向资本市场释放利好信号,还存在积极的声誉资本效应,这都有助于稳定和拉抬公司股价,降低控制权转移风险,故控股股东在股权质押情境下有动机实施策略性的慈善捐赠。依据上述逻辑,若控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠存在拉抬股价动机,则应可以预期,当公司面临更高的股价下滑压力,并可能导致出质股权被强制平仓时,控股股东通过策略性慈善捐赠拉抬股价的动机应该更为强烈。从股价下滑压力的角度而言,根据年度股价涨跌趋势,股市行情可以分为熊市和牛市,牛市时股票市场的整体走势上涨,此时出质股权因股价下滑被强制平仓的概率更低,控股股东丧失企业控制权的风险也相对更小;相反,当股票市场表现为熊市时,公司股价下跌的概率更高,控股股东控制权转移风险也相对更大。从公司股价下降更可能导致出质股权被平仓的角度讲,在股权质押协议中通常设有平仓风险的警戒线,公司股价距离该风险警戒线越近,意味着出质股权可能被平仓的风险更高,控股股东的控制权转移风险也相对更大;相反,当股价距离该警戒线相对更远时,控股股东丧失公司控制权的风险也相对更小。据此,本文提出:

假说 2a:当股票市场整体走势趋于下跌时(熊市),控股股东股权质押对企业慈善捐赠的正向影响更加明显。

假说 2b:当公司股价距离平仓警戒线相对更近时,控股股东股权质押对企业慈善捐赠的正向影响更加明显。

在股权质押的情境下,控股股东有动机通过慈善捐赠进行寻租的缘由主要在于:当公司股价跌至控股股东出质股权约定的平仓线以下时,地方政府有能力为企业提供资金担保或实施行政干预,避免出质股权被质权人强制平仓或司法拍卖,故控股股东有动机通过慈善捐赠的方式构建或改善政企关系,向地方政府寻租,预防和降低控制权被转移的风险。依据上述逻辑,若控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠存在寻租动机,则应可以预期,当控股股东与地方政府的联系更为疏远时,控股股东通过策略性慈善捐赠以改善政企关系,为寻租构建资源基础的动机应该更为明显。从政企关系的角度而言,在中国的制度背景下,国有控股企业的实际控制人通常为中央或地方政府,国有控股企业在寻求政府补贴、银行信贷和税收优惠等方面都更具有资源优势,无须通过慈善捐赠的方式构建或改善政企关系;相对于国有控股企业,民营控股企业与地方政府则不存在天然的产权关系,故在股权质押的情境下,控股股东更有动机通过慈善捐赠向地方政府寻租,以预防控控制权转移风险。此外,公司高管的政治关联程度也可以反映政企关系,对于没有政治关联的企业而言,与政府的关系紧密程度相对更低,故在股权质押的情境下,控股股东通过慈善捐赠的方式寻租,以预防控控制权转移风险的动机也会相对更强。据此分析,本文提出:

假说 3a:相对于国有控股企业,非国有企业的控股股东股权质押对企业慈善捐赠的正向影响更加明显。

假说 3b:相对于具有政治关联的企业,无政治关联企业的控股股东股权质押对企业慈善捐赠的正向影响更加明显。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

考虑到公司慈善捐赠数据从 2003 年开始有完整的披露,因此本文以 2003—2018 年沪深 A 股上市公司作为初选样本,并对初选样本进行了如下处理:①剔除财务数据缺失的样本;②剔除金融与保险行业样本;③剔除 ST、PT 类样本;④对所有连续变量进行 1% 的双边缩尾处理。经过上述处理后,本文最终得到 25818 个企业—年度样本。本文中用到的控股股东股权质押数据主要来自 CSMAR 数据库,并根据巨潮资讯网的上市公司公告进行了补充和完善。其他企业数据均来自 CSMAR 和 Wind 数据库。

2. 模型设定与变量定义

为了验证控股股东股权质押与企业慈善捐赠的关系(假说 1),参照许年行和李哲(2016)、傅超和吉利(2017)的研究,本文设置如下待检验模型:

$$Donation_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

考虑到慈善捐赠为受限变量,本文采用更为合适的 Tobit 模型进行回归分析,并在公司层面进行聚类处理(Cluster)。模型(1)中各变量定义见表 1。

被解释变量 *Donation*。参照许年行和李哲(2016)、傅超和吉利(2017)的研究,本文采用企业实际捐赠金额与营业收入比值的 1000 倍来衡量公司慈善捐赠水平(*Donation*)。除以营业收入是为了消除规模效应,而扩大 1000 倍是为了消除数级差。

解释变量 *Pledge*。参考王雄元等(2018)、李常青等(2018)的研究,本文采用是否存在股权质押(*PledgeD*)和股权质押比例(*PledgeR*)来衡量控股股东股权质押情况。具体地,若年末公司控股股东存在股权质押则对 *PledgeD* 赋值 1,否则赋值为 0;股权质押比例(*PledgeR*)为控股股东年末在押股份数量与其持有公司股份总数量的比值。

控制变量(*Controls*)。参照戴亦一等(2014)、李四海等(2016)以及傅超和吉利(2017)等的研究,本文选取的控制变量包括:资产负债率(*Lev*)、资产收益率(*Roa*)、现金比率(*Cash*)、资产规模(*Size*)、股权集中度(*HHI*)、独立董事比例(*Indep*)、上市年龄(*Listage*)、分析师数量(*Analyst*)、四大审计(*Big4*)、融资约束(*SA*)、控股股东产权性质(*SOE*)、控股股东持股比例(*CSR*)以及上一期慈善捐赠水平(*LDonation*),同时在模型中还控制了行业固定效应(*Industry*)、年度固定效应(*Year*)和省份固定效应(*Province*)。

表 1 变量定义与计算方法

变量名称	变量符号	变量定义与计算方法
慈善捐赠水平	<i>Donation</i>	慈善捐赠金额与营业收入之比×1000
股权质押倾向	<i>PledgeD</i>	虚拟变量,年末存在控股股东股权质押取值为 1,否则取值 0
股权质押比例	<i>PledgeR</i>	控股股东年末股权质押数量与持股数量之比
资产收益率	<i>Roa</i>	净利润与期末总资产之比
资产负债率	<i>Lev</i>	期末负债总额与期末总资产之比
现金比率	<i>Cash</i>	期末现金持有量与总资产之比
资产规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
股权集中度	<i>HHI</i>	企业前十大股东持股比率的赫芬达尔指数
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数与董事会人数之比
上市年龄	<i>Listage</i>	上市年龄加 1 的自然对数
分析师数量	<i>Analyst</i>	跟踪公司分析师团队数量加 1 的自然对数
四大审计	<i>Big4</i>	虚拟变量,审计师来自四大事务所取值 1,否则取值 0
融资约束	<i>SA</i>	$(-0.737 \times Size) + (0.043 \times Size^2) - (0.040 \times Age)$
控股股东产权性质	<i>SOE</i>	虚拟变量,控股股东持有股份为国有股则取值 1,否则取值 0
控股股东持股比例	<i>CSR</i>	控股股东持股数量与公司股本数量之比
上一期慈善捐赠水平	<i>LDonation</i>	上一期慈善捐赠金额与营业收入之比×1000

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

根据描述性统计结果,企业慈善捐赠水平(*Donation*)的均值为 0.3208,说明样本企业平均每创造 1 万元的营业收入中有 3.208 元用于慈善捐赠;中位数为 0.0382 大于 0,说明样本中超过一半的企业进行了慈善捐赠;控股股东是否股权质押(*PledgeD*)的均值为 0.2246,说明样本企业中有 22.46% 的控股股东在年末存在股权质押;股权质押比例(*PledgeR*)的均值为 0.1119,说明控股股东平均将 11.19% 的股权进行了质押,若删除不存在控股股东股权质押的那部分样本,平均股权质押

比率高达 59.41%。其余变量的分布与已有文献(许年行和李哲,2016)基本一致。^①

2. 回归结果与分析

表 2 报告了采用 Tobit 的估计方法,对研究假说 1 进行检验的回归结果。前两列回归中,本文考察了控股股东是否进行股权质押对企业慈善捐赠的影响,第(1)列未加入控制变量,仅控制行业、年度和地区的固定效应,结果显示 *PledgeD* 的系数为 0.1187 且在 1% 的水平上显著;模型第(2)列中加入了前文列示的控制变量,结果显示 *PledgeD* 的系数为 0.0695,且仍在 1% 的水平上显著。从经济意义看,第(2)列中 *PledgeD* 的系数意味着,相对于没有控股股东进行股权质押的企业,存在控股股东股权质押的企业的平均慈善捐赠水平约高出 21.66%,这也就是说在企业每万元的营业收入中,控股股东股权质押的企业约平均多捐出 2.2 元^②。总体讲,前两列的回归结果说明,在控制其他影响企业慈善捐赠水平的因素后,存在控股股东股权质押的企业,慈善捐赠水平相对更高,这一回归与本文的理论预期相吻合,支持了研究假说 1。

在表 2 后两列的回归中,本文还考察了控股股东股权质押比率对企业慈善捐赠的影响,与前两列的结构相似,与第(3)列相比,在第(4)列的回归模型中进一步增加了企业层面的控制变量。这两列的回归结果显示, *PledgeR* 的系数分别为 0.1367 和 0.0881,且都在 1% 的水平上具有统计显著性。从经济意义看,第(4)列中 *PledgeR* 的系数意味着,企业控股股东股权质押比率每增加一个标准差,企业慈善捐赠水平相对于均值约增加 6.96%。^③总体讲,后两列的结果说明,当控股股东股权质押比率更高时,由于控制权的转移风险相对更大,企业慈善捐赠水平也会相对提升,这一结果同样支持了研究假说 1。

从控制变量看:*Roa*、*Cash*、*Size*、*HHI*、*Analyst*、*Indep*,以及 *LDonation* 的回归系数显著为正,说明资产收益率越高、现金越多、规模较大、股权集中度越高、分析师关注程度越高、独立董事比例越高,以及上一期慈善捐赠水平越高,企业的慈善捐赠水平越高;*Lev*、*SA*、*Listage*、*Big4*、*SOE* 以及 *CSR* 的回归系数显著为负,说明资产负债率越高、融资约束程度越高、上市时间越长、审计师来自四大审计、控股股东持股为国有股份,以及控股股东持股比例越高时,企业的慈善捐赠水平越低。控制变量的结果与现有文献的结论基本保持一致(戴亦一等,2014;许年行和李哲,2016;傅超和吉利,2017),说明本文模型的变量选择和估计结果都具有较强可靠性。^④

3. 稳健性检验^⑤

(1) 双重差分检验。参考翟胜宝等(2017)的研究,本文采用模型(1)的控制变量通过 Logit 回归计算出控股股东股权质押倾向得分值,以首次发生控股股东股权质押的企业样本为处理组,采用无放回的一对一匹配方法,在股权质押发生前一年匹配同年度—同行业—同地区内倾向得分值最为接近且从未发生股权质押的企业,从而得到控制组样本。然后设置如下两个变量:*Treat*,处理组企业样本赋值为 1,控制组企业样本赋值为 0;*Post*,企业控股股东股权质押及之后的年度对 *Post* 赋值为

^① 本文还考察了主要变量的相关系数,主要变量相关系数的绝对值均未超过 0.5,说明这些变量间不存在严重的多重共线性问题。变量描述性统计和相关系数的结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

^② *PledgeD* 的系数(0.0695)/*Dontion* 的均值(0.3208)=0.2166,即 21.66%,因为 *Donation*(慈善捐赠金额/营业收入)的定义对初始数值扩大了 1000 倍,故还原之后为 0.0002166,即对应每万元营业收入慈善捐赠增加 2.2 元。

^③ 计算经济意义的公式为:*PledgeR* 的系数(0.0881)×标准差(0.2535)/*Donation* 的均值(0.3208)=0.0696。

^④ 控制变量的结果未报告,请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

^⑤ 稳健性检验的结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

表 2 控股股东股权质押对企业慈善捐赠的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Donation	Donation	Donation	Donation
PledgeD	0.1187*** (7.7045)	0.0695*** (5.0490)		
PledgeR			0.1367*** (5.4429)	0.0881*** (3.9204)
Controls	不控制	控制	不控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
Province	控制	控制	控制	控制
N	25818	25818	25818	25818
Pseudo R ²	0.0356	0.1311	0.0351	0.1309

注: *、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 水平上显著, 括号内为 t 值。表中省略了控制变量和常数项的结果, 以下各表同。

1, 之前赋值 0。对 PSM 后控制变量的均值 t 检验发现, 所有控制变量的均值在两组样本中都不存在显著差异, 这说明 PSM 的效果良好。PSM 后的 DID 回归发现, 交互项 Treat×Post 的系数在 1% 水平上显著为正, 说明相对于控股股东从未进行过股权质押的企业, 控股股东的股权质押显著增加了企业慈善捐赠水平。双重差分的回归结果与之前的研究发现保持一致, 同样支持了本文的研究假说。

(2) 工具变量回归。参考谢德仁等(2016)的方法, 本文还使用工具变量法进行了稳健性检验。具体地, 选取同年度同行业的平均质押水平(比率)Ind_PledgeD 和同年度同地区的平均质押水平(比率)Pro_PledgeD 作为企业控股股东股权质押倾向(比率)的工具变量, 然后通过 IV-Tobit 模型进行两阶段回归。第一阶段的回归结果显示, 工具变量 Ind_PledgeD 和 Pro_PledgeD 的系数都在 1% 的水平上显著为正, 拟合值分别为 0.1538 和 0.1425, 说明模型具有较好的解释力度。第二阶段的回归结果表明, Wald 外生性检验的卡方值在 1% 水平上显著, 说明工具变量满足外生性要求。更为重要的是, PledgeD 和 PledgeR 的系数均在 1% 的水平上显著为正, 说明使用工具变量缓解内生性后, 控股股东股权质押仍然与企业慈善捐赠水平显著正相关, 与前文的研究发现保持一致。

(3) 其他稳健性检验。为进一步检验研究结论的稳健性, 本文还进行了如下敏感性测试: ①采用企业慈善捐赠金额除以企业员工数量作为被解释变量, 进行指标敏感性检验; ②采用企业慈善捐赠金额加 1 的自然对数作为被解释变量, 进行指标敏感性检验; ③采用最小二乘法(OLS)重新对模型进行回归, 进行估计方法的敏感性检验; ④删除上市公司明确公告控股股东股权质押仅是为申请银行贷款的增信措施, 不存在平仓风险的样本。以上稳健性检验的结果均发现控股股东股权质押显著提高了企业慈善捐赠水平, 都支持了本文的研究假说。

4. 对企业慈善捐赠股价拉抬动机的检验

根据前文的假说 2a 和假说 2b, 若控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠存在拉抬股价的动机, 则应可以预期, 当公司股价更有可能导致出质股权被强制平仓时, 控股股东通过策略性慈善捐赠拉抬股价的动机应该更为强烈。接下来本文在模型(1)的基础上, 分别引入体现公司股价下跌特征的调节变量, 对这两个假说展开实证检验。

为了验证假说 2a, 参考许年行等(2012)、肖峻(2013)的方法, 本文根据股票市场每年的月均回报率与零收益率进行比较定义牛市和熊市: 若股市当年的月均市场回报率小于零, 定义该年为熊市, 对 Bear 赋值为 1, 否则赋值为 0。表 3 的前两列报告了股价下滑压力对控股股东股权质押情境

下慈善捐赠的影响，可以发现这两列中，交互项 $PledgeD \times Bear$ 和 $PledgeR \times Bear$ 的系数都至少在 10% 的水平上显著为正，这与前文的理论逻辑相吻合，说明相对于股票市场为牛市的年份，熊市时由于公司股价下滑的压力更大，控股股东股权质押后的控制权转移风险更高，故控股股东通过策略性慈善捐赠拉抬股价的动机相对更强，回归结果支持了假说 2a 的理论预期。

为了检验假说 2b，参考李常青和幸伟(2017)、廖珂等(2018)的研究，本文以公司股价距离预警股价的 5% 为基准定义平仓风险 $Call$ ，若在某个年度公司的股价曾跌至该基准股价以下，则对该年度对应的 $Call$ 赋值为 1，否则对 $Call$ 赋值为 0。^① 表 3 的后两列报告了公司股价与警戒线的相对距离对控股股东股权质押与慈善捐赠的影响，从这两列中可以发现，交互项 $PledgeD \times Call$ 和 $PledgeR \times Call$ 的系数都在 5% 的水平上显著为正，说明当公司股价距离出质股权被平仓的警戒距离更近时，由于控制权转移的风险相对更大，控股股东有更强的动机通过策略性的慈善捐赠以拉抬股价，降低控制权转移风险，回归结果支持了研究假说 2b 的理论预期。

5. 对企业慈善捐赠寻租动机的检验

根据前文的假说 3a 和假说 3b，若控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠存在寻租的动机，则应可以预期，当控股股东或企业与政府的关系更为疏远时，控股股东通过策略性慈善捐赠寻租的动机会更为明显。同样，本文在模型(1)的基础上，分别引入控股股东产权性质和政治关联程度的调节变量，对这两个假说展开实证检验。

为了检验假说 3a，参考已有文献的方法(谢德仁等, 2016; 翟胜宝等, 2017)，本文根据企业控股股东的产权属性的定义 SOE ：国有控股企业对 SOE 赋值为 1，非国有控股企业则对 SOE 赋值为 0。表 4 的前两列报告了控股股东产权特征对股权质押情境下企业慈善捐赠的影响，可以发现这两列中，交互项 $PledgeD \times SOE$ 和 $PledgeR \times SOE$ 的系数都至少在 5% 的水平上显著为负，这与假说 3a 的理论预期相吻合，说明相对于国有控股企业，由于非国有控股企业的政府关系相对更为疏远，控股股东有相对更强的动机通过慈善捐赠进行寻租，以期降低在股权质押情境下的控制权转移风险。

为了检验假说 3b，本文根据上市公司的高管背景将政治关联主要分为如下两类：一是曾任人大代表、政协委员等非政府官员却有较大影响力的职位；二是曾在中央、省级或其他地方政府任职的官员。对于曾任职政府官员的高管政治关联强度评分如下：副部级及以上官员 7 分，正厅级 6 分，副厅级 5 分，正处级 4 分，副处级 3 分，正科级 2 分，副科级及以下 1 分；对于人大代表、政协委员的评分如下：全国人大代表、政协委员 6 分，省级人大代表、政协委员 4 分，市级以下人大代表、政协委员 2 分。对每个高管的政治关联强度评分后，将所有高管的政治关联评分加总得到公司政治关联指数，然后对该指数标准化，使得分最高的公司政治关联指数为 1，其余公司按相应的得分比例进行调整，变量符号用 $Connect$ 表示。表 4 的后两列报告了公司政治关联对控股股东股权质押与企业慈

^① 股权质押中存在三个重要指标：质押比率、警戒比率和平仓比率。质押比率指质押融资金额与质押股权市场价值之比(通常用质押前七个交易日收盘价的均值衡量)，这个比率不得高于 60%；警戒比率指股权质押后的市场价值与融资金额的预警比率，一般规定最低为 135%，否则质权人会要求质押人补足质押股权价值缺口；平仓比率指股权质押后的市场价值与融资金额的平仓比率，一般规定最低为 120%，否则质权人可以无条件处置质押股权，用于质押人的还本付息。比如，质押前七个交易日的收盘均价为 10 元，质押 100 万股，质押比率是 60%，则股权质押人最高可以获得 $10 \times 100 \times 0.6 = 600$ 万元的贷款；警戒比率是 135%，表示质押股权市场价值的警戒值是 $600 \times 1.35 = 810$ 万元，即股价 8.1 元；平仓比率是 120%，表示质押股权市场价值的平仓值是 $600 \times 1.20 = 720$ 万元，即股价 7.2 元。根据对本文股权质押样本公司统计，质押期间内公司股价曾跌至警戒比率的公司占比为 9.2%，但没有一家公司股价曾跌至平仓比率以下，故本文没有选择警戒线股价作为基准股价，而是参考已有文献的方法，以距离警戒线股价的 5% 作为标准。

表 3 对企业慈善捐赠股价拉抬动机的检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Donation	Donation	Donation	Donation
PledgeD	0.0502*** (2.8081)		-0.0346 (-0.7532)	
PledgeR		0.0473 (1.6166)		-0.0820 (-1.0673)
PledgeD×Bear	0.0453* (1.6836)			
PledgeR×Bear		0.0962** (2.1834)		
PledgeD×Call			0.1816** (2.3830)	
PledgeR×Call				0.2949** (2.3181)
Bear	0.0828** (2.1061)	0.0888** (2.2726)		
Call			-0.0951** (-2.5320)	-0.0860** (-2.3481)
Controls	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
Province	控制	控制	控制	控制
N	25818	25818	25818	25818
Pseudo R ²	0.1312	0.1310	0.1313	0.1311

善捐赠的影响,可以发现交互项 *PledgeD*×*Connect* 和 *PledgeR*×*Connect* 的系数都至少在 10% 的水平上显著为负,说明当公司政治关联程度相对更低时,控股股东的策略性慈善捐赠动机也相对更强,回归结果支持了研究假说 3b 的理论预期。

五、进一步分析

1. 控股股东股权质押、企业慈善捐赠与投资者反应

控股股东在股权质押的情境下有动机通过策略性慈善捐赠以拉抬公司股价,降低控制权转移风险。但显然只有当投资者对控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠做出积极反应时,控股股东才能够利用这一行为进行市值管理。基于此,本文将进一步检验控股股东股权质押、慈善捐赠与投资者反应的关系,以探讨控股股东的策略性捐赠行为是否实现了市值管理的目的。

由于 CSMAR、Wind 数据库仅提供了企业捐赠金额的数据,并未对捐赠时间进行统计,本文分别从“巨潮资讯网”和“Wind 上市公司公告”两个数据来源,手工整理了 2008 年以来上市公司关于对外捐赠的 726 个公告,并采用事件研究的方法,计算了对外捐赠公告前后三个交易日的个股超额收益率^①。本文首先检验企业对外公告慈善捐赠在窗口期是否获得了平均超额收益(AAR),表 5 的 Panel A 的结果显示,捐赠事件公告日后 AAR 都在 5% 的水平上显著为正,说明投资者对企业慈善

^① 选择从 2008 年开始,主要是因为之前年度上市公司对外捐赠的公告特别少,2003—2007 年不足 50 个,但从 2008 年开始,上市公司对外捐赠公告陡增到平均每年接近 100 个。选择事件日前的 180 日作为估计期,计算个股超额收益率。

表4 对企业慈善捐赠寻租动机的检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Donation</i>	<i>Donation</i>	<i>Donation</i>	<i>Donation</i>
<i>PledgeD</i>	0.0793*** (5.4405)		0.0615*** (2.7321)	
<i>PledgeR</i>		0.1035*** (4.4542)		0.0730** (2.1511)
<i>PledgeD×SOE</i>	-0.0856** (-2.0410)			
<i>PledgeR×SOE</i>		-0.2278*** (-2.5932)		
<i>PledgeD×Connect</i>			-0.0855** (-2.2320)	
<i>PledgeR×Connect</i>				-0.1148* (-1.9091)
<i>Connect</i>			0.1005*** (4.2546)	0.0918*** (4.1289)
<i>SOE</i>	-0.0620*** (-3.8991)	-0.0636*** (-4.0441)	-0.5245*** (-5.0356)	-0.5239*** (-5.0289)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Province</i>	控制	控制	控制	控制
N	25818	25818	13555	13555
Pseudo R ²	0.1312	0.1311	0.1180	0.1179

捐赠做出了积极反应；其次，区分企业控股股东是否进行股权质押，Panel B 和 Panel C 的结果显示，两组样本中 *AAR* 都在 10% 的水平上显著为正，说明无论控股股东是否股权质押，企业慈善捐赠都形成了良好的市场反应；最后，比较投资者对企业慈善捐赠的反应在控股股东股权质押时是否存在差异，Panel D 的结果显示，*AAR* 在两组企业中的差异不存在统计显著性，这也就说明投资者未能识别出企业慈善捐赠背后的策略性动机，控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠行为实现了拉抬股价的目的。^①

2. 控股股东连续股权质押、解除质押与企业慈善捐赠

尽管前文的结果表明，控股股东在股权质押情境下的慈善捐赠可以拉抬公司股价，但从长期讲，公司股价仍然无法脱离基本面的影响，策略性慈善捐赠难以起到持续性的效果。这也就是说，若拉抬股价是控股股东在股权质押情境下进行慈善捐赠的主要缘由，则应该可以预期，随着控股股东股权质押期限增加，策略性慈善捐赠的动机应会逐渐降低。基于此，本文构建了如下三个股权质押期限的变量：*Pledge_year₁*，控股股东进行股权质押的第一年定义为 1，其他情况均定义为 0；*Pledge_year₂*，对控股股东连续股权质押第二年定义为 1，其他情况均定义为 0；*Pledge_year₃*，对控股股东连续股权质押第三年及之后更多年份定义为 1，其他情况均定义为 0。通过把这三个变量分别

^① 本文还从股票年度超额收益的角度，对控股股东股权质押、慈善捐赠与投资者反应的关系进行了检验，结果显示，控股股东股权质押显著降低了公司股票的年度超额收益，慈善捐赠企业的股票超额收益相对更高，且慈善捐赠显著降低了控股股东股权质押对年度超额收益的消极影响。回归结果请参见《中国工业经济》网站 (<http://www.ciejournal.org>) 附件。

表 5 慈善捐赠公告的市场反应

Panel A	全样本(N=726)						
Date	-3	-2	-1	0	1	2	3
AAR_1	-0.0003 (-0.3319)	-0.0001 (-0.2130)	-0.0005 (-0.9639)	0.0011** (2.3900)	0.0014*** (2.9871)	0.0013*** (3.4002)	0.0012*** (3.1930)
Panel B	无质押样本(N=511)						
AAR_2	0.0001 (0.0780)	0.0002 (0.1853)	-0.0006 (-0.8910)	0.0011* (1.7679)	0.0014** (2.3367)	0.0014*** (2.7392)	0.0013*** (2.6028)
Panel C	质押样本(N=215)						
AAR_3	-0.0012 (-0.8441)	-0.0009 (-0.8389)	-0.0003 (-0.3686)	0.0012* (1.8633)	0.0013** (2.0686)	0.0011** (2.2890)	0.0009** (2.1000)
Panel D	质押样本与无质押样本的 AAR 差异						
$AAR_2 - AAR_3$	0.0013 (0.6619)	0.0011 (0.6905)	-0.0003 (-0.2857)	-0.0001 (-0.1716)	0.0001 (0.0514)	0.0003 (0.3196)	0.0004 (0.3824)

和同时加入基准回归模型(1),本文尝试对控股股东在不同股权质押期限下的策略性慈善捐赠行为展开检验。

表 6 的前四列报告了相应的回归结果。从前三列可以发现, $Pledge_year_1$ 和 $Pledge_year_2$ 都显著为正,但 $Pledge_year_3$ 不显著,且三个变量的系数呈现递减趋势。在第(4)列中,回归模型中同时加入了这三个变量,结果显示变量系数大小和显著性水平与前三列基本保持一致。以上回归结果说明,随着连续股权质押期限增加,控股股东在股权质押情境下策略性慈善捐赠动机会随之降低。这一回归结果也与本文的理论预期相吻合,说明由于长期而言公司股价必然向基本面价值回落,通过慈善捐赠刺激公司股价的效应会趋于减弱,故控股股东也会相应地减少通过慈善捐赠拉抬股价的策略性行为。

此外,本文还进一步检验了控股股东质押股权解除对企业慈善捐赠的影响。控股股东质押股权解除的定义如下:若控股股东前一期末存在股权质押,但本期末不再有质押股权,则 $Pledge_gone$ 赋值为 1,其他情况都赋值为 0。若本文的理论逻辑成立,则应该可以预期:当控股股东股权质押解除时,策略性慈善捐赠行为也会随之不复存在。表 6 的后两列报告了相应的回归结果,从第(5)列可以发现, $Pledge_gone$ 的系数在 1% 的水平上显著为负,与理论预期相吻合。考虑到当 $Pledge_gone$ 等于 0 时存在三种情形:前一期和本期都存在股权质押;前一期不存在但本期存在股权质押;前一期和本期都不存在股权质押。为便于理解 $Pledge_gone$ 系数的经济意义,本文剔除后两种情形的样本后重新进行回归,第(6)列的结果显示, $Pledge_gone$ 系数在 1% 的水平上显著为负,依旧与本文的理论预期相吻合。

3. 控股股东股权质押、市场化程度与企业慈善捐赠

前文的回归表明,寻租也是控股股东在股权质押的情境下实施更多慈善捐赠的主要缘由之一。寻租动机的理论逻辑在于:当公司股价跌至出质股权约定的平仓线以下时,地方政府有能力为企业安排更多资金提供担保,或通过行政干预避免出质股权被强制平仓或司法拍卖,故控股股东有动机通过慈善捐赠改善政企关系,向地方政府寻租。为进一步佐证寻租动机的逻辑,本文结合地区市场化程度,对股权质押与企业慈善捐赠的关系进行分析和检验。

表 6 控股股东股权质押期限与慈善捐赠

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Donation	Donation	Donation	Donation	Donation	Donation
Pledge_year ₁	0.0906*** (4.9696)			0.0923*** (5.0535)		
Pledge_year ₂		0.0403** (2.2073)		0.0411** (2.2714)		
Pledge_year ₃			0.0235 (1.2118)	0.0201 (1.1002)		
Pledge_gone					-0.0494*** (-4.0915)	-0.1102*** (-6.3710)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Province	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	25818	25818	25818	25818	25818	9655
Pseudo R ²	0.1322	0.1319	0.1314	0.1319	0.1310	0.2548

市场化程度反映了企业所处地区的经济水平和法律环境。在市场化程度相对更低的地区,由于上市公司数量相对更少,对地方财税收入和经济发展的影响更为重要,地方保护主义的程度更高(Gong,2004)。在股权质押的背景下,控股股东若因出质股权被平仓而丧失控制权,其控股公司也可能转移出所在地区,故地方政府自身通常就有相对更强的动机行政干预,避免地方企业的控制权发生转移(王雄元等,2018)。因此,相对更低的市场化程度可能降低控股股东通过慈善捐赠寻租的动机。相反,当地方市场化程度相对更高时,由于法律环境更加透明,上市公司数量也相对更多,地方政府干预企业控制权转移过程的成本会更高,但收益会相对更低。在股权质押的情境下,控股股东可能需要更多的利益输出才可能获得地方政府的帮助与庇护,如慈善捐赠等。相对更高的经济发展水平也使得地方政府更有能力通过资金安排改善公司流动性,或为控股股东追加担保或质押提供支持,这也会进一步强化控股股东的寻租动机。

参考樊纲和王小鲁(2011)、王小鲁等(2018)的市场化进程报告,本文采用市场中介组织的发育和法律制度环境评分衡量地区市场化程度,以检验上述理论预期。需要指出的是,由于本文研究样本跨度为2003—2018年,但2011年和2018年两个版本的市场化程度评分体系存在一定差异,时间序列的可比性较低,故本文采用设置虚拟变量的方法,根据省级区域的各年得分进行排序和赋值。综合考虑上市公司数量的区域分布差异,将每年得分最高的五个省级行政区域设为市场化程度较高组,并对Legal取值1,其余取值0。^①表7报告了相应的回归结果,可以发现,交互项PledgeD×Legal和PledgeR×Legal的系数均在5%的水平上显著为正,说明当地区市场化程度相对更高时,由于政府干预成本更高、收益更低,且地方政府更有能力为上市公司融资提供支持,控股股东在股权质押的情境下,通过慈善捐赠向地方政府寻租的动机会相对更强。

^① 由于不同省份的上市公司数量存在较大差异,采用不同省份市场化程度的中位数分组,会使得两组样本的数量存在很大差异。根据描述性统计,采用省份市场化程度是否排名前五进行分组,两组样本数量的分布最为均匀,故本文采用了上述分组依据。若采用中位数分组,股权质押和市场化程度的交互项系数会相对变小,但都至少在10%的水平上显著。

表 7

基于市场化程度的检验

	(1)	(2)
	Donation	Donation
PledgeD	0.0329* (1.6938)	
PledgeR		0.0303 (0.9568)
PledgeD×Legal	0.0659** (2.5059)	
PledgeR×Legal		0.1054** (2.4329)
Legal	0.1177*** (4.9421)	0.1214*** (5.1464)
Controls	控制	控制
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Province	控制	控制
N	25818	25818
Pseudo R ²	0.1318	0.1316

4. 控股股东股权质押、盈余管理与企业慈善捐赠

控股股东在股权质押情境下,还可能通过其他策略性行为降低控制权转移风险,如真实盈余管理(王雄元等,2018)和应计盈余操纵(谢德仁等,2016,2017)等。从成本收益权衡的角度讲,尽管慈善捐赠可能为企业带来诸多的好处,如稳定股票价格和构建政企关系等进而预防控制权转移风险,但与盈余管理等其他行为相比,慈善捐赠还具有经济成本相对更高的特点。因此,在降低控制权转移风险过程中,控股股东可能权衡不同行为的成本收益关系,进而影响策略性慈善捐赠动机。接下来,本文通过测算不同企业的应计盈余管理和真实盈余管理程度,检验在控股股东股权质押情境下,盈余管理与企业慈善捐赠的关系,以进一步识别和验证企业慈善捐赠是否为控股股东股权质押情境下的一种策略性行为。

本文以修正的 Jones 模型计算企业应计盈余管理程度 AEM,表 8 的前两列报告了以 AEM 作为调节变量的回归结果。可以发现,这两列中交互项 PledgeD×AEM 和 PledgeR×AEM 的系数都至少在 10% 的水平上显著为负,说明当企业应计盈余管理程度更高时,控股股东股权质押情境下的慈善捐赠水平相对更低;在后两列中的回归中,本文根据 Roychowdhury(2006)的方法计算企业的真实盈余管理水平 REM,检验了真实盈余管理 REM 对控股股东股权质押情境下企业慈善捐赠的影响。可以发现,在这两列中交互项 PledgeD×REM 和 PledgeR×REM 的系数也都至少在 10% 的水平上显著为负,说明当企业真实盈余管理程度相对更高时,也会相对降低控股股东股权质押情境下的策略性慈善捐赠动机。以上回归结果进一步支持了本文理论预期,说明在股权质押的情境下,控股股东会权衡不同行为的成本收益关系,慈善捐赠更多是其他行为受限时的策略性行为。

六、研究结论与启示

控股股东股权质押内含控制权转移风险。已有文献发现在控股股东股权质押期间,企业会通过盈余管理、选择性信息管理等行为降低控制权转移风险。结合前期研究,本文研究在控股股东股权

表 8

基于盈余管理的检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Donation</i>	<i>Donation</i>	<i>Donation</i>	<i>Donation</i>
<i>PledgeD</i>	0.0941*** (5.0250)		0.0906*** (5.3441)	
<i>PledgeR</i>		0.1449*** (4.7025)		0.1147*** (4.1459)
<i>PledgeD×AEM</i>	-0.3346* (-1.9124)			
<i>PledgeR×AEM</i>		-0.7149*** (-2.6661)		
<i>PledgeD×REM</i>			-0.2823** (-2.0553)	
<i>PledgeR×REM</i>				-0.3944* (-1.6911)
<i>AEM</i>	0.0503 (0.5333)	0.0663 (0.7376)		
<i>REM</i>			-0.1769** (-2.2567)	-0.1989*** (-2.6735)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Province</i>	控制	控制	控制	控制
N	25818	25818	25818	25818
Pseudo R ²	0.1312	0.1311	0.1314	0.1312

质押的情境下,控制权转移风险是否诱发企业策略性慈善捐赠。研究发现:控股股东股权质押后企业慈善捐赠会显著增加,且控股股东的股权质押比率越高,企业慈善捐赠的增加程度更为明显;剖析两者间的理论机制发现,当股票市场行情下跌、公司股价离平仓警戒线更近时,以及在非国有控股企业、政治关联程度更低的企业中,控股股东股权质押对企业慈善捐赠的影响更加明显。以上结果意味着,控股股东在股权质押情境下的企业慈善捐赠行为,主要出于预防控制权转移风险的拉抬股价和寻租动机。本文进一步研究发现,当企业应计盈余管理和真实盈余管理程度更低时,控股股东在股权质押情境下的策略性慈善捐赠动机相对更强。这说明在股权质押的情境下,控股股东会权衡不同市值管理行为的成本收益关系,企业慈善捐赠主要是控股股东为降低控制权转移风险的一种策略性行为。

本文进一步揭示了控股股东股权质押对微观企业行为的影响,同时也深化了对企业慈善捐赠内在动机的理解,研究结论具有重要的启示意义:

(1)警惕上市公司股权质押“乱象”,预防控股东的市值管理行为。股权质押可以绕开监管审核,且不存在繁琐过程和束缚条件,在“融资难、融资贵”的大背景下,成为了中国上市公司偏好的主要融资方式之一,甚至有出现“无股不押”的乱象趋势。股权质押情境下的股价下跌会触发出质股权的“爆仓”风险,可能引起控股股东损害资本市场定价的市值管理行为,如盈余管理(谢德仁等,2017)、选择性信息披露(李常青和幸伟,2017)及本文发现的策略性慈善捐赠等。治理股权质押乱象的难处在于,无法通过行政方式约束股东对自有财产的处置权,监管部门可以从如下三个方面着力:根治股权质押根源,通过精简企业融资审核过程,完善资本市场的资金融通功能,以降低上市公

司股权质押的融资偏好;规范股权质押过程,证监会已规定控股股东股权质押比率超过50%不能再进行新的质押融资,除此之外还可以在资格审核、信息披露和资金投向等维度补充和完善;重视公司内部治理,通过公司制度章程建设等方式,限制控股股东在股权情境下的市值管理空间和能力,如当控股股东出质股权达到一定比率时(如50%),可以适当约束其在董事会或股东大会的表决权,弱化对公司决策的影响。

(2)关注企业慈善捐赠内在动机,警惕被企业管理层“伪善”营销。慈善捐赠通常被认为是一种利他行为,因而有助于培育企业的好公民形象和声誉资本。但许多文献指出,企业慈善捐赠也可能是一种策略性行为,意在投资者心中形成“好”的归因,掩饰企业和管理层“坏”的动机或行为等(高勇强等,2012;权小峰等,2015)。本文的研究也表明,在股权质押的情境下,控股股东会通过策略性慈善捐赠降低控制权转移风险。因此,监管机构和投资者都应该关注和重视企业慈善捐赠背后的动机。一方面,监管机构可以进一步完善相关的法律法规,如对企业社会责任报告的内容和方式提出更细致的要求、对外捐赠从表外披露挪到表内披露,以及披露企业慈善捐赠的资金来源、投向和具体时点等,通过提高信息透明性约束企业管理层“伪善”营销的能力;另一方面,投资者应尝试采用多种途径了解企业真实经营状况,如通过实地调研、关注媒体报道及财务报表分析等,权衡投资风险和收益,避免被企业慈善捐赠的“光鲜外衣”所蒙蔽。特别地,根据本文的研究结论,投资者应该谨慎对待控股股东在股权质押时的慈善捐赠行为,尤其是在股票市场行情低迷的时期,避免被策略性慈善捐赠误导。

(3)完善上市制度和公司治理,弱化上市公司的控制权收益。控股股东通过股权质押获得外部融资,实质上变相收回了投资成本(郝项超和梁琪,2009)。控股股东在股权质押情境下还有动机进行市场管理,其根本还是在于控制权能够带来的额外收益:由于在中国公司IPO过程审查非常严格,上市公司具有非常高的“壳”价值,上市公司控制权也是非常稀缺的资源(Liu et al.,2019),控制权还使得股东有能力通过关联交易等方式,侵占企业资源、掏空中小投资者获得间接的控制权收益。因此,约束控股股东股权质押可能产生负面经济后果,监管机构还可以从两个方面入手:一方面,进一步完善资本市场建设,如公司IPO制度尽快从“核准制”过渡为“注册制”,或精简“核准制”下公司IPO的繁琐程序和核准周期,弱化上市公司的“壳”价值,缓解由于制度设计而额外增加上市公司控制权收益;另一方面,进一步完善公司治理,如引入多个大股东制衡控股股东权力、规范信息披露降低公司内部人的信息优势,以及完善资本市场建设保护中小投资者利益等,缓解大股东与小股东的代理问题,降低上市公司控制权的获益空间。

[参考文献]

- [1]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[J].经济研究,2014,(2):74–86.
- [2]傅超,吉利.诉讼风险与公司慈善捐赠——基于“声誉保险”视角的解释[J].南开管理评论,2017,(2):108–121.
- [3]富钰媛,苑泽明.兼济天下还是独善其身——大股东股权质押与慈善捐赠[J].当代财经,2019,(7):118–129.
- [4]高勇强,陈亚静,张云均.“红领巾”还是“绿领巾”:民营企业慈善捐赠动机研究[J].管理世界,2012,(8):106–114.
- [5]郝项超,梁琪.最终控制人股权质押损害公司价值么[J].会计研究,2009,(7):57–63.
- [6]胡珺,汤泰勤,宋献中.企业环境治理的驱动机制研究:环保官员变更的视角[J].南开管理评论,2019,(2):89–103.
- [7]黎来芳,陈占燎.控股股东股权质押降低信息披露质量吗[J].科学决策,2018,(8):1–20.
- [8]李常青,幸伟.控股股东股权质押与上市公司信息披露[J].统计研究,2017,(12):75–86.

- [9]李常青,李宇坤,李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入[J]. 金融研究, 2018,(7):143–157.
- [10]李四海,陈旋,宋献中. 穷人的慷慨:一个战略性动机的研究[J]. 管理世界, 2016,(5):116–127.
- [11]李四海,陆琪睿,宋献中. 亏损企业慷慨捐赠的背后[J]. 中国工业经济, 2012,(8):148–160.
- [12]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[J]. 南开管理评论, 2015,(1):4–14.
- [13]廖珂,崔宸瑜,谢德仁. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择[J]. 金融研究, 2018,(4):172–189.
- [14]马磊,徐向艺. 中国上市公司控制权私有收益实证研究[J]. 中国工业经济, 2007,(5):56–63.
- [15]权小锋,吴世农,尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”[J]. 经济研究, 2015,(11):49–64.
- [16]宋献中,胡珺,李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 金融研究, 2017,(4):161–175.
- [17]王菁,程博,孙元欣. 期望绩效反馈效果对企业研发和慈善捐赠行为的影响[J]. 管理世界, 2014,(8):115–133.
- [18]王小鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告:2018[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2018.
- [19]王雄元,欧阳才越,史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究, 2018,(1):138–152.
- [20]樊纲,王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [21]文雯,陈胤默,黄雨婷. 控股股东股权质押对企业创新的影响研究[J]. 管理学报, 2018,(7):998–1008.
- [22]肖峻. 股市周期与基金投资者的选择[J]. 经济学(季刊), 2013,(4):1299–1320.
- [23]谢德仁,廖珂,郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J]. 会计研究, 2017,(3):30–38.
- [24]谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 管理世界, 2016,(5):128–140.
- [25]许年行,李哲. 高管贫困经历与企业慈善捐赠[J]. 经济研究, 2016,(12):135–148.
- [26]叶康涛. 公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究[J]. 经济科学, 2003,(5):61–69.
- [27]翟胜宝,许浩然,刘耀淞等. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. 管理世界, 2017,(10):51–65.
- [28]郑国坚,林东杰,林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报, 2014,(9):72–87.
- [29]钟宏武. 企业捐赠作用的综合解析[J]. 中国工业经济, 2007,(2):75–83.
- [30]Campbell, J. L. Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility[J]. Academy of Management Review, 2007,32(3):946–967.
- [31]Chang, K., H. Jo, and Y. Li. Is There Informational Value in Corporate Giving[J]. Journal of Business Ethics, 2018,151(2):473–496.
- [32]Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007,84(2):330–357.
- [33]Gardberg, N. A., and C. J. Fombrun. Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets Across Institutional Environments[J]. Academy of Management Review, 2006,31(2):329–346.
- [34]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.
- [35]Gong, T. Dependent Judiciary and Unaccountable Judges: Judicial Corruption in Contemporary China [J]. China Review, 2004,43(2):33–54.
- [36]Jiraporn, P., N. Jiraporn, and A. Boeprasert. Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification[J]. Financial Management, 2014,43(3):505–531.
- [37]Johnson, S., P. Boone, and A. Breach. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis [J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1–2):141–186.
- [38]Lev, B., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan. Is Doing Good for You? How Corporate Charitable Contributions

- Enhance Revenue Growth[J]. Strategic Management Journal, 2010,31(2):182–200.
- [39]Liu, J., R. F. Stambaugh, and Y. Yuan. Size and Value in China [J]. Journal of Financial Economics, 2019, 134(1):48–69.
- [40]Lys, T., J. P. Naughton, and C. Wang. Signaling through Corporate Accountability Reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2015,60(1):56–72.
- [41]Porter, M. E., and M. R. Kramer. The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy [J]. Harvard Business Review, 2002,80(12):56–68.
- [42]Roychowdhury, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006,42(3):335–370.
- [43]Shiu, Y. M., and S. L. Yang. Does Engagement in Corporate Social Responsibility Provide Strategic Insurance–Like Effects[J]. Strategic Management Journal, 2017,38(2):455–470.
- [44]Turban, D. B., and D. W. Greening. Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees[J]. Academy of Management Journal, 1997,40(3):658–672.

Shares Pledge of Controlling Shareholder and Strategic Charitable Donation ——From the Perspective of the Risk of Losing Control Rights

HU Jun¹, PENG Yuan-huai², SONG Xian-zhong², ZHOU Lin-zi³

(1. School of Management, Hainan University, Haikou 570228, China;

2. School of Management, Jinan University, Guangzhou 510632, China;

3. School of Economics, Hainan University, Haikou 570228, China)

Abstract: The controlling shareholder's shares pledge has become a financial normal in Chinese capital market, and it is still spreading. Although shareholders can conveniently obtain loans from bank by pledging their shares, there is still a risk of losing control rights. With the 2003—2018 Shanghai and Shenzhen A-share listed companies as samples, this paper investigates whether controlling shareholders would carry out strategic charitable donation under the situation of pledging shares, due to the risk of losing control rights. The main results show that the level of corporate charitable donation will increase significantly after controlling shareholders pledged their shares. The analysis for motivation show that the impact is more pronounced when stock market is being bear market, the stock price is closer to the alarm line of liquidating positions, firms with non-stated control rights and firms without political connection, which indicate that the corporate charitable donation behavior, under the situation of controlling shareholders pledging shares, has both stock price and political rent motivation. Further study find that the motivation of charitable donations is significantly increased in firms with lower degree of accrual and real earnings management, which means that controlling shareholders would weigh the cost–benefit of different value behavior after pledging shares, charitable donation is just a strategic behavior when other value management behaviors is limited. The paper further disclosure the strategic behavior of controlling shareholders under share pledging, and deepen the understanding of motivation for corporate charitable donation, which have important significance for regulators and investors.

Key Words: controlling shareholders' share pledging; risk of losing control rights; strategic charitable donation

JEL Classification: G14 G32 M14

[责任编辑:王燕梅]