

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2024.04.005

## 富豪榜、媒体关注与民营企业慈善捐赠<sup>①</sup>

罗进辉<sup>1</sup>, 向元高<sup>2</sup>, 高 皓<sup>3\*</sup>

(1. 厦门大学管理学院, 厦门 361005; 2. 同济大学经济与管理学院, 上海 200092;  
3. 清华大学五道口金融学院, 北京 100083)

**摘要:** 每年富豪榜的新晋榜单总是吸引着新闻媒体和社会各界的广泛热议, 这必然会对上榜富豪的个人生活及其企业的经营活动产生不可忽视的重要影响. 本文收集整理了 2005 年—2017 年间“胡润百富榜”上榜富豪及其控制的上市公司名单, 实证检验了实际控制人上榜对企业慈善捐赠的影响. 在采用基于倾向得分匹配的双重差分模型较好地控制内生性问题后, 本文发现, 实际控制人上榜的公司在上榜之后相对于实际控制人没有上榜的公司捐赠水平更高, 这一结果经一系列稳健性测试后仍然显著成立. 机制分析结果表明, 媒体关注特别是负面媒体关注在实际控制人上榜和企业慈善捐赠水平上升之间起到了显著的中介作用. 进一步横截面差异检验结果显示, 实际控制人上榜对企业慈善捐赠的影响在实际控制人上榜名次靠前、实际控制人有政治身份、企业初始产权有“原罪”嫌疑、企业避税程度较高的公司中更加明显. 这些结果表明, 富豪身份标签给上榜企业家带来了更高的社会责任预期和更强的舆论监督, 为强化自身合法性和正当性印象, 上榜企业家会更积极地参与慈善捐赠活动.

**关键词:** 富豪榜; 媒体关注; 慈善捐赠; 企业社会责任; 民营企业

**中图分类号:** F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2024)04-0080-24

### 0 引 言

改革开放 40 余年, 既是中国经济取得历史性长足发展的 40 余年, 更是广大民营企业从无到有实现繁荣发展的 40 余年. 伴随民营企业的做大做强, 民营企业家的个人财富也与日俱增, 中国社会出现了越来越多的亿万富豪. 早在 1999 年, 在上海安达信会计师事务所工作的英国会计师胡润 (Rupert Hoogewerf) 仿照美国的福布斯富豪榜在中国编制并推出了第一份财富排行榜——“胡润百富榜”, 对中国内地民营企业家的财富进行排名, 此后每年更新上榜的富豪名单, 吸引了社会各界特别是新闻媒体的广泛关注与热议, 上榜富豪精彩的财富故事更是对广大创业者产生了巨大的

榜样学习效应. 正是在此背景下, 富豪上榜带来了强大的明星效应和声誉激励约束, 其个人及其经营的企业都不可避免地会受到新闻媒体和社会公众的更多关注与监督, 进而约束和改变着上榜富豪的企业经营行为. 因此, 民营企业荣登富豪榜具有重要的微观经济影响<sup>[1-4]</sup>.

中国经济发展的改革开放政策, 虽然使得一部分人先富起来了, 但社会的贫富差距问题比较严重. 中国的古语有言: “不患寡而患不均”, 这使得中国的社会公众长期存在着“仇富”心理. 一方面, 社会公众普遍倾向于对富豪企业家及其企业提出更多更高的期望和要求, 尽管这些期望或要求并不全是客观公正的. 例如, 社会公众在弱势心

① 收稿日期: 2020-03-04; 修订日期: 2022-12-06.

基金项目: 国家社会科学基金资助重大项目 (22ZDA0453); 教育部人文社科项目 (21YJC630026); 比尔及梅琳达·盖茨基金会资助项目 (OPPI163679); 国家自然科学基金资助青年项目 (72302171); 中国博士后科学基金资助第 73 批面上项目 (2023M732634).

通讯作者: 高 皓 (1982—), 男, 辽宁建平人, 博士. Email: gaoh@pbcf.tsinghua.edu.cn

理的作用下会期望富豪企业家承担更多的社会责任,为社会做更多的贡献以便帮助和改善其他人的生活福祉,儒家核心价值观“达则兼济天下”便是对此最好的注解。另一方面,社会公众还会倾向于用“放大镜”来拷问富豪企业家财富来源是否正当和企业经营行为是否合法合规,普遍持着一种怀疑的眼光来关注和监督着富豪企业家。在这两方面的压力驱使下,富豪企业家及其企业为了避免被社会公众和新闻媒体贴上“为富不仁”或“不义而富”的标签,他们很可能会履行更多更好的社会责任。因此,本文分析认为,民营企业荣登富豪榜很可能会促进企业的社会责任行为,特别是更为显性的慈善捐赠行为。

鉴于此,本文手工搜集了2005年—2017年间“胡润百富榜”历年上榜富豪名单中的富豪及其控制的民营上市公司名单,采用基于倾向得分匹配法的双重差分模型依次进行了主效应分析、机制分析、横截面差异分析,结果发现:1)与实际控制人未上榜的民营企业相比,实际控制人上榜的民营企业在上榜后具有显著更高的慈善捐赠水平,这一发现在经过平行趋势检验、安慰剂检验、竞争性解释检验、估计方法变换、回归权重调整、捐赠指标更换、匹配方法变更等稳健性测试后仍显著成立;2)媒体关注特别是负面媒体关注在实际控制人上榜和企业慈善捐赠上升之间起到了显著的中介作用;3)实际控制人上榜对企业慈善捐赠的影响在实际控制人上榜名次靠前、实际控制人拥有政治身份、企业初始产权具有“原罪”嫌疑、企业避税程度较高的富豪榜公司中更加明显。这些结果综合表明,富豪榜对企业家及其企业具有切实的微观经济影响。富豪榜强制性地给上榜企业家贴上“富豪”身份标签,给上榜企业家带来了强大的媒体报道和社会关注效应,这不仅导致公众对其社会责任预期升高,还使其面临更大的舆论威胁和监督风险。为避免被视为“为富不仁”或“不义而富”,提升自身合法性和正当性,上榜企业家会更加重视社会责任表现,并通过更多且更为显性的慈善捐赠活动来回应社会公众的预期和缓解新闻舆论的关注。

本文的可能贡献或创新主要在于:1)在中国特殊的制度环境下,民营企业在制度动机驱使下的捐赠行为非常普遍,即民营企业为提升在政府

和公众心目中的合法性和正当性、或为获取某些制度和资源便利而进行捐赠<sup>[5-11]</sup>。以往文献在探究企业捐赠的制度动机时,往往关注的是地区层面或企业组织层面的特征,如制度环境变迁、地方官员更替、企业产权“原罪”嫌疑等<sup>[5-8]</sup>。然而,企业家作为企业慈善捐赠决策的发起者或重要参与者,其个体特征却较少被文献关注。除了政治身份等少数特征受到较多关注外<sup>[9-11]</sup>,哪些企业家有更强的制度性动机进行捐赠仍是个有待厘清的问题。因此,本文基于企业家富豪身份标签所得到的研究发现,从企业家视角丰富和拓展了企业捐赠的制度动机研究;2)尽管不同的民营企业家可能具有相似的出于提升合法性而进行捐赠的动机,但这种动机会在何时被触发却不得而知,即企业家的捐赠决策难以在事前进行判断。本研究表明,企业家财富被突然曝光,被贴上富豪这一敏感标签时,其提升合法性和正当性的需求会陡然增强,进而会提高企业的慈善捐赠水平。与已有文献相比,本文关注了企业家的动态特征,是从企业家身份标签的变化来考察其捐赠动机变化,这有助于深入理解特定企业捐赠行为变化的深层次原因;3)本文也拓展了高层梯队理论的内涵。高层梯队理论认为,企业高管的个体或群体特征会深刻影响企业的决策行为<sup>[12-13]</sup>。这一领域的传统文献主要关注高管的性别、年龄、教育背景、早期经历、宗教信仰、过度自信、自恋人格等特征,这些特征属于个体人口统计学特征或心理学特征。而本文所研究的富豪榜则会给企业家带来新的社会性特征,即富豪身份标签,这种身份标签影响了企业家的决策动机与行为模式,这是对个体人口统计学特征和心理特征的重要补充;4)企业家上榜事件引起了新闻媒体和社会公众的广泛关注并产生了不可忽视的社会经济影响<sup>[1-4]</sup>。本文从慈善捐赠角度检验了企业家上榜事件对民营企业社会责任表现的重要微观经济影响,丰富了这一领域的研究文献。

## 1 制度背景介绍

改革开放40年来,中国的经济发展取得了巨大的成就,中国的企业家阶层也经历了从孕育、发展、到逐渐壮大的过程。在“先富带后富”的过程

中,主要出现了三次创业浪潮<sup>[14]</sup>。第一阶段为1978年—1988年,这一时期的创业主体以农民为主。家庭联产承包责任制的诞生及其在全国范围内的推广使得农村的生产力迅速发展,同时也造成大量的劳动力过剩。在管制的放松和巨大商机的刺激下,以生产队长、村支书等村干部为代表的农民群体开始走上了自发创业的道路,形成了以乡镇企业为代表的创业浪潮,诞生了柳传志、张瑞敏、鲁冠球等大众耳熟能详的优秀企业家。第二阶段为1989年—1999年,这一时期的创业主体以下海官员为主。1992年邓小平南巡讲话后,中国的市场化改革预期明确,众多嗅觉灵敏的体制内人员,包括政府官员、国企高管和科研机构的知识分子纷纷下海创业,民营经济空前繁荣,产生了以陈东升、俞敏洪等为代表的杰出企业家。第三阶段为2000年—2009年,这一时期的创业主体以海外归国留学生和工程师为主。随着中国加入到世界贸易组织、国际资本涌入和互联网技术兴起,众多归国留学生和工程师纷纷投身到计算机、互联网等高新技术产业创业浪潮中,涌现出了以马云、马化腾、李彦宏为代表的众多优秀企业家。

伴随着一次次创业潮的兴起,中国的企业家群体日益壮大,其巨大的财富不断引起社会公众的关注与热议。但在很长一段时间里,这些企业家究竟拥有多少财富鲜为外界所知,此时,富豪榜应运而生。1999年,在上海安达信会计师事务所工作的英国会计师胡润根据公开资料调研编制了中国的第一份富豪榜榜单,囊括了当时中国最富有的50名企业家。这份榜单的诞生使得中国企业家的财富由隐晦变得透明,榜单一经发布在《福布斯》杂志上,便引发了公众的广泛关注与讨论。此后,榜单文化蔓延开来,各类富豪榜单相继出现,将中国富豪企业家的财富置于聚光灯下,在给上榜企业家们带来荣耀与明星光环的同时,也带来了巨大的舆论监督压力。不少企业家在上榜之后往往因为媒体曝光各种不规范问题而快速地悲情陨落,被公众贴上“不义而富”或“为富不仁”的标签。面对来自媒体与公众的关注,上榜富豪会采取怎样的应对措施呢?其是否会积极主动地承担更多的社会责任,通过树立良好的自身形象来缓解公众的舆论关注呢?鉴于此,本文将从慈善捐赠的视角来研究民营企业登上富豪榜对企业社会

责任的影响。

## 2 相关文献回顾

### 2.1 富豪榜的微观经济后果

每年“胡润百富榜”的公布将众多的企业家及其背后的上市公司置于媒体的聚光灯下,曝光度的骤增使得这些企业家及其所控制的上市公司受到了前所未有的公众关注与讨论。叶青等<sup>[1]</sup>从政治成本的角度分析认为,富豪榜所引发的关注与讨论将导致上榜企业家的舆论压力与政治成本上升,进而影响公司的会计财务行为。原因在于,媒体和公众除了关注上榜企业家的财富总额及其排名,还对其财富的来源、积累过程以及是否合法合规有诸多评议。公众的关注和媒体的深度挖掘报道使得一些上榜企业家的经营不规范问题引起广泛热议,即上榜企业家的原始财富累积过程并不十分“干净”,财富获取手段游离于法律的灰色地带,甚至超越了法律与道德的边界<sup>[3, 8]</sup>。随着上榜企业家及其背后企业的问题被不断曝光,行政监管介入的可能性也陡然提升。在媒体和公众的舆论关注压力下,政府可能出于对舆论的回应而对存在问题的上榜富豪采取严格的监管措施。相应地,上榜企业家会采取各种措施来规避上榜所产生的政治成本。叶青等<sup>[1]</sup>、唐松等<sup>[3]</sup>发现上榜企业家会通过降低所控制企业的会计信息质量来增加自身的不透明度,从而避免媒体和公众的过度关注,并且这种现象在有经营不规范嫌疑的民营企业中更加明显。余明桂和万龙翔<sup>[15]</sup>也同样发现,在媒体关注的压力下,上榜企业家所控制的上市公司会进行更多盈余管理。吕伟等<sup>[16]</sup>则发现,企业家上榜之后,其控制的上市公司的会计稳健性降低。会计信息质量的恶化进而导致富豪榜企业面临的融资约束增加<sup>[17]</sup>。从投资者的视角看, Firth 等<sup>[2]</sup>发现市场对企业家上榜持负面态度,榜单公布后,富豪榜公司股价下跌,随之而来的是企业的政府补助减少以及上榜企业家被调查的概率上升。从审计师的角度看, Wu 和 Ye<sup>[4]</sup>、李伟等<sup>[18]</sup>发现,审计师在对实际控制人上榜的企业执业时更加保守谨慎,相对非上榜企业,审计师对富豪榜企业更可能出具非标准审计,且收取的审计费用更高,这种效应在上榜企业家财富累积过程合法

性存疑的企业中更明显.从上述已有研究可以看出,富豪榜不仅会影响上榜企业的会计财务行为,同时也会影响投资者、中介机构、监管机构等其他市场参与主体的决策行为,具有切实的微观经济后果.

## 2.2 企业慈善捐赠的动机

企业慈善捐赠是指企业无条件、自愿、非互惠地给政府或者相关机构提供物资或资金的一种行为<sup>[19]</sup>.然而,现实中企业往往并非完全出于公益目的进行慈善捐赠,而是以捐赠作为一种手段来达到某些私利目的.现有文献认为,企业的慈善捐赠行为存在三种私利动机,即经济动机、管理层自利动机,以及制度动机<sup>[20-24]</sup>.

经济动机指企业进行慈善捐赠是经济利益驱动的决策.首先,企业的慈善捐赠具有一定的广告效应,有助于树立企业品牌形象,帮助建立和维护企业声誉,从而实现企业经济目标与社会目标的兼容<sup>[25-32]</sup>.其次,慈善捐赠还可以转移外界注意力,从而规避相关损失<sup>[33-36]</sup>,例如降低利益相关者对企业业绩下滑的风险感知<sup>[20]</sup>,缓解市场对企业财务重述的负面评价<sup>[37]</sup>,减轻诉讼风险的所造成的声誉损失<sup>[38, 39]</sup>,以及缓解审计师对公司的消极印象<sup>[40]</sup>等.

管理层自利动机是指管理层通过企业慈善捐赠来获取非货币化的私有收益,是管理层的一种机会主义行为表现<sup>[41]</sup>.企业管理层为了满足个人需求、提升自身声誉和社会地位,有动机以牺牲股东利益为代价进行慈善捐赠<sup>[41, 42]</sup>.例如,王新等<sup>[24]</sup>研究发现,慈善捐赠可能成为国有企业经理人薪酬激励的新型代理因素和相机卸责的借口. Petrenko 等<sup>[42]</sup>发现,自恋型高管会为寻求外部关注和树立良好的公众形象,会投入更多的企业资源到慈善捐赠活动中.

制度动机是指处于特定制度环境下的企业面临着某种制度环境压力、承受着某种角色预期,企业为提升自身合法性和正当性,会积极参与慈善活动<sup>[43, 44]</sup>.在中国制度背景下,制度动机驱使的捐赠行为非常普遍,企业为获取政府与公众的认可 and 肯定,常常将慈善作为一种战略性工具,这类战略性慈善可以提升企业合法性和正当性、降低企业面临的制度不确定性、或帮助企业获得某些制度上的便利<sup>[5-11]</sup>.例如,具有“原罪”嫌疑的企

业为提高合法性地位,会进行更多的捐赠以讨好政府和社会公众<sup>[8]</sup>;拥有政治身份的企业家为获取社会与政治合法性,也会进行更多的捐赠<sup>[10, 45]</sup>;同时,慈善捐赠作为企业分担政府社会责任和成本的体现,能够较快获得政府的好感与信任,进而获得更加稳定的政企关系以及随之而来的政府补贴、信贷支持等经济资源<sup>[5, 7, 46-51]</sup>.

## 3 研究假设提出

每年“胡润百富榜”的公布都极大增加了上榜企业家的媒体曝光度,吸引了社会各界的热切关注,给上榜企业家带来了荣耀与明星光环.从企业社会责任的角度看,企业曝光度增加与知名度上升将会导致社会公众对这些企业产生更高的社会责任预期<sup>[52]</sup>.企业社会责任履行未能达到社会公众的预期会使这些富豪榜企业受到媒体与公众质疑,甚至可能对企业的生产经营产生严重影响,而积极履行企业社会责任则会给企业带来良好的声誉.以2008年四川汶川地震这一突发性的自然灾害事件为例,企业在救灾过程中的慈善捐赠水平成为了媒体和公众热议的焦点.一些知名企业因慈善捐赠水平未能达到公众预期而受到舆论的抨击(例如万科地产),进而不得不采取紧急补救措施来平息公众的谴责,而另外一些企业则因为在救灾过程中积极地进行慈善捐赠而树立了良好的企业形象(例如王老吉).作为独立于立法、司法和行政之外的“第四种权力”,媒体在这一过程中起到了重要的监督作用.在媒体的关注和监督下,富豪榜企业会为了满足社会公众的预期而承担更多的社会责任,避免因未达到公众预期而遭受舆论的质疑与声讨,进而导致影响企业生产经营的风险事件发生.

另一方面,媒体和社会公众不仅对上榜富豪的财富规模、增速和排名感兴趣,还对其初始财富来源、经营活动性质和财富积累过程是否合法合规有诸多评议,导致上榜企业家面临的政治成本上升.特别是在我国转轨经济的历史背景下,部分民营企业家的初始财富的获取手段可能处于法律法规的灰色地带,甚至事后看来违反了相关的法律规定<sup>[3, 8]</sup>.由于公众和媒体对富豪财富正当性问题的关注和对负面新闻天然的偏好,在媒体追

根源的报道下,一些富豪榜企业的不规范问题浮出水面,并牵连出一批涉及高额利益输送的政府官员。例如,2008 年胡润百富榜首富黄光裕因其创业初期获取银行贷款的正当性问题而受到媒体和公众的质疑,引发司法机关介入调查,并最终因非法经营罪、内幕交易罪、单位行贿罪而被判罚,相关的涉案政府官员也受到相应的刑罚。诸如此类的问题的曝光容易引发社会公众关于公平正义的讨论,导致富豪及其公司被贴上“不义而富”或“为富不仁”的标签,政治成本进一步放大<sup>[1]</sup>。鉴于此,上榜企业家的理性决策自然是采取措施来尽量降低或规避。除了低调示人,降低企业的信息透明度意外<sup>[1]</sup>,上榜企业家还可能参与到更多的企业社会责任活动中,特别是以慈善捐赠这种显性的方式来树立积极正面的形象,积累道德和声誉资本,在媒体和社会公众间形成良好的口碑,从而缓解对企业负面信息的过度关注。此外,这种通过慈善捐赠形成的积极道德资本还能够减少利益相关者采取严厉措施的可能性,甚至不被定罪、不采取制裁行为,起到伤害保险的作用<sup>[53]</sup>。

基于上述分析,富豪榜不仅会导致上榜企业家面临更高的社会责任预期,还会引发媒体和公众对其负面信息的关注与讨论,特别是对其财富来源及其合法性与正当性的关切。在两方面的压力作用下,上榜企业家会积极地参与到慈善捐赠活动中,从而回应公众的预期和缓解舆论的关注。据此,本文提出如下假设:

**假设** 企业家登上富豪榜之后,企业将进行更多的慈善捐赠。

## 4 实证研究设计

### 4.1 样本选取与数据来源

本文选取“胡润百富榜”(http://www.hurun.net/CN/Home/Index)上榜民营企业作为本文的研究对象。“胡润百富榜”从 1999 年开始连续发布,最初上榜人数为 50 人,此后每年上榜人数不断扩充,至 2020 年时已有 2 401 位上榜富豪,本文选取前 400 名上榜富豪作为研究对象。之前的研究通常选取前 100 或前 200 名上榜企业家作为研究对象<sup>[1, 2, 4]</sup>,本文选取前 400 名主要是基于

两个方面的考虑:首先,“胡润百富榜”历年上榜人数不断增加,前 100 或前 200 名上榜企业家仅占上榜企业家群体的一小部分,样本的代表性相对较小,而能进一步查找到旗下有上市公司的上榜企业家数量则更少;其次,同时更重要的是,本文后续的实证检验发现,除了前 200 名上榜企业家,201 名~400 名之间的上榜企业家也同样被媒体所关注,特别是企业家上榜后,媒体的负面报道会显著增加,而 400 名之后的上榜企业家在上榜前后的媒体关注度没有显著的变化。

为确定上榜富豪所控制的上市公司,本文将历年上榜富豪名单与国泰安 CSMAR 数据库的“上市公司控制人文件”中的实际控制人名单进行匹配。为避免实际控制人遗漏,本文在判断实际控制人时既包括年报所披露的实际控制人,也包括根据股权控制链所推算的实际控制人。本文逐一核实和剔除了人物重名所引起的误匹配,最终完成“上榜富豪-公司”的匹配。由于 CSMAR 所能提供的实际控制人名单最早为 2003 年,故将样本期间限定为 2003 年—2019 年。进一步,“胡润百富榜”中,每年上榜的既包括之前年度已经上榜过的富豪,也包括新上榜富豪。为缓解潜在的内生性问题,本文参考现有文献做法<sup>[1, 2, 4]</sup>,关注实际控制人首次上榜对企业慈善捐赠的影响,因此本文分年从上述“富豪-公司”的配对中挑选出当年首次上榜的富豪及其控制的上市公司作(下文简称“上榜公司”)为研究对象。

上述“胡润百富榜”数据系手工整理而得,后续研究分析中的捐赠数据取自 CSMAR 数据库的财务报表附注子库,媒体报道数据、高管违规数据、公司诉讼风险数据取自中国研究数据服务平台(CNRDS),其余财务数据与治理结构数据均取自 CSMAR 数据库,市场化指数取自王小鲁等<sup>[54]</sup>编制的中国分省份市场化指数报告。

### 4.2 富豪榜名次与媒体报道

Wu 和 Ye<sup>[4]</sup>指出,并非所有的上榜企业家都会因上榜而受到额外关注,在研究富豪榜的影响时,合理的做法是挑选那些因上榜而受到额外关注的企业家。为验证本文样本选取的合理性,参考 Wu 和 Ye<sup>[4]</sup>的做法,检验了富豪榜名次与公司媒体关注度变化之间的关系。具体地,首先将有关上市公司的新闻报道根据报道情绪不同,分为正面

报道与负面报道,并将报道文章数量分别加 1 后取自然对数值以分别度量正面媒体关注 ( $\ln(\text{News} +)$ ) 和负面媒体关注 ( $\ln(\text{News} -)$ )。其次,为考察实际控制人上榜名次不同的公司的媒体关注度变化,参考 Wu 和 Ye<sup>[4]</sup>的方法对上榜公司进行了分组:实际控制人首次进入榜单前 200 名的公司、首次进入榜单 201 名~400 名的公司、首次进入榜单 401 名~600 名的公司。需要说明的是,首次进入榜单 201 名~400 名(401 名~600 名)指之前未上榜或处于榜单 400 名(600 名)后首次进入到榜单前 201 名~400 名(401 名~600 名)。

为识别实际控制人上榜前后媒体关注度随时间的变化趋势,本文构造了不同的上榜时间虚拟变量。具体地,  $List_{T-3}$ 、 $List_{T-2}$ 、 $List_{T-1}$ 、 $List_T$ 、 $List_{T+1}$ 、 $List_{T+2}$ 、 $List_{T+3}$ 、 $List_{>T+3}$  分别表示实际控制人上榜前 3 年、上榜前 2 年、上榜前 1 年、上榜当年、上榜后第 1 年、上榜后第 2 年、上榜后第 3 年、上榜后第 4 年及以后的虚拟变量。同时,选取实际控制人在前后 3 年内进入榜单前 600 名的民营企业作为对照组样本。参考 Wu 和 Ye<sup>[4]</sup>的做法,本

文还控制了公司规模 ( $SIZE$ )、负债比率 ( $LEV$ )、市值账面比 ( $MTB$ )、净利润率 ( $ROA$ ) 以及公司和年度固定效应。

表 1 汇报了实际控制人上榜名次与媒体关注度变化的检验结果。通过观察表 1 列(1)~表 1 列(6)中  $List_{T-3}$ ~ $List_{T+4}$  的回归系数及其显著性,可以看到:当实际控制人首次进入富豪榜前 200 名时,相对于上榜前,上榜公司无论是正面媒体关注还是负面媒体关注都显著增加;当实际控制人首次进入富豪榜前 201 名~400 名时,上榜公司的正面媒体关注度没有发生显著变化,但负面媒体关注却显著增加了;当实际控制人首次进入富豪榜前 401 名~600 名时,上榜公司无论是正面媒体关注还是负面媒体关注都没有明显变化。这些结果表明,当实际控制人进入富豪榜前 400 名后,企业的媒体关注度会明显上升,特别是来自媒体的负面报道会显著增加,而实际控制人上榜名次处于 400 名之后的企业的媒体关注无明显变化。因此,本文选取富豪榜前 400 名上榜富豪及其企业作为研究对象。

表 1 实际控制人上榜名次与媒体关注度变化

Table 1 The ranking of de facto controllers and the change of firms' media coverage

|               | Ranking: 1 ~ 200      |                      | Ranking: 201 ~ 400    |                      | Ranking: 401 ~ 600    |                      |
|---------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
|               | $\ln(\text{News} +)$  | $\ln(\text{News} -)$ | $\ln(\text{News} +)$  | $\ln(\text{News} -)$ | $\ln(\text{News} +)$  | $\ln(\text{News} -)$ |
|               | (1)                   | (2)                  | (3)                   | (4)                  | (5)                   | (6)                  |
| $List_{T-3}$  | -0.033<br>(-0.316)    | 0.043<br>(0.592)     | 0.008<br>(0.103)      | 0.055<br>(0.770)     | -0.047<br>(-0.543)    | -0.101<br>(-1.290)   |
| $List_{T-2}$  | 0.052<br>(0.444)      | 0.128<br>(1.467)     | 0.073<br>(0.929)      | -0.005<br>(-0.070)   | 0.010<br>(0.112)      | -0.058<br>(-0.783)   |
| $List_{T-1}$  | 0.183<br>(1.564)      | 0.213 **<br>(2.503)  | -0.015<br>(-0.171)    | 0.019<br>(0.262)     | 0.046<br>(0.535)      | -0.028<br>(-0.376)   |
| $List_T$      | 0.390 ***<br>(3.063)  | 0.327 ***<br>(3.637) | 0.123<br>(1.351)      | 0.069<br>(0.896)     | 0.118<br>(1.272)      | 0.081<br>(1.097)     |
| $List_{T+1}$  | 0.303 **<br>(2.263)   | 0.379 ***<br>(4.115) | 0.098<br>(1.038)      | 0.158 **<br>(2.058)  | 0.135<br>(1.350)      | 0.109<br>(1.367)     |
| $List_{T+2}$  | 0.257 *<br>(1.868)    | 0.364 ***<br>(3.684) | 0.111<br>(1.102)      | 0.233 ***<br>(2.930) | 0.143<br>(1.418)      | 0.096<br>(1.228)     |
| $List_{T+3}$  | 0.273 *<br>(1.830)    | 0.402 ***<br>(4.009) | 0.158<br>(1.498)      | 0.175 **<br>(2.117)  | 0.124<br>(1.147)      | 0.080<br>(1.005)     |
| $List_{>T+3}$ | 0.331 **<br>(2.250)   | 0.345 ***<br>(3.183) | 0.164<br>(1.418)      | 0.149 *<br>(1.790)   | 0.137<br>(1.154)      | 0.052<br>(0.645)     |
| $SIZE$        | 0.295 ***<br>(11.265) | 0.170 ***<br>(7.326) | 0.303 ***<br>(12.122) | 0.164 ***<br>(7.454) | 0.273 ***<br>(10.692) | 0.145 ***<br>(6.450) |

续表 1

Table 1 Continues

|                   | Ranking: 1 ~ 200       |                        | Ranking: 201 ~ 400     |                        | Ranking: 401 ~ 600     |                        |
|-------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                   | $\ln(\text{News} +)$   | $\ln(\text{News} -)$   | $\ln(\text{News} +)$   | $\ln(\text{News} -)$   | $\ln(\text{News} +)$   | $\ln(\text{News} -)$   |
|                   | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    | (5)                    | (6)                    |
| LEV               | -0.278 ***<br>(-3.124) | -0.060<br>(-0.811)     | -0.294 ***<br>(-3.380) | -0.054<br>(-0.750)     | -0.190 **<br>(-2.249)  | -0.007<br>(-0.096)     |
| MTB               | 0.025 ***<br>(6.774)   | 0.024 ***<br>(7.418)   | 0.031 ***<br>(8.608)   | 0.025 ***<br>(7.796)   | 0.030 ***<br>(8.087)   | 0.024 ***<br>(6.948)   |
| ROA               | 0.381 ***<br>(3.071)   | -0.587 ***<br>(-5.169) | 0.385 ***<br>(3.190)   | -0.564 ***<br>(-4.993) | 0.480 ***<br>(4.077)   | -0.502 ***<br>(-4.445) |
| 截距                | -4.311 ***<br>(-7.750) | -2.283 ***<br>(-4.598) | -4.485 ***<br>(-8.502) | -2.154 ***<br>(-4.616) | -3.889 ***<br>(-7.202) | -1.749 ***<br>(-3.688) |
| 年度固定效应            | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     |
| 公司固定效应            | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     |
| F 值               | 18.398                 | 11.914                 | 17.876                 | 11.925                 | 16.458                 | 10.155                 |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.663                  | 0.582                  | 0.659                  | 0.567                  | 0.655                  | 0.565                  |
| 样本量               | 15 993                 | 15 993                 | 16 107                 | 16 107                 | 15 813                 | 15 813                 |

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%；括号内数字为经公司层面聚类调整后的  $t$  值，下同。

#### 4.3 倾向得分匹配

为更有效地识别实际控制人上榜对企业慈善捐赠的影响,排除其他因素潜在的混淆影响,本文采用倾向得分匹配法(propensity score matching, PSM)为每个上榜公司匹配实际控制人未上榜的民营上市公司(简称“非上榜公司”)。首先,为了能够观察实际控制人上榜前后企业慈善捐赠的变化,将上榜公司限定为实际控制人上榜前与上榜后均至少有两年观察数据的公司。在此条件限制下,本文所研究的上榜公司变为 2005 年—2017 年期间实际控制人首次上榜的民营上市公司。其次,为了匹配上“干净”的非上榜公司,以匹配当年前后 3 年内实际控制人未上榜的民营上市公司作为潜在的匹配样本。未上榜仅指“未进入榜单前 400 名”,而非“从未登上过富豪榜”。如果选取从未出现在整个榜单的企业家作为潜在的匹配样本,那么可供匹配的公司数量会大大减少,影响匹配效果。在估计实际控制人上榜的倾向得分时,采用了如下 Probit 模型

$$\begin{aligned} \Pr(\text{LIST}_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{MKV}_{i,t-1/t-2} + \beta_2 \times \\ & \text{ROA}_{i,t-1/t-2} + \beta_4 \times \text{RETURN}_{i,t-1/t-2} + \\ & \beta_5 \times \text{CASHR}_{i,t-1/t-2} + \sum \text{Year} + \\ & \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)中因变量为上榜哑变量(LIST),上榜公

司取值为 1,非上榜公司取值为 0。根据富豪榜的评选标准,企业家能否上榜主要受其个人财富影响,而其个人财富主要体现在其拥有的公司财富,这与公司价值和企业家在公司中的所有权比例紧密相关。因此,为了避免上榜公司和非上榜公司在公司价值和企业家所有权比例方面存在系统性差异,本文从公司价值和实际控制人所有权比例两个方面来匹配上榜公司与非上榜公司。公司价值从公司市值、会计业绩、市场业绩三个维度度量,其中公司价值以公司总市值(MKV)度量,会计业绩以资产收益率(ROA)度量,市场业绩以年个股回报率(RETURN)度量。公司市值越大、会计业绩和市场业绩越好,公司价值越高,实际控制人拥有的公司股份价值也因此更高,进而越有可能上榜。实际控制人所有权比例则是实际控制人现金流量权比例(CASHR)。其他条件相同的情况下,实际控制人在公司拥有的现金流量权比例越高,其拥有的公司财富更多,进而越有可能上榜。此外,本文还在模型(1)中加入了年度哑变量和行业哑变量以控制年度和行业固定效应,所有连续变量都经过了上下 1% 的缩尾处理。

当上榜公司实际控制人在  $t$  期上榜时,本文分别以上榜公司和非上榜公司  $t-1$ 、 $t-2$  期的上述变量来估计  $t-1$ 、 $t-2$  期的倾向得分。参考谢

申详等<sup>[55]</sup>对传统 PSM-DID 模型的改进方法,计算出每个上榜公司与每个非上榜公司  $t-1$ 、 $t-2$  期的倾向得分之差,求两期差值平方后的均值(即均方差),并根据均方差的接近程度进行匹配.与传统 PSM 相比,这种匹配方法利用了倾向得分的时间序列特征信息,更适用面板数据,能更有效地找到具有可比性和稳定性的对照组,保证

了后续 DID 模型分析的有效性.为更好地识别富豪榜对企业慈善捐赠的影响,降低估计的方差,本文采用了 1:4 有放回的匹配原则.后续分析中,本文将上榜公司和非上榜公司的考察时间窗口限定为上榜当年及其前后 3 年,以缓解时间窗口过长所可能引发的公司层面不可观测因素的干扰.匹配后的上榜公司与非上榜公司的年度分布如表 2 所示.

表 2 上榜公司与非上榜公司的年度分布

Table 2 The yearly distribution of listed and non-listed firms

|       | 首次上榜年份 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 合计  |
|-------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
|       | 2005   | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |     |
| 非上榜公司 | 68     | 51   | 59   | 35   | 27   | 20   | 20   | 26   | 27   | 37   | 118  | 70   | 38   | 596 |
| 上榜公司  | 31     | 14   | 20   | 9    | 7    | 5    | 6    | 7    | 7    | 13   | 41   | 23   | 10   | 193 |
| 合计    | 99     | 65   | 79   | 44   | 34   | 25   | 26   | 33   | 34   | 50   | 159  | 93   | 48   | 789 |

注：上榜公司和非上榜公司数量之比不呈严格的 1:4 是因为不同的上榜公司可能匹配到同一家非上榜公司.

表 3 汇报了本文 PSM 前后的变量差异检验结果.可以看到,匹配之前,上榜公司与控制组公司在总市值(MKV)、资产收益率(ROA)、年个股回报率(RETURN)和实际控制人现金流量权(CASHR)方面均存在显著差异,标准差偏差在

20%~50% 之间.匹配之后,上述变量的标准化偏差降到了 10% 以下,除上榜公司年个股回报率(RETURN)仍略大于非上榜公司外,其余变量不存在显著差异.总体而言,PSM 之后的上榜公司与非上榜公司具有较好的可比性.

表 3 上榜公司与非上榜公司匹配前后差异

Table 3 The covariate differences between treat and control groups before and after PSM

| 变量     | 上榜公司   | 非上榜公司  |          |        |         |
|--------|--------|--------|----------|--------|---------|
|        |        | 匹配前    |          | 匹配后    |         |
|        |        | 均值     | 标准化偏差/%  | 均值     | 标准化偏差/% |
| MKV    | 21.777 | 22.207 | -47.5*** | 21.818 | -4.8    |
| ROA    | 0.040  | 0.019  | 23.5***  | 0.038  | 6.0     |
| RETURN | 0.446  | 0.209  | 30.0***  | 0.386  | 8.4*    |
| CASHR  | 29.182 | 22.996 | 44.1***  | 29.758 | -1.9    |

4.4 模型设定与变量定义

为识别实际控制人上榜与企业慈善捐赠之间的因果关系,本文在倾向得分匹配的基础上,构建了式(2)的双重差分估计模型(difference-in-differences model, DID)

$$Donation_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \beta_2 \times$$
$$Post_{i,t} + Controls_{i,t} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)中被解释变量  $Donation$  为企业慈善捐赠水平,借鉴以往文献的做法<sup>[6, 11, 13]</sup>,构建了两个慈善捐赠水平度量指标:  $DonateRun$  为企业当期捐赠额与营业收入的比值乘以 100;  $DonateAst$  为企业当期捐赠额与总资产的比值乘以 100.  $Treat$  用以区分上榜公司与非上榜公司,上榜公司取值为

1,非上榜公司取值为 0.  $Post$  用以识别上榜前和上榜后,上榜前取值 0,上榜当年及之后取值为 1.

不同于经典的双重差分模型,由于控制了公司固定效应模型,本文不再在模型中单独加入  $Treat$  变量.对于  $Post$  变量,由于每个富豪榜公司实际控制人上榜时间不一样,且本文采用倾向得分匹配法为每个富豪榜公司匹配了非上榜公司,即每个非上榜公司也存在不同的虚拟上榜时间,这与未采用匹配法的一般双重差分法不同,同时也导致了控制年份固定效应并不会让  $Post$  变量冗余.

借鉴以往相关文献<sup>[5-8, 38, 39, 56, 57]</sup>,本文控制了资产规模( $SIZE$ )、资产负债比率( $LEV$ )、净利润率( $ROA$ )、现金资产比例( $CASH$ )、市值账面比

(*MTB*)、高管违规 (*VIOLATE*)、诉讼风险 (*LITIGATE*)、管理层持股比例 (*MGRHD*)、政治联系 (*PC*)、二职合一 (*DUALITY*)、独立董事比例 (*INDEP*)、董事会规模 (*BSIZE*)、第一大股东持股比例 (*TOP1*)、上市年限 (*AGE*)、市场化指数 (*MKT*)。所有变量的符号与具体定义如表 4 所示。此外,本文还控制了公司固定效应与年度固定效应。

由于不同的上榜公司可能匹配到同一家非上榜公司,在进行回归分析时将这些非上榜公司的

权重设置为其被匹配的次数,其余公司样本的权重则为 1。同时,由于控制公司固定效应的 Tobit 模型会造成系数估计偏误<sup>[58]</sup>,本文采用普通最小二乘法 (OLS) 进行估计,并对回归系数标准误在公司层面和年度层面进行了双重聚类调整。在进行回归分析之前,剔除了财务状况异常 (资不抵债) 与相关变量缺失的公司 - 年度观察值,并对所有连续变量都进行了上下 1% 的缩尾 (Winsorize) 处理。

表 4 变量符号与具体定义

Table 4 Definition of variables

| 变量符号             | 变量定义                                                  |
|------------------|-------------------------------------------------------|
| <i>DonateRvn</i> | 捐赠水平,等于当期捐赠额与营业收入之比乘以 100。                            |
| <i>DonateAst</i> | 捐赠水平,等于当期捐赠额与总资产之比乘以 100。                             |
| <i>SIZE</i>      | 资产规模,等于公司总资产的自然对数。                                    |
| <i>LEV</i>       | 负债水平,等于公司总负债与总资产的比值。                                  |
| <i>ROA</i>       | 总资产收益率,等于公司净利润与总资产的比值。                                |
| <i>CASH</i>      | 现金资产比例,等于公司货币资金与总资产的比值。                               |
| <i>MTB</i>       | 市值账面比,等于公司股票总市值与账面总资产的比值。                             |
| <i>VIOLATE</i>   | 高管违规,当公司高管存在违规行为时,取值为 1,否则为 0。                        |
| <i>LITIGATE</i>  | 诉讼风险,等于公司当年被起诉的次数。                                    |
| <i>MGRHD</i>     | 管理层持股,等于公司管理层持有股份占总股份的比值。                             |
| <i>PC</i>        | 政治联系,当公司董事长或总经理担任过政协委员、人大代表,或具有其他政府工作背景时,取值为 1,否则为 0。 |
| <i>DUALITY</i>   | 二职合一,当公司董事长与总经理为同一人时,取值为 1,否则为 0。                     |
| <i>INDEP</i>     | 独立董事比例,等于公司独立董事人数占董事会总席位数的比例。                         |
| <i>BSIZE</i>     | 董事会规模,等于公司董事会总席位数的自然对数值。                              |
| <i>TOP1</i>      | 股权集中度,等于公司第一大股东持有股份占总股份的比值。                           |
| <i>AGE</i>       | 上市年限,等于公司上市年数加 1 后的自然对数值。                             |
| <i>MKT</i>       | 市场化指数排名,等于上市公司注册所在省份当年的市场化指数在全国的排名。                   |
| <i>Year</i>      | 年度哑变量,构建 17 个哑变量分别代表 2003 年—2019 年。                   |

## 5 实证结果分析与讨论

### 5.1 描述性统计

表 5 汇报了本文的描述性统计结果。可以看到,衡量企业慈善捐赠水平的两个指标中,*DonateRvn* 和 *DonateAst* 的均值分别为 0.052 和 0.024,意味着上市

公司的捐赠支出平均占营业收入的 0.052%,占总资产的 0.024%,总体水平相对较低,最大值不超过营业收入的 1% 和总资产的 0.5%;从标准差看,*DonateRvn* 和 *DonateAst* 的标准差为 0.125 和 0.054,分别为各自均值的两倍以上,说明不同公司的捐赠水平差异比较大。此外,其他变量的描述性统计结果都比较正常,没有发现异常情况。

表 5 变量的描述性统计结果

Table 5 Descriptive statistics of variables

| 变量               | 样本量   | 均值     | 标准差   | 最小值    | P25    | 中位数    | P75    | 最大值    |
|------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <i>DonateRvn</i> | 5 064 | 0.052  | 0.125 | 0.000  | 0.000  | 0.007  | 0.041  | 0.846  |
| <i>DonateAst</i> | 5 064 | 0.024  | 0.054 | 0.000  | 0.000  | 0.003  | 0.020  | 0.363  |
| <i>SIZE</i>      | 5 064 | 21.700 | 1.050 | 19.260 | 20.970 | 21.650 | 22.420 | 24.490 |
| <i>LEV</i>       | 5 064 | 0.443  | 0.202 | 0.057  | 0.287  | 0.443  | 0.597  | 0.891  |
| <i>ROA</i>       | 5 064 | 0.039  | 0.069 | -0.274 | 0.014  | 0.037  | 0.068  | 0.226  |
| <i>CASH</i>      | 5 064 | 0.177  | 0.130 | 0.007  | 0.083  | 0.143  | 0.235  | 0.646  |
| <i>MTB</i>       | 5 064 | 2.800  | 2.808 | 0.308  | 1.050  | 1.963  | 3.438  | 17.850 |
| <i>VIOLATE</i>   | 5 064 | 0.054  | 0.227 | 0      | 0      | 0      | 0      | 1      |
| <i>LITIGATE</i>  | 5 064 | 0.328  | 1.154 | 0      | 0      | 0      | 0      | 8      |
| <i>MGRHD</i>     | 5 064 | 0.127  | 0.193 | 0.000  | 0.000  | 0.002  | 0.241  | 0.662  |
| <i>PC</i>        | 5 064 | 0.238  | 0.426 | 0      | 0      | 0      | 0      | 1      |
| <i>DUALITY</i>   | 5 064 | 0.274  | 0.446 | 0      | 0      | 0      | 1      | 1      |
| <i>INDEP</i>     | 5 064 | 0.372  | 0.054 | 0.273  | 0.333  | 0.333  | 0.429  | 0.571  |
| <i>Bsize</i>     | 5 064 | 2.124  | 0.200 | 1.609  | 1.946  | 2.197  | 2.197  | 2.639  |
| <i>TOP1</i>      | 5 064 | 0.337  | 0.150 | 0.085  | 0.224  | 0.303  | 0.433  | 0.780  |
| <i>AGE</i>       | 5 064 | 2.092  | 0.643 | 0.000  | 1.792  | 2.079  | 2.565  | 3.219  |
| <i>MKT</i>       | 5 064 | 8.246  | 7.408 | 1      | 3      | 5      | 12     | 30     |

5.2 分组差异检验

表 6 进一步分析了上榜公司与非上榜公司在上榜前的捐赠水平差异、上榜后的捐赠水平差异,以及两者的双重差异(Difference in Differences)。可以看到,上榜前,上榜公司与非上榜公司的捐赠水平无明显差异。上榜后,上榜公司的捐赠水平高于非上榜公司,且 *DonateRvn* 和 *DonateAst* 的差异分别在 1% 和 5% 的统计水平上显著。如果仅观察上榜公司,可以发现,上榜公司上榜后的捐赠水平相对于上榜前明显上升, *DonateRvn* 和 *DonateAst*

的差异分别在 1% 和 5% 的统计水平上显著。相对地,非上榜公司捐赠水平在上榜后也微微上升,其中 *DonateRvn* 的差异在 5% 的统计水平上显著,但 *DonateAst* 的差异在统计上不显著。从双重差分的结果看,在去除了非上榜公司上榜前后的捐赠水平变化趋势后,上榜公司的捐赠水平在上榜后仍然显著上升, *DonateRvn* 增加了 0.019, *DonateAst* 增加了 0.008,两者分别在 5% 和 10% 的统计水平上显著。这些结果初步支持了本文的研究假设。

表 6 分组差异检验结果

Table 6 Univariate analysis results

|     | 捐赠变量                  | 非上榜公司               | 上榜公司                 | 差异                     |
|-----|-----------------------|---------------------|----------------------|------------------------|
| 上榜前 | <i>DonateRvn</i>      | 0.044               | 0.044                | 0.000<br>(0.058)       |
|     | <i>DonateAst</i>      | 0.023               | 0.022                | 0.001<br>(0.275)       |
| 上榜后 | <i>DonateRvn</i>      | 0.055               | 0.074                | -0.019 ***<br>(-2.784) |
|     | <i>DonateAst</i>      | 0.024               | 0.031                | -0.007 **<br>(-2.274)  |
| 差异  | <i>Diff-DonateRvn</i> | 0.011 **<br>(2.510) | 0.030 ***<br>(3.463) | -0.019 **<br>(-2.174)  |
|     | <i>Diff-DonateAst</i> | 0.001<br>(0.936)    | 0.009 **<br>(2.464)  | -0.008 *<br>(-1.83)    |

5.3 PSM-DID 多元回归分析

表 7 汇报了基于倾向得分匹配的双重差分模型多元回归分析结果. 表 7 第(1)列和表 7 第(2)列的因变量为捐赠额占营业收入的比例 (*DonateRun*), 表 7 第(3)列和表 7 第(4)列的因变量为捐赠额占总资产的比例 (*DonateAst*). 表 7 列(1)和表 7 列(3)中, 在仅控制公司固定效应与年度固定效应, 未控制公司层面其他变量的影响下, *Treat* × *Post* 的系数至少在 10% 的统计水平下显著为正(列(1): 系数 = 0.012, *t* 值 = 1.747; 列(3): 系数 = 0.005, *t* 值 = 1.695), 即上榜公司相对非上榜公司, 其捐赠水平在实际控制人上榜之后显著上升. 列(2)和列(4)中, 在进一步控制了其他影响因素后, *Treat* × *Post* 的系数均在 5% 的统计水平下显著为正(列(2): 系数 = 0.015, *t* 值 = 1.695; 列(4): 系数 = 0.006, *t* 值 = 2.232), 即上榜公司的捐赠水平相对非上榜公司而言上升得更加明显. 从经济显著性来看,

相比非上榜公司, 上榜公司捐赠额占营业收入的比例在实际控制人上榜后上升了 34.1% ( = 0.015/0.044, 分子 0.015 为 *Treat* × *Post* 的系数, 分母 0.044 为上榜公司实际控制人上榜前的 *DonateRun* 均值), 捐赠额占总资产的比例上升了 27.3% ( = 0.006/0.022, 分子 0.006 为 *Treat* × *Post* 的系数, 分母 0.022 为上榜公司实际控制人上榜前的 *DonateAst* 均值). 可以看到, 实际控制人上榜对企业慈善捐赠的影响在经济上也非常明显. 因此, 上述基于双重差分模型的结果一致表明, 实际控制人登上富豪榜之后, 企业慈善捐赠水平上升, 本文研究假设得到验证, 即富豪榜给上榜企业家带来了强大的媒体报道和社会关注效应, 这不仅导致公众对其社会责任预期升高, 还使其面临更大的舆论威胁和监督风险. 为避免被视为“为富不仁”或“不义而富”, 上榜企业家会积极参与慈善捐赠活动来回应社会公众的预期和缓解新闻舆论的负面关注.

表 7 基于倾向得分匹配的双重差分模型回归分析结果

Table 7 Multivariate regression analysis results based on PSM-DID

|                            | 捐赠额占营业收入比例<br><i>DonateRun</i> |                       | 捐赠额占总资产比例<br><i>DonateAst</i> |                        |
|----------------------------|--------------------------------|-----------------------|-------------------------------|------------------------|
|                            | (1)                            | (2)                   | (3)                           | (4)                    |
| <i>Treat</i> × <i>Post</i> | 0.012 *<br>(1.747)             | 0.015 **<br>(2.184)   | 0.005 *<br>(1.695)            | 0.006 **<br>(2.232)    |
| <i>Post</i>                | 0.008<br>(1.465)               | 0.007<br>(1.326)      | 0.002<br>(0.762)              | 0.001<br>(0.588)       |
| <i>SIZE</i>                |                                | 0.002<br>(0.524)      |                               | -0.002<br>(-1.191)     |
| <i>LEV</i>                 |                                | -0.041 **<br>(-2.445) |                               | -0.004<br>(-0.593)     |
| <i>ROA</i>                 |                                | 0.027<br>(0.972)      |                               | 0.044 ***<br>(3.907)   |
| <i>CASH</i>                |                                | -0.034 *<br>(-1.909)  |                               | -0.020 ***<br>(-2.720) |
| <i>MTB</i>                 |                                | -0.001<br>(-0.672)    |                               | 0.000<br>(0.406)       |
| <i>VIOLATE</i>             |                                | -0.005<br>(-0.680)    |                               | -0.002<br>(-0.780)     |
| <i>LITIGATE</i>            |                                | -0.000<br>(-0.149)    |                               | -0.000<br>(-0.583)     |
| <i>MGRHD</i>               |                                | 0.052 **<br>(2.351)   |                               | 0.011<br>(1.212)       |
| <i>PC</i>                  |                                | 0.003<br>(0.436)      |                               | 0.003<br>(1.067)       |

续表 7

Table 7 Continues

|                          | 捐赠额占营业收入比例            |                        | 捐赠额占总资产比例             |                       |
|--------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                          | <i>DonateRvn</i>      | <i>DonateAst</i>       |                       |                       |
|                          | (1)                   | (2)                    | (3)                   | (4)                   |
| <i>DUALITY</i>           |                       | 0.014 ***<br>(2.740)   |                       | 0.003<br>(1.353)      |
| <i>INDEP</i>             |                       | 0.027<br>(0.570)       |                       | 0.034 *<br>(1.741)    |
| <i>BSIZE</i>             |                       | 0.013<br>(0.802)       |                       | 0.017 ***<br>(2.604)  |
| <i>TOP1</i>              |                       | -0.084 ***<br>(-3.672) |                       | -0.022 **<br>(-2.365) |
| <i>AGE</i>               |                       | -0.019 **<br>(-2.088)  |                       | -0.001<br>(-0.312)    |
| <i>MKT</i>               |                       | -0.001<br>(-1.554)     |                       | -0.000<br>(-1.256)    |
| 截距                       | 0.046 ***<br>(13.478) | 0.049<br>(0.485)       | 0.023 ***<br>(16.236) | 0.034<br>(0.807)      |
| 年度固定效应                   | 控制                    | 控制                     | 控制                    | 控制                    |
| 公司固定效应                   | 控制                    | 控制                     | 控制                    | 控制                    |
| <i>F</i> 值               | 3.367                 | 3.427                  | 2.138                 | 2.966                 |
| 调整 <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.368                 | 0.372                  | 0.438                 | 0.441                 |
| 样本量                      | 6 196                 | 6 196                  | 6 196                 | 6 196                 |

5.4 平行趋势检验

采用双重差分模型的关键前提条件是满足平行趋势假设 (Parallel Trend Assumption), 即上榜公司与非上榜公司的慈善捐赠水平在上榜事件发生之前应该呈现出相似的变化趋势, 否则双重差分模型将高估或者低估实际控制人上榜对企业慈善捐赠的影响。为检验上榜公司与非上榜公司在

上榜前是否满足平行趋势, 本文绘制了两个捐赠水平度量指标 *DonateRvn* 和 *DonateAst* 在上榜前后的变化趋势图。从图 1 可以看到, 上榜公司的 *DonateRvn* 与 *DonateAst* 在上榜前及上榜当年与非上榜公司非常接近, 两者无明显的变化趋势差异, 意味着双重差分的平行趋势假设能够得到满足。

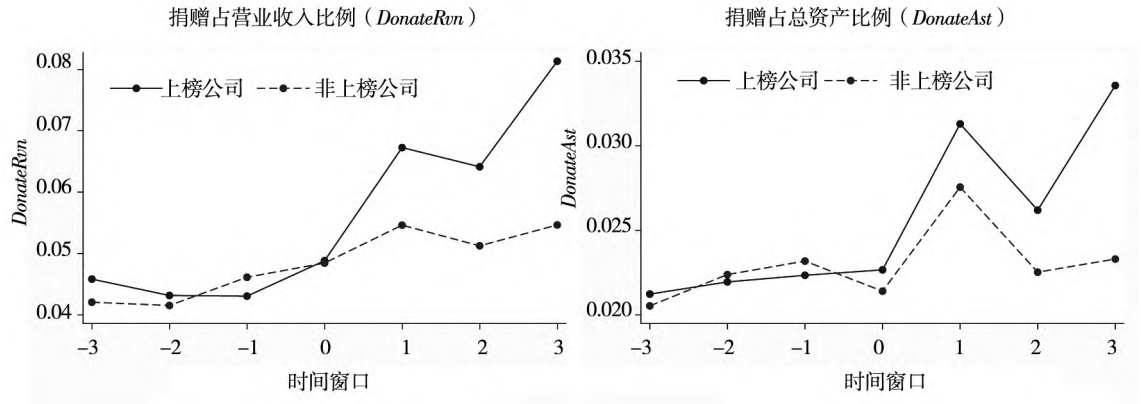


图 1 上榜公司与非上榜公司捐赠水平趋势图

Fig. 1 The donation trend of listed and non-listed firms

为避免其他因素对上榜公司与非上榜公司上 榜前平行趋势的潜在干扰, 本文进一步控制了其

他影响企业慈善捐赠的因素,以检验图 1 中的平行趋势是否依然得到满足.具体地,分别设置了上榜公司哑变量( $Treat$ )与上榜前两年哑变量( $Before_{t-2}$ )、上榜前 1 年哑变量( $Before_{t-1}$ )、上榜当年哑变量( $Curnt$ )、上榜后哑变量( $After_{t+1 \sim t+3}$ )的交乘项,并将这些交乘项与其他控制变量一起放入回归模型.从表 8 的回归结果可以看到,以上榜公司与非上榜公司在上榜前第 3 年( $t-3$ )的捐赠水平差异为基准, $Treat \times Before_{t-2}$ 、 $Treat \times Before_{t-1}$ 、 $Treat \times Curnt$  的系数均不显著,说明上榜公司与非上榜公司在上榜之前和上榜当年的捐赠差异没有显著的变化,两者变化趋势一致,意味着在控制其他影响企业慈善捐赠的因素后,本文双重差分模型的平行趋势假定依然能够得到满足.

### 5.5 稳健性检验

#### 5.5.1 安慰剂检验

为了检验上述估计结果的稳健性,本文进行了两个安慰剂检验(Placebo Tests).首先,将实际控制人上榜的时间提前,分别设定在实际上榜年份的前 1 年、前 2 年、前 3 年,并考察虚拟上榜年份前后 3 年的时间窗口内,上榜公司在实际控制人上榜后是否仍然具有更高的捐赠水平.如前所述,双重差分的前提条件是上榜之前,上榜公司与非上榜公司的捐赠水平没有较大的趋势差异.这意味着,如果虚拟地将实际控制人上榜时间设定在实际上榜之前,那么双重差分变量  $Treat \times Post$  的估计系数应当不显著.表 9 汇报了虚设上榜时间的安慰剂检验结果.可以看到,表 9 列(1)至

表 9 列(6)中,无论是将上榜年份提前 1 年、2 年还是 3 年,双重差分变量  $Treat \times Post$  的系数均不显著,这缓解了其他潜在的不可观测因素对本文前述结果的干扰.

表 8 平行趋势检验结果

Table 8 Parallel trend assumption tests

|                                     | <i>DonateRvn</i>     | <i>DonateAst</i>     |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|
|                                     | (1)                  | (2)                  |
| $Treat \times Before_{t-2}$         | 0.002<br>(0.176)     | 0.002<br>(0.331)     |
| $Treat \times Before_{t-1}$         | 0.005<br>(0.426)     | 0.004<br>(0.815)     |
| $Treat \times Curnt$                | 0.009<br>(0.672)     | 0.007<br>(1.265)     |
| $Treat \times After_{t+1 \sim t+3}$ | 0.023 **<br>(2.099)  | 0.010 **<br>(2.204)  |
| $Before_{t-2}$                      | 0.014 **<br>(2.219)  | 0.007 ***<br>(2.660) |
| $Before_{t-1}$                      | 0.031 ***<br>(3.857) | 0.015 ***<br>(4.350) |
| $Curnt$                             | 0.043 ***<br>(4.167) | 0.018 ***<br>(4.169) |
| $After_{t+1 \sim t+3}$              | 0.053 ***<br>(3.718) | 0.025 ***<br>(4.275) |
| 控制变量                                | 控制                   | 控制                   |
| 年度固定效应                              | 控制                   | 控制                   |
| 公司固定效应                              | 控制                   | 控制                   |
| <i>F</i> 值                          | 3.404                | 3.271                |
| 调整 $R^2$                            | 0.374                | 0.443                |
| 样本量                                 | 6 196                | 6 196                |

表 9 安慰剂检验结果

Table 9 Placebo tests results

|                     | 上榜时间提前一年         |                  | 上榜时间提前两年         |                  | 上榜时间提前三年           |                    |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
|                     | <i>DonateRvn</i> | <i>DonateAst</i> | <i>DonateRvn</i> | <i>DonateAst</i> | <i>DonateRvn</i>   | <i>DonateAst</i>   |
|                     | (1)              | (2)              | (3)              | (4)              | (5)                | (6)                |
| $Treat \times Post$ | 0.011<br>(1.252) | 0.005<br>(1.404) | 0.011<br>(1.315) | 0.007<br>(1.514) | 0.011<br>(1.240)   | 0.007<br>(1.506)   |
| $Post$              | 0.007<br>(1.095) | 0.003<br>(0.851) | 0.000<br>(0.049) | 0.000<br>(0.129) | -0.005<br>(-0.897) | -0.002<br>(-0.678) |
| 控制变量                | 控制               | 控制               | 控制               | 控制               | 控制                 | 控制                 |
| 年度固定效应              | 控制               | 控制               | 控制               | 控制               | 控制                 | 控制                 |
| 公司固定效应              | 控制               | 控制               | 控制               | 控制               | 控制                 | 控制                 |
| <i>F</i> 值          | 1.921            | 2.714            | 1.882            | 2.962            | 2.311              | 3.158              |
| 调整 $R^2$            | 0.406            | 0.456            | 0.398            | 0.453            | 0.409              | 0.458              |
| 样本量                 | 5 967            | 5 967            | 5 499            | 5 499            | 4 905              | 4 905              |

除了虚构上榜年份,本文还通过虚构上榜公司来进行安慰剂检验.具体地,本文根据前文表2上榜公司和非上榜公司的上榜年度分布情况,从每年的民营企业样本中,随机筛选相应数量的公司分别作为实验组和对照组.例如,表2中2005年实际控制人首次上榜的公司有31家,配对的非上榜公司有68家,则本文在进行安慰剂检验时,从2005年的民营企业样本中,随机筛选出31家和68家企业分别作为虚假的上榜公司和非上榜公司.在完成上述随机筛选过程后,采用了相同的双重差分模型重新进行估计,并记录  $Treat \times Post$  的系数.本文重复了500次上述筛选与回归过程.结果发现,  $Treat \times Post$  系数回归系数的均值几乎等于0,且绝大部分系数的  $p$  值大于0.1.同时,实际估计系数在安慰剂检验的估计系数分布中属于异常值.因此,本文的估计结果不太可能是由其他不可观测的因素导致的.

5.5.2 竞争性解释检验

企业家上榜是因为自身财富的显著增长,而财富增长有可能会直接增强上榜企业家“达则兼济天下”的意愿,导致企业慈善捐赠增加,即财富效应.财富效应解释与本文前述理论解释的关键区别是,本文将富豪榜企业的慈善捐赠行为看作是上榜企业家应对外界舆论关注与监督压力的方式,是基于功利主义视角看待企业慈善捐赠,而财富效应解释认为企业慈善捐赠是企业家“达则兼济天下”的纯粹利他主义行为.如果财富效应解释成立,即富豪榜企业的慈善捐赠行为是由企业家财富增加引起,那么企业家是否捐赠或捐赠多少应该与外界的舆论关注无关,特别是与外界的负面舆论无关,因为企业家完全是出于自身的利他

动机在进行捐赠,而非是为了缓解外界的舆论关注.

基于上述推测,本文根据富豪榜企业的媒体关注度进行了分组检验,以考察富豪榜企业的慈善捐赠行为是否会因媒体关注度差异而有不同.本文主要关注媒体负面报道,相对于媒体正面报道,媒体的负面报道会给上榜企业家带来更明显的关注与监督压力,上榜企业家面临的政治成本风险更高,其进行慈善捐赠的功利动机更强.相对地,如果上榜企业家纯粹是出于利他动机而进行捐赠,则其捐赠水平与媒体负面报道无关.具体地,将每个上榜公司上榜后的媒体负面报道文章数除以上榜前的媒体负面报道文章数,从而得到每个上榜公司上榜前后的媒体负面报道的相对变化程度.然后,以所有上榜公司媒体负面报道变化程度的中位数将上榜公司分为媒体负面报道较多和媒体负面报道较少两个子样本,进而分别对两组上榜公司子样本及与之相匹配的非上榜公司进行检验,检验结果如表10所示.可以看到,媒体负面报道较多的子样本中,  $Treat \times Post$  的系数均在1%的统计水平下显著为正,而媒体负面报道较少的子样本中,  $Treat \times Post$  的系数虽然为正但并不显著.而且,  $Treat \times Post$  的组间系数差异在5%的统计水平下显著 ( $Diff_{(3)-(1)} = 0.026$ ,  $Chi2 = 4.461$ ;  $Diff_{(4)-(2)} = 0.011$ ,  $Chi2 = 4.608$ ).上述结果说明,富豪榜企业的捐赠水平与外界的负面舆论关注紧密相关,媒体的负面报道越多,富豪榜企业的慈善捐赠水平越高,即企业家并非完全是出于自身的利他动机在进行捐赠,而是存在缓解外界舆论关注的明显功利动机.由此,本文排除了财富效应这一竞争性解释对本文相关研究结论的潜在干扰.

表10 排除企业家财富增长效应的稳健性检验结果  
Table 10 Robust test results of excluding wealth effect

|                     | 媒体负面报道较少         |                  | 媒体负面报道较多             |                      |
|---------------------|------------------|------------------|----------------------|----------------------|
|                     | <i>DonateRvn</i> | <i>DonateAst</i> | <i>DonateRvn</i>     | <i>DonateAst</i>     |
|                     | (1)              | (2)              | (3)                  | (4)                  |
| <i>Treat × Post</i> | 0.002<br>(0.232) | 0.001<br>(0.231) | 0.028 ***<br>(2.652) | 0.012 ***<br>(2.697) |
| <i>Post</i>         | 0.011<br>(1.408) | 0.002<br>(0.504) | 0.001<br>(0.165)     | -0.000<br>(-0.123)   |
| 控制变量                | 控制               | 控制               | 控制                   | 控制                   |
| 年度固定效应              | 控制               | 控制               | 控制                   | 控制                   |
| 公司固定效应              | 控制               | 控制               | 控制                   | 控制                   |

续表 10

Table 10 Continues

|                                      | 媒体负面报道较少            |                  | 媒体负面报道较多            |                  |
|--------------------------------------|---------------------|------------------|---------------------|------------------|
|                                      | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i> | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i> |
|                                      | (1)                 | (2)              | (3)                 | (4)              |
| <i>Treat</i> × <i>Post</i><br>组间系数差异 | 0.026 **<br>[4.461] |                  | 0.011 **<br>[4.608] |                  |
| <i>F</i> 值                           | 1.842               | 1.380            | 3.019               | 2.744            |
| 调整 <i>R</i> <sup>2</sup>             | 0.283               | 0.387            | 0.418               | 0.465            |
| 样本量                                  | 3 023               | 3 023            | 3 173               | 3 173            |

注：方括号内数字为 *Chi*<sup>2</sup> 值，下同。

### 5.5.3 其他稳健性检验

此外，本文还采用控制公司与年度固定效应后的泊松回归估计方法，取消了对非上榜公司的权重设置，采用了不同的捐赠度量指标，采用同年度同行业资产规模最近邻匹配法，剔除了上榜当年观测值等一系列稳健性检验方法，检验结果未有实质性改变。

### 5.6 机制分析：媒体关注的中介效应

企业家上榜对企业慈善捐赠的影响与媒体关注的作用密不可分。在当今互联网高度普及的信息化时代，媒体的影响一方面体现在其信息中介作用<sup>[59]</sup>，另一方面体现在其强大的舆论监督作用<sup>[60]</sup>。从信息中介的角度看，富豪榜的公布引发了媒体对相关富豪及其公司的高强度报道和头条报道。媒体通过深度调查和追踪报道以包装既有信息和创造新信息，在扩大信息传播范围的同时也大大提升了富豪及其公司曝光度与知名度，进而使得社会公众对这些富豪榜企业产生更高的社会责任预期。媒体报道越多，上榜事件对公众预期的影响越强，富豪公司越有可能为满足公众预期而进行更多的捐赠。从舆论监督的角度看，在追求发行量和新闻点击率的驱使下，新闻媒体对上榜富豪及其企业的负面新闻具有很强的报道偏好，因为这些新闻事件更容易引起大众的关注并产生轰动效应，进而引起政府监管机构的介入。近年来，一些富豪从上榜到“落马”的过程生动地说明了媒体的舆论监督是一个可置信的威胁。因此，媒体关注度越高，富豪所面临的舆论监督压力越大，富豪越有动机进行更多的社会责任活动来树立良好的公众形象，提高自身财富的合法性和正当性，从而缓解外界对公司负面消息的关注。

基于上述分析，媒体关注应是企业家上榜影

响企业慈善捐赠的重要中介机制。为此，本文参考 Baron 和 Kenny<sup>[61]</sup>、温忠麟等<sup>[62]</sup>经典的中介效应检验三步法，检验媒体报道的中介作用。第一步，检验企业实际控制人上榜能否提升企业慈善捐赠水平。通过前文双重差分模型(2)以及表7的检验结果，本文已发现，企业实际控制人上榜后企业慈善捐赠水平会上升；第二步，检验实际控制人上榜是否会提升企业的媒体关注水平。为此，本文构建了模型(3)以检验实际控制人上榜对企业媒体关注度的影响， $\gamma_1$  度量了该效应的大小；第三步，检验实际控制人上榜与媒体关注同时对企业慈善捐赠水平的影响。为此，在前文模型(2)的基础上进一步加入了媒体关注度变量，由此得到模型(4)。其中， $\delta_2$  度量了媒体关注对企业慈善捐赠的影响效应， $\delta_1$  为控制了媒体关注后，实际控制人上榜对企业慈善捐赠的影响。媒体关注的中介效应为系数乘积  $\gamma_1\delta_2$ 。根据中介效应原理，模型(2)中的总效应  $\beta_1$  等于直接效应  $\delta_1$  与中介效应  $\gamma_1\delta_2$  之和，本文将通过 Sobel test 检验中介效应  $\gamma_1\delta_2$  是否显著异于0。

$$\begin{aligned} Media_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \\ & \gamma_2 \times Post_{i,t} + Controls_{i,t} + \mu_i + \\ & \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} Donation_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 \times Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \\ & \delta_2 \times Media_{i,t} + \delta_3 \times Post_{i,t} + \\ & Controls_{i,t} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

关于媒体关注的度量，由于负面媒体关注更能够给公司带来舆论压力，同时本文在初始样本筛选阶段发现(表1)，实际控制人上榜后，相对正面媒体报道，企业负面媒体关注度上升的现象更普遍，因此本文在检验中介效应时，以公司负面媒体报道文章数量来度量媒体关注度。表11汇报了

中介效应的检验结果. 列(1)中,  $Treat \times Post$  的系数在 1% 的水平下显著为正, 说明实际控制人上榜后, 企业的媒体关注度显著上升. 列(2)和列(3)中,  $Media$  的系数在 1% 的统计水平下显著为正, 意味着媒体关注提高了企业的慈善捐赠水平. 在控制了媒体关注度后, 实际控制人上榜对捐赠占营业收入比例 ( $DonateRvn$ ) 的影响效应从 0.015 降低到 0.012, 对捐赠占总资产比例 ( $DonateAst$ ) 的影响效应从 0.006 降低到 0.004, 且显著性均降低. 经检验, 当因变量为  $DonateRvn$  时, 媒体关注度的中介效应值为 21.8%, 且在 1% 的统计水平下显著 ( $SobelZ = 4.045$ ); 当因变量为  $DonateAst$  时, 媒体关注度的中介效应值为 30.1%, 且在 1% 的统计水平下显著 ( $SobelZ = 4.922$ ). 上述结果表明, 媒体关注是企业家上榜影响企业慈善捐赠的重要中介机制.

表 11 媒体关注的中介效应检验结果  
Table 11 Tests of the mediating effect of media coverage

|                            | <i>Media</i>         | <i>DonateRvn</i>     | <i>DonateAst</i>      |
|----------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                            | (1)                  | (2)                  | (3)                   |
| <i>Treat</i> × <i>Post</i> | 2.166 ***<br>(4.922) | 0.012 *<br>(1.707)   | 0.004<br>(1.554)      |
| <i>Media</i>               |                      | 0.002 ***<br>(7.097) | 0.001 ***<br>(10.049) |
| <i>Post</i>                | 0.133<br>(0.372)     | 0.007<br>(1.294)     | 0.001<br>(0.528)      |
| 控制变量                       | 控制                   | 控制                   | 控制                    |
| 年度固定效应                     | 控制                   | 控制                   | 控制                    |
| 公司固定效应                     | 控制                   | 控制                   | 控制                    |
| <i>F</i> 值                 | 20.008               | 6.053                | 8.400                 |
| 调整 $R^2$                   | 0.794                | 0.378                | 0.451                 |
| 样本量                        | 6 152                | 6 152                | 6 152                 |

5.7 异质性检验

5.7.1 上榜名次与富豪榜效应

上榜企业家的财富排名是媒体和公众关注的焦点, 名次差异使得富豪榜对企业慈善捐赠的影响也很可能不同. 一方面, 上榜企业家引发的关注和追捧与其名次紧密相关, 名列富豪榜前茅的上榜企业家更容易获得耀眼的明星光环, 其社会地位与公众知名度的跃升更加明显, 这些处于富豪榜头部的企业家们更容易被公众赋予更高的社会责任预期, 而未能满足公众的社会责任预期则更容易对其合法性和正当性带来明显影响. 因此, 上榜名次靠前的企业家面临更大的压力去承担社会

责任; 另一方面, 名次靠前的富豪企业家们更容易引起社会公众关注对其初始财富来源、经营活动性质和财富积累过程中的合法性问题的关注与评议, 媒体为获取流量和轰动效应更是热衷于挖掘头部富豪们的负面新闻. 因此, 名次靠前的富豪企业家们有更强的动机通过慈善捐赠积极履行社会责任, 在媒体和社会公众间形成良好的口碑, 提升自身财富的合法性和正当性, 从而缓解对企业负面信息的过度关注.

基于此, 本文进一步分析了企业家上榜名次对富豪榜效应的影响. 具体而言, 首先根据实际控制人的上榜名次对其公司进行分组, 分别为 1 名 ~ 200 名和 201 名 ~ 400 名, 并生成对应的哑变量  $Treat_{1-200}$ 、 $Treat_{201-400}$ . 然后, 分别将这些哑变量与  $Post$  交乘来检验不同名次上榜公司捐赠水平的变化, 相关的检验结果如表 12 所示. 可以看到, 列(1)和列(2)中,  $Treat_{1-200} \times Post$  的系数均在 5% 的水平下显著为正,  $Treat_{201-400} \times Post$  的系数虽然为正, 但并不显著, 且  $Treat_{1-200} \times Post$  的系数与  $Treat_{201-400} \times Post$  的系数差异在两倍以上, 表明相对实际控制人上榜名次靠后的企业, 上榜名次靠前的企业的捐赠水平上升更明显. 这与前述理论预期一致, 即名次靠前的上榜企业家需要满足公众更高的社会责任预期, 同时面临的舆论关注与监督威胁也更大, 因此企业家有更强的动机提高捐赠水平.

表 12 上榜名次与富豪榜效应  
Table 12 Rich list ranking and its effects on corporate donation

|                               | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i>    |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|
|                               | (1)                 | (2)                 |
| $Treat_{1-200} \times Post$   | 0.028 **<br>(2.148) | 0.011 **<br>(2.125) |
| $Treat_{201-400} \times Post$ | 0.011<br>(1.505)    | 0.005<br>(1.573)    |
| <i>Post</i>                   | 0.007<br>(1.324)    | 0.001<br>(0.586)    |
| 控制变量                          | 控制                  | 控制                  |
| 年度固定效应                        | 控制                  | 控制                  |
| 公司固定效应                        | 控制                  | 控制                  |
| <i>F</i> 值                    | 3.313               | 2.870               |
| 调整 $R^2$                      | 0.372               | 0.441               |
| 样本量                           | 6 196               | 6 196               |

5.7.2 政治身份与富豪榜效应

中国文化与制度背景下的民营企业具有强

烈的政治情结. 政治身份一方面有助于企业获取诸多资源, 如信贷支持、税收优惠、财政补贴等<sup>[63]</sup>; 但另一方面, 通过政治身份获取这些荣誉与利益需要付出相应的成本, 这源于与政治身份相伴而生的制度压力. 具体而言, 政治身份赋予了民营企业家“亦官亦商”的属性, 官商双重身份为其带来了超过一般企业家的社会关注度. 政治身份下企业家不再仅是以个体形象出现在公众视野, 而是代表着国家、政府和公众的形象, 形象的社会化导致外界对其产生更高的角色期望, 进而需要承担更高的社会责任, 如此才能提高政治身份的合法性<sup>[9-11]</sup>. 当具有政治身份的民营企业家登上富豪榜时, 其政治影响力与财富影响力合二为一, 权钱双收使得公众对这类上榜企业家会天然地更加敏感, 引发更多的关注与讨论, 企业家面临着更严苛的舆论环境, 因而有更强的动机积极参与慈善活动以提升政治身份与财富的合法性. 因此, 相比没有政治身份的企业家, 有政治身份的企业家更可能在登上富豪榜后提高企业的慈善捐

赠水平.

基于此, 本文根据上榜实际控制人是否担任过政府官员、人大代表或政协委员等职务来判断其是否具有政治身份, 并据此将上榜公司分为有政治身份组和无政治身份组, 然后分别对两组上榜公司子样本及与之相匹配的非上榜公司进行检验. 从表 13 的分组检验结果可以看到, 实际控制人有政治身份的子样本中,  $Treat \times Post$  的系数均在 5% 的统计水平下显著为正; 实际控制人无政治身份的子样本中,  $Treat \times Post$  的系数虽然为正但并不显著. 而且, 似无相关模型检验结果显示,  $Treat \times Post$  的组间系数差异至少在 10% 的统计水平下显著 ( $Diff_{(1)-(3)} = 0.014, Chi2 = 2.861$ ;  $Diff_{(2)-(4)} = 0.008, Chi2 = 4.218$ ). 这些结果与前述理论预期一致, 即富豪榜与企业慈善捐赠的关系会受到企业家政治身份的影响, 有政治身份的上榜企业家出于提高政治身份与财富的合法性, 有更强的动机在登榜后提高企业的慈善捐赠水平.

表 13 政治身份与富豪榜效应

Table 13 Political titles and rich list effect

|                               | 有政治联系               |                     | 无政治联系               |                  |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|------------------|
|                               | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i>    | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i> |
|                               | (1)                 | (2)                 | (3)                 | (4)              |
| $Treat \times Post$           | 0.022 **<br>(2.077) | 0.011 **<br>(2.354) | 0.008<br>(0.859)    | 0.003<br>(0.737) |
| $Post$                        | 0.004<br>(0.453)    | -0.000<br>(-0.030)  | 0.009<br>(1.140)    | 0.002<br>(0.611) |
| 控制变量                          | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制               |
| 年度固定效应                        | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制               |
| 公司固定效应                        | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制               |
| $Treat \times Post$<br>组间系数差异 | 0.014 *<br>[2.861]  |                     | 0.008 **<br>[4.218] |                  |
| $F$ 值                         | 2.764               | 2.095               | 1.493               | 1.175            |
| 调整 $R^2$                      | 0.418               | 0.471               | 0.290               | 0.377            |
| 样本量                           | 2 942               | 2 942               | 3 254               | 3 254            |

### 5.7.3 “原罪”嫌疑与富豪榜效应

“原罪”嫌疑是民营企业发展过程中长期面临的困扰. 所谓“原罪”嫌疑, 是指在我国经济社会转型发展过程中, 由于外部制度环境不完善或制度执行不力, 部分民营企业家在原始财富积累过程所采取的手段处于法律灰色地带或直接违反相关法律, 从而被外界认为带有某种“原

罪”<sup>[1, 3, 8]</sup>. “原罪”嫌疑的直接后果是企业的合法性地位得不到政府和公众的认可与法律的保护, 随时有被追溯清查的风险, 这进而影响了企业家决策与企业经营行为<sup>[1, 3, 8]</sup>. 富豪榜的公布极大地吸引了外界的关注, 加速了企业家“原罪”嫌疑的曝光过程. 相对于无“原罪”嫌疑的企业家, 有“原罪”嫌疑的企业家面临的负面关注压力更大,

媒体与公众对其财富累积过程合法性更加关切,这些企业家也更有动机采取各种方式来提升自身合法性地位.因此,本文预期,相对无“原罪”嫌疑的上榜企业家,存在“原罪”嫌疑的上榜企业家会更能提高捐赠水平.

参考李雪等<sup>[8]</sup>、唐松等<sup>[3]</sup>,以民营企业初始产权获取方式作为“原罪”嫌疑的代理变量.由于国有转制型民营企业在初始产权获取过程中可能因制度不完善存在一些不合规的操作或相关手段处于法律灰色地带,导致国有资产有流失嫌疑,这些企业也更容易被外界贴上“原罪”的标签.因此,参考上述文献,若上榜实际控制人所控制的企业是由国有企业、集体或全民所有制企业经过股权转让等方式私有化而来,则视为具有“原罪”嫌疑;若上榜实际控制人所控制的企业在初始创立

时就是自然人出资创立,则视为无“原罪”嫌疑.然后,本文分别对两组上榜公司子样本及与之相匹配的非上榜公司进行检验.从表 14 的检验结果可以看到,在有“原罪”嫌疑的子样本中, $Treat \times Post$  的系数均在 5% 的统计水平下显著为正,而无“原罪”嫌疑的子样本中, $Treat \times Post$  的系数虽然为正但并不显著.而且,似无相关模型检验结果显示, $Treat \times Post$  的组间系数差异在 5% 的统计水平下显著 ( $Diff_{(1)-(3)} = 0.040, Chi2 = 4.794$ ;  $Diff_{(2)-(4)} = 0.020, Chi2 = 4.350$ ).这些结果说明印证了前文的预期,即具有“原罪”嫌疑的企业家更可能因富豪榜的曝光而担忧媒体和公众的关注,其有更强的动机提升自身合法性地位,因此企业家上榜对企业慈善捐赠的影响效应在具有“原罪”嫌疑的企业更加明显.

表 14 “原罪”嫌疑与富豪榜效应  
Table 14 “Original sin” suspicion and rich list effect

|                               | 有原罪嫌疑               |                     | 无原罪嫌疑               |                  |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|------------------|
|                               | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i>    | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i> |
|                               | (1)                 | (2)                 | (3)                 | (4)              |
| <i>Treat × Post</i>           | 0.049 **<br>(2.555) | 0.024 **<br>(2.578) | 0.009<br>(1.213)    | 0.004<br>(1.235) |
| <i>Post</i>                   | 0.018<br>(1.001)    | 0.003<br>(0.388)    | 0.008<br>(1.365)    | 0.002<br>(0.588) |
| 控制变量                          | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制               |
| 年度固定效应                        | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制               |
| 公司固定效应                        | 控制                  | 控制                  | 控制                  | 控制               |
| <i>Treat × Post</i><br>组间系数差异 | 0.040 **<br>[4.794] |                     | 0.020 **<br>[4.350] |                  |
| <i>F</i> 值                    | 2.520               | 2.744               | 3.298               | 2.385            |
| 调整 <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0.561               | 0.587               | 0.349               | 0.419            |
| 样本量                           | 638                 | 638                 | 5 558               | 5 558            |

5.7.4 避税程度与富豪榜效应

在富豪榜引发的热议中,与上榜企业家的财富紧密相关的避税问题一直是社会公众讨论的焦点话题,同时也是上榜企业家陨落的主要原因之一.依法纳税是企业应承担的义务与社会责任,社会公众关注与评议的焦点不仅在于上榜企业家的财富水平与排名,更在于其财富累积过程是否公平正义,而通过激进的避税手段“不义而富”会被认为是不道德、对社会不负责任的行为<sup>[64, 65]</sup>.特别是在中国社会中长期存在的仇富心理影响下,富豪群体天然地被公众期待承担更多的社会责任,而过度地避税则容易点燃公众的不满情绪,引

发舆论广泛谴责和批评.因此,相对避税程度低的富豪榜企业,避税程度高的富豪榜企业更可能担忧富豪榜所引发的外界关注,上榜企业家因而更有动机增加慈善捐赠来提升财富的合法性,从而缓解媒体与公众的负面关注压力.因此,本文预期,富豪榜对慈善捐赠的影响在避税程度高的富豪榜企业中更加明显.借鉴 Chan 等<sup>[66]</sup>、刘行和叶康涛<sup>[67]</sup>的研究,本文使用会计准则口径下的实际所得税税率来衡量企业的税收规避程度,实际所得税税率 = (所得税费用 - 递延所得税费用)/税前利润.实际所得税税率越高,意味着企业的避税程度越低.根据实际控制人上榜前一年的避税

程度,根据避税程度的中位数将上榜公司分为避税程度高和避税程度低两个子样本,进而分别对

两组上榜公司子样本及与之相匹配的非上榜公司进行检验,结果如表 15 所示。

表 15 避税程度与富豪榜效应

Table 15 Tax avoidance and rich list effect

|                               | 避税程度高               |                      | 避税程度低               |                  |
|-------------------------------|---------------------|----------------------|---------------------|------------------|
|                               | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i>     | <i>DonateRvn</i>    | <i>DonateAst</i> |
|                               | (1)                 | (2)                  | (3)                 | (4)              |
| <i>Treat × Post</i>           | 0.022 **<br>(2.154) | 0.013 ***<br>(3.161) | 0.009<br>(0.895)    | 0.001<br>(0.143) |
| <i>Post</i>                   | 0.003<br>(0.408)    | -0.003<br>(-0.754)   | 0.010<br>(1.244)    | 0.004<br>(1.056) |
| 控制变量                          | 控制                  | 控制                   | 控制                  | 控制               |
| 年度固定效应                        | 控制                  | 控制                   | 控制                  | 控制               |
| 公司固定效应                        | 控制                  | 控制                   | 控制                  | 控制               |
| <i>Treat × Post</i><br>组间系数差异 | 0.013<br>[1.061]    |                      | 0.012 **<br>[5.550] |                  |
| <i>F</i> 值                    | 1.275               | 1.704                | 2.502               | 1.613            |
| 调整 <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0.378               | 0.458                | 0.352               | 0.417            |
| 样本量                           | 2 844               | 2 844                | 3 187               | 3 187            |

从表 15 的分组检验结果可以看到,避税程度高的子样本中,*Treat × Post* 的系数至少在 5% 的统计水平下显著为正,而在避税程度低的子样本中,*Treat × Post* 的系数虽然为正但并不显著。似无相关模型检验结果显示,当因变量为 *DonateRvn* 时,*Treat × Post* 的组间系数差异接近边际显著 ( $Diff_{(1)-(3)} = 0.013, Chi2 = 1.061, p = 0.301$ ); 当因变量为 *DonateAst* 时,*Treat × Post* 的组间系数差异在 5% 的统计水平下显著 ( $Diff_{(2)-(4)} = 0.012, Chi2 = 5.550$ )。这些结果也基本支持了前文理论分析,即避税程度高的富豪榜企业更可能在企业实际控制人上榜后受到舆论关注,上榜企业家面临的舆论监督压力更大,因而会更可能增加慈善捐赠以改善外部舆论环境,提升自身财富合法性。

## 6 结束语

改革开放 40 余年来,中国经济在体制改革与转轨发展过程中创造了无数的财富神话,创造了一批批的亿万富豪,每年公布的富豪榜单更是让新晋的富豪群体成为媒体和公众关注的焦点。然而,上榜富豪在获得富豪榜所带来的荣耀与明星光环的同时,也不可避免地承受了来自媒体与公众的舆论监督压力。一些富豪在上榜之后便因

为各种不规范问题的曝光而纷纷陨落,被贴上了“不义而富”或“为富不仁”的标签。面对富豪榜所带来的媒体与公众的高度关注,上榜富豪及其企业会如何应对呢? 基于此,本文从企业慈善捐赠的角度,在理论推演了荣登富豪榜对上榜富豪及其企业行为影响机理的基础上,实证检验了实际控制人上榜对民营企业慈善捐赠行为的影响关系。利用 2005 年—2017 年“胡润百富榜”上榜企业家控制的民营上市公司样本,采用基于倾向得分匹配法的双重差分模型,研究发现,相较实际控制人未上榜的企业,实际控制人上榜的企业在之后的慈善捐赠水平显著更高,这一发现在经过一系列稳健性测试后仍显著成立;进一步,机制分析结果表明,媒体报道在实际控制人上榜与企业慈善捐赠水平上升之间起到显著的中介作用;最后,横截面差异检验结果显示,实际控制人上榜对企业慈善捐赠的正向影响在实际控制人上榜名次靠前、实际控制人具有政治身份、企业初始产权具有“原罪”嫌疑、以及公司避税程度较高的富豪榜企业中更加明显。这些结果意味着,在面对富豪榜引发的媒体和公众舆论关注时,上榜企业家为了加强自身的合法性与正当性印象,会进行更多的慈善捐赠活动来积累道德声誉资本和树立良好的公众形象,从而满足大众对其更高的社会责任预期,以及避免新闻媒体和社会公众对企业潜在负面问

题的过度关注。

本文的研究结论具有重要的实践启示。首先,企业家登上富豪榜是一把双刃剑,一方面上榜能够给富豪企业家及其企业带来很多的媒体报道和社会关注,从而给企业做免费的广告宣传,进而帮助企业提高知名度;另一方面,上榜会把富豪企业家及其企业聚在新闻媒体的镁光灯下,长期接受社会公众更多更强的监督甚至是质疑和拷问,从而制约和影响企业的经营决策,如果富豪企业家或其企业稍有不慎,没有处理好与媒体或社会公众的关系,很可能让企业遭受不可估量的损失和危机。因此,本文的研究表明,积极参与慈善捐赠活动是富豪企业家及其企业应对上述负面影响的一种重要方式,值得未来更多富豪企业家或明星企业家的借鉴和采纳。其次,在当今的数字化和移动互联网时代,除了传统媒体,各类社交平台

与视频平台融合算法推荐催生了全民自媒体,频繁密集的媒体报道是热点事件产生重大影响的一个重要条件,是相关事件影响的“放大器”和“加速器”。因此,企业家以及企业的管理层需要特别重视媒体报道的相关影响,在出现问题时应该及时处理相关问题,化解公众的担忧,尽可能避免事件在媒体报道的催化下演变为企业的大危机。

需要指出的是,本研究也存在一些不足。虽然慈善捐赠是企业承担社会责任的一种重要方式,但是它不是企业社会责任的全部,至于实际控制人登上富豪榜会如何影响民营企业履行对员工、客户、供应商、社区等利益相关者的相应责任,还不得而知,更不能简单套用慈善捐赠的相关研究结论,因而未来研究应该进一步检验富豪榜对民营企业履行其他方面社会责任的影响表现。

#### 参考文献:

- [1] 叶青,李增泉,李光青.富豪榜会影响企业会计信息质量吗?——基于政治成本视角的考察[J].管理世界,2012,(1):104-120.  
Ye Qing, Li Zengquan, Li Guangqing. Does the rich list influence corporate accounting information quality?: Research on the perspective of political cost[J]. Management World, 2012, (1): 104-120. (in Chinese)
- [2] Firth M, He X, Rui O M, et al. Paragon or pariah? The consequences of being conspicuously rich in China's new economy[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, (29): 430-448.
- [3] 唐松,温德尔,孙铮.“原罪”嫌疑与民营企业会计信息质量[J].管理世界,2017,(8):106-122.  
Tang Song, Wen Deer, Sun Zheng. “Original sin” suspicion and the earnings quality of private listed firms[J]. Management World, 2017, (8): 106-122. (in Chinese)
- [4] Wu D, Ye Q. Public attention and auditor behavior: The case of Hurun Rich List in China[J]. Journal of Accounting Research, 2020, 58(3): 777-825.
- [5] 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.  
Dai Yiyi, Pan Yue, Feng Shu. Are Chinese enterprises' charitable donations “political contribution”? Evidence from the replacements of the municipal party secretaries[J]. Economic Research Journal, 2014, (2): 74-86. (in Chinese)
- [6] 唐跃军,左晶晶,李汇东.制度环境变迁对公司慈善行为的影响机制研究[J].经济研究,2014,(2):61-73.  
Tang Yuejun, Zuo Jingjing, Li Huidong. The impact of institutional environment transition on corporate philanthropic behavior[J]. Economic Research Journal, 2014, (2): 61-73. (in Chinese)
- [7] 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,2015,18(1):4-14.  
Li Weian, Wang Pengcheng, Xu Yekun. Philanthropy, political connection and debt finance: Reciprocal behavior of governments and private enterprises[J]. Nankai Business Review, 2015, 18(1): 4-14. (in Chinese)
- [8] 李雪,罗进辉,黄泽悦.“原罪”嫌疑、制度环境与民营企业慈善捐赠[J].会计研究,2020,(1):135-144.  
Li Xue, Luo Jinhui, Huang Zeyue. “Original sin” suspicion, institutional environment, and corporate philanthropy in private enterprises[J]. Accounting Research, 2020, (1): 135-144. (in Chinese)
- [9] 贾明,张喆.高管的政治关联影响公司慈善行为吗?[J].管理世界,2010,(4):99-113.  
Jia Ming, Zhang Zhe. Does political connection influence corporate philanthropy? [J]. Management World, 2010, (4):

- 99 – 113. (in Chinese)
- [10] 高勇强, 何晓斌, 李路路. 民营企业社会身份、经济条件与企业慈善捐赠[J]. 经济研究, 2011, (12): 111 – 123.  
Gao Yongqiang, He Xiaobin, Li Lulu. Business owners' social status, economic achievement and corporate philanthropy [J]. Economic Research Journal, 2011, (12): 111 – 123. (in Chinese)
- [11] 陈 凌, 陈华丽. 家族企业主的政治联系、制度环境与慈善捐赠——基于全国私营企业调查的实证研究[J]. 华东经济管理, 2014, (1): 1 – 6.  
Chen Ling, Chen Huali. Political connections, institutional environments and charitable contributions by family entrepreneurs: An empirical study on the survey of Chinese private enterprises [J]. East China Economic Management, 2014, (1): 1 – 6. (in Chinese)
- [12] Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193 – 206.
- [13] Hambrick D C. Upper echelons theory: An update[J], Academy of Management Review, 2007, 32(2): 334 – 343.
- [14] 胡永刚, 石 崇. 扭曲、企业家精神与中国经济增长[J]. 经济研究, 2016, (7): 87 – 101.  
Hu Yonggang, Shi Chong. Entrepreneur selection, rent-seeking and economic growth[J]. Economic Research Journal, 2016, (7): 87 – 101. (in Chinese)
- [15] 余明桂, 万龙翔. 富豪榜对企业盈余管理的影响: “声名远扬”还是“引火上身”[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2016, 16(5): 110 – 120.  
Yu Minggui, Wan Longxiang. Magnate ranking list and company's earnings management: Prestigious or backfired? [J]. Journal of China University of Geoscience (Social Sciences Edition), 2016, 16(5): 110 – 120. (in Chinese)
- [16] 吕 伟, 张学渊, 余名元. 财富榜、声誉成本与会计稳健性[J]. 经济科学, 2015, (6): 101 – 115.  
Lü Wei, Zhang Xueyuan, She Mingyuan. Rich list, reputation cost and accounting conservatism[J]. Economic Science, 2015, (6): 101 – 115. (in Chinese)
- [17] 翟淑萍, 白素文, 白冠男. 富豪榜会降低公司融资约束吗? ——基于媒体关注的视角[J]. 金融论坛, 2018, 23(11): 50 – 67.  
Zhai Shuping, Bai Suwen, Bai Guannan. Does the rich list ease corporate financial constraints?: From the perspective of media attention[J]. Finance Forum, 2018, 23(11): 50 – 67. (in Chinese)
- [18] 李 伟, 缪 晴, 唐 洋, 等. 富豪榜会影响审计收费吗? ——基于上市公司的经验证据[J]. 南京审计大学学报, 2019, 16(6): 29 – 38.  
Li Wei, Miao Qing, Tang Yang, et al. Will the rich list affect audit fees?: Empirical evidence based on listed companies [J]. Journal of Nanjing Audit University, 2019, 16(6): 29 – 38. (in Chinese)
- [19] Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Accounting Standards No. 116: Accounting for Contributions Received and Contributions Made[R]. Norwalk: Financial Accounting Standards Board, 1993.
- [20] 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.  
Li Sihai, Chen Xuan, Song Xianzhong. The generosity of the poor: Research on the strategic motivation[J]. Management World, 2016, (5): 116 – 127. (in Chinese)
- [21] Zhang R, Rezaee Z, Zhu J. Corporate philanthropic disaster response and ownership type: Evidence from Chinese firms' response to the Sichuan earthquake[J]. Journal of Business Ethics, 2010a, (91): 51 – 63.
- [22] Zhang R, Zhu J, Yue H. Corporate philanthropic giving, advertising intensity, and industry competition level[J]. Journal of Business Ethics, 2010b, (94): 39 – 52.
- [23] 冯 建, 程文莉. 企业捐赠的经济动机与影响因素: 综述与启示[J]. 经济学动态, 2010, (9): 138 – 141.  
Feng Jian, Cheng Wenli. The economic motivations and influencing factors of corporate philanthropy[J]. Economic Perspectives, 2010, (9): 138 – 141. (in Chinese)
- [24] 王 新, 李彦霖, 李方舒. 企业社会责任与经理人薪酬激励有效性研究——战略性动机还是卸责借口? [J]. 会计研究, 2015, (10): 51 – 58.  
Wang Xin, Li Yanlin, Li Fangshu. Research on corporate social responsibility and the effectiveness of executive compensation incentive: Strategic motivation or shirking excuse[J]. Accounting Research, 2015, (10): 51 – 58. (in Chinese)
- [25] 山立威, 甘 犁, 郑 涛. 公司捐款与经济动机——汶川地震后中国上市公司捐款的实证研究[J]. 经济研究, 2008, (11): 51 – 60.

- Shan Liwei, Gan Li, Zheng Tao. Corporate donations and economic incentives: An empirical study based on corporate donations following the 5 · 12 Earthquake in China[J]. *Economic Research Journal*, 2008, (11): 51 – 60. (in Chinese)
- [26] Porter M E, Kramer M R. The competitive advantage of corporate philanthropy[J]. *Harvard Business Review*, 2002, (80): 56 – 68.
- [27] Brammer S, Millington A. Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis[J]. *Journal of Business Ethics*, 2005, (61): 29 – 44.
- [28] Baruch L, Christine P, Suresh R. Is doing good for You? How corporate charitable contributions enhance revenue growth[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, (31): 182 – 200.
- [29] 郑杲娉, 徐永新. 慈善捐赠、公司治理与股东财富[J]. *南开管理评论*, 2011, 14(2): 92 – 101.
- Zheng Gaoping, Xu Yongxin. Corporate philanthropy, corporate governance and shareholder wealth[J]. *Nankai Business Review*, 2011, 14(2): 92 – 101. (in Chinese)
- [30] 王克稳, 金占明, 焦捷. 战略群组身份、企业慈善捐赠和企业绩效——基于中国房地产行业的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2014, 17(6): 53 – 62.
- Wang Kewen, Jin Zhanming, Jiao Jie. Strategic group membership, corporate charitable contribution and performance: Evidence from Chinese real estate industry[J]. *Nankai Business Review*, 2014, 17(6): 53 – 62. (in Chinese)
- [31] 彭飞, 范子英. 税收优惠、捐赠成本与企业捐赠[J]. *世界经济*, 2016, (7): 144 – 167.
- Peng Fei, Fan Ziyang. Tax incentives, donation costs and enterprises' charitable donations[J]. *The Journal of World Economy*, 2016, (7): 144 – 167. (in Chinese)
- [32] 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[J]. *中国工业经济*, 2017, (5): 133 – 151.
- Pan Yue, Weng Ruoyu, Liu Siyi. The selfish goodwill: New evidence from corporate philanthropy in Typhoon[J]. *China Industrial Economics*, 2017, (5): 133 – 151. (in Chinese)
- [33] 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.
- Gao Yongqiang, Chen Yajing, Zhang Yunjun. “Red scarf” or “green scarf”: Research on the motivation of private firms' charitable donations[J]. *Management World*, 2012, (8): 106 – 114. (in Chinese)
- [34] Shiu Y, Yang S. Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance-like effects?[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, (38): 455 – 470.
- [35] Chen J C, Patten D M, Roberts R W. Corporate charitable contributions: A corporate social performance or legitimacy strategy?[J]. *Journal of Business Ethics*, 2008, (82): 131 – 144.
- [36] Luo J, Kaul A, Seo H. Winning us with trifles: Adverse selection in the use of philanthropy as insurance[J]. *Strategic Management Journal*, 2018, (39): 2591 – 2617.
- [37] Koehn D, Ueng J. Is philanthropy being used by corporate wrongdoers to buy good will?[J]. *Journal of Management & Governance*, 2010, 14(1): 1 – 16.
- [38] 戴亦一, 彭镇, 潘越. 企业慈善捐赠: 诉讼风险下的自我救赎[J]. *厦门大学学报(哲学社会科学版)*, 2016, (2): 122 – 131.
- Dai Yiyi, Peng Zhen, Pan Yue. Corporate charitable donations: Self-redemption under the risk of litigation[J]. *Journal of Xiamen University (Arts & Social Sciences)*, 2016, (2): 122 – 131. (in Chinese)
- [39] 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, 20(2): 108 – 121.
- Fu Chao, Ji Li. Litigation risk and corporate charitable giving: An explanation from the perspective of reputation insurance[J]. *Nankai Business Review*, 2017, 20(2): 108 – 121. (in Chinese)
- [40] 王娟, 潘秀丽. 慈善捐赠对审计意见的影响——基于慈善捐赠利己动机视角的实证分析[J]. *审计研究*, 2018, (3): 87 – 94.
- Wang Juan, Pan Xiuli. The influence of charitable donation on audit opinion: An empirical analysis based on the selfish motives of charitable donations[J]. *Auditing Research*, 2018, (3): 87 – 94. (in Chinese)
- [41] Haley U C V. Corporate contributions as managerial masques: Reframing corporate contributions as strategies to influence society[J]. *Journal of Management Studies*, 1991, (28): 485 – 510.
- [42] Petrenko O V, Aime F, Ridge J, et al. Corporate social responsibility or CEO narcissism? CSR motivations and organiza-

- tional performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, (37): 262–279.
- [43] Sánchez C M. Motives for corporate philanthropy in El Salvador: Altruism and political legitimacy[J]. *Journal of Business Ethics*, 2000, (27): 363–375.
- [44] Wang H, Qian C. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(6): 1159–1181.
- [45] 胡旭阳. 企业家政治身份“代际接力”与企业的社会责任担当——来自我国上市家族企业的经验证据[J]. *经济社会体制比较*, 2020, (2): 100–108.
- Hu Xuyang. The transgenerational transfer of political identity and firms' social responsibilities: Evidence from Chinese listed family firms[J]. *Comparative Economic & Social Systems*, 2020, (2): 100–108. (in Chinese)
- [46] 张 敏, 马黎珺, 张 雯. 企业慈善捐赠的政企纽带效应——基于我国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2013, (7): 163–171.
- Zhang Min, Ma Lijun, Zhang Wen. The effect of political connections on corporate philanthropy: Evidence from China's listed companies[J]. *Management World*, 2013, (7): 163–171. (in Chinese)
- [47] Su J, He J. Does giving lead to getting? Evidence from Chinese private enterprises[J]. *Journal of Business Ethics*, 2010, (93): 73–90.
- [48] Gao F, Faff R, Navissi F. Corporate philanthropy: Insights from the 2008 Wenchuan Earthquake in China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2012, (20): 363–377.
- [49] Li S, Song X, Wu H. Political connection, ownership structure, and corporate philanthropy in China: A strategic-political perspective[J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, (129): 399–411.
- [50] 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.
- Li Sihai, Lu qirui, Song Xianzhong. Corporate donation among China's money-losing enterprises[J]. *China Industrial Economics*, 2012, (8): 148–160. (in Chinese)
- [51] 王宇光, 潘 越, 黄 丽. 企业慈善捐赠: 公益付出还是另有所图——基于上市公司融资样本的实证研究[J]. *财贸研究*, 2016, (1): 133–141.
- Wang Yuguang, Pan Yue, Huang Li. Corporate charitable donations: Public behavior or other intentions[J]. *Finance and Trade Research*, 2016, (1): 133–141. (in Chinese)
- [52] 徐莉萍, 辛 宇, 祝继高. 媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究[J]. *管理世界*, 2011, (3): 135–143.
- Xu Liping, Xin Yu, Zhu Jigao. The close attention by the media, and listed companies' performance of social responsibility[J]. *Management World*, 2011, (3): 135–143. (in Chinese)
- [53] 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.
- Zhong Hongwu. The synthetic analysis on the functions of corporate philanthropy[J]. *China Industrial Economics*, 2007, (2): 75–83. (in Chinese)
- [54] 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.
- Wang Xiaolu, Fan Gang, Hu Lipeng. Marketization Index of China's Provinces: NERI Report (2018) [M]. Beijing: Social Sciences Academic Press, 2018. (in Chinese)
- [55] 谢申祥, 范鹏飞, 宛圆渊. 传统 PSM-DID 模型的改进与应用[J]. *统计研究*, 2021, 38(2): 146–160.
- Xie Shenxiang, Fan Pengfei, Wan Yuanyuan. Improvement and application of classical PSM-DID Model[J]. *Statistical Research*, 2021, 38(2): 146–160. (in Chinese)
- [56] 李晓玲, 侯啸天, 葛长付. 慈善捐赠是真善还是伪善: 基于企业违规的视角[J]. *上海财经大学学报*, 2017, 19(4): 66–78.
- Li Xiaoling, Hou Xiaotian, Ge Changfu. Are charitable donations really good or hypocritical: From a perspective of enterprise violation[J]. *Journal of Shanghai University of Finance and Economics*, 2017, 19(4): 66–78. (in Chinese)
- [57] 曹海敏, 孟 元. 企业慈善捐赠是伪善吗——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. *会计研究*, 2019, (4): 89–96.
- Cao Haimin, Meng Yuan. Are corporation charitable donations hypocrisy: An analysis based on stock price crash risk[J]. *Accounting Research*, 2019, (4): 89–96. (in Chinese)
- [58] Allison P D. Fixed Effects Regression Methods for Longitudinal Data Using SAS[M]. Cary: SAS Institute, 2005.
- [59] 逯 东, 宋昕倍. 媒体报道、上市公司年报可读性与融资约束[J]. *管理科学学报*, 2021, 24(12): 45–61.
- Lu Dong, Song Xinbei. Mediacoverage, readability of listed companies' annual reports and financing constraints[J]. *Jour-*

- nal of Management Sciences in China, 2021, 24(12): 45–61. (in Chinese)
- [60] 罗进辉, 李小荣, 向元高. 媒体报道与公司的超额现金持有水平[J]. 管理科学学报, 2018, 21(7): 91–112.  
Luo Jinhui, Li Xiaorong, Xiang Yuangao. Media coverage and corporate excess cash holdings[J]. Journal of Management Sciences in China, 2018, 21(7): 91–112. (in Chinese)
- [61] Baron R M, Kenny D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51(6): 1173–1182.
- [62] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, (5): 614–620.  
Wen Zhonglin, Zhang Lei, Hou Jietai, et al. Testing and application of the mediating effects[J]. Acta Psychologica Sinica, 2004, (5): 614–620. (in Chinese)
- [63] Faccio M. Politically connected firms[J]. American Economic Review, 2006, 96(1): 369–386.
- [64] 向元高, 罗进辉. 富豪榜与民营企业税收规避[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(1): 197–216.  
Xiang Yuangao, Luo Jinhui. Rich lists and tax avoidance of private firms[J]. China Economic Quarterly, 2022, 22(1): 197–216. (in Chinese)
- [65] Schön W. Tax and Corporate Governance: A Legal Approach[M]. Tax and Corporate Governance, Springer, Berlin: Heidelberg, 2008: 31–61.
- [66] Chan K H, Lin K Z, Mo P L L. Will a departure from tax-based accounting encourage tax noncompliance? Archival evidence from a transition economy[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1): 58–73.
- [67] 刘行, 叶康涛. 企业的避税活动会影响投资效率吗? [J]. 会计研究, 2013, (6): 47–53.  
Liu Hang, Ye Kangtao. Does corporate tax avoidance affect investment efficiency? [J]. Accounting Research, 2013, (6): 47–53. (in Chinese)
- [68] 于李胜, 蓝一阳, 王艳艳. 盛名难副: 明星 CEO 与负面信息隐藏[J]. 管理科学学报, 2021, 24(5): 70–86.  
Yu Lisheng, Lan Yiyang, Wang Yanyan. The curse of reputation: Super star CEOs and bad news hoarding [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(5): 70–86. (in Chinese)

## Rich list, media coverage and charitable donation of private firms

LUO Jin-hui<sup>1</sup>, XIANG Yuan-gao<sup>2</sup>, GAO Hao<sup>3\*</sup>

1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China;

2. School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 200092, China;

3. PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing 100083, China

**Abstract:** Every year the rich lists draw extensive media coverage and public attention, which exerts potential impact on listed entrepreneurs and their firms. The paper collects the lists of entrepreneurs and the listed firms they control from the Hurun Rich List during 2005–2017, and examines the effect of listing on corporate charitable donation. Empirical results based on PSM-DID show that compared with firms whose de facto controllers are not on rich list, firms whose de facto controllers are on the rich list have a higher donation level after the listing event, a conclusion that still holds after a series of robustness tests. Mechanism analysis reveals that media coverage, particularly negative media coverage, plays a mediating role between listing and increasing donation. Further analyses reveal that the positive effect of listing on corporate donation is stronger when the de facto controller ranks higher or has political titles, and when the firm has “original sin” suspicion or has a higher level of tax avoidance. These results suggest that rich list brings broad coverage and public attention to listed entrepreneurs, resulting in higher social responsibility expectation and greater external scrutiny. Listed entrepreneurs will actively engage in corporate donation to enhance the impression of legitimacy.

**Key words:** rich list; media attention; charitable donation; corporate social responsibility (CSR); private firms