

慈善捐赠、管理者乐观预期与企业过度投资 ——基于动态认知偏差视角

沈 弋¹, 吕明晗^{2*}, 朱佳立³, 徐光华³

(1. 南京林业大学 经济管理学院, 江苏 南京 210037; 2. 上海国家会计学院, 上海 201702;

3. 南京理工大学 经济管理学院, 江苏 南京 210094)

摘要: 企业慈善捐赠虽然改善了社会整体福利, 也能为企业带来多重经济利益, 但是其对管理决策所产生的心理效应却常常被忽略。本文采用 2009—2019 年民营上市公司数据, 实证检验了企业慈善捐赠通过扰动管理者心理预期最终影响投资行为的过程。研究发现, 慈善捐赠水平较高的企业也更容易过度投资, 并且, 基于动态认知偏差理论, 我们发现管理者过度乐观的认知偏差在慈善捐赠与过度投资之间起到了中介作用, 上述关系在经过一系列稳健性检验之后依然成立。在进一步分析中我们发现, 上述乐观预期不仅体现在企业投资领域, 慈善捐赠较多的公司在研发创新以及市场拓展等方面也更加激进。研究结论拓展了企业慈善捐赠后续效应的相关研究视阈, 同时也为企业过度投资的产生机理提供了新的路径解释。

关键词: 慈善捐赠; 认知偏差; 过度投资; 乐观预期

中图分类号: F273

文献标识码: A

文章编号: 1004-6062(2024)02-0077-013

DOI: 10.13587/j.cnki.jieem.2024.02.006

0 引言

2021 年 7 月河南遭遇史上罕见的特大暴雨侵袭, 强降雨造成河南省所辖 31 个县区 140 个乡镇近 30 万人受灾。在这次救灾和灾后重建过程中, 一家名为鸿星尔克的公司, 在自身财务状况并不乐观的情况下为河南捐赠了 5000 万元, 从而一举进入了公众的视野, 为自身获得极好的市场口碑。这并非孤例, 2008 年汶川地震之后, 加多宝公司作为当年捐赠额度最高的公司受到了社会各界广泛的赞誉, “红罐凉茶”的美名就此传开, 同样也为企业带来了巨大的市场机遇。

虽然早期研究认为慈善捐赠是企业履行社会责任的一种形式, 具有“利他”(altruism)属性^[1]。然而现实的案例和研究都表明, 慈善捐赠在“利他”的同时, 亦有“利己”的效用, “捐赠-收益”的机制在现实世界中广泛存在。现有研究普遍认为, 企业社会责任行为受到制度环境、经济发展、公司运营状态、代理冲突等多种因素的影响^[2-4]。激发企业履行社会责任的不仅仅是“利他”动机, 在“捐赠-收益”的机制下, 行善背后更是获得某类特定资源的战略动机 (strategic motivations) 或符合管理者自身利益的管理者效用动机 (managerial utility motivations)^[5]。现有研究表明, 慈善捐赠能够为企业带来更为通畅的债务

融资渠道^[6-7], 更多的政府补贴^[8], 甚至“有助于”转移公众注意力, 掩盖企业有违公序良俗的行为^[9-11]。因此, 企业慈善捐赠不仅仅是一种利他的公共商品 (common good), 同时也是企业对其所处环境的投资^[12] (community investment)。换言之, 企业在进行慈善捐赠的同时, 也期待着未来的收益。

现有关于慈善捐赠效用的研究大都基于利益相关者以及资源依赖视角, 同时融入中国特有的制度背景。大部分研究都认为企业通过慈善捐赠能够获得政府或者市场的青睐, 并取得相应稀缺资源, 最终支持战略目标的实现, 提升企业绩效^[13-14]。然而也正是因为慈善捐赠蕴含着巨大的潜在经济收益, 管理者在“捐赠-收益”的机制下容易产生过于乐观的心理偏差。

自从行为金融将非理性因素引入财务决策分析框架之后, 越来越多的研究注意到了非理性因素的重要作用。现有研究认为, 非理性因素会对企业经营决策产生重大影响^[15]。一系列的实证研究表明, 管理者乐观预期以及相关的认知偏差会对企业投资^[15]、公司创新^[16]以及会计政策选择^[17]等重大决策产生重要影响, 甚至还能最终影响企业的财务绩效^[18]。早期经典文献将非理性因素看作一种静态 (static) 特征^[19], 而较近的研究将动态 (dynamic)

收稿日期: 2021-12-06

基金项目: 国家社会科学基金项目 (21BJY225)

*** 通讯作者:** 吕明晗 (1992—), 女, 河南新乡人; 上海国家会计学院讲师, 博士; 主要研究方向: 可持续发展会计、公司治理与资本市场。

概念引入了认知偏差。研究发现,与年龄、性别等静态特征相比,管理者的非理性情绪(包括乐观预期)更容易受到临近事项的影响^[18]。Hilary 和 Menzly^[20]发现,财务分析师当期预测成绩与之前的成绩有显著相关性,前期有较好发挥的财务分析师会因好成绩而导致过度自信及相应认知偏差,进而在后续预测中发挥欠佳,由此可见个人层面认知偏差更可能是一个动态过程,而非“天然”所致一成不变,对未来乐观的预期也可能植根于之前(短期)的经历中^[21]。

在“捐赠-收益”机制下,慈善捐赠为企业带来巨大利益预期。与此同时,利益预期也可能扭曲管理者的认知,继而带来认知偏差。在这一动态认知偏差的产生机制框架下,慈善捐赠带来的非理性因素是否以及如何影响了企业的投资决策是本文着重讨论的问题。本文通过实证检验发现慈善捐赠最终会导致企业过度投资,而管理者的乐观预期在其间起到了中介的作用。在进一步的分析中,我们发现这一心理偏差效应不仅仅体现为过度投资,在高风险的创新投资以及高不确定的市场拓展领域亦有表现。

与以往文献相比,本文预期有如下两项贡献:首先,现有关于企业慈善捐赠的研究主要基于利益相关者和资源依赖视角,着重讨论企业通过慈善捐赠获得外部利益相关者(如政府)的各类资源回馈,包括政府补贴^[8]、信贷资源^[6-7]以及税收优惠^[22]等等,而本文则将研究视角从企业慈善捐赠的外部性转向内部,考察慈善捐赠对管理者个人理性以及内部经营决策的影响,研究结论扩展了现有文献对慈善捐赠影响的研究范围,并揭示了慈善捐赠可能带来的认知和心理效应。第二,行为金融理论认为人的非理性特征能够解释市场异象,但在动态认知偏差的框架下,怎样的场景会激发人的非理性特征的相关研究则较少,本文的研究将管理者的非理性特征的前因与后果进行了完整的分析,为完整地理解市场中非理性行为提供了有益的经验性证据。

1 理论分析与假设提出

1.1 企业慈善捐赠与管理者乐观预期

现有研究发现,企业通过慈善捐赠能够获得包括政府、资本市场、消费者等在内的多个外部利益相关者的正向反馈^[6-8,23-25],然而关于慈善捐赠是否以及如何影响企业自身战略与组织行为的研究则相对较少。在转型经济的背景下,企业通过慈善捐赠获得经济资源是被广泛验证的重要动机^[14,26],然而通过非市场化渠道以及社会舆论获得经济资源的过程是否也会激发管理者的非理性乐观进而影

响企业经营决策,则是本文关心的话题。

基于动态的心理特质,现有研究归纳了认知偏差产生的基本机理,即人们倾向于高估自己在成功中的作用。当人们获得了一系列成果之后,会本能地倾向于低估事项本身的或然性,而高估自己的能力在前期成功过程的作用^[18,21]。而在认知偏差形成过程中,①预期收益量,即预计未来收益的大小(彩票效应);②收益的模糊性,即否能够明确地界定成果,以及后果与行为之间的明确对应关系(迷雾效应),这两个因素会显著地影响到人们自我认知的准确性。一个可能的巨大利益会诱导人们倾向于夸大其实现的可能性;而模糊的成果界定则会导致对自我的控制幻觉以及对未来的理想化想象^[27],最终导致偏向乐观的认知偏差。

首先,从彩票效应看,Malmendier 和 Tate^[15]的研究认为,潜在收益越重大则越容易诱发当事人的认知偏差。一方面,在处于经济转型阶段的中国,组织合法性尤为重要,合法性是公司存在的前置因素。Hamilton^[28]通过对多家公司的案例分析发现,合法性的缺失是导致公司突然死亡的重要前置因素。在一个社会网络中,组织在失去合法性的同时,也会丢失关键的外部联系^[29],并因丧失关键外部资源而突然死亡,而捐赠是获得合法性的重要途径^[30]。以政府为核心的社会网络蕴含着丰裕的资源,在企业发展过程中起着举足轻重的作用,以慈善捐赠为载体的非市场化策略(non-market strategy)不仅帮助企业获得显而易见的经济利益,更重要的是为企业提供了一个进入更广泛社会网络的入口,为企业更深度地与其他社会网络节点进行耦合提供可能性。虽然这样的深度耦合为网络中的各方提供了产生信任、共享私密信息的基础^[31],但也让企业深陷其中。杨震宁等^[32]的研究发现,热衷于构建社会网络关系的企业,容易过度信任所在的“小圈子”,并相信其中的过度承诺(即放大可能的收益),最终引发企业管理者的认知偏差。另一方面,在移动互联的环境下,口碑在互联网上被急速地传播,通过捐赠而获得市场美名的公司都在极短的时间内得到了巨大的市场反馈。2021年鸿星尔克在捐赠之后几乎是一夜间被买空,飞瓜数据显示,在一周内(7月17日至23日),鸿星尔克仅在抖音的直播就已实现超过7700万元的销售额。巨大的市场利益诱导了管理者对未来持更加乐观的预期,催化了彩票效应的产生。

此外,虽然在部分场景下,企业表现为被迫捐赠,但由于“捐赠-收益”的逻辑没有改变,因此看似被迫的捐赠同样能够形成“彩票效应”。一方面,从时序上看,当民营企业先拥有某些额外资源或者合

法性时,出于害怕失去资源而发生的捐赠表现为被动捐赠。从这个意义上看,“捐赠-收益”的机制依然成立。另一方面,从利益形态上,“被迫捐赠”带来的利益经常表现为“获得稳定经营环境,减少额外支出”。这有助于民营企业获得更为良好的经营环境,降低经营成本和风险,同样也是“收益”的一种形态。综上所述,“被动捐赠”和“主动捐赠”都依然延续着“捐赠-收益”的逻辑框架,因此即便在某些时候体现为“被迫捐赠”,但管理者的收益预期依然存在,因此也同样会产生对未来的乐观预期。

其次,从迷雾效应看,企业通过慈善捐赠而获得各项资源的过程中所承载的模糊、延迟以及多重归因等因素加重了“捐赠-收益”的不透明程度,为管理者产生乐观情绪提供了客观环境。从慈善捐赠的反馈内容上看,通过慈善捐赠,企业不仅仅能够获得多种经济利益,还能为企业带来包括稀缺的合法性(legitimacy)在内的等一系列社会资源^[30]。虽然学者们对于合法性的具体内涵尚未形成统一意见,但大都认为组织合法性反映了一个社会中对成员行为的认可,是一个组织的行为受到相应社会结构体系下的规范、价值观、信仰与意志的认可与接受程度^[33]。可见一个企业的合法性虽然客观存在,但是很难度量。慈善捐赠的“绩效”^[33]既包含了经济绩效也包含了社会绩效,在“综合”评价时,必然带入较多个人主观因素,这为自我认知偏差的产生提供了信息基础。并且,以慈善捐赠为载体的“捐赠-收益”机制缺少利益与成本的一一对应的明确关联。一方面,在市场口碑方面,虽然有鸿星尔克、加多宝这样典型的成功案例,但是并非所有捐赠公司都获得了这样的正面反馈。捐赠与市场反馈之间的因果联系受到了一时一地舆情特征的影响,很难建立起一一对应的输出与反馈链条。另一方面,从非市场领域看,虽然某些经济利益可以被精确度量(如政府补贴),但这并非基于竞争市场的公开交易,交易标的物缺乏稳定且清晰的价格标签,捐赠与利益反馈需要在多次的反复博弈中才能逐渐地趋于均衡^[8]。即便通过慈善捐赠能够更好地获得政府资源,捐赠也并非唯一要件,无论是针对高科技企业的定向补助,还是借助金融机构实现的信贷资源援助,都还需要高科技企业认定、资产抵押等其他要件,这些因素都导致反馈机制趋于模糊。因此,在缺少明确反馈机制的交换过程中,作为“购买”方的民营企业很难精确地确认是否每次付出都得到了相应的回报,而模糊反馈机制是构成认知偏差的重要原因^[32,34]。

综上,慈善捐赠能为企业带来诸多重大收益(彩票效应),但重大收益难以度量,且以捐赠为载

体的交换过程缺少明晰的对价(迷雾效应),这些都导致管理者产生认知偏差,对捐赠收益预期过高。

H1 慈善捐赠力度较高的企业,管理者更容易产生认知偏差,产生乐观的预期。

1.2 慈善捐赠与过度投资:管理者乐观预期的中介作用

乐观预期作为一种管理者的认知偏差,容易导致管理者过高地估计项目未来的收益,而忽视收益背后的或然性与风险。投资所固有的从“投入”到“产出”的时间递延则提供了认知偏差产生的必要条件。在完美的资本市场里,只有净现值为正的项目才能筹集到资金,而企业管理者作为企业内部资本市场的管理者,却可能因为认知偏差而高估某些项目未来的收益,进而扭曲理性投资策略诱发过度投资^[35]。

乐观预期作为一个普遍的性心理特征,并非专门指向投资乐观,但在企业慈善捐赠诱发下的动态认知偏差则容易收敛到过度投资这一具体行为。即由口碑和非市场化策略(如捐赠)形成的认知偏差更容易导致过度投资。

一方面,由捐赠带来的市场口碑需要实际的销售才能为企业带来实际的经济收益。然而,突然爆发式增长的市场需求必然带来产能的不足,因此捐赠如果撬动了管理者对未来市场的乐观预期,那么也会促使管理者未雨绸缪提前布局产能,投资固定资产,进而导致过度投资。

另一方面,在非市场领域,企业慈善捐赠在目标上是为了填补公共服务的缺失,满足了政府在公益项目上的需求^[8,36]。基于情绪一致性效应,非市场化策略带来的认知偏差与政府偏好有强烈的融合倾向^[37],而在各类企业经营行为中,投资具有明显的政府效应。投资不仅仅能够直接促进地方政府的税收与GDP,还能向当地政府表达对地方投资环境、政府行政效率的认可,有助于和地方政府形成下一轮的良性互动。其次,民营企业在预期获得合法性认可之后,需要有一个途径将“社会资源”转化为“经济资源”,而在各类转换途径中投资能够最大范围地调用社会和政府资源。企业投资行为不仅仅牵涉到企业本身,还和行业准入、信贷资源、土地配套以及人才支撑等多方面都有密切关系,而政府的支持对以上这些项目要素的筹集都至关重要^[7,38],因而握有社会和政府资源的企业有较强的动机通过扩大投资来实现不同类型资源之间的协同。

综上,基于认知偏差视角,一方面慈善捐赠形成了管理层乐观预期的前置因素;另一方面,管理层乐观预期又诱发了企业的过度投资,因此我们提

出如下假设：

H2 管理者的乐观预期在企业慈善捐赠与投资过度之间起到中介作用。

2 研究数据和研究方法

2.1 数据来源和样本选择

本文的研究样本为我国的民营上市公司,之所以没有将国有企业也纳入样本主要是基于国有企业和民营企业面临的不同制度环境和要求的考虑。

首先,在我国制度环境下,国有企业本身就有一定的合法性资源,相对而言,民营企业更渴望通过慈善捐赠而获得合法性。第二,国有企业管理者的乐观程度不仅仅受到公司本身运营环境的影响,也受到制度环境以及政治因素的影响,这部分影响在计量模型中容易形成噪音。第三,国有企业由于占据着影响国计民生的重要行业,和民营企业面临的合法性要求不同,社会和政府对于国企的社会责任行为有更高的要求,因此也不宜与民营企业一同比较。

本文选择 2009—2019 年民营上市公司为研究样本,以 2009 为起始年份是因为 2008 年被媒体认为是中国企业慈善觉醒的元年,后来的事实和数据也支持了这一判断,按照 Li 等^[36]的统计,2008 年企业慈善捐赠由于汶川地震的影响突然增加,在此之后,中国企业的捐赠强度和金额也都明显高于 2008 之前的年份。因此可以认为,在 2008 年之后,我国企业的慈善捐赠行为有了性质的变化,慈善捐赠作为政治战略的一部分已经开始在企业层面觉醒。但 2008 年当年由于受到汶川地震的特殊影响,导致 2008 年捐赠异于常年,因此从 2008 之后的一年(2009)起采集观察样本。此外,本文对数据做了如下筛选和处理:①剔除金融行业公司样本;②考虑到 ST 公司处于退市边缘,对企业管理者对未来的预期影响较大,因此本文剔除当年 ST 公司样本;③考虑到相关法规对于新上市公司管理者减持股份的限制,本文剔除当年上市公司样本;④剔除管理层持股等变量缺失的样本。此外,本研究对连续变量按照 1%和 99%分位作 Winsorize 处理,以降低极端值的影响。

本研究样本公司财务数据来自于国泰安数据库,其他数据基于公司年报和国泰安提供的信息手工收集。

2.2 变量定义

(1) 因变量:企业过度投资。

参考现有研究^[39-41],采用 Richardson^[39]模型计算过度投资(模型 1),具体设定如下(囿于篇幅,过度投资的回归结果不在正文中汇报):

$$\begin{aligned} Invest_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} \\ & + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Growth_{i,t-1} + \alpha_5 Age_{i,t-1} \\ & + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_6 Invest_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中, $Invest_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年的新增投资; $Size$ 为公司资产规模; Lev 为资产负债率; $Cash$ 为现金持有量; $Growth$ 为公司增长率; Age 为公司上市年限; Ret 为公司股票回报率,由模型(1)的回归残差值来度量。参考现有研究^[40-42],过度投资的衡量方式可以分为两类:①是 0/1 变量,将模型(1)中残差大于 0 的样本设为过度投资,其余为 0,由于这一测度方式更好地反应了“过度”这个临界效应,因此本文在主测试中采用 0/1 变量($Overinv1$)。②此外在稳健性检验中我们也采用了构建连续变量的方法,对于残差大于 0 的样本(过度投资样本)直接取值,残差小于 0 的样本(非过度投资)取 0($Overinv2$)。

(2) 中介变量:管理者乐观预期。

基于之前的理论分析,中介变量为管理者对未来的乐观判断,现有研究对于管理者对未来的自信和乐观程度有如下几种衡量方式较为普遍,包括:公司盈利预期偏差、相对薪酬以及持股状况。相对于其他变量,本研究参考现有文献^[24,43-44],选择管理者持股状况作为衡量管理者对未来的预期,主要基于如下几个原因:①对未来的盈利预测可能受到管理者预测策略的影响。为了影响资本市场,管理者可能在特定时段内策略性地向市场给出盈利预测,此时的盈利预测并非完全反映了管理者的真实判断,因此我们认为这一变量只是部分反映了管理者的真实意图,关于这一变量的测试我们将在稳健性检验中进行。②相对薪酬反映的是管理者的个人属性特征,属于认知偏差的前置因素,而本研究讨论慈善捐赠并不会直接影响到管理者的薪酬水平,认知偏差程度的后置变量更符合本研究的议题。③公司管理者买入自己所运营公司的股票不符合风险分散原则,并且由于受到相应法律法规约束,管理者出售自己公司的股票套利受到一定的制约,因此除非十分看好公司未来的前景,否则管理者不会增持本公司的股票,同时,增持股票作为一个动态行为能更好地反映本研究所涉及的动态认知偏差。综合上述分析,本文以股权变动状况作为衡量管理者预期的指标基础。

此外,对于管理者的定义,现有文献并没给出明确的范围,但大致可以分为两类,一类以 CEO 或者董事长个人为限^[45],将 CEO 或者董事长个人的某些行为特征看作是管理者自信的表现,另一类将管理者团队整体看作管理者^[46]。考虑到单个个体的认知偏差、对未来的预期以及行为模式与其独特的经历甚至性格养成都有重要的联系^[47],这些经历

与个人特征无论从数据采集还是变量定义上都难以获取。相对地,将研究对象从个人拓展至整个管理团队则能有效地缓解由于个人特征所带来的偶然因素,增强结论的稳健性。此外,考虑中国企业的实际,由级别最高的几位高管集体决策是较为普遍的情况^[48],因此本研究将管理团队看作是一个整体的“管理者”。具体计算方法见表1。

(3) 解释变量:慈善捐赠。

参考现有研究,本文采用两个维度来衡量民营企业慈善捐赠,在主测试中,采用以企业捐赠绝对值为基础的捐赠力度 (*Donation_strength*) 来衡量,

之前的研究如陈凌和陈华丽^[49]、高勇强等^[26]均采用了该类指标;在稳健性检验中,参考现有研究以企业捐赠与销售额的比值为基础^[6,50],用以测度企业捐赠意愿强度 (*Donation_motive*)。

(4) 控制变量:参考现有相关研究^[22,39-41,51],本文采用如下变量作为控制变量。权益回报率 (*ROE*)、财务杠杆 (*Lev*)、公司规模 (*Size*)、增长率 (*Growth*)、经营现金流水平 (*Cashflow*)、管理费用率 (*Mfee*)、大股东侵占款 (*Occupy*)、董事会规模 (*Dirnum*)、第一大股东持股比例 (*Shrcr1*)、独立董事比例 (*BODI*)、高管薪酬 (*Salary*),具体计算方法见表1。

表1 变量定义
Table 1 Definition of variables

变量名称	简写	定义
过度投资	<i>Overinv1</i>	0/1 变量, Richardson 模型 ^[39] 的残差值大于0 则取1; 否则取0
	<i>Overinv2</i>	连续变量, 以 Richardson 模型 ^[39] 中的残差大小衡量过度投资水平
投资水平	<i>Invest</i>	(构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/总资产
管理者乐观	<i>Optimism</i>	管理者持股增加, 则为1; 否则为0
公司捐赠力度	<i>Donation_strength</i>	(慈善捐赠额的自然对数)/100
公司捐赠强度	<i>Donation_motive</i>	慈善捐赠额与营业收入的比值
公司规模	<i>Size</i>	公司期末总资产的自然对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债/总资产
现金持有水平	<i>Cash</i>	货币资金持有量/总资产
增长率	<i>Growth</i>	销售额增长率
上市年限	<i>Age</i>	财务报告年份与 IPO 年份的差额
市场回报	<i>Ret</i>	股票回报率
总资产回报率	<i>ROE</i>	净利润/期末净资产
现金流水平	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的净现金流量/年末总资产
管理费用率	<i>Mfee</i>	管理费用/营业收入
大股东侵占	<i>Occupy</i>	其他应收款/营业收入
董事会规模	<i>Dirnum</i>	董事会人数
第一大股东持股比例	<i>Shrcr1</i>	第一大股东持股比例
独立董事比例	<i>BODI</i>	独立董事人数/董事会人数
高管薪酬	<i>Salary</i>	管理层级别最高前三人薪酬总和的自然对数
行业	<i>Industry</i>	数据落在该年份时为1, 否则为0
年份	<i>Year</i>	数据落在该年份时为1, 否则为0

2.3 模型设定

基于之前的理论分析,本文设计模型(3)用于检验慈善捐赠与管理者乐观之间的关系(假设1),在所有回归分析中,本研究都在公司层面做了Cluster处理。对于管理者乐观的中介作用(假设2)本文采用心理学中经典的Baron和Kenny方法^[52],按照模型(2)(3)(4)的次序依次回归。具体步骤如下:第一步,检验模型(2)的回归系数 α_1 ,若不显著则结束中介作用检验,若显著则进入下一步。第二步,依次检验模型(3)和模型(4)中的 β_1 和 γ_1 ,若两个系数中有一个不显著,此时不能下定论,还需

进行Sobel检验,若两个系数都显著,则进入第三步。第三步,检验模型(4)中的系数 γ_2 ,若显著,则说明中介变量起到了部分中介作用,若不显著,则说明中介变量起到了完全中介作用。此外,当因变量为0/1变量时,我们采用logit模型;当因变量为连续变量但部分取值为0时,该变量单侧受限,因此采用Tobit模型。

$$Overinv = \alpha_0 + \alpha_1 Donation + \alpha_{2i} \sum control_i + \varepsilon \quad (2)$$

$$Optimism = \beta_0 + \beta_1 Donation + \beta_{2i} \sum control_i + \varepsilon \quad (3)$$

$$Overinv = \gamma_0 + \gamma_1 Optimism + \gamma_2 Donation + \gamma_{3i} \sum control_i + \varepsilon \quad (4)$$

3 实证结果与分析

3.1 相关性分析与描述性统计

表 2 展示了主要变量之间的相关性统计,可以看到慈善捐赠的两个维度对过度投资都呈正相关关系,并且在 1%水平保持显著,说明本文理论部分中假设的慈善捐赠对企业过度投资的推动作用很

可能存在。此外,管理者乐观与过度投资之间显著正相关;慈善捐赠与管理者乐观之间也显著正相关,初步验证了管理者乐观的中介作用。最后在控制变量方面,大部分控制变量系数都展现出显著性,初步说明了设置这些变量的必要性。最后,主要变量的描述性统计也与现有研究基本保持一致。

表 2 描述性统计
Table 2 Descriptive statistics

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
<i>OverInv1</i>	1													
<i>Donation</i> <i>_strength</i>	0.06*	1												
<i>Optimism</i>	0.08*	0.04*	1											
<i>ROE</i>	0.14*	0.07*	0.09*	1										
<i>Lev</i>	-0.17*	-0.11*	-0.09*	-0.13*	1									
<i>Size</i>	0.07*	-0.03*	0.00	0.14*	0.49*	1								
<i>Growth</i>	-0.04*	0.03*	-0.01	0.06*	0.08*	0.01	1							
<i>Cashflow</i>	0.11*	0.03*	0.01	0.16*	-0.16*	0.05*	-0.09*	1						
<i>Mfee</i>	-0.40*	0.11*	0.02	-0.19*	-0.31*	-0.37*	0.05*	-0.03*	1					
<i>Occupy</i>	-0.05*	0.05*	-0.03*	-0.14*	0.13*	0.04*	0.13*	-0.12*	0.25*	1				
<i>Dirnum</i>	0.03*	-0.00	-0.04*	0.06*	0.17*	0.27*	-0.02*	0.05*	-0.12*	-0.02*	1			
<i>Shrcr1</i>	0.02	-0.03*	-0.10*	0.13*	0.08*	0.22*	0.02	0.04*	-0.18*	-0.08*	0.03*	1		
<i>BODI</i>	-0.02	0.01	0.01	-0.03*	-0.01	0.02	0.02	-0.02*	0.06*	0.03*	-0.45*	0.04*	1	
<i>Salary</i>	0.10*	0.03*	0.10*	0.20*	0.08*	0.41*	-0.01	0.04*	-0.09*	0.01*	0.08*	-0.01	0.00	1
<i>Mean</i>	0.02	0.00	0.28	0.07	0.45	22.22	0.44	0.08	0.10	0.04	8.75	34.49	0.37	14.36
<i>SD</i>	0.04	0.00	0.45	0.13	0.20	1.26	1.33	0.20	0.08	0.10	1.74	14.89	0.05	0.72

注: N=10245,*表示该变量在 1%水平保持显著。

3.2 实证分析

慈善捐赠、管理者乐观与企业过度投资之间的关系在表 3 中展示。在(2)可以看到慈善捐赠与管理者乐观之间都存在正相关,并在 10%水平保持显著,说明假设 1 得到经验证据的支持,即基于慈善捐赠会导致企业管理者的乐观情绪。在(1)(3)两列中,慈善捐赠都与过度投资正相关,并均在 1%保持显著;同时,管理者乐观与过度投资正相关,并均在 1%保持显著,说明管理者的乐观程度在慈善捐赠与过度投资之间起到了部分中介作用,假设 2 得到经验证据支持。

值得关注的是,当在模型中加入中介变量后,慈善捐赠与过度投资之间的关系虽然有所减弱(*t*值和系数均有所降低),但依然保持显著,说明管理者乐观这一中介变量起到了部分中介作用。企业实施慈善捐赠导致管理者认知偏差、扭曲投资判断,进而诱发了企业的过度投资,但是除了这一“心理路径”之外,可能存在其他路径。

最后,从控制变量上看,在公司特征层面,公司规模与过度投资呈正相关,说明规模较大的公司有

较多的投资冲动,此外,资产负债率和企业过度投资有负相关关系,说明债权人话语权上升有助于降低过度投资,同时盈利能力(*ROE*)较好、财务资源(*Cashflow*)更加充沛的公司倾向于更加激进的投资策略。在公司治理层面,大股东占款与过度投资呈现显著负相关,这说明大股东占款对企业资源形成挤占,抑制了过度投资,而管理人员的内部人效应则又激化了过度投资,这与之前的研究结论是一致的^[41-42]。最后,独立董事占比较多的公司治理更加平衡,更容易抑制管理层过度投资冲动现象的产生。

4 稳健性检验

4.1 关于资源效应的替代性假设

资源假说是本文的一个潜在替代性假设。企业可能是因为有较多的资源(资源冗余程度较高),或者有较强的资源获得能力(融资约束较低),导致企业做了更多的捐赠,同时也更容易过度投资,而充沛的资源也可能让管理者更加乐观。虽然在主测试中,我们在控制变量中放入了表征资源的公司规模和现金流指标,但依然有必要在进一步控制

表3 慈善捐赠、管理者乐观与过度投资
Table 3 Corporate donation, management optimism and overinvestment

	(1) <i>Overinv1</i>	(2) <i>Optimism</i>	(3) <i>Overinv1</i>
<i>Donation_strength</i>	2.719*** (4.85)	0.866* (1.93)	2.684*** (4.80)
<i>Optimism</i>			0.269*** (5.33)
<i>ROE</i>	1.654*** (5.42)	1.647*** (5.42)	1.516*** (5.00)
<i>Lev</i>	-2.739*** (-12.44)	-0.731*** (-4.41)	-2.710*** (-12.34)
<i>Size</i>	0.283*** (6.24)	0.139*** (4.08)	0.277*** (6.07)
<i>Growth</i>	-0.064** (-2.48)	0.012 (0.61)	-0.065** (-2.53)
<i>Cashflow</i>	0.614*** (3.93)	-0.206 (-1.58)	0.629*** (4.00)
<i>Mfee</i>	-1.270*** (-2.62)	-0.614 (-1.56)	-1.248** (-2.57)
<i>Occupy</i>	-0.947*** (-2.90)	-0.785*** (-2.77)	-0.910*** (-2.78)
<i>Dirnum</i>	-0.011 (-0.41)	0.017 (0.85)	-0.012 (-0.45)
<i>Shrer1</i>	0.002 (0.95)	-0.004** (-2.33)	0.003 (1.08)
<i>BODI</i>	-1.343* (-1.93)	0.412 (0.79)	-1.377** (-1.98)
<i>Salary</i>	0.041 (0.94)	0.098*** (2.63)	0.037 (0.85)
<i>_cons</i>	-5.645*** (-5.34)	-5.771*** (-7.59)	-5.501*** (-5.19)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10,245	10,245	10,245
<i>Pseudo R²</i>	0.0721	0.0432	0.0747

注：*表示10%显著性水平，**表示5%显著性水平，***表示1%显著性水平；括号内为*t*值；在公司层面做了Cluster处理。下表同。

资源效应之后再检验原假设是否依然成立。为此我们做了如下两项工作：

第一，资源贫瘠场景测试。若是资源效应，而非心理效应导致了慈善捐赠正相关过度投资，那么在资源贫瘠的场景下，企业应该缺少资源同时进行慈善捐赠和投资，原假设应该不再显著。

为此我们分别以融资约束程度（反映潜在获得金融资源的能力）和资源冗余程度（反映现存可利用现金的充沛程度）为标准，筛选出样本中融资约束程度最高的1/3和资源冗余程度最低的1/3（我

们采用现金流与企业规模的比值来衡量公司的财务资源冗余程度，以WW指数衡量企业融资约束程度）构建资源贫瘠样本，重新检验原假设，检验结果显示原假设依然成立（见表4），说明在资源较差以及获得资源的能力较差的情形下，慈善捐赠依然可以通过扰动管理层预期最终影响投资策略。

第二，PSM构建新样本测试。运用倾向得分匹配模型（propensity score matching, PSM）构建新样本，重新检验主测试结论。通过构建过度投资处理组与非过度投资的反事实组，并以“资源”为基准进行一对一匹配，这样能在一定程度上剔除资源带来的扰动，较好地解决因第三因素影响而导致的内生性问题。具体而言，参考陈名芹等^[53]的做法，我们先选择过度投资的公司作为处理组样本，在未过度投资的公司里寻找反事实样本，并以“资源”为基准，以五个能反映企业资源或者获得资源能力的指标来进行一对一的匹配，筛选出资源水平相仿的反事实样本（这五个变量分别是：现金流水平、现金持有水平、财务杠杆、公司规模、公司增速，衡量方式与原文一致），并以此为基础进行回归，结果显示在表5中，检验结果表明原有假设依然成立。

4.2 关于测量误差

本研究涉及的过度投资、管理层乐观预期等概念的衡量方式在现有文献中并不收敛。本文的研究结论受到一定的测量误差的潜在威胁，因此在稳健性检验中我们进行了如下检验：

首先，重构过度投资的衡量方式。在主测试中，企业过度投资采用了基于Richarson模型的残差构建的0/1变量^[39]，在稳健性检验中，我们将残差构建为连续变量，即以正的残差大小衡量过度投资水平（*Overinv2*），并重新检验（相应的模型改为Tobit模型），实证结果在表6中展示。

第二，重构管理者乐观的衡量基础。管理者的乐观情绪度量基础在现有文献中并没有一致性的结论，在主测试中我们采用了管理者股权变动进行测试，稳健性检验中我们基于管理层盈余预测准确度进行了进一步的检验。以公司公告的盈余预测为基准，当盈余预测高于真实值时，管理者乐观（*Optimism_forecast*）取1，反之则取0。此外，良好的外部环境可能同时影响了企业管理层的持股决策和投资决策。相对持股决策，管理层的盈余预测偏向于短期预计，而外部营商环境的变化是缓慢的、长期的，因此盈余预测相对不受外部营商环境的影响。在这个意义上，以盈余预测作为稳健性检验不仅提升了测度的可靠性，也在一定程度缓解了由于营商环境带来的内生性问题。检验结果在表7中展示。

表 4 稳健性检验：资源约束视角
Table 4 Robust test: A perspective of resource constraint

	高融资约束组			低财务冗余组		
	(1) <i>Overinv1</i>	(2) <i>Optimism</i>	(3) <i>Overinv1</i>	(4) <i>Overinv1</i>	(5) <i>Optimism</i>	(6) <i>Overinv1</i>
<i>Donation_strength</i>	2.700*** (2.63)	1.452* (1.89)	2.645** (2.57)	2.450*** (2.84)	1.576** (2.04)	2.342*** (2.71)
<i>Optimism</i>			0.239*** (2.69)			0.340*** (3.81)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	3,645	3,645	3,645	3,380	3,380	3,380
<i>Pseudo R²</i>	0.1126	0.0554	0.1143	0.0620	0.0452	0.0659

注：囿于篇幅，控制变量不在正文中展示。下表同。

表 5 稳健性检验：PSM 测试
Table 5 Robust test: PSM matching samples

	(1) <i>Overinv1</i>	(2) <i>Optimism</i>	(3) <i>Overinv1</i>
<i>Donation_strength</i>	2.155*** (3.03)	0.939* (1.77)	2.093*** (2.96)
<i>Optimism</i>			0.284*** (4.02)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	7,232	7,232	7,232
<i>Pseudo R²</i>	0.3488	0.0456	0.3507

表 6 稳健性检验：过度投资替换变量
Table 6 Robust test: Overinvestment in alternative variables

	(1) <i>Overinv2</i>	(2) <i>Optimism</i>	(3) <i>Overinv2</i>
<i>Donation_strength</i>	0.182** (2.43)	0.884** (1.98)	0.178** (2.39)
<i>Optimism</i>			0.023*** (3.75)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10,245	10,245	10,245
<i>Pseudo R²</i>	0.0565	0.0472	0.0595

表 7 稳健性检验：管理者乐观替换变量
Table 7 Robust test: Optimism in alternative variables

	(1) <i>Overinv1</i>	(2) <i>Optimism_forecast</i>	(3) <i>Overinv1</i>
<i>Donation_strength</i>	2.589*** (4.55)	2.410** (1.98)	2.572*** (4.52)
<i>Optimism_forecast</i>			0.280* (1.91)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9,163	9,163	9,163
<i>Pseudo R²</i>	0.0741	0.0825	0.0744

注：由于部分公司盈余公告数据缺失，因此观察值有所降低。

最后，重构慈善捐赠的强度。在主测试中，我们采用了捐赠的绝对值的自然对数作为衡量企业捐赠强度的测度指标。但也有研究认为以绝对值为基础构建的指标更多展现了外部人视角^[54]，反映捐赠接收方获得的绝对利益的大小；相对应地，以相对值为基础的指标反映了捐赠占用主体资源的比例，这一比例越高，越能体现捐赠人的捐赠意愿，因此以相对值为基础的指标更多地展现了捐赠人视角。而本文的研究更多地涉及了管理层自身对慈善捐赠的看法，因此我们在稳健性检验中增加了相对值指标 *Donation_motive*（构建方式见表 1），实证结果在表 8 中展示。

以上稳健性检验结果均支持原假设。

表 8 稳健性检验：慈善捐赠替换变量
Table 8 Robust test: Corporate donation in alternative variables

	(1) <i>Overinv1</i>	(2) <i>Optimism</i>	(3) <i>Overinv1</i>
<i>Donation_motive</i>	65.506** (2.13)	61.460** (2.36)	62.678** (2.03)
<i>Optimism</i>			0.272*** (5.54)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10,245	10,245	10,245
<i>Pseudo R²</i>	0.0503	0.0473	0.0530

5 进一步分析

沿着认知偏差的逻辑主线，企业慈善捐赠影响投资决策的主要心理机制是通过投射一个未来的巨大利益（彩票效应）或者构建模糊的交换过程降低管理者对风险信息的读取能力（迷雾效应），进而降低管理者的风险感知能力。因此，如果彩票效应和迷雾效应真实存在，一个合理的推断是这一效应也应该出现在除了投资以外的其他类似领域。即慈善捐赠较多的企业因其管理者对未来的乐观预

期还会存在其他高风险的行为。进一步分析中我们考察了如下两个场景:

5.1 风险视角:认知偏差下的创新投入

若捐赠对管理层的认知造成了偏向乐观的预期,那么这一乐观偏好也应该体现在管理者的创新决策上。与一般的投资相比,创新投入的产出更具有不确定性^[55],创新项目在前期投入时更加依赖管理者的信念以及对未来的乐观预期。若管理者的捐赠行为对管理者本人形成了认知偏差,那么这一偏差也应该会在管理者进行创新决策中得以体现。

为此我们以当年研发投入的金额为基础,取其対数获得衡量企业创新投入的指标 $R\&D_spend$, 然后以创新作为被解释变量,重新构建模型。实证结果展示在表 9 中,结果显示,慈善捐赠与企业创新投入间存在显著的正相关关系,并且管理者的乐观预期在其中展现出显著的中介作用。这一结论进一步佐证了捐赠对管理者认知偏差的影响。

5.2 整体视角:认知偏差下的市场拓展

投资是企业整个战略中的一环,企业的投资决策(如投资厂房、设备等)必然内嵌于企业对市场以及自身规划的整体判断。因此,若一个企业的管理者因认知偏差而过度投资,这一认知偏差应是对企业整体规划的认知偏差,而不仅仅局限于投资这一环。一般而言,企业增加投资后会提升产能,而产

能的提升要求市场开拓的进度也与之匹配。因此,一个合理的推断是,认知偏差推动下的过度投资很可能伴随着市场拓展的相关配套战略。

为此,我们基于当年销售费用 ($Market_spend$) 来衡量企业市场拓展的激进程度,以此作为被解释变量重新进行回归,实证结果在表 9 中展示。结果显示在整体战略下,慈善捐赠及其产生的认知偏差作用也影响了企业的市场决策,乐观预期下的管理者更倾向实施更为激进的市场拓展策略。

此外,现有研究也表明慈善捐赠本身也带有一定市场宣传的特征^[56]。捐赠之后短期内企业会收到利益相关者的正向反馈是构成管理者乐观预期的主观前提,为此我们也尝试地做了捐赠本身的市场效应。具体而言,我们以每个公司每年相关新闻数量作为因变量 ($News$),分析企业慈善捐赠是否也直接带来了更多的新闻关注。回归结果在表 10 中展示,实证结果显示慈善捐赠的确本身也具有一定的市场宣传效应,这在一定程度上佐证了前述“捐赠-收益”机制,即在舆论市场层面,捐赠的确带来了更多的舆论关注。这部分分析聚焦于企业捐赠的后续效应,用以佐证“捐赠-收益”机制,不需要考虑管理者乐观预期的中介作用,因此我们直接展示捐赠与新闻关注之间的关系(列 1),同时考虑到管理者乐观可能是一个需要控制的要素,我们在列 2 中加以控制,并展示结果。

表 9 进一步分析
Table 9 Further analysis

	(1) $R\&D_spend$	(2) $Optimism$	(3) $R\&D_spend$	(4) $Market_spend$	(5) $Optimism$	(6) $Market_spend$
$Donation_strength$	1.456*** (4.52)	0.747* (1.80)	1.431*** (4.47)	3.158*** (6.90)	1.134*** (2.83)	3.133*** (6.87)
$Optimism$			0.139*** (6.47)			0.102*** (3.42)
$Control$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10,904	10,904	10,904	12,599	12,599	12,599
$Pseudo R^2$	0.1870	0.0343	0.1881	0.419	0.0423	0.422

表 10 慈善捐赠对媒体关注的影响
Table 10 The impact of donation on media attention

	(1) $News$	(2) $News$
$Donation_strength$	0.148** (1.97)	0.142* (1.89)
$Optimism$		0.053*** (4.31)
$Control$	Yes	Yes
N	7306	7306
$Pseudo R^2$	0.649	0.649

6 研究结论

站在转型经济的背景下,本文考察了企业慈善捐赠对投资战略决策的影响,研究发现慈善捐赠作为企业市场口碑和非市场化策略的载体可能会通过扰动管理者情绪而影响企业投资决策。虽然,战略性地实施慈善捐赠能够帮助企业获得市场口碑以及稀缺的合法性资源,并将其转化为市场需求、信贷、税收以及政府补贴、行业准入等多项实质经济利益,但也诱发了企业的过度投资。基于动态认知偏差理论,本文发现管理者的乐观情绪在慈善捐

赠与过度投资之间起到了部分中介作用,在考虑了资源效应、变量衡量误差等多种因素后,以上结论依然稳健。在进一步的分析中,我们从风险视角和整体视角两个维度讨论了慈善捐赠对创新战略决策和市场战略决策的影响。并且我们发现,捐赠本身也带有一定的广告效应,这在一定程度上佐证了的确存在诱发管理者乐观预期的现实根源。

本文的结论加深了现有研究对战略性慈善捐赠影响的认识。之前的研究着重从资源依赖的角度讨论慈善捐赠对企业获得外部资源能力的影响,相对忽视了从企业内部视角讨论慈善捐赠对企业本身的影响,更忽视了由此可能给企业带来的心理和认知偏差。我们的研究结论表明,慈善捐赠不仅仅具有资源效应,同时也具有心理效应,企业管理者的客观理性会受到这一策略的扰动,进而影响企业经营和战略决策,这一新的逻辑路径丰富了现有研究对慈善效应的解释视阈,展现了新的逻辑可能性。

最后,本文的研究结论对管理者也有一定的借鉴意义。需要指出的是,慈善捐赠带来的认知偏差虽然导致了过度投资,我们并不认为这是一个绝对的负面效应,正如在进一步分析中,我们也发现这一认知偏差也带来了更多的创新投入,而长远看创新对企业有着更为积极的意义。捐赠带来的认知偏差主要体现为对未来更为乐观的预期,管理者一方面需要将这一偏差控制在适度的范围内,另一方面,也要注意乐观是企业家成功的必要素质,在创新、企业变革等领域,乐观有助于管理者坚定信念,提升管理效率。

参考文献

- [1] CARROLL A B. The pyramid of corporate social responsibility—Toward the moral management of organizational stakeholders [J]. *Business Horizons*, 1991, 34(4): 39-48.
- [2] 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.
- [3] JULIAN S D, OFORI-DANKWA J C. Financial resource availability and corporate social responsibility expenditures in a sub-Saharan economy: The institutional difference hypothesis [J]. *Strategic Management Journal*, 2013, 34(11): 1314-1330.
- [4] MATTEN D, MOON J. “Implicit” and “Explicit” CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility [J]. *Academy of Management Review*, 2008, 33(2): 404-424.
- [5] ZHANG R, ZHU J G, YUE H, et al. Corporate philanthropic giving, advertising intensity, and industry competition level [J]. *Journal of Business Ethics*, 2010, 94(1): 39-52.
- [6] 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 W A, WANG P C, XU Y K. Philanthropy, political connection and debt finance: Reciprocal behavior of governments and private enterprises [J]. *Nankai Business Review*, 2015, 18(1): 4-14.
- [7] 张敏,张胜,申慧慧,等. 政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据 [J]. *管理世界*, 2010(11): 143-153.
ZHANG M, ZHANG S, SHEN H H, et al. Political connection and the efficiency of credit resource allocation: Empirical evidence from Chinese private listed companies [J]. *Journal of Management World*, 2010(11): 143-153.
- [8] 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 M, MA L J, ZHANG W. The link effect of corporate charitable donation: Based on the empirical evidence of China's listed companies [J]. *Journal of Management World*, 2013(7): 163-171.
- [9] DU X Q. Is Corporate philanthropy used as environmental misconduct dressing? Evidence from Chinese Family-Owned firms [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 129(2): 341-361.
- [10] DU X, CHANG Y Y, ZENG Q, et al. Corporate environmental responsibility (CER) weakness, media coverage, and corporate philanthropy: Evidence from China [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2016, 33(2): 551-581.
- [11] 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, 146.
GAO Y Q, CHEN Y J, ZHANG Y J. Is it a “Red scarf” or a “green scarf”: A study on the motivation of private firms' philanthropic giving [J]. *Journal of Management World*, 2012(8): 106-114, 146.
- [12] GAUTIER A, PACHE A C. Research on corporate philanthropy: A review and assessment [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 126(3): 343-369.
- [13] WANG H L, QIAN C L. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access [J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(6): 1159-1181.
- [14] 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, 49(2): 74-86.
DAI Y Y, PAN Y, FENG S. Are Chinese enterprises' charitable donations “political contributions”? Evidence from the replacements of the municipal party secretaries

- [J]. *Economic Research Journal*, 2014, 49(2): 74-86.
- [15] MALMENDIER U, TATE G. CEO overconfidence and corporate investment[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [16] TANG Y, LI J T, YANG H Y. What I see, What I do: How executive hubris affects firm innovation[J]. *Journal of Management*, 2015, 41(6): 1698-1723.
- [17] AHAMED A S, DUELLMAN S. Managerial overconfidence and accounting conservatism [J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51(1): 1-30.
- [18] HILARY G, HSU C, SEGAL B, et al. The bright side of managerial over-optimism[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 62(1): 46-64.
- [19] KUNDA Z. The case for motivated reasoning [J]. *Psychological Bulletin*, 1990, 108(3): 480-498.
- [20] HILARY G, MENZLY L. Does past success lead analysts to become overconfident? [J]. *Management Science*, 2006, 52(4): 489-500.
- [21] HILARY G, HSU C. Endogenous overconfidence in managerial forecasts [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51(3): 300-313.
- [22] 李增福, 汤旭东, 连玉君. 中国民营企业社会责任背离之谜[J]. *管理世界*, 2016(9): 136-148.
LI Z F, TANG X D, LIAN Y J. The puzzle of Chinese private enterprises' corporate social responsibility [J]. *Journal of Management World*, 2016(9): 136-148.
- [23] LEV B, PETROVITS C, RADHAKRISHNAN S. Is doing good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(2): 182-200.
- [24] SU W, SAUERWALD S. Does corporate philanthropy increase firm value? The moderating role of corporate governance[J]. *Business & Society*, 2018, 57(4): 599-635.
- [25] ZHANG M, XIE L, XU H R. Corporate philanthropy and stock price crash risk: Evidence from China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 139(3): 595-617.
- [26] 高勇强, 何晓斌, 李路路. 民营企业企业家社会身份、经济条件与企业慈善捐赠[J]. *经济研究*, 2011, 46(12): 111-123.
GAO Y Q, HE X B, LI L L. Business owners' social status, economic achievement and corporate philanthropy [J]. *Economic Research Journal*, 2011, 46(12): 111-123.
- [27] BATJARGAL B, LIU M H M. Entrepreneurs' access to private equity in China: The role of social capital [J]. *Organization Science*, 2004, 15(2): 159-172.
- [28] HAMILTON E A. An exploration of the relationship between loss of legitimacy and the sudden death of organizations [J]. *Group & Organization Management*, 2006, 31(3): 327-358.
- [29] 冯天丽, 井润田. 制度环境与私营企业家政治联系意愿的实证研究[J]. *管理世界*, 2009(8): 81-91, 123.
FENG T L, JING R T. A case study on the institutional environment and private entrepreneur's willingness to build political connections [J]. *Journal of Management World*, 2009(8): 81-91, 123.
- [30] MARQUIS C, QIAN C L. Corporate social responsibility reporting in China: Symbol or substance? [J]. *Organization Science*, 2014, 25(1): 127-148.
- [31] UZZI B. Social structure and competition in interfirm networks: The paradox of embeddedness[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42(1): 35-67.
- [32] 杨震宁, 李东红, 范黎波. 身陷“盘丝洞”: 社会网络关系嵌入过度影响了创业过程吗? [J]. *管理世界*, 2013(12): 101-116.
YANG Z N, LI D H, FAN L B. Falling into the “spider cave”: Has the over-embedding of the social network relationship impacted on firms' entrepreneurial process? [J]. *Journal of Management World*, 2013(12): 101-116.
- [33] SUCHMAN M C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches [J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20(3): 571-610.
- [34] LIM D S K, MORSE E A, MITCHELL R K, et al. Institutional environment and entrepreneurial cognitions: A comparative business systems perspective[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2017, 34(3): 491-516.
- [35] LIN Y H, HU S Y, CHEN M S. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, 13(5): 523-546.
- [36] LI S H, SONG X Z, WU H Y. Political connection, ownership structure, and corporate philanthropy in China: A strategic-political perspective [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 129(2): 399-411.
- [37] 花贵如, 刘志远, 许骞. 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为[J]. *金融研究*, 2011(9): 178-191.
HUA G R, LIU Z Y, XU Q. Investor sentiment, managerial optimism and corporate investment [J]. *Journal of Financial Research*, 2011(9): 178-191.
- [38] 罗党论, 唐清泉. 政治关系, 社会资本与政策资源获取: 来自中国民营上市公司的经验证据[J]. *世界经济*, 2009(7): 84-96.
LUO D L, TANG Q Q. Political relations, social capital and policy resource gains: Empirical evidence from Chinese private listed companies [J]. *The Journal of World Economy*, 2009(7): 84-96.
- [39] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [40] 曹春方, 林雁. 异地独董、履职职能与公司过度投资 [J]. *南开管理评论*, 2017, 20(1): 16-29.
CAO C F, LIN Y. A study on nonlocal independent directors, duties and corporate overinvestment [J]. *Nankai Business Review*, 2017, 20(1): 16-29.
- [41] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. *管理世界*, 2012(3): 141-150.

- ZHANG H L, LU Z F. The cash distribution, the corporate governance, and the over-investment: An investigation based on the state of the cash holdings of China's listed companies and their subsidiaries [J]. *Journal of Management World*, 2012(3): 141-150.
- [42] 曹春方, 马连福, 沈小秀. 财政压力、晋升压力、官员任期与地方国企过度投资[J]. *经济学(季刊)*, 2014, 13(4): 1415-1436.
- CAO C F, MA L F, SHEN X X. Fiscal pressure, promotion pressure, tenure of office and local state-owned companies' overinvestment [J]. *China Economic Quarterly*, 2014, 13(4): 1415-1436.
- [43] CAMPBELL T C, GALLMEYER M, JOHNSON S A, et al. CEO optimism and forced turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(3): 695-712.
- [44] 梁上坤. 管理者过度自信、债务约束与成本粘性[J]. *南开管理评论*, 2015, 18(3): 122-131.
- LIANG S K. Managers' overconfidence, debt constraints and cost stickiness[J]. *Nankai Business Review*, 2015, 18(3): 122-131.
- [45] HO P H, HUANG C W, LIN C Y, et al. CEO overconfidence and financial crisis: Evidence from bank lending and leverage [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 120(1): 194-209.
- [46] HUMPHERY-JENNER M, LISIC L L, NANDA V, et al. Executive overconfidence and compensation structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 119 (3): 533-558.
- [47] KAPLAN S N, KLEBANOV M M, SORENSEN M. Which CEO characteristics and abilities matter? [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3): 973-1007.
- [48] HUANG W, JIANG F X, LIU Z B, et al. Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity——Evidence from listed companies in China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2011, 19(3): 261-277.
- [49] 陈凌, 陈华丽. 家族涉入、社会情感财富与企业慈善捐赠行为——基于全国私营企业调查的实证研究 [J]. *管理世界*, 2014 (8): 90-101, 188.
- CHEN L, CHEN H L. The clan involvement, the socio-emotional wealth and the corporate charitable contributions: A case study based on the survey of the private enterprises all over China [J]. *Journal of Management World*, 2014(8): 90-101, 188.
- [50] 王端旭, 潘奇. 企业慈善捐赠带来价值回报吗——以利益相关者满足程度为调节变量的上市公司实证研究[J]. *中国工业经济*, 2011(7): 118-128.
- WANG D X, PAN Q. Does corporate philanthropy bring about corporate value—The empirical evidence using stakeholder satisfaction as a moderating variable from listed companies [J]. *China Industrial Economics*, 2011 (7): 118-128.
- [51] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境 [J]. *经济研究*, 2009, 44 (1): 131-143.
- JIANG F X, ZHANG M, LU Z F, et al. Managerial overconfidence, firm expansion and financial distress [J]. *Economic Research Journal*, 2009, 44(1): 131-143.
- [52] 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.
- [53] 陈名芹, 刘星, 辛清泉. 上市公司现金股利不平稳影响投资者行为偏好吗? [J]. *经济研究*, 2017, 52 (6): 90-104.
- CHEN M Q, LIU X, XIN Q Q. Does cash dividend unsmoothing influence investors' behavior preference in China? [J]. *Economic Research Journal*, 2017, 52(6): 90-104.
- [54] 沈弋, 吕明晗, 徐光华, 等. 慈善捐赠、公司治理与上市公司投资——现金流敏感性[J]. *管理学报*, 2020, 17(2): 269-277.
- SHEN Y, LYU M H, XU G H, et al. Corporate philanthropy, corporate governance and investment-cash flow sensitivity [J]. *Chinese Journal of Management*, 2020, 17(2): 269-277.
- [55] 张陈宇, 孙浦阳, 谢娟娟. 生产链位置是否影响创新模式选择——基于微观角度的理论与实证[J]. *管理世界*, 2020, 36(1): 45-59, 233.
- ZHANG C Y, SUN P Y, XIE J J. Does the position of the production chain affect the choice of innovation modes? Theory and evidence based on micro perspective [J]. *Journal of Management World*, 2020, 36(1): 45-59, 233.
- [56] 朱翊敏. 慈善捐赠额度与产品类型对消费者响应的影响[J]. *经济管理*, 2013, 35(3): 85-95.
- ZHU Y M. Influences of donation size and product type to consumer responses in cause-related marketing [J]. *Business and Management Journal*, 2013, 35 (3): 85-95.

Corporate philanthropy, managers optimism and overinvestment: Based on top managers' psychological biases

SHEN Yi¹, LYU Minghan^{2*}, ZHU Jiali³, XU Guanghua³

(1. College of Economics and Management, Nanjing Forestry University, Nanjing 210037, China; 2. Shanghai National

<https://www.academax.com/doi/10.13587/j.cnki.jjeem.2024.02.006>

Accounting Institute, Shanghai 201702, China; 3. School of Economics and Management,
Nanjing University of Science and Technology, Nanjing 210094, China)

Abstract: Although it has been evidenced that corporate donation as a strategic choice can bring a variety of benefits to firms, the related psychological effect has been ignored to a considerable extent. Since the irrational factors have been introduced into economics, the cognitive bias of management has attracted widespread attention. Earlier studies tended to regard cognitive biases as static traits, with managers' cognitive biases being associated with their inherent characteristics (e. g. , gender, age, education). In recent studies, scholars have introduced dynamic cognitive biases into the analytical framework. This kind of research believes that human cognitive biases are dynamic. Cognitive biases are not only rooted in static characteristics, but are also influenced by specific issues. Based on the perspective of dynamic cognitive bias, using the data of private listed companies in China from 2009 to 2019, we explored the impact of corporate charitable donations on investment decisions. It was found that charitable donations led to corporate overinvestment, and managers' psychological biases played a mediating role in this process.

In China's economic and cultural context, corporate donation is not only an "altruistic" act, but also implies potential benefits. Strategic charitable giving can be better understood only when it is incorporated into the framework of "giving-benefit". We believe that under the "giving-benefit" mechanism, donations will produce "lottery effect" and "fog effect", which leads to excessive optimism of corporate management. On the one hand, from the perspective of the "lottery effect", donations could bring great public reputation to the company in the mobile Internet environment, which means huge economic benefits. Executives may overestimate this effect of giving. Furthermore, the existing research shows that corporate donation can bring valuable legitimate assets to businesses, which is particularly critical for businesses in emerging markets. On the other hand, from the perspective of the "fog effect", the process of obtaining public reputation and organizational legitimacy through charitable donation is relatively vague, and the relationship between income and investment is relatively indirect, which further expedites the cognitive biases of senior executives and leads to excessive optimism. On the basis of optimistic expectations, on the other hand, existing studies also believe that overly optimistic executives are more likely to overinvest. To sum up, charitable giving ultimately leads to overinvestment.

In the empirical section, firstly, we employed Richardson (2006) model to measure the possibility and degree of overinvestment. Secondly, based on the model of Baron & Kenny (1986), we examined the relationship between corporation donation, managers' optimism and overinvestment, and the results supported the hypothesis in theory section. Further, we conducted a number of robust tests. First, the logic that charitable donations ultimately affect investment decisions could be affected by the slack of resources. Companies with higher levels of resources slack may invest more in both donation and investment. For this reason, we conducted a resource-poor test and found that our hypothesis was still tenable; second, to alleviate possible endogeneity problems, we conducted a PSM test, and the results showed that our conclusion remained. Finally, alternative measurement of variable could be a potential threat to our conclusion, and the results of robust tests still supported our conclusion. Overall, the results indicate that corporate giving as a tool to fulfill corporate philanthropy strategy can have psychological effect on the efficiency of investment through top managers' psychological biases.

In the section of further analysis, we found that the psychological biases of senior executives do not only affect decisions on investment, but also is expected to have an impact on corporate R&D strategy and marketing strategy. Empirical tests show that firms with more donation tend to spend more on R&D and marketing, and the psychological biases of managers also play an intermediary role.

This study hopes to shed a new light on the literature of corporate donation and provide new evidence on the antecedents of corporate overinvestment. The conclusions of this paper add to the understanding of existing research on the impact of strategic charitable donation. Previous studies have focused on discussing the impact of charitable donation on the ability of enterprises to obtain external resources, relatively ignoring the impact of charitable donation on enterprises themselves from the internal perspective, and even ignoring the psychological effect that may be brought to enterprises. Our research conclusions show that charitable donations not only have resource effects, but also psychological effects. The rationality of corporate managers will be disturbed by this strategy, which will then affect corporate operations and strategic decisions.

Key words: Corporate philanthropy; Psychological biases; Overinvestment; Managers optimism

Received Date: 2021-12-06

Funded Project: The National social science foundation of China (21BJY225)

* Corresponding author