

财务公司慈善捐赠与银团贷款

刘继红, 李双

(中南财经政法大学会计学院, 湖北武汉, 430073)

摘要:以我国2010—2015年的财务公司为研究对象,考察了财务公司慈善捐赠对其银团贷款参与的影响。结果表明:财务公司慈善捐赠能显著提高其银团贷款的参与概率、银团贷款的总体规模以及其他参与行的银团份额;在员工男性比例高、平均年龄大、学历高的财务公司,慈善捐赠对获取银团贷款的战略效应更显著。研究展现了非银行金融机构服务集团实体经济的方式和渠道,为供给侧结构性改革和金融改革提供了参考依据。

关键词:财务公司;慈善捐赠;银团贷款;信息不对称

中图分类号:F832.39; F275.1

文献标识码:A

文章编号:1672-3104(2019)06-0095-11

一、引言

财务公司发起和参与银团贷款,是非银行金融机构服务集团实体经济的重要体现。银团贷款作为世界范围内企业融资的重要来源,其规模已经超过了公共债务市场的融资^[1],而且越来越多的非银行金融机构参与其中,其发挥的作用也日趋重要^[2]。与传统的银行金融机构贷款(通常只涉及单个债权人)不同,银团贷款是多家银行或其他金融机构联合起来为同一贷款合同提供资金,由牵头行发起贷款,并进行尽职调查和监督,而参与行只负责提供贷款合同总额的部分资金^[3]。因此,在牵头行和参与行之间会产生额外的道德风险,同时也会带来借款人和贷款人之间的典型代理问题^[4]。在企业集团中,财务公司属于“内部人”,“内部人”参与的银团贷款会面临较低的信用风险^[5],因为“内部人”能减少借款人和贷款人之间的信息不对称。为缓解银团内部的摩擦,银团贷款参与者要求具备信息优势的一方(通常是“牵头行”)承担更多的贷款份额^[6]。财务公司发起和参与银团贷款,其主要目的是为集团成员从集团外部争取资金,而非承担更大份额的银团贷款。财务公司是否会采取其他替代途径来缓解与其他银团贷款参与者之间的信息不对称问题,从而减少在银团贷款中承担的份额,增加集团外

部资金的融入?本文将从慈善捐赠这一角度对它和财务公司银团贷款参与的关系展开研究。

Lopatta等人发现,捐赠、履行社会责任会降低履行者和利益相关者之间的信息不对称^[7]。作为一种减少信息不对称的途径,捐赠是否是减少财务公司与其他银团贷款参与者之间摩擦的有效手段?如果是,财务公司的捐赠活动是否增加了银团贷款的可获得性,减少了银团贷款中承担的份额?本文试图对这一问题给出答案,并揭示非金融机构参与银团贷款的机理,为少有的中国市场银团贷款研究提供证据支持。

慈善捐赠的研究主要发掘了捐赠的决定因素^[8],以及捐赠的动机和后果^[9]。银团贷款的文献着重于解决银团内部的信息不对称导致的银团结构和定价问题。目前对有关财务公司的研究主要集中在两个方面:一方面是围绕财务公司自身开展的研究,如发展模式、资金使用效率和风险管控等;另一方面研究财务公司对集团成员企业的影响,如集团成员的创新产出、投资效率和融资约束等。而少有针对财务公司的捐赠行为和银团贷款展开研究。

本文的研究贡献主要体现在:①财务公司是具有中国特色的非银行金融机构,通过深入分析它的捐赠活动及经济后果,揭示非银行金融机构、非上市公司慈善捐赠的动机,丰富了非银行金融机构、非上市公司的相关研究;②在中国的银团市场验证了捐赠的战略动机,揭示了慈善捐赠影响银团贷款的机理,为少

收稿日期:2019-06-18;修回日期:2019-10-08

基金项目:国家自然科学基金资助项目“董事会资本、跨国创业导向与企业绩效研究”(71702190)

作者简介:刘继红(1977—),男,湖北天门人,中南财经政法大学会计学院副教授,主要研究方向:资本市场财务与审计,联系邮箱:liujiahong77@163.com;李双(1994—),女,河南濮阳人,中南财经政法大学会计学院硕士研究生,主要研究方向:资本市场财务问题

有的中国市场银团贷款研究提供了证据支持,拓展了慈善捐赠和银团贷款两方面的文献;③财务公司通过捐赠获取银团贷款,是非银行金融机构服务实体经济的重要体现,这为深化供给侧结构性改革和金融改革提供了证据;④财务公司的员工特征对捐赠与银团贷款的关系有调节作用,进一步证实了员工对组织经济行为的影响。

二、理论分析与研究假设

银团贷款的特殊组织结构会导致银团与借款企业之间的信息不对称 I,从而造成银团内部牵头行与其他参与行之间的信息不对称 II 或摩擦^[10]。为了减少银团与借款企业之间的信息不对称,联合借款企业所在集团内的财务公司作为银团成员,可能是一种有效途径。因为借款企业与财务公司处于同一企业集团,既是关联方,又是财务公司常年服务的对象,财务公司具备更多借款企业的专有信息。相比没有财务公司参与的银团贷款,银团与借款企业之间的信息不对称程度 I 得到了减轻。但是,财务公司与其他银团成员之间依然存在某种程度的信息不对称 II,如图 1 所示。

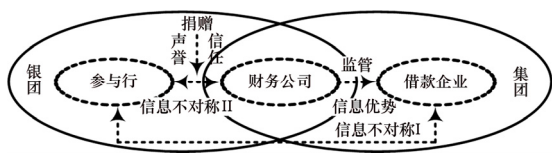


图1 财务公司、捐赠与银团贷款影响路径及逻辑关系图

在定价阶段,参与行依赖财务公司评估借款企业的风险。因此,具有信息优势的财务公司可能会保留较小的贷款份额,将更大比例的资金留给不知情的其他参与行。财务公司与借款企业是关联方关系,为了结借款企业提供更好的银团贷款条件,财务公司可能会向其他参与者隐瞒有关借款企业的部分不利信息,这更符合财务公司和集团的利益,同时也可避免贷款集中和相关信贷风险。贷款发放后,其他参与者须依赖财务公司对借款企业进行监管,而这种委托关系会引发另一种机会主义行为。因为财务公司负担大部分监督成本,但只分享部分利益。这会导致财务公司向处于信息劣势的参与者“推送”更多低质量的信贷,以帮助它承担更多监管成本。如果其他参与者对信用风险存有担忧,他们会要求财务公司持有更高比例的银团贷款或者减少银团贷款的总体规模。已有研究证明,要求具备信息优势的银团成员持有更多份额的银

团贷款,是解决银团内部信息不对称的有效措施^[11]。

对于财务公司来说,一方面,参与银团贷款是发展中间业务的创新渠道,有利于自身业务拓展。另一方面,从集团外部获取更多资金,配合集团实体经济的发展,更符合集团的总体利益。为了协调自身发展和集团的总体利益,通过慈善捐赠提升声誉,进而增加银团贷款的参与度,同时增加集团外源性融资,是财务公司的最优战略选择。已有的研究发现,慈善捐赠能提升企业声誉^[12],有利于企业获取战略资源^[8]。财务公司从事慈善捐赠符合“战略性动机”,能增加财务公司银团贷款的参与度。

财务公司通过慈善捐赠可以创建良好的声誉,这种声誉会导致它在银团中的份额不同于其他银团成员。因为一旦声誉形成,它会约束具有信息优势的银团成员的道德风险^[13],银团贷款参与者经常依赖具有信息优势银团成员的声誉做贷款决策^[14]。由于银团成员是银团市场的重复参与者,如果具有信息优势的银团成员不履行调查和监管等职责,就会带来信誉和未来收入损失^[15]。Gopalan 等就发现,当牵头行声誉受损时,牵头行持有更多银团份额,但是对顶级牵头行的银团活动影响不明显^[6]。Panyagometh 和 Roberts 也发现牵头行声誉与其保留的贷款比例负相关^[16]。Amiram 等还发现声誉高的牵头行对信用违约互换增加牵头行的银团份额有调节作用^[11]。可见,具有信息优势银团成员的声誉会影响银团贷款结构。因此,声誉良好的财务公司会持有较少的银团贷款份额。

慈善捐赠能传递出道德状况良好的信号^[12],增加其他参与行对财务公司的信任。银团内部的信任减轻了他们之间因信息不对称导致的代理问题,从而放松财务公司持有更多份额的银团条款,降低财务公司的银团贷款份额,帮助集团借款企业获取更多外源性融资份额。已有的研究发现,金融机构在贷款合约中也使用道德等“软”信息来筛选借款人、确定贷款条件^[17],因为“硬”信息(数量信息)并不总能缓解借贷双方的信息不对称问题^[18]。Kim 等发现借款人的道德状况好就可以让银团放松贷款利率等融资条件,这是因为商业道德是银行贷款合同的重要决定因素^[19]。良好的道德代表了不说谎、不欺骗或不偷窃^[20],是行为诚实的代名词^[21]。良好的道德是对诚实行为的承诺,可以避免机会主义,代表可信度^[22]。因此,培育道德行为会增加商业伙伴的信任,减轻因防止机会主义行为导致的监管^[23]。这符合“信任可以减轻信息不对称导致的代理问题”这一观点^[19]。

基于以上分析,财务公司通过慈善捐赠建立的声誉,增加了财务公司银团贷款的可获得性和参与程度;

由于声誉的限制作用以及道德产生的信任效应, 财务公司的慈善捐赠改变了银团贷款结构, 即减少了财务公司的银团贷款份额, 增加了其他参与行的份额。故有如下研究假设:

H1a 财务公司的慈善捐赠, 增加了财务公司的银团贷款参与度和银团贷款额度;

H1b 财务公司的慈善捐赠, 增加了其他参与行的贷款份额。

三、研究设计

(一) 模型设定和变量定义

为检验假设 H1a 和 H1b, 建立如下回归模型:

$$Syn=\alpha+\beta_1\times Don +\gamma\times Ctrl_s+\epsilon \tag{1}$$

模型(1)中, 被解释变量 *Syn* 为潜变量, 代表财务公司参与银团贷款的情况, 从以下三个方面进行测度: ①财务公司当年是否参与银团贷款业务(*Syn_D*); ②财务公司参与银团贷款的规模(*Syn_S*); ③银团贷款中非财务公司(其他参与行)承担的比例(*Syn_O*)。解释变量 *Don*, 表示财务公司的捐赠情况, 借鉴李四海等的做法将其分为两种衡量方式^[9]: 财务公司是否捐赠(*Don_D*)和捐赠规模(*Don_A*)。如果 β_1 显著为正, 表明财务公司慈善捐赠显著改善了银团贷款的可获得性和银团贷款结构, 验证了假设 H1a 和 H1b。

Ctrl_s 表示控制变量, 借鉴有关商业银行的研究, 本文控制了财务公司的资产规模(*Size*)、杠杆率(*Lev*)、盈利能力(*ROA*)、资本充足率(*CAR*)、存贷比(*LDR*)和成立年限(*A_FC*)。同时也控制了财务公司的员工数量(*Num*)、男性比例(*Male*)、平均年龄(*Age*)、学历(*Degree*)以及职称(*Prof*)。此外, 控制变量市场化指数(*Market*)来自王小鲁等^[24], 但他们的指数没有提供 2015 年的数据, 故用最接近的 2014 年的数据替代。最后年度虚拟变量(*Year*)用于控制时间上不可观测因素的影响。变量的详细定义见表 1。

(二) 样本选择和数据来源

本文所使用的数据均来自 2011—2016 年《中国财务公司年鉴》。这期间的年鉴披露了 2010—2015 年财务公司的银团贷款、相关财务指标以及慈善捐赠情况。根据慈善捐赠披露的数据, 整理了慈善捐赠的参与情况和金额。故此, 本文选取 2010—2015 年的财务公司为研究样本, 并对数据进行以下处理: ①剔除财务公司相关指标缺失的样本; ②剔除财务公司慈善捐赠金

额描述不确定的样本, 最终得到 926 个观测值。同时, 为消除异常值的影响, 用 *winsorize* 对连续变量进行了 1%和 99%分位数的缩尾处理。

表 1 变量及其定义

变量名称	变量符号	变量定义
<i>Syn</i>	<i>Syn_D</i>	虚拟变量, 财务公司当年参与银团贷款则取 1, 否则为 0
	<i>Syn_S</i>	银团贷款规模, 银团贷款总额(万元)加上 1 再取自然对数
	<i>Syn_O</i>	1 减去财务公司负担部分占银团贷款总额的比例
<i>Don</i>	<i>Don_D</i>	虚拟变量, 财务公司当年有慈善捐赠则为 1, 否则为 0
	<i>Don_A</i>	财务公司捐赠金额的自然对数
<i>Ctrl_s</i>	<i>Size</i>	财务公司总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	财务公司的资产负债率
	<i>ROA</i>	财务公司的总资产收益率
	<i>CAR</i>	财务公司的资本充足率
	<i>LDR</i>	存贷比, 财务公司期末贷款总额比存款总额
	<i>A_FC</i>	财务公司成立年限
	<i>Num</i>	财务公司员工数量
	<i>Male</i>	财务公司男性员工的比例
	<i>Degree</i>	财务公司员工平均学历水平, 博士取值 4, 硕士 3, 本科 2, 本科以下 1
	<i>Age</i>	员工平均年龄
	<i>Prof</i>	高级职称人数占财务公司员工数量的比例
	<i>Market</i>	王小鲁等(2017)的市场化指数
	<i>Year</i>	年度虚拟变量

四、样本分布及描述性统计

表 2 提供了样本分布情况和相关变量的描述性统计结果。其中 Panel A 报告了财务公司及其参与捐赠和银团贷款的年度分布情况。可以看出, 财务公司的数量呈逐年增长态势, 从 2010 年度的 94 家增长到 2015 年的 214 家; 期间共有 99 家财务公司有慈善捐赠行为, 占总样本的 10.67%; 173 家参与了银团贷款, 接近总样本的 20%。慈善捐赠和银团贷款的年度分布没有明显的时间变化趋势, 但从总体上反映了财务公司慈善捐赠和银团贷款的参与程度。

表2 样本分布及描述性统计

Panel A: 样本分布						
年度	样本量	慈善捐赠		银团贷款		
		捐赠样本	比例(%)	银团样本	比例(%)	
2010	94	22	23.40	27	28.72	
2011	115	12	10.43	30	26.09	
2012	143	17	11.89	24	16.78	
2013	170	15	8.82	33	19.41	
2014	190	10	5.26	36	18.95	
2015	214	23	10.75	23	10.75	
合计	926	99	10.69	173	18.68	

Panel B: 描述性统计						
变量	样本量	均值	标准差	1/4分位	中位数	3/4分位
Syn_D	926	0.187	0.390	0	0	0
Syn_S	926	2.725	5.127	0	0	0
Syn_O	926	0.168	0.333	0	0	0
Don_D	926	0.107	0.309	0	0	0
Don_A	926	0.729	2.929	0	0	0
Size	926	13.56	1.119	12.83	13.48	14.30
Lev	926	0.789	0.144	0.751	0.826	0.881
CAR	926	0.476	0.675	0.209	0.293	0.455
LDR	926	0.628	0.439	0.341	0.564	0.819
ROA	926	0.017	0.008	0.012	0.017	0.022
A_FC	926	7.481	7.614	2	4	12
Num	926	52.72	80.99	25	34	51
Male	926	0.500	0.105	0.438	0.500	0.567
Degree	926	2.135	0.270	1.969	2.122	2.306
Age	926	35.17	3.032	33.08	34.92	36.92
Prof	926	0.123	0.108	0.042	0.094	0.186
Market	926	7.797	1.536	6.71	8.23	9.08

Panel C:银团贷款按是否捐赠分组比较								
变	平均值检验				中位数检验			
	量	有	无	均值差	T值	有	无	中位数差
Syn_D	0.364	0.166	0.198***	4.831	0.000	0.000	0.000***	4.773
Syn_S	4.905	2.464	2.441***	4.524	0.000	0.000	0.000***	4.517
Syn_O	0.298	0.153	0.146***	4.152	0.000	0.000	0.000***	4.253

注：*、**、***分别代表在10%、5%和1%水平下显著，下同

从 Panel B 报告的捐赠规模和银团贷款规模来看，在 99 家进行慈善捐赠的财务公司中，有 56 家进行了现金捐赠，平均额度达 17.25 万元($e^{0.729*926/56}-1$)；在 173 家参与银团贷款的财务公司中，银团贷款的平均规模约为 22.7 亿元($(e^{2.725*926/173}-1)$ 万元)，而其他参与行在银团贷款中的份额约为 90%(0.168*926/173)，即拥有信息优势的财务公司在银团贷款中的份额只占到一成(100%-90%)，远低于 Amiram 等和 Gadanez 报告的牵头行银团份额 32.9%和 40.4%^[11,13]，这说明财务公司参与银团贷款的主要目的是从集团外部获取财务资源。

从反映财务公司特征的变量来看，财务公司的平均资产规模为 77.5 亿元($e^{13.56}$)，设立时间大多在 4 年以上。平均资产收益率(ROA)为 1.7%，说明财务公司有较好的盈利能力，而且盈利比较稳定(标准差为 0.008)；资产负债率(Lev)接近 80%，表明财务公司是高负债运营，体现了金融机构的典型特征；资本充足率(CAR)的均值和中位数分别为 47.6%和 29.3%，体现了财务公司抵御风险的能力；存贷比(LDR)的均值和中位数分别为 62.8%和 56.4%，体现了财务公司较低的流动性风险，这两个指标都符合金融机构的监管标准。财务公司员工规模大多在 34 人以上，平均 53 人，平均年龄 35 岁，男性比例为 50%，与女性员工持平，学历中位数和均值均大于 2，员工学历以本科为主，高级职称员工占 12.3%。

Panel C 对比了是否有捐赠行为的财务公司银团贷款的情况。无论是参与银团贷款的比例(Syn_D)、银团贷款总额(Syn_S)，还是银团贷款中的外源融资份额(Syn_O)，其均值和中位数的差异检验全部在 1%水平下显著，有慈善捐赠的银团贷款情况均好于没有慈善捐赠的，初步说明慈善捐赠行为对财务公司参与银团贷款有较大影响，单变量的检验支持了研究假设 H1a 和 H1b。

五、实证结果

(一) 主要回归结果

表 3 第(1)―(3)列报告了财务公司慈善捐赠情况对财务公司银团贷款的影响，第(4)―(6)列则列示了财务公司捐赠规模与其银团贷款的关系。第(1)列 Don_D 的系数为 0.858，Z 值为 3.24，在 1%水平下显著，表明慈善捐赠带来的银团贷款参与概率显著高于没有慈善捐赠的银团贷款参与概率，而没有慈善捐赠的财务公司银团贷款参与概率(Syn_D)为 0.166(见表 2 Panel

表3 财务公司慈善捐赠与银团贷款业务的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>
	<i>Don=Don_D</i>			<i>Don=Don_A</i>		
<i>Don</i>	0.858*** (3.24)	5.601*** (3.31)	0.370*** (3.06)	0.047* (1.80)	0.406** (2.33)	0.022* (1.82)
<i>Size</i>	0.642*** (3.95)	5.026*** (5.05)	0.264*** (3.81)	0.622*** (3.86)	4.944*** (4.96)	0.259*** (3.73)
<i>Lev</i>	2.744 (1.31)	11.488 (0.84)	1.023 (1.06)	2.790 (1.37)	12.177 (0.90)	1.081 (1.13)
<i>CAR</i>	-1.613* (-1.77)	-14.551** (-2.18)	-1.029** (-2.15)	-1.563* (-1.77)	-14.277** (-2.19)	-1.010** (-2.15)
<i>LDR</i>	0.586* (1.74)	4.697** (2.07)	0.306** (1.97)	0.555 (1.64)	4.636** (2.01)	0.300* (1.89)
<i>ROA</i>	47.637*** (2.88)	383.028*** (3.86)	25.404*** (3.60)	48.886*** (3.01)	392.720*** (3.98)	25.977*** (3.71)
<i>A_FC</i>	-0.056*** (-3.81)	-0.337*** (-3.70)	-0.020*** (-3.12)	-0.055*** (-3.69)	-0.341*** (-3.67)	-0.020*** (-3.04)
<i>Num</i>	0.002 (1.52)	0.009* (1.85)	0.001** (2.27)	0.002* (1.71)	0.011** (2.34)	0.001*** (2.74)
<i>Male</i>	0.864 (0.90)	2.171 (0.32)	-0.081 (-0.17)	0.958 (1.01)	2.838 (0.42)	-0.019 (-0.04)
<i>Degree</i>	2.348*** (5.11)	16.184*** (5.61)	1.155*** (5.74)	2.422*** (5.29)	16.789*** (5.79)	1.196*** (5.91)
<i>Age</i>	0.135*** (2.92)	0.900*** (3.10)	0.044** (2.21)	0.135*** (2.94)	0.906*** (3.11)	0.045** (2.24)
<i>Prof</i>	-3.759*** (-3.05)	-25.208*** (-3.30)	-1.537*** (-2.85)	-3.861*** (-3.12)	-26.549*** (-3.42)	-1.624*** (-2.97)
<i>Market</i>	0.342*** (3.45)	2.422*** (4.05)	0.162*** (3.93)	0.344*** (3.38)	2.382*** (3.91)	0.160*** (3.80)
截距项	-22.110*** (-5.67)	-151.649*** (-6.39)	-8.911*** (-5.44)	-21.951*** (-5.67)	-152.391*** (-6.42)	-8.990*** (-5.46)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F/χ^2	136.55	16.90	15.88	135.52	17.16	16.056
Pseudo R^2	0.230	0.094	0.162	0.222	0.092	0.157
<i>N</i>	926	926	926	926	926	926

注: *, **, ***分别代表在 10%、5%和 1%水平下显著, 括号中的统计量均为“回归系数”比“稳健性标准误”(Robust), 当因变量为虚拟变量时, 采用 logit 回归, 其余采用归并回归 tobit, 下同

C, 下同), 所以慈善捐赠能提高财务公司银团贷款参与概率 5 倍以上(0.858/0.166), 有显著的经济意义。这充分说明了慈善捐赠的战略价值, 符合慈善捐赠有利

于获取战略资源的动机。第(2)列的系数 β_1 为 5.601, 对应的 T 值为 3.31, 也在 1%水平下显著, 慈善捐赠带来的银团贷款总额(*Syn_S*)的增长效应也超过 2 倍

结果。结果显示, 男性员工比例高的一组, 其慈善捐赠与银团贷款的回归系数均显著为正, 而在男性比例低的一组中, 二者的关系为不显著的负相关, 而且男性比例高的系数 β_1 明显高于低组的回归系数。这说明男性的创新意识和战略眼光, 对慈善捐赠与银团贷款之间的关系有正向调节作用, 男性比例越高, 财务公司采取慈善捐赠策略获取银团贷款这一战略资源的效应越强。李四海等发现董事长为男性时, 慈善捐赠更多, 更有利于战略资源获取^[9], 我们的实证结果与之一致。

2. 年龄

年龄是从业经验的体现。财务公司员工的年龄越大, 说明员工从事金融服务工作的经验越丰富。马斯洛需求层次理论认为, 随着年龄的增加, 人的需求层次也会逐渐提高, 更加愿意承担社会责任^[31-32]。员工平均年龄越大, 对财务公司慈善捐赠的认同感越强; 金融从业经验越丰富, 他们越能意识到慈善捐赠的战略价值。因此, 财务公司员工平均年龄越大, 越可能通过慈善捐赠来获取银团贷款。

Panel B 中以变量 Age 中位数的分组回归结果也显示, 在员工平均年龄超过 35 岁的财务公司中, 慈善捐赠与银团贷款的回归系数均为正, 且在 1%水平下显著, 但在平均年龄低于中位数的组中, 二者的回归系数均远小于高组对应的系数, 并且不显著。分组对比的结果表明, 年龄越大的员工对慈善捐赠的认同感越强, 金融从业时间也越长, 经验更丰富, 更能意识到慈善捐赠的战略价值, 也更有利于财务公司银团贷款业务的开展。

3. 学历

学历代表着专业技术水平和认知能力。财务公司员工的学历越高, 表明财务公司员工的金融、财务等专业知识水平越高, 更能意识到慈善捐赠带来的战略价值, 更有利于财务公司开展银团贷款服务。一般来说, 学历高还代表受教育和在校园熏陶的时间长, 道德素质更高, 更关注社会问题^[33], 更有利于企业社会责任的披露^[32]。那么, 财务公司员工的学历层次越高, 越能认同财务公司的慈善行为。因此, 财务公司员工平均学历越高, 越可能以慈善捐赠来获取银团贷款。

Panel C 报告的是用 Degree 中位数分组的估计结果。偶数列 Don 的回归系数不显著, 而且小于对应奇数列显著为正的回归系数, 这意味着只有在员工平均学历高于中位数的组中, 慈善捐赠与银团贷款才存在显著的正相关关系。这些结果说明, 员工学历越高, 认知能力、专业水平以及道德素养也越高, 更能认同财务公司的捐赠行为及其战略价值。因此在学历高于

中位数的组中, 慈善捐赠与银团贷款的关系更显著。

(三) 稳健性检验

1. 替换被解释变量

为了减少被解释变量的测量误差, 夯实研究结论的有效性, 我们又采用了两种方式对解释变量进行衡量: ①由于银团贷款规模有可能受到银团贷款次数和财务公司自身规模的影响, 因此用“平均每次银团贷款规模”除以“财务公司资产”后的对数(Syn_SI)进行衡量, 即 $Syn_SI = \ln((\text{银团贷款总额}/\text{次数})/\text{财务公司期末资产})$; ②“银团贷款总额”扣除“财务公司承担金额”后的对数(Syn_OI), 即 $Syn_OI = \ln(\text{银团贷款总额} - \text{财务公司承担金额})$ 。分别用 Syn_SI 和 Syn_OI 替换 Syn_S 和 Syn_O, 再进行回归, 结果如表 5 所示。(1)、(2)列的结果显示, 有慈善捐赠的财务公司, 其平均每次银团贷款相对规模(Syn_SI)比没有慈善捐赠的公司高 0.100; 同样, 其他参与行承担的银团贷款绝对份额(Syn_OI), 有慈善捐赠的财务公司比没有的高 5.428。Don_D 的系数对应的 T 统计量也都超过了 3, 在 1%水平下显著。类似地, 在(3)、(4)中, Don_A 的系数显著为正, 也就是说平均每次银团贷款相对规模、其他参与行承担的银团贷款绝对份额也随捐赠金额的增加呈正向变化。这说明财务公司慈善捐赠导致了银团贷款状况的差异, 体现了慈善捐赠的战略价值。替换两个被解释变量后回归的结果进一步证实了我们的研究结论。

表 5 替换银团贷款衡量的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Syn_SI	Syn_OI	Syn_SI	Syn_OI
	Don= Don_D		Don= Don_A	
Don	0.100*** (3.33)	5.428*** (3.08)	0.006* (1.88)	0.367** (2.01)
Ctrls	Yes	Yes	Yes	Yes
F/χ ²	7.08	15.91	7.04	16.27
Pse. R ²	0.331	0.090	0.320	0.090
N	926	926	926	926

替换被解释变量后, 财务公司员工特征分组的回归结果如表 6 所示。在男性员工比例、平均年龄和学历高于中位数的组中, 无论慈善捐赠的虚拟变量(Don_D)还是金额(Don_A)均与 Syn_SI、Syn_OI 显著正相关。但是在低于中位数的组中, 回归系数都不显著, 并且系数还明显地小于对应的高组。这说明在更换被解释变量为“平均每次银团贷款相对规模”和“其他参与行承担的银团贷款绝对份额”后, 员工的性别、

表6 替换银团贷款衡量后员工特征分组的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>	<i>Syn_OI</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>	<i>Syn_OI</i>
	<i>Don=Don_D</i>				<i>Don=Don_A</i>			
	高	低	高	低	高	低	高	低
Panel A: Male								
<i>Don</i>	0.157*** (4.35)	-0.061 (-1.26)	9.524*** (5.02)	-5.666 (-1.49)	0.008** (2.11)	-0.006 (-1.13)	0.581*** (2.88)	-0.644 (-1.33)
<i>Ctrls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F/χ^2	5.302	3.594	13.301	10.588	5.080	3.589	12.298	9.688
<i>Pse. R</i> ²	0.446	0.348	0.119	0.102	0.407	0.345	0.110	0.102
<i>N</i>	482	444	482	444	482	444	482	444
Panel B: Age								
<i>Don</i>	0.166*** (4.21)	0.044 (0.95)	8.396*** (4.02)	3.364 (1.09)	0.011*** (2.77)	-0.002 (-0.27)	0.617*** (3.04)	-0.048 (-0.13)
<i>Ctrls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F/χ^2	4.401	3.955	17.017	5.398	4.610	3.793	18.723	5.418
<i>Pse. R</i> ²	0.539	0.267	0.136	0.069	0.490	0.265	0.132	0.068
<i>N</i>	463	463	463	463	463	463	463	463
Panel C: Degree								
<i>Don</i>	0.104*** (3.04)	0.061 (0.86)	5.391*** (2.74)	3.865 (0.86)	0.007* (1.76)	0.005 (0.60)	0.417** (2.09)	0.248 (0.57)
<i>Ctrls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F/χ^2	4.316	2.972	8.404	6.348	4.170	3.033	8.388	6.549
<i>Pse. R</i> ²	0.426	0.260	0.077	0.097	0.405	0.259	0.076	0.096
<i>N</i>	463	463	463	463	463	463	463	463

年龄和学历的正向调节作用仍然存在。

2. 解释变量滞后一期

前述表3—6的回归结果检验了“当期”的慈善捐赠行为对“当期”财务公司参与银团贷款的影响，所有解释变量和被解释变量均为同年度数据。为了减少可能存在的内生性问题，我们将“解释变量”和“控制变量”滞后一期进行回归。从表7可以看出，将慈善捐赠滞后一期后，样本量缩减到708个。回归结果显示，是否慈善捐赠仍然会导致次年银团贷款的差异，并且在1%水平下依然显著；银团贷款的5个变量仍旧随慈善捐赠金额的增加显著提高。从显著程度上看，表7的结果明显好于表3和表5。解释变量滞后一年的回归结果一方面排除了联立性偏误导致的内生性问题，另一方面也进一步增强了本文研究结论的稳健性和可靠性。

3. PSM 配对回归结果

自选择偏误也可能导致内生性问题，为了减少这一偏误，我们采用倾向性得分匹配(PSM)，选择尽量接近的控制样本。首先，利用虚拟变量“财务公司是否有慈善捐赠”(Don_D)以及“财务公司是否参与银团贷款”(Syn_D)对所有控制变量进行回归，每个观测值得到一个分数；然后分别在“没有慈善捐赠”和“没有参与银团贷款”的财务公司中，为之匹配一个同年度、得分最接近的样本，分别有99和173对(同表2-Panel A:样本分布)，最后利用配对后的样本进行回归估计。其结果如表8所示。从第(1)、(7)列可以看出，这两列的控制变量与Don_D和Syn_D均没有显著关系，说明“是否有捐赠”以及“是否参与银团贷款”的财务公司特征非常近似，两种配对的效果都较好。虽然第(10)和(12)列中Don的系数不显著，但是其系

表 7 滞后一期慈善捐赠与银团贷款的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>
<i>Don_D_lag</i>	0.928*** (3.25)	8.170*** (4.58)	0.575*** (4.67)	0.094*** (3.25)	8.630*** (4.81)					
<i>Don_A_lag</i>						0.067** (2.36)	0.583*** (3.20)	0.038*** (3.13)	0.008*** (2.59)	0.623*** (3.44)
<i>Ctrls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>F/χ²</i>	116.56	16.25	14.98	6.58	15.48	109.94	15.18	13.94	6.46	14.33
<i>Pse. R²</i>	0.202	0.081	0.140	0.297	0.078	0.196	0.077	0.130	0.290	0.073
<i>N</i>	708	708	708	708	708	708	708	708	708	708

表 8 PSM 配对回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	<i>Don_D</i>	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>
	<i>Don=Don_D</i>						<i>Don=Don_D</i>					
<i>Don</i>		1.166*** (2.84)	5.387** (2.50)	0.362** (2.47)	0.123*** (2.95)	5.135** (2.31)		0.770** (2.17)	3.017* (1.95)	0.153 (1.37)	0.070** (2.33)	2.401 (1.47)
<i>Ctrls</i>		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>F/χ²</i>	7.55	52.41	7.45	7.13	2.65	7.11	8.33	38.26	2.97	3.15	2.76	3.38
<i>Pse. R²</i>	0.029	0.302	0.108	0.209	0.507	0.102	0.022	0.089	0.022	0.061	0.369	0.026
<i>N</i>	198	198	198	198	198	198	346	346	346	346	346	346

表 9 聚类标准误回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>	<i>Syn_D</i>	<i>Syn_S</i>	<i>Syn_O</i>	<i>Syn_SI</i>	<i>Syn_OI</i>
<i>Don_D</i>	0.858*** (2.87)	5.601*** (2.59)	0.370*** (2.61)	0.100*** (2.65)	5.428*** (2.60)					
<i>Don_A</i>						0.047* (1.69)	0.406** (2.02)	0.022* (1.74)	0.006* (1.80)	0.367** (1.97)
<i>Ctrls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>F/χ²</i>	87.50	6.41	6.63	4.02	6.60	85.70	6.00	6.06	3.89	6.17
<i>Pse. R²</i>	0.230	0.094	0.162	0.331	0.090	0.222	0.092	0.157	0.318	0.088
<i>N</i>	926	926	926	926	926	926	926	926	926	926

数仍然为正, 另外 8 个回归模型中, *Don_D* 的系数均在不同水平下显著为正。这在一定程度上排除了自选择偏误可能导致的结论偏差。

4. 聚类标准误回归结果

标准误可能会影响回归结果的显著性, 因为回归系数对应的统计量是“回归系数”与“标准误”之比。为了排除标准误带来的显著性结果误差, 我们在财务公司层面对标准误进行了聚类(cluster), 结果如表 9 所示。从 *Don_D* 和 *Don_A* 的 10 个回归结果来看, 其系数与表 3 和表 5 的系数完全一致, 虽然对应统计量的

值均有所下降, 这归因于聚类标准误的提高, 但系数的显著程度没有实质性变化, 表明聚类标准误估计没有影响我们的结论。

六、结论与启示

本文在供给侧结构性改革和金融改革背景下, 考察了财务公司慈善捐赠与银团贷款业务之间的关系。实证结果表明, 有慈善捐赠的财务公司, 银团贷款的

参与概率、银团贷款规模都显著地高于没有慈善捐赠的财务公司,而财务公司的银团贷款参与份额显著偏低,其他参与行承担的银团份额显著偏高;同时,财务公司银团贷款的参与概率、银团贷款规模和其他参与行承担的份额都随捐赠金额的增加显著升高。财务公司获取银团贷款的机制在于,慈善捐赠能提升财务公司声誉,增加银团贷款参与度;慈善捐赠能传递出财务公司道德良好的信号,增加其他银团成员对财务公司的信任;声誉能限制具有信息优势的财务公司的道德风险,信任也可以减轻银团内部信息不对称导致的代理问题,从而减少财务公司承担的银团贷款份额,使得财务公司帮助集团成员从集团外部获得更多财务资源。财务公司的捐赠行为符合慈善捐赠的“战略动机”,通过捐赠获取银团贷款,充分展现了非银行金融机构服务集团实体经济的方式和渠道。

财务公司员工的性别、年龄和学历等特征,对慈善捐赠与银团贷款的关系有正向调节作用。男性更有创新意识和战略眼光,年龄大的员工金融从业时间也越长,员工学历越高,认知能力、专业水平和道德素养也越高,年龄大、学历高的员工对慈善捐赠的认同感更强,更能意识到慈善捐赠的战略价值。因此,在员工男性比例高、平均年龄大、学历高的财务公司,慈善捐赠对获取银团贷款的战略效应更显著。这些正向调节效应说明员工对组织经济行为有重要影响。

本文的研究对财务公司如何服务集团实体经济具有启示作用,为加强财务公司与银行之间的合作提供了思路,也对财务公司如何创新金融中间业务、深化产融结合有积极的借鉴作用。本文的研究进一步验证了慈善捐赠的战略价值,对非银行金融机构如何帮助企业获取银团贷款等战略资源具有借鉴意义,对企业获取战略资源的路径及渠道也有参考价值。财务公司的员工特征对捐赠与银团贷款的关系有调节作用,进一步证实了员工对组织经济行为的影响,这为非银行金融机构雇员团队建设提供了借鉴和参考。

由于财务公司相关信息披露不足,《中国财务公司年鉴》提供的数据有限,使得本文存在一定的局限性,不能像研究上市公司那样得以开展。因此在实证检验方面,尤其是财务公司如何通过信任和声誉机制来降低它与银团贷款其他参与行之间的信息不对称,这一作用机理和路径尚需经验证据。随着相关数据的披露和报告,特别是信息不对称、信任和声誉如果能被观测到,这一领域的研究会得到进一步完善,研究过程中的科学性和结论的可靠性也将进一步增强。

参考文献:

- [1] DRUCKER S, PURI M. On loan sales, loan contracting, and lending relationships[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(7): 2835–2871.
- [2] LIM J, MINTON B A, WEISBACH M S. Syndicated loan spreads and the composition of the syndicate[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(1): 45–69.
- [3] ESTY B C. Structuring loan syndicates: A case study of the Hong Kong Disneyland project loan[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, 14(3): 80–95.
- [4] HOLMSTROM B, TIROLE J. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(3): 663–691.
- [5] FERREIRA M A, MATOS P P. When banks are insiders: Evidence from the global syndicated loan market [J/OL]. SSRN Electronic Journal, 2008.
- [6] GOPALAN R, NANDA V, YERRAMILLI V. Does poor performance damage the reputation of financial intermediaries? evidence from the loan syndication market[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(6): 2083–2120.
- [7] LOPATTA K, BUCHHOLZ F, KASPEREIT T. Asymmetric information and corporate social responsibility[J]. *Business & Society*, 2016, 55(3): 458–488.
- [8] 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*, 2010, 91(1): 51–63.
- [9] 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, 140.
- [10] CHAMPAGNE C, COGGINS F. Common information asymmetry factors in syndicated loan structures[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36(5): 1437–1451.
- [11] AMIRAM D, BEAVER W H, LANDSMAN W R, ZHAO J. The effects of credit default swap trading on information asymmetry in syndicated loans[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 126(2): 364–382.
- [12] BRAMMER S, MILLINGTON A. Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis[J]. *Journal of Business Ethics*, 2005, 61(1): 29–44.
- [13] GADANECH B, KARA A, MOLYNEUX P. Asymmetric information among lending syndicate members and the value of repeat lending[J]. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2012, 22(4): 913–935.
- [14] ROSS D G. The “Dominant Bank Effect”: How high lender reputation affects the information content and terms of bank loans[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(7): 2730–2756.
- [15] PICHLER P, WILHELM W. A theory of the syndicate: form follows function[J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(6): 2111–2131.

- 2237–2264.
- [16] PANYAGOMETH K, ROBERTS G S. Do lead banks exploit syndicate participants? Evidence from ex post risk[J]. *Financial Management*, 2010, 39(1): 273–299.
- [17] RENNEBOOG L, HORST J. TER, ZHANG C. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2008, 32(9): 1723–1742.
- [18] CERQUEIRO G, DEGRYSE H, ONGENA S. Rules versus discretion in loan rate setting[J]. *Journal of Financial Inter-mediation*, 2011, 20(4): 503–529.
- [19] KIM M, SURROCA J, TRIBÓ J A. Impact of ethical behavior on syndicated loan rates[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2014, 38(1): 122–144.
- [20] GIBSON R, TANNER C, WAGNER A F. Preferences for truthfulness: Heterogeneity among and within individuals[J]. *American Economic Review*, 2013, 103(1): 532–548.
- [21] RODE J. Truth and trust in communication: Experiments on the effect of a competitive context[J]. *Games and Economic Behavior*, 2010, 68(1): 325–338.
- [22] FULMER A C, GELFAND M J. At what level (and in whom) we trust: Trust across multiple organizational levels[J]. *Journal of Management*, 2012, 38(4): 1167–1230.
- [23] DETERT J R, TREVIÑO L K, BURRIS E R, ANDIAPPAN M. Managerial modes of influence and counterproductivity in organizations: A longitudinal business-unit-level investigation[J]. *Journal of Applied Psychology*, 2007, 92(4): 993–1005.
- [24] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告 (2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [25] BYRNES J P, MILLER D C, SCHAFER W D. Gender differences in risk taking: A meta-analysis[J]. *Psychological Bulletin*, 1999, 125(3): 367–383.
- [26] FISHER P J, YAO R. Gender differences in financial risk tolerance[J]. *Journal of Economic Psychology*, 2017, 61: 191–202.
- [27] 王清, 周泽将. 女性高管与 R&D 投入: 中国的经验证据[J]. *管理世界*, 2015(3): 178–179.
- [28] 陈传明, 孙俊华. 企业家人口背景特征与多元化战略选择——基于中国上市公司面板数据的实证研究[J]. *管理世界*, 2008(5): 124–188.
- [29] CROSON R, GNEEZY U. Gender differences in preferences[J]. *Journal of Economic Literature*, 2009, 47(2): 448–474.
- [30] 陈东. 私营企业出资人背景、投机性投资与企业绩效[J]. *管理世界*, 2015(8): 97–188.
- [31] FORTE A. Antecedents of managers moral reasoning[J]. *Journal of Business Ethics*, 2004, 51(4): 315–347.
- [32] 张正勇, 吉利. 企业家人口背景特征与社会责任信息披露——来自中国上市公司社会责任报告的经验证据[J]. *中国人口·资源与环境*, 2013(4): 131–138.
- [33] 孙德升. 高管团队与企业社会责任: 高阶理论的视角[J]. *科学学与科学技术管理*, 2009(4): 188–193.

Finance companies' philanthropy and syndicated loans

LIU Jihong, LI Shuang

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: Taking as the object of study the finance companies from 2010 to 2015, we investigate the effect of finance companies' philanthropy on their participation in syndicated loans. Empirical results show that finance companies' philanthropy can significantly improve the participation probability of syndicated loans, the overall size of syndicated loans and other participating banks' share of syndicated loans. Further studies also show that in finance companies with male employees with a higher proportion, elder average age and higher educational background, finance companies' philanthropy has a more significant strategic effect on obtaining syndicated loans. The study exhibits the ways and channels of non-bank financial institutions (finance company) to serve the economy of real group entities, and provides evidence for supply-side structural reform and financial reform.

Key Words: finance companies; philanthropy; syndicated loans; information asymmetry

[编辑: 谭晓萍]