

业绩期望落差与企业“漂绿”行为

李强, 宋嘉玮

(中国矿业大学 经济管理学院, 江苏 徐州 221116)

[摘要] 针对企业“漂绿”问题屡禁不止的现状, 分析了业绩期望落差对企业“漂绿”行为的影响机理, 并以2010—2019年A股重污染行业上市公司为样本进行实证检验。研究发现: 业绩期望落差会诱发企业“漂绿”行为, 且主要表现为对环境实践的选择性披露; 而且, 业绩期望落差持续的时间越长, 其对企业“漂绿”行为的影响越显著。进一步的路径检验表明, 业绩期望落差会恶化企业融资约束和加剧管理层短视, 进而导致“漂绿”行为。此外, 不同类型规制工具对“漂绿”的治理效应存在差异, 其中, 命令控制型环境规制及本地媒体监督能够抑制业绩期望落差驱动的企业“漂绿”行为, 但市场激励型、公众参与型环境规制以及异地媒体监督的治理效应不明显。

[关键词] 漂绿; 业绩期望落差; 企业行为理论; 落差持续性; 漂绿治理; 环境规制; 媒体监督

[中图分类号] F272.3 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2022)03-0051-11

一、引言

《南方周末》2009年首次披露“中国漂绿榜”, 引起了市场广泛关注, 企业“漂绿”问题日益受到重视。与粉饰财务绩效类似, “漂绿”是指企业通过选择性地发布对自身有利的环境信息或者对环境事项进行策略性表述, 以达到营造绿色形象的目的^[1]。在我国当前环境信息披露模式下, 企业对于公开披露环境信息拥有较大的自由裁量权, 这为“漂绿”提供了生存空间。而且, 随着“漂绿”方式被越来越多的企业学习和模仿, 已呈现出较为明显的扩散迹象。因此, 精准治理企业“漂绿”行为, 理清其动因是关键。相关文献从制度压力、融资需求以及管理者个人特征等角度研究了企业“漂绿”行为的影响因素^[2-3], 但较少关注不同业绩反馈后果对于企业“漂绿”策略的影响。

企业行为理论认为, 决策者在决策过程中的参考点选择对于后续行为决策有着重要影响, 这一参考点在组织层面体现为企业经营的期望水平, 即决策者通过评估实际经营业绩与期望水平的差距来决定企业后续的行为选择^[4]。当实际经营业绩未达预期, 即企业处于业绩期望落差状态时, 更倾向于采取冒险的方式。已有研究也发现, 业绩期望落差会触发企业的投机动机, 促使其通过盈余操纵、关联交易等违规行为粉饰业绩^[5]。除上述财务投机行为之外, 在业绩期望落差压力下, 企业是否也会采取“策略性”的环境投机行为, 比如在环境信息披露方面夸大或掩饰, 目前尚缺乏针对企业“漂绿”行为的经验证据。

基于此, 本文拟从企业行为理论和成本—收益理论出发, 以我国2010—2019年A股重污染行业上市公司为样本, 实证检验业绩期望落差对企业“漂绿”行为的影响以及在不同情境下的异质性。本文可能的贡献主要包括: (1) 基于业绩期望落差这一市场情境视角的研究, 丰富有关企业“漂绿”行为的动因研究, 为理解企业“漂绿”行为的形成原因提供新解释。已有文献将企业“漂绿”行为的动因主要界定在合法性压力、营销需求等, 忽视了业绩反馈的潜在后果^[2-3]。本文实证检验业绩期望落差对企业“漂绿”行为的诱发作用, 并探究二者关系的传导路径, 将拓展业绩反馈后果在企业环境战略领域的应用范围。

[收稿日期] 2021-09-16

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目(21BJY120); 江苏省社会科学基金重点项目(20GLA006)

[作者简介] 李强(1980—), 男, 安徽界首人, 中国矿业大学经济管理学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为公司治理, 邮箱: kdliqiang@163.com; 宋嘉玮(1997—), 女, 山东枣庄人, 中国矿业大学经济管理学院硕士生, 主要研究方向为企业社会责任。

(2) 探究业绩期望落差时间特征的异质性调节作用, 细化业绩反馈的研究维度, 进一步明确业绩期望落差对企业“漂绿”行为影响的边界条件, 是对业绩反馈有效性研究的有益补充。(3) 区分不同类型环境规制及媒体监督的差异化治理效应, 指出当前我国“漂绿”监管工作的改进方向。

二、文献综述

关于业绩期望落差的经济后果,“穷则思变”与“穷则思骗”是两种相互矛盾的观点。部分研究文献支持“穷则思变”观点,认为业绩期望落差会让企业感知到未来损失前景^[4],这会激发组织内部搜寻问题的动机,驱使经理人调整资源配置状况,通过实施组织变革^[6]、加大研发创新力度^[7]、转变竞合关系^[8]、增强国际化程度^[9-10]等积极变革行为来提升未来经营绩效。但以上研究难以解释业绩下行企业经营违规行为频发的现象。有学者研究发现,业绩期望落差实际上会削弱企业的“道德产出”,“穷则思骗”与企业的逐利本性更为契合^[11]。在业绩困境下,各方压力与质疑触发了企业的投机动机,促使其通过贿赂行为来维护与外部利益相关者的关系,或是通过粉饰业绩、盈余操纵、关联交易等违规行为快速扭转业绩^[4-5]。可见,业绩期望落差的存在有可能会加剧企业的冒险心态,导致投机行为产生。

“漂绿”是多因素共同作用的产物,相关研究将动因归纳为:(1)基于合法性理论的政治动因。环境合法性是企业的一种战略资源,有助于企业获取外部支持^[12]。虽然环境合法性取决于监管部门对企业行为的判断,但企业可以施加一定的策略影响^[13],从而诱发“漂绿”的主观动机。而且,由于缺乏有效的规制措施以及监管执行不力,也为企业“漂绿”创造了客观条件。众多研究表明,当企业面临的合法性压力较大时,更倾向采取“漂绿”行为^[14]。(2)基于印象管理理论的市场动因。由于良好的形象是一种无形资产,企业希望树立“能够满足利益相关主体诉求的正面形象”^[15]。因此,企业披露行为存在明显的自我服务意图,通过选择性环境信息披露影响他人认知^[16]。(3)基于新古典经济学理论的经济动因。新古典经济学认为,“漂绿”是企业追逐利润最大化的选择。通过“漂绿”能够帮助企业贴上绿色标签,诱导顾客^[17]。而且,“漂绿”还有助于企业获得生产经营所需的经济资源^[3]。由此可见,制度不完备、信息不对称和公众有限理性等因素为企业“漂绿”创造了机会,而经济利益进一步强化了“道德风险”,将机会主义倾向转化为具体的“漂绿”行为^[18]。

综上所述,外部制度、公众认知以及经济利益是影响企业“漂绿”行为的重要因素。由于业绩期望落差会削弱企业的“道德产出”并加剧其逐利倾向,因此本文将进一步研究业绩期望落差对企业“漂绿”行为的影响。

三、理论分析及假设提出

(一) 业绩期望落差与企业“漂绿”行为

企业行为理论认为,经营业绩的绝对指标无法为有限理性的决策者评估企业表现提供清晰的标准^[19],因而决策者通常会预先设定一个心理上满意的业绩期望水平,然后依据实际业绩是否达到预期界定状态,将企业绩效表现转变为一个易于评价的相对指标,以减轻自身认知负担^[10]。因此,业绩期望水平往往客观存在于企业内部业绩评估过程中,企业管理者通过评估实际业绩与期望业绩之间的差距来调整后续行为决策。当实际业绩高于目标期望水平时,企业倾向于维持现状;但低于目标期望水平即处于业绩期望落差状态时,企业则可能采取冒险方式解决问题,特别是在法制环境薄弱的情况下,消极的冒险投机式活动更符合业绩期望落差企业的逐利本性。已有研究表明,企业处于业绩困境状态更容易诱发财务上的投机行为^[5],但随着外部监管的日趋严格,操纵财务信息披露的空间更加有限。相对而言,非财务信息由于在专有知识和辨识上的困难,仍具有较高的信息不对称性,这为企业投机行为保留了一定可能^[18]。环境信息作为一种非财务信息,备受利益相关者关注,但目前我国企业对外出具的

环境报告或社会责任报告经过第三方鉴证的比例较低,披露规则也不够完善。本文认为,“漂绿”行为是业绩期望落差企业基于成本—收益原则的策略性选择。

从收益角度看,企业预期实施“漂绿”行为可以获得合法性及营销方面的好处,以达到回应和缓解业绩不达标问题的目的。(1)随着社会公众环保关注度的提升,环境表现已成为现代企业合法性的一个重要标志,部分企业通过环境信息进行印象管理,以获得合法性地位。当经营不利时,企业便试图通过“漂绿”来迎合外界环境监管的要求,甚至向外界传达出“业绩期望落差是由于企业在环境保护方面投入过高所致”的扰动性解释。正如 Dowell 等指出的,企业社会责任表现对财务绩效存在着一种“保险机制”,外界利益相关者通常会基于企业“绿色”表现降低对其较差财务绩效的惩罚力度^[20]。这一环境策略有利于企业从社会责任履行方面增强组织存在的合法性,淡化业绩期望落差带来的消极印象,进而与利益相关者维持良性的互动关系。(2)“漂绿”是企业绿色营销的工具。当前消费者的绿色消费意识和需求均大幅增加,绿色供应链模式逐渐被接受,上游企业的环保表现成为客户购买决策的重要影响因素。Ghosh 和 Shah 的研究认为,除了产品价格,供应商的绿色投入对下游客户的需求敏感性具有一定的影响,企业环境绩效不佳将削弱客户对其品牌的购买意愿^[21]。“伪环境责任”策略往往能够在短期内提升产品的市场竞争力并刺激消费者的购买意愿,从而达到促进产品销售目的。因此,在业绩期望落差状态下,企业更有可能加强绿色营销,通过“漂绿”谋求业绩改善。

从成本角度看,低成本是企业进行“漂绿”行为的重要诱因。一方面,相比于正常经营的企业,处于业绩期望落差的企业往往受制于“人穷志短”的困境,对真正实施环保战略“心有余而力不足”^[22]。由于“漂绿”难度及成本相对较小^[14],无须真金白银投入却能够快速实现企业环保方面的需求,与“真绿”产品相比,“漂绿”产品往往具有更低的成本和更高的获利空间,因而在合规性“真绿”较为困难时,违规性“漂绿”成为业绩期望落差企业的现实选择。另一方面,处于业绩困境的企业,其声誉状况往往较差,即使违规性投机活动被曝光,此类企业所承受的声誉制裁成本也会低于那些声誉和业绩都很好的企业^[23]。而且随着业绩期望落差扩大,因负面事件导致企业付出的边际声誉制裁成本逐渐降低,这诱使企业采取更为投机的方式,实施“漂绿”的程度增强。

可见,在成本与收益权衡下,企业的业绩期望落差越大,“漂绿”越严重,据此本文提出如下假设。

H1:业绩期望落差与企业“漂绿”程度正相关。

(二) 业绩期望落差持续性的影响

业绩期望落差作为一个复杂的概念,其具有多维度特征,除了当期业绩未达预期的强度特征以外,还应考虑业绩期望落差的持续性困境。已有文献普遍关注业绩期望落差的强度特征^[4-5,10],但在实践中,业绩期望落差的时间持续性对企业行为决策的影响同样不容忽视。

业绩期望落差持续性是指在纵向的时间维度上企业业绩连续多个经营周期未达预期水平的状况。当面临偶发性的业绩期望落差时,企业更可能通过外部归因的方式,将经营业绩不达标的原因归咎于经济波动、自然灾害等不可控因素,以缓解外部利益相关者对企业经营不佳的质疑。但如果企业多次、持续地遭遇业绩期望落差,则会降低外部归因的空间,表明业绩困境更大概率是由企业自身经营不善或决策失误等内部因素导致的^[24]。因此,相较于短期的业绩期望落差,持续性地遭遇业绩困境往往被视为企业经营能力不足的“可靠信号”,会从实质上引起外部利益相关者对于企业持续经营能力的质疑,继而影响其对企业的投资决策。为缓解这种信任危机,企业更可能从事“漂绿”机会主义活动,通过粉饰环境绩效以掩盖自身经营不利的事实,干扰和误导利益相关者决策。

此外,就环境战略的实施能力而言,连续处于业绩期望落差状态往往导致企业陷入资源相对匮乏的窘境,企业持续经营面临较大的资金筹集与配置压力。因此在有限资源约束下,企业会将经济资源更多地投入营利性生产活动中,而对于具有外部性的环境实践更倾向采用“漂绿”方式。因此,本文提出如下假设。

H2: 业绩期望落差持续时间越长, 其对企业“漂绿”程度的影响越显著。

四、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

2010 年国家环保部发布了《上市公司环境信息披露指南(征求意见稿)》, 将煤炭、采矿、纺织、制革、造纸、石化、制药、化工、冶金等 16 个细分行业作为重污染行业, 要求其定期披露环境信息。因此, 本文选取 2010—2019 年沪深 A 股重污染行业的上市公司为初始样本。按照以下条件进行样本筛选: (1) 剔除样本期间被 ST、*ST 等特别处理的样本; (2) 剔除主要变量数据缺失及财务状况异常的样本。最终得到 4546 家公司—年度观测值。本文数据主要来源于以下途径: (1) “漂绿”数据是通过对公司每年公开披露的年度报告、可持续发展报告、社会责任报告和环境报告书的环保专篇逐份进行研读分析, 手工搜集和计算得出; (2) 财务数据及公司特征数据来源于 CCER 和 CSMAR 数据库, 环境规制数据来自各年度《中国环境年鉴》, 媒体报道数据来自巨灵财经报刊数据库。为了控制极端值的影响, 对主要连续型变量在 1% 和 99% 的水平上进行了 Winsorize 处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量: “漂绿”程度 (*Gwl*)。黄溶冰等认为, 企业“漂绿”主要表现为选择性地发布对自身有利的环境信息或通过策略性表述粉饰环境绩效^[1]。因此, 本文将企业“漂绿”行为界定为选择性披露 (选择性地报告环境事项) 和表述性操纵 (策略性表述粉饰环境绩效) 两种方式。综合《上市公司环境信息披露指引》(2008) 和《上市公司环境信息披露指南(征求意见稿)》(2010) 的规定, 并借鉴黄溶冰等的做法^[3], 将理想模式下重污染行业上市公司应披露环境事项归纳为治理与结构、流程与控制、输入与输出、守法与合规 4 个部分、20 个细分事项, 构建“漂绿”指标的衡量体系。采用内容分析法进行评分, 依次确定 20 项“漂绿”指标衡量体系中企业应披露而未披露事项数以及已披露事项中的象征性披露^①事项数和实质性披露^②事项数, 并据此计算选择性披露和表述性操纵程度:

$$\text{选择性披露程度}(Gws) = 100 \times (1 - \text{已披露事项数} / \text{应披露事项数}) \quad (1)$$

$$\text{表述性操纵程度}(Gwle) = 100 \times (\text{象征性披露事项数} / \text{已披露事项数}) \quad (2)$$

由于企业“漂绿”程度是选择性披露和表述性操纵两种方式累积的结果, 本文利用二者的几何平均数计算企业“漂绿”程度 (*Gwl*)。 *Gwl* 分值越大表示“漂绿”程度越高。同时, 为增强评分客观性, 本文对“漂绿”程度 (*Gwl*) 采用重测信度法和评分者信度法进行检验, 结果表明是稳定可靠的^③。

$$Gwl = \sqrt{Gws \times Gwle} \quad (3)$$

2. 解释变量: 业绩期望落差水平 (*Per_gap*)。指的是企业实际业绩低于期望水平时实际业绩与期望水平之差的绝对值。根据企业行为理论, 企业会参照历史业绩和行业平均业绩两方面确定本年的期望业绩^[19], 进而根据实际业绩来确定是否存在业绩期望落差。本文参考王垒等的研究^[25], 借助公式 (4) 进行计算:

$$Per_gap_{i,t} = \begin{cases} |P_{i,t} - A_{i,t}|, & \text{if } P_{i,t} < A_{i,t} \\ 0 & \text{其他} \end{cases} \quad (4)$$

$P_{i,t}$ 表示企业的实际业绩, 采用总资产回报率 (*ROA*) 衡量; $A_{i,t}$ 表示企业的期望业绩, 采用历史和行业业绩的线性组合计算得出, 计算方式参考陈伟宏等的研究^[22]:

①象征性披露是指企业通过定性描述、纲领性陈述或者简单照搬上年陈述等方式进行信息披露。举例:“本公司对部分安全系统进行改造, 工艺设备、技术改造及环境改造支出持续增加, 生产环境显著改善”。

②实质性披露是指企业通过定量描述、案例说明以及事实陈述等可验证方式进行信息披露。举例:“截至 12 月底, 本公司已经完成了……, 年节电 173.5 万 kWh, 全年减少二氧化碳排放量 257.58 万吨”。

③重测信度和评分者信度分析的结果并未在正文列示。

$$A_{i,t} = \alpha_1 HA_{i,t} + \alpha_2 SA_{i,t} \tag{5}$$

其中, $HA_{i,t}$ 代表企业的历史期望绩效, 由企业前三年实际业绩 (ROA) 拟合得出, 代表企业正常经营状况下应达到的业绩期望水平; $SA_{i,t}$ 表示行业期望绩效, 采用企业所在行业除本企业以外所有企业的平均绩效; α_1 表示权重, 本文汇报 $\alpha_1 = 0.5$ 的结果。

3. 分组变量: 业绩期望落差持续性 ($Cons$)。参考 Lehman 等的做法^[26], 采用期望落差连续发生的期数衡量。当连续两期及以上出现业绩期望落差时, $Cons$ 取值为 1, 否则为 0。

4. 控制变量。参考黄溶冰等、朱炜等的研究^[1,16], 选取的控制变量包括: 企业规模 ($Size$)、财务杠杆 (Lev)、盈利能力 ($Profit$)、成长性 ($Growth$)、独董比例 ($Indir$)、董事会规模 ($Board$)、两职合一 ($Dual$)、股权集中度 (Con) 和产权性质 (Soe), 另外控制行业、年度和省份效应。变量定义见表 1。

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	“漂绿”程度	Gwl	采用内容分析法根据公式(3)计算得出
解释变量	业绩期望落差水平	Per_gap	实际业绩与期望业绩水平之间差距的绝对值
分组变量	业绩期望落差持续性	$Cons$	当企业连续两期及以上出现业绩期望落差时, 取值为 1, 否则为 0
控制变量	企业规模	$Size$	期末总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	期末总负债/期末总资产
	盈利能力	$Profit$	净利润/营业收入
	成长性	$Growth$	托宾 Q 值
	独董比例	$Indir$	独立董事人数与董事会人数的比值
	董事会规模	$Board$	董事会人数的自然对数
	两职合一	$Dual$	董事长和总经理兼任时, 取值为 1, 否则为 0
	股权集中度	Con	第一大股东持股比例
	产权性质	Soe	国有企业取值为 1, 否则为 0
		行业	$Industry$
	年度	$Year$	控制年度
	省份	$Province$	控制省份

(三) 模型构建

为检验业绩期望落差对企业“漂绿”行为的影响, 构建如下模型:

$$Gwl_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Per_gap_{i,t} + \alpha_2 CVs_{i,t+1} + \sum Industry + \sum Year + \sum Province + e_{i,t} \tag{6}$$

其中, 下标 i, t 分别表示企业 i 和年度 t ; Gwl 为被解释变量企业“漂绿”程度; Per_gap 为解释变量业绩期望落差水平; CVs 表示一系列控制变量。解释变量、控制变量相对于被解释变量滞后一期。

五、实证结果和分析

(一) 描述性统计及相关性分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。样本企业“漂绿”程度 (Gwl) 均值为 58.873, 并且 25% 分位数和 75% 分位数分别为 46.410 和 72.457, 标准差为 20.496, 表明不同企业之间的“漂绿”程度差异较大。业绩期望落差 (Per_gap) 均值为 0.014, 最大值 0.130, 说明样本企业实际业绩低于期望业绩较为明显。其他控制变量的描述性统计结果与已有研究不存在显著差异^[3,5], 表明样本选择的可靠性。其中, 董事长和总经理兼任的企业占有一定比例, 为 22.6%; 产权性质 (Soe) 的均值表明国有企业占 40.2%。

此外, 本文对主要变量进行了 Pearson

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25% 分位	中值	75% 分位	最大值
Gwl	4546	58.873	20.496	0.000	46.410	60.553	72.457	97.468
Per_gap	4546	0.014	0.024	0.000	0.000	0.000	0.021	0.130
$Size$	4546	22.339	1.321	20.078	21.358	22.150	23.139	26.296
Lev	4546	0.414	0.206	0.047	0.243	0.411	0.577	0.867
$Profit$	4546	0.085	0.106	-0.294	0.024	0.070	0.132	0.463
$Growth$	4546	2.015	1.146	0.895	1.259	1.658	2.357	7.290
$Indir$	4546	0.368	0.049	0.333	0.333	0.333	0.400	0.556
$Board$	4546	2.166	0.196	1.609	2.079	2.197	2.197	2.708
$Dual$	4546	0.226	0.418	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Con	4546	0.365	0.150	0.091	0.254	0.355	0.462	0.794
Soe	4546	0.402	0.490	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

相关性检验^①, 检验结果表明业绩期望落差水平(*Per_gap*) 与企业“漂绿”程度(*Gwl*) 的相关系数在 5% 水平上显著为正, 初步支持本文假设 1, 并且各变量之间的相关系数均小于 0.7, 方差膨胀因子(VIF) 均小于 2.5, 说明模型不存在严重的多重共线性问题。

(二) 多元回归分析

1. 业绩期望落差与企业“漂绿”行为关系的回归结果

本文采用 OLS 方法对前文构建的模型进行回归分析, 同时考虑稳健标准误以缓解异方差问题。表 3 列(1) 报告了模型(6) 的回归结果。业绩期望落差(*Per_gap*) 的回归系数为正且通过 5% 的显著性检验, 表明业绩期望落差与企业“漂绿”程度显著正相关, 假设 1 得到支持。从经济意义上看, 业绩期望落差水平每上升一个标准差, 企业“漂绿”程度将增加 1.818 个百分点(37.271/20.496)。究其原因, 对于实际业绩未达期望业绩的企业, “漂绿”不仅意味着较低的实施成本和曝光成本, 还能帮助企业树立绿色形象、增加消费者关注, 因此在成本与收益的权衡下, 这类企业倾向于实施投机性的“漂绿”行为。

根据前文的变量定义, 企业“漂绿”行为可以细分为选择性披露(*Gwls*) 和表述性操纵(*Gwle*) 两种, 故本文进一步探讨业绩期望落差对于不同“漂绿”方式的差异化影响, 回归结果见表 3 列(2) 和列(3)。选择性披露(*Gwls*) 的回归系数显著为正, 表述性操纵(*Gwle*) 的回归系数为正但不显著, 表明业绩期望落差会导致企业环境信息的选择性披露程度显著上升, 但对于表述性操纵并不会造成明显影响。可能的原因是我国当前缺乏有效的环境信息披露规范, 企业在实施过程中拥有较大的自由裁量权, 其更愿意通过选择性披露的方式对自身环境负面事件进行隐瞒, 以避免遭受外界质疑。而且相较于表述性操纵, 选择性披露行为更难以被外界感知。可见, “报喜不报忧”的“漂绿”方式是业绩期望落差企业的“策略性”选择。

2. 分组回归结果

根据业绩期望落差时间维度特征, 本文将样本分组并按照模型(6) 回归, 以检验落差持续性在业绩期望落差与企业“漂绿”行为之间发挥的调节作用。由表 4 的分组回归结果可知, 在持续性较强(*Cons* = 1) 的样本中, 业绩期望落差(*Per_gap*) 的回归系数在 5% 水平上显著为正, 而在持续性较弱(*Cons* = 0) 的样本中, 业绩期望落差(*Per_gap*) 的回归系数为正但并不显著。结果表明持续时间越长, 业绩期望落差对企业“漂绿”行为的诱致作用越显著, 假设 2 得到支持。持续性的业绩期望落差通常会加剧外部利益相关者对于企业经营状况的不满、恶化企业资源状况, 导致企业更有动机依靠“漂绿”掩饰经营绩效的不足。

(三) 内生性检验^②

1. 倾向得分匹配。参考杜勇等的做法^[27], 本文将样本划分处理组(有业绩期望落差)与控制组(无业绩期望落差), 并对处理组与控制组进行最近邻(1:1) 匹配, 将匹配后的样本再次进行回归。结果表明, 考虑样本选择偏误问题后, 本文结论不变。

2. 两阶段最小二乘法。首先, 在第一阶段采用 Logistic 回归方法, 利用企业特征变量对是否存在业

表 3 业绩期望落差与企业“漂绿”行为关系的回归结果

变量	(1) <i>Gwl</i>	(2) <i>Gwls</i>	(3) <i>Gwle</i>
<i>Per_gap</i>	37.271 ** (2.35)	51.691 *** (4.06)	24.527 (1.19)
<i>_cons</i>	159.337 *** (17.10)	190.616 *** (25.69)	157.484 *** (13.20)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.140	0.212	0.139
N	4546	4546	4546

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著, 括号内为 t 值。下同。

表 4 分组回归结果

变量	(2)	
	<i>Cons</i> = 0	<i>Cons</i> = 1
<i>Per_gap</i>	13.286 (0.56)	66.788 ** (2.05)
<i>_cons</i>	161.637 *** (16.09)	98.126 *** (4.89)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
Adj. R ²	0.166	0.169
N	2979	1567

①限于篇幅, 未列示相关性检验表格, 留存备案。

②限于篇幅, 未列示内生性检验和稳健性检验表格, 留存备案。

绩期望落差的虚拟变量进行回归,得到企业是否存在业绩期望落差的预测值,然后使用该预测值作为解释变量重新进行回归,结果仍支持本文结论。

3. 工具变量法。参考连燕玲等的研究^[28],选取滞后两期的业绩期望落差(*LPer_gap*)作为工具变量。回归结果表明,考虑反向因果和遗漏变量问题后,本文结论依旧稳健。

4. 增加控制变量。增加了制度环境、市场竞争程度、冗余资源、风险承担、业绩期望顺差等可能的遗漏变量^[23,29]。增加控制变量后,本文结论不变。

(四) 稳健性检验

1. 替换业绩期望落差衡量方式。(1)参考王垒等的做法^[25],改变期望业绩的权重系数,将 α_1 分别赋值为0.3、0.4、0.6、0.7;(2)采用企业实际业绩低于分析师预测业绩差距(负向截尾)的绝对值衡量业绩期望落差水平。

2. 重新界定业绩期望落差持续性。按照企业是否连续三期及以上出现业绩期望落差,进行分组回归。

以上稳健性检验结果均与预期一致,表明本文结论具有可靠性。

六、进一步分析

(一) 作用机制分析

由理论分析可知,业绩期望落差会导致企业资源状况恶化,而且加剧了企业的机会主义倾向,本文从融资约束和管理层短视两方面验证业绩期望落差对企业“漂绿”行为的作用路径。

借鉴温忠麟和叶宝娟的方法^[30],本文构建如下中介机制检验模型。

$$Gwl_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Per_gap_{i,t} + a_2 GV_{s_{i,t}} + \sum Industry + \sum Year + \sum Province + e_{i,t} \quad (7)$$

$$Inter_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Per_gap_{i,t} + \gamma_2 CV_{s_{i,t}} + \sum Industry + \sum Year + \sum Province + e_{i,t} \quad (8)$$

$$Gwl_{i,t+1} = \mu_0 + \mu_1 Per_gap_{i,t} + \mu_2 Inter_{i,t} + m_3 CV_{s_{i,t}} + \sum Industry + \sum Year + \sum Province + e_{i,t} \quad (9)$$

其中,*Inter*为中介变量,依次代表融资约束(*FC*)和管理层短视(*Short*)。具体检验步骤为:采用模型(7)检验业绩期望落差(*Per_gap*)对企业“漂绿”(*Gwl*)的影响;若系数 α_1 显著,则采用模型(8)检验业绩期望落差(*Per_gap*)对中介变量(*Inter*)的影响;若系数 γ_1 显著,则将业绩期望落差(*Per_gap*)与中介变量(*Inter*)同时纳入模型(9)进行分析;若系数 μ_2 显著且 μ_1 不显著,则表明存在完全中介效应;若系数 μ_1 、 μ_2 均显著,且 μ_1 相对于 α_1 显著性有所下降,表明存在部分中介效应。

1. 融资约束的中介作用

已有研究发现,业绩状况是影响企业融资能力的重要因素^[31]。在相对窘迫的资金状况下,企业更可能在环境实践方面“漂绿”。本文参考杜勇等的做法^[27],采用SA指数绝对值衡量企业融资约束(*FC*),该值越大表示融资约束越严重。

中介检验结果如表5所示,在列(1)中,业绩期望落差(*Per_gap*)的回归系数在5%水平上显著为正,列(2)业绩期望落差(*Per_gap*)的回归系数在1%

表5 作用机制检验结果

变量	(1) <i>Gwl</i>	(2) <i>FC</i>	(3) <i>Gwl</i>	(4) <i>Short</i>	(5) <i>Gwl</i>
<i>Per_gap</i>	37.271 ** (2.36)	0.460 *** (2.62)	33.986 ** (2.16)	0.214 *** (4.42)	34.798 ** (2.19)
<i>FC</i>			7.135 *** (4.97)		
<i>Short</i>					11.577 ** (2.26)
<i>-cons</i>	159.337 *** (17.10)	3.704 *** (35.86)	132.912 *** (11.92)	-0.017 (-0.86)	159.534 *** (17.14)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.140	0.319	0.145	0.091	0.141
N	4546	4546	4546	4546	4546

水平上显著为正,说明业绩期望落差会恶化企业融资状况;列(3)中,融资约束(FC)的回归系数在1%水平上显著为正,业绩期望落差(Per_gap)的回归系数在5%水平上显著为正,数值及显著性相较于列(1)有所降低。本文还进行了Sobel检验, Z 值为2.34,且在5%水平上显著。以上结果表明融资约束在业绩期望落差与企业“漂绿”行为之间发挥了部分中介作用。

2. 管理层短视的中介作用

业绩反馈理论认为,经营业绩未达预期可能意味着企业资源配置及生产经营方面存在问题,这通常被归结为管理层经营决策及履责方面的不足^[23]。本文认为业绩期望落差会诱发企业管理层的短视倾向,从而加剧企业“漂绿”行为。参考王海明和曾德明的做法^[32],本文采用当期短期投资与期初总资产的比例衡量管理层短视($Short$),该值越大表示管理层短视越严重。

中介检验结果如表5所示,在列(1)中,业绩期望落差(Per_gap)的回归系数在5%水平上显著为正,列(4)业绩期望落差(Per_gap)的回归系数在1%水平上显著为正,说明业绩期望落差会加剧企业管理层的短视行为;列(5)中,管理层短视($Short$)的回归系数在1%水平上显著为正,业绩期望落差(Per_gap)的回归系数在5%水平上显著为正,但数值及显著性相较于列(1)有所降低。同时本文还进行了Sobel检验, Z 值为2.00,且在5%水平上显著。上述结果显示,管理层短视在业绩期望落差与企业“漂绿”行为之间发挥了部分中介作用,符合理论预期。

(二) 治理效应分析

1. 环境规制的治理效应

作为我国政府解决环境问题的重要手段之一,环境规制不可避免地影响企业的环境行为。由于不同类型的环境规制工具各具特点,本文参考吴磊等的研究^[33],将环境规制工具划分为命令控制型、市场激励型以及公众参与型三种:(1)命令控制型环境规制被认为是法律效力最强的工具,主要通过有效落实各项环境法规和命令进而达到对企业环境活动进行强制约束。本文以企业是否被纳入原国家环保部重点监控名单衡量企业面临的命令控制型环境规制强度,设置虚拟变量(OER)。当企业本年度被列入国家重点监控企业名单时取值为1,否则为0。(2)市场激励型环境规制是国家依据“污染者付费”这一原则制定的,主要是通过排污费征收或排污权交易等市场治理方式,提升企业降低污染的积极性。参考张江雪等的研究^[34],本文采用地区排污费收入与地区生产总值的比值作为市场激励型环境规制强度的衡量指标,并设置虚拟变量($Flwd$)。若样本企业所在地区的排污收入与地区生产总值的比值超过当年中位数, $Flwd$ 取值为1,否则为0。(3)公众参与型环境规制是社会公众在维护环境利益的过程中通过合理利用自身环境监督和诉讼权力,向政府监管主体施加压力从而实现对环境污染行为的治理。此种规制主要通过公众信访、投诉等途径实现,选取各地区每年环境信访及电话网络投诉总数衡量公众参与型环境规制强度,设置虚拟变量(Ep)。若样本企业所在地区的的环境信访及电话网络投诉总数超过当年中位数, Ep 取值为1,否则为0。

表6列(1)至列(3)是三种环境规制工具治理效应的回归结果。业绩期望落差与命令控制型环境规制的交互项($Per_gap \times OER$)的回归系数在1%水平上显著为负,而与市场激励型环境规制、公众参与型环境规制的交互项($Per_gap \times Flwd$ 、 $Per_gap \times Ep$)的回归系数均不显著,表明命令控制型环境规制工具能够有效发挥对业绩期望落差企业“漂绿”行为的监管约束作用,但市场激励型与公众参与型环境规制工具的效果不明显。可能的解释是,我国当前环境治理领域的市场激励机制存在失灵问题,公众环境参与意识也较为薄弱^[34]。企业履行环境责任更多是出于应对命令控制型环境规制压力、维护自身合法性所做出的反应,如何提升市场激励与公众参与的有效性是当务之急。

2. 媒体监督的治理效应

“漂绿”问题本质上源自于利益相关者与企业之间绿色信息的不对称^[3]。媒体作为资本市场上重要的中介主体,通过增加环境信息供给量,有助于提升外部主体对于企业环境表现的认知程度,切断企

业“漂绿”的投机路径。考虑到不同类型的媒体监督效应存在着差异,本文尝试探究不同地域的媒体监督对业绩期望落差企业“漂绿”行为治理效果的异质性。参考杨玉龙等的研究^[35],根据媒体主办单位所在地与上市公司注册地是否为同一省份,将媒体监督类型划分为本地媒体监督与异地媒体监督,并分别设置虚拟变量 *Local* (*NonLocal*),若当年本地(异地)媒体对上市公司的报道数量超过当年中位数,*Local* (*NonLocal*)取值为1,否则为0。

不同类型媒体监督治理作用的回归结果见表6列(4)和列(5)。业绩期望落差与本地媒体监督交互项(*Per_gap* × *local*)的回归系数在5%水平上显著为负,而与异地媒体监督的交互项(*Per_gap* × *nonlocal*)的回归系数并不显著,这表明相对于异地媒体,本地媒体更好地发挥了对业绩期望落差企业“漂绿”行为的监管约束作用。一般而言,本地媒体天然地会对所在地企业的业

绩表现具有较高的关注度;而且相较于异地媒体更具有信息优势,更容易渗透进入当地上市公司的社会网络获取私有信息^[35],从而有能力甄别和监督企业投机行为。因此,区位优势使得本地媒体对于业绩期望落差企业的环境表现具有较为敏锐的洞察力,从而能对“漂绿”形成有效监管。

七、结论性评述

“漂绿”行为随着被越来越多的企业学习和模仿,已成为我国生态文明建设的主要障碍。本文基于企业行为理论和成本—收益理论,分析业绩期望落差对企业“漂绿”行为的影响机理,并以2010—2019年A股重污染行业上市公司为样本进行实证检验。主要研究结论包括:业绩期望落差会诱发企业“漂绿”行为,且“漂绿”形式主要表现为对环境实践的选择性披露;当业绩期望落差持续时间越长时,其与企业“漂绿”程度之间的正向关系越显著。机制检验表明,业绩期望落差会恶化企业融资约束、加剧管理层短视,进而作用于“漂绿”行为。此外,不同类型的环境规制工具及媒体监督对于业绩期望落差企业“漂绿”行为的治理效果存在差异,其中,命令控制型环境规制及本地媒体监督能够有效发挥约束作用,但市场激励型、公众参与型环境规制以及异地媒体监督的效果并不明显。上述研究结论揭示了企业在业绩期望落差这一特定情境下的伪环境责任履行状态,验证了消极的业绩反馈结果对企业“漂绿”行为的诱致机制,也为当前屡禁不止且不断扩散的企业“漂绿”现象提供了新的解释。

本文建议:(1)加强对业绩期望落差企业环境实践的精准监管。企业“漂绿”行为往往较为隐蔽,如何识别监管对象一直是难题。由于经营困境放大了企业通过“漂绿”回应质疑、转移矛盾的动机,监管

表6 环境规制及媒体监督的治理效应

变量	(1) 命令控制型	(2) 市场激励型	(3) 公众参与型	(4) 本地媒体	(5) 异地媒体
<i>Per_gap</i>	54.014 *** (2.93)	21.626 (1.15)	22.279 (1.25)	57.370 *** (3.16)	46.401 ** (2.34)
<i>OER</i>	-6.115 *** (-9.01)				
<i>Per_gap</i> × <i>OER</i>	-53.697 *** (-2.68)				
<i>Flwd</i>		1.072 (1.09)			
<i>Per_gap</i> × <i>Flwd</i>		29.761 (1.31)			
<i>Ep</i>			-1.180 (-1.18)		
<i>Per_gap</i> × <i>Ep</i>			32.742 (1.37)		
<i>Local</i>				-0.850 (-1.19)	
<i>Per_gap</i> × <i>local</i>				-40.325 * (-1.80)	
<i>NonLocal</i>					-0.502 (-0.70)
<i>Per_gap</i> × <i>nonlocal</i>					-20.342 (-0.90)
<i>_cons</i>	153.088 *** (16.34)	158.708 *** (16.77)	159.102 *** (17.06)	155.040 *** (16.12)	156.977 *** (16.37)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.160	0.140	0.140	0.141	0.140
N	4546	4546	4546	4546	4546

部门应将业绩期望落差纳入“漂绿”行为监管的预警指标体系, 重点关注持续出现业绩期望落差的企业, 精准防范业绩下行压力引发的“漂绿”行为。(2) 以制度建设为抓手, 规范企业环境信息披露行为。为压缩企业环境信息“漂绿”空间, 证监会、环保部等应尽快联合出台与企业生产经营特征相契合的环境信息披露实施细则, 强制推行环境报告鉴证机制, 遏制企业“报喜不报忧”“多言寡行”的机会主义倾向。(3) 优化环境规制及媒体监督对企业“漂绿”行为的治理效果。一方面, 政府监管部门应继续完善不同类型环境规制工具的运行机制, 特别是强化市场激励手段对企业环保活动的引导作用, 并不断拓宽公众参与环境治理的通道; 另一方面, 应注重培育本地媒体力量, 充分发挥本地媒体天然的信息优势, 激励其挖掘并曝光企业“漂绿”信息, 与政府环境规制优势互补、形成合力。

参考文献:

- [1] 黄溶冰, 谢晓君, 周卉芬. 企业漂绿的“同构”行为[J]. 中国人口·资源与环境, 2020(11):139-150.
- [2] Delmas M A, Burbano V C. The drivers of greenwashing[J]. California Management Review, 2011, 54(1):64-87.
- [3] 黄溶冰, 陈伟, 王凯慧. 外部融资需求、印象管理与企业漂绿[J]. 经济社会体制比较, 2019(3):81-93.
- [4] 连燕玲, 刘依琳, 郑伟伟. 经营期望落差、管理自主权与企业财务造假[J]. 上海财经大学学报, 2021(2):46-60.
- [5] 宋璐, 李端生. 业绩期望落差、金融化程度与归类变更盈余管理——来自 A 股实体上市公司的经验证据[J]. 统计学报, 2020(4):69-80.
- [6] Iyer D N, Baù M, Chirico F, et al. The triggers of local and distant search: Relative magnitude and persistence in explaining acquisition relatedness[J]. Long Range Planning, 2019, 52(5):1-18.
- [7] Ye Y, Yu W, Nason R. Performance feedback persistence: Comparative effects of historical versus peer performance feedback on innovative search[J]. Journal of Management, 2020, 47(4):1053-1081.
- [8] Clough D R, Piezunka H. Tie dissolution in market networks: A theory of vicarious performance feedback[J]. Administrative Science Quarterly, 2020, 65(4):972-1017.
- [9] Elia S, Larsen M M, Piscitello L. Entry mode deviation: A behavioral approach to internalization theory[J]. Journal of International Business Studies, 2019, 50(8):1359-1371.
- [10] 钟熙, 宋铁波, 陈伟宏, 等. 外资持股、期望落差与企业国际化进程[J]. 管理评论, 2021(8):245-255.
- [11] 李四海, 陈旋, 宋献中. 穷则思“变”抑或穷则思“骗”? ——基于业绩下滑企业业绩改善行为研究[J]. 研究与发展管理, 2018(1):22-33.
- [12] Bortree D S. The impact of green initiatives on environmental legitimacy and admiration of the organization[J]. Public Relations Review, 2009, 35(2):133-135.
- [13] Seele P, Gatti L. Greenwashing revisited: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies[J]. Business Strategy and the Environment, 2017, 26(2):239-252.
- [14] Ruiz-Blanco S, Romero S, Fernandez-Feijoo B. Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing? [J]. Environment, Development and Sustainability, 2021(5):1-22.
- [15] Boiral O, Raineri N, Talbot D. Managers' citizenship behaviors for the environment: A developmental perspective[J]. Journal of Business Ethics, 2018, 149(2):1-15.
- [16] 朱炜, 孙雨兴, 汤倩. 实质性披露还是选择性披露: 企业环境表现对环境信息披露质量的影响[J]. 会计研究, 2019(3):10-17.
- [17] Hameed I, Hyder Z, Imran M, et al. Greenwash and green purchase behavior: An environmentally sustainable perspective[J]. Environment, Development and Sustainability, 2021, 23(9):1-22.
- [18] 肖红军, 张俊生, 李伟阳. 企业伪社会责任行为研究[J]. 中国工业经济, 2013(6):109-121.
- [19] Greve H R. Investment and the behavioral theory of the firm: Evidence from shipbuilding[J]. Industrial and Corporate Change, 2003(5):1051-1076.
- [20] Dowell G, Hart S, Yeung B. Do corporate global environmental standards create or destroy market value? [J]. Management Science, 2000, 46(8):1059-1074.
- [21] Ghosh D, Shah J. A comparative analysis of greening policies across supply chain structures[J]. International Journal of Production

- Economics, 2012, 135(2):568-583.
- [22] 陈伟宏, 钟熙, 宋铁波. 业绩期望落差、股权集中度和企业环保投入[J]. 工业技术经济, 2017(12):10-18.
- [23] 连燕玲, 周兵, 刘俊良. 合规还是违规? 期望落差下的冒险决策分析——基于中国上市公司的数据分析[J]. 管理学季刊, 2016(1):47-72.
- [24] 李溪, 郑馨, 张建琦. 制造企业的业绩困境会促进创新吗——基于期望落差维度拓展的分析[J]. 中国工业经济, 2018(8):174-192.
- [25] 王垒, 曲晶, 赵忠超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. 管理世界, 2020(7):132-153.
- [26] Lehman D W, Hahn J. Momentum and organizational risk taking: Evidence from the national football league[J]. Management Science, 2013, 59(4):852-868.
- [27] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019(5):136-154.
- [28] 连燕玲, 周兵, 贺小刚, 等. 经营期望、管理自主权与战略变革[J]. 经济研究, 2015(8):31-44.
- [29] 陈伟宏, 钟熙, 蓝海林, 等. 分析师期望落差、CEO 权力与企业研发支出——基于内外治理机制的二次调节作用[J]. 研究与发展管理, 2020(2):1-10.
- [30] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014(5):731-745.
- [31] 王琨, 徐艳萍, 庞家任. 偿债风险、会计信息质量与企业融资约束[J]. 投资研究, 2016(1):61-80.
- [32] 王海明, 曾德明. 管理者短视偏差对企业投资行为影响研究——一个基于股东短期利益压力视角的实证[J]. 财经理论与实践, 2013(1):34-38.
- [33] 吴磊, 贾晓燕, 吴超, 等. 异质型环境规制对中国绿色全要素生产率的影响[J]. 中国人口·资源与环境, 2020(10):82-92.
- [34] 张江雪, 蔡宁, 杨陈. 环境规制对中国工业绿色增长指数的影响[J]. 中国人口·资源与环境, 2015(1):24-31.
- [35] 杨玉龙, 孙淑伟, 孔祥. 媒体报道能否弥合资本市场上的信息鸿沟? ——基于社会关系网络视角的实证考察[J]. 管理世界, 2017(7):99-119.

[责任编辑:高 婷]

Performance Expectation Gap and Enterprise “Greenwashing” Behavior

LI Qiang, SONG Jiawei

(School of Economics and Management, China University of Mining and Technology, Xuzhou 221116, China)

Abstract: Aiming at the status quo of repeated “greenwashing” behavior in enterprises, this paper empirically tests the impact of performance expectation gap on enterprise “greenwashing” behavior, using China’s A-share listed companies in heavily polluted industries from 2010 to 2019 as samples. The results show that performance expectation gap could induce enterprise “greenwashing” behavior, which is mainly manifested as the selective disclosure of environmental activities. Moreover, with the extension of performance expectation gap duration, the impact of performance expectation gap on enterprise “greenwashing” behavior would be more significant. Further mechanism test results show that the performance expectation gap could worsen enterprise financing constraints and exacerbate managers’ shortsightedness, thereby affecting “greenwashing” behavior. In addition, different types of regulatory tools have different governance effects on “greenwashing”. Specifically, command-and-control environmental regulations and local media supervision can curb enterprise “greenwashing” behavior driven by performance expectation gap, while the governance effects of market incentives and public participation environmental regulations, and off-site media supervision are not significant.

Key Words: greenwashing; performance expectation gap; behavioral theory of the firm; gap duration; governance of greenwashing; environmental regulation; media supervision