

背道而驰还是殊途同归：“环境披露漂绿”与公司价值

周翼强, 陈良华

(东南大学 经济管理学院, 江苏 南京 211102)

[摘要]以印象管理理论为基础, 捕捉企业对外披露的环境信息与实际环保行动之间的分歧, 定义其为“环境披露漂绿”, 并探讨其与公司价值之间的联系。研究发现, “环境披露漂绿”会对公司价值产生直接的不利影响; 更深入的分析结果表明, “环境披露漂绿”会进一步加剧环境信息的价值效应折损; 市场信任是“环境披露漂绿”降低公司价值的中介机制。“环境披露漂绿”的治理效应研究发现, 提升内部控制质量以增强决策透明性和合规性, 防止信息失真; 优化市场环境以增强市场监督, 提高环境披露透明度和质量; 机构投资者凭借其投资分析和风险管理能力, 可以有效约束公司行为; 媒体作为信息传播渠道, 能够揭露企业环境违规行为, 推动公司遵守环境规定。

[关键词]环境披露; 信息溢价; 漂绿; 印象管理; 认知失调; 公司价值

[中图分类号]F270 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2024)05-0044-13

一、引言

中共中央、国务院印发的《生态文明体制改革总体方案》要求逐步建立上市公司强制性环保信息披露制度, 因而在当前的环保情景下, 许多公司已选择公开披露环境信息, 这种趋势一方面推动了环境保护工作的进一步开展, 另一方面也使得企业的虚假履责行为逐渐浮出水面^[1]。随着环境法规的强化及社会对环境责任期望的提升^[2], 公司在环保领域的积极行动逐渐被视为获取各种显性和隐性资源的先决条件, 由此面临日益严峻的合法性压力。印象管理文献强调^[3], 合法性一方面可能会激励公司完善环保举措, 另一方面也会诱发其传播策略发生转变。行为金融学文献进一步指出, 市场根据获取信息所做出的投资决策行为会显著影响资产价格, 即当公司披露偏正面的环境信息时, 利益相关者往往会赋予其额外价值^[4]。综上, 从合法性和信息溢价角度审视, 部分企业将会对环境信息进行“策略性操纵”。正如 Shevchenko 等所言, 如果对环保做出有意义的承诺和实质性的举措需要付出高昂的代价, 那么改变信息传播策略可能是另一种选择^[5]。

现有关于环境披露的主流理论主要强调其在降低信息不对称、增加市场透明度、提高公司治理质量、增强投资者信心等方面的有利影响。然而, 近年来相关文献对“策略性操纵”的探讨则引出了一个不同的视角, 一些企业为了塑造环保形象或回应社会关切, 倾向于采用“漂绿”策略^[1]。周泽将等指出, 出于“漂绿”动机, 我国部分企业自主披露的环境信息具有显著的去中心化特征^[6], 披露流于形式, 存在挑“易”拣“难”等现象。Marquis 等也提到了一种全球性的现象, 即尽管企业环境披露信息逐渐增多, 但其中存在大量的趋势性叙述, 这些叙述往往过于修饰, 仅具有象征性意义, 而缺乏实质性内容^[7]。Melloni 等指出, 应提倡真正能引起共鸣的环境披露, 注重实质性内容, 如明确的环境保护措施和可验证的减排数据, 而不是流于形式和空洞的口号^[8]。当前, 尽管一些学者承认企业环境信息披露中存在“策略性操纵”问题, 但构建变量并全面揭示此类做法潜在影响的实证研究仍然相对匮乏, 因此有必要对这一问题进行进一步的研究和理论探索。我们的定量研究重点关注一种环境披露策略, 即“环境信息披露漂绿”, 其外在表现形式是企业广泛使用模糊的象征性用语, 如“生态发展”“保护生态”“尊重自然”“绿色转型”等类似表述, 而不给出实质性的环保行动或可验证的环保数据来支撑这些声明。上述披露策略能够塑造积极的环保形象、回应公众对环境的关切、激发情感共鸣和降低被质疑的风险。同时, 鉴于现行法律并没有对类似的行为进行明确的规范和界定, 因此采用这种披露方式在法律层面上的风险是可控的。这

[收稿日期]2023-12-27

[基金项目]国家自然科学基金项目(71772036)

[作者简介]周翼强(1997—), 男, 江苏无锡人, 东南大学经济管理学院博士研究生, 从事 ESG 与企业价值创造研究, E-mail: zhouyq_seq@163.com; 陈良华(1963—), 男, 浙江绍兴人, 东南大学经济管理学院教授, 博士生导师, 博士, 从事会计理论与管理研究。

种策略旨在塑造一个环境友好的外部形象,而实际上可能会掩盖公司真实的环保行动,从而产生一种虚假的情感联接。

当前,公司治理的相关研究正日益转向自下而上的、以利益相关者为中心的治理视角,这是在传统以股东为中心的治理视角上进行的延伸。这种转变体现了从股东理论向利益相关者理论的根本性迁移,后者强调公司不仅在传统的效率环境中追求公司价值,还应在更广泛的制度环境中考虑并满足除股东之外的其他利益相关者的要求^[9]。支持利益相关者理论的学者认为此举不仅有助于企业满足外部环境对其合法性的要求,增强利益相关者的信任,而且是提升公司价值的有效途径^[10-11]。当前,许多公司都要面对与环境问题相关的外部成本,越来越多的公司被要求证明其支持利益相关者的声明并非空谈,而是要有实际行动,披露环境信息是表明合法性和展示高质量卖方身份的有效手段。然而,依赖自主披露的传统理论和实践观点可能会加剧“表面治理”,即公司优先考虑信息展示,而不是实质性问题的解决。这一策略的目的是通过管理外部认知加强与利益相关者的互动,同时也涉及形象塑造和信任建立的过程^[12],并最终可能对公司价值产生影响,它反映了组织追求合法性的另一种表现形式,也揭示了企业在满足制度要求与利益相关者期望之间寻找平衡的复杂过程^[13]。随着这种治理模式的发展,传统的通过满足外部期待和制度要求的价值提升过程便分化出另一条路径,同时也为相关理论研究引出了一个新的问题,即对环境披露施加印象管理是否也能对公司价值产生积极影响?

本研究聚焦探讨一种根植于自我展示概念的环境披露策略^[3],即“环境披露漂绿”对公司价值的潜在影响。一方面,在理想的情况下,企业“环境披露漂绿”的目的是希望建立并维持环境责任的正面形象,如果执行得当,这一策略将有助于获得利益相关者的信任和支持,从而在理论上能够为公司价值的提升带来可能。另一方面,认知失调理论提供了一个批判性视角^[14],当个人或组织在面对相互矛盾的信息或态度时会产生认知失调,从而采取措施以恢复认知一致性,这种追求可能涉及改变观点、寻求解释或与不一致的实体保持距离。在这种情形下,尽管“环境披露漂绿”的初衷可能是提升公司价值,而实际效果可能适得其反。当前,环境披露已成为全球环境议题的重要组成部分,但现有研究对环境披露中“策略性操纵”的识别和后果的探讨却相对有限,决策者可能希望通过“环境披露漂绿”来提升公司价值,但其后果仍不明确。在此背景下,甄别“环境披露漂绿”并探究其对公司价值的影响具有重要意义。“环境披露漂绿”与公司价值的关系究竟是符合预期还是背离预期,是殊途同归还是背道而驰?我们拟对这一问题进行深入探讨,一方面有助于揭示一种相对新颖的环境披露策略在缺乏透明度的市场中产生的影响和后果,另一方面有助于协调环境信息披露效用正反双方的理论观点。

本文的潜在贡献如下:(1)长期以来,主流理论经常将环境信息披露归结为企业为应对外部制度压力而实施的强制性和被动性行为。本文以企业“策略性操纵”为切入点,深入分析“环境披露漂绿”的影响后果,揭示了环境披露表现形式和实际功效的复杂性,协调了环境披露效用正反双方的理论观点。(2)近年来,学者们对环境信息披露表现出浓厚的兴趣,然而现有文献并未充分探讨企业层面环境信息披露中的“漂绿”行为。本文通过界定企业环境披露与环保行动之间的分歧,定义了“环境披露漂绿”指数,拓展了“漂绿”表现形式的相关研究。(3)丰富了有关环境披露影响后果的文献。以往针对发达经济体的研究强调主动披露环境信息对公司价值的有利影响,而本研究则为这一认知提供了补充性见解。具体来说,象征性的环境披露与实质性的环保行动之间可能脱节,表面上积极的环境披露不一定能提升公司价值,反而会因认知失调而对公司价值产生负面影响。

二、理论分析与研究假设

在制度环境中,组织不仅受到经济和竞争力的驱动,还更深层次地受到社会文化中固有规范、信仰和价值观的影响,这种隐含的社会期望及其与组织行为的相互作用可以理解为“社会契约”。为了在这种文化和社会制度框架内获得合法性,组织实施了一系列适应性策略,包括但不限于效仿行业领导者或坚持受到广泛认可的“最佳实践”,这些适应性策略与印象管理有着显著的相似之处,即组织为了追求特定的目标或形象,策略性地向外界展示自己。在当前社会日益关注环境保护和可持续发展的背景下,组织为了响应和实现“社会契约”隐含的期望,可能会通过印象管理来塑造、维持或修正公众对其环保实践的看法。

早期的理论研究为环境披露与公司价值之间的相关性提供了支持,主要基于风险管理、信息透明度和竞争优势三个层次讨论了通过环保实践和环境披露创造公司价值的关键机制以及企业在理想状态下趋利避害、直接或间接提升公司价值的过程。从风险管理的角度考虑,环境信息的披露有助于减少企业内外部风险,降低不良

治理的成本,减少潜在的诉讼费用和声誉损失。Broadstock 等的研究也证实了这一点,他们发现环境披露可以被视为一种有效的风险缓解机制^[15]。斯丽娟和曹昊煜也研究发现,披露更多的环境信息可以优化市场信息流动和减少估计风险,进而有助于扩大投资规模^[16]。从信息透明度的角度来看,企业参与环境治理并对外披露相关信息,不仅向利益相关者传达了其内部发展向好和履行环境责任的积极信号,从而能够有效缓解市场信息不对称,还直接影响企业的融资条件和投资吸引力。根据 Wang 等的研究,高水平的环境信息披露能够显著缓解投资者之间以及投资者与管理层之间的信息不对称,进而降低监管成本和提高信息透明度^[17]。Fabrizio 和 Kim 的研究结果也显示,信息透明度的提升能增强内部员工的满意度和忠诚度,降低吸引优质员工的成本^[18],同时有助于建立与外部利益相关者之间的联系,强化客户关系和获取更高的市场份额。从竞争优势的视角来看,环境披露能够增强企业与利益相关者之间的联接,这种基于道德责任和信息透明度构建的伙伴关系不仅可以促进企业与投资者、顾客、员工等关键利益相关者之间的持久和谐互动,而且能显著降低交易过程中的隐性和显性谈判及签约成本,从而为企业赢得竞争优势。因此,公司环境信息披露不仅是利益相关者能观察到的公司道德责任的外化体现,还可能成为其获得市场认可、增强客户忠诚度和提高员工满意度的关键举措,最终将推动公司价值的提升。

显而易见,当前有关环境披露对公司价值提升的讨论主要根植于利益相关者理论,尤其关注利益相关者对企业社会责任传播真实性的认知与评价。正如 Seele 和 Gatti 指出的,“漂绿”是看客眼中的一种现象,是基于利益相关者对企业社会责任传播真实性的认知^[19]。他们的观点揭示了利益相关者的认知在形成对企业社会责任传播真实性评价中的核心作用,但其评价的准确性往往因为信息的不完全性而受到限制,具体来说,利益相关者面临的信息获取不全和信息解读困难限制了他们对企业环境披露传播真实性的全面评价。Fabrizio 和 Kim 的研究结果表明,企业通过增加信息接收者的处理成本可以模糊化负面内容,也证实了企业确实可以使用类似的语言策略来降低不良环境表现导致的评级机构给出负面评价的概率^[18]。因此,尽管“环境披露漂绿”包含夸大、修饰甚至不诚实的成分,从而与传统信息披露的诚信原则相悖,但它仍可以通过提供额外的环境信息来塑造正面的环保形象,加强与责任感强的利益相关者之间的联系,从而可能有助于提升公司价值。

鉴于上述分析,本文认为“环境披露漂绿”与公司价值之间存在潜在的正相关关系,故提出如下假设:

假设 1:控制其他因素不变,实施“环境披露漂绿”将提升公司价值。

在研究“环境披露漂绿”对公司价值的影响时,与印象管理理论相交叉的理论即认知失调理论则提供了一个批判性视角^[14]。这两种理论相辅相成,形成了一个更为全面的解释框架,前者强调在一种根深蒂固的自我展示动机的驱动下,组织会不断努力塑造并维持积极的环境形象;后者强调当刻意的环境披露偏离组织的实际环保行为时,这种不一致性可能会引发利益相关者的认知失调。当前,信息披露的不完备性和个体理解能力的局限性制约了学者们对组织“漂绿”外部性影响的准确评估^[18]。不过,随着研究方法的改进和研究视野的聚焦,学界对于“漂绿”在组织内部产生的影响开始给予更多关注,并普遍证实了其显著性,这是因为与外部利益相关者相比,组织内部利益相关者更有可能观察到企业可持续发展声明与其实际行动之间的不一致性,从而引发认知失调^[20]。Li 等通过对我国企业员工的问卷调查发现,组织“漂绿”会被内部成员感知,进而对工作绩效产生负面影响,这主要是通过组织犬儒主义这一影响机制实现的^[21]。具体而言,公司“漂绿”会导致员工对组织社会责任行为的象征性归因,从而引发情感疲惫、加剧消极氛围和引发离职意向,在这一过程中,组织成员对于“漂绿”行为的识别和反应,实际上成了外部利益相关者感知企业将社会责任工具化的间接渠道,这种由内部识别到外部感知的转化过程,强调了认知失调理论在理解“漂绿”行为及其对组织影响中的关键作用。

另一些有助于阐释“环境披露漂绿”与公司价值关系的文献集中于“怀疑主义”的相关研究,这部分研究结果表明,企业应更为谨慎地限制或构建其环境交流策略,而非大肆宣传环保或进行“漂绿”,因为绿色声明容易被天然地视为纯粹为自身利益服务的行为。在 Farooq 和 Wicaksono 的一项研究中,他们就公众对于企业环保声明的怀疑态度进行了调查,超过半数的受访者(61%)对企业的可持续发展宣言持怀疑态度,认为这些内容缺乏明确性和可验证性;接近一半的受访者(45%)视企业的环保声明为追求利润的营销策略^[22]。Leonidou 和 Skarmas 指出,公众对于企业的可持续性信息披露普遍缺乏信任,同时激进分子会以更挑剔的眼光看待宣称可持续发展的公司^[23]。与此同时,Carlos 和 Lewis 也提出了“沉默的可持续发展”的商业策略,即参与可持续发展实践,但不进行披露^[24],这个观点认为通过避免对环保内容的公开披露,公司能够极大地减少利益相关者的怀

疑和潜在的认知失调,从而在展示透明度和避免激发怀疑之间找到平衡点。从这一角度分析,“环境披露漂绿”可能会因其伴随频繁的环境宣传和绿色营销而激发和加剧“怀疑主义”。同时,“重复博弈”理论也提供了一些解释,该理论认为公司与其利益相关者之间的关系可以视为一系列连续“重复博弈”的结果,这增加了利益相关者观察、学习和适应目标公司策略的机会。

综上所述,“环境披露漂绿”可能不是改善企业形象和提高公司价值的捷径,反而有可能增加利益相关者的担忧和不信任,从而对公司价值产生负面影响,故本文提出如下假设:

假设 2:控制其他因素不变,实施“环境披露漂绿”将降低公司价值。

三、研究设计

(一)数据来源

自 2012 年以来,我国的环境问题真正上升到国家战略层面,其中最具标志性的事件莫过于党的十八大报告对生态文明建设的强调,将环境保护与经济发展作为同等重要的议题。也正是在这一年,我国开始全面实施新的环境法律和政策改革。考虑到跨越法规更迭的样本期间可能会对实证结果造成干扰,本文选择的研究样本为 2012—2021 年 A 股上市公司。数据处理程序为:(1)剔除金融保险业样本;(2)排除了 ST 类上市公司;(3)剔除任何变量数据缺失的样本;(4)对所有连续变量进行 1% 水平的双边缩尾处理。其中,环境披露文本信息来源于公司年报,财务数据来自中国证券市场与会计研究数据库(CSMAR)。

(二)变量测度

1. 环境披露漂绿

我们将“环境披露漂绿”定义为公司在披露环境信息时大量使用象征性语言,而缺乏具体的、可操作的环保行动或具体的环境数据作为支持,这一概念强调的不是公司提供过多的象征性环境信息或实施过少的实质性环保行动,而是强调两者之间的差距^[25],与“漂绿”的定义是一致的。鉴于环境信息披露和环保行动并非基于同一衡量标准,本质上不具有可比性,我们对两者进行了标准化处理,使得最终具有可比性。具体来说,参照现有文献^[26]的做法,本文通过将原始值减去平均值并除以标准差的方式,将企业环境信息披露程度及环保行动标准化至相同的尺度,并以两者之差构建“环境披露漂绿”指标。计算过程如式(1)所示, $Disclosure_{i,t}$ 表示*i*企业第*t*年的环境信息披露程度; $MeDisclosure_{k,t}$ 表示*k*行业第*t*年的环境信息披露均值; $SdDisclosure_{k,t}$ 表示*k*行业第*t*年的环境信息披露标准差; $Behavior_{i,t}$ 表示*i*企业第*t*年的环保行动; $MeBehavior_{k,t}$ 表示*k*行业第*t*年的环保行动均值; $SdBehavior_{k,t}$ 表示*k*行业第*t*年的环保行动标准差。

$$EDG_{i,t} = \frac{Disclosure_{i,t} - MeDisclosure_{k,t}}{SdDisclosure_{k,t}} - \frac{Behavior_{i,t} - MeBehavior_{k,t}}{SdBehavior_{k,t}} \quad (1)$$

2. 环境披露

我们选择上市公司年报中的“管理层讨论与分析”(MD&A)部分作为环境披露数据的主要来源,原因在于以下几点:(1)样本的完整性和数据的可获取性。根据《2022 年度中国企业社会责任研究报告》,仅 53.35% 的上市公司公布社会责任报告,普及率相对较低;相比之下,几乎所有上市公司都强制公布年度财务报告。因此,采用年度报告中 MD&A 部分的数据可以确保数据集的全面性和一致性。(2)MD&A 的重要性。MD&A 是公司年报的关键部分,它详细介绍了公司的经营业绩、战略目标、未来挑战以及发展方向。以往研究也阐明了利益相关者对这一部分的重视程度。(3)与环境信息具有相关性。除了财务信息披露外,MD&A 通常也是公司表明其环境立场的部分,它展示了公司希望向利益相关者传达环保信息的态度。综上,从 MD&A 部分提取环境披露数据不仅可以减小潜在的样本偏差,还能确保提取到公司希望向利益相关者传达的环境信息。

我们使用 Python 方法爬取 2012—2021 年中国 A 股上市公司年度报告中 MD&A 部分的文本信息并构建文本库。然后,我们系统整理样本期间适用的《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国环境影响评价法》《中华人民共和国清洁生产促进法》以及各类污染防治法等法律法规,从中提取趋势性流行词汇,并基于公司披露的环境信息,使用 Word2vec 及 fastText 神经网络相似词算法扩充关键词集^[27]。接着,我们以文本库为对象进行词频统计,获得了原始词频数据。为了排除单个关键词在重要程度上的差异,我们根据关键词出现的频率为单个元素赋予相应的权重,并根据权重对原始词频进行修正。处理逻辑如式(2)所示, $w_{k,i}$ 为词典中每个关键词

的权重, N 为文本库中全部公司年报的数量, N_k 为语料库中含有关键词 k 的公司年报数量, $fr_{k,i}$ 为 i 公司文本中含有关键词 k 的原始词频数, $word_i$ 为 i 公司文本总长度。最后, 我们通过加权计算得到 i 企业 t 年经过修正的词频数 $frw_{i,t}$, 并以此除以 i 公司 t 年文本长度得到标准化后的词频 $Disclosure_{i,t}$, $Disclosure_{i,t}$ 越大, 表明积极的环境披露程度越高, 同时为了提升实证结果的可读性, 我们将数值扩大 100 倍。

$$w_{k,i} = \begin{cases} \frac{1 + \log(fr_{k,i})}{1 + \log(word_i)} \times \log \frac{N}{N_k}, fr_{k,i} \geq 1 \\ 0, fr_{k,i} < 1 \end{cases} \quad (2)$$

3. 环保行动

Zhang 和 Ma 在对企业环保行动的研究中设计了一个评分系统, 包含满足相关环境法律法规、制定环境解决方案、环境管理培训和交流三个维度^[28], 并通过测定几项核心活动来度量企业环保行动, 如进行环境监测和信息披露、实施环保宣传和培训活动、在战略目标的制定中考虑环境问题、将环境管理融入企业的整体社会责任管理体系等, 每一项活动赋予 1 分。与此类似, Zhou 和 Ding 专注于量化企业对环境保护措施的财务承诺, 并通过分析企业在污水处理、废气处理、节能节电、脱硫脱硝、除尘和固废处理等关键环保项目上的投资活动来评估环保行为^[29]。Zhang 等则从环境管理和环境运营两个方面总结了企业的环保行动^[30], 环境管理主要衡量企业对环境保护的重视程度和在环境保护方面所做出的努力; 环境运营则主要衡量企业污染排放和处理结果评估。Dong 等的测量方法进一步覆盖了企业环境管理的内外层面^[31], 他们通过评估企业获得的 ISO 管理体系认证和环境奖项来衡量外部环境管理的表现, 通过评估企业的环保理念、目标设定、管理制度、教育培训、专项行动、应急响应机制和“三同时”制度的实施情况来衡量内部环境管理情况。基于对现有研究的梳理和整合, 我们提出了一个更为全面的环保行动指标体系, 包括环境管理^[30-31]、环境运营^[29-30]、环境投资^[29]三个维度。

4. 公司价值

现有研究对公司价值的度量存在不一致性, 常用的指标包括反映财务价值的总资产收益率和净资产收益率以及反映市场价值的股票回报率和股票价格等^[32-33]。在我国的研究中, 学者们更多的是使用财务价值指标, 而市场价值指标的应用相对较少。本文旨在从财务价值和市场价值两个不同的角度来评估“环境披露漂绿”对公司价值的影响, 为企业和决策者提供重要的参考和指导。借鉴现有文献的做法, 我们分别采用总资产收益率^[32]和净资产收益率^[33]来衡量公司财务价值 (Fv), 用第一种方法进行基准回归, 用第二种方法进行稳健性检验。参考孙晓华等^[26]的度量方法, 本文利用考虑现金红利再投资的年个股回报率来衡量公司市场价值 (Mv), 如式 (3) 所示。

$$Mv_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \quad (3)$$

其中, $P_{i,t}$ 表示企业 i 的股票在 t 年最后一个交易日考虑现金红利再投资的日收盘价的可比价格; $P_{i,t-1}$ 表示企业 i 的股票在 $t-1$ 年最后一个交易日考虑现金红利再投资的日收盘价的可比价格。我们采用不包含现金红利再投资的年个股回报率作为替代变量进行稳健性检验。

(三) 模型设定

从统计角度来看, 环境披露 ($Disclosure$) 和“环境披露漂绿” (EDG) 会对公司价值产生不同影响, 忽略其中任何一个都有可能降低模型的统计准确性和预测效力, 进而对公司价值驱动因素的理解不完整。此外, 在传统的理论分析中, 虽然直接的环保行为是评估公司环境绩效最可靠的方式, 但由于其难以被外部利益相关者直接观测和验证, 因此环境信息披露成为衡量企业环保倾向的主要方式, 而技术层面环保行为的影响将难以解释, 这个观点在环境经济学和企业社会责任领域得到了普遍认可^[13,22,25,34]。另外, 由于 EDG 是由环境披露 ($Disclosure$) 和“环保行动” ($Behavior$) 联合计算得到的, 因此若不关心 $Behavior$ 的影响, 那么同时控制 EDG 和 $Disclosure$ 就间接控制了 $Behavior$ 的影响, 这意味着同时控制 $Disclosure$ 与 EDG 在统计层面是合适的。综合考虑之下, 为了避免实证模型与现有理论分析之间存在分歧, 同时保证满足技术层面的要求, 我们同时考虑了 $Disclosure$ 和 EDG 两个方面的影响, 并构建以下多元回归模型:

$$Fv_{i,t}/Mv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EDG_{i,t} + \alpha_2 Disclosure_{i,t} + \alpha_3 Controls + \tau_t + \varphi_j + \theta_k + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

若式(4)中的 α_1 显著小于 0,则表明“环境披露漂绿”(EDG)对公司价值存在负向影响。其中, Fv 和 Mv 分别代表财务价值与市场价值, $Disclosure$ 代表公司环境披露强度, $Controls$ 表示控制变量, $\tau_i, \varphi_j, \theta_k$ 分别代表时间、行业 and 地区固定效应。具体的变量定义和说明如表 1 所示。

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

表 2 提供了样本企业主要变量的描述性统计结果,可以发现样本公司财务价值和市场价值的分布较为分散。 $Disclosure$ 的均值为 0.012,标准差为 0.021,结合中国证券监督管理委员会(CSRC)发布的《上市公司环境信息披露指引》中的评估报告,发现沪深 A 股上市公司在环境信息披露方面的表现存在一定差异,其中一些企业在环境信息披露方面做得比较充分,但也有一些企业的环境信息披露存在不足。 EDG 的均值为 -0.023,标准差为 1.232,说明 EDG 存在一定的波动;最小值为 -3.283,最大值为 4.164,说明有些企业的环保宣传强度大于环保实践水平,而有些企业的环保实践水平优于宣传。

(二)“环境披露漂绿”与公司价值

如表 3 所示,列(1)至列(3)提供了“环境披露漂绿”(EDG)对财务价值(Fv)的影响效应检验结果,其中列(1)未加控制变量,列(2)和列(3)则逐步加入控制变量和固定效应。结果显示,环

境信息披露($Disclosure$)的系数均显著为正,表明其正向促进了公司财务价值的提升;相反, EDG 的系数显著为负,说明其对财务价值具有负面影响,验证了假设 2。列(4)至列(6)探讨了 EDG 对市场价值(Mv)的影响, $Disclosure$ 的系数显著为正,说明环境信息披露提升了市场价值; EDG 的系数显著为负,同样表明其对市场价值具有不利影响,假设 2 得到验证。

研究结果揭示了“环境披露漂绿”(EDG)对公司价值的负面影响,同时也引出了一个关于管理者实施“环境披露漂绿”动因的重要逻辑问题的讨论。原因可能是:第一,当面对信息不对称和多重决策因素时,管理者很难准确判断“环境披露漂绿”策略是否真正导致了公司价值的降低,或者说这种降低到底在多大程度上是由“环境披露漂绿”引起的^[35-36]。第二,一般情况下,当市场的识别能力提高时,预期企业的不道德行为会有所减少。然而,Pope 等研究发现,随着利益相关者关注度的提升,公司“漂绿”不仅未减少反而显著上升,他根据印象管理理论的自我展现逻辑将这一变化解释为“聚光灯效应”^[13]。该效应指出,面对市场中的“聚光灯”,企业更倾向于通过自我展现来获取概率性的形象收益,而不是视公众目光为“泛光灯”进而保持谨慎态度。第三,根据制度理论,企业需遵循社会期

表 1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义及说明
被解释变量	财务价值	Fv	净利润/平均总资产
	市场价值	Mv	考虑现金红利再投资的日收盘价的可比价格
解释变量	环境披露漂绿	EDG	环境信息披露强度平减环境保护行动评分,具体计算过程如上文所述
	环境披露	$Disclosure$	基于环境描述词频计算得到,具体计算过程如上文所述
控制变量	公司规模	$Size$	公司总资产取自然对数
	高管薪酬	$Salary$	董监高人员薪酬总额取自然对数
	董事会规模	$Board$	董事会总人数取自然对数
	资产负债率	Lev	期末负债总额/期末资产总额
	管理层持股比例	$Mshare$	管理层持有股本数/股本总数
	独董比例	Bi	独立董事人数/董事会总人数
	股权集中度	$Largest$	第一大股东持股比例
	公司成长性	$Sgth$	(本年营业收入 - 上一年营业收入)/上一年营业收入
	股权制衡度	$Balance$	第二至第五大股东持股比例/第一大股东持股比例
	公司年龄	Age	企业成立年限取自然对数
两职合一	$Dual$	董事长和总经理为同一个人取 1,否则取 0	
四大审计	$Big4$	由四大会计师事务所审计取 1,否则取 0	
股权性质	Soe	国有企业取 1,否则取 0	

表 2 变量的描述性统计结果

变量	N	Mean	SD	Min	p25	p50	p75	Max
Fv	29839	0.037	0.067	-0.351	0.014	0.038	0.069	0.204
Mv	29839	0.146	0.494	-0.570	-0.181	0.036	0.342	2.213
EDG	29839	-0.023	1.232	-3.283	-0.658	0.074	0.558	4.164
$Disclosure$	29839	0.012	0.021	0.000	0.001	0.004	0.014	0.123
$Size$	29839	22.174	1.313	19.644	21.234	21.994	22.920	26.207
$Salary$	29839	15.314	0.733	13.417	14.839	15.293	15.778	17.310
$Board$	29839	2.234	0.174	1.792	2.079	2.303	2.303	2.708
Lev	29839	0.419	0.207	0.054	0.251	0.408	0.571	0.943
$Mshare$	29839	0.142	0.201	0.000	0.000	0.009	0.271	0.702
Bi	29839	0.377	0.053	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
$Largest$	29839	0.341	0.149	0.085	0.226	0.319	0.440	0.750
$Sgth$	29839	0.405	1.076	-0.753	-0.021	0.141	0.435	7.787
$Balance$	29839	0.763	0.618	0.031	0.279	0.603	1.090	2.846
Age	29839	2.912	0.321	1.946	2.708	2.944	3.135	3.526
$Dual$	29839	0.296	0.456	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$Big4$	29839	0.058	0.233	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Soe	29839	0.334	0.472	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

待以确保合法性和正当性,在避免与制度要求脱轨引发的损失与招致市场信任下降的两难困境中^[37],企业可能认为相较于违反社会期待带来的确定损失,承受“环境披露漂绿”引发的负面后果是更能接受的策略选择^[38]。

进一步地,信息披露的价值效应往往与两个方面的因素密切相关,即信息内容与受众规模,而信息内容已经在我们的研究中给予了考虑。因此,借鉴 Pope 基于信息受众规模的外部信息环境对公司披露策略影响的实证设计^[13],我们进行了进一步的验证(结果未列示,备索),发现当公司受到较少的公众关注

时,环境信息的价值效应及“环境披露漂绿”的负面影响都不再显著,说明公司的环境披露决策在很大程度上取决于外部信息环境尤其是利益相关者对公司的关注。此外,公众关注度较低的公司其“环境披露漂绿”(EDG)的均值显著更大,在这样的企业中环境披露远大于环保行动,且这种差距显著大于公众关注度较高的公司样本。这一发现与 Farooq 等的研究^[22]不谋而合,他们认为公司的某些特征会影响其环境披露决策,因为这些因素会影响公司的披露自由度。总而言之,上述发现说明公司能够感知到信息环境的变化而进行趋利避害,受到较多关注的公司更有动机通过精心设计语言策略进行自我展示,而受到关注较少的公司面临更小的监管压力和“漂绿”阻碍。

(三) 稳健性检验

1. 内生性检验

本文采用工具变量法与两阶段最小二乘法(2SLS)来解决可能的内生性问题。(1)同时性偏差(互为因果),即公司价值和“环境披露漂绿”可能是相互影响的。一方面,企业的“环境披露漂绿”可能会被利益相关者感知,这种感知将导致公司声誉受损,影响利益相关者的信任,从而降低公司价值;另一方面,面临价值下降或资本市场压力的公司更有可能采取较低成本的象征性举措来改善其公众形象或满足外部利益相关者的期望,以此来补偿或掩盖其在实际环境绩效方面的不足。(2)遗漏变量偏差,即可能存在未被捕捉到的变量,这些变量既影响“环境披露漂绿”也影响公司价值,如难以衡量的公司文化和价值观、品牌形象和声誉、组织适应性等因素,这可能导致内生变量与误差项相关。

为解决上述问题,我们借鉴 Faccio 等的研究,引入两个工具变量来缓解潜在的内生性问题^[39]。第一个工具变量是与该企业在同一地区的其他企业 EDG 的平均值(EDG_IV1),第二个工具变量是企业上一期的 EDG 数值(EDG_IV2)。

在表 4 中,我们对工具变量进行了一些合规性检验。Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量大于相应的 Stock-Yogo 临界值 11.59,且第一阶段 F 统计量大于 10,依据经验规则,拒绝弱工具变量假设。Anderson canon. corr. LM 统计量及 Kleibergen-Paap rk LM 的 P 值均小于 0.1,因此拒绝工具变量识别不足的原假设。Hansen-J 检验的 P 值均高于 0.1,表明至少在 10% 的统计水平上显著,无法拒绝工具变量与模型随机扰动项不相关的原假

表 3 “环境披露漂绿”与公司价值的回归结果

变量	Fv			Mv		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EDG	-0.004 *** (-11.17)	-0.003 *** (-7.93)	-0.001 *** (-4.30)	-0.011 *** (-4.07)	-0.015 *** (-5.44)	-0.008 *** (-3.36)
Disclosure	0.057 *** (2.70)	0.152 *** (7.89)	0.062 *** (2.60)	0.443 *** (2.86)	0.693 *** (4.38)	0.325 * (1.90)
Constant	0.036 *** (77.69)	-0.281 *** (-25.36)	-0.328 *** (-26.77)	0.140 *** (40.82)	0.413 *** (4.53)	-0.264 *** (-3.02)
控制变量	NO	YES	YES	NO	YES	YES
时间	NO	NO	YES	NO	NO	YES
地区	NO	NO	YES	NO	NO	YES
行业	NO	NO	YES	NO	NO	YES
Observations	29839	29839	29839	29839	29839	29839
R ²	0.004	0.208	0.243	0.001	0.006	0.283
F	65.52	521.3	75.01	8.965	11.59	92.34

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著,括号内为 t 值。下同。

表 4 内生性检验

变量	第一阶段	第二阶段	
	EDG (1)	Fv (2)	Mv (3)
EDG_IV1	0.645 *** (11.27)		
EDG_IV2	0.476 *** (101.24)		
EDG		-0.005 *** (-2.63)	-0.013 *** (-2.58)
Disclosure		0.207 ** (2.45)	0.575 ** (2.36)
Constant	3.320 *** (17.30)	-0.965 *** (-27.54)	-0.144 (-1.42)
控制变量/时间/地区/行业	YES	YES	YES
Observations	25898	25898	25898
R ²	0.550	0.171	0.317
First stage F	251.6		
Hansen J		0.207	0.916
Anderson canon. Corr.	0.000		
Kleibergen-Paap rk LM	0.000		
Kleibergen-Paap rk Wald F		3191.536 [11.59]	

设。因此,从统计意义上来说,我们的工具变量满足相关性和外生性要求。在控制内生性问题后,关键变量的系数正负号及显著性水平均不变(结果未列示,备案)。

2. 样本选择偏差

为了确保研究数据的可获得性和样本的可比较性,我们基于上市公司年度报告中的“管理层讨论与分析”部分提取文本信息来衡量企业的环境披露水平。尽管我们已经尽力改进了研究方法,但仍有一些样本未能提取到任何环境信息,原因可能是一部分公司没有披露环境信息,而另一部分公司可能已经披露了环境信息,但由于我们的测量方式受限而未能提取到这些信息。为了缓解此问题可能导致的预测结果偏差,我们采用 Heckman 两阶段模型进行修正,这将使得我们能够从未能提取到数据的样本中获取更多的有效信息。我们构造了虚拟变量 *Disclosure_dum*,若当年提取到了观测样本的环境信息赋值为 1,否则赋值为 0,我们采用 *Probit* 模型对 *Disclosure_dum* 进行回归,计算逆米尔斯比率(IMR)并将其纳入第二阶段模型,结果发现关键变量的系数符号和显著性水平均未发生改变(结果未列示,备案)。

3. 替换代理变量

我们采用替换代理变量的方式进行稳健性检验。具体地,本文采用不包含现金红利再投资的年个股回报率(*Mv_r*)替代原变量(*Mr*),原因在于现金红利再投资的年个股回报率假设股东将收到的现金红利全部再投资到该公司股票上,而这个假设并不总是成立,因为一些股东可能会选择将现金红利用于其他投资或消费。我们采用净资产收益率(*Fv_r*)替代原来的总资产收益率(*Fv*),原因是净资产收益率不受资本结构的影响,更专注于衡量公司财务效益。替换代理变量后,关键变量的系数显著性和正负号均未发生改变(结果未列示,留存备案)。

4. 缩减样本量

部分样本从未进行环境信息披露,因而无法判断其是否存在“环境披露漂绿”,但这些企业可能存在环境问题,将此类企业作为研究对象可能会对研究结果造成无法估计的影响,因此我们剔除了样本期间内从未进行环境信息披露的企业。此外,考虑到刚上市的企业通常面临较高的不确定性和风险,因此其经营策略、行为和结果可能会与其他企业存在较大差异,这可能会对研究结果产生扰动影响,因此我们剔除了当年上市的观测样本。缩减样本量后,关键变量的系数正负号不变且至少在 10% 水平上显著(结果未列示,留存备案)。

5. 增加控制变量

外部宏观经济的变化可能成为“环境披露漂绿”影响效应的干扰因素,为此我们在模型中加入地区进出口额(*Ie*)、地区财政收入(*Fiscal*)、地区人均生产总值(*PerGDP*)、地区市场化指数(*Market*)等宏观经济指标。此外,公司内部控制质量的差异同样可能会使得预测结果产生偏离,因此我们还将公司内部控制质量(*Inco*)纳入控制变量。市场化指数数据均来源于《中国分省份市场化指数报告》,公司内部控制质量数据来源于迪博数据库,其余变量数据均来源于中国研究数据平台(CNRDS)。增加控制变量后,关键变量的系数正负号和显著性均未发生改变(结果未列示,留存备案)。

五、进一步分析

(一)“环境披露漂绿”的影响机制——信任程度

前文中,我们在制度理论和利益相关者理论框架下对“环境披露漂绿”与公司价值的关系进行了探讨,但这种影响的运作机制尚未得到充分阐释。本文推断:“信任程度”可能是联接“环境披露漂绿”与公司价值的一个重要中介机制。这个推断一方面出于对信任在企业与其利益相关者关系中核心作用的理解,以及信任如何影响企业声誉和最终价值的认识^[12];另一方面也是对当前企业经济研究领域中存在的一个重要学术呼吁的响应,即从传统以企业为中心的视角转变为更加关注利益相关者及社会影响的以社会为中心的研究视角。

具体来说,信任的形成是一个复杂的过程,它通过影响预期进而对利益相关者的决策发挥重要作用。与此同时,信任关系也为公司和利益相关者之间建立了一个预期的相互回报机制,而“环境披露漂绿”可能对这种机制造成破坏,此时依赖信任关系的利益相关者决策可能会导致公司价值发生偏离。我们采用监管部门公布的公司违规信息度量信任程度,因为这些信息反映了企业在法律法规和道德标准方面的不当行为,且公告信息具有权威性和可信度,能够引起市场的关注和反应,由此违规公告与信任程度挂钩。我们采用两种方式衡量信任程度:(1)设置虚拟变量(*Trust1*)衡量市场是否信任上市公司,若当年监管部门公布了企业违规行为,则取值为 0,

否则取 1；(2) 设置连续变量 (*Trust2*) 衡量市场对上市公司的信任程度, 公式为 $Trust2 = 1 / (\text{企业违规被通告次数} + 1)$, *Trust2* 值越小, 表明市场对企业的信任程度越低, 原始数据来源于 CSMAR。

我们构建了模型(5)至模型(7), 以检验中介效应的存在与否以及强度大小。具体来说, 若系数 β_1 与 γ_2 均显著, 且 $\beta_1 \times \gamma_2 < 0$, 加之 $\alpha_1 < 0$ 且显著, 则可以按照中介效应立论, 并能够说明解释变量通过中介变量对被解释变量产生影响。

$$Fv_{i,t} / Mv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EDG_{i,t} + \alpha_2 Controls + \tau_t + \varphi_j + \theta_k + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Trust_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EDG_{i,t} + \beta_2 Controls + \tau_t + \varphi_j + \theta_k + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Fv_{i,t} / Mv_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EDG_{i,t} + \gamma_2 Trust_{i,t} + \gamma_3 Controls + \tau_t + \varphi_j + \theta_k + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

回归结果如表 5 所示, 列(1)和列(2)展示了信任程度 (*Trust*) 对“环境披露漂绿” (*EDG*) 的回归结果, 系数均显著小于 0, 表明中介变量左侧影响路径成立。列(3)和列(4)展示了以财务价值为被解释变量的中介路径右侧的回归结果, *Trust1* 和 *Trust2* 的系数均显著为正, 表明“环境披露漂绿”通过降低信任程度对公司财务价值产生了负面影响。列(5)和列(6)展示了以市场价值为被解释变量的中介路径右侧的回归结果, *Trust1* 和 *Trust2* 的系数均显著为正, 表明“环境披露漂绿”通过降低信任程度对公司市场价值产生了负面影响。

表 5 “环境披露漂绿”的影响机制检验结果

变量	信任程度		公司价值			
			<i>Fv</i>		<i>Mv</i>	
	<i>Trust1</i>	<i>Trust2</i>	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>EDG</i>	-0.011 *** (-5.03)	-0.008 *** (-5.71)	-0.003 *** (-4.08)	-0.003 *** (-3.94)	-0.008 *** (-3.29)	-0.008 *** (-3.27)
<i>Trust1</i>			0.041 *** (18.85)		0.015 ** (2.39)	
<i>Trust2</i>				0.077 *** (20.96)		0.029 *** (2.67)
<i>Constant</i>	0.278 *** (3.53)	0.535 *** (11.48)	-0.851 *** (-28.80)	-0.881 *** (-29.79)	-0.269 *** (-3.07)	-0.280 *** (-3.19)
控制变量/时间/地区/行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	29839	29839	29839	29839	29839	29839
R ²	0.062	0.070	0.172	0.174	0.283	0.283
F	15.40	17.54	48.25	49.03	91.68	91.70

表 6 “环境披露漂绿”的调节效应检验结果

变量	<i>Fv</i>			<i>Mv</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>EDG</i>	-0.012 *** (-12.91)	-0.006 *** (-6.44)	-0.004 *** (-4.25)	-0.007 ** (-2.25)	-0.010 *** (-3.34)	-0.006 ** (-2.06)
<i>Disclosure</i>	0.266 *** (4.42)	0.381 *** (6.65)	0.179 ** (2.37)	0.731 *** (3.81)	1.024 *** (5.26)	0.689 *** (3.11)
<i>EDG × Disclosure</i>	0.034 (1.25)	-0.016 (-0.64)	0.002 (0.07)	-0.219 ** (-2.55)	-0.251 *** (-2.92)	-0.202 ** (-2.57)
<i>Constant</i>	0.049 *** (44.95)	-0.727 *** (-27.10)	-0.840 *** (-28.24)	0.139 *** (40.27)	0.405 *** (4.44)	-0.269 *** (-3.08)
控制变量	NO	YES	YES	NO	YES	YES
时间	NO	NO	YES	NO	NO	YES
地区	NO	NO	YES	NO	NO	YES
行业	NO	NO	YES	NO	NO	YES
Observations	29839	29839	29839	29839	29839	29839
R ²	0.007	0.128	0.162	0.001	0.006	0.283
F	67.62	274.4	44.94	8.137	11.40	91.69

(二) “环境披露漂绿”的调节效应——环境信息价值效应折损

在前文的研究中, 我们证实了“环境披露漂绿”会引发利益相关者的疑虑和不信任, 进而导致公司价值受损, 出现这种现象的主要原因在于认知失调起着主导作用。基于此, 我们可以进一步推断: 实施“环境披露漂绿”的公司即使持续提供环境信息, 存在的的不信任感也会使利益相关者对这些信息持怀疑态度, 认为它只是另一种形式的印象管理, 因此这些信息的影响力将被淡化或遭受质疑。基于上述分析, “环境披露漂绿”不仅可能对公司价值产生直接

负面影响, 还可能对企业环境沟通的真实性和有效性产生潜在的破坏性后果。为深入探讨这一问题, 我们引入环境信息披露 (*Disclosure*) 与“环境披露漂绿” (*EDG*) 的交互效应进行分析, 旨在进一步探索“环境披露漂绿”如何导致环境信息价值效应的损失。回归结果如表 6 所示, 在不同的价值维度内, *EDG* 持续表现出负面影响, 而 *Disclosure* 不论对财务价值还是对市场价值均显示出显著的正向影响。在列(1)至列(3)中, 交互项 (*EDG × Disclosure*) 的系数并不显著; 而在列(4)至列(6)中, 交互项的系数显著为负, 说明“环境披露漂绿”确实会导致环境信息的市场价值效应发生折损, 而这种作用在财务价值维度并不显著。

根据广义的市场反应理论, 股票市场对新信息的快速反应能够即时影响投资者预期。此外, 市场中信息流

动的速度和效率通常要高于影响公司财务价值的其他因素,而市场价值会受到投资者情感、舆论和市场预期的影响。这也解释了“环境披露漂绿”为何会在市场价值维度上引致环境披露价值效应显著折损,而在财务价值维度上则不显著,这一结果与现有文献认为环境因素是市场表现领先指标的观点也是吻合的^[40-42]。

(三)“环境披露漂绿”的治理因素分析

1. 内部控制(Inco)

内部控制系统是公司构建健全治理结构和流程的基础,通过实施有效的控制措施和监管机制,公司行为得以遵循道德、法律及监管规定。这种自我约束机制在企业内部确立了高道德标准和责任意识,推动管理层和员工遵循规则,同时提供了监测和校正公司行为的机制,有助于预防和纠正投机行为。在信息披露层面,强有力的内部控制意味着公司具备防止和纠正虚假环境信息披露的能力,由此公司从事“环境披露漂绿”等投机行为的概率可能会降低。

2. 市场质量(Market)

根据有效市场理论,高质量的市场意味着信息的广泛传播和高效利用,外部信息使用者能够迅速获取准确的信息并进行理性的决策。一方面,“环境披露漂绿”在高质量市场中更容易被揭发,此时商业伙伴会对公司的诚信产生怀疑,进而减少业务合作,这会反向促使公司意识到诚信的重要性。另一方面,高质量的市场会提升投资者的信息获取能力,一旦投资者察觉到公司的虚假披露行为,就可能减少投资,以保护自身利益。此外,市场中的其他成员如消费者、社会组织等也会对公司的行为进行监督。这些主体能帮助市场形成自我纠错机制,迫使公司遵守道德和法律规定,进而可能减少“环境披露漂绿”。

3. 信息使用者的能力(Institution)

信息使用者的识别能力各不相同,相同的信息传递至不同的使用者可能会产生不同的影响。作为专业的资本市场参与者,机构投资者拥有丰富的资源和专业背景,对公司的环境信息披露更为敏感,因此机构投资者占比较高的公司,其实施“环境披露漂绿”的可能性相对较低。一方面,机构投资者对公司的环境信息披露有更高的要求,他们关注披露的准确性,会对公司的环境数据和报告进行深入的审查和分析,以确保其合规性。另一方面,机构投资者更加注重公司的长期价值和可持续性,更关注公司的实际环境表现,而非仅仅关注趋势性的环保表述。由此我们可以推断,机构投资者占比越高,公司实施“环境披露漂绿”的可能性越低。

4. 媒体关注(Medium)

一方面,媒体关注能够带来公众舆论的聚焦,公司会更加谨慎地进行环境信息披露,避免负面曝光风险。另一方面,媒体关注增加了外部信息使用者对公司环境责任的期望和压力,为了回应这些期望,公司可能会采取措施提升环境信息的透明度,并减少投机性行为。此外,媒体关注度高的公司在行业内会面临更高的竞争和声誉压力,“环境披露漂绿”可能会受到竞争对手和行业内其他相关方的质疑和批评,这会促使公司更加注重环境表现,以树立良好形象。综上,较高的媒体关注度可能会使公司在环境披露方面更加谨慎,进而减少“环境披露漂绿”。

“环境披露漂绿”的治理因素分析结果如表7所示,内部控制、市场质量、信息使用者的能力和媒体关注的回归系数均显著小于0,验证了我们的上述猜想。

表7 “环境披露漂绿”的治理因素分析

变量	EDG			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Inco	-0.041 *** (-5.45)			
Market		-0.064 ** (-1.99)		
Institution			-0.003 *** (-4.78)	
Medium				-0.029 *** (-4.00)
Constant	7.159 *** (29.26)	7.421 *** (30.73)	7.193 *** (29.41)	7.346 *** (30.45)
控制变量/时间/ 地区/行业	YES	YES	YES	YES
Observations	29839	29839	29839	29839
R ²	0.094	0.093	0.094	0.093
F	24.39	24.17	24.33	24.27

六、讨论与启示

(一) 讨论

本文证实了“环境披露漂绿”与公司价值之间的显著负相关关系,这可通过认知失调理论解释,即利益相

关者在面对矛盾信息时会产生认知失调,可能会通过调整决策(如合作或投资)来恢复一致性。因此,依靠“环境披露漂绿”这样的印象管理策略来提升企业形象可能不仅达不到预期效果,还会适得其反。本文也证实了“环境披露漂绿”通过降低利益相关者信任从而降低公司价值的影响路径,而信息的价值效应与利益相关者的信任密切相关,据此我们进一步讨论了“环境披露漂绿”与环境信息价值效应的关联,环境信息的价值效应源于制度环境对合法性的要求^[14],与现有文献一致^[26]。我们的研究同样证实了环境信息的价值效应,而在这个过程中,“环境披露漂绿”会对环境信息的价值效应造成折损。在信任度下降的情况下,即使企业提供了真实的环境信息,利益相关者仍会质疑其真实性^[22],并将其视为另一种印象管理行为,其对环境的实质性贡献可能会被忽视或低估,从而削弱环境信息披露价值效应背后的驱动力。此外,我们还探讨了治理“环境披露漂绿”的策略:提升内部控制质量以增强决策透明性和合规性,防止信息失真;优化市场环境以增强市场监督,提高环境披露透明度和质量;机构投资者通过其投资分析和风险管理能力,对环境信息披露更为敏感,可以有效约束公司行为;媒体作为信息传播渠道,揭露企业环境违规行为,增强公众监督力度,推动公司遵守环保规定。

研究结果也揭示了一个重要的潜在逻辑关系,即“环境披露漂绿”会对公司价值造成负面影响,那么管理者实施“环境披露漂绿”的动因究竟是什么?回答这个问题有助于更好地对我们的发现进行理论阐释和提出有效建议。一些可能的解释有:(1)管理者知识和信息不对称。管理者在实施“环境披露漂绿”策略时,面临的信息不对称和决策复杂性可能会导致对其潜在负面影响的认识不足。在众多需要平衡的决策中^[35-36]，“环境披露漂绿”及其对公司价值的影响仅是考虑因素之一,信息不对称和知识的局限性使得管理者难以全面评估“环境披露漂绿”的真实后果,即使他们意识到某些不道德的环境披露行为可能会被市场和公众识别,在决策时也很难准确判断这种行为是否会真正导致公司价值的降低,或者说这种降低到底在多大程度上是由“环境披露漂绿”直接引起的。因此,在权衡“环境披露漂绿”的利弊时,管理者可能倾向于继续实施或容忍这种行为。(2)聚光灯效应。从一般意义上来看,随着市场识别能力的提升,企业的不道德环境行为如“环境披露漂绿”应有所减少,但是一项最新研究成果却发现了一种与预期相悖的趋势:即使市场对企业“漂绿”性环境披露的甄别能力显著增强,企业的此类披露行为也未见减少,反而出现了显著增加现象。这一研究成果借助印象管理理论自我展现逻辑进行了解释,提出了“聚光灯效应”^[13],该效应指出面对市场的关注,企业通常将其视为一次塑造积极社会形象的机会,进而倾向于通过改变沟通策略和自我展现方式来获取形象收益,而不是视公众目光为“泛光灯”进而保持谨慎态度。(3)制度压力和市场预期。在当代企业运营的广阔背景下,外部制度要求和市场预期对企业决策产生了重要影响^[37],企业披露策略往往是在权衡制度压力和市场预期的复杂交互作用下做出的决策^[38]。根据制度理论,企业必须遵循社会和法律规范,以保持其运营的合法性和正当性,即使这意味着采取某些可能对公司价值产生短期负面影响的行为。在这一过程中,企业可能面临两难困境:一方面,为了避免因不符合制度要求而直接遭受的损失,企业可能选择进行“环境披露漂绿”,以展示其对环境责任的承诺;另一方面,这种行为又可能引发市场对其信任程度的下降,进而对公司价值产生潜在的负面影响。为了维持企业的社会形象和合法地位,管理者可能会作出判断,相较于直接违反制度环境带来的确定性损失,承受由“环境披露漂绿”引发的概率性负面后果是一种相对可接受的策略。

(二) 启示

本文研究主要得到三个方面的启示:(1)在环境披露监管和配套制度不完备的情况下,企业可能会实施“环境披露漂绿”,以掩盖其环境问题或塑造环保形象。为确保企业披露真实、准确、全面的环境信息,政府需要加强监管和执法,同时对“环境披露漂绿”进行严格惩罚,打破企业实施该行为的客观条件。此外,有关部门还应逐步扩大强制性环境信息披露的范围,引导企业树立环境信息披露意识,让其成为企业必须履行的责任。(2)信任是“环境披露漂绿”降低公司价值的影响机制,因此建立完善的信任机制能够及时对公司的“环境披露漂绿”行为产生负面反馈,促使其环境信息披露回归到正常范围内。政府应该采取措施确保市场信任机制的平稳运行,如可通过建立信息公开的专门途径、加强信息披露的监管、提高违规事件的公布频率等措施来提高市场的透明度,也可建立企业诚信体系,鼓励企业诚实守信,同时标记不诚实企业,使得市场能够及时获得信息,从而确保市场信任机制的平稳运行。(3)在目前的市场质量水平下,环境信息对企业的财务价值和市场价值具有显著的影响。然而,“环境披露漂绿”会导致环境信息的市场价值效应受损,从而迫使企业重新恢复正常的信息披

露水平,但这种印象管理行为不会对环境信息的财务价值效应产生显著影响,这一情况可能暗示着公司的上下游合作伙伴或债务人对企业虚假环境信息的识别能力不足。为了应对这一问题,利益相关方可以采取的措施来提升对企业环境信息真实性的识别能力,如进行充分的尽职调查,确保与合作伙伴和债务人建立的关系是基于真实的环境信息,或建立透明的环境信息渠道,促使企业及其合作伙伴公开披露环境信息,增加信息的透明度和可信度。

参考文献:

- [1] Xing C, Zhang Y, Tripe D. Green credit policy and corporate access to bank loans in China: The role of environmental disclosure and green innovation[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2021, 77: 101838.
- [2] 王瑶, 张允萌, 侯德帅. 企业 ESG 表现会影响审计意见吗? [J]. *审计与经济研究*, 2022(5): 54-64.
- [3] Goffman E. *The presentation of self in everyday life* [M]. New York: Doubleday Anchor, 1959.
- [4] 唐勇军, 马文超, 夏丽. 环境信息披露质量、内控“水平”与企业价值——来自重污染行业上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2021(7): 69-84.
- [5] Shevchenko A, Lévesque M, Pagell M. Why firms delay reaching true sustainability[J]. *Journal of Management Studies*, 2016, 53(5): 911-935.
- [6] 周泽将, 汪顺, 张悦. 税制绿色化的微观政策效应——基于企业环保新闻文本情绪数据的检验[J]. *中国工业经济*, 2023(7): 103-121.
- [7] Marquis C, Toffel M W, Zhou Y. Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing [J]. *Organization Science*, 2016, 27(2): 483-504.
- [8] Melloni G, Caglio A, Perego P. Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36(3): 220-238.
- [9] 崔秀梅, 王敬勇, 王萌. 环保投资、CEO 海外经历与企业价值: 增值抑或减值? ——基于烙印理论视角的分析[J]. *审计与经济研究*, 2021(5): 86-94.
- [10] Du S, Yu K. Do corporate social responsibility reports convey value relevant information? Evidence from report readability and tone[J]. *Journal of Business Ethics*, 2021, 172(2): 253-274.
- [11] Ikram A, Li Z, Minor D. CSR-contingent executive compensation contracts[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2023, 151: 105655.
- [12] Audi R, Loughran T, McDonald B. Trust, but verify: MD&A language and the role of trust in corporate culture[J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 139(3): 551-561.
- [13] Pope S, Peillex J, El Oudghiri I, et al. Floodlight or spotlight? Public attention and the selective disclosure of environmental information[J]. *Journal of Management Studies*, 2024, 61(4): 1230-1265.
- [14] Aronson E. The theory of cognitive dissonance: A current perspective[J]. *Advances in Experimental Social Psychology*, 1969, 4: 1-34.
- [15] Broadstock D C, Chan K, Cheng L T W, et al. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China[J]. *Finance Research Letters*, 2021, 38: 101716.
- [16] 斯丽娟, 曹昊煜. 绿色信贷政策能够改善企业环境社会责任吗——基于外部约束和内部关注的视角[J]. *中国工业经济*, 2022(4): 137-155.
- [17] Wang N, Pan H, Feng Y, et al. How do ESG practices create value for businesses? Research review and prospects[J/OL]. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, <http://hdl.handle.net/20.500.11897/672918>.
- [18] Fabrizio K R, Kim E H. Reluctant disclosure and transparency: Evidence from environmental disclosures [J]. *Organization Science*, 2019, 30(6): 1207-1231.
- [19] 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.
- [20] Scheidler S, Edinger-Schons L M, Spanjol J, et al. Scrooge posing as mother teresa: How hypocritical social responsibility strategies hurt employees and firms[J]. *Journal of Business Ethics*, 2019, 157(2): 339-358.
- [21] Li W, Seppänen V, Koivumäki T. How and when does perceived greenwashing affect employees' job performance? Evidence from China[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2022, 29(5): 1722-1735.
- [22] Farooq Y, Wicaksono H. Advancing on the analysis of causes and consequences of green skepticism[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2021, 320: 128927.
- [23] Leonidou C N, Skarmas D. Gray shades of green: Causes and consequences of green skepticism[J]. *Journal of Business Ethics*, 2017, 144(2): 401-415.
- [24] Carlos W C, Lewis B W. Strategic silence: Withholding certification status as a hypocrisy avoidance tactic[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2018, 63(1): 130-169.
- [25] Gatti L, Pizzetti M, Seele P. Green lies and their effect on intention to invest[J]. *Journal of Business Research*, 2021, 127: 228-240.
- [26] 孙晓华, 车天琪, 马雪娇. 企业碳信息披露的迎合行为: 识别、溢价损失与作用机制[J]. *中国工业经济*, 2023(1): 132-150.
- [27] Li K, Mai F, Shen R, et al. Measuring corporate culture using machine learning[J]. *The Review of Financial Studies*, 2021, 34(7): 3265-3315.
- [28] Zhang Q, Ma Y. The impact of environmental management on firm economic performance: The mediating effect of green innovation and the moderating effect of environmental leadership[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2021, 292: 126057.
- [29] Zhou B, Ding H. How public attention drives corporate environmental protection: Effects and channels[J]. *Technological Forecasting and Social Change*, 2023, 191: 122486.

- [30] Zhang B, Wang Y, Sun C. Urban environmental legislation and corporate environmental performance: End governance or process control? [J]. *Energy Economics*, 2023, 118: 106494.
- [31] Dong Y, Sun Z, Gu X, et al. Does urban civilization improve corporate environmental performance? A quasi-natural experiment from China [J]. *Journal of Environmental Planning and Management*, 2024: 1-21.
- [32] 李百兴, 王博, 卿小权. 企业社会责任履行、媒体监督与财务绩效研究——基于A股重污染行业的经验数据 [J]. *会计研究*, 2018(7): 64-71.
- [33] 王双进, 田原, 党莉莉. 工业企业 ESG 责任履行、竞争战略与财务绩效 [J]. *会计研究*, 2022(3): 77-92.
- [34] Hora M, Subramanian R. Relationship between positive environmental disclosures and environmental performance: An empirical investigation of the greenwashing sin of the hidden trade-off [J]. *Journal of Industrial Ecology*, 2019, 23(4): 855-868.
- [35] Brennan N M, Kirwan C E, Redmond J. Accountability processes in boardrooms: A conceptual model of manager-non-executive director information asymmetry [J]. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2016, 29(1): 135-164.
- [36] Cormier D, Aerts W, Ledoux M J, et al. Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors [J]. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 2009, 26(1): 71-88.
- [37] Clemens B W, Douglas T J. Understanding strategic responses to institutional pressures [J]. *Journal of Business Research*, 2005, 58(9): 1205-1213.
- [38] Testa F, Boiral O, Iraldo F. Internalization of environmental practices and institutional complexity: Can stakeholder pressures encourage greenwashing? [J]. *Journal of Business Ethics*, 2018, 147(2): 287-307.
- [39] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking [J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [40] Kapons M, Kelly P, Stoumbos R, et al. Dividends, trust, and firm value [J]. *Review of Accounting Studies*, 2023, 28(3): 1354-1387.
- [41] Guo R, Tao L, Li C B, et al. A path analysis of greenwashing in a trust crisis among Chinese energy companies: The role of brand legitimacy and brand loyalty [J]. *Journal of Business Ethics*, 2017, 140(3): 523-536.
- [42] Cohen S, Kadach I, Ormazabal G, et al. Executive compensation tied to ESG performance: International evidence [J]. *Journal of Accounting Research*, 2023, 61(3): 805-853.

[责任编辑: 王丽爱]

Boost or Bust: Environmental Disclosures Greenwashing and Corporate Value

ZHOU Yiqiang, CHEN Lianghua

(School of Economics and Management, Southeast University, Nanjing 211102, China)

Abstract: Based on the impression management theory, this paper captures the divergence between the environmental information disclosed by enterprises and their actual environmental protection actions, defines it as “environmental disclosure greenwashing”, and explores the relationship between it and corporate value. The study finds that “environmental disclosure greenwashing” has a direct adverse impact on corporate value; the results of more in-depth analysis show that “environmental disclosure greenwashing” will further exacerbate the value effect of environmental information. Market trust is the intermediary mechanism for “environmental disclosure greenwashing” to reduce the corporate value. The research on the governance effect of “environmental disclosure greenwashing” finds that the quality of internal control can be improved to enhance the transparency and compliance of decision-making and prevent information distortion. Optimizing the market environment to enhance market surveillance and promote transparency and quality of environmental disclosures; Institutional investors, with their investment analysis and risk management capabilities, can effectively restrain corporate behavior. As a channel for disseminating information, the media can expose corporate environmental violations and promote compliance with environmental regulations.

Key Words: environmental disclosure; information premium; greenwashing; impression management; cognitive dissonance; corporate value