

选择性环境信息披露对企业绿色声誉的影响研究

麦勇 唐悦 孟磊*

摘要:随着我国企业环境信息依法披露工作的逐步展开,企业进行环境信息披露的规范要求逐渐提高,由此催生了对企业环境信息披露行为的探讨。本文以重污染行业的上市公司为样本,分析了企业选择性环境信息披露与其绿色声誉之间的关系,并通过异质性分析检验了这种关系在不同外部治理条件下的差异。研究结果表明:“漂绿”类选择性环境信息披露具有“声誉获取”效应,而“声誉获取”的效应会因为严格的环境规制和较高程度的信息不对称而降低。“洗棕”类选择性环境信息披露与绿色声誉之间存在着显著的负相关关系。经过稳健性检验和内生性检验后,上述结论依然成立。针对企业的选择性环境信息披露行为,建议通过政府监管和市场监督管理两种机制加以治理,以提高企业绿色信息披露的质量。

关键词:选择性披露;绿色声誉;外部治理;环境规制

一、引言

2021年3月,国务院强调了碳达峰、碳中和各项工作计划,并制定了相关行动方案。二十大报告指出“要统筹产业结构调整、污染治理、生态保护、应对气候变化,协同推进降碳、减污、扩绿、增长,推进生态优先、节约集约、绿色低碳发展。”放眼全球,世界各国均强化环境保护的力度并加强对企业碳排放的管理。虽然这些绿色政策和环保法律法规在一定程度上约束了企业的环境污染行为,但随着政策的收紧和企业利益相关者对企业的环保要求的提高,一些企业想获得合规的认证,却又难以达到要求,就可能会采取“漂绿”的环境信息披露行为,即企业面临环境约束收紧时会选择性地披露其绿色环境信息,而隐瞒其较差的环境表现。另一种

*麦勇,华东理工大学商学院,邮政编码:200237,电子信箱:maiyong1151@163.com;唐悦(通讯作者),华东理工大学商学院,邮政编码:200237,电子信箱:m18603976227@163.com;孟磊,华东理工大学商学院,邮政编码:200237,电子信箱:leimeng@ecust.edu.cn。

本文系国家自然科学基金重大研究计划子课题“大数据情境下的国家级信用平台及金融信用创新应用研究”(92146002)、国家社会科学基金项目“绿色规制与上市公司环境信息披露行为问题研究”(20FJYB057)的阶段性成果。感谢匿名审稿人提出的宝贵意见。文责自负。

情况是,由于信息披露会产生一定的成本,进而降低股票回报且损害股东的利益,因此一些公司会出于维护股东利益的目的,对表现好的公司环境信息选择“过分谦虚”地对外披露,此种行为即为“洗棕”。

根据《中国上市公司环境责任信息披露评价报告(2020)》,截至2020年底,我国上市公司环境信息披露的水平稳步提升,但是披露报告的质量仍有很大的提升空间。例如,报告中存在的典型问题是,部分上市公司即使遭受生态环境部的处罚也并未体现在其当年的环境报告中。另外,在全部上市公司中仅有37.35%的上市公司进行了环境信息披露。目前我国有部分上市公司自愿地对环境信息进行披露,披露的内容包括主要污染物的名称、排放方式、排放浓度和总量、超标排放情况,以及防治污染设施的建设和运行情况等信息;2020年12月底,生态环境部新闻发布会再次表示,“十四五”时期,将更加注重发挥市场机制在生态环保中的作用,推动上市公司、发债企业强制性披露环境信息。可见,企业进行环境信息披露是当前政策的紧迫要求,但企业环境信息披露的内容是否真实,也是提高企业环境信息披露质量的重要方面。根据信息不对称理论,企业外部对其实际经营情况的了解大部分来自于企业自身的信息披露。在环境政策要求趋紧时,企业通常会为维护企业声誉而采取有选择性的环境信息披露向外界传达有利于企业的环境信息,从而树立企业的绿色声誉。

学界关于选择性环境信息披露的相关研究较少,关于选择性环境信息披露的定义也未形成一致的观点;而环境信息披露与企业声誉之间关系的研究也仅停留在信息披露对企业经济后果分析的层面上,尚没有对企业环境信息披露与绿色声誉之间关系进行探讨。本文聚焦企业选择性环境信息披露行为与绿色声誉之间的关系,并基于上市公司的“漂绿”行为,分析选择性环境信息披露行为的影响机制及其后果,同时根据影响机制提出治理“漂绿”问题的政策建议。

二、文献综述

(一)环境信息披露的动因和后果研究

近年来关于环境信息披露的研究多集中于分析环境信息披露的动因和后果。从动因来看,企业进行环境信息披露主要出于三个方面的动因:第一,合规性动因。企业通过环境信息披露以符合监管部门或内外部利益相关者对公司的要求与期望(Charles, 2007; Cho, 2012; 胡天杨等, 2022),此时环境绩效与环境信息披露呈负相关关系(Patten, 2002; Clarkson et al., 2011)。第二,市值管理动因。企业通过环境信息披露以获得较好的环境绩效(Clarkson et al., 2008; 黄溶冰, 2022)。第三,可持续发展动因。企业通过向社会传达其较好的环境表现以获得额外的奖励和超额收益(Spence, 1978),进而提升企业价值。

环境信息披露会导致两种后果:第一,改变资本成本。环境信息披露一方面能够向投资

者传递其履行社会责任的信息(Hassel et al., 2005; Gao & Connors, 2011),减少信息不对称,从而减少资本成本(Aerts et al., 2008; 沈洪涛等, 2010; 吴红军, 2014);另一方面企业进行环境信息披露会承担一定的成本,使其权益资本成本增加(Richardson & Welker, 2001)。第二,影响企业价值。企业进行环境信息披露有助于其预期现金流量的增加(许林等, 2021),有助于企业的价值和股票收益的提升(Rikhardsson & Holm, 2010);然而,在某些情况下环境信息披露会降低企业的股东价值(Lyon & Maxwell, 2011),并且会对当期的经济绩效产生负面影响(陶克涛等, 2020),甚至与预期现金流量不相关(Plumlee et al., 2015)。

(二)环境信息披露对企业声誉的影响研究

随着企业声誉理论的逐渐完善和成熟,关于企业环境信息披露后果的研究不仅仅局限于经济后果,相关文献也开始涉及声誉后果。Fombrun(1998)提出了企业声誉包含:财务业绩、产品质量、员工关系、社区参与、环境表现和组织事务。也有学者从理论上论证了企业社会责任表现和其声誉之间的正相关关系(Carroll, 1979; Logsdon, 2002),并通过实证分析验证了这种相关性(官小燕、刘志彬, 2023)。

关于绿色声誉的定义,国内外尚未有较为统一的标准,国外大部分学者将其表述为环境声誉。绿色声誉最初被认为是企业的无形资产,并且此种资产可以促使企业采取环境保护的行为(Toms, 2002);国内学者将绿色声誉定义为企业由其自身及利益相关者的绿色环保行为而形成的外界对企业的评价(张化祥、张少华, 2008)。随着我国工业化和城市化进程的不断推进,利益相关者对企业的环境表现愈发重视,企业的绿色声誉逐渐发挥作用。多数学者发现企业的环境保护行为会影响其绿色声誉,企业的环保行为和环境信息披露都会提升企业的绿色声誉(Komarek et al., 2013; Dangelico, 2015; 段存儒等, 2022);但也有研究发现环境表现差的企业其绿色声誉反而较高(Cho et al., 2012)。

(三)选择性环境信息披露行为的研究

虽然环境保护、可持续发展等理念越来越被企业采纳,上市公司进行环境信息披露的比例也逐渐增大,但由于我国环境信息披露制度供给不足以及监管不到位、市场中的信息不对称较高(肖红军, 2013)、企业环境违法的成本较低(方颖、郭俊杰, 2018),导致企业的环境信息披露的质量参差不齐,存在不少选择性环境信息披露行为。选择性环境信息披露这类伪社会责任行为被认为是“漂绿”行为(Bowen, 2014)，“漂绿”(Greenwash)这一词最早是环保主义者 Jay Westerveld 在 1986 年提出的,最初是指公司为了迎合市场偏好,将公司产品包装成绿色环保的形式,而并不能发挥实际的环保作用的行为(Lyon & Montgomery, 2015);从信息传播角度看,“漂绿”行为被认为是对环境信息的选择性披露,夸大对公司有利信息而隐瞒模糊不利信息(Lyon & Maxwell, 2011)。《南方周末》根据我国实际情况,总结出中国市场上企业漂绿行为的主要表现形式包括公然欺骗、故意隐瞒、双重标准等(Polonsky et al., 1997)。

综上,本文基于选择性环境信息披露普遍存在的现实状况,结合现有文献进一步研究企业的选择性环境信息披露行为与其绿色声誉的相互关系,深入探讨企业环境信息披露对其绿色声誉的影响。环境信息披露能够对企业产生“信息效应”和“声誉保险效应”(宋献中等,2017),而这两种效应都能够帮助企业获得绿色声誉,本文将其归纳为“声誉获取效应”。本文创造性地构建了选择性环境信息披露这一指标,并将其分为“漂绿”和“洗棕”两个类别;同时讨论了企业信息披露行为与其绿色声誉的关系,证实“漂绿”类选择性环境信息披露能够提升企业的绿色声誉;而“洗棕”类环境信息披露行为则会损害企业的绿色声誉。本文在第三部分进行了假说演化和理论分析,第四部分提出实证研究的设计,第五部分对实证结果进行讨论与分析,最后一部分是全文的总结和政策建议。

三、假说演化和理论分析

(一)环境信息披露质量与绿色声誉

要分析选择性环境信息披露是否能够发挥作用,还需先对环境信息披露的影响作用进行分析,选择性环境信息能够对企业产生影响的前提是企业的环境信息披露是有效的信息,即环境信息披露能够对企业产生影响。根据信号传递理论,市场中具有信息优势的个体可通过信号传递中介将信息传递给信息劣势方(Spence,1978),而上市公司相对于其利益相关者和社会公众处于信息优势地位,能够通过环境信息披露报告这一媒介向外界传递其实际环境绩效,减少投资者和其他利益相关者对企业的信息不对称(Healy & Palepu,2001;王华、张程睿,2005),便于外界了解真实准确的企业状况。良好的环境信息披露不仅能够使企业获得环境合规的良好形象,还能够使利益相关者对其产生较好的认知,从而使得企业获得第三方良好的评价,形成绿色声誉。由此本文认为,上市公司的环境信息披露质量能够对其绿色声誉产生正向影响,提出假说1。

H1:企业的环境信息披露水平越高,企业的绿色声誉越好。

(二)选择性环境信息披露与绿色声誉

选择性环境信息披露是指企业进行环境信息披露时有选择性地对外公开企业环境相关的信息,进而表现为企业的环境信息披露内容与其实际的环境表现存在差异。这种“言行不一”的信息披露行为,已成为企业提升自身声誉的一种低成本方式。由于市场中存在信息不对称,企业外部的政府部门、媒体以及投资者等利益相关者获取信息的成本相对较高,无法准确地获取企业的真实环境信息,企业外部利益相关者大多是通过企业主动披露的信息来对其进行了解(孟晓俊等,2010)。因此,即使企业的真实环境表现较差,若其进行选择披露,重点披露并突出企业环境绩效较好的方面,而隐瞒其受到的处罚或环境违法事件,也能够为企业带来良好的绿色声誉。

表 1 选择性环境信息披露分类

第一类: 环境信息披露优 实际环境表现好	第二类(洗棕): 环境信息披露劣 实际环境表现好
第三类(漂绿): 环境信息披露优 实际环境表现差	第四类: 环境信息披露劣 实际环境表现差

本文按照企业的环境信息披露质量和其实际环境表现将样本企业分为四个类型:从表 1 可以看出第一类和第四类企业,它们的环境信息披露和实际表现是一致的,未进行选择披露;而第二类和第三类企业则为进行了选择性披露的企业,并且是两种不同类型的选择性披露。第二类企业的选择性披露属于“洗棕”(Brownwash)(Eun-Hee & Thomas, 2015),即在环境信息披露时较为谦虚地隐藏了自己较好的环境表现。因此此类选择性环境信息披露并不能为企业带来较好的绿色声誉。由于信息披露会产生一定的成本、降低股票回报并因此损害股东的利益,当环境管制宽松且公司的利润较低时,股东期望提高盈利能力的意见对公司尤为重要,因此公司会出于维护股东的利益而选择对好的环境表现“过分谦虚”地披露。第三类是“漂绿”(Greenwash)类的选择性环境信息披露,企业意图通过夸大好的环境信息披露来掩盖其较差的环境表现,从而获得良好的声誉,并获得额外的利益。因此,本文认为,只有“漂绿”类选择性环境信息披露行为能够为企业带来较好的绿色声誉,提出假说 2。

H2:企业进行“漂绿”类选择性环境信息披露能够提升企业的绿色声誉,产生“声誉获取”效应。

(三)政府监管和市场监管的外部治理影响

选择性披露虽然能够提升企业的绿色声誉,但是企业由此获得的绿色声誉与其实际环境表现并不相符,会形成虚假宣传,从而导致市场和投资者对企业有错误的认知,影响市场效率。因此,本文从企业的外部治理的角度讨论如何避免选择性环境信息披露的“声誉获取”效应。外部治理是企业外部的利益相关者通过相关法规、政策等手段对企业经营过程进行管理的行为,我们将企业外部治理分为政府监管和市场监管两个方面展开讨论。

企业所受到的政府监管主要表现为环境规制,环境规制是指政府通过非市场手段对企业生产经营过程中的环境相关行为进行的干预,具体包括显性环境规制和隐性环境规制(邵帅、杨振兵, 2017)。显性环境规制具体有三种表现形式:命令型、激励型和自愿型(赵玉民等, 2009)。当环境规制严格时,企业更容易受到惩罚,因此企业的环境违规行为会相对减少,其选择性环境信息披露的条件也更加艰难。市场监管的效率会因为市场中的信息不对称的程度不同而改变。媒体是重要的信息中介,会因企业本身的选择性披露产生信息不对称;非机构投资者多数只能通过企业对外披露的信息以了解企业,也具有较为严重的信息不对称。因此当市场中信息不对称程度严重时,企业的环境信息披露更能够混淆视听,且其所受到的市

场监督限制较小时,选择性披露也更容易对企业绿色声誉产生影响。综上,本文提出假说3。

H3a:当企业受到的环境规制更严格时,其选择性环境信息披露对绿色声誉的提升作用会减弱。

H3b:企业外部利益相关者与企业之间的信息不对称程度严重时,选择性环境信息披露对其绿色声誉的提升作用会增强。

四、研究设计

(一)样本与数据

由于非重污染企业的环境信息披露较少,本文将研究样本集中在重污染类型的上市公司中。因2018年之后未披露相关数据,所以本文只选取2014—2018年的数据。本文选取彭博社披露的2014—2018年我国851家上市公司的ESG评分,并筛选出其中的重污染企业,共有340家。删除ST公司和数据不完整的公司后,得到283家重污染公司样本,共获得1181条数据。相关的环境处罚数据来自IPE^①,通过手动整理得到样本企业每年的环境处罚或违规记录。上市公司的财务相关数据来自国泰安(CSMAR)数据库。

(二)变量定义

1. 解释变量:选择性环境信息披露

目前关于选择性披露的研究较少,对选择性信息披露没有较为一致的定义和衡量。本文根据Eun-Hee(2015)对“漂绿”和“洗棕”行为的研究定义了选择性环境信息披露,认为企业的环境信息披露中的信息与其实际环境表现不一致即为“选择性披露”。彭博社发布的ESG披露评分是对上市公司的环境、社会与公司治理方面信息披露的分类评价,其中E评分是对企业环境相关信息披露的打分,企业对环境信息披露得越全面、环境表现信息越正面,其获得的评分越高。因此,企业披露的有利于自身的环境信息越多,其E评分越高。企业的实际环境表现还可以通过其受到环保部门处罚的情况来判断,若某家上市公司的E评分高,但是却有较多环保处罚的记录,即认为此公司隐瞒了真实环境表现而进行了选择性披露。

由此,本文将E评分高于样本中位数但所受到环境处罚的次数也高于样本中位数的企业定义为“漂绿”类选择性披露;而E评分低于样本中位数但所受到环境处罚的次数也低于样本中位数的企业则定义为“洗棕”类选择性披露。

2. 被解释变量:绿色声誉

绿色声誉是指企业的利益相关者根据自己的直接经验、有关企业的行为及其主要竞争对手的相关信息对企业声誉作出的评价(Gotsi & Wilson, 2001)。目前应用最广泛的企业声誉衡

^① 公共环境研究中心;<http://www.ipe.org.cn/>。

量指标是《财富》杂志公布的全美最受欢迎公司(Fombrun & Shanley, 1990)的评价。本文用第三方机构对企业绿色表现的排名和奖励来衡量企业的绿色声誉:这些排名包括中国绿色公司100强;环保诚信企业称号;中国企业社会责任排行榜等。本文将上市公司获得的环保奖励主要分为两类:环保荣誉和环保认证。环保荣誉为在环境保护方面获得的荣誉,获得赋值1,未获得赋值0;而环保认证有ISO14001认证和ISO9001认证,ISO9000标准是对顾客的承诺,ISO14001标准是对政府、社会和众多相关方(包括股东、贷款方、保险公司等等)的承诺。本文将两种认证加总来体现企业对各方利益相关者产生的绿色声誉,若未获得认证则赋值0,获得一种认证赋值1,同时获得两种认证则赋值为2,最后再将两类环保奖励相加得到最终的企业绿色声誉变量。本文选取的环保奖励和认证的评选依据均为企业当年的表现,并且均以年为单位进行评审并授奖。

3. 调节变量:环境规制

企业所受到的环境规制强度与其所处城市的环境政策相关,城市的环境政策越严格,则该城市中的企业受到的环境限制越多。因此,本文以样本企业所在省份或直辖市当年新增的环境相关法规数量来衡量企业所受到的环境规制严格程度。以样本中位数将样本分为环境规制强和环境规制弱两个子样本。相关政策数据来自北大法宝数据库,通过手动整理得到。

4. 调节变量:信息不对称

当上市公司的利益相关者获取的公司信息与其本身的实际情况存在差距时,即产生了信息不对称。Cui等(2018)通过三个代理变量来衡量市场中的信息不对称:分析师的预测离差、股票市场的流动性和买卖价差。本文通过分析师的预测离差(准确度)以衡量投资者与企业之间的信息不对称,计算方法为股票预测的EPS(每股收益)减去该年该股票的实际EPS差值的绝对值再除以该股票的实际EPS的绝对值。由于分析师预测为时变变量,而行业整体的信息不对称程度较为稳定,随时间波动的幅度不大,因此本文用企业所处行业的信息不对称程度来定义企业个体的信息不对称程度。按照样本各行业的分析师预测离差中位数,将样本行业分为信息不对称程度高和低两类行业,然后按照样本企业所属的行业再将信息不对称程度分为高和低两类企业。

5. 控制变量

公司规模(*SIZE*),用样本公司年末总资产取自然对数来衡量;总资产收益率(*ROA*),用样本公司当年净利润与年末总资产的比值来衡量;股权集中度(*OC*),用样本公司第一大股东持股比例与第二至第十大股东持股比例的比值来衡量;公司的成长性(*GROW*),用样本公司营业收入的增长率来衡量;企业所有制(*SOE*),用样本公司是否属于国有公司进行分类;公共关系支出(*PR*),通过样本公司的财务报表中管理费用的二级科目招待费用来衡量;广告费用(*AD*),用样本公司当年广告支出来衡量。

(三)模型设定

本文的样本数据为非平衡的面板数据,通过模型(1)来验证假说1,模型中变量含义如表2所示。首先采用简单的OLS多元回归模型,并固定时间效应和企业效应,同时使用聚类到企业的稳健标准误;再对模型进行Hausman检验,最后通过固定效应模型或随机效应模型进一步检验环境信息披露质量对企业绿色声誉的影响,由于绿色声誉变量为序数变量,本文通过线性概率模型用Probit回归进行实证分析。

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ED_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 OC_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 SOE_{i,t} + \beta_7 PR_{i,t} + \beta_8 AD_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

本文进一步验证选择性环境信息披露对企业绿色声誉的影响。由于选择性环境信息披露变量是虚拟变量,绿色声誉变量是序数变量,因此本文采用Probit回归进行实证分析。具体模型如(2)所示,首先对全样本进行回归,然后分别以是否为第二类企业、是否为第三类企业(分类标准详见表1)为解释变量分别进行回归,分别检验“洗棕”类选择性披露和“漂绿”类选择性披露对绿色声誉的不同影响。

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SLEC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 OC_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 SOE_{i,t} + \beta_7 PR_{i,t} + \beta_8 AD_{i,t} + \varepsilon_i \quad (2)$$

若假说2成立,则可以认为环境信息选择性披露能够为企业带来绿色声誉。因此为明确减少这种误导性信息产生声誉的过程,需要进一步按照环境规制的不同以及信息不对称的差异对样本进行分类,以分析企业选择性环境信息披露在不同条件下对绿色声誉的影响。

表2 主要变量的定义及计算方法

	变量	定义	计算方法
被解释变量	绿色声誉(<i>GR</i>)	第三方机构对企业的 环境表现的评价	企业获得环境荣誉或奖励次数
解释变量	选择性环境信息披露 (<i>SLEC</i>)	“漂绿”类 “洗棕”类	E评分高,受到环境处罚多 E评分低,受到环境处罚少
	环境信息披露情况(<i>ED</i>)	上市公司对其环境相关信息 披露的数量和形式	彭博社的ESG披露评分中的E评分
调节变量	环境规制强度(<i>ER</i>)	企业所在省市环境规制严格程度	企业所处省份或直辖市当年 新增加的环境法规数量
	信息不对称(<i>AI</i>)	上市公司的利益相关者所获取的 公司相关信息与其本身的实际情 况存在的差距	股票预测的EPS减去该年该股票 的实际EPS的差值的绝对值再除 以该股票的实际EPS的绝对值
控制变量	公司规模(<i>SIZE</i>)		年末总资产取自然对数
	总资产收益率(<i>ROA</i>)		税后净利润/总资产
	股权集中度(<i>OC</i>)		公司前10位大股东持股比例之和
	公司的成长性(<i>GROW</i>)		营业收入的增长率
	公共关系支出(<i>PR</i>)		公司的财务报表中管理费用的二级科目招待费用
	广告费用(<i>AD</i>)		广告宣传支出
	企业所有制(<i>SOE</i>)		国有企业为1;非国有企业为0

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

表3是模型中主要变量的描述性统计结果,由于样本中有一家企业2015年未披露绿色荣誉,另有部分样本企业的财务报表未披露公共关系支出(*PR*)和广告支出(*AD*)而产生数据缺失,因此被解释变量的总样本量为1180。*SLEC*变量的均值为0.5817,说明样本中有超过一半的企业都进行了选择性环境信息披露,我国重污染行业中存在较为普遍的环境信息操纵行为。另外我们从变量*SOE*的均值可以看出样本中有近一半的企业为国有企业。

表3 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>GR</i>	1180	0.9890	1.0617	0.0000	3.0000
<i>ED</i>	1181	11.3914	7.1156	0.0000	48.0620
<i>SLEC</i>	1181	0.5817	0.4935	0.0000	1.0000
<i>SIZE</i>	1181	180.3769	291.4141	3.1004	3502.3464
<i>ROA</i>	1181	0.0735	0.0810	-0.6451	0.4498
<i>GROW</i>	1181	0.2041	1.1464	-0.6064	21.8856
<i>OC</i>	1181	3.9010	7.2387	0.2027	143.8873
<i>PR</i>	803	0.0782	0.0960	0.0011	0.9607
<i>AD</i>	758	3.7655	9.5778	0.0000	109.5502
<i>SOE</i>	1181	0.4970	0.5002	0.0000	1.0000

(二)环境信息披露水平与绿色声誉

按照环境信息披露和环境实际表现的好坏将样本企业分为四个类别,我们以第一类和第四类企业为样本检验上市公司环境信息披露水平的提升能否为企业带来较好的绿色声誉。以绿色声誉为被解释变量,企业的环境信息披露水平为解释变量进行模型(1)的回归分析,实证结果如表4所示。

表4 环境信息披露水平对公司绿色声誉影响的实证结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	OLS	RE	Probit
<i>ED</i>	0.0265*** (0.0129)	0.0642*** (0.0244)	0.0557*** (0.0124)	0.0975*** (0.0188)
截距项	2.0649*** (0.4087)	1.1239 (0.9693)	0.4227** (0.1911)	-0.6568*** (0.2466)
控制变量	否	是	是	是
年份固定效应	是	是		
企业固定效应	是	是		
样本量	230	230	230	230
R ²	0.2140	0.7723	0.0422	
伪R ²				0.1266

注:①***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著;②括号中的数值为标准误,下同。

从实证结果可以看出,上市公司环境信息披露的水平与企业的绿色声誉之间存在着较显著的正相关关系,说明上市公司环境信息披露的水平提升有助于提升其绿色声誉。我们进一步对选择性环境信息披露对企业绿色声誉的影响进行分析。

(三)选择性环境信息披露与绿色声誉

由于环境信息披露水平的提升能够对公司绿色声誉产生正向影响,因此在信息不对称程度高且环境违法成本低的条件下,选择性环境信息披露能够影响企业的绿色声誉。由于第二类和第三类企业进行了两种类型的选择性披露,本文先不区分披露行为类别进行实证检验,再根据结果分别讨论两种不同类型选择性披露的影响。

1. 不区分披露行为类别的选择性环境信息披露与绿色声誉

我们将第一类和第四类企业的 *SLEC* 变量赋值为0;第二类和第三类企业的 *SLEC* 变量赋值为1;并以 *SLEC* 为解释变量,绿色声誉为被解释变量,通过Probit模型对模型(2)进行回归分析,结果如表5所示。

表5 选择性环境信息披露对公司绿色声誉影响的实证结果

	(5)	(6)	(7)
	全样本	漂绿	洗棕
<i>SLEC</i>	0.0397 (0.1112)	0.5352*** (0.1331)	-0.4890*** (0.1238)
截距项	0.0441 (0.131)	0.0490 (0.1880)	0.3692* (0.1994)
控制变量	是	是	是
样本量	537	537	537
伪R ²	0.0158	0.0378	0.0366

可以看出,两个模型中的解释变量选择性披露都不显著。为进一步分析不同种类的选择性披露对企业绿色声誉的影响,本文接下来分别对“漂绿”和“洗棕”两类选择性披露赋值为1进行实证检验。

2. 区分披露行为类别的选择性环境信息披露与绿色声誉

我们先对“漂绿”类选择性披露的声誉效应进行实证检验,再对“洗棕”类环境信息披露进行实证检验,结果如表5中(6)、(7)列所示。模型(6)检验了“漂绿”类选择性披露对绿色声誉的影响,*SLEC*变量表示企业“漂绿”类选择性披露的状态,若样本为第三类企业则赋值为1,其他类别赋值为0;模型(7)检验了“洗棕”类选择性披露对绿色声誉的影响,*SLEC*变量表示企业“洗棕”类选择性披露的状态,若样本为第二类企业则赋值为1,其他类别赋值为0。从回归结果可以看出,两种类型的选择性环境信息披露对企业绿色声誉的影响存在很大差异。“漂绿”类选择性披露能够通过选择性地传递利好的环境信息显著地提升其公司的绿色声誉;而“洗棕”类选择性环境信息披露与绿色声誉之间存在着显著的负相关关系,这也验证了我们

之前的假说2。

(四)异质性分析:政府监管和市场监管的外部治理影响

前文的研究已表明上市公司的选择性环境信息披露行为会影响企业的绿色声誉,特别是“漂绿”类的选择性披露能够提升企业的绿色声誉,但此类选择性披露带来的绿色声誉会误导利益相关者。因此,为了减少这种情况的发生,本文试图从企业外部治理的角度讨论如何减轻选择性环境信息披露的“声誉获取”效应。

1. 政府监管:环境规制强度

本文根据企业经营地的环境规制强度将样本分为环境规制强度高和低两类子样本,并对两类子样本进行模型(2)的回归分析。由于控制变量 *PR* 和 *AD* 数据量较少,进行分类后进行回归的缺失值较多,因此在表6所示的回归中删去这两个控制变量,我们同样选用Probit模型进行回归分析,结果如表6所示。

表6 环境规制强度对选择性披露声誉效应的影响

	(8)	(9)	(10)
	环境规制严格	环境规制不严格	组间效应检验
<i>SLEC</i>	0.4361*** (0.1260)	0.6253*** (0.1241)	0.4405*** 0.0893 0.2482** 0.1249
<i>ER</i>			0.2171** 0.0847
截距项	-0.2761 (0.1796)	-0.3137* (0.1620)	-0.0879 0.1298
控制变量	是	是	是
样本量	567	602	1179
伪R ²	0.0381	0.0508	0.0491

表6中(8)列是环境规制严格子样本的回归结果,(9)列是环境规制不严格子样本的回归结果。表中可见,在环境规制严格和不严格地区的企业“漂绿”类选择性环境信息披露都显著地促进了企业绿色声誉的提升。对比可见,当企业处于环境规制不严格的地区时,其解释变量的系数值相对于环境规制严格地区的企业较大,其选择性环境信息披露对企业绿色声誉的提升作用也更大。因此,严格的政府监督能够降低选择性披露对企业绿色声誉提升的效率。此外,通过组间效应检验证明了两组解释变量存在显著差异。

2. 市场监管:分析师预测

分析师对上市公司的预测能够在一定程度上起到市场监管的作用,分析师预测的准确度间接体现了市场的信息不对称程度。环境信息披露主要通过信号传递机制发挥作用,当市场监管的效率提高时,选择性信息披露对绿色声誉提升作用也会减弱。本文根据分析师对企业

预测的离差大小将样本分为信息不对称程度高和低两类子样本,并通过 Probit 模型对两类子样本分别进行模型(2)的回归分析,结果如表7所示。

表7 分析师预测准确度对选择性披露声誉效应的影响

	(11)	(12)	(13)
	信息不对称程度高	信息不对称程度低	组间效应检验
<i>SLEC</i>	0.5346*** (0.1117)	0.4045* (0.2196)	0.2744** 0.1151
<i>SLEC</i> × <i>AI</i>			0.4453*** 0.1152
<i>AI</i>			0.2803** 0.1142
截距项	-0.4392*** (0.1613)	0.7401 (0.3455)	0.0749 0.1615
控制变量	是	是	是
样本量	667	188	855
伪 R ²	0.0586	0.0933	0.0488

模型(11)是信息不对称程度较高时的子样本回归结果,模型(12)是信息不对称程度低的子样本回归结果。表7中可见,信息不对称程度高和低的企业进行“漂绿”类选择性环境信息披露都显著地促进了企业绿色声誉的提升。但通过对比可以看出,当企业的信息不对称程度高时,其解释变量的系数值相对较大,选择性环境信息披露对企业绿色声誉的提升作用也更大。因此,企业信息不对称程度的降低能够缓解选择性披露对企业绿色声誉提升的效率,市场监督严格时,选择性环境信息披露对绿色声誉的提升作用减轻。此外,本文通过组间效应检验证明了两组解释变量存在着显著的差异。

本文采用异质性的样本对模型的稳健性进行了回归检验,从表7和表8的异质性分析结果可见,子样本的回归结果与全样本一致,因此模型具有稳健性。

(五)内生性检验

考虑到企业绿色声誉与选择性环境信息披露行为之间可能存在反向因果关系,由于本文所选取的被解释变量绿色声誉来自于第三方机构对企业的评价,其独立于企业环境信息披露的行为之外。因此,第三方机构对企业绿色声誉的评价,对企业选择性环境信息披露行为的内生性影响有限。

此外,本文由于样本的选择方式可能出现样本选择偏差的问题。本文通过 Heckman 两阶段法对此类问题进行检验。结果如表8和表9所示,第一阶段影响披露社会责任报告数量(*P*)的变量为:资产负债率(*LEV*)、前十大股东持股比例(*TOP10*)、托宾*Q*值(*Q*)、资产收益率(*ROA*)以及公司规模(*SIZE*)、企业经营年份(*YEAR*)以及所属行业(*IND*)等。其中,*IMR*(逆米尔斯比 λ)系数在模型中均不显著,表明不存在样本选择偏差的问题。

表8 环境信息披露与绿色声誉的Heckman两阶段回归结果

被解释变量 <i>P</i>	(14) Probit	被解释变量 <i>GR</i>	(15) OLS	(16) RE	(17) Probit
<i>LEV</i>	0.222 (0.1448)	<i>ED</i>	0.0571*** (0.0129)	0.0557*** (0.0126)	0.0975*** (0.0188)
<i>Q</i>	-0.0002*** (0.0001)	<i>IMR</i>	-1.4746 (1.1675)	0.0277 (0.6534)	0.6975 (0.8809)
<i>TOP10</i>	0.0037** (0.0016)	截距项	2.2372 (1.7985)	0.3803 (1.0197)	-1.7389 (1.3893)
<i>SIZE</i>	0.0005*** (0.0001)	控制变量	是	是	是
<i>ROA</i>	0.3743 (0.3198)	年份固定效应	是		
<i>YEAR</i>	0.0622*** (0.0165)	企业固定效应	是		
<i>IND</i>	-0.0021 (0.0053)	样本量	230	230	230
截距项	-123.9797*** (33.204)	R ²	0.3227	0.0423	
样本量	1181	伪R ²			0.1286
R ²	0.093				

表9 选择性环境信息披露与绿色声誉的Heckman两阶段回归结果

被解释变量 <i>P</i>	(18) Probit	被解释变量 <i>GR</i>	(19) Probit
<i>LEV</i>	0.222 (0.1448)	<i>SLEC</i>	1.0095*** (0.1752)
<i>Q</i>	-0.0002*** (0.0001)	<i>IMR</i>	-0.0001 (0.0007)
<i>TOP10</i>	0.0037** (0.0016)	截距项	-0.1589 (0.2134)
<i>SIZE</i>	0.0005*** (0.0001)	控制变量	是
<i>ROA</i>	0.3743 (0.3198)	样本量	263
<i>YEAR</i>	0.0622*** (0.0165)	伪R ²	0.1225
<i>IND</i>	-0.0021 (0.0053)		
截距项	-123.9797*** (33.204)		
样本量	1181		
R ²	0.093		

六、结论与政策建议

本文通过中国重污染行业2014—2018年的环境信息披露数据,检验了上市公司选择性环境信息披露的“绿色声誉获取”效应。首先验证企业的环境信息披露水平提升能够为企业带来良好的绿色声誉,随后将选择性环境信息披露行为分为“洗棕”和“漂绿”两个类别,研究发现上市公司进行“漂绿”类选择性环境信息披露能够向利益相关者传递其积极履行社会责任的信息,同时树立企业环保合规的形象,从而提升公司的绿色声誉;而“洗棕”类环境信息披露行为则会损害企业的绿色声誉。

对于这种机会主义的“声誉获取”行为,可通过外部治理来进行约束:当市场的监督更加严格时,企业会减少选择性披露这类违规行为,且选择性披露的“声誉获取”效应也会减弱;而当信息不对称的程度减轻时,分析师预测的准确程度会大幅提升,市场监督则会影响企业选择性环境信息披露的“绿色声誉获取”的效率。

本文建议,对于企业的选择性环境信息披露行为,可以从政府监管和市场监督两种机制以强化企业环境信息披露管理。第一,政府部门在制订环境信息披露条例时,应当具体地规定企业所要披露的项目和口径。针对企业在环境信息披露中的隐瞒和误导行为,必要时可采用强制措施,并加大环境信息造假曝光后的惩罚力度,在合理范围内增强企业的环境规制。第二,企业的利益相关者应当加强其对企业环境信息披露的关注,媒体作为信息传递的中介,要结合实际情况,强化对环境绩效好的企业的宣传,并及时曝光环境违规的企业。第三,社会中介机构以及分析师等专业人士,应当更多地关注企业的客观环境信息而非其主动公开的环境信息;投资者应进一步提升绿色发展理念以持续地监督企业选择性环境信息披露行为。

参考文献:

- [1] 段存儒,王琳杰,周小喜,等. 环境信息披露与绿色产品市场信息不对称:作用机理与实证检验[J]. 统计与信息论坛, 2022, 37(12): 66-77.
- [2] 方颖,郭俊杰. 中国环境信息披露政策是否有效:基于资本市场反应的研究[J]. 经济研究, 2018, 53(10): 158-174.
- [3] 官小燕,刘志彬. 环境信息披露与企业“脱虚向实”——来自制造业重污染上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2023, 3(03): 1-13.
- [4] 黄溶冰. 企业漂绿问题及其治理[J]. 湖湘论坛, 2022, 35(05): 98-107.
- [5] 胡天杨,谌仁俊,涂正革. 环境信息披露评价与市场价值:第三方机构的影响研究[J]. 世界经济, 2022, 45(11): 150-176.
- [6] 孟晓俊,肖作平,曲佳莉. 企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架[J]. 会计研究, 2010, 31(09): 25-29.

- [7] 沈洪涛,游家兴,刘江宏.再融资环保核查、环境信息披露与权益资本成本[J].金融研究,2010,(12):159-172.
- [8] 邵帅,杨振兵.环境规制与劳动需求:双重红利效应存在吗?——来自中国工业部门的经验证据[J].环境经济研究,2017,2(02):64-80.
- [9] 宋献中,胡珺,李四海.社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J].金融研究,2017,(04):161-175.
- [10] 陶克涛,郭欣宇,孙娜.绿色治理视域下的企业环境信息披露与企业绩效关系研究——基于中国67家重污染上市公司的证据[J].中国软科学,2020,(02):108-119.
- [11] 王华,张程睿.信息不对称与IPO筹资成本——来自中国一级市场的经验数据[J].经济管理,2005,27(06):13-20.
- [12] 吴红军.环境信息披露、环境绩效与权益资本成本[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2014,(03):129-138.
- [13] 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,2013,30(06):109-121.
- [14] 许林,林思宜,钱淑芳.环境信息披露、绿色技术创新对融资约束的缓释效应[J].证券市场导报,2021,350(09):23-33.
- [15] 张化祥,张少华.基于绿色声誉生成模型的企业战略对策研究[J].财会研究,2008,(08),59-60.
- [16] 赵玉民,朱方明,贺立龙.环境规制的界定、分类与演进研究[J].中国人口·资源与环境,2009,19(6):85-90.
- [17] Aerts, W., D. Cormier, and M. Magnan. Corporate Environmental Disclosure, Financial Markets and the Media: An International Perspective[J]. Ecological Economics, 2008, 64(03): 643-659.
- [18] Bowen, F. Greenwashing in Corporate Environmentalism Research and Practice[J]. Organization & Environment, 2014, 27(02): 107-112.
- [19] Carroll, A. B. A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance[J]. Academy of Management Review, 1979, 4(04): 497-505.
- [20] Charles, C. The Role of Environmental Disclosures as Tools of Legitimacy: A Research Note[J]. Accounting, Organizations and Society, 2007, 32(70): 639-647.
- [21] Cho, H. Corporate Disclosure of Environmental Capital Expenditures: A Test of Alternative Theories[J]. Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2012, 25(03): 486-507.
- [22] Cho, C. H., R. P. Guidry, A. M. Hageman, and D. M. Patten. Do Actions Speak Louder Than Words? An Empirical Investigation of Corporate Environmental Reputation[J]. Accounting Organizations & Society, 2012, 37(01): 14-25.
- [23] Clarkson, M., B. Overell, and L. Chapple. Environmental Reporting and Its Relation to Corporate Environmental Performance[J]. Abacus, 2011, 47(01): 27-60.
- [24] Clarkson, P. M., Y. Li, and G. D. Richardson. Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis[J]. Accounting, Organization and Society, 2008, 33(4/5), 303-327.
- [25] Cui, J., H. Jo, and H. Na. Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? [J]. Journal of Business Ethics, 2018, 148(03): 549-572.
- [26] Dangelico, R. M. Improving Firm Environmental Performance and Reputation: The Role of Employee GreenTeams[J]. Business Strategy and the Environment, 2015, 24(08): 735-749.
- [27] Eun-Hee, K. and L. Thomas. GreenwashvsBrownwash: Exaggeration and Undue Modesty in Corporate Sustainability Disclosure[J]. Organization Science, 2015, 26(02): 705-723.

- [28] Fombrun, C. J. Indices of Corporate Reputation: An Analysis of Media Rankings and Social Monitors' Ratings[J]. *Corporate Reputation Review*, 1998, 1(04): 327–340.
- [29] Fombrun, C. and M. Shanley. What's In a Name? Reputation Building and Corporate Strategy[J]. *The Academy of Management Journal*, 1990, 33(02): 233–258.
- [30] Gao, L. S. and E. Connors. Corporate Environmental Performance, Disclosure and Leverage: An Integrated Approach[J]. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2011, 3(02): 1–26.
- [31] Gotsi, M. and A. M. Wilson. Corporate Reputation: Seeking a Definition[J]. *Corporate Communications: An International Journal*, 2001, 6(01): 24–30.
- [32] Hassel, L., H. Nilsson, and S. Nyquist. The Value Relevance of Environmental Performance[J]. *European Accounting Review*, 2005, 14(01): 41–61.
- [33] Healy, P. M. and K. G. Palepu. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1–3): 405–440.
- [34] Komarek, T. M., F. Lupi, M. D. Kaplowitz, and L. Thorp. Influence of Energy Alternatives and Carbon Emissions on an Institution's Green Reputation[J]. *Journal of Environmental Management*, 2013, 128(10): 335–344.
- [35] Logsdon, J. M. Reputation as An Emerging Construct in the Business and Society Field[J]. *Business & Society*, 2002, 41(04), 365–370.
- [36] Lyon, T. P. and J. W. Maxwell. Greenwash: Corporate Environmental Disclosure Under Threat of Audit[J]. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2011, 20(01): 3–41.
- [37] Lyon, T. P. and A. W. Montgomery. The Means and End of Greenwash[J]. *Organization & Environment*, 2015, 28(02): 223–249.
- [38] Patten, M. The Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: A Research note[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2002, 27(08): 763–773.
- [39] Plumlee, M., D. Brown, R. Hayes, and S. Marshal. Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2015, 34(04): 336 – 361.
- [40] Polonsky, M. J., L. Carlson, S. Grove, and N. Kangun. International Environmental Marketing Claims: Real Change or Simple Posturing? [J]. *International Marketing Review*, 1997, 14(04): 218–232.
- [41] Richardson, A. J. and M. Welker. Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2001, 26, (7): 597–616.
- [42] Rikhardsson, P. and C. Holm. The Effect of Environmental Information on Investment Allocation Decisions—An Experimental Study[J]. *Business Strategy & the Environment*, 2010, 17(06): 382–397.
- [43] Spence, M. JOB Market Signaling—Science Direct[J]. *Uncertainty in Economics*, 1978, 87(03): 281, 283–306.
- [44] Toms, J. S. Firm Resources, Quality Signals, and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidenced[J]. *The British Accounting Review*, 2002, 34(03): 257–282.

Research on the Impact of Selective Environmental Information Disclosure on Corporate Green Reputation

Mai Yong, Tang Yue, Meng Lei

(Business School of East China University of Science and Technology)

Abstract: With the gradual development of the legal disclosure of environmental information by enterprises in China, the norms for environmental disclosure by enterprises have gradually improved, but this has also led to various environmental information disclosure behaviors. This paper takes heavily polluting listed companies as samples and analyzes whether companies' selective environmental information disclosure will affect their green reputation. Through the analysis of heterogeneity, this paper examines the differences of this relationship under different external governance conditions, and puts forward relevant policy recommendations. Research has shown that: "green washing" selective environmental information disclosure has a "reputation acquisition" effect, which can enhance its green reputation, while there is a significant negative correlation between selective environmental information disclosure of "brown washing" and the company's green reputation. The efficiency of this "reputation acquisition" effect will be reduced due to external governance such as strict environmental regulations and reduced information asymmetry. After the robustness test and endogeneity test of the model, the conclusion is still valid. This paper concludes that the selective environmental information disclosure of enterprises can be managed through government supervision and market supervision, and the government and market departments should jointly control the selective environmental information disclosure.

Keywords: Selective Disclosure; Green Reputation; External Governance; Environmental Regulation

JEL Classification: L20, Q50

(责任编辑:卢 玲)