

绿色概念炒作与企业绩效: 来自产品市场的新发现

王 新¹ 郝晓蓓¹ 孙 月²

(1.西南财经大学会计学院,四川 成都 611130;
2.四川旅游学院经济管理学院,四川 成都 610100)



内容提要:在企业绿色转型进程中,上市公司的绿色概念宣传与行为是否“言行一致”?其内在的动机是什么?是否会带来预期的后果?围绕这一问题,本文探究了企业绿色概念炒作行为对企业产品市场绩效的影响。研究发现,企业绿色概念炒作行为短期内提升了企业的产品市场绩效。其中,绿色概念炒作一方面提高了外部媒体关注,通过声誉效应加强了客户与企业的合作意愿,进而扩大市场需求;另一方面,其降低了外部融资约束,通过资源汇聚效应提高了企业的财务实力,可满足扩大的市场需求。具体来看,概念炒作对企业产品市场绩效的正向效应在市场竞争更激烈的行业、环境污染程度较轻以及当地政府更重视环保问题的地区样本中更加显著。从长期来看,绿色概念炒作最终会加剧企业未来股价崩盘风险,反映了较差的商业前景;而资本市场ESG评级制度则抑制了绿色概念炒作对企业产品市场绩效的影响,发挥了积极的治理效应。本文揭示了企业绿色概念炒作的战略动机,发现其虽然短期内改善了企业的产品市场绩效,但却严重损害了企业的资本市场绩效,不利于其长期发展。本文拓展了对企业绿色概念炒作经济后果的认知,也为政府监督与治理该现象和推动绿色发展提供了重要启示。

关键词:绿色概念炒作 产品市场绩效 声誉效应 资源汇聚效应

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2024)07—0190—19

一、引言

在推动人与自然和谐共生的中国式现代化进程中,多方参与的环境治理增强了社会公众的环保意识,促使企业结合绿色理念调整自身商业模式以满足市场需求。根据尼尔森IQ发布的2023年中国零售市场展望报告,28%的消费者转变为绿色消费模式,还有40%的消费者表示可持续和环保是其选择品牌时的首要考虑目标^①。在此背景下,企业需要不断加强环保投资和创新绿色技术以实现实质性的绿色转型。根据2021年最新数据显示,全国环境污染治理投资总额为0.95万亿元,占全社会固定资产投资总额的1.7%;全国环保产业营业收入约2.18万亿元,同比增长约11.8%^②。然而,环保投资往往具有周期长、收益低、见效慢的特点(唐国平等,2013)^[1],为企业积极落实绿色发展带来了挑战,部分企业缺乏坚持长期环保投资的决心。与此同时,绿色信贷的发展

收稿日期:2023-03-25

作者简介:王新,男,博士生导师,教授,研究方向为公司治理,电子邮箱:xinwang@swufe.edu.cn;郝晓蓓,女,博士研究生,研究方向为公司治理、供应链管理等,电子邮箱:DH5927@163.com;孙月,女,讲师,研究方向为公司治理、国际贸易等,电子邮箱:SYEsunyue@163.com。通讯作者:郝晓蓓。

① 数据来源:2023年中国零售市场展望[R]. 尼尔森IQ,2023-07-26。

② 数据来源:2021年中国生态环境统计年报[R]. 中华人民共和国生态环境部,2023-01-18。

及相关政策的支持强化了企业环境责任信息披露的重要性,而未要求强制披露的环境事项以及缺失的统一披露标准和规范使得企业在环境信息披露中具有较高的自由度,且环境信息中包含的前瞻性信息所需量化程度较低也难以被即时验证,种种因素叠加可能导致企业在环境责任表现上的“言行不一”,也即大量披露正向环境信息的同时缺乏与之匹配的实际环保行动。这种绿色概念炒作现象不利于推进绿色发展进程,严重阻碍了生态文明建设。因此,厘清企业绿色概念炒作的内在动机以及市场对企业潜在“绿色谎言”的反应,对于推动有效的绿色治理至关重要。

学术界主要基于信息传递理论和合规性理论对企业绿色概念炒作行为的动机和经济后果进行探讨。信号理论认为,企业利用信息优势向外界传递有利于企业的积极信号,以满足外部利益相关者对企业基本面信息的需求(Courtis, 1998)^[2]。利用环境信息向外传递有关企业绿色发展理念的正面信号,逐渐成为企业体现其合法性并缓解压力的重要载体(黄溶冰和赵谦, 2018)^[3]。且相较于实质性的环保行动,环境信息操纵的成本更低,引发了企业的机会主义行为(李哲, 2018)^[4]。因此,当企业面临较高的媒体监督压力(潘爱玲等, 2019)^[5]、投资不足(李常青和辛立柱, 2024)^[6]以及经营状况不佳(杨广青等, 2020)^[7]时,其更可能通过绿色概念炒作来粉饰其环境形象,以改善现状。已有研究发现,企业夸大其环境责任表现来迎合绿色信贷标准,以便向银行融资(李哲和王文翰, 2021)^[8];通过ESG披露来美化自身形象,以获取政府补贴(Zhang, 2023)^[9];利用环保承诺来引发更积极的市场反应,以提升企业价值(Peng等, 2023)^[10]。

尽管现有文献揭示了企业环境表现“言行不一”的自利动机和部分经济后果,集中验证了其对企业资源获取和价值创造的影响,但却忽略了其可能存在的“双刃剑”效应。本文认为,企业的产品市场绩效反映了其经营状况和竞争地位,是市场评估企业未来价值的基础,因而也是考察企业绿色概念炒作经济后果时不可或缺的一环。鉴于现有研究的不足,本文从理论上分析了绿色概念炒作的内在动机,以2010—2020年A股上市公司为样本,实证检验了其对企业短期产品市场绩效和长期资本市场风险的影响,并厘清其作用机制。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:(1)本文揭示了企业绿色概念炒作的产品市场动机,验证了其对企业短期和长期绩效的不同影响,拓展了绿色概念炒作经济后果的相关研究。已有研究分别考察了绿色概念炒作对企业资源获取和价值创造的影响,而企业的产品市场绩效作为企业股票价值的基础和连接此二者的重要路径却尚未受到关注。本文发现绿色概念炒作短期内提升了产品市场绩效,却招致了未来股价崩盘风险,严重损害企业长期绩效,揭示了其对业绩影响的两面性,进一步丰富了相关研究。(2)本文丰富了企业产品市场绩效影响因素的研究。已有文献基于公司信息披露,讨论了企业社会责任(蒋德权和蓝梦, 2022)^[11]、数字化转型(陈华等, 2023)^[12]、虚假陈述(辛清泉等, 2019)^[13]等对企业产品市场绩效的作用。而本文基于“言行不一”的思路构建绿色概念炒作指标,从新的角度探究了策略性信息披露对企业产品市场绩效的不同影响机制,深化了企业产品市场绩效影响因素的相关研究。(3)本文为市场识别企业绿色概念炒作提供了一种思路,同时针对绿色概念炒作的治理提出了相应的建议。本文进一步验证了资本市场ESG评级制度的治理作用,为监管部门对上市公司信息披露的监测提供了启发,有助于加强其对企业误导性披露行为的识别与审查,以维护良好健康的市场信息环境。

二、理论分析与研究假设

1. 绿色概念炒作的动机与经济后果

声誉理论认为,声誉是利益相关者基于企业过去的行为表现和结果对企业形成的综合印象和评价,构成了利益相关者对企业的总体认知(Lai等, 2010)^[14]。良好的企业声誉作为企业建立竞争优势所需的重要战略资源,有助于企业获取股票溢价,吸引人才及商业投资伙伴,产生持续的盈利能力,

增加融资途径等(Klein和Leffler,1981^[15];Roberts和Dowling,2002^[16]),被高管视为是企业最重要的无形资产(Graham等,2014)^[17]。因此,企业声誉的建立和维护对企业的长期发展显得尤为关键。

环境信息作为一种反映企业社会责任表现的非财务信息,能够体现企业在社会中的团体合法性,降低企业可能面临的环境、法律风险等,树立良好的绿色声誉(黄溶冰和赵谦,2018)^[3]。另外,企业在经营绩效不佳或声誉受损时,也倾向于通过大量披露非财务类环境信息来扭转颓势,实现声誉修复(杨广青等,2020)^[7]。已有研究表明,企业环境责任信息披露带来的声誉效应有助于企业提高客户忠诚度(Bardos等,2020)^[18],获得银行和投资者的青睐,从而缓解其融资压力(范丹和付嘉为,2021)^[19],抵御其由于投资不足所引发的合法性风险(李常青和辛立柱,2024)^[6]。尤其在近年来强调要逐步推动绿色发展、构建绿色制造体系的背景下,企业的环境责任表现备受关注,并对企业声誉产生重大影响,促使企业将环境信息披露作为建立和维护企业声誉的重要途径。

尽管企业的环境信息对评估其声誉风险十分重要,外部利益相关者却难以直接了解到企业的实际环保努力,致使企业的环保承诺无法被即时验证(Lyon和Maxwell,2011)^[20]。同时,市场参与者可能缺乏对企业真实环境表现进行深入调查以识别其绿色谎言的动机。比如,银行在签署短期债务契约时可能会忽略对企业环境信息真实性的判断(李哲和王文瀚,2021)^[8];金融评级机构为满足机构投资者对相关环保金融产品的需求,也可能在考察企业信息真实性时表现出“偷懒”的倾向(Yang,2022)^[21]。因此,企业具有动机和空间利用绿色概念炒作进行自我包装,构建绿色声誉以吸引利益相关者并实现自利。目前,已有文献证明了绿色概念炒作在企业的资源获取和价值创造方面的作用。比如,企业夸大其环境责任表现来迎合银行授信标准,创造融资便利(李哲和王文瀚,2021)^[8]。面临财务困境的企业也有强烈动机通过“漂绿”来持续获取政府补贴,以应对危机(Zhang,2023)^[9]。除了获取资源以外,企业也可能利用绿色概念炒作来吸引投资者,进而提高市场价值。Martin和Moser(2016)^[22]指出,管理层在年报中频繁将绿色投资与其形成的社会效益而非公司成本挂钩,并借此产生更积极的市场反应;Peng等(2023)^[10]发现,企业在面临外部不确定性时,可能会策略性地增加环保社会责任承诺,以获取投资者信任并保证稳定的市场回报;孙晓华等(2023)^[23]则更明确地指出,企业采取“言过其实”的碳信息披露模式来提高公司价值,显示出迎合倾向。

然而,客户作为对企业长期经营和发展有关键作用的合作伙伴,却鲜有文献关注其对企业绿色概念炒作的反馈,也即企业的产品市场绩效。企业的产品市场绩效是企业经营成果的体现,是决定企业市场价值的基础,是企业声誉作为竞争优势的具象化,因而也是企业从实现资源获取到市场认可之间必不可少的一环。因此,有必要针对企业绿色概念炒作在产品市场中所产生的经济后果展开研究。

2. 绿色概念炒作与企业产品市场绩效

根据信号传递理论,环境信息披露能够降低企业与利益相关者之间的信息不对称,反映企业的未来发展前景并揭示企业可能面临的合法性风险,以便利益相关者预测企业未来现金流并进行相应的决策(Dai等,2018)^[24]。已有研究发现,企业环境责任信息的披露有助于提高信息透明度(Huang等,2024)^[25],提高合法性并抵御市场风险(曾辉祥等,2018)^[26],加强其与利益相关者之间的信任,从而建立紧密的合作关系并获取相应的资源,最终形成自身竞争优势并实现可持续发展(He等,2022)^[27]。企业通过环境信息披露包装自身绿色形象,维护自身环境声誉并展示其合法性,以博取客户信任并加强合作,同时也吸引各利益相关者为其提供资金支持,进而帮助其在市场竞争中取得优势,提升产品市场绩效。因此,企业通过绿色概念炒作释放出的有利信号将从声誉效应和资源汇聚效应两方面影响企业产品市场绩效。

一方面,绿色概念炒作通过声誉效应加强了客户的合作意愿,扩大了市场需求,是建立竞争优势的先决条件。声誉理论认为,声誉是利益相关者对企业的综合评估,展现了企业未来持续创造价

值的能力。早期企业社会责任被认为是企业声誉的重要组成部分(Fombrun, 2005)^[28]。当企业传达出强烈的社会责任感时,其表现出较高的合法性,使得外界对该企业的判断受到积极的影响。而随着全社会环保意识逐渐增强,企业的环境责任表现也受到广泛关注。环境信息披露有助于企业建立良好的绿色声誉,降低合规性风险,以获取利益相关者对企业的认可和支持。比如,Cormier等(2011)^[29]指出,碳信息披露能够显著改善企业声誉和形象,提高企业的知名度。对于客户来说,其往往倾向于与具备绿色声誉的企业进行合作以获取对环境友好的产品或服务(Thomas等, 2021)^[30],间接地推动企业减少生产过程的资源浪费和环境污染,降低因违反环保法律法规所招致的风险(Bansal和Roth, 2000)^[31]。即便对环保实践没有特殊偏好,客户也普遍对声誉较高的企业产生强烈的合作意愿(Camerer, 1988)^[32]。因此,从声誉理论来看,绿色概念炒作能够帮助企业建立和维护声誉,增强客户信任并吸引其与之合作,从而提升企业产品市场绩效。具体地,由于企业在宣传其环保理念时通常会主动借助媒体报道来强化其绿色形象并形成市场影响力(徐莉萍等, 2011)^[33],而媒体作为具有社会公信力的信息发布和扩散平台,也倾向于报道环境、社会责任感较强的企业(曾辉祥等, 2018)^[26],因而企业绿色概念炒作会引起更多的媒体关注和报道,进而通过其专业的信息传播性和强大的舆论影响力来帮助企业更好地树立绿色形象并引发客户对企业的认可,强化声誉效应。据此,媒体关注度作为企业声誉强化、市场需求扩大的体现,是本文探讨的重要机制之一。

另一方面,绿色概念炒作通过资源汇聚效应缓解了企业融资约束,为其有效参与市场竞争提供了资源保障。根据资源依赖理论和市场行为理论,企业不断调整战略、采取各项行为决策来实现其利润最大化或占据更高的市场份额,而这些活动依赖于企业与外部组织的资源交换。企业在争夺市场份额过程中需要获取足够的资源以便其开展生产、投资、营销等多项战略活动并提供相应的产品和服务,从而提升其充分参与产品市场竞争的能力,最终建立竞争优势(Fresard, 2010)^[34]。相反,若企业获取资金不畅,则可能在市场竞争中变得被动,甚至被竞争对手掠夺市场份额(Rahaman, 2011)^[35]。外部融资约束可能会阻碍企业充分参与市场竞争(刘行和吕长江, 2018)^[36],不利于企业有效调配自身资源并发展其核心业务,可能降低其产品竞争力(陈华等, 2023)^[12]。而随着绿色信贷大力推行,企业采取“多言寡行”的环保实践模式来迎合银行的授信标准,有助于短期内获取更多贷款(李哲和王文瀚, 2021)^[8]。此外,面临财务困境的企业通过夸大其环境责任表现来持续获取政府补贴(Zhang, 2023)^[9],并且这种信息操纵策略也未能被金融评级机构所识别,进而吸引更多抱有绿色投资理念的机构投资者注入资金(Yang, 2022)^[21]。因此,绿色概念炒作通过资源汇聚效应来缓解融资约束,提高企业充分参与市场竞争的能力,进而满足扩大的市场需求并占领市场份额,融资约束的降低也成为本文探讨的另一重要机制。

基于以上讨论,本文提出如下假设:

H₁:企业的绿色概念炒作有助于提高企业的产品市场绩效。

三、研究设计

1. 样本选取和数据来源

本文以2010—2020年沪深两市A股所有上市公司为初始样本,在分别剔除金融行业公司、在境外交叉上市的公司、ST以及主要变量缺失的公司后,最终得到772家披露环保投资数额的公司以及2625个公司一年观测值作为全样本。其中,公司环保投资数据由对上市公司社会责任报告、可持续发展报告、环境报告书以及综合报告等手工搜索相关关键词所得,绿色环保相关概念关键词词频数据由Python对年报中“管理层讨论与分析”部分的词频统计所得,其余公司层面财务数据与治理数据均来自中国经济金融研究数据库(CSMAR)和中国研究数据服务平台(CNRDS)。最终,为避免极端值导致的偏差,本文对连续变量进行了前后1%的缩尾处理。

2.模型设计与主要变量

为考察绿色概念炒作对企业产品市场绩效的影响,本文设计模型如下:

$$Sales_{i,t+1}/Sales_Pro_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Green_hype_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (1)$$

其中, $Sales_{i,t+1}$ 和 $Sales_pro_{i,t+1}$ 分别为企业营业收入的自然对数和其所占的市场份额,均用于刻画企业*i*在第*t+1*年的产品市场绩效; $Green_hype_{i,t}$ 表示企业*i*在第*t*年的绿色概念炒作程度; $Controls_{i,t}$ 则是企业层面特征变量; $\varepsilon_{i,t+1}$ 为随机误差项。此外,模型中还加入了行业和年份固定效应。各主要变量的具体设定说明如下:

(1)绿色概念炒作水平($Green_hype$)。已有研究指出,公司的环保承诺和声明可能是一种“绿色谎言”,判定的关键就在于其文本表述与真实绩效之间的不匹配(Gatti等,2021)^[37]。据此,企业绿色概念炒作本质上是一种对环境责任的象征性而非实质性的响应,体现为“言行不一”的表述性操纵。现有文献关于概念炒作指标的设计,大致归为以下三类:①直接根据企业环境披露事项的类型和性质来划分企业的“言”和“行”,并利用其披露程度的差异来描述企业表述性操纵的程度。比如,黄溶冰等(2020)^[38]将企业的环境信息披露事项分为实质性环境行动和象征性环境口号,认为当象征性披露事项占比更高时,企业的表述性操纵程度也更高。李哲(2018)^[4]建立企业环境战略和行动信息的词典,并分别将年报中代表企业“言”和“行”的词频占总词数之比与当年行业中位数相比较,构造企业“少言多行”“多言多行”“少言寡行”和“多言寡行”四个虚拟变量,用以表示企业“言”“行”不同程度差异的四种环境披露模式。②通过验证企业信息披露与负面的经济后果或环境绩效之间的相关性,来证明概念炒作的存在。例如,Kim和Lyon(2011)^[39]发现,进行自愿披露温室气体减排量的企业反而产生了更多的排放量,表明其在面临监管压力时会进行策略性环境披露以“粉饰”自身。赵璨等(2020)^[40]以“互联网+”话题为例,发现公司在年报中对相关信息披露次数越多,其未来股价崩盘风险越高,证实了企业策略性炒作的存在。③采用企业的信息披露文本数据与企业环保投入或环境绩效等客观财务数据的偏离程度来刻画企业的信息操纵情况。Zhang(2023)^[9]利用标准化的企业ESG披露指数与评级之差作为企业漂绿行为的测度,该差值越大则说明企业漂绿情况越严重。李哲和王文翰(2021)^[8]采用企业当年环保投资代替年报中环境行动词频作为“行”的测度,构造企业在环境责任表现上“多言寡行”的虚拟变量。

为避免行动披露指标的主观性和经济后果的滞后性,本文使用更为客观和准确的财务数据来刻画企业环境行动,进而对企业“言行不一”的绿色概念炒作程度进行度量。具体而言,本文采用公司年报的“管理层分析与讨论”部分中有关绿色概念的词频占比与公司当年环保投资占比之比作为企业“言行不一”程度的度量,认为当此连续变量越大时,企业“言行不一”的炒作程度越高。具体地,本文首先以中国证券投资基金业协会2018年发布的《绿色投资指引(试行)》第一章总则中的第三条关于绿色投资的概念提供的相关词语为基础,人工选取了33个词语作为种子词^①。其次,使用自然语义处理方法中的Word2vec词嵌入模型(Mikolov等,2013)^[41],将种子词嵌入到向量空间中,对年报中管理层讨论与分析的词语进行处理,再在同一向量空间中根据种子词与输出词之间的余弦相似度,针对每个种子词筛选出五个与该种子词语义最相近的词语。最后,本文剔除重复词语以及与绿色投资不太相关的词语,形成本文的绿色投资词典(如表1所示)。

表1 绿色投资词典

绿色	绿色投资	绿色生态	污染物	承受度	环境	生态环境
生态建设	环境治理	环境效益	低碳	碳循环	降碳	减碳
碳中和	环保	环境保护	环境污染	修复治理	碳达峰	节能
降耗	节材	余能	社会效益	减排	防治	再生能源

^① 绿色投资指引(试行)[R]. 中国证券投资基金业协会,2018-11-10。

续表 1

绿色	绿色投资	绿色生态	污染物	承受度	环境	生态环境
用能权	生态效益	循环	节矿	综合利用	能源管理	达标排放
排放	限值	限定值	以电代煤	以电代油	能效	能耗
水效	地能热	工艺设备	清洁	洁净煤	型煤	太阳能
海洋能	可再生	生物质能	生物能	EED	ERP	EUP

同时,本文根据构建的绿色投资词典中的相关词汇,计算出上市公司年报中“管理层讨论与分析”部分中关键词词频占比,并与公司环保投资额占平均总资产之比相对比。对于环保投资额,本文参考林雁等(2021)^[42],经由巨潮资讯网披露的企业社会责任报告、环境报告书以及可持续发展报告手工收集并整理得出企业的环保投资,并结合企业财务报表附注“在建工程”中与环保有关资本支出对缺漏数据进行补充,作为最终的环保投资额。具体计算方式如下:

$$Green_hype_{i,t} = \frac{Green_num_{i,t}/MDA_{i,t}}{Green_inv_{i,t}/Asset_{i,t}} \times 100\% \quad (2)$$

其中, $Green_hype_{i,t}$ 表示公司 i 在第 t 年的绿色概念炒作水平。 $Green_num_{i,t}$ 表示第 t 年上市公司 i 的年报里管理层讨论与分析部分中相关绿色环保关键词出现的次数, $MDA_{i,t}$ 表示第 t 年上市公司 i 的年报里管理层讨论与分析部分的总词数;分母中的 $Green_inv_{i,t}$ 表示上市公司 i 在第 t 年的环保投资额, $Asset_{i,t}$ 表示公司的平均总资产。该数值越大,公司绿色概念炒作程度越高。

(2) 产品市场绩效。遵循辛清泉等(2019)^[13]、郭秀强和孙延明(2020)^[43]的研究,本文分别采用企业营业总收入($Sales$)的自然对数以及所占市场份额($Sales_pro$)作为企业产品市场绩效的测度。此二数值越大,则代表企业竞争优势越大,产品市场绩效越好。

(3) 控制变量。本文所使用的控制变量包括:所有权性质(SOE)、两职合一($Dual$)、独董占比($Independence$)、财务杠杆(Lev)、资产报酬率(ROA)、托宾 Q 值($Tobin's\ q$)、货币资金($Cash$)、成长性($Growth$)、普通股获利率($Dividend$)、股权制衡($Balance$)、董事会规模($Board-size$)、公司规模($Size$)以及上市年限($Listed-years$)。另外,模型控制了行业和年份固定效应。

具体变量定义及描述性统计如表 2 所示。

表 2 变量定义及描述性统计

变量名称	变量符号	变量定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
产品市场绩效	$Sales$	当期销售收入的自然对数	2625	22.871	1.572	19.101	27.080
	$Sales_pro$	市场份额,也即公司当期销售额占同行业总销售额之比	2625	0.022	0.063	0.000	0.445
绿色词频	$Green_word$	管理层讨论与分析中相关绿色环保词频占比	2625	0.019	0.017	0.000	0.104
环保投资	$Green_inv$	环保投资额/平均总资产	2625	0.010	0.036	0.000	0.915
绿色概念炒作	$Green_hype$	绿色词频占比/环保投资额占比	2625	72.807	440.865	0.000	4635.444
股权性质	SOE	虚拟变量。国有企业取 1,否则取 0	2625	0.636	0.481	0.000	1.000
两职合一	$Dual$	虚拟变量。董事长与总经理为同一人取 1,否则取 0	2625	0.170	0.376	0.000	1.000
独董比例	$Independence$	独立董事人数/董事会成员人数	2625	0.375	0.057	0.308	0.571
财务杠杆	Lev	总负债/总资产	2625	0.491	0.186	0.066	0.945
资产报酬率	ROA	净利润/总资产	2625	0.042	0.054	-0.199	0.210
托宾 Q 值	$Tobin's\ q$	权益的市场化价值/总资产	2625	1.687	0.989	0.819	7.010
货币资金	$Cash$	货币资金/总资产	2625	0.148	0.101	0.002	0.594
成长性	$Growth$	营业收入增长率	2625	0.150	0.356	-0.481	2.504
普通股获利率	$Dividend$	普通股股利/权益的市场化价值	2625	0.012	0.014	0.000	0.065

续表 2

变量名称	变量符号	变量定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
股权制衡	<i>Balance</i>	前十大股东持股比例/第一大股东持股比例	2625	1.758	0.683	1.031	4.280
董事会规模	<i>Board-size</i>	董事会成员人数的自然对数	2625	2.209	0.208	1.609	2.708
公司规模	<i>Size</i>	企业员工总数的自然对数	2625	8.742	1.302	5.328	12.129
上市年限	<i>Listed-years</i>	当年年份减去公司上市年份的自然对数	2625	2.469	0.650	0.000	3.296

3. 描述性统计和相关系数分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。作为企业产品市场绩效的体现,企业营业总收入(*Sales*)的均值为 22.871,远大于其标准差 1.572,而公司所占市场份额(*Sales_pro*)的均值为 0.022,小于其标准差 0.063,说明虽然样本企业销售收入大体上较为稳定,但其所占市场份额波动较大,市场竞争较为激烈。上市公司环保投资占比(*Green_inv*)的最小值为 0.000,最大值为 0.915,说明样本中企业的环保投资水平呈现出较大的差异化特征。同理比较可知,各样本公司的绿色概念炒作水平也存在明显差异,这为本文的研究提供了基础。其余公司特征变量的描述性统计结果均处于合理区间范围内,也与现有文献较为接近。同时,根据相关系数检验结果^①,变量 *Sales* 和变量 *Sales_pro* 与 *Green_hype* 的相关系数分别为 0.099 和 0.137,且均在 1% 的水平上显著,说明在其他因素不变的情况下,绿色概念炒作与企业产品市场绩效呈现显著的正相关,初步验证了本文基本假设 H₁。

四、实证分析

1. 概念炒作指标的有效性检验

本文参考孙晓华等(2023)^[23]的做法,首先对概念炒作指标的有效性进行检验。本文设计绿色概念炒作指标的基本逻辑是“言行不一”,也即认为当企业大力宣传绿色形象却缺乏实际环保行动时,概念炒作产生。若这种定义是准确的,则企业并不会在未来提高环保投入或改善环境绩效。参考王馨和王营(2021)^[44],本文使用企业环保投资以及绿色创新来刻画其在环保方面的贡献和成绩。因此,本文分别将滞后 1、2、3 期的绿色概念炒作指标 $Green_hype_{i,t-1}$ 、 $Green_hype_{i,t-2}$ 和 $Green_hype_{i,t-3}$ 对当期的环保投资占比(*Green_inv*)以及绿色专利申请数的自然对数(*Patent*)进行回归,以检验概念炒作指标的有效性。为便于观测变量回归系数结果,本文在之后的实证检验中统一对 *Green_hype* 除以 1000 进行处理。

表 3 的第(1)~(3)列列示了滞后期的绿色概念炒作程度对当期企业环保投资占比的回归结果,结果显示,绿色概念炒作降低了未来环保投入。第(4)~(6)列呈现了滞后期的绿色概念炒作对当期绿色专利申请数的回归结果,系数均不显著,说明绿色概念炒作并不能促进未来绿色创新。结果表明,公司存在绿色概念炒作行为,且其不会在未来相应地进行环保投入或产出绿色成果,验证了本文概念炒作指标设计的有效性。

表 3 绿色概念炒作指标有效性检验结果

变量	<i>Green_inv</i>			<i>Patent</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Green_hype_{i,t-1}$	-0.002** (-2.139)			0.084 (-0.952)		
$Green_hype_{i,t-2}$		-0.001 (-0.568)			0.042 (0.460)	

① 受篇幅限制,相关系数表未列示,备索。

续表 3

变量	Green_inv			Patent		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Green_hype_{i,t-3}</i>			-0.002* (-1.960)			0.109 (1.308)
<i>SOE</i>	-0.006 (-1.529)	-0.002 (-0.648)	-0.003 (-1.037)	0.137 (1.348)	0.193* (1.830)	0.238** (2.197)
<i>Dual</i>	-0.003 (-1.385)	0.002 (0.533)	0.005 (1.278)	0.255** (2.361)	0.265** (2.287)	0.249** (2.088)
<i>Independence</i>	0.011 (0.610)	0.009 (0.577)	-0.009 (-0.781)	1.426** (2.211)	1.246* (1.878)	0.742 (1.054)
<i>Lev</i>	0.006 (1.001)	0.004 (0.710)	0.006 (1.017)	0.389 (1.590)	0.401 (1.585)	0.197 (0.731)
<i>ROA</i>	0.001 (0.032)	0.016 (0.923)	0.009 (0.591)	-0.665 (-1.013)	-0.224 (-0.352)	-0.265 (-0.385)
<i>Tobin's q</i>	0.001 (0.582)	0.001 (0.422)	0.000 (0.270)	-0.006 (-0.190)	-0.038 (-1.185)	-0.044 (-1.170)
<i>Cash</i>	-0.016 (-1.427)	-0.027** (-1.972)	-0.015*** (-2.673)	-0.094 (-0.260)	-0.278 (-0.712)	-0.462 (-1.105)
<i>Growth</i>	0.006 (1.444)	0.004 (1.002)	0.000 (0.006)	0.010 (0.130)	0.116 (1.468)	0.164* (1.897)
<i>Dividend</i>	0.039 (0.872)	0.034 (0.587)	0.069 (1.420)	5.483** (2.101)	5.242* (1.895)	5.716* (1.850)
<i>Balance</i>	-0.005* (-1.833)	-0.003 (-1.610)	-0.002* (-1.955)	0.069 (1.141)	0.088 (1.450)	0.131** (1.985)
<i>Board-size</i>	0.002 (0.339)	-0.001 (-0.111)	-0.002 (-0.873)	0.418* (1.838)	0.439* (1.830)	0.395 (1.488)
<i>Size</i>	0.001 (0.827)	-0.000 (-0.019)	-0.001 (-1.008)	0.414*** (9.820)	0.417*** (9.818)	0.429*** (9.747)
<i>Listed-years</i>	0.004 (1.123)	0.004 (1.369)	0.001 (0.467)	-0.078 (-1.180)	-0.139* (-1.798)	-0.164* (-1.781)
常数项	-0.017 (-0.916)	-0.004 (-0.254)	0.013 (1.310)	-4.833*** (-6.677)	-4.729*** (-6.056)	-4.456*** (-5.350)
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	1562	1246	970	2377	2063	1729
R ²	0.150	0.106	0.111	0.405	0.426	0.442

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%水平显著；括号内为经企业聚类层面调整后的t值，下同

2. 基准回归结果

表4列示了企业绿色概念炒作对产品市场绩效的影响。在第(1)列和第(3)列仅控制了年度和行业固定效应,在第(2)列和第(4)列中加入全部企业层面控制变量后,结果显示,绿色概念炒作(*Green_hype*)的系数始终显著为正,表明随着绿色概念炒作程度的增加,企业的产品市场绩效得以提升,验证了本文的假设H₁。这意味着企业通过绿色概念炒作短期内提升了产品市场绩效,而客户则未能识别企业的绿色概念炒作。从控制变量来看,第(2)列和第(4)列中企业规模(*Size*)的系数均在1%的水平上显著为正,表明企业规模越大,则越有利于其取得产品市场竞争优势;第(2)列中独立董事占比(*Independence*)的系数显著为正,说明独立董事占比越高,董事的监督治理水平越高,企业能创造越多的营业收入。这些结果与已有研究保持一致。

表 4 绿色概念炒作对企业产品市场绩效回归结果

变量	Sales		Sales_pro	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Green_hype</i>	0.267*** (3.006)	0.070** (1.972)	0.015** (2.361)	0.012** (2.263)
<i>SOE</i>		0.202*** (3.070)		0.000 (0.081)
<i>Dual</i>		-0.080 (-1.324)		-0.004 (-1.203)
<i>Independence</i>		1.536*** (3.370)		0.021 (1.038)
<i>Lev</i>		1.487*** (7.605)		0.005 (0.444)
<i>ROA</i>		4.135*** (7.607)		0.018 (0.556)
<i>Tobin's q</i>		-0.098*** (-3.474)		0.002 (1.545)
<i>Cash</i>		-0.184 (-0.800)		-0.033** (-2.342)
<i>Growth</i>		0.329*** (6.461)		0.003 (0.986)
<i>Dividend</i>		7.093*** (3.960)		0.077 (0.652)
<i>Balance</i>		-0.004 (-0.114)		0.001 (0.456)
<i>Board-size</i>		0.124 (0.845)		-0.003 (-0.388)
<i>Size</i>		0.830*** (32.402)		0.017*** (5.279)
<i>Listed-years</i>		0.064 (1.582)		-0.003 (-1.237)
常数项	22.759*** (51.466)	13.800*** (27.780)	0.054** (2.463)	-0.082*** (-2.767)
行业/年份固定效应	是	是	是	是
观测值	2625	2625	2625	2625
R ²	0.215	0.800	0.449	0.558

3. 稳健性检验

(1)工具变量法。由于其他影响企业产品市场绩效的因素可能与绿色概念炒作相关,本文采用工具变量法来避免遗漏变量的问题。地区的信任水平会影响公众对企业炒作行为的判断,但并不直接影响企业的产品市场绩效,在理论上满足相关性和外生性要求。参考戴亦一等(2019)^[45],本文采用最高人民法院发布的地区失信被执行企业数占有被执行企业数之比来对地区诚信水平进行反向测度,该比例越大则说明该地区诚信水平越低。本文同时采用企业注册省份的非诚信水平(*Prov_trust*)和同年份同行业其他上市公司的绿色概念炒作平均水平(*Me_Green_hype*)作为工具变量。表5第(1)~(3)列分别列示了第一阶段和第二阶段回归的结果。其中,第一阶段F值为24.346远大于10,表明不存在弱工具变量的问题,符合相关性要求。同时,该工具变量也通过了过度可识别检验(Sargan统计量的p值分别为0.187和0.378,均大于0.1),满足外生性要求。第(2)列

和第(3)列结果显示, *Green_hype* 的系数显著为正, 与主回归结果保持一致, 绿色概念炒作对企业产品市场绩效仍具正向作用。

表 5 工具变量回归结果

变量	<i>Green_hype</i>	<i>Sales</i>	<i>Sales_pro</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Me_Green_hype</i>	-0.216*** (-6.947)		
<i>Prov_trust</i>	-1.965** (-2.550)		
<i>Green_hype</i>		0.650** (2.045)	0.090* (1.787)
常数项	-3.210 (-1.652)	14.067*** (35.891)	-0.033 (-0.809)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是
观测值	2046	2046	2046
R ²	0.112	0.810	0.367
第一阶段 F 值		24.346	24.346
Sargan 统计量		0.187	0.378

(2)倾向得分匹配(PSM)法。考虑到公司是否进行概念炒作可能是由于二者本身存在某些特性方面的差异, 其导致了不同的产品市场绩效, 本文采用倾向得分匹配法来缓解这一潜在内生性问题。参考赵璨等(2020)^[40], 本文依据公司当年是否有绿色概念炒作的行为为划分标准, 将样本分为两组。具体地, 当 *Green_hype* 不为 0 时, 则视为存在绿色概念炒作, 作为本文的处理组, 否则作为控制组。本文将样本公司按照股权性质(*SOE*)、资产负债率(*Lev*)、资产回报率(*ROA*)、公司规模(*Size*)、上市年限(*Listed-years*)以及独立董事占比(*Independence*)进行同年度同行业的一比一配对, 将匹配后的样本再次回归。表 6 的结果显示, *Green_hype* 的系数显著为正, 为绿色概念炒作影响企业产品市场绩效提供了稳健性证据。

表 6 PSM 回归结果

变量	<i>Sales</i>	<i>Sales_pro</i>
	(1)	(2)
<i>Green_hype</i>	0.326*** (3.967)	0.049*** (6.312)
常数项	10.402*** (5.927)	-0.164 (-1.425)
控制变量	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是
观测值	108	108
R ²	0.875	0.650

(3)调整被解释变量。为排除行业特征带来的可能影响, 本文将经行业中位数调整后的销售收入(*Adj_sales*)和市场份额变量(*Adj_Sales_pro*)作为因变量再次代入回归进行检验。表 7 第(1)列和第(2)列的 *Green_hype* 系数均在 5% 的水平上显著为正, 表明更换产品市场绩效度量方式的结果仍具稳健性。

表7 稳健性回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Adj_sales</i>	<i>Adj_sales_pro</i>	<i>Sales</i>	<i>Sales_pro</i>	<i>Sales</i>	<i>Sales</i>
<i>Green_hype</i>	0.073** (2.120)	0.012** (2.333)				
<i>Adj_Green_hype</i>			0.908* (1.815)	0.056* (1.778)		
<i>GreenPat_hype</i>					0.040* (1.781)	
<i>GreenISO_hype</i>						0.099** (2.272)
常数项	-8.464*** (-16.956)	-0.102*** (-3.455)	14.647*** (31.710)	-0.077*** (-2.993)	12.450*** (17.488)	13.727*** (27.528)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2625	2625	836	836	830	2625
R ²	0.749	0.346	0.824	0.685	0.820	0.801

(4)排除企业“说”和“做”跨期的替代性解释。企业可能在绿色项目实施过程的不同阶段进行说明,从而导致“说”和“做”的错位,而并非公司刻意炒作环保话题。为避免企业绿色宣传和实践跨期对主回归结果造成干扰,本文采用企业年报绿色词频占比前后共三年的平均值与环保投资额占比前后共三年间的平均值之比作为新的绿色概念炒作指标(*Adj_Green_hype*),并代入主回归模型。表7第(3)列和第(4)列的结果显示,*Adj_Green_hype*的系数在10%的水平上显著为正,表明排除企业“说”和“做”跨期的可能性后,主回归结果仍旧稳健。

(5)企业环保实践的替代性度量。为了更全面地评估企业的环保实践,本文另从绿色创新和环境管理认证两方面来进行考量。首先,参考王馨和王营(2021)^[44],本文采用企业当年的绿色专利申请数占其当年总专利申请数之比对企业的绿色实践水平进行测度,并构建新的绿色概念炒作指标*GreenPat_hype*,定义为企业年报绿色词频占比与绿色专利申请数占比的比值。另外,参考杨冕等(2022)^[46],本文认为企业获得ISO14001认证在一定程度上反映了企业在环保实践方面的努力。据此,本文构建虚拟变量*GreenISO_hype*作为绿色概念炒作的替代变量,设定若企业年报绿色词频占比高于同行业中位数水平且其并没有获得ISO14001认证时,*GreenISO_hype*取值为1,表示该企业当年绿色概念炒作水平偏高;反之则取值为0。替换自变量后的回归结果如表7第(5)列和第(6)列所示,两个新变量的系数分别在10%和5%的水平上显著为正,支持了主回归结果。

五、机制检验和异质性分析

1. 机制检验

(1)媒体关注。前文理论分析表明,企业通过绿色概念炒作虚构绿色声誉来博取客户认可,使客户更倾向于与之合作以获取对环境友好的产品服务或降低合规性风险(Thomas等,2021)^[30]。因此,企业通过绿色概念炒作建立名不副实的声誉,增强客户信任并吸引其与之合作,从而提升企业产品市场绩效。在此基础上,企业声誉的建立以及客户对“绿色”企业的声誉感知均依赖于媒体报道对企业环保理念的广泛传播和印象强化。比如,李慧云等(2016)^[47]发现企业通过碳信息披露建立良好的声誉,并借助媒体造势进一步吸引投资者。因此,企业在绿色概念炒作期间的媒体关注在一定程度上体现了企业的声誉水平。具体地,本文使用源自中国研究数据服务平台(CNRDS)中网络财经新闻库的网络新闻报道数,也即指定年份网络财经新闻内容中包含该公司的报道数量的

自然对数(*Coverage*)来衡量企业受外部媒体关注的程度。本研究采用中介方法,以媒体关注为例构建中介效应模型如下:

$$Coverage_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Green_hype_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \mu_{i,t+1} \quad (3)$$

$$Sales_{i,t+1}/Sales_Pro_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Green_hype_{i,t} + \gamma_2 Coverage_{i,t+1} + \gamma_3 Controls_{i,t} + \delta_{i,t+1} \quad (4)$$

表8列示了使用中介方法的检验结果。模型(3)的结果列示于表8第(1)列,其中 *Green_hype* 的系数显著为正,表明媒体关注随着企业绿色概念炒作程度加深而上升。模型(4)的结果分别列示于表8第(2)列和第(3)列,其中 *Coverage* 的系数在1%的水平上显著为正,说明媒体关注的增长有助于提升企业产品市场绩效,且存在中介效应(Bootstrap 重复 1000次检验 Z值分别为 2.26和 1.96, *p*值分别为 0.024和 0.050)。据此,强化的客户认同,表现为媒体关注,是企业绿色概念炒作提升产品市场绩效的重要机制之一。

(2)融资约束。虽然绿色概念炒作通过媒体渲染帮助企业建立绿色声誉并进一步扩大市场需求,但企业仍需要足够的资金以便把握成长机会,充分参与市场竞争。强大的融资能力有助于企业获取充足资金以开展各项战略活动,是其争夺市场份额的关键(Fresard, 2010)^[34]。而企业通过绿色概念炒作向各利益相关者传递可持续发展的积极信号,使资方以更低的成本获悉企业的基本面信息并更愿意提供资金支持。因此,绿色概念炒作有助于形成资源汇聚,降低融资约束以便企业满足扩大的市场需求,促进了企业产品市场绩效的提升。本文参考 Whited和 Wu (2006)^[48],采用 *WW* 指数(*WW*)作为企业外部融资约束的度量指标,*WW*越大则表示企业面临的外部融资约束程度越高。表8第(4)列以 *WW* 为因变量的结果显示, *Green_hype* 的系数显著为负,说明绿色概念炒作降低了融资约束;第(5)列和第(6)列分别以 *Sales*和 *Sales_pro* 为因变量考察融资约束对企业产品市场绩效的影响, *WW* 的系数在1%的水平上显著为负,说明融资约束的缓解会提升企业产品市场绩效,且存在中介效应(Bootstrap 重复 1000次检验 Z值分别为 2.65和 2.52, *p*值分别为 0.008和 0.012)。由此,融资约束的降低是企业绿色概念炒作影响产品市场绩效的另一重要机制。

表8 机制检验回归结果

变量	<i>Coverage</i>	<i>Sales</i>	<i>Sales_pro</i>	<i>WW</i>	<i>Sales</i>	<i>Sales_pro</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Green_hype</i>	0.099* (1.829)	0.049 (1.581)	0.011** (2.230)	-0.005** (-2.576)	0.017 (0.607)	0.011** (2.266)
<i>Coverage</i>		0.210*** (6.982)	0.006*** (3.182)			
<i>WW</i>					-10.164*** (-23.244)	-0.186*** (-5.406)
常数项	0.866 (1.511)	13.618*** (28.456)	-0.088*** (-2.931)	-0.713*** (-27.477)	6.626*** (12.916)	-0.226*** (-4.975)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2625	2625	2625	2439	2439	2439
R ²	0.826	0.813	0.565	0.665	0.882	0.587

2. 异质性分析

前文理论分析表明,绿色概念炒作会通过声誉效应和资源汇聚效应发挥作用,提升企业产品市场绩效。遵循此研究逻辑,本文进而按照企业的产品市场竞争程度、所处地区污染程度和政府环保重视程度进行分组回归,以便全面了解绿色概念炒作的经济后果。

(1)产品市场竞争。如前文所述,绿色概念炒作通过声誉效应加强客户合作、提升产品市场绩效,那么,当企业所处的产品市场竞争更激烈时,客户越容易流失,则声誉的战略作用显得尤为重要,其有

助于加强客户对企业品牌的感知和信赖(胡珺等,2017)^[49]。因此,绿色概念炒作对产品市场绩效的提升作用在市场竞争强度更大的行业中更明显。借鉴张传财和陈汉文(2017)^[50],建立模型(5)计算反映市场集中度的综合指标熵指数,其中 $MS_{i,j}$ 表示行业 j 中的公司 i 所占市场份额, N_j 为行业 j 中的上市公司数, EI_j 也即行业 j 的市场竞争强度,计算公式如式(5)所示。将计算出的各公司所在行业的竞争度 EI_j 与全部行业中位数比较后构造虚拟变量 $Competitive$,取1则表示公司所在行业竞争度高于全部行业中位数,取0则反之。表9中第(1)列和第(4)列的结果显示,交互项($Competitive \times Green_hype$)的系数在1%的水平上显著为正,说明身处竞争激烈的行业会加剧绿色概念炒作对产品市场绩效的影响,也即当企业面临更激烈的市场竞争时,绿色概念炒作对企业产品市场绩效的提升作用会更加显著。

$$EI_j = \sum_{i=1}^{N_j} MS_{i,j} \times \log(1/MS_{i,j}) \quad (5)$$

表9 异质性检验

变量	Sales			Sales_pro		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Competitive</i> × <i>Green_hype</i>	0.157*** (2.769)			0.023*** (3.105)		
<i>Competitive</i>	0.130** (2.012)			0.010*** (2.588)		
<i>Polluted</i> × <i>Green_hype</i>		-0.130* (-1.784)			-0.015** (-2.347)	
<i>Polluted</i>		-0.083 (-1.354)			-0.009*** (-2.917)	
<i>GWR</i> × <i>Green_hype</i>			0.106* (1.701)			0.027** (2.206)
<i>GWR</i>			0.0662 (1.5681)			0.005* (1.787)
<i>Green_hype</i>	-0.018 (-0.473)	0.091** (2.167)	0.002 (0.056)	-0.001 (-0.729)	0.015** (2.378)	0.004 (1.100)
常数项	13.766*** (28.071)	13.879*** (27.380)	14.237*** (-2.835)	-0.085*** (-2.835)	-0.087*** (-2.772)	-0.068* (-1.808)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2625	2347	1654	2625	2347	1654
R ²	0.802	0.799	0.824	0.570	0.559	0.609

(2)重污染地区。理论上而言,由于晕轮效应的存在,媒体对事物的报道容易受到其对总体刻板印象的影响,从而产生以偏概全的媒体偏见(游家兴等,2018)^[51]。因此,当处于污染严重地区的企业进行绿色概念炒作时,媒体可能受到其所在地污染严重的印象影响,并不会在报道中为其宣传绿色形象,大大削弱环境信息披露的声誉效应,从而阻碍了概念炒作对产品市场绩效的提升。为此,本文借鉴包群等(2013)^[52]的做法,以地区单位GDP的排污强度度量当地环境污染程度,具体地,用当地工业废水、二氧化硫、粉尘以及固体废弃物等污染物排放总量除以当地GDP得到的比值作为当地环境质量的测度,并构造虚拟变量 $Polluted$ 表示当地地区单位GDP排污强度大于所有地区平均排污强度时则取1,也即表示重污染地区,否则取0。表9中第(2)列和第(5)列的结果显示,交互项($Polluted \times Green_hype$)的系数显著为负,一定程度上表明,企业所在地严重的环境污染缓解了企业绿色概念炒作对产品市场绩效的正向作用。当地区污染程度较高时,企业进行绿色概念炒作所能传递的信号强度和声誉效应被削弱,减轻了绿色概念炒作对企业产品市场绩效的促进作用。

(3)政府环保重视程度。根据前述逻辑,绿色概念炒作有助于企业借相关政策的东风,吸引外部资源,从而建立竞争优势。而在政府重视环保的地区,政府出台相关支持政策越多,则更有利于企业投其所好,通过树立绿色形象来满足各项环保支持政策以获取更多资源。因此,绿色概念炒作对产品市场绩效的提升作用在政府对环保重视程度更高的地区更明显。本文从各地方政府网站获取地级市政府工作报告文本,然后通过计算其中绿色环保关键词出现的词频占比作为当地政府工作报告的环保指数,并构造虚拟变量 GWR 表示当地政府工作报告的环保指数大于全国平均水平时则取1,也表示当地政府对环保重视程度较高,否则取0。表9中第(3)列和第(6)列的结果显示,交互项($GWR \times Green_hype$)的系数显著为正,表明政府对环保的关注会促进概念炒作对企业产品市场绩效的正向作用,也即在政府更加重视环保的地区,企业绿色概念炒作行为会更加显著地提高其产品市场绩效。

六、进一步分析

本文进一步对企业绿色概念炒作的长期经济后果和治理机制进行检验。虽然企业通过绿色概念炒作在短期内实现了产品市场绩效的提升,但这种短视行为可能对企业长期发展不利。一方面,本文根据股价的信息性特征,考察企业绿色概念炒作能否在长期被股票市场识别,引发股票崩盘风险;另一方面,本文检验资本市场 ESG 评级制度能否有助于揭穿企业的绿色谎言,抑制企业借此在产品市场上持续获益。

1. 绿色概念炒作的长期影响

绿色概念炒作短期内可能帮助企业建立竞争优势、提升市场估值,但随着股价被持续推高,这种策略性炒作可能导致泡沫的产生。赵璨等(2020)^[40]指出,公司对“互联网+”话题的炒作加剧了未来股价崩盘风险。Gatti等(2021)^[37]发现,公司的“漂绿”行为一旦被识别,则会大大降低投资者意愿。因此,企业进行绿色概念炒作可能导致股价崩盘风险升高,而这同时也可能是公司长远经营不善、发展停滞的预示。为此,本文参考许年行等(2013)^[53],构建股票经过市场调整后周收益率的负偏度($NCSKEW$)和股价上升和下降阶段波动性的差异($DUVOL$)来作为两个衡量股价崩盘风险的指标,具体计算过程囿于篇幅省略,备索。出于对变量相关性的考虑,参考赵璨等(2020)^[40],在控制变量中保留原有的 $Dual$ 、 $Independence$ 、 Lev 、 ROA 、 $Tobin's\ q$ 、 $Cash$ 以及 $Size$, 另外加入股票年度收益率(Ret)。另外,加入股票年度收益率(Ret)、股票周收益率波动($Sigma$)、股票年换手率($Turnover$)以及滞后项的股价崩盘风险指标作为回归的控制变量,并同时控制了年度、行业固定效应。表10列示了绿色概念炒作对企业未来2~3期的股价崩盘风险的回归结果。结果显示,企业绿色概念炒作水平对其未来第2期的股价崩盘风险影响不显著,但对企业未来第3期的股价崩盘风险有显著为正的影响。结果表明,绿色概念炒作最终会被市场所识破并引发股价泡沫,预示其未来商业发展前景不佳,损害了企业的长期价值。

表 10 绿色概念炒作对股价崩盘风险回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{i,t+2}$	$NCSKEW_{i,t+3}$	$DUVOL_{i,t+2}$	$DUVOL_{i,t+3}$
$Green_hype$	-0.018 (-0.659)	0.040* (1.835)	-0.011 (-0.543)	0.039* (1.834)
Ret	-0.713 (-0.270)	-4.528 (-1.703)	-1.075 (-0.609)	-3.721* (-1.958)
$Sigma$	0.169 (0.147)	-0.648 (-0.317)	0.790 (1.054)	0.001 (0.001)
$Turnover$	-0.000 (-1.189)	0.000 (0.319)	-0.000* (-1.681)	-0.000 (-0.018)

续表 10

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$NCSKEW_{i,t+2}$	$NCSKEW_{i,t+3}$	$DUVOL_{i,t+2}$	$DUVOL_{i,t+3}$
$NCSKEW_{i,t+1}$	0.033 (1.629)	0.027 (1.427)		
$DUVOL_{i,t+1}$			0.052*** (2.615)	0.020 (0.920)
常数项	-0.047 (-0.125)	0.065 (0.221)	0.171 (0.707)	0.285 (0.988)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是
观测值	2539	2229	2539	2229
R ²	0.053	0.059	0.060	0.068

2. 资本市场 ESG 评级的治理效应

ESG 评级作为一种公开的资本市场软监管信息,有助于利益相关者了解企业履行环境责任的真实水平,识别企业潜在的绿色概念炒作行为,进而调整其决策。本文参考刘柏等(2023)^[54],选取商道融绿 ESG 评级作为市场软监管的外生冲击,检验第三方 ESG 评级能否对绿色概念炒作产生治理作用。由于商道融绿自 2015 年推出其自主研发的 ESG 评级体系,本文设置时点虚拟变量 $Post$,表示当所在年份为 2015 年及之后取 1,否则取 0;设置处理组虚拟变量 $Treat$,表示当公司属于 ESG 评级公司则取 1,否则取 0。为排除不必要的干扰因素,本文剔除在样本区间内频繁进出 ESG 评级榜单以及在 2015 年之后上市的公司观测值。表 11 第(1)列的结果显示,交乘项 $Post \times Treat \times Green_hype$ 的系数显著为负,表示 ESG 评级对绿色概念炒作效应具有显著的抑制作用。第(2)列显示了对 ESG 评级公司经过 PSM 的回归结果,仍保持稳健,说明第三方 ESG 评级有助于治理上市公司绿色概念炒作的现象。

表 11 资本市场 ESG 评级的治理效果检验回归结果

变量	<i>Sales</i>	
	(1)	(2)
$Post \times Treat \times Green_hype$	-0.178** (-2.027)	-0.199*** (-2.165)
$Post \times Treat$	-0.036 (-0.417)	-0.110 (-1.051)
$Treat \times Green_hype$	0.209 (1.646)	0.863* (1.684)
$Treat$	0.946*** (7.500)	1.016*** (7.536)
$Green_hype$	0.043 (0.547)	0.033 (0.113)
常数项	16.155*** (21.905)	16.713*** (19.389)
控制变量	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是
观测值	1577	918
R ²	0.868	0.841

七、结论与启示

1. 研究结论

在当前深化绿色发展、推动绿色转型的政策背景下,企业切实践行环保理念,但也存在着企业通过绿色概念炒作“美化”自身形象,以实现短期自利的情况。本文以2010—2020年沪深A股上市公司为样本,实证检验了绿色概念炒作对企业产品市场绩效的影响和机制。研究发现:绿色概念炒作短期内提升了企业产品市场绩效,说明客户在短期内未能识别企业的“绿色谎言”。一方面,绿色概念炒作通过声誉效应帮助企业扩大产品市场需求,强化了客户的合作意愿;另一方面,绿色概念炒作通过资源汇聚效应提高企业融资能力,以支持企业顺利达成与客户的合作,满足其需求。当企业面对更激烈的市场竞争、处于污染较轻以及政府更重视环保的地区时,绿色概念炒作对企业产品市场绩效的正向影响更加显著。然而,即便绿色概念炒作短期内改善了企业的产品市场绩效,其同时加剧了企业未来股价崩盘风险,说明绿色概念炒作最终会被资本市场识破,有损企业的长期发展和长期绩效。在治理措施方面,资本市场ESG评级制度有助于各利益相关者识别企业的绿色概念炒作,发挥治理作用。

2. 管理启示

对企业而言,本文具有以下管理启示:首先,企业应当充分认识到虚假宣传对自身长期发展的不利影响,摒弃绿色概念炒作等短视行为并优化其信息披露。具体地,企业应当实事求是,在环保项目推进过程中及时准确地披露具体投入金额、已取得的绿色成果、已实现的环境绩效以及项目完成进度等信息,尽可能对其环境责任实践进行详实的说明,以便市场参与者对其信息进行理性解读并有效决策。其次,企业应深化对绿色发展理念的全面认识,认真落实国家环保政策,努力挖掘自身环保潜能,为建设生态文明履行应尽的职责和义务。企业管理者需形成环保战略管理思维,在合理范围内酌情开展环保活动,促进企业环保实践与经营模式的融合,使得绿色技术的开发与进步能够服务于企业的长期发展需求,以实现企业环保实践对其产品市场、资本市场绩效的真实提升效应,为实现可持续、高质量发展夯实基础。最后,企业应积极通过媒体宣传其切实有效的环保行为,引导外部利益相关者对企业环境责任的正确认知,在收获市场正反馈的同时促进全社会环保意识的形成和环保实践的普及,推动生态文明建设。

3. 政策建议

第一,绿色概念炒作严重阻碍了我国绿色发展进程,政府应加强企业环境信息披露制度体系建设,健全相关法律法规,严格把控绿色信贷发放和环保项目落地的审批,从源头上杜绝企业的机会主义披露行为。具体地,政府应当进一步扩大强制性环境信息披露的范围,除重污染企业以外,其他上市公司也应当如实进行披露,将环境信息披露作为所有企业必须履行的义务,逐步净化信息环境。另外,政府可以借鉴国外成熟的ESG评估体系,结合中国自身政策目标和发展要求,制定统一的企业环境信息披露内容、形式、时限等具体标准,以此改善企业环境信息披露质量,营造环境信息披露的良好氛围。最后,政府应当严格审批企业的绿色信贷和环保项目申请,将资源分配至切实践行绿色发展理念的企业,以推动我国绿色转型。

第二,加强相关监管部门对企业环境信息披露的审核和惩处制度,促进相关法律法规的有效落实,以维护市场信息环境。除了考察公司环境信息披露是否涵盖法定要求内容范围、是否隐瞒坏消息,更要对企业是否过度夸大、虚假宣传其环境表现进行严格的审核。同时,在必要的情况下对企业绿色项目推进和环保活动实施进行实地考察和调研,与其同期的环境信息披露进行对照,考察其项目进程与披露内容的一致性,确保其环境责任信息真实有效。另外,对于那些“言行不一”的企业,监管部门应依法对其进行严厉打击,根据企业虚假披露的程度对其进行相应的惩处,

比如责令整改、递交罚金、划入失信名单等,鞭策企业规范环保信息披露,维护良好的信息环境。

第三,政府应当因地制宜,根据不同情境下市场对企业绿色概念炒作行为的不同反应调整其监管力度,以提高效率。比如,对于那些处于环境污染较轻地区的企业,绿色概念炒作更容易成功,那么政府应该加强对这类地区的环保监察和企业环境信息审核等,避免对当地绿色声誉造成反噬。而对于那些竞争激烈、产品同质化严重的产业,政府应尤其防范其利用不实的环境信息披露作为差异化战略手段来谋求利益,加大对其的监管和惩治力度,提高执法效率。

参考文献

- [1]唐国平,李龙会,吴德军.环境管制、行业属性与企业环保投资[J].北京:会计研究,2013,(6):83-89.
- [2]Courtis, J.K. Annual Report Report Readability Variability: Tests of the Obfuscation Hypothesis [J]. *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*, 1998, 11, (4): 459-472.
- [3]黄溶冰,赵谦.演化视角下的企业漂绿问题研究:基于中国漂绿榜的案例分析[J].北京:会计研究,2018,(4):11-19.
- [4]李哲.“多言寡行”的环境披露模式是否会被信息使用者摒弃[J].北京:世界经济,2018,(12):167-188.
- [5]潘爱玲,刘昕,邱金龙,申宇.媒体压力下的绿色并购能否促使重污染企业实现实质性转型[J].北京:中国工业经济,2019,(2):174-192.
- [6]李常青,辛立柱.漂绿还是漂棕:非效率投资下的ESG漂洗倾向[J].北京:经济管理,2024,(5):168-189.
- [7]杨广青,杜亚飞,刘韵哲.企业经营绩效、媒体关注与环境信息披露[J].北京:经济管理,2020,(3):55-72.
- [8]李哲,王文翰.“多言寡行”的环境责任表现能否影响银行信贷获取——基于“言”和“行”双维度的文本分析[J].北京:金融研究,2021,(12):116-132.
- [9]Zhang, D. Subsidy Expiration and Greenwashing Decision: Is There a Role of Bankruptcy Risk? [J]. *Energy Economics*, 2023, 118, 106530.
- [10]Peng, D., G. Colak, and J. Shen. Lean against the Wind: The Effect of Policy Uncertainty on a Firm's Corporate Social Responsibility Strategy [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2023, 79, 102376.
- [11]蒋德权,蓝梦.企业社会责任与产品市场表现[J].上海:财经研究,2022,(2):109-122.
- [12]陈华,孙汉,沈胤鸿.企业数字化转型与产品市场表现——来自年报文本分析的经验证据[J].北京:投资研究,2023,(11):50-76.
- [13]辛清泉,周静,胡方.上市公司虚假陈述的产品市场后果[J].北京:会计研究,2019,(3):25-31.
- [14]Lai, C.S., C.J. Chiu, and C.F. Yang, et al. The Effects of Corporate Social Responsibility on Brand Performance: The Mediating Effect of Industrial Brand Equity and Corporate Reputation [J]. *Journal of Business Ethics*, 2010, 95, (3): 457-469.
- [15]Klein, B., and K.B. Leffler. The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance [J]. *Journal of Political Economy*, 1981, 89, (4): 615-641.
- [16]Roberts, P.W., and G.R. Dowling. Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 2002, 23, (12): 1077-1093.
- [17]Graham, J., M. Hanlon, and T. Shevlin, et al. Incentives for Tax Planning and Avoidance: Evidence from the Field [J]. *The Accounting Review*, 2014, 89, (3): 991-1023.
- [18]Bardos, K.S., M. Ertugrul, and L.S. Gao. Corporate Social Responsibility, Product Market Perception, and Firm Value [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 62, 101588.
- [19]范丹,付嘉为.环境信息披露对企业全要素生产率的影响[J].北京:中国环境科学,2021,(7):3463-3472.
- [20]Lyon, T.P., and J.W. Maxwell. Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit [J]. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2011, 20, (1): 3-41.
- [21]Yang, R. What Do We Learn From Ratings about Corporate Social Responsibility? New Evidence of Uninformative Ratings [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2022, 52, 100994.
- [22]Martin, P.R., and D.V. Moser. Managers' Green Investment Disclosures and Investors' Reaction [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61: 239-254.
- [23]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].北京:中国工业经济,2023,(1):132-150.
- [24]Dai, N.T., F. Du, and S.M. Young, et al. Seeking Legitimacy through CSR Reporting: Evidence from China [J]. *Journal of*

Management Accounting Research, 2018, 30, (1): 1-29.

[25] Huang, J., Y. Li, and F. Han. Walk Well and Talk Well: Impact of the Consistency of ESG Performance and Disclosure on Firms' Stock Price Crash Risk[J]. International Review of Economics and Finance, 2024, 93: 1154-1174.

[26] 曾辉祥, 李世辉, 周志方, 肖宇. 水资源信息披露、媒体报道与企业风险[J]. 北京: 会计研究, 2018, (4): 89-96.

[27] He, F., H. Y. Du, and B. Yu. Corporate ESG Performance and Manager Misconduct: Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis, 2022, 82, 102201.

[28] Fombrun, C. J. A World of Reputation Research, Analysis and Thinking—Building a Corporate Reputation through CSR Initiatives: Evolving Standards[J]. Corporate Reputation Review, 2005, 8, (1): 7-12.

[29] Cormier, D., M. Ledoux, and M. Magnan. The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosures for Investors[J]. Management Decision, 2011, 49, (7-8): 1276-1304.

[30] Thomas, R., J. L. Darby, and D. Dobrzykowski, et al. Decomposing Social Sustainability: Signaling Theory Insights into Supplier Selection Decisions[J]. Journal of Supply Chain Management, 2021, 57, (4): 117-136.

[31] Bansal, P., and K. Roth. Why Do Companies Go Green: A Model of Ecological Responsiveness[J]. Academy of Management Journal, 2000, 43, (4): 717-736.

[32] Camerer, W. C. Reputation and Corporate Strategy: A Review of Recent Theory and Applications[J]. Strategic Management Journal, 1988, (9): 443-454.

[33] 徐莉萍, 辛宇, 祝继高. 媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2011, (3): 135-143, 188.

[34] Fresard, L. Financial Strength and Product Market Behaviors: The Real Effects of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Finance, 2010, 3: 1097-1122.

[35] Rahaman, M. M. Access to Financing and Firm Growth[J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35, (3): 709-723.

[36] 刘行, 吕长江. 企业避税的战略效应——基于避税对企业产品市场绩效的影响研究[J]. 北京: 金融研究, 2018, (7): 158-173.

[37] Gatti, L., M. Pizzetti, and P. Seele. Green Lies and Their Effect on Intention to Invest[J]. Journal of Business Research, 2021, 127: 228-240.

[38] 黄溶冰, 谢晓君, 周卉芬. 企业漂绿的“同构”行为[J]. 北京: 中国人口·资源与环境, 2020, (11): 139-150

[39] Kim, E. H., and T. P. Lyon. Strategic Environmental Disclosure: Evidence from the DOE's Voluntary Greenhouse Gas Registry[J]. Journal of Environmental Economics and Management, 2011, 61, (3): 311-326.

[40] 赵璨, 陈仕华, 曹伟. “互联网+”信息披露: 实质性陈述还是策略性炒作——基于股价崩盘风险的证据[J]. 北京: 中国工业经济, 2020, (3): 174-192.

[41] Mikolov, T., K. Chen, and G. Corrado, et al. Efficient Estimation of Word Representations in Vector Space[M]. Computer Science, 2013.

[42] 林雁, 毛奕欢, 谭洪涛. 政治关联企业环保投资决策——“带头表率”还是“退缩其后”?[J]. 北京: 会计研究, 2021, (6): 159-175.

[43] 郭秀强, 孙延明. 研发投入、技术积累与高新技术企业市场绩效[J]. 北京: 科学学研究, 2020, (9): 1630-1637.

[44] 王馨, 王营. 绿色信贷政策增进绿色创新研究[J]. 北京: 管理世界, 2021, (6): 173-188, 11.

[45] 戴亦一, 张鹏东, 潘越. 老赖越多, 贷款越难? ——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据[J]. 北京: 金融研究, 2019, (8): 77-956.

[46] 杨冕, 王恩泽, 叶初升. 环境管理体系认证与中国制造业企业出口“增量提质”[J]. 北京: 中国工业经济, 2022, (6): 155-173.

[47] 李慧云, 符少燕, 高鹏. 媒体关注、碳信息披露与企业价值[J]. 北京: 统计研究, 2016, (9): 63-69.

[48] Whited, T. M., and G. Wu. Financial Constraints Risk[J]. Review of Financial Studies, 2006, 19, (2): 531-559.

[49] 胡珺, 王红军, 宋献中. 企业慈善捐赠具有战略效应吗? ——基于产品市场竞争的视角[J]. 南京: 审计与经济研究, 2017, (4): 83-92.

[50] 张传财, 陈汉文. 产品市场竞争、产权性质与内部控制质量[J]. 北京: 会计研究, 2017, (5): 75-82, 97.

[51] 游家兴, 陈志锋, 肖曾昱, 薛小琳. 财经媒体地域偏见实证研究[J]. 北京: 经济研究, 2018, (4): 167-182.

[52] 包群, 邵敏, 杨大利. 环境管制抑制了污染排放吗[J]. 北京: 经济研究, 2013, (12): 42-54.

[53] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 北京: 管理世界, 2013, (7): 31-43.

[54] 刘柏, 卢家锐, 琚涛. 形式主义还是实质主义: ESG 评级软监管下的绿色创新研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2023, (5): 16-28.

Corporate Hype on Green Concept and Product Market Performance: Evidence based on Words vs Deeds

WANG Xin¹,HAO Xiao-bei¹,SUN Yue²

(1.School of Accounting, South Western University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 611130, China;

2.School of Economics and Management, Sichuan Tourism University, Chengdu, Sichuan, 610100, China)

Abstract: Based on the policy background of Chinese government's adherence to environmental protection and ecological civilization construction, the plan and practice on environmental protection of firms create an effect on market performance. While some enterprises normally comply to government's guidelines to refine green technology, some other firms deliberately hype on green concept to attract customers and expand market shares for better market performance. This paper measures the level of corporate hype on green concept based on the logic of "more words than deeds" and further examines the effect of corporate hype on market performance. We find that corporate hype on green concept enhances product market performance, and this effect is robust to a series of endogeneity tests and additional analyses. We then reveal that corporate hype on green concept stimulates product market performance by arousing media attention and alleviating financial constraints. Moreover, this positive effect is proved to be more pronounced in industries where the product market competition is fiercer, in cities where environmental contamination is less severe and the local government exerts more attention on environmental protection. Further analysis indicates that corporate hype on green concept increases the stock price crash risk which signifies worse future business prospects of the firms, implying that corporate hype is a short-sighted decision; the ESG rating system of capital market shows efficiency in governing corporate hype on green concept. These results help external stakeholders to recognize corporate hype strategy with "more words than deeds" and provide references for corresponding supervision departments to manage similar issues.

The innovation of this paper is manifested in the following aspects: First, this paper exposes the strategic motive of corporate hype on green concept and expands the research related to its economic consequences. Prior studies have examined the impact of corporate hype strategy on resource acquisition and value creation, while this paper finds that corporate hype enhances product market performance in the short term, but incurs the risk of future stock price crashes and seriously harms long-term market performance, revealing its dual effect on corporate market performance and further enriching the relevant studies. Second, This paper provides new evidence on the determinants of market performance. Existing literature has testified the role of corporate social responsibility, digital transformation and false statements on corporate market performance. Based on the idea of "more words than deeds", this paper explores the different impact mechanisms of strategic information disclosure on market performance in a new scenario. Third, this paper reveals the governance role of the ESG rating in capital market in governing corporate hype on green concept. This may also inspire the market supervision departments to monitor the information disclosure of listed firms, which helps to strengthen their identification of corporate misleading disclosure behaviors, and maintain a good market information environment.

Overall, these findings carry significant practical implications both for firms and the government. For firms, they should conduct timely and accurate environmental information disclosure according to the actual situation to help market participants fully understand their future growth opportunities and business prospects; implement the national environmental protection policy, actively carry out environmental protection activities, strive to tap their own environmental protection potential, promote the integration of environmental protection practices and business models, and fulfill their due responsibilities and obligations for the construction of ecological civilization; actively publicize their effective environmental protection behaviors through the media, guide external stakeholders to the correct cognition of corporate environmental responsibility. For the government regulators, they should promulgate relevant laws and regulations to strengthen the construction of the corporate environmental information disclosure system, strictly control the issuance of green credit and the approval of environmental protection projects, and eliminate the opportunistic disclosure behavior of enterprises from the source; scientifically assess the credibility and quality of corporate information disclosure, and punish the firms with "more words than deeds" to standardize the environmental information disclosure and maintain the market information environment.

Key Words: corporate hype on green concept; product market performance; reputation effect; resource clustering effect

JEL Classification: M41, M1, M21

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2024.07.011

(责任编辑:李先军)