

机构投资者绿色关注与企业“漂绿”行为： 效应、诱因与治理

张云¹, 杨振宇²

(1. 上海对外经贸大学 金融管理学院, 上海 201620; 2. 浙江工商大学 金融学院, 浙江 杭州 310018)

摘要: 企业绿色转型是实现碳达峰、碳中和目标的重要保障, 其策略性“漂绿”行为会增加转型风险和阻碍经济绿色发展。文章从现代环境治理视角出发, 采用投资者实地调研文本数据构建机构投资者绿色关注指标, 以2012—2022年上市企业样本分析机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响效应及作用机理。研究发现, 机构投资者绿色关注会加剧企业的策略性“漂绿”行为, 且在调研机构参与数量较少、没有进行持续关注、调研次数少的企业中上述效应更显著。进一步分析发现, 机构投资者的短视行为和企业管理层的敷衍行为是导致机构投资者绿色关注加剧企业“漂绿”行为的内在诱因; 而机构投资者绿色关注的同业震慑效应和地方政府环保关注的协同治理效应是抑制企业策略性“漂绿”行为的有效路径。

关键词: 机构投资者绿色关注; “漂绿”行为; 短视效应; 敷衍效应

中图分类号: F831 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2024)11-0095-16

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20240819.201

一、引言

党的二十大报告指出, 要加快发展方式绿色转型, 发展绿色低碳产业, 健全现代环境治理体系, 严密防控环境风险。作为绿色经济发展的微观主体, 企业实质性绿色转型对于积极稳妥推进碳达峰碳中和、实现绿色低碳的生产方式和生活方式至关重要。然而, 企业绿色转型的资金需求大、投入周期长, 短期内难以形成有效的经济收益且表现出明显的正外部性(Guo等, 2024), 在没有有效的外部激励和经济收益的情况下, 企业将缺乏开展实质性绿色转型的行动激励, 且具有明显的机会主义倾向(张云等, 2023; 盛清慧和熊艳, 2024)。企业有动机采取策略性行为, 通过操纵环境社会责任信息披露进行“漂绿”以粉饰潜在的环境问题并美化自身社会形象, 获取外部资源支持和环境合法性地位(黄溶冰等, 2020; 李哲和王文翰, 2021; Zhang, 2023a; Tan等, 2024)。企业绿色转型是经济绿色高质量发展的重要组成部分, 而企业策略性“漂绿”行为不利于企业绿色核心竞争力的形成, 对经济绿色发展具有显著的负面影响, 会增加社会整体绿色转型风险(李哲, 2018)。

在金融市场中, 机构投资者利用较高市场份额、大量信息优势和专业投资能力, 对企业资源配置、内部治理和经营决策产生明显的影响(姜富伟等, 2022; 罗荣华等, 2023; 张云等, 2024)。

收稿日期: 2024-04-22

基金项目: 国家社会科学基金重点项目(22AJY021)

作者简介: 张云(1978—), 男, 江苏无锡人, 上海对外经贸大学金融管理学院教授, 博士生导师;

杨振宇(1999—)(通讯作者), 男, 湖北随州人, 浙江工商大学金融学院博士研究生。

已有研究表明,机构投资者对企业环境治理和环保战略形成了一定的绿色关注,并通过主动沟通和投资决策影响企业的绿色行为(赵阳等,2019;熊熊等,2023;潘爱玲等,2024)。但是,机构投资者绿色关注是否会驱动企业实质性绿色转型存在两种具有分歧的观点:一是从环境利益角度加以分析,认为机构投资者将聚焦企业绿色经营活动与减排转型历程(张云等,2023),以企业环境利益最大化和长期绿色收益作为投资决策的主要目标(姜广省等,2021;Feng和Yuan,2024),通过深度挖掘企业绿色转型信息(汤旭东等,2024),识别企业污染治理效果并抑制策略性“漂绿”行为;二是从经济利益角度加以分析,认为机构投资者在关注企业绿色环保状况的同时会将更多的注意力集中在企业绩效表现上(Aluchna等,2022;雷雷等,2023),并通过减持威胁倒逼企业提高经营生产能力(刘伟和曹瑜强,2018),而策略性“漂绿”行为成为企业低成本应对机构投资者绿色关注的有效手段(黄溶冰等,2020)。

本文基于2012—2022年机构投资者实地调研数据构建机构投资者绿色关注指标,实证检验机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响效应。研究发现:第一,机构投资者绿色关注加剧了企业“漂绿”行为,且环境行动类绿色关注的加剧作用更强;第二,机构投资者绿色关注的“漂绿”加剧作用在调研机构参与数量较少、没有持续关注、调研次数少和买方机构绿色关注多的企业,以及CEO持股低、外部竞争高和个股市值低的企业中更显著;第三,机构投资者的短视行为和企业管理层的敷衍行为是导致机构投资者绿色关注加剧企业“漂绿”行为的内在诱因;第四,机构投资者绿色关注的同业震慑效应和地方政府环保关注的协同治理效应是抑制企业策略性“漂绿”行为的有效路径。

本文尝试从资本市场的环境治理视角来考察机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响效应,并通过分析经验证据来剖析原因和探索解决路径。相较于已有研究,本文的创新之处主要在于:第一,从现代环境治理的微观机制视角拓展了投资者治理效果的研究边界。现有关于投资者治理效果的研究尚未形成一致性结论。一部分学者认为投资者能够有效发挥外部监督效应(李安泰等,2022),通过充分揭示企业信息(卿小权等,2023)、主动与企业沟通表达诉求(Jiang和Yuan,2018)、积极参与企业决策(甄红线等,2021;Qi等,2022),以提高资源配置效率(蔡贵龙等,2022)、强化技术创新能力(罗荣华等,2023)和提高环境社会责任表现(Zhou和Gan,2022),进而助力实体经济高质量发展;另一部分学者认为投资者并未有效发挥治理效应(闫焕民等,2024),反而会通过合谋逐利加大资本市场波动(姜富伟等,2022;李文贵和路军,2022;徐寿福等,2022)、驱动企业脱实向虚(刘伟和曹瑜强,2018)和非效率投资(郭晓冬等,2020),以此对投资者治理效应提出质疑。本文尝试从现代环境治理的微观机制视角出发,分析机构投资者绿色关注加剧企业“漂绿”行为的现实问题,并基于调研机构数量、调研次数、是否持续绿色关注等差异化特征分析机构投资者的异质性影响,以及基于企业CEO持股、竞争程度、个股市值等差异化特征分析企业的异质性结果,以此拓展投资者治理效果的研究边界。第二,从破解“漂绿”内在原因的角度探索了外部驱动治理新路径,这不仅丰富了企业“漂绿”行为决策的相关研究,而且是对发挥环境治理体系协同作用的新探索。现有关于企业“漂绿”行为决策影响因素的文献大多着眼于外部融资需求(黄溶冰等,2020)、环境规制(Zhou等,2024)、银行监督(王嘉鑫等,2024)和绿色金融政策(Zhang,2023b),虽有个别文献基于投资者具有外部治理功能的理论逻辑考察中小股东监督(沈弋等,2023)、投资者关注(李惠蓉和赵小克,2023)、机构投资者持股(朱福敏等,2024)和绿色投资者(陈玲芳,2023)对企业“漂绿”行为的影响,但并未聚焦机构投资者绿色关注这一治理手段,从权衡经济利益与环境利益的角度考察机构投资者绿色关注的影响效应。因此,本文尝试解析机构投资者绿色关注影响企业“漂绿”行为的内在原因,这

丰富了企业“漂绿”行为决策相关研究,并从破解“漂绿”内在原因出发探讨企业策略性“漂绿”的外部驱动治理新路径,从“外”到“内”发挥环境治理体系协同作用。第三,本文在已有研究的基础上对研究方法进行了有益探索,构建机构投资者绿色关注指标并细化两类子指标,对机构投资者绿色行为进行刻画,并采用投资者实地调研的文本数据构建绿色关注词典进行研究。

二、理论分析与研究假设

作为资本市场的专业投资者和企业重要的内部利益相关者,机构投资者对企业绿色表现和环境治理水平更加关注,进而影响企业的环保决策。机构投资者绿色关注通过实地调研、信息挖掘和积极沟通等方式获取企业环境社会责任表现信息,向企业传递绿色环保和改善绿色经营的决策信号,进而推动企业绿色转型。然而,绿色环保项目由于存在长周期、大投入、高风险等问题,短期内难以形成有效的经济收益且表现出明显的正外部性(王馨和王营, 2021; Xu 等, 2023)。面对专业机构投资者绿色关注的外在压力,并非所有企业都被有效激励而主动采取绿色环保行动,反而可能会激发部分企业出于获取短期利润和迎合投资者的自利动机,通过策略性“漂绿”行为对环境责任表现信息进行合规性披露以塑造良好的社会形象(李哲等, 2022; Hu 等, 2023; 张云等, 2024)。企业有动机采取“多言寡行”的策略性转型行为(李哲和王文翰, 2021),通过操纵环境责任信息披露进行“漂绿”以粉饰环境问题并美化企业形象,进而获取机构投资者的资源支持和环境合法性地位(黄溶冰等, 2020; Tan 等, 2024)。因此,机构投资者绿色关注对企业绿色行为决策的影响存在激励转型和迎合“漂绿”两种不确定性结果,下文将分析机构投资者影响企业“漂绿”行为的路径。

第一,机构投资者关注短期利益的短视行为,可能会驱动公司管理层迎合机构投资者绿色关注而实施策略性“漂绿”环保行为。不同于发达经济体,中国资本市场投资者具有明显的短期偏好(谭小芬和钱佳琪, 2020)。短视的机构投资者基于短期业绩进行交易,其行为决策受到企业盈利状况的影响(崔晓蕾等, 2022)。当企业出现营收下滑时,为维护委托人利益,短视的机构投资者有动机通过抛售股票以维持自身利益稳定(Wei 等, 2020; 尹海员和朱旭, 2022)。企业管理者对于股价非常敏感,股价下跌将导致企业面临价值低估、绩效下降和被并购等风险问题(赵阳等, 2019)。出于迎合短期盈余偏好动机,企业为避免股价大幅波动将采取短视投资行为以维持业绩稳定(彭秋萍等, 2022),这其中就可能包含策略性短期环保投资行为。因此,基于机构投资者以短期盈余为决策标准的现实情景,短视偏好促使管理者为提升短期绩效而削减长期绿色投资(Cremers 等, 2020),机构投资者绿色关注将无法对企业形成有效的绿色转型驱动效应(王攀等, 2023),反而导致企业为迎合机构投资者绿色关注而采取“漂绿”的行为决策(Yu 等, 2020)。而且,企业进行绿色投资活动具有明显的正外部性,需要企业在保证正常经营活动的基础上抽取部分资源用于绿色治理(姜广省等, 2021),绿色投资活动的长期性将对企业现金流产生负面影响,股价下跌带来的收益损失将导致来自企业内部的实质性绿色转型行为动力不足。而操纵环境社会责任信息具有低成本、高效率的特点(Li 等, 2024),既可以有效满足机构投资者对企业绿色行为的要求,同时又塑造了“亲环境”的预期形象,进而影响利益相关者对企业的行为感知。

第二,企业管理层对机构投资者绿色关注的重视程度不足或者有意为之的敷衍行为,可能会加剧企业策略性“漂绿”环保行为。机构投资者绿色关注会揭示更多的企业环境责任信息(Jiang 等, 2022),专业的投资团队将充分挖掘企业信息并形成报告向社会公布,环境责任表现较差的企业将面临资本市场波动等潜在损失(Jiang 和 Bai, 2022)。为避免此类因机构投资者绿

色关注带来的负面影响并能获得其他投资者的信任,企业管理层通常采用含糊其辞或避重就轻的回答方式以隐藏自身环境表现的真实情况(李文贵和路军,2022)。而且,由于存在机构投资者短视行为,企业管理层以经济利益最大化为首要目标,对机构投资者绿色关注未形成有效重视(王分棉等,2023)。因此,出于对环境合法性的要求,企业管理层容易通过低成本操纵环境信息披露,向机构投资者传达对未来环保行动和环保战略的规划,以此满足机构投资者绿色关注的目标(Liao等,2023)。基于此,本文提出假设1和假设2。

假设1:机构投资者绿色关注可能会加剧企业策略性“漂绿”行为。

假设2:机构投资者的短视行为和企业管理者的敷衍行为是机构投资者绿色关注加剧企业策略性“漂绿”行为的内在原因。

企业参与绿色环保行为通常具有显著的正外部性,需要企业进行长期和持续的投资活动(斯丽娟和曹昊煜,2022),短期内无法获取有效的经济收益,这导致企业在面对激烈的市场竞争时通常以提升自身经济价值为首要目的,通过低成本的声誉策略或印象管理来树立良好的企业形象,并采取“多言寡行”“末端治理”等方式满足外部利益相关者的环境监管要求(李哲和王文翰,2021)。由于存在机构投资者短视行为和企业管理者敷衍行为,机构投资者与企业管理层倾向于将经营绩效作为决策标准,而业绩压力导致企业从事环境治理或环保投资所带来的短期风险损失容忍不足(范庆泉和郭文,2024;郭俊杰等,2024)。当机构投资者问及企业绿色环保情况时,为满足环境利益与经济利益双重约束条件,企业可能为迎合机构投资者的绿色环保预期而采取策略性“漂绿”行为(雷雷等,2023)。而且,分散的机构投资者绿色关注所带来的监督效应相对较小(吴晓晖等,2019),无法引起企业对自身环境社会责任表现的重视。出于幸存者偏差思维,在权衡经济利益和环境利益时,企业通常会采用策略性信息披露的方式进行“漂绿”,并忽视绿色代理行为引致的合规风险和声誉风险所带来的潜在损失。

上述短视行为和分散监督的情况在外部环境责任约束提高时会出现明显的变化,可能对企业“漂绿”行为产生一定的约束效果。一方面,外部环境责任约束明显提高时,绿色转型成为全社会共识和紧迫任务。相对于分散的机构投资者绿色关注,机构投资者对企业所处行业整体绿色关注度的普遍提高,能够向管理层传达利益相关方对企业环境表现的诉求和规范压力(杜勇等,2021),并引起企业对自身环境社会责任表现的重视。机构投资者对行业整体绿色关注度越高,企业的环境压力感知越强,进而倒逼企业主动寻求实质性绿色转型活动以提升环境表现。另一方面,企业绿色经营决策受到同行业其他企业的影响(李宗泽和李志斌,2023),即存在“漂绿”行为的同群效应(黄溶冰等,2020)。当机构投资者对同行业其他企业绿色关注度普遍上升时,同样可以预期其他企业可能会通过开展实质性绿色转型行为以获取潜在的竞争优势。企业管理者为避免丧失自身优势,将会由短期策略性绿色行为转向长期实质性绿色技术创新活动,以此弥补自身环境责任表现劣势并获取机构投资者的资源青睐。基于此,本文提出假设3。

假设3:当机构投资者对企业所处行业整体的绿色关注度较高时,机构投资者绿色关注对企业策略性“漂绿”行为会产生抑制效应。

三、研究设计

(一)模型构建

本文构建基准模型,以考察机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响,具体如下:

$$Greenwash_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gatten_{it} + \beta_2 CONT_{it} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 和 t 分别表示企业与年份; $Greenwash_{it}$ 代表 i 企业在第 t 年的“漂绿”情况; $Gatten_{it}$ 代表企业 i 在第 t 年面临的机构投资者绿色关注; $CONT_{it}$ 代表控制变量, 控制了企业层面可能影响“漂绿”行为的其他因素; μ_i 和 τ_t 分别表示个体固定效应和时间固定效应; ε_{it} 为经典的随机误差项。 $Gatten_{it}$ 前的 β_1 为本文关注的核心系数, 若 β_1 显著异于 0 则表明机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为决策会产生影响。

(二) 变量说明

1. 被解释变量

本文的被解释变量为企业“漂绿”程度 ($Greenwash$)。参考 Zhang(2022) 的做法, 本文采用经行业均值调整后的 ESG 信息披露与真实 ESG 表现得分再取标准化差值作为企业“漂绿”程度的度量指标。测算公式如下:

$$Greenwash_{it} = \left(\frac{ESG_{dist,ijt} - \overline{ESG_{dis,jt}}}{\sigma_{dist}} \right) - \left(\frac{ESG_{rate,ijt} - \overline{ESG_{rate,jt}}}{\sigma_{rate}} \right) \quad (2)$$

其中, ESG 信息披露得分 ($ESG_{dist,ijt}$) 采用彭博 ESG 数据, 真实 ESG 表现得分 ($ESG_{rate,ijt}$) 采用华证 ESG 评级数据。 $\overline{ESG_{dis,jt}}$ 和 $\overline{ESG_{rate,jt}}$ 分别表示行业平均 ESG 披露得分和真实得分。 $Greenwash_{it}$ 数值越大, 则表明企业“漂绿”程度越高, 反之则越低。

2. 解释变量

机构投资者向企业管理层的提问内容可以反映机构投资者的关注话题。本文参考张云等(2023)的做法, 对机构投资者实地调研的问答纪要进行文本分析, 以测算机构投资者绿色关注水平。具体如下: 第一, 借鉴李哲(2018)、陈诗一和陈登科(2018)使用的环境词汇, 结合人工阅读调研活动纪要情况, 构建更符合实际情况的机构投资者绿色关注词典, 并分为环保行动和环保战略两大类,^①具体如表 1 所示; 第二, 从国泰安(CSMAR)数据库中获取投资者调研问答明细, 梳理并保留机构投资者问答记录; 第三, 根据绿色关注词典对调研问答进行逐条识别, 并判断该问答是否属于绿色环保主题; 第四, 统计企业每年被问及环保主题问题的数量和问题总数。本文采用绿色环保问题数量占机构投资者提问总数的比值作为机构投资者绿色关注的代理指标, 该比值越大则表明机构投资者对该企业的绿色关注程度越高, 可以得到总体绿色关注、环保行动类绿色关注和环保战略类绿色关注三类。

表 1 绿色关注词典

分类	领域	关键词
环保行动	环保技术	绿色技术、环境保护技术、环保技术、低碳技术、脱硫技术、清洁技术、清洁生产技术、降碳技术、减碳技术、资源利用技术、综合利用技术、节能技术、节能减排技术、节能降耗技术、除尘技术
	环保治理	资源综合利用、回收利用、可持续利用、循环利用、垃圾回收、再利用、噪声防治、环境治理、污染治理、粉尘治理、净化处理、节能改造、污染排放、污水排放、废水排放、废气排放、排污费、环保费用、环保支出
环保战略		可持续发展、环境协调、循环经济、环境保护、环保意识、环保政策、环境政策、双碳、碳中和、碳达峰、环保规划、环境评估、环保评估、环保监测、环境监测、排放监测、环境管理、污染防治、达标排放、节能减排、环境污染、清洁生产、绿色转型、智慧节能、节能环保、节能低碳、节能降耗、脱碳减排、绿色发展、低碳发展、绿色经营、绿色制造、绿色产业、绿色化、低碳产品、绿色产品、碳排放、三废、温室气体、低能耗、低污染、排放标准、环保设备、燃煤锅炉、高污染、高能耗、高排放、环保压力、可再生能源、清洁能源、绿色能源、新能源

^① 环保行动主要是指企业为降低环境污染和保护生态环境而采取的一系列具体行为和措施; 环保战略主要是指企业为实现绿色可持续发展而制定的长远性行动计划或未来展望。

3. 控制变量

本文的控制变量包括：(1)企业规模(*Size*)，采用总资产的自然对数表示；(2)企业年龄(*Age*)，采用公司成立年限的自然对数表示；(3)资产负债率(*Lev*)，采用总债务与总资产的比值表示；(4)盈利能力(*ROE*)，采用净资产收益率表示；(5)二职合一(*Duality*)，董事长和总经理为同一人时取值为 1，否则为 0；(6)审计意见(*Audit*)，审计事务所对年报出具的审计意见；(7)董事会规模(*Broad*)，即董事会董事数量；(8)管理层持股比例(*Manage*)，董监高持股数量占总股数量之比；(9)机构投资者持股比例(*Invest*)，即机构投资者持有股份总数量占上市公司总股份的比重。

(三)数据来源

2012 年深交所要求上市公司将接待投资者调研等特定对象有关情况及时向市场公开披露，而上交所未强制要求且披露样本较少，故本文选取 2012—2022 年我国深交所 A 股上市企业为研究样本。机构投资者相关数据来源于 CSMAR 中投资者调研问答纪要及调研机构分类数据库，参与机构包含基金、证券、保险、风投、资产管理公司等。企业数据也来源于 CSMAR 数据库，本文对所选样本进行如下处理：(1)剔除金融行业企业样本；(2)剔除 ST、*ST 等亏损异常类企业和暂停上市企业样本；(3)同时保留具有彭博 ESG 评级数据和华证 ESG 评级数据样本；(4)剔除研究变量存在数据缺失的样本；(5)对主要连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。经过上述处理，最终获得 5 150 个企业—年度观测样本，描述性统计如表 2 所示。

表 2 描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Greenwash</i>	5 150	-0.0335	1.1095	-2.4084	3.0336
<i>Gatten</i>	5 150	0.0024	0.0113	0.0000	0.0952
<i>Size</i>	5 150	22.9808	1.2159	20.4052	26.3245
<i>Age</i>	5 150	2.8497	0.3636	1.7918	3.4965
<i>Lev</i>	5 150	0.4437	0.2027	0.0565	0.8667
<i>ROE</i>	5 150	0.0736	0.1484	-0.8203	0.3689
<i>Duality</i>	5 150	0.2812	0.4496	0.0000	1.0000
<i>Audit</i>	5 150	4.9429	0.3748	2.0000	5.0000
<i>Broad</i>	5 150	8.6864	1.6940	5.0000	15.0000
<i>Manage</i>	5 150	0.1173	0.1765	0.0000	0.6650
<i>Invest</i>	5 150	0.4863	0.2346	0.0202	0.9245

四、实证结果与分析

(一)基准回归

表 3 汇报了机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响结果。列(1)显示，机构投资者绿色关注水平越高，企业“漂绿”程度越大。列(2)和列(3)将机构投资者绿色关注分解为环保行动类绿色关注和环保战略类绿色关注，结果显示环保行动类绿色关注与环保战略类绿色关注的系数均显著为正，且环保行动类绿色关注的系数明显大于环保战略类绿色关注的系数。由此可知，机构投资者绿色关注加剧了企业的“漂绿”行为，该结果支持假设 1。机构投资者绿色关注并未体现促进企业绿色转型的作用，反而促使企业的策略性“漂绿”行为。其中，当机构投资者关注环保行动时，企业对机构投资者绿色关注的环保威胁感知更强，在被要求进行长周期、高

风险、低回报的环保技术创新或环保投入时,企业更加倾向于采用“漂绿”手段以实现自身利益最大化和满足机构投资者的环保预期。

表 3 基准回归结果

	(1)Greenwash	(2)Greenwash	(3)Greenwash
<i>Gatten</i>	3.3317*** (1.2336)		
<i>Gatten_act</i>		20.1013** (7.9798)	
<i>Gatten_plan</i>			3.0886** (1.3684)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定	控制	控制	控制
R^2	0.0171	0.0167	0.0166
观测值	5 150	5 150	5 150

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为个体层面聚类处理后的标准误。下同。

(二)稳健性检验^①

1. 替换关键变量

前文在测算企业“漂绿”指标时对发生ST、*ST和PT等异常状态企业样本进行了剔除,以保持样本一致性。为避免因剔除部分企业导致同行业ESG得分出现偏差,本文将经营异常企业样本纳入数据集后重新测算并进行替换检验。此外,考虑到机构投资者绿色关注测算中存在的潜在偏误,本文使用机构投资者是否绿色关注作为代理变量。若机构投资者关注企业环境表现则取值为1,否则为0,以此重新进行检验。

2. 调整样本期间

2017年深交所加入联合国可持续证券交易所倡议,该倡议为深交所支持可持续发展、促进市场更好履行社会责任起到了规范引领作用。深交所加大力度推动上市企业可持续发展建设,进而促使企业ESG表现出现大幅提升(雷雷等,2023)。因此,本文将2017年以前的样本剔除并重新进行检验。

3. 考虑行业因素

本文从以下三个方面开展检验:第一,将标准误调整至行业层面进行聚类;第二,考虑到企业“漂绿”行为存在同构效应(黄溶冰等,2020;李宗泽和李志斌,2023),因此控制企业所处行业“漂绿”程度均值变量,以避免行业“漂绿”差异对结果的影响;第三,行业变革也会带来随时间变化的不可观测因素(汤旭东等,2024),因此进一步加入“行业-年份”高维固定效应。结果发现,在经过上述稳健性检验后,基准回归结论保持不变。

(三)内生性检验^②

企业“漂绿”程度高也有可能增强机构投资者对企业的绿色关注,从而产生反向因果问题。此外,机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响也会受到国家政策等因素的干扰,导致由于不可观测因素而形成的遗漏变量问题。因此,本文采用工具变量法和倾向得分匹配法对可能存在的内生性问题进行缓解。首先,基于工具变量法进行内生性检验。本文采用其他企业(除企业自身外)的机构投资者绿色关注的均值作为工具变量,为避免行业和城市因素的影响,进一步剔除该企业所在行业和所在城市企业的机构投资者绿色关注的均值。具体而言,一方面,剔除

① 限于篇幅,稳健性检验相关结果已省略。

② 限于篇幅,内生性检验相关结果已省略。

行业、城市、个体层面后的机构投资绿色关注与单个企业是否选择“漂绿”没有直接关系；另一方面，企业层面机构投资者绿色关注水平将受到高维层面机构投资者绿色关注水平的影响。因此，上述工具变量满足相关性和外生性的基本条件。其次，基于倾向得分匹配法进行内生性检验。为缓解潜在的样本自选择而导致的内生性偏误，本文依据企业是否受到机构投资者绿色关注将样本划分为实验组和对照组，并以企业规模、企业年龄、净资产收益率、董事会规模、管理层持股比例、机构投资者持股比例作为协变量进行倾向得分匹配。检验结果发现，通过工具变量法和倾向得分匹配法缓解潜在的内生性问题后，前文结论依然成立。

(四) 异质性分析

1. 调研机构差异化特征下的效应分析

机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响可能因调研机构特征不同而产生差异，因此本文从调研机构数量、机构调研次数、机构是否持续绿色关注和机构性质四个方面进行差异化特征分析。

第一，基于调研机构数量的异质性分析。调研机构数量将影响群体内部信息的传递和处理能力，调研机构的参与数量越多则越容易向管理层传达异质性观点，并吸引媒体与监管机构的关注(黄泽悦等, 2022)。此时机构投资者绿色沟通和谈判能力得到增强，管理者难以忽视机构投资者对企业绿色治理的诉求，进而形成更强的外部监督并驱动企业主动开展绿色治理行动(张云等, 2024)。相反，当调研机构参与数量较少时，受到有限注意力和信息处理能力的制约，短期经济利益成为企业经营决策的主导信息，机构投资者绿色关注对企业环保治理的监督效应相对较弱，因此企业有动机通过低成本“漂绿”以隐藏自身环境表现信息并获取机构投资者的资源青睐。本文采用企业年度接受调研机构数量的平均值作为划分标准，将样本分为调研机构数量多和调研机构数量少两组。表 4 列(1)和列(2)的结果显示，当调研机构参与数量较少时，机构投资者绿色关注加剧了企业“漂绿”行为；相反，当调研机构参与数量较多时，机构投资者绿色关注未表现出加剧企业“漂绿”效应。

表 4 基于调研机构特征的异质性检验结果

	调研机构数量		机构调研次数		持续关注	
	(1)少	(2)多	(3)低	(4)高	(5)是	(6)否
<i>Gatten</i>	2.8867 ^{**} (1.3285)	4.8753(4.1579)	2.3978 [*] (1.4081)	4.4533(2.9032)	-0.8687(2.5575)	4.3065 ^{***} (1.5283)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份
R^2	0.0165	0.0215	0.0202	0.0227	0.0324	0.0244
观测值	3 801	1 349	3 567	1 583	1 035	4 115

第二，基于机构调研次数的异质性分析。调研次数反映了外部机构对企业的普遍关注程度，实地调研次数越多，机构投资者向企业传达有关绿色治理决策信息的密度越高。在有限关注的情况下，绿色信息越受关注，越有可能被投资者用到交易决策中，企业面临的绿色监督压力显著增强，从而使得管理层的策略性“漂绿”决策更加谨慎。相反，对于调研次数较少的企业，声誉成本和违约成本相对较低，企业主动开展绿色治理决策的动机不足，容易激励管理者低成本迎合机构投资者的绿色环保诉求，采用策略性“漂绿”手段以应对机构投资者绿色关注。本文采用企业当年接受机构调研的次数进行区分，将调研次数高于年度平均值的样本划分为高频调研组，否则定义为低频调研组。表 4 列(3)和列(4)的结果显示，机构投资者绿色关注对机构调

研次数少的企业具有显著的“漂绿”加剧作用,而对于机构调研次数多的企业则无显著影响。

第三,基于机构投资者是否持续绿色关注的异质性分析。当企业连续受到机构投资者绿色关注时,相比于其他企业,管理层对机构投资者环保要求的感知更强,且难以忽视机构投资者对企业绿色治理的建议,更可能形成实质性绿色转型的投资决策与解决方案。与之相反,绿色关注不足则较难得到管理者的重视,当企业始终没有或偶然受到机构投资者绿色关注时,机构投资者绿色关注可能无法激发其主动绿色转型的行为决策,反而将促进其以经济利益为目标进行“漂绿”并获取合法性地位。本文基于企业在上一期是否受到机构投资者绿色关注进行分组,若上一期受到投资者绿色关注则为持续关注组,相反则为无持续关注组。表4列(5)和列(6)的结果显示,对于没有持续关注企业绿色行为的组别,机构投资者绿色关注的系数为正且通过1%水平的显著性检验;而对于持续关注企业绿色行为的组别,机构投资者绿色关注的系数为负,这说明机构投资者持续关注企业绿色表现有可能降低企业“漂绿”行为,但该回归系数未通过显著性检验,因此机构投资者持续性绿色关注的结果有待进一步分析。

第四,基于调研机构性质的异质性分析。相对于证券公司等卖方机构,以基金公司为代表的买方机构能够将资金直接投入市场进行交易,企业在面临买方机构绿色关注时可能具有更强的迎合动机,通过低成本、策略性“漂绿”行为以获取机构投资者的资源支持。基于此,本文对调研机构性质进行区分,重新计算买方机构和卖方机构对企业的绿色关注程度进行实证检验。结果显示,买方机构的绿色关注对企业“漂绿”行为具有显著的促进作用,且环保行动类绿色关注的影响更大,而卖方机构的绿色关注则对企业“漂绿”行为未产生显著影响。^①

产生上述影响的原因可能在于:当机构投资者监督水平较高时,企业会更加重视机构投资者的绿色关注,并减少策略性绿色转型行为;相反,当机构投资者监督水平较低时,企业实质性绿色转型意愿不强,所谓“多言寡行”的机会主义社会责任实践成为企业低成本的首选。

2. 企业差异化特征下的效应分析

不同的企业特征也可能导致机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响产生差异。本文从CEO持股、竞争程度和个股市值三个方面来探讨机构投资者绿色关注的异质性作用。

第一,基于CEO持股的异质性分析。CEO持股比例具体表现为CEO对企业经营权和所有权的获取状况,持股比例的提高能有效降低股东利益分歧和委托代理问题,CEO将更多地考虑企业形象和长期利益,在面对投资者绿色关注时有可能将更多的资源投入实质性绿色环保项目当中,进而提升自身的社会环境责任表现。本文采用CEO持股比例作为分组变量,将高于年度均值的样本归为持股比例高组,否则归为持股比例低组。表5列(1)和列(2)的结果显示,机构投资者绿色关注在CEO持股比例较低的分组中体现为“漂绿”行为加剧效应,这表明CEO持股比例较低的企业具有明显的短视倾向,通过策略性“漂绿”行为获取短期利益的增长,从而不利于企业实质性的绿色转型。

第二,基于竞争程度的异质性分析。当企业面临的竞争程度较为激烈时,受制于同行业外部压力,企业有意愿通过低成本行为来获取短期的竞争优势,这可能导致机构投资者绿色关注推动企业选择“漂绿”的行为决策。本文采用赫芬达尔指数作为衡量行业竞争程度的代理变量,并将其年度均值作为划分标准进行分组。表5列(3)和列(4)的结果显示,高竞争强度行业样本分组中机构投资者绿色关注的系数为正且在5%的水平上显著,这表明当行业竞争程度较为激烈时,机构投资者绿色关注会加剧企业的“漂绿”行为。

^①感谢评审专家的宝贵意见。限于篇幅,该部分相关结果已省略。

第三,基于个股市值的异质性分析。作为管理层绩效考核和机构投资者购买决策的关键指标,企业市值将显著影响企业管理者的行为决策。为了避免因未达到机构投资者的环保要求而带来股价下跌的负面影响,市值较低的企业有更强的动机通过操纵信息披露以维持良好的环境责任形象。本文依据企业市值年度均值为标准,将样本划分为低市值企业和高市值企业两组进行检验。表 5 列(5)和列(6)的结果显示,机构投资者绿色关注对低市值企业“漂绿”行为有显著的促进作用,即相对于高市值企业,低市值企业表现出更明显的“漂绿”倾向。这表明企业管理层出于市值管理的目的,有较强的动机通过操纵披露信息进行低成本、策略性“漂绿”行为,以应对机构投资者绿色关注。以上分析从管理层自利视角进一步验证了机构投资者绿色关注加剧企业“漂绿”行为的理论逻辑。

表 5 基于企业特征的异质性检验结果

	CEO持股		竞争程度		个股市值	
	(1)低	(2)高	(3)低	(4)高	(5)低	(6)高
<i>Gatten</i>	3.4992*** (1.3118)	4.4130(4.7885)	3.1886(2.2597)	3.2737** (1.4858)	3.1074** (1.2253)	3.8508(2.5594)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份
R^2	0.0165	0.0403	0.0207	0.0125	0.0239	0.0150
观测值	4 040	1 110	1 677	3 473	3 735	1 415

五、进一步分析:绿色关注加剧策略性“漂绿”的内在原因

(一)机构投资者:短视效应

机构投资者关注短期利益是驱动企业采取短期投资行为和策略性绿色转型的主要诱因(刘伟和曹瑜强,2018)。由于普遍存在的信息不对称,为维护委托人权益,机构投资者通常依据企业盈余情况作为决策标准,有动机通过抛售股票倒逼企业提升盈利能力。然而,股价下跌会导致企业管理层为维持业绩稳定、规避收购威胁和增强融资能力而采取策略性投机行为。因此,机构投资者短视行为将导致机构投资者绿色关注程度的提高对企业实质性绿色转型行为的驱动作用有限,反而激励企业为避免股价下跌和迎合机构投资者绿色关注而采取“多言寡行”的低成本策略性“漂绿”行为。

本文采用过去五年机构投资者持股的标准差,即机构投资者持股波动性衡量机构投资者短视行为,该指标越大表明短视程度越大。表 6 汇报了基于机构投资者短视行为的检验结果。列(1)—列(3)的结果显示,环保行动类绿色关注与机构投资者短视行为交互项的系数显著为正,而总体绿色关注和环保战略类绿色关注交互项的系数则未通过显著性检验,这表明机构投资者的短视效应主要体现在环保行动类绿色关注中。此外,为避免行业周期性波动对机构投资者的行为决策产生影响,本文剔除了同行业机构投资者短视程度以消除系统性差异,发现结论相同。^①由此表明,机构投资者短视行为是导致投资者绿色关注加剧企业“漂绿”行为的重要原因,且主要体现在环保行动类绿色关注上。可能的解释在于,环保行动类绿色关注主要反映了机构投资者对企业环保技术和环保投入的关注,绿色技术创新高风险、长周期特征将导致企业无法在短期内完成技术设备的更新,为避免因机构投资者短视效应带来的股价下跌,企业有动机通过降低创新支出和环保支出以提高短期业绩,并通过“漂绿”行为维持社会形象。

^① 限于篇幅,剔除同行业机构投资者短视程度结果已省略。

表 6 基于机构投资者短视效应的检验结果

	(1)Greenwash	(2)Greenwash	(3)Greenwash
<i>Gatten</i> × <i>SDI</i>	0.0412(0.2693)		
<i>Gatten_act</i> × <i>SDI</i>		3.8928 ^{**} (1.6708)	
<i>Gatten_plan</i> × <i>SDI</i>			-0.0602(0.2908)
<i>Gatten</i>	2.9379 [*] (1.7572)		
<i>Gatten_act</i>		-6.0291(16.4780)	
<i>Gatten_plan</i>			3.3602 [*] (1.8953)
<i>SDI</i>	0.0020(0.0053)	0.0014(0.0053)	0.0023(0.0053)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.0194	0.0200	0.0189
观测值	4 806	4 806	4 806

(二)企业管理层:敷衍效应

企业对待机构投资者提问的重视程度将直接影响企业的“漂绿”行为。一方面,相对于个体投资者,机构投资者通常对企业信息的解读能力更强,能够更加及时发现企业的不良经营状况和复杂隐蔽的交易活动(闫焕民等,2024)。为了避免机构投资者行为对企业带来不利影响,当被问及相关环境责任表现信息时,企业有动机通过含糊其辞或脚本话术的方式避免直面回答问题以隐藏企业内部负面信息。另一方面,由于机构投资者短视效应的存在,企业并未对机构投资者的提问给予充分重视,敷衍回答机构投资者相关问题,既能满足短视的机构投资者对企业环境责任表现的需求,又能低成本塑造自身环境责任形象并获取有效的资源支持。因此,本文采用重复回答语句占总问题回答语句的比例衡量企业对机构投资者提问的敷衍程度,即企业对机构投资者提问回答的重复程度越高则企业的态度越敷衍。表7汇报了基于企业敷衍行为的检验结果。列(1)–列(3)的结果显示,机构投资者总体绿色关注与企业敷衍程度交互项的系数显著为正,且无论是环保行动类绿色关注还是环保战略类绿色关注,交互项的系数均显著为正。由此表明,企业对机构投资者提问的敷衍程度越高,机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的促进作用越强。至此,前文提出的假设2得到证实。

表 7 基于企业管理层敷衍效应的检验结果

	(1)Greenwash	(2)Greenwash	(3)Greenwash
<i>Gatten</i> × <i>Qrep</i>	26.2101 ^{**} (11.0514)		
<i>Gatten_act</i> × <i>Qrep</i>		70.5764 [*] (39.7576)	
<i>Gatten_plan</i> × <i>Qrep</i>			24.7036 [*] (12.9189)
<i>Qrep</i>	0.0602(0.1326)	0.0871(0.1348)	0.0708(0.1331)
<i>Gatten</i>	1.9265(1.3039)		
<i>Gatten_act</i>		15.0794 [*] (7.7924)	
<i>Gatten_plan</i>			1.7605(1.4836)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.0185	0.0167	0.0176
观测值	5 150	5 150	5 150

六、企业策略性“漂绿”行为治理：外部驱动

(一)机构投资者绿色关注：同业震慑效应

本文尝试从破解“漂绿”内在原因的角度来探讨企业策略性“漂绿”的外部驱动治理路径。前文表明，机构投资者的短视效应和企业管理层的敷衍效应导致机构投资者绿色关注加剧了企业策略性“漂绿”行为，未对企业“漂绿”行为形成有效的监督。本质原因在于机构投资者在实地调研过程中以经济绩效关注为核心内容，其绿色关注并未得到足够重视，企业基于幸存者偏差思维而采取策略性绿色转型行为予以应对。可以设想，如果机构投资者对企业所处行业绿色关注度普遍提高，那么行业绿色转型程度加大意味着单个企业面临的绿色转型风险变大，而行业内竞争将倒逼企业选择绿色低碳的经营策略以维持市场优势。

本文测算机构投资者总体绿色关注及其子指标的同行业均值，用以衡量同业震慑效应，同行业机构投资者绿色关注度越高则震慑效应越强。表 8 汇报了基于震慑效应的检验结果。列(1)—列(3)的结果显示，同业机构投资者总体绿色关注程度的提高能显著降低企业“漂绿”行为；子指标检验发现，同业环保战略类绿色关注度的提高有助于抑制企业策略性“漂绿”行为，而同业环保行动类绿色关注度的系数为负但未通过显著性检验。由此可见，企业“漂绿”行为决策对同行业环保战略类绿色关注的敏感性更强，而同行业环保行动类绿色关注的威慑效应并未完全显现，同行企业绿色转型战略决策的相关信息发布、展示和示范效果更为直接和聚集。综上所述，机构投资者对企业所处行业绿色关注度的普遍提高可以形成机构投资者绿色关注的同业震慑效应。本文假设 3 得到证明。因此，应当加强机构投资者对企业环保行动的关注，鼓励机构投资者主动承担社会环境责任，并形成普遍认同的环保意识，推动企业绿色转型。

表 8 基于机构投资者绿色关注同业震慑效应检验结果

	(1)Greenwash	(2)Greenwash	(3)Greenwash
<i>Ind_Gatten</i>	-9.1050**(4.2549)		
<i>Ind_Gatten_act</i>		-14.9606(21.8529)	
<i>Ind_Gatten_plan</i>			-10.1526**(4.6647)
<i>Gatten</i>	3.8205***(1.2602)		
<i>Gatten_act</i>		21.2887**(8.8814)	
<i>Gatten_plan</i>			3.6199***(1.3921)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定	控制	控制	控制
R^2	0.0177	0.0165	0.0172
观测值	5 150	5 150	5 150

(二)地方政府环保关注：协同治理效应

如何通过增强机构投资者绿色关注度来加强环境治理效应值得进一步探究。从政策引导和制度设计的角度看，政府环保关注的提升和环境规制政策的出台可以有效塑造市场预期，促使机构投资者在资产配置时更加重视企业的环境绩效和社会责任；同时，政府通过采取税收优惠、补贴政策 and 设立绿色产业基金等激励措施，鼓励机构投资者加大对绿色项目的投资力度，可以实现企业“漂绿”行为治理的协同效应。

本文借鉴陈诗一和陈登科(2018)的方法，利用各地区年度政府工作报告文本数据构建政府环保关注度指标。表 9 汇报了基于政府环保关注协同治理效应的检验结果。列(1)—列(3)的结

果显示,政府环保关注能够有效驱动机构投资者总体绿色关注发挥治理效应,抑制企业策略性“漂绿”行为。对环保行动和环保战略两类子指标分别进行交互检验发现,环保战略类绿色关注与政府环保关注交互项的系数显著为负,而环保行动类绿色关注与政府环保关注交互项的系数为负但未通过显著性检验。由此表明,政府环保关注与机构投资者总体绿色关注和环保战略类绿色关注具有较强的协同治理效应,而与环保行动类绿色关注的协同治理效应相对不足。因此,提高政府环保关注,加强市场型和命令型环境规制的协同治理效应,有助于驱动机构投资者绿色关注治理效应的发挥和实现企业绿色转型。

表9 基于政府环保关注协同治理效应检验结果

	(1)Greenwash	(2)Greenwash	(3)Greenwash
<i>Gatten</i> × <i>Gov</i>	-17.9991*(9.2425)		
<i>Gatten_act</i> × <i>Gov</i>		-8.9838(46.5070)	
<i>Gatten_plan</i> × <i>Gov</i>			-29.8446*** (10.2066)
<i>Gov</i>	14.9481(11.4728)	12.7809(11.4953)	16.1619(11.4297)
<i>Gatten</i>	11.3996*** (4.2915)		
<i>Gatten_act</i>		26.2552(24.9586)	
<i>Gatten_plan</i>			16.1111*** (4.7753)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定	控制	控制	控制
R^2	0.0188	0.0170	0.0192
观测值	4 628	4 628	4 628

七、结论与建议

企业绿色转型是实现“双碳”目标、促进经济绿色高质量发展的重要保障。机构投资者绿色关注是影响企业经营决策的重要因素之一,发挥其环境治理效应对于抑制企业“漂绿”行为、防范绿色转型风险和促进经济绿色发展具有重要意义。本文尝试从资本市场的环境治理视角出发,采用投资者实地调研文本数据构建机构投资者绿色关注指标,以2012—2022年上市企业样本考察机构投资者绿色关注对企业“漂绿”行为的影响效应,通过分析经验证据剖析原因和探索解决路径。研究发现:第一,机构投资者绿色关注加剧了企业“漂绿”行为,且环境行动类绿色关注对企业“漂绿”行为的促进作用更强;第二,机构投资者绿色关注的程度和时间频率对其影响企业“漂绿”行为存在较大异质性效应,对于调研机构参与数量较少、没有持续关注、机构调研次数少以及买方机构绿色关注多的企业,以及CEO持股低、外部竞争高和个股市值低的企业,机构投资者绿色关注容易加剧企业“漂绿”行为;第三,机构投资者短视行为和企业管理层敷衍行为是诱发这种现象的内在原因;第四,机构投资者对行业绿色关注的震慑效应和政府环保关注的协同治理效应是抑制企业策略性“漂绿”行为的有效路径。

结合上述结论,本文提出如下建议:第一,引导机构投资者形成普遍的绿色环保意识,增强机构调研的环保实效。本文研究表明,机构投资者绿色关注未能对企业“漂绿”行为产生明显的治理效应,其中一个重要因素是机构投资者具有短视行为倾向,企业出于迎合机构投资者的战略动机,将采用策略性“漂绿”行为决策。因此,从投资者的角度,机构投资者应当压实调研责任并实行价值投资策略,积极与企业进行沟通并增加调研次数,对企业绿色经营情况开展长期持续关注,提高机构投资者外部监督水平;从监管者的角度,监管部门应当积极引导机构投资者

增强环境保护意识,完善机构投资者环境社会责任考评体系,制定针对性激励制度以发展耐心资本,促进机构投资者环境治理提质增效。第二,规范企业环境信息披露机制,推动环境信息依法披露制度改革。本文研究表明,企业管理者可以通过含糊其词的表达以实现隐藏坏消息和渲染好消息的目的,进而导致企业敷衍行为成为机构投资者绿色关注加剧企业“漂绿”行为的诱因之一。因此,企业应当尽快建立绿色治理机制,完善与外部利益相关者的沟通渠道,充分重视外部利益相关者的意见建议并开展实质性绿色转型行为,以此获取绿色先发优势和绿色核心竞争力。监管部门应当加大对企业信息披露的稽查力度,督促企业加强投资者关系管理,完善信息披露制度体系,并监督企业对机构投资者绿色关注的准确回复。第三,建立健全资本市场现代绿色治理机制,发挥协同治理效应,提升环保治理能力和环境责任意识。2024年政府工作报告强调要加强生态文明建设,推进绿色低碳发展,充分调动各方面保护和改善生态环境的积极性。本文结论表明,行业绿色关注的震慑效应和政府环保关注的协同治理效应是抑制企业“漂绿”行为的有效途径。因此,引导机构投资者形成广泛的绿色关注意识,加强地方政府与机构投资者环境治理的协同效应,有助于进一步推动企业实质性绿色转型。

主要参考文献:

- [1]蔡贵龙,张亚楠,徐悦,等.投资者—上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J].管理世界,2022,(8):199-216.
- [2]崔晓蕾,高涛,徐龙炳.投资者短视对公司长期投资的影响研究——基于管理者迎合机制[J].财经研究,2022,(8):154-169.
- [3]郭俊杰,方颖,郭晔.环境规制、短期失败容忍与企业绿色创新——来自绿色信贷政策实践的的证据[J].经济研究,2024,(3):112-129.
- [4]郭晓冬,王攀,吴晓晖.机构投资者网络团体与公司非效率投资[J].世界经济,2020,(4):169-192.
- [5]黄溶冰,谢晓君,周卉芬.企业漂绿的“同构”行为[J].中国人口·资源与环境,2020,(11):139-150.
- [6]黄泽悦,罗进辉,李向昕.中小股东“人多势众”的治理效应——基于年度股东大会出席人数的考察[J].管理世界,2022,(4):159-171.
- [7]姜富伟,宁炜,薛浩.机构投资与金融稳定——基于A股ETF套利交易的视角[J].管理世界,2022,(4):29-49.
- [8]姜广省,卢建词,李维安.绿色投资者发挥作用吗?——来自企业参与绿色治理的经验研究[J].金融研究,2021,(5):117-134.
- [9]雷雷,张大永,姬强.共同机构持股与企业ESG表现[J].经济研究,2023,(4):133-151.
- [10]李文贵,路军.网络平台互动与股价崩盘风险:“沟通易”还是“操纵易”[J].中国工业经济,2022,(7):178-196.
- [11]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].世界经济,2018,(12):167-188.
- [12]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].金融研究,2021,(12):116-132.
- [13]李哲,王文翰,王遥.企业环境责任表现与政府补贴获取——基于文本分析的经验证据[J].财经研究,2022,(2):78-92.
- [14]李宗泽,李志斌.企业ESG信息披露同群效应研究[J].南开管理评论,2023,(5):126-138.
- [15]刘伟,曹瑜强.机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗[J].财贸经济,2018,(12):80-94.
- [16]罗荣华,王良,赵鹭.机构投资者网络结构与公司创新:“潜在购买”的治理效应研究[J].管理世界,2023,(6):120-138.

- [17]潘爱玲,张启浩,李广鹏.中小投资者环境关注会影响重污染企业绿色并购吗[J].南开管理评论,2024,(7):135-147.
- [18]彭秋萍,钟熙,周怀康.祸福相依:机构投资者调研对企业创新的双刃剑效应[J].管理工程学报,2022,(4):108-117.
- [19]沈弋,钱明,吕明晗,等.中小股东监督与漂绿治理——基于词向量模型的文本分析[J].中国人口·资源与环境,2023,(8):116-129.
- [20]汤旭东,张星宇,杨玲玲.监管型小股东与企业ESG表现——来自投服中心试点的证据[J].数量经济技术经济研究,2024,(4):173-192.
- [21]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.
- [22]谭小芬,钱佳琪.资本市场压力与企业策略性专利行为:卖空机制的视角[J].中国工业经济,2020,(5):156-173.
- [23]熊熊,邸佳慧,高雅.绿色关注对上市公司绿色创新行为的影响——来自投资者互动平台的证据[J].系统工程理论与实践,2023,(7):1873-1893.
- [24]王分棉,贺佳,陈丽莉.连锁董事绿色经历会促进企业绿色创新“增量提质”吗[J].中国工业经济,2023,(10):155-173.
- [25]王嘉鑫,刘雪娜,于鑫雨,等.银企ESG一致性与贷后企业策略性ESG行为[J].财经研究,2024,(4):109-123.
- [26]徐寿福,郑迎飞,罗雨杰.网络平台互动与股票异质性风险[J].财经研究,2022,(10):153-168.
- [27]张云,韩云,吕纤.机构投资者绿色关注的减排作用与溢出效应[J].经济学动态,2023,(10):90-107.
- [28]张云,吕纤,韩云.机构投资者驱动企业绿色治理:监督效应与内在机理[J].管理世界,2024,(4):197-214.
- [29]Aluchna M, Roszkowska-Menkes M, Kamiński B, et al. Do institutional investors encourage firm to social disclosure? The stakeholder salience perspective[J]. *Journal of Business Research*, 2022, 142: 674-682.
- [30]Cremers M, Pareek A, Sautner Z. Short-term investors, long-term investments, and firm value: Evidence from Russell 2000 index inclusions[J]. *Management Science*, 2020, 66(10):4535-4551.
- [31]Jiang X Y, Yuan Q B. Institutional investors' corporate site visits and corporate innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48: 148-168.
- [32]Jiang Y H, Wang C, Li S, et al. Do institutional investors' corporate site visits improve ESG performance? Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2022, 76: 101884.
- [33]Tan R P, Cai Q J, Pan L L. Faking for fortune: Emissions trading schemes and corporate greenwashing in China[J]. *Energy Economics*, 2024, 130: 107319.
- [34]Xu A T, Zhu Y H, Wang W P. Micro green technology innovation effects of green finance pilot policy—From the perspectives of action points and green value[J]. *Journal of Business Research*, 2023, 159: 113724.
- [35]Yu E P Y, Van Luu B, Chen C H. Greenwashing in environmental, social and governance disclosures[J]. *Research in International Business and Finance*, 2020, 52: 101192.
- [36]Zhang D Y. Green financial system regulation shock and greenwashing behaviors: Evidence from Chinese firms[J]. *Energy Economics*, 2022, 111: 106064.
- [37]Zhang D Y. Subsidy expiration and greenwashing decision: Is there a role of bankruptcy risk?[J]. *Energy Economics*, 2023a, 118: 106530.
- [38]Zhang D Y. Does green finance really inhibit extreme hypocritical ESG risk? A greenwashing perspective exploration[J]. *Energy Economics*, 2023b, 121: 106688.
- [39]Zhou T Y, Gan J W. Institutional investors' site visits and corporate social responsibility: Evidence from China[J]. *Economic Modelling*, 2022, 115: 105965.

Institutional Investors' Green Attention and Corporate Greenwashing Behavior: Effects, Incentives, and Governance

Zhang Yun¹, Yang Zhenyu²

(1. School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;

2. School of Finance, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China)

Summary: Corporate green transformation is essential for achieving the goals of carbon peak and carbon neutrality, and their strategic greenwashing behavior can increase transition risks and hinder green economic development. As important internal stakeholders of enterprises, institutional investors have developed a certain level of green attention regarding corporate environmental performance, but there is disagreement over whether they can drive substantive green transformation in businesses. Thus, this paper attempts to examine the impact of institutional investors' green attention on corporate greenwashing behavior from the perspective of environmental governance in the capital market, exploring the underlying reasons and potential solutions.

This paper constructs an institutional investor green attention index using textual data from investor field surveys. It analyzes the impact and mechanisms of institutional investors' green attention on corporate greenwashing behavior using samples of listed companies from 2012 to 2022. It is found that green attention exacerbates strategic greenwashing behavior, and environmental action-focused green attention has a stronger promoting effect on greenwashing behavior. The degree and frequency of green attention exhibit a heterogeneous effect on greenwashing behavior. For firms that receive less participation from surveying institutions, lack continuous attention, have fewer institutional site visits, and receive more green attention from buy-side institutions, as well as when the CEO holds a lower stake, external competition is higher, and the stock market value is lower, green attention tends to exacerbate greenwashing behavior in these firms. Further analysis reveals that myopia behavior by institutional investors and perfunctory behavior by corporate management are the underlying causes of this phenomenon.

This paper explores new paths for external driver governance by unraveling the intrinsic causes of greenwashing and extends the boundaries of investor governance effect research from the perspective of modern environmental governance micro-mechanisms, which not only enriches the research on corporate greenwashing behavior and decision-making, but also represents a new exploration in leveraging the synergistic effect of environmental governance systems. The conclusions are significant for guiding the formation of widespread green attention, clarifying the mechanisms behind greenwashing, and leveraging the effect of environmental governance.

Key words: institutional investors' green attention; greenwashing behavior; myopia effect; perfunctory effect

(责任编辑 景 行)