

企业参与绿色治理的锚定效应研究

卢建词 姜广省

(天津财经大学 商学院, 天津 300222)

摘要:本文以 2006—2019 年中国沪深 A 股上市公司为样本,以企业绿色支出度量企业参与绿色治理,探讨企业参与绿色治理过程中存在锚定效应的内在逻辑。结果发现,仅有内在锚时,企业参与绿色治理存在显著的内在锚效应,即焦点企业之前的绿色支出越多,则当前的绿色支出越多;仅有外在锚时,企业参与绿色治理存在显著的外在锚效应,即联结企业之前的绿色支出越多,则焦点企业当前的绿色支出越多;当内在锚和外在锚同时存在时,企业参与绿色治理的内在锚效应仍然存在,而外在锚效应会减弱甚至消失,即焦点企业之前的绿色支出对当前的绿色支出存在正向影响,而联结企业之前的绿色支出对当前的绿色支出无显著影响。异质性研究发现,在现金能力强的企业、国有企业和重污染企业中,企业参与绿色治理的锚定效应更为显著。扩展性研究发现,企业参与绿色治理的锚定效应并未提升企业的经济绩效和绿色治理绩效。本文的结论对公司参与绿色治理具有重要的理论和现实启示。

关键词:企业绿色治理;锚定效应;内在锚效应;外在锚效应;绿色治理绩效

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2023)01-0023-14

一、引言

党的十八大以来,我国的生态环境建设取得了长足进步,但当前环境保护结构性、根源性、趋势性压力总体上尚未根本缓解,污染排放和生态破坏的严峻形势没有根本改变^[1]。随着我国生态环境治理进入攻坚期,党的二十大报告明确提出“推动绿色发展,促进人与自然和谐共生”的发展主线,强调“协同推进降碳、减污、扩绿、增长”,这不仅充分体现了党中央将绿色低碳发展一以贯之的坚定决心,而且凸显了作为自然资源消耗和污染物排放主体的企业参与绿色治理的紧迫性和必要性。而参与绿色治理意味着企业需要抽取部分资源用于环境治理、绿色管理等绿色行为,这使得这一活动不仅具有外部性,而且决策动机具有复杂性。有研究指出,企业参与绿色治理能够提升企业的长期价值^[2],并能改善环境社会责任绩效^[3]。因此,如何促使企业参与绿色治理以实现可持续发展,引起了学者们广泛的关注和讨论。

收稿日期:2022-04-27

基金项目:国家自然科学基金青年项目“企业参与绿色治理的锚定效应及其绩效研究”(71904140);天津市哲学社会科学规划一般项目“绿色并购视角下绿色信贷的资源配置效应研究”(TJGL21-001)

作者简介:卢建词(1986—),女,河南安阳人,天津财经大学商学院讲师;

姜广省(1985—),男,山东枣庄人,天津财经大学商学院讲师,本文通讯作者。

纵观已有研究,有关企业参与绿色治理的文献主要基于宏观制度视角,沿着“外部压力—绿色实践—企业绩效”的经典理论逻辑,指出制度压力是企业采取绿色环保实践的主要驱动力^[4]。例如,新《环保法》的实施有助于提升企业环保投资^[5],环保约谈制度产生了强波特效应,促进了重污染企业的高质量发展^[6]。这支文献对后续的相关研究具有重要的借鉴意义,但并未深入讨论组织层面——决策主体的影响作用。另一支文献将视角聚焦于组织层面,从绿色投资者^[7]、董事会设置环境委员会^[8]、CEO绿色经历^[9]等方面探究了其对企业参与绿色治理的影响。这支文献大多以“高管是完全理性或有限理性为前提”,但事实上包括企业参与绿色治理在内的投融资决策通常涉及面广,高管往往根据自身的经验做出判断,甚至可能在不同时点做出前后矛盾的决策,形成认知偏差,出现非理性人的特征。少数文献指出高管过度自信这一非理性特征会抑制企业的环保投资^[10],但是并未关注到企业参与绿色治理过程中可能存在的一致性现象。学者们主要从两个效应来探讨企业行为结果的一致性:一个是羊群效应,它基于管理者理性经济人假设,强调进行决策时出现人为的忽略私有信息仅注重公共信息现象^[11];另一个是锚定效应,它主要基于管理者的非理性特征,强调决策过程中尽可能利用所收集到的信息(不仅包括私有信息还包括公共信息)建立参照点作为锚,以及由锚定调整机制产生的内在锚效应和启动选择通达机制产生的外在锚效应^[12]。现有学者从并购溢价^[13]、捐赠行为^[14]、社会责任^[15]、新企业出口行为^[16]等不同视角验证了锚定效应的存在。

综上所述,鲜有文献从高管的非理性特征角度研究企业参与绿色治理过程中存在的一致性现象。那么,企业参与绿色治理过程中是否存在锚定效应?如果存在,是内在锚效应或外在锚效应,还是两者兼而有之?更进一步,这一效应具有怎样的异质性和可持续绩效?现阶段针对这些问题的研究较为鲜见。因此,本文尝试运用行为心理学的锚定效应分析框架,从内在锚和外在锚的视角来回答上述问题。这不仅是对锚定效应理论的有益补充,而且可以为相关环境战略的制定提供经验证据,因而具有一定的理论价值和实践意义。

基于此,本文以企业参与绿色治理为切入点,利用沪深A股上市公司数据,实证检验了企业参与绿色治理的锚定效应及其在不同现金能力、产权性质和行业特征情境下的异质性,并且探讨了企业参与绿色治理的锚定效应与可持续绩效之间的关系。相比以往的文献,本文的研究贡献在于:第一,本文从锚定效应的视角丰富了企业参与绿色治理影响因素的文献,有助于学者进一步打开企业参与绿色治理的“黑箱”。现有文献重点关注单一主体自发的环境治理行为中的宏观层面和组织层面的因素,鲜有文献从锚定效应这一非理性特征探究企业参与绿色治理过程中存在的一致性现象。第二,本文丰富了锚定效应的应用领域。以往研究主要聚焦于我国股票市场上普遍存在的锚定效应,鲜有研究关注企业参与绿色治理也符合产生“显著”的锚定效应的两个条件:基于新制度理论下的“组织同构”使得企业对相似情境下其他企业(联结企业)的绿色治理行为充分关注,以及使用绿色支出衡量的企业参与绿色治理的锚值与目标值兼容。第三,在实践意义上,企业参与绿色治理过程比较复杂,本文的研究区分了参与绿色治理的企业究竟是“盲目跟从”还是“利益驱动”,深化了对现阶段中国企业参与绿色治理的动机认知,也为中国实施绿色发展战略提供了政策建议。

二、理论分析和研究假设

绿色治理遵循“多方协同”的原则,企业在参与绿色治理过程中除了保证自身发展之外,还应承担与自身能力相匹配的环境社会责任,对政府、社会组织和公众等治理主体的环境诉求进行回应,从而有助于实现可持续发展。此外,由于环境问题不再局限于生态环境问题,而是包括与生态环境有关的社会和经济问题,具有典型的外部性特征,导致企业不愿参与绿色治理。随着环境污染事件的频发,要求我国环保部门加强执法的呼声逐渐高涨。面对宏观环境政策的不确定性,有些企业被动应对,有些企业主动求变。高管对参与绿色治理的绩效预测行为是一项充满高度不确定性且极度复杂的行为,容易使决策者在不确定情境下,限于自身能力而对决策结果缺乏明确的预期和把握,可能会使用启发式心理模型来缓解认知压力,形成认知偏差,出现非理性人的特征^[12]。因此,高管在预测过程中

很可能会使用锚值来简化认知任务,将复杂的参与绿色治理过程转化为简单易行的操作。现有学者根据锚定值来源将其分为外在锚和内在锚^[17]。其中,前者是情境中其他决策者直接提供的参照点,后者是个体依据自己以往决策经验及获得的历史决策信息在内心产生的比较标准。两种锚启动范式的差异形成了不同的锚定效应。外在锚效应是由锚定信息的语义启动及信息通达导致的,而内在锚效应是因个体把锚定值作为调整的一个起始点,进行不充分的调整导致的,由此推断出锚定效应具有基于选择通达机制的外在锚效应与基于调整机制的内在锚效应^[12]。当然,企业决策中还可能同时存在外在锚效应和内在锚效应。因此,本文从三个方面探讨企业参与绿色治理的锚定效应。

(一)企业参与绿色治理的内在锚效应

企业参与绿色治理的过程中充斥着较高的不确定性,这种不确定性是产生内在锚和外在锚效应的必要条件。企业之前参与绿色治理的经验可能会限制高管当前的理性推理,而成为企业决策的首要参照点,使得决策结果呈现内在锚效应。具体如下:

第一,企业参与绿色治理过程中的不确定性主要来源于以下两个方面。一方面,企业参与绿色治理不仅具有外部性,而且产生的效益面临较高的不确定性与长期性,较难与当前业绩进行有效匹配,并且企业参与绿色治理也难以有定量标准;另一方面,地方政府环境规制水平虽然整体日益严格,但存在明显的区域差异性,使得所处地域环境以及自身发展条件各异的企业,其决策环境面临较大的不确定性。第二,有学者指出,过去结构化思维可能会限制当前的理性推理,从而依据过去决策结果的启发式方法可能会对当前的行为产生影响^[18],并且 Gavetti 和 Rivkin 也指出,在面临未曾经历过的机会或困境时,行为人更可能会回想自身经历或听说过的相似情境,并依靠这些经验来处理当前情境下的问题^[19]。由于企业参与绿色治理过程中充斥着较高的不确定性,之前参与绿色治理的相似经验很可能会限制高管当前的理性经济推理,而倾向于将之前相似经验——这一锚值作为当前决策调整的参照点,不断进行调整,导致出现决策结果接近于最初锚值的现象。但由于缺乏足够的认知资源可能难以进行充分的调整,从而表现出内在锚效应,也就是说,企业之前参与绿色治理的经验可能会对当前参与绿色治理产生影响。具体而言,本文将内在锚定义为企业首次参与绿色治理时的绿色支出水平,当企业再次参与绿色治理时,会根据之前的绿色支出水平(内在锚值)来调整当前的绿色支出水平,从而使得当前的绿色治理水平越来越接近于内在锚值,也即企业之前的绿色支出越高,当前的绿色支出也越高。基于上述分析,本文提出假设 1:

假设 1:企业参与绿色治理存在内在锚效应,即如果企业之前的绿色支出较高,则当前的绿色支出也较高。

(二)企业参与绿色治理的外在锚效应

当企业缺少之前参与绿色治理经验的内在锚时,可能会将高管联结的其他企业之前的绿色支出这一外在锚作为企业重要的决策依据,使得决策结果呈现外在锚效应。具体分析如下:

首先,企业间高管联结关系能够使焦点企业充分关注与了解联结企业的绿色支出情况,从而满足外在锚选择通达机制发挥作用的前提条件。企业参与绿色治理过程中充斥着较高的不确定性,这使得资源和信息的提供与获取尤为重要。高管联结是指高管同时在两家及以上不同企业任职而在这些企业之间形成的联结关系^[20]。高管通过在不同企业担任职务,不仅可以直接接触到联结企业的环境战略或投资机会,也可以交换与环境问题相关的信息。例如,Ortiz-de-Mandojana 等研究表明,具有多个公司董事职位的高管有利于企业采用积极的环境战略^[21]。因此,相比于媒体、报纸杂志等信息获取途径,高管联结可以更为直接地促进跨组织边界的环境战略信息交流,并为企业提供更好的资源获取路径。

其次,通过联结关系,高管可以直接参与联结企业的环境战略决策,进而有助于焦点企业的高管对联结企业绿色治理行为形成“合法性”认同,这在一定程度上也倾向于证实外在锚的一致性。由于高管联结有助于某项观点或实践在相互联结的企业间传播,从而可能会使得焦点企业与联结企业在绿色支出方面表现出同质性。

最后,企业绿色支出通常是以货币价值来衡量的,所有联结企业中首次参与绿色治理的绿色支出

因而是相容的。并且,受到我国传统儒家文化“中庸”思想的影响,在参与绿色治理的成本和绩效不确定的条件下,如果存在高管联结的其他企业之前的绿色支出较高,那么,基于选择通达机制,高管实施与其相近的绿色支出也更容易得到董事会的认可,最终产生较高的绿色支出。综上所述,联结企业之前的绿色支出可以作为外在锚,并对焦点企业当前的绿色支出产生影响,从而呈现外在锚效应。基于上述分析,本文提出假设 2:

假设 2:企业参与绿色治理存在外在锚效应,即如果联结企业之前的绿色支出较高,则焦点企业当前的绿色支出也较高。

(三)企业参与绿色治理的双锚效应

由于不是所有判断中的错误和偏差都产生于不充分的努力思考,这使得锚定效应中还可能同时存在两种认知的加工过程:受到努力思考和不受努力思考影响的加工过程。前者主要是基于内在锚的有意识和深思熟虑的推理和调整,属于结果可控的加工过程;后者主要是基于外在锚的自动化的、快速的、内隐的直觉,属于影响难以控制的加工过程,也就是说在锚定效应中可能会同时存在内在锚和外在锚的双锚效应^[17]。并且外在锚效应只有当内在锚不存在时才会发生,当内在锚存在时,外在锚效应减弱甚至消失;而内在锚效应的发生则不会因外在锚的高低和存在与否而受到影响,这也在一定程度上证明了内在锚的调整机制比外在锚的选择通达机制更具优势^[17],具体到企业参与绿色治理也是如此。

首先,当企业参与绿色治理过程中同时存在外在锚(联结企业之前的绿色支出)和内在锚(焦点企业之前的绿色支出)时,具有推理效果的内在锚要比具有直觉效果的外在锚占优。由于联结企业的绿色治理情况属于个体外部世界,受到外界环境制约可能会带来较高的不确定性,而内在锚源于个体本身,更符合自身的现状,不确定程度较低,具有较高的可信度^[22]。其次,由于绿色支出较多的企业更能获得绿色投资者的认可,更可能具有较高的合法性^[7]。而企业参与绿色治理是一种可持续投资活动,相对于盲目跟从联结企业的绿色支出,首次绿色支出较多的企业可能出于吸引或保持绿色投资者的有限注意力,或是避免被市场误判而登上环保“黑名单”等原因,这类企业更可能会在综合考虑自身情况之后,基于前期经验进行上下调整以表达自己的环境立场。毕竟企业参与绿色治理不仅需要有机还要有足够的资源作支撑^[8]。最后,之前参与绿色治理的经验,可以为决策者提供与当前问题相匹配的解决方案和相应思维方式,从而增加企业内在锚的确定性程度。由于高管具有重复熟悉动作的行为倾向,更可能以熟悉的方式分类和考虑问题,即高管对与其经验相匹配的决策有更大的偏好,并将受到之前经验的影响^[23]。所以,参与过绿色治理的企业高管积累了更多相关治理经验,能够自信地估计这些行动(比如绿色产品或采用绿色技术)带来的好处,这在一定程度上能够降低预期收益的风险,使得源于企业自身的内在锚的确定性程度增加,并增加了企业对内部决策的自信程度,不再容易受到外在锚的影响,从而外在锚效应逐渐减弱,内在锚的效应得以增强。综上所述,本文提出假设 3:

假设 3:当内在锚和外在锚同时存在时,内在锚占优,外在锚不显著,即与联结企业绿色支出的影响程度相比,焦点企业之前的绿色支出对当前的绿色支出的正向影响程度更大。

三、研究设计

(一)数据来源和样本选择

中国企业从 2006 年才开始详细披露社会责任报告并日趋成熟,这为本文的研究提供了可靠的数据来源,同时考虑到 2020 年《关于构建现代环境治理体系的指导意见》可能会对企业参与绿色治理产生影响,本文选取 2006—2019 年沪深 A 股上市公司作为初始样本,为避免金融行业以及 ST 等公司的财务异常的影响,本文剔除了金融类公司和 ST 等公司。为消除异常值的影响,本文对主要连续变量进行了上下 1%水平的缩尾(Winsorize)处理。本文股权结构、企业特征、董事会特征、高管个人资料等数据来自国泰安(CSMAR)数据库;企业参与绿色治理数据来自上市公司年度报告和社会责任报告。

根据上文理论分析,不同的锚定值导致锚定效应存在差异:仅有内在锚时,可能会产生内在锚效应;

仅有外在锚时,可能会产生外在锚效应;内在锚和外在锚同时存在时,可能会产生双锚效应。在锚定效应中,内在锚是行为主体根据过去相似决策信息在内心产生的比较标准,因此本文将焦点企业过去的绿色治理实践作为内在锚。在实际测量中,将内在锚衡量为焦点企业首次参与绿色治理的绿色支出,考察内在锚对当前绿色治理(第二次参与绿色治理)是否产生影响。之所以仅选择第一、二次参与绿色治理行为,而没有选择随后的多次绿色治理行为,主要是因为现有研究发现企业高管具有重复熟悉动作的行为倾向,并以熟悉的方式分类和考虑问题的认知倾向,从而在企业连续多次重复行为决策中具有一定的学习效应^[24]。外在锚是指其他行为主体在相似情境下直接提供的参照点,因此本文将存在高管联结企业的绿色支出作为外在锚。根据内在锚和外在锚的界定,本文借鉴陈仕华和李维安的研究^[13],在所选样本的基础上进一步构造三组样本探究企业参与绿色治理的锚定效应。第一组是内在锚样本,样本中仅存在内在锚,不存在外在锚,具体处理如下:(1)对于参与绿色治理的企业,剔除仅参与一次或者超过三次的样本;(2)剔除存在联结企业且联结企业存在参与绿色治理的样本;(3)剔除焦点企业第一次参与绿色治理的样本,从而获得内在锚的研究样本。第二组是外在锚样本,样本中仅存在外在锚,不存在内在锚,具体处理如下:(1)对于参与绿色治理的企业,保留第一次参与绿色治理的样本,剔除之后时间的样本,例如A企业2010年实施绿色支出,则将2011年及以后的A企业样本剔除;(2)剔除参与绿色治理的焦点企业不存在联结企业或者联结企业在焦点企业参与绿色治理之前也未参与绿色治理的样本;(3)最终保留焦点企业仅第一次参与绿色治理的样本,从而获得外在锚的研究样本。第三组是双锚样本,具体处理如下:(1)同内在锚第一步处理过程;(2)保留焦点企业前两次参与绿色治理时存在联结企业并且联结企业存在参与绿色治理的样本;(3)剔除焦点企业第一次参与绿色治理的样本,从而获得双锚的研究样本。

(二)模型和变量设定

1.模型设定。为检验企业参与绿色治理的锚定效应,参考姜广省等和祝继高等的研究^{[7][14]},构建如下模型:

$$GGE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GGE_in_{it} + \sum_j \alpha_j Control_{jit} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$GGE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GGE_out_{it} + \sum_j \beta_j Control_{jit} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$GGE_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 GGE_in_{it} + \gamma_2 GGE_out_{it} + \sum_j \gamma_j Control_{jit} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

其中,模型(1)检验企业参与绿色治理的内在锚效应,模型(2)检验企业参与绿色治理的外在锚效应,模型(3)是对企业参与绿色治理中的双锚效应进行检验。变量设定如下:GGE表示企业绿色支出,GGE_in表示企业参与绿色治理的内在锚值,GGE_out表示企业参与绿色治理的外在锚值,Control表示控制变量,下标i和t分别代表企业和年度;j表示第j个控制变量。

2.变量设定。(1)被解释变量。本文被解释变量为企业绿色支出(Green Governance Expenditure,GGE),企业基于环境治理和绿色管理实施的绿色行动而导致的绿色支出,在一定程度上可以反映企业参与绿色治理的程度,所以本文参考姜广省等的研究^[7],数据收集和测量如下:首先,从巨潮网上下载上市公司年度报告和社会责任报告;其次,通过手工查找企业在“环境保护”“环境治理”“绿色技术改造”等方面的支出,该支出不仅包括环境治理支出,还包括绿色管理等方面的支出,例如企业申请ISO140001、实施绿色生产技术改造等支出,这比仅仅为了满足环境规制下末端治理的环境治理支出范围更广;最后,将其取自然对数作为企业绿色支出的度量指标。

(2)解释变量。本文解释变量为企业参与绿色治理的锚值,包括内在锚值(GGE_in),以焦点企业首次实施绿色治理时绿色支出的自然对数衡量;外在锚值(GGE_out),以由高管形成的联结企业的绿色支出均值的自然对数衡量,这里的高管主要是指管理层和董事会成员。高管联结数据处理如下:首先,从国泰安(CSMAR)数据库获得高管个人资料数据库;其次,根据高管个人代码识别高管名单中同年度同名成员是否真正存在联结关系,如果存在为1,否则为0;最后,参考陈仕华和李维安的研究^[13],进行了时间控制,如果焦点企业在t时点参与了绿色治理,那么就需要计算联结企业在t-x时点(x=0,1,2)的绿色支出均值,并进行对数化处理。

(3)控制变量。参考已有的研究^[7],本文控制如下变量:股权集中度(Fshare),以第一大股东持股

数量与企业总股份的比例度量;两职兼任(Dual),若企业董事长和总理由同一人兼任为1,否则为0;董事会规模(Board),以董事会人数度量;独立董事比例(Indd),以独立董事人数占董事会人数的比例度量;企业规模(Size),以企业总资产的自然对数度量;盈利能力(Roa),以企业的总资产收益率度量;负债水平(Debt),以企业总负债与总资产的比例度量;企业成长性(Growth),以(本期主营业务收入-上一期主营业务收入)/上一期主营业务收入度量;企业年龄(Age),以企业成立时间的自然对数度量。另外,本文还控制了行业效应(Ind)和年度效应(Year)。

四、实证分析

(一)描述性统计结果

表1给出了主要变量的描述性统计结果。平均来看,在仅存在内在锚的情况下(Panel A),样本公司参与绿色治理的程度为0.264,内在锚值为0.471;在仅存在外在锚的情况下(Panel B),样本公司参与绿色治理的程度为0.742,外在锚值为9.976;在内在锚和外在锚同时存在的条件下(Panel C),样本公司参与绿色治理的程度为0.814,内在锚值为1.007,外在锚值为9.813。其他变量的描述性统计结果见表1,在此不再一一赘述。

表1 描述性统计结果

变量	Panel A: 内在锚效应样本		Panel B: 外在锚效应样本		Panel C: 双锚效应样本	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
GGE	0.264	2.013	0.742	3.341	0.814	3.513
GGE_in	0.471	2.619			1.007	3.824
GGE_out			9.976	8.360	9.813	8.383
Fshare	0.344	0.148	0.345	0.148	0.345	0.148
Dual	0.305	0.460	0.303	0.459	0.302	0.459
Board	8.450	1.637	8.473	1.651	8.475	1.653
Indd	0.374	0.055	0.374	0.055	0.374	0.055
Size	21.671	1.125	21.697	1.143	21.704	1.148
Roa	0.039	0.063	0.039	0.063	0.039	0.063
Debt	0.409	0.213	0.410	0.213	0.411	0.213
Growth	0.192	0.466	0.195	0.472	0.192	0.464
Age	5.158	0.451	5.159	0.451	5.159	0.449

(二)企业参与绿色治理的锚定效应检验

参考陈仕华和李维安的研究^[13],本文主要从锚定效应的存在性、有效性和多元回归测试来检验企业参与绿色治理的锚定效应。

1. 锚值的存在性和强度检验。锚值的存在性主要是考察参与绿色治理的锚值与理性值以及实际值与理性值之间是否存在显著的差异性。参考祝继高等的研究^[14],估计企业参与绿色治理理性值的模型如下:

$$GGE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fshare_{it} + \alpha_2 Dual_{it} + \alpha_3 Board_{it} + \alpha_4 Indd_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 Debt_{it} + \alpha_7 Growth_{it} + \alpha_8 Age_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

式(4)中,GGE为焦点企业的绿色支出,其他变量同上,同时控制了行业和年度效应。借助上述模型,可以估算出企业参与绿色治理的理性值(EGGE),并对相关变量进行了标准化处理。

(1)内在锚检验。首先,检验在高锚区域和低锚区域,实际值是否显著高于或低于理性值。表2中,当企业参与绿色治理的内在锚值小于理性值时(低锚区域),内在锚值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_in1)为-0.789,实际值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_in2)为-0.456,且均在1%水平下显著异于零。这说明仅存在内在锚时,在低锚区域,内在锚值显著低于理性值,实际值也显著低于理性值。当企业参与绿色治理的内在锚值大于理性值时(高锚区域),内在锚值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_in1)为0.671,实际值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_in2)为0.389,且均在1%水平下显著异

于零。这说明仅存在内在锚时,在高锚区域,内在锚值显著高于理性值,实际值也显著高于理性值。

其次,检验在高锚区域和低锚区域,实际值是否与锚值存在显著差异。在低锚区域,企业参与绿色治理的实际值与锚定值之间的均值差异(ΔGGE_in3)在1%水平下显著为正,说明实际值显著高于锚定值;在高锚区域,企业参与绿色治理的实际值与锚定值之间的均值差异(ΔGGE_in3)在1%水平下显著为负,说明实际值显著低于锚定值。

对于内在锚效应的检验结果说明,在低锚区域,企业参与绿色治理的实际值显著低于理性值;在高锚区域,企业参与绿色治理的实际值显著高于理性值。这在一定程度上说明企业参与绿色治理存在内在锚效应,但是也可能受到理性因素的支配。

表 2 内在锚效应的存在性检验

变量	低锚区域		高锚区域		T 值
	均值	T 值	均值	T 值	
ΔGGE_in1	-0.789	-15.017***	0.671	12.549***	-19.321***
ΔGGE_in2	-0.456	-6.547***	0.389	6.191***	-9.026***
ΔGGE_in3	0.332	4.748***	-0.283	-4.683***	6.691***

注:***代表1%的显著性水平,下表同。

(2)外在锚检验。首先,检验在高锚区域和低锚区域,实际值是否显著高于或低于理性值。表3中,当企业参与绿色治理的外在锚值小于理性值时(低锚区域),外在锚值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_out1)为-0.991,实际值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_in2)为-0.271,且均在1%水平下显著异于零。这说明仅存在外在锚时,在低锚区域,外在锚值显著低于理性值,实际值也显著低于理性值。当企业参与绿色治理的外在锚值大于理性值时(高锚区域),外在锚值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_out1)为1.011,实际值与理性值之间的均值差异(ΔGGE_out2)为0.269,且均在1%水平下显著异于零。这说明仅存在外在锚时,在高锚区域,外在锚值显著高于理性值,实际值也显著高于理性值。

其次,检验在高锚区域和低锚区域,实际值是否与锚值存在显著差异。在低锚区域,企业参与绿色治理的实际值与锚定值之间的均值差异(ΔGGE_out3)在1%水平下显著为正,说明实际值显著高于锚定值;在高锚区域,企业参与绿色治理的实际值与锚定值之间的均值差异(ΔGGE_out3)在1%水平下显著为负,说明实际值显著低于锚定值。

对于外在锚效应的检验结果说明,在低锚区域,企业参与绿色治理的实际值显著低于理性值;在高锚区域,企业参与绿色治理的实际值显著高于理性值。这在一定程度上说明企业参与绿色治理存在外在锚效应,但是也可能受到理性因素的支配。

表 3 外在锚效应的存在性检验

变量	低锚区域		高锚区域		T 值
	均值	T 值	均值	T 值	
ΔGGE_out1	-0.991	-25.569***	1.011	26.976***	-37.132***
ΔGGE_out2	-0.271	-4.893***	0.269	5.615***	-7.374***
ΔGGE_out3	0.609	11.087***	-0.742	-13.188***	17.057***

2.锚定效应的有效性检验。为检验焦点企业首次参与绿色治理时的绿色支出是否可以作为有效的内在锚值,以及高管联结企业参与绿色治理时的绿色支出是否可以作为有效的外在锚值,本文构建参照组进行测试。参考陈仕华和李维安的研究^[13],实验组和参照组构造如下:在检验内在锚效应时,以焦点企业首次绿色支出作为实验组(内在锚值),以与焦点企业处于相同年度相同行业的企业的首次绿色支出作为参照组(非内锚值);在检验外在锚效应时,以与焦点企业存在高管联结企业的绿色支出水平作为实验组(外在锚值),以与联结企业处于相同年度相同行业,但与焦点企业不存在联结关系的企业的绿色支出作为参照组(非外在锚值)。表4列(1)~(3)是内在锚的检验结果,列(4)~(6)是外在锚的检验结果。列(1)中 GGE_in 包括全样本中实验组的内在锚值以及参照组的非内在锚值,列

(4)中 GGE_out 包括全样本中实验组的外在锚值和参照组的非外在锚值, Anchor_if 代表是否为实验组(是为 1, 否则为 0), GGE_in(GGE_out)×Anchor_if 表示锚值与是否为实验组变量的乘积项。可以看出在全样本中, 乘积项的系数均显著为正。在分样本组, 仅有内在锚的样本中, GGE_in 系数在 1% 水平下显著为正; 仅有外在锚的样本中, GGE_out 系数在 1% 水平下显著为正; 而非锚值样本中, GGE_in 和 GGE_out 均不显著。这说明, 焦点企业的首次绿色支出和联结企业的绿色支出分别可以成为有效的内在锚和外在锚。在列(3)中, GGE_in 的系数显著为正, 说明焦点企业内在锚对焦点企业当前绿色支出水平有显著的正向影响, 从而验证了假设 1。在列(6)中, GGE_out 的系数显著为正, 说明联结企业的绿色支出这一外在锚对企业当前绿色支出有显著的正向影响, 从而验证了假设 2。

表 4 锚定效应的有效性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	全样本	非内在锚样本	内在锚样本	全样本	非外在锚样本	外在锚样本	全样本
	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE
GGE_in	0.002 (0.32)	0.002 (0.32)	0.373*** (18.31)				0.714*** (55.99)
GGE_out				0.006 (1.41)	0.005 (1.49)	0.040*** (15.29)	-0.002 (-0.65)
GGE_in×Anchor_if	0.005* (1.66)						
GGE_out×Anchor_if				0.015* (1.76)			
Anchor_if	13.800*** (87.67)			14.489*** (41.20)			
控制变量	是	是	是	是	是	是	是
常数项	-14.185*** (-15.40)	-13.979*** (-14.95)	-1.792*** (-3.92)	-6.140*** (-9.95)	-4.980*** (-7.89)	-11.627*** (-13.28)	-2.747*** (-5.27)
R ²	0.248	0.066	0.273	0.660	0.043	0.067	0.649
N	18205	17979	17470	18311	17543	18012	18182

注: 括号内为 t 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。因篇幅所限, 控制变量结果并未汇报, 留存索取。下表同。

在上述结论的基础上, 本文还考察内在锚和外在锚同时存在的情况, 如表 4 列(7)所示。GGE_in 系数在 1% 水平下显著为正, 而 GGE_out 系数不显著, 这说明双锚同时存在的情况下, 内在锚占优, 即企业参与绿色治理过程中存在双锚时, 内在锚效应依然存在, 而外在锚效应减弱甚至消失, 从而验证了假设 3。

(三) 稳健性检验

为验证上述结论的稳健性, 本文进行了如下检验:

1. 固定效应模型检验。上述研究结论可能会存在内生性问题。对于企业参与绿色治理的锚定效应, 可能会受到某些不可观测因素(企业特征等)的影响。例如, 对于内在锚效应, 企业内在锚(企业之前的绿色治理经验)与企业当前的绿色治理实践, 两者之间的显著影响可能是由焦点企业本身的规模等特征所致。对于外在锚效应, 也可能因遗漏了焦点企业的特征变量, 进而影响外在锚效应。因此, 本文使用固定效应模型来缓解内生性问题, 结果见表 5 中列(1)~(3)。可以看出, 结果并未发生实质性改变, 表明在控制了不随时间变化的公司特征之后, 上述结论仍然成立。

2. 内在锚效应的再检验。如果企业参与绿色治理完全是由企业自身的财务状况和公司治理特征决定的, 那么企业在连续两次绿色治理中的绿色支出本身就具有一致性。例如, 盈利能力好的企业更可能参与绿色治理, 此时, 本文发现的企业在首次参与绿色治理中的绿色支出对其在第二次绿色治理中的绿色支出的影响就不是锚定效应。为了更好地检验绿色治理中的锚定效应是否存在, 本文参考祝继高等的研究^[14], 采用如下研究设计: 首先, 利用企业在首次绿色治理时的财务数据和公司治理数据估计参与绿色治理模型(在模型(4)的基础上加入 Cash 变量)的系数值; 然后, 将企业的财务数据和公司治理数据代入上述模型, 估算出企业当前绿色治理的预测值(GGE_E); 最后, 将企业第二次参

与绿色治理的预测值和企业首次绿色治理中的实际绿色支出值作为控制变量,放入检验内在锚和外在锚的双锚效应模型中进行回归,如果控制了企业在第二次参与绿色治理的预测值,内在锚的系数仍然显著,则说明本文前述的发现的的确是内在锚效应。结果见表5中列(4)~(6),可以看出,在控制了企业首次参与绿色治理的财务和公司治理变量之后,企业参与绿色治理的内在锚效应仍然存在。

表5 内生性处理

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE
GGE_in	0.266*** (44.93)		0.265*** (44.97)	0.714*** (56.03)		0.714*** (56.03)
GGE_E					0.372*** (3.18)	0.123* (1.78)
GGE_out		0.016* (1.83)	0.015 (0.99)	0.000 (0.08)	0.005 (1.56)	0.000 (0.06)
控制变量	是	是	是	是	是	是
常数项	-0.729 (-1.14)	-0.848 (-1.21)	-0.233 (-0.36)	-3.085*** (-5.65)	-14.488*** (-14.68)	-2.718*** (-4.83)
R ²	0.123	0.011	0.130	0.649	0.075	0.649
N	17470	18012	18182	18182	18182	18182

3.变量替代检验。本文还使用以下方法进行变量替代:(1)使用绿色支出与营业收入的比值作为企业参与绿色治理的替代变量;(2)重新界定高管,由于管理层属于企业决策的主要实施者,因此,将高管界定为管理层人员,然后根据其联结企业重新构建样本;(3)使用同年度企业所在行业的其他企业的绿色支出均值的自然对数作为外在锚值进行检验。以上检验结果并未发生实质性变化^①。

(四)异质性分析

1.现金能力异质性分析。企业对所拥有资源的依赖性可能决定了企业对制度压力的反应,这也是企业参与绿色治理必须考虑的刚性因素。一方面,企业的投资决策很大程度上取决于企业自身的现金能力水平,如果企业现金资源较少,难以充分保证企业参与绿色治理的资本支出,则较难根据之前的经验或从外部获得的信息做出调整,即有限的现金能力会严重限制企业参照锚值的能力。另一方面,企业参与绿色治理虽然有助于创造共享价值^[25],但通常被视为一项长期投资,在企业现金资源较少的情况下,企业分配给绿色治理活动的资源越多,可用于改善其核心业务的资源就越少,参与绿色治理就可能对企业的市场价值产生负面影响^[26],甚至成为企业的沉重负担。因此,本文认为,现金持有水平较低的企业在参与绿色治理过程中,高管因面临较高的决策成本会更加谨慎和努力,因而表现出较低的锚定效应;而现金能力较高的企业,高管更可能表现出较强的锚定效应。

为此,我们检验不同现金能力的企业在参与绿色治理过程中锚定效应的差异,结果如表6中列(1)~(3)所示,其中企业现金能力(Cash)采用经营活动产生的现金流与总资产的比例衡量。在列(1)(2)中,GGE_in×Context(Cash)和GGE_out×Context(Cash)的回归系数至少在10%水平下显著为正,而在列(3)中,仅有GGE_in×Context(Cash)的系数显著为正,GGE_out×Context(Cash)的系数不显著。这说明仅存在内在锚和仅存在外在锚的情况下,现金能力较高的企业分别呈现出较强的内在锚效应和外在锚效应,而在内在锚和外在锚同时存在的情况下,内在锚占主导,此时现金能力并未影响外在锚效应,而是通过影响内在锚效应来发挥作用。

2.产权性质异质性分析。企业参与绿色治理的锚定效应可能会受到产权性质的影响。第一,国有企业具有更好的外部环境和发展优势,尤其是在资源总量一定、发展空间和条件受限的情况下,国有企业获得了更多的经济资源和政策优惠^[27],这增强了企业参照内、外在锚值的能力。第二,基于锚定调整机制,决策过程的复杂性会加剧调整不足,从而增加企业参与绿色治理的内在锚效应。与非国有企业追求利润最大化的内在性目标不同,国有企业具有社会、经济、政治等多重目标,而这些目标之间往往又是难以兼顾的,甚至可能存在较大的冲突。例如,政府官员在晋升锦标赛下为追求经济增长

可能选择性地执行环境政策^[28]。具有“经理人”和“官员”双重身份的国有企业高管面临多目标考核,多重目标之间的相互作用和矛盾,这会增加决策过程的复杂度和信息的处理难度,决策者调整到正确答案就越难,越容易出现调整不足。第三,基于选择通达机制,行为人在不确定情境下进行决策判断,经常会先假定外在锚是正确的,然后去积极寻找支持该假设的证据,而企业间的高管联结为焦点企业高管提供了企业参与绿色治理的具体信息和环境合法性示例。所以,国有企业高管更可能参照联结企业的锚值作出决定,这不仅可以减少决策压力,也符合“但求无过”的中庸思想,从而表现出较高的外在锚效应。第四,随着近年来环境监管对地方政府环境治理责任的强化,相比于国有企业,非国有企业在资源获取、市场准入等方面存在较大的劣势,参与绿色治理成为非国有企业拉近与地方政府距离的一种政治策略,可以为两者的资源和信息交换提供通道并获得政治合法性,从而受益^[29]。另外,国有企业与政府的天然联系,使得地方政府在社会责任监督和执行中缺位,地方政府很可能对国有企业的环境违规行为表现出“庇护效应”^[30]。而环境处罚和环境声誉损失可能会加重非国有企业的融资困境。所以,相比于国有企业,非国有企业高管面临参与绿色治理的重要性以及决策后果的严重性,具有更高的决策成本,会更加谨慎与努力,从而表现出较低的锚定效应。

为此,本文检验不同产权性质的企业在参与绿色治理过程中锚定效应的差异,结果如表6中列(4)~(6)所示,当企业实际控制人为国有性质时 Type 为 1,否则为 0。在列(4)(5)中,GGE_in×Context (Type)和 GGE_out×Context (Type)的回归系数均在 1%水平下显著为正,而在列(6)中,仅有 GGE_in×Context (Type)的系数显著为正,GGE_out×Context (Type)的系数不显著。这说明仅存在内在锚和仅存在外在锚的情况下,国有企业分别表现出较强的内在锚效应和外在锚效应,而在内在锚和外在锚同时存在的情况下,内在锚占主导,此时产权性质并未影响外在锚效应,而是通过影响内在锚效应来发挥作用。

表 6 企业参与绿色治理中锚定效应的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE	GGE
GGE_in	0.351 *** (14.06)		0.697 *** (44.06)	0.325 *** (12.82)		0.666 *** (36.49)	0.294 *** (11.23)		0.633 *** (32.50)
GGE_out		0.039 *** (13.29)	0.001 (0.24)		0.029 *** (9.93)	0.002 (0.60)		0.023 *** (8.51)	-0.004 (-1.59)
GGE_in×Context	0.446 * (1.75)		0.328 * (1.82)	0.115 *** (2.75)		0.102 *** (4.09)	0.162 *** (4.01)		0.146 *** (5.78)
GGE_out×Context		0.095 *** (2.74)	-0.013 (-0.54)		0.041 *** (6.84)	-0.006 (-1.16)		0.070 *** (10.09)	0.012 (1.20)
Context	-0.045 (-0.40)	-0.148 (-0.54)	0.191 (0.63)	-0.065 ** (-2.33)	-0.055 (-0.83)	0.007 (0.10)	0.159 ** (2.29)	0.172 (1.34)	0.157 (1.64)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
常数项	-1.716 *** (-3.77)	-11.668 *** (-12.81)	-2.999 *** (-5.51)	-1.671 *** (-3.71)	-10.579 *** (-11.72)	-2.692 *** (-4.89)	-1.684 *** (-3.68)	-11.650 *** (-12.87)	-3.012 *** (-5.47)
R ²	0.275	0.069	0.650	0.279	0.073	0.652	0.286	0.078	0.656
N	17470	18012	18182	17470	18012	18182	17470	18012	18182
Context		Cash			Type			Pollution	

3.行业异质性分析。企业参与绿色治理的锚定效应还可能受到行业差异的影响。一方面,环境污染对经济社会发展的负面影响逐渐显现,包括煤炭、化工、冶金等在内的重污染企业往往面临着社会公众对其履行环境责任的严重质疑,这些行业中的企业本身受到更严格的审查,从而面临更大的社会压力^[31]。一旦失责,该类企业便会成为众矢之的,例如屡上环保“黑名单”的“两桶油”在履行环境责任上并未起到表率作用,引发了社会公众对其社会责任报告真实性和客观性的质疑。并且,重污染企业更容易受到媒体的负面报道和较差的社会评价,使得这类企业对自己的社会形象更加敏感^[32]。另一方面,部分地区建设项目和企业环境违法行为较为突出,对于污染较重的企业来说,包括环境问题引发的直接风险、间接违约风险和声誉风险等环境风险更为严峻。对于处于高环境风险下的重污

染企业来说,投资者可能会将企业参与绿色治理视为一种有价值的风险缓解策略,作为“损失控制”或减少预期损失的手段,从缓解环境风险中获益。对于处于低环境风险下的非重污染企业来说,其具有较低的风险成本,企业参与绿色治理可能被投资者认为没有什么好处,作为风险缓解机制的边际收益较小,可能对公司的市场价值造成损失,从而面临较高的决策成本。因此,本文认为,相比非重污染企业,重污染企业面临更大的社会压力和环境风险,这使得高管决策环境的复杂性升高、决策成本降低,从而增强了企业参与绿色治理的锚定效应。

为此,本文检验不同污染程度行业的企业在参与绿色治理过程中锚定效应的差异,结果如表6中列(7)~(9)所示,当企业属于重污染行业^②时 Pollution 为1,否则为0。在列(7)(8)中, $GGE_in \times Context(Pollution)$ 和 $GGE_out \times Context(Pollution)$ 的回归系数均在1%水平下显著为正,而在列(9)中,仅有 $GGE_in \times Context(Pollution)$ 的系数显著为正, $GGE_out \times Context(Pollution)$ 的系数不显著。这说明仅存在内在锚和仅存在外在锚的情况下,重污染企业分别表现出较强的内在锚效应和外在锚效应,而在内在锚和外在锚同时存在的情况下,内在锚占主导,此时行业污染特征并未影响外在锚效应,而是通过影响内在锚效应来发挥作用。

(五)扩展性分析

1.企业参与绿色治理锚定效应的经济绩效。本文进一步考察存在锚定效应的情况下,企业参与绿色治理具有怎样的经济绩效,即企业参与绿色治理后经济绩效的变化情况。本文参考姜广省等的研究^[7],采用经过行业调整后的企业ROA增量作为经济绩效(DROA)。由表7可以看出,列(1)检验存在内在锚的情况下企业参与绿色治理的经济绩效, $GGE \times GGE_in$ 的系数不显著,这说明如果企业参照之前的经验来实施绿色治理并不会提高未来的经济绩效。列(2)检验存在外在锚效应的情况下企业参与绿色治理的经济绩效, $GGE \times GGE_out$ 的系数不显著,这说明如果企业参照联结企业的经验来实施绿色治理并不会提高未来的经济绩效。列(3)检验内在锚和外在锚同时存在的情况下企业参与绿色治理的经济绩效, $GGE \times GGE_in$ 和 $GGE \times GGE_out$ 的系数均不显著,这说明如果企业参照之前的自身经验或联结企业的经验来实施绿色治理均不会提高未来的经济绩效。上述结论说明,企业在首次参与绿色治理时,更多是受限于联结企业“合法性认同”而表现出一定的盲从性和“倒逼”行为,从而并没有提高企业的经济绩效,企业在第二次参与绿色治理时,更多是参照自身之前绿色治理经验的“锚值”,而并非是由经济动机导致的。李维安等认为绿色治理虽然不能带来短期利润,但却有助于提高企业长期价值^[2];姜广省等指出企业参与绿色治理能够增加绿色投资者的认同,从而有利于企业长期经营绩效^[7]。但是,这些研究都没有区分不同因素驱动的绿色治理参与决策的经济后果。本文的研究表明,绿色治理中的内在锚效应和外在锚效应会影响企业参与绿色治理,但都没有显著提高企业未来的经济绩效。

2.企业参与绿色治理锚定效应的绿色治理绩效。在上文的分析中,本文发现企业在参与绿色治理中存在显著的内在锚和外在锚效应。如果联结企业通过参与绿色治理有效帮助企业提升了绿色治理绩效,那么面临严峻环境压力的焦点企业也会出于环境效益的考虑而进行首次绿色治理,从而表现为联结企业的绿色支出会显著影响焦点企业的绿色支出。另外,如果企业在首次参与绿色治理后有效提升了自身的绿色治理绩效,那么企业在第二次参与绿色治理时也会出于环境效益的考虑进行决策,从而表现为企业首次参与绿色治理显著影响第二次参与绿色治理。本文采用Janis-Fadner系数计算企业绿色治理绩效(GGP),参考姜广省等的研究^[7],GGP界定为: $GGP = (p^2 - p * |q|) / r^2$, if $p > |q|$; $GGP = (p * |q| - p^2) / r^2$, if $p < |q|$; $GGP = 0$, if $p = |q|$ 。其中,p代表正面得分,包括是否通过ISO14000等认证(是为1;否为0)、是否获得绿色奖励(是为1;否为0)以及是否通过绿色审批(是为1;否为0);q代表负面得分,包括是否存在环境行政处罚等事件(是为-1;否为0)。 $r = p + |q|$ 。GGP取值范围为[-1,1],越接近于1,表示绿色治理绩效越高。

表7的列(4)~(6)检验了参与绿色治理锚定效应的绿色治理绩效。列(4)检验存在内在锚效应的情况下,企业参与绿色治理产生的绿色治理绩效, $GGE \times GGE_in$ 的系数不显著,这说明如果企业参照之前的经验来实施绿色治理并不会提高未来的绿色治理绩效。列(5)检验存在外在锚效应的情况

下,企业参与绿色治理产生的绿色治理绩效,GGE×GGE_out的系数不显著,这说明如果企业参照联结企业的经验来实施绿色治理并不会提高未来的绿色治理绩效。列(6)检验内在锚和外在锚都存在的情况下,企业参与绿色治理产生的绿色治理绩效,GGE×GGE_in和GGE×GGE_out的系数均不显著,这说明如果企业参照之前的自身经验或联结企业的经验来实施绿色治理都没有提高绿色治理绩效。

表 7 企业参与绿色治理锚定效应的绩效检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DROA	DROA	DROA	GGP	GGP	GGP
GGE	-0.0004 (-0.09)	0.0009 (0.19)	0.0029 (0.67)	0.0066*** (2.62)	0.0078*** (3.18)	0.0051** (2.15)
GGE×GGE_in	0.0001 (0.44)		-0.0000 (-0.13)	0.0001 (0.63)		0.0003 (1.55)
GGE×GGE_out		-0.0000 (-0.07)	-0.0002 (-1.09)		0.0003 (1.20)	0.0000 (0.41)
GGE_in	-0.0007 (-0.33)		0.0004 (0.20)	0.0042*** (3.75)		0.0038*** (3.43)
GGE_out		0.0033*** (4.42)	0.0034*** (4.50)		-0.0001 (-0.41)	-0.0000 (-0.13)
控制变量	是	是	是	是	是	是
常数项	-0.2058 (-1.07)	-0.1193 (-0.63)	-0.0508 (-0.27)	-0.7686*** (-15.70)	-0.8572*** (-16.59)	-0.8720*** (-16.89)
R ²	0.3755	0.3740	0.3756	0.0701	0.1047	0.1215
N	17461	18003	18173	17470	18012	18182

上述结论说明,企业参与绿色治理中的内在锚效应和外在锚效应并没有显著提高企业未来的经济绩效和绿色治理绩效。正如锚定选择通达机制所预测的,企业在首次参与绿色治理时,会根据联结企业的绿色治理经验(外在锚)来选择自身的绿色治理行为,但是这种选择可能存在盲目性;而根据锚定和调整启发式所预测的,企业会根据之前绿色治理中的“锚值”(内在锚)来调整其之后的绿色治理水平,但是这种调整是不充分的,从而使得这两种锚定效应均未产生积极的经济后果和环境效果。此外,绿色支出虽然不能够提高企业的经济绩效,但是在一定程度上提高了企业的绿色治理绩效,这一结论也与姜广省等的研究结论类似^[7]。

五、结论与启示

促使企业参与绿色治理是我国实现包容性发展的重要途径,本文以沪深 A 股上市公司为考察对象,实证研究了企业参与绿色治理过程中的锚定效应,结果表明:虽然企业参与绿色治理受到理性因素的支配,但也存在一定程度的锚定效应。企业参与绿色治理过程中呈现的锚定效应会因决策中出现的锚值类型不同而存在差异:仅存在内在锚时,企业参与绿色治理过程中会呈现内在锚效应,即如果焦点企业的内在锚值越高(之前的绿色支出越高),则焦点企业当前的绿色支出也会越高;仅存在外在锚时,企业参与绿色治理过程中会呈现外在锚效应,即如果焦点企业面临的外在锚值越高(联结企业之前的绿色支出越高),那么焦点企业当前的绿色支出也越高;当内在锚和外在锚同时存在时,企业参与绿色治理过程中,仍然会呈现出内在锚效应,但外在锚效应会减弱甚至消失。异质性研究发现,企业参照锚值的能力、决策过程的复杂性与决策成本都可能影响企业参与绿色治理的锚定效应,本文研究表明,在现金能力强的企业、国有企业和重污染企业中,企业参与绿色治理的锚定效应更为显著。扩展性研究表明,企业参与绿色治理的锚定效应并未提高企业的经济绩效和绿色治理绩效。

本文的研究结论表明,企业参与绿色治理应该从企业自身实际情况出发,而非现状倒逼下的盲目跟从与被动应对,只有站在企业可持续性发展的高度制定环境战略,才能有效发挥参与绿色治理的竞争优势。当企业试图通过绿色治理做出重大突破时,企业管理人员的决策会受到“锚值”的限制,这对于企业与社会环境而言并不是一个双赢的最优解。为此,本文提出如下建议:第一,企业在实施可持

续发展计划时,应该理性分析企业自身可持续发展战略,避免绿色治理发展中的“倒逼”现状,审慎考虑治理手段与股东价值、利益相关者的关系管理。同时,企业决定参与绿色治理时,应根据企业的现金资源、产权性质和行业污染特征等因素,综合评估企业自身参照锚值的能力、决策环境的复杂性与决策成本等,减少“锚值”对企业绿色治理参与行为的影响,从而真正实现企业可持续发展战略。第二,加强企业高管关于绿色发展理念的教育工作,相关机构应当积极引导管理者理性客观地评估企业参与绿色治理带来的竞争优势,主动求变,从根源上降低管理者的道德风险,推动企业绿色发展的激励和约束机制的完善。当然,本文也存在不足之处,虽然本文尽了最大努力,但是仍然没有完全解决内生性问题,在未来的研究中可以采用如自然实验的方法,来尽可能得到更有意义的研究结论。

注释:

①因篇幅所限,部分稳健性检验的结果没有汇报,留存索取。

②参考卢建词和姜广省的研究^[9],将采矿业,农副食品加工业,食品制造业,酒、饮料和精制茶制造业,纺织业,纺织服装、服饰业,皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业,造纸及纸制品业,印刷和记录媒介复制业,文教、工美、体育和娱乐用品制造业,石油加工、炼焦及核燃料加工业,化学原料和化学制品制造业,医药制造业,化学纤维制造业,橡胶和塑料制品业,非金属矿物制品业,黑色金属冶炼和压延加工业,有色金属冶炼和压延加工业,金属制品业,电力、热力、燃气及水生产供应业等行业定义为重污染行业。

参考文献:

- [1] 孙金龙,黄润秋.建设人与自然和谐共生的现代化[N].人民日报,2021—3—3(9).
- [2] 李维安,张耀伟,郑敏娜,等.中国上市公司绿色治理及其评价研究[J].管理世界,2019(5):126—133.
- [3] 解学梅,朱琪玮.企业绿色创新实践如何破解“和谐共生”难题? [J].管理世界,2021(1):128—149.
- [4] Schaefer, A. Contrasting Institutional and Performance Accounts of Environmental Management Systems: Three Case Studies in the UK Water & Sewerage Industry[J].Journal of Management Studies,2007,44(4):506—535.
- [5] 刘媛媛,黄正源,刘晓璇.环境规制、高管薪酬激励与企业环保投资——来自2015年《环境保护法》实施的证据[J].会计研究,2021(5):175—192.
- [6] 吕康娟,潘敏杰,朱四伟.环保约谈制度促进了企业高质量发展吗? [J].中南财经政法大学学报,2022(1):135—146.
- [7] 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.
- [8] Homroy, S., Slechten, A. Do Board Expertise and Networked Boards Affect Environmental Performance? [J]. Journal of Business Ethics, 2019, 158(1): 269—292.
- [9] 卢建词,姜广省.CEO绿色经历能否促进企业绿色创新? [J].经济管理,2022(2):106—121.
- [10] 刘艳霞,祁怀锦,刘斯琴.融资融券、管理者自信与企业环保投资[J].中南财经政法大学学报,2020(5):102—112.
- [11] Banerjee, A. V. A Simple Model of Herd Behavior[J].The Quarterly Journal of Economics, 1992, 107(3): 797—817.
- [12] Tversky, A., Kahneman, D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases[J].Science, 1974, 185(4157): 1124—1131.
- [13] 陈仕华,李维安.并购溢价决策中的锚定效应研究[J].经济研究,2016(6):114—127.
- [14] 祝继高,辛宇,仇文妍.企业捐赠中的锚定效应研究——基于“汶川地震”和“雅安地震”中企业捐赠的实证研究[J].管理世界,2017(7):129—141.
- [15] 何青松,王慧,孙艺毓.企业社会责任决策中的锚定效应[J].社会科学研究,2019(6):32—40.
- [16] 邵智,刘晴.不确定性、锚定效应与新企业的出口行为[J].中南财经政法大学学报,2020(4):108—119.
- [17] Epley, N., Gilovich, T. Putting Adjustment Back in the Anchoring and Adjustment Heuristic: Differential Processing of Self-Generated and Experimenter-Provided Anchors[J].Psychological Science, 2001, 12(5): 391—396.
- [18] Zajac, E. J., Bazerman, M. H. Blind Spots in Industry and Competitor Analysis: Implications of Interfirm (Mis) Perceptions for Strategic Decisions[J].Academy of Management Review, 1991, 16(1): 37—56.
- [19] Gavetti, G., Rivkin, J. W. How Strategists Really Think: Tapping the Power of Analogy[J].Harvard Business Review, 2005, 83(4): 54—63.
- [20] 陈仕华,卢昌崇.企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究[J].管理世界,2013(5):144—156.
- [21] Ortiz-de-Mandojana, N., Aragón-Correa, J. A., Delgado-Ceballos, J., et al. The Effect of Director Interlocks on

Firms' Adoption of Proactive Environmental Strategies[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(2): 164—178.

[22] 李斌,徐富明,张军伟,等.内在锚与外在锚对锚定效应及其双加工机制的影响[J]. *心理科学*, 2012(1): 171—176.

[23] Hambrick, D. C., Mason, P. A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193—206.

[24] Aktas, N., de Bodt, E., Roll, R. Learning, Hubris and Corporate Serial Acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15(5): 543—561.

[25] Fernández-Gámez, M. Á., Gutiérrez-Ruiz, A. M., Becerra-Vicario, R., et al. The Impact of Creating Shared Value on Hotels Online Reputation[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2020, 27(5): 2201—2211.

[26] Lu, H., Oh, W. Y., Kleffner, A., et al. How do Investors Value Corporate Social Responsibility? Market Valuation and the Firm Specific Contexts[J]. *Journal of Business Research*, 2021(125): 14—25.

[27] 孔东民,刘莎莎,王亚男.市场竞争,产权与政府补贴[J]. *经济研究*, 2013(2): 55—67.

[28] 黎文靖,郑曼妮.空气污染的治理机制及其作用效果——来自地级市的经验数据[J]. *中国工业经济*, 2016(4): 93—109.

[29] 朱丽娜,贺小刚,高皓.“绿色”具有经济价值吗?——基于中国上市公司数据的研究[J]. *外国经济与管理*, 2020(7): 121—136.

[30] 罗喜英,刘伟.政治关联与企业环境违规处罚:庇护还是监督——来自 IPE 数据库的证据[J]. *山西财经大学学报*, 2019(10): 85—99.

[31] Hudson, B. A. Against All Odds: A Consideration of Core-Stigmatized Organizations[J]. *Academy of Management Review*, 2008, 33(1): 252—266.

[32] Vergne, J. P. Stigmatized Categories and Public Disapproval of Organizations: A Mixed-Methods Study of the Global Arms Industry, 1996—2007[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(5): 1027—1052.

A Study of on the Anchoring Effect in Corporate Green Governance

LU Jianci JIANG Guangsheng

(School of Business, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China)

Abstract: Based on the samples of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2006 to 2019, measuring corporate green governance by green expenditure, this paper discusses the inherent logic of anchoring effect in corporate green governance. The results show that: when there is only an internal anchor, there will be a significant internal anchor effect for corporate green governance, that is, the more the green expenditures the focal enterprise had before, the higher the current green expenditures; when there is only an external anchor, there will be a significant external anchor effect for corporate green governance, that is, the more the green expenditures the connected enterprises had, the more the green expenditures of focal enterprises may also be; when the internal anchor and the external anchor exist at the same time, the internal anchor effect of corporate green governance still exists, while the external anchor effect will be weaken or even disappear, that is, the previous green expenditures of the focal enterprises has a positive impact on the current green expenditures, while the green expenditures of the connected enterprises has no significant impact. Heterogeneity study finds that the anchoring effect of corporate green governance is more significant in the enterprises which have stronger cash ability, state-owned enterprises, and heavy-polluted enterprises. Extended research finds that the anchoring effect of corporate green governance cannot improve the economic performance and green governance performance of enterprises. These findings have important theoretical and practical implications for corporate green governance.

Key words: Corporate Green Governance; Anchoring Effect; Internal Anchoring Effect; External Anchoring Effect; Green Governance Performance

(责任编辑:胡浩志)