

# 上市公司漂绿行为的市场反应研究——以SH公司为例

莫戈瑶

广西财经学院

DOI:10.12238/ej.v8i2.2301

**[摘要]** 随着我国可持续发展战略的深入推进,ESG话题越来越引发广泛关注,尤其是能源行业。然而,作为我国能源行业巨头的SH公司却在2023年再次被曝光存在漂绿行为。本文将2023年SH公司被披露存在漂绿行为的事件为研究对象,采用事件研究法,分析漂绿行为对企业造成经济后果及市场反应,解析企业漂绿行为出现的原因,并提出应对漂绿行为的对策和建议,促进企业走上可持续发展道路,构建透明、守序的ESG披露环境。

**[关键词]** 漂绿; ESG; 事件研究法

**中图分类号:** F276.6 **文献标识码:** A

## Research on the market response of green bleaching behavior of listed companies——Take SH company as an example

Geyao Mou

Guangxi University of Finance and Economics

**[Abstract]** With the deepening of China's sustainable development strategy, the topic of ESG has attracted more and more attention, especially in the energy industry. However, SH, a giant in China's energy industry, was exposed to green bleaching again in 2023. SH company will be disclosed in 2023 in the event of bleaching behavior as the research object, the event research method, analysis of bleaching behavior economic consequences to the enterprise and market reaction, resolve the cause of enterprise bleaching behavior, and put forward the countermeasures and Suggestions to bleaching behavior, promote enterprises on the road of sustainable development, build transparent, keep order of ESG disclosure environment.

**[Key words]** green bleaching; ESG; event research method

### 引言

在2020年9月,中国明确提出了到2030年实现“碳达峰”和到2060年实现“碳中和”的目标,体现了国家在应对全球气候变化和推动可持续发展方面的坚定决心。由此,ESG(环境、社会和治理)在中国引起了广泛的关注。这一背景下,中国的ESG实践开始加速发展,企业和金融机构开始更加重视ESG信息的披露和评估,以响应监管要求、满足投资者需求。中国证券监督管理委员会在2022年出台了《上市公司投资者关系管理工作指引》,在该指引的“投资者沟通”部分,明确将企业的环境、社会和治理(ESG)信息作为沟通的重点内容<sup>[1]</sup>。2024年2月8日,在证监会统一部署下,上海、深圳和北京交易所发布了《征求意见稿》,意味着ESG报告走向强披露。作为新近发展起来的领域,ESG报告目前面临着政府监管体系不健全的挑战,这就导致部分企业存有侥幸心理,企图通过“漂绿”的方式来塑造虚假的绿色环保形象。随着企业“漂绿”现象日益严重,这种现象对企业运营、生态环境以及经济社会的进展造成了严重的不利影响<sup>[2]</sup>。

本文聚焦的SH公司,是一家以煤炭业务为核心、涉足综合性能源领域的上市公司。公司宣称其推动高质量发展的“第一动力”是绿色发展和科技创新。但该企业在2022年以“环境生态问题罚款金额位居煤炭行业之首”登上南方周末“中国漂绿榜”。因此本文选SH公司作为案例,通过事件研究法探讨ESG“漂绿”行为发生后市场对SH公司的反应,并结合现有文献,梳理企业漂绿行为出现的动因,最后提出应对漂绿行为的对策和建议。

### 1 漂绿的定义

#### 1.1 漂绿的概念

从字面意义上看,“漂绿”一词是由绿色(green)和漂白(whitewash)两个词汇结合而成的。目前随着ESG理念的兴起,“漂绿”被定义为:看似透明且发布大量ESG数据,但实际在ESG绩效方面表现不佳的公司。目前判断企业是否发生漂绿,需要通过比较企业间ESG披露与ESG绩效评分的差异来确定企业在同行中的相对地位<sup>[3]</sup>。

#### 1.2 漂绿行为表现形式

2009年《南方周末》将企业漂绿概念引入国内,并通过结合Scot Case对各企业的漂绿行为进行分析,总结出了漂绿的六大罪行以及我国市场的独特特点。列出企业漂绿行为的十大罪状:政策干扰、声东击西、公然欺骗、双重标准、模糊视线、故意隐瞒、适得其反、本末倒置、空头支票、前松后紧。除此之外,企业漂绿行为不仅仅是虚假宣传信息,还包括选择性披露、言行不一等行为<sup>[4]</sup>。

## 2 SH公司漂绿案例分析

### 2.1 SH公司概况及其漂绿行为回顾

SH能源股份有限公司(简称SH公司),是一家以煤炭业务为核心、涉足综合性能源领域的上市公司,主营煤炭、电力等六大板块业务,致力于推动矿山建设向绿色化、智能化方向发展,追求“绿色发展、追求卓越”的核心价值观。SH公司在近20年的发展中,不仅在环境指标和能耗数值上取得了世界领先水平,其多个煤矿和矿山也被授予了绿色矿山的称号,并获得过节能减排的先进称号。

SH公司自2008年起便开始发布社会责任报告,并从2019年起发布环境、社会和治理(ESG)报告,多年来表现出对ESG信息披露的积极态度,公司的ESG披露报告也受到了毕马威事务所的鉴证。然而根据南方周末披露,2012和2013年,SH公司因过度取水和污染环境连续两年登上南方周末的“中国漂绿榜”。2023年,SH公司令人意外地第三次登上漂绿榜,原因是SH公司及其旗下子公司在环保相关领域被处罚超过2000万元,总罚款额位居煤炭行业之首。根据榆林市生态环境局罚单显示,SH公司旗下神东煤炭分公司因未批先建违反环评法,被两次罚款,累计金额接近1600万元。除此以外,该公司还因违规倾倒、堆放危险废物以及危废库未经验先投入使用等原因多次受到处罚。

### 2.2 SH公司漂绿事件及经济后果分析

2.2.1 研究设计。本部分主要探讨2023年曝光的漂绿事件对SH公司股价的影响。鉴于我国股票市场属于弱势有效市场,本节将采用事件研究法来分析漂绿行为曝光对股价波动的影响。

2.2.2 发生日、事件窗、估计窗的选取。本文以2023年7月13日《南方周末》公布漂绿的日期为漂绿曝光的发生日( $t=0$ )。在事件窗的选取上,本文将事件发生前5个交易日和事件发生后15个交易日(-5, 15)定义为“事件窗”,以消除消息提前泄露或其他事件对事件窗口的干扰,并通过对事件日后15个交易日的观察,有效确定SH公司漂绿行为曝光对股价的影响及其影响程度;同时,选取未有较大影响股价事件出现的事件发生前第90个交易日至事件发生前第30个交易日(-90, -30)期间,定义为“估计窗”,以获得较为可靠的预期收益率。

2.2.3 计算事件窗和估计窗内各项收益率。基于估计窗口数据,选取并运用常量——均值——收益模型对市场模型的参数进行计算和估算。具体包括以下三个步骤:

第一步,计算估计窗(-90, -30)和事件窗(-5, 15)每日实际收益率。

$$R_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (3.1)$$

第二步,计算窗口期内的正常收益率。通过计算估计窗口(-90, -30)内的日均收益率得出预期收益率,正常收益率与预期收益率相等。

$$ER = \frac{1}{60} \sum_{t=-90}^{-30} R_t \quad (3.2)$$

第三步,计算股票在交易日 $t$ 的异常收益率 $AR_t$ 、累计异常收益率 $CAR_t$ 。

$$AR_t = R_t - ER \quad (3.3)$$

$$CAR_t = \sum_{t=-5}^{15} AR_t \quad (3.4)$$

2.2.4 漂绿行为曝光后的市场反应分析。利用Choice金融终端、巨潮资讯网获取SH公司在事件窗和估计窗内的数据以及上证综指在这两个期间的数据,运用Excel对数据进行处理,根据市场模型公式 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_i$ ,得出公式为 $R_{it} = 1.1437R_{mt} + 0.0006$ ,得到如图1所示的市场模型图。其中 $R_{it}$ 为在交易日 $t$ 时上市公司的收益率, $R_{mt}$ 为交易日 $t$ 时股票市场的日收益率,常数 $\alpha_i$ 为0.0006,斜率项 $\beta_i$ 是1.1437。通过choice金融终端验证计算 $\beta_i$ 为1.1437。

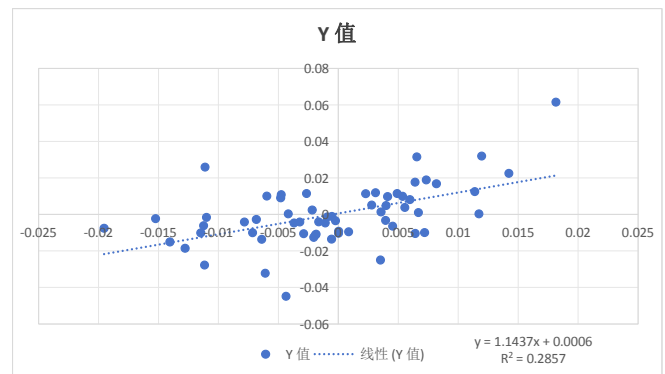


图1 中国神华公司估计窗市场模型图

根据市场模型 $R_{it} = 1.1437R_{mt} + 0.0006$ 计算出相应的 $AR$ 值及 $CAR$ 值,结果如表1所示。

从表1得知,在漂绿榜公布前,SH公司的 $AR$ 异常收益率有3天为负,表面可能存在提前的信息泄露,市场结合SH公司曾经发生过的漂绿事件作出了反应。异常收益率 $AR$ 值从第6天才出现较为连贯的负值天数,这也说明市场反应存在一定的滞后性。在漂绿榜发布后的15日内,SH公司的 $AR$ 值表现为负值的有10天,如图1可以看出在事件期内累计异常收益率 $CAR$ 整体呈下降趋势。

尽管公布漂绿榜单对SH公司的股价造成了一定程度的不利影响,但这种影响并不显著。出现以上问题的原因可能是:(1)SH

公司在过往多年中有良好的绿色表现,使得部分信息使用者对《南方周末》所公布的榜单数据呈不置可否态度;(2)尽管对ESG有一定认知,但在实际投资行为中,部分投资者特别是散户投资者对ESG相关内容的关注度仍然不足,使得他们不能及时利用信息作出投资判断;(3)漂绿信息传播速度缓慢、广度不够,导致利益相关者获取信息速度滞后;(4)公司高层在看到漂绿榜单公布后根据市场反应进行调整。

表1 事件期内SH公司AR和CAR

Date	AR	CAR	Date	AR	CAR
-5	-0.0021	-0.0021	6	-0.0032	-0.0286
-4	0.0050	0.0030	7	-0.0026	-0.0311
-3	-0.0056	-0.0026	8	-0.0014	-0.0325
-2	-0.0111	-0.0137	9	0.0102	-0.0223
-1	0.0052	-0.0085	10	-0.0008	-0.0231
0	-0.0059	-0.0144	11	-0.0206	-0.0437
1	0.0052	-0.0091	12	-0.0069	-0.0507
2	-0.0288	-0.0379	13	0.0015	-0.0491
3	0.0061	-0.0318	14	-0.0091	-0.0582
4	0.0037	-0.0281	15	-0.0079	-0.0661
5	0.0027	-0.0254			

### 2.3 企业漂绿动因

根据上述经济后果分析,可以得出企业再次出现漂绿问题的动因。

2.3.1 国内ESG披露标准不完善。目前国内可持续披露准则体系建设刚刚拉开序幕,ESG报告披露体系还有待构建,报告披露的内容及形式标准仍未有效统一。因此部分企业出于自身利益考量,会在发布ESG报告时选择披露有利于自身绿色形象塑造的指标,隐瞒部分不利信息,使得利益相关者较难进行横向比较。

2.3.2 企业存在机会主义行为。在“理性经济人”假说下,企业管理者多是机会主义者,追求利润最大化,面对信息不对称的市场环境,如果企业判断通过漂绿行为获得的边际收益超过边际成本,那么企业很可能会倾向于采取漂绿策略。而究其原因则是法律法规不健全和相关部门监管不力,导致企业的违规成本较低。

2.3.3 内部控制机制未能有效执行,或内控体系存在缺陷。目前不少企业设置绿色相关的内控机制,目的大多是为了粉饰企业漂绿行为,或让投资者相信其实现了绿色环保经营,实际工作中无法有效约束漂绿行为。也有部分企业实际并未设置独立的绿色内控制度,使得工作中无章法可依,凭约定俗成行事<sup>[5]</sup>。

2.3.4 外部暴露对企业影响甚微。由于社会各界对企业漂绿行为的识别效率不足、惩戒效果不够明显,使得企业漂绿违规成

本较低,漂绿行为曝光对企业产生的负面影响总体而言也不太明显,持续时间也较短。部分信息使用者受限于专业认知水平和信息不对称,很难及时获取可靠信息,且产生误判。

## 3 漂绿行为治理对策研究

### 3.1 加强外部监管

政府应加快ESG披露准则体系建设的速度,以立法的形式明确什么样的行为是漂绿、违法后果是什么、如何处罚。加强对企业绿色生产行为的检查和评估,建立全程控制、定期检查的监管体制,增加企业漂绿成本。同时为遏制漂绿现象的发生,政府部门可以联合各有关部门及其他社会力量共同实施监督,形成“反漂绿”监督的合力。

媒体加强对漂绿行为的关注,及时对相关事件进行报道,正确引导公众对企业漂绿行为的关注和讨论。通过媒体曝光,强化信息传递,影响企业市场反馈,加大企业漂绿的违规成本,让漂绿行为无处可藏。

### 3.2 统一披露标准

提高ESG报告信息披露标准规范化程度,有效减少企业的隐瞒行为。ESG报告披露标准应要求部分强制披露内容,一方面统一的披露内容限制可以使各企业出具的报告之间有较高可比性,另一方面当企业因环保而受到处罚时,报告使用者可以直接获得相关信息。总而言之,统一披露标准有利于利益相关者对企业ESG方面的表现有了更深入的了解。

### 3.3 完善内控制度

完善内部控制,帮助企业自身识别和预防漂绿行为。企业应建立独立完善的漂绿预警系统,从漂绿监测、识别、报告、处理等多方面切入,形成完整的控制体系,并建立汇总数据库,形成漂绿自预警机制。企业可以建立ESG发展部门,负责应对企业面临的环境责任和社会责任问题。通过内控的设置规范企业日常生产、管理活动,形成内部自我约束力,增强企业的透明度和可信度,确保企业的经营活动符合法律法规和商业道德规范。对于企业员工而言,加强全员道德规范建设,树立社会责任感,从上至下营造健康诚信的公司文化氛围。

### 3.4 推动绿色教育

推广和普及绿色知识,通过举办讲座、发布宣传小视频、科普读物等多种形式,提高公众对企业漂绿行为的认知和关注程度,担起绿色监督的社会责任。同时,加强社会公众对一部分隐蔽性较强的漂绿行为的敏感度,增强对轻微漂绿行为产生的潜在危害的认识。此外,还要提高社会公众的社会责任投资意识,强化资本市场对漂绿行为的经济制裁功能,通过资本市场反馈倒逼企业履行绿色责任。因此需要通过绿色教育提高公众的鉴别能力,鼓励公众积极参与打击企业漂绿,维护ESG秩序。

## 4 总结

文章通过事件研究法分析得知,中国神华公司在其漂绿行为曝光后股价虽然受到了一定程度的不利影响,但影响并不显著。说明市场存在信息传递相关的问题,使得漂绿后果未能在经

济市场有效反映。为应对这类问题,有关部门需要加强外部监管,强化制度建设,企业自身需要完善内部控制,严格自身监管,社会公众提高对绿色知识的认知,共同促进企业走上可持续发展道路。

#### [参考文献]

- [1]罗超予,杨启帆.中国股票市场有效性研究[J].金融,2022,12(2):195-201.
- [2]黄世忠.ESG报告的“漂绿”与反“漂绿”[J].财会月刊,2022(01):3-11.

[3]鲍树琛,郑紫怡,蒋婷.真绿还是漂绿:煤炭企业绿色行为的形成过程——以中国神华为例[J].财会研究,2024,(08):70-80.

[4]马丹丹.企业漂绿行为曝光效应研究[D].厦门大学,2014.

[5]韩敏.企业漂绿行为对企业价值的影响[D].山东大学,2023.

#### 作者简介:

莫戈瑶(1998--),女,汉族,广西苍梧县人,硕士研究生在读研究方向:企业财务与会计。