

金龙汽车从“漂绿”到“真绿”的市场反应研究

——基于事件研究法

刘欣宇 王子翱 金雅楠 杨 淼^{*1}

北京工商大学商学院, 中国·北京 102400

【摘要】近年来,企业社会责任漂绿行为受到学界广泛关注,代指企业进行虚假环保宣传、粉饰自身不良形象的各类策略性手段。本文为学界理清企业漂绿行为的过程及影响机制提供借鉴,同时有助于加强利益相关者对漂绿行为的识别能力,从根源上遏制企业社会责任漂绿行为,具有理论研究及现实指导意义。

【关键词】漂绿;金龙汽车;市场反应;事件研究法

Research on the Market Reaction From "Floating Green" to "Real Green" The

— is based on the event study method

Liu Xinyu, Wang Ziao, Jin Yanan, Yang Miao^{*1}

Business School of Beijing Polytechnic, Beijing 102400, China

[Abstract] In recent years, the green bleaching behavior of corporate social responsibility has been widely concerned by the academic circle, which refers to various strategic means for enterprises to carry out false environmental protection publicity and whitewash their bad image. This paper provides reference for the academic circle to clarify the process and influence mechanism of enterprise green bleaching behavior, and helps to strengthen the ability of stakeholders to identify green bleaching behavior, and curb it from the root, which has theoretical research and practical guiding significance.

[keyword] Green drift; Golden Dragon car; market reaction; event research method

【基金项目】北京工商大学2022年大学生科学研究与创业行动计划项目“中国上市公司ESG评价体系研究”(B065)。

引言

近年来,企业环境信息披露成为社会关注的焦点,是广大投资者对企业社会责任履行情况的评价标准之一。随着强制性环境信息披露制度的完善,国内外企业开始主动披露环境信息并树立良好企业形象。然而,因相关体系不健全使一些企业为追求正面社会效应、降低融资成本而夸大实际社会责任履行情况给自己贴上环保标签^[1],即进行漂绿。

“漂绿”一词由美国学者 Jay Westerveld 于 1986 年提出,指企业在经营活动中实际绿色表现远低于宣传描述的行为。当前,各界尚未形成对漂绿行为统一界定标准。2007 年, Terra Choice Environmental Marketing^[2] 环保营销公司提出“环保行为六宗罪”:含糊不清罪、隐瞒实情罪、举证不足罪、无关痛痒罪、说谎欺骗罪、避重就轻罪。2019 年增加崇拜虚假标识罪^[7]进一步扩充为“漂绿七宗罪”。而我国对于漂绿行为的关注起步较晚,2009 年起《南方周末》杂志连续八年发布“中国漂绿榜”,将“漂绿”正式带入国内公众视野。

作为经济活动的重要组成部分,企业对资本市场有效运行起到至关重要的作用,而漂绿行为对企业自身财务绩效^[3]、资本市场反应^[4]、利益相关者决策均有重大影响,故理清企业漂绿行为演变发展过程和漂绿行为对经济社会发展的实质影响,对防范企业粉饰环境信息、完善社会责任信息披露制度有重要的理论研究价值和现实指导意义。

1 文献综述

目前,学界针对漂绿的研究主要集中于现象成因、后果以及特征等方面的讨论。在形成原因上,肖红军等(2013)^[5]从新古典经济学视角指出企业伪社会责任是追求利益的选择,漂绿能明显降低企业履行社会责任成本;姚琼等(2022)^[6]从制度理论角度指出企业实施漂绿行为源于追求合法性利益;黄世忠(2022)^[7]将企业漂绿动因分为外部成因和内部成因进行阐述。在后果影响上, Walker 等(2012)^[8]通过调查重污染企业伪社会责任行为指出该类行为对企业绩效有负面影响; Cai 等(2014)^[9]指出企业的环境责任行为与股票表现呈正相关;孙建强等(2019)^[3]对曝光前后企业的财务表现进行讨论,得出漂绿曝光前对财务表现有积极影响,曝光后则有消极影响。

可见,企业漂绿已引起学界广泛关注,但现有研究重点针对于漂绿的成因、特征等理论层次,在漂绿过程和后续影响上缺乏深入探讨。故本文选取《南方周末》杂志“中国漂绿榜”上的苏州金龙作为研究对象,运用事件研究法探究资本市场对其母公司金龙汽车的反应,分析内在关联机制并得出相应对策和建议。

2 苏州金龙案例介绍

金龙联合汽车工业(苏州)制造有限公司,简称“苏州金龙”,以生产现代化客车为主营业务,其母公司为厦门金龙汽车集团股份有限公司。在国家大力发展新能源行业的背景下,苏州金龙因为骗取新能源补贴而遭受处罚,经大力整改才

实现“真绿”。在“漂绿”到“真绿”的全程伴随着不同事件的冲击，而资本市场也对其产生相应反应。

2015年，金龙汽车大力投入新能源汽车研发制造并在该年年报中强调公司在新能源领域的核心竞争力，高调宣布其享有新能源财政补。通过此类漂绿行为骗取的财政补贴和伪造的企业形象令金龙汽车收获了经济效益。

2015年下半年，苏州金龙因申报财政补助的新能源车未能全部完工，提前办理机动车行驶证，多申报补助资金51921万元，被财政部查处并作为典型案例于2016年9月8日公开曝光，市场一片哗然，公司因此遭受重创。

2017年9月30日，经过长达一年的整改后，苏州金龙的问题车辆全部依法依规完成量产，重新获得新能源财政补贴资格。该事件代表金龙汽车完成了从“漂绿骗补”到“真绿环保”的转变。此后，金龙汽车主动履责任任行为得到资本市场和投资者的认可，股票走势回暖。

3 研究设计

3.1 样本选择及数据来源

本文以“苏州金龙漂绿案”为切入点，因其非上市企业，故选择母公司金龙汽车作为案例分析对象。参考孙建强等(2019)[3]思路，本文按2016年2季度证监会发布的上市公司行业分类结果，选择与金龙汽车同属汽车制造业类的企业作为同行业公司，依据公司规模、主营业务等指标进行筛选并剔除ST、ST*、信息缺失的企业，最终选定六家新能源汽车制造企业，分别为：宇通客车（证券代码：600066）、福田汽车（证券代码：600166）、亚星客车（证券代码：600213）、广汽集团（证券代码：601238）、长城汽车（证券代码：601633）和力帆股份（证券代码：601777），作为金龙汽车的同业对标公司，对其累计收益率取平均作为行业平均累计收益率。本文中所使用的有关公司信息、市场收益率等数据来自国泰安数据库、巨潮资讯网，采用Stata16.0、Excel、SPSS26.0软件进行数据处理。

3.2 确定事件窗口、估计窗口

事件研究法是通过估算因某一特定事件而产生的样本股票异常收益率来揭示资本市场对该信息的反应程度和公司股价变化程度，进而反应该事件对投资者的影响。本文将金龙汽车漂绿全程的事件日期、事件窗口、估计窗口划分如下：

3.2.1 实施漂绿行为

考虑金龙汽车同期并未发布《企业社会责任报告》，相关信息以年报方式披露，故事件发生日为年报披露日（2016年4月30日），因当日为法定节假日，故向后递延至2016年5月3日（ $t=0$ ），剔除法定节假日及停牌日后，将估计窗口定位2015年7月21日至2016年4月17日，共180天。因市场存在信息漏出的可能，故将事件窗口期为2016年4月18日至2016年5月12日共18天，即（-10，7）。

3.2.2 漂绿行为曝光

漂绿行为曝光事件日为2016年9月8日（ $t=0$ ），剔除法定节

假日、停牌日后，将估计窗口确定为2015年12月3日至2016年8月24日，共180天。该事件以政府通报形式披露，信息存在一定事先泄露的可能，故将本次事件窗口期定义为2016年8月25日至2016年9月21日，即（-10，7）。

3.2.3 “真绿”公告发布

该事件于2017年9月30日公布，因法定节假日影响，本文将2017年10月9日定义为事件日（ $t=0$ ），剔除停牌及法定节假日后，确定估计窗口为2016年12月23日至2017年9月15日，共180天。该事件以公司公告形式披露，信息可能提前泄露，故将事件窗口期定为2017年9月18日至2017年10月13日（-10，4），共计15天。

3.3 模型建立及检验过程

事件研究法的基本思路是根据预先确定的估计窗口对收益率进行预测，在将估计的回归方程预测事件期收益率，将事件期预测收益率和实际收益率的差额定义为超额收益率，求和得到累计超额收益率。模型建立过程如下：

3.3.1 建立报酬率估计模型

估计正常报酬率的模型主要包括均值收益模型、市场模型和市场调整模型。上述方法虽然计算数值上略有差异，但不会明显影响超额收益的判断方向^[1]。故本文选择应用最广泛的“市场模型”估计个股报酬率，基本模型如下：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon \quad \text{公式(1)}$$

其中， α_i 和 β_i 为第*i*只股票回归参数， $R_{i,t}$ 为第*i*只股票第*t*日实际收益率。公式为 $R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$ ，此处 $P_{i,t}$

为第*i*只股票第*t*日收盘价。 $R_{m,t}$ 代表第*t*日市场收益率，公式为 $R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$ ，此处 $P_{m,t}$ 代表第*t*日上证综合指数； ε 为

残差项。利用最小二乘法进行回归估计，得到回归参数 α_i 和 β_i 。

3.3.2 估算预期收益率

将事件期市场收益率 $R_{m,t}$ 代入上述回归方程，可得事件期内个股预期收益率 $E(R_{i,t})$ 。

3.3.3 计算超额收益率及累计超额收益率

将事件期内个股实际收益率与预期收益率比较，计算超额收益率 $AR_{i,t}$ 和 $CAR_{i,t}$ 累计超额收益率，计算公式如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad \text{公式(2)}$$

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=-10}^{10} AR_{i,t} \quad \text{公式(3)}$$

3.3.4 模型结果检验

对上述结果进行T检验，若显著大于零，则可推断市场因特定事件对公司股价有显著积极反应；反之，则说明市场对公司股价有显著消极反应。

3.3 计算结果分析

结合市场收益率和特定事件预期收益率估计模型可得事件期内金龙汽车的超额收益率、累计超额收益率，同理得出对标公司指标，进而得到行业平均超额收益率、行业平均累计超额收益率，据此绘制图表进行分析。

事件一：实施漂绿行为

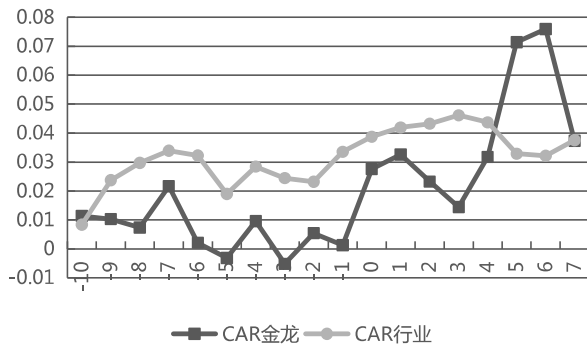


图2 第一次事件金龙汽车及行业 CAR 变动情况

表1 第一次事件金龙汽车 CAR 检验结果

	检验值=0				
	T值	df	Sig. (双侧)	平均值差值	差分的95%置信区间
CAR 金龙					下限 上限
	3.859	17	0.001	0.02086	0.00946 0.03226

金龙汽车凭借宏观政策利好，大力宣传发展新能源汽车业务，彰显其绿色企业形象。但其并非行业龙头，市场份额和业绩表现比较稳定，故超额收益率保持在行业偏低水平。由图2所示，在事件日前10天（-10，0），金龙汽车CAR值始终低于行业均值，说明该阶段金龙汽车未获得高于行业的超额收益。而在公司对外发布年报并经过法定节假日酝酿后，5月3日（t=0）CAR值有了上升趋势并超出行业CAR值，最高达0.0759201，最大涨幅为124.62%，事件日后第三天（t=3）金龙汽车产销快报公布，销量减少导致CAR出现小幅下跌但未造成实质影响。结合表1数据，金龙汽车CAR值T检验结果在0.001的显著性水平上为正，说明苏州金龙漂绿行为帮助其母公司树立良好企业形象，获得显著积极的市场反应。

事件二：漂绿行为曝光

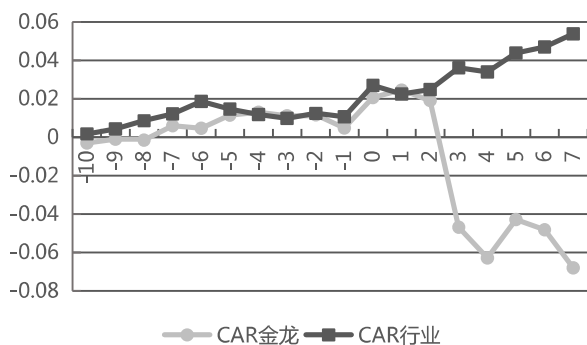


图3 第二次事件金龙汽车及行业 CAR 值变动情况

表2 第二次事件金龙汽车 CAR 检验结果

	检验值=0				
	T值	df	Sig. (双侧)	平均值差值	差分的95%置信区间
CAR 金龙					下限 上限
	-1.144	17	0.268	-0.00821	-0.02335 -0.00693

2016年为新能源行业发展上升期，行业整体超额收益率持续上升。由图3可见，在（-10，0）事件期内，金龙汽车和行业整体CAR值均处于稳步上升且因其子公司苏州金龙的漂绿行为，金龙汽车的行业认可度明显提升，超额收益率基本与行业持平。但当财政部于2016年9月8日（t=0）发布公开通报文件后，苏州金龙“骗补漂绿”行为被公之于众，其CAR值随之明显下降，一天内从0.0190303降至-0.0468789，最低达到-0.0629129，降幅超346.3%，而同业CAR值仍处于上升趋势，二者差距逐渐增加。Leonidou等(2013)[10]指出，漂绿会对企业声誉产生不利影响，结合图3可以看出，企业实际不良形象公之于众引起市场对于该事件呈现出严重负面反应。但在事件日曝光的五家骗补企业中，苏州吉姆西客车制造有限公司性质最为恶劣，苏州金龙则“略逊一筹”，故事件期内金龙汽车CAR值T检验结果并非显著为负，但个股CAR值在漂绿行为曝光后的陡然降低仍能说明金龙汽车因子公司“漂绿骗补”遭到市场的强烈惩罚。

事件三：“真绿”公告发布

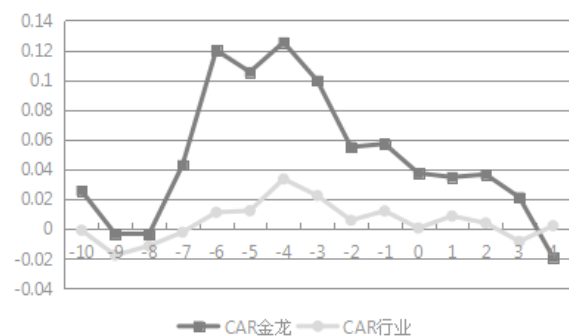


图4 第三次事件金龙汽车及行业 CAR 变动情况

表3 第三次事件金龙汽车 CAR 检验结果

	检验值=0				
	T值	df	Sig. (双侧)	平均值差值	差分的95%置信区间
CAR 金龙					下限 上限
	4.173	14	0.001	0.04885	0.02375 0.07396

2017年9月30日，金龙汽车宣布其子公司苏州金龙重新享有新能源汽车财政资金补贴资格，有关车辆均已通过检验并投放市场。结合市场消息漏出等可能原因，金龙汽车CAR值变化时点略有偏离，但整体处于事件期内，故不影响整体趋势判断。如图4所示，事件期（-10，4）内，金龙汽车CAR值出现明显峰值，最高达到0.1252994，高出同期行业均值275.47%，同时结合表3结果可知，t检验结果在0.0005的显著性水平上为正。说

明此次“真绿”公告给企业带来了积极正面影响

由上述分析可知,资本市场因苏州金龙三次“涉绿”事件对其母公司作出了不同反应。具体看来,市场对企业承担社会责任信号的积极反应维持时间较短,约为三至四天;而对社会责任漂绿负面事件被曝光的惩戒效应持续时间较长,窗口期内未出现缓和态势。故企业倾向于出现依赖漂绿延长积极反馈并隐瞒漂绿避免惩罚的行为。

4 研究结论与建议

通过对金龙“骗补漂绿”事件的梳理分析可以反映市场和投资者对企业社会责任履行不当作出的相关回应,据此本文得出以下结论并从风险防范角度提出建议。

首先,企业实施漂绿向外界释放积极承担社会责任的信号,短期内会给企业带来高于行业均值的超额收益。但我国针对企业社会责任履行的监管机制尚不完善,给漂绿等伪社会责任行为留出可乘之机。为避免各利益相关者受到漂绿虚假效应的干扰,防止伪社会责任行为对经济社会产生进一步影响,各界应群策群力,加快制定规范企业社会责任履行和披露的法律法规,积极探索“社会责任舞弊”识别方法,并最终为利益相关者所用。

其次,在漂绿行为被曝光后,企业将会承受巨大的负面打击。前期依靠漂绿积累的声誉资本^[3]将遭受重创,经营和财务风险明显增加。为防止企业深陷“漂绿泥潭”,盲目追求短期财务绩效,社会各界应加强配合,共同抵制企业伪社会责任行为。学界应针对“伪社会责任”行为的消极后果展开深入研究,从理论层面理清该类行为的作用机制;媒体应加大曝光力度,增加企业舆论压力;政府执法部门应加强处罚力度,并对企业管理者进行相关教育宣传,敦促其真实履行社会责任。

最后,漂绿后果并非无法弥补,企业通过整改实现“真绿”,依法依规履行社会责任,市场仍会表现出积极反应。故

本文建议相关市场监管部门进一步优化完善监管体系和指导办法,根据企业实际整改情况实施不同的监管措施,制定企业道德规范,对积极整改的企业给予认可并进行道德责任教育,以此促进企业真实履责;对屡教不改的企业严加惩处并加强监督,以此遏制相关漂绿行为的发生。

参考文献:

- [1]叶建木,潘媛.中国石油漂绿事件及其市场反应分析——基于事件研究法[J].财会月刊,2017(07):100-104. DOI: 10.19641/j.cnki.42-1290/f.2017.07.020
- [2]孙建强,吴晓梦.企业社会责任漂绿对财务绩效影响研究——以中石油为例[J].财会通讯,2019(22):7-13. DOI: 10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2019.22.002
- [3]张克钦,潘安斌.上市公司漂绿行为的市场反应——基于环境信息披露视角[J].财会通讯,2018(29):57-60. DOI: 10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2018.29.014
- [4]肖红军,张俊生,李伟阳.企业伪社会责任行为研究[J].中国工业经济,2013(06):109-121. DOI: 10.19581/j.cnki.ciejournal.2013.06.009
- [5]姚琼,胡慧颖,丰轶衡.企业漂绿行为的研究综述与展望[J].生态经济,2022,38(03):86-92+108

作者信息:

- 刘欣宇(2001-),女,河北沧州人,北京工商大学商学院,研究方向:会计学;
- 王子翱(2001-),女,北京平谷人,北京工商大学商学院,研究方向:会计学;
- 金雅楠(2002-),女,浙江绍兴人,北京工商大学商学院,研究方向:人力资源管理;
- 杨淼(1989-),男,北京人,北京工商大学商学院(讲师),研究方向:科技创新管理、宏观经济安全,通讯作者。