

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

潘爱玲, 刘 昕, 邱金龙, 申 宇

[摘要] 本文基于 2012—2016 年重污染企业并购数据, 考察了媒体压力对重污染企业绿色并购的影响, 并以绿色并购前后会计信息质量的变化为切入点, 探究了媒体压力下企业绿色并购的真正动机。研究发现: 媒体压力越大, 重污染企业越倾向于进行绿色并购; 在实施绿色并购后, 重污染企业的会计信息质量显著下降, 存在着降低信息透明度以减少外界关注的问题。同时, 基于媒体压力的重污染企业绿色并购规模偏小, 并购后环保投资并没有显著增加, 且并购后披露了更多的软环境信息。这些证据表明, 重污染企业迫于媒体压力所实施的绿色并购仅仅是转移舆论焦点的策略工具, 而非实质性的绿色转型。在拓展性研究中发现, 企业 CEO 的环保经历、内部控制质量和外部市场化水平能够抑制绿色并购后的会计信息质量下降, 有助于保障媒体环境治理功能。本文的研究丰富了企业绿色管理与绿色投资影响因素的相关文献, 也从绿色并购的新视角证实了媒体压力下企业环境行为改善的不可持续性, 有助于理论界和管理部门正确认识媒体的环境治理功能和媒体压力下重污染企业绿色并购的真正动机, 从而为政府出台相关政策提供决策参考。

[关键词] 重污染企业; 媒体压力; 绿色并购; 会计信息质量; 绿色转型

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)02-0174-19

一、问题提出

近年来, 党和国家高度重视生态文明建设, 指出建设生态文明是关系人民福祉、关乎民族未来的千年大计, 并将污染防治与化解重大风险、精准扶贫并列为全面建成小康社会的三大攻坚战。坚持绿色发展道路, 贯彻绿色发展理念, 推进产业结构、能源结构的绿色转型, 对于建设美丽中国、推进中国经济实现高质量发展具有重要意义。改革开放四十年间, 以火力发电、钢铁等为代表的重污染企业在中国经济发展中发挥了很大的作用, 但是其粗放式发展方式积累的大量环境污染问题也成为民生之患, 不但威胁着改革开放的经济成果, 而且降低了公众的生活品质和工作幸福感。因此, 如何推进重污染企业实现绿色转型, 成为学术界和政府管理部门亟待研究的重要课题。

[收稿日期] 2018-09-10

[作者简介] 潘爱玲, 山东大学管理学院教授, 山东大学(青岛)资本运营与创新管理研究院院长, 博士生导师, 经济学博士; 刘昕, 山东大学管理学院博士研究生; 邱金龙, 山东大学管理学院助理研究员, 管理学博士; 申宇, 山东大学管理学院硕士研究生。通讯作者: 刘昕, 电子邮箱: liuxsdu@163.com。感谢泰山学者工程项目“制度环境与公司并购”以及山东省社会科学规划研究项目“新旧动能转换背景下重污染企业绿色转型的制度诱因、实现路径与效果评价研究”的资助。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见, 当然文责自负。

解决环境污染问题,除了公众监督和政府监管之外(Hårsman and Quigley,2010;郑思齐等,2013;沈洪涛和周艳坤,2017),媒体的环境治理功能也受到越来越多学者们的关注。西方成熟市场国家较早关注媒体的环境治理功能。Brown and Deegan(1998)发现媒体对行业负面报道的数量越多,业内企业披露的正面环境信息越多。Aerts and Cormier(2009)从媒体报道的内容出发,验证了舆论监督与企业环境沟通之间的关系。国内学者对媒体环境治理功能的关注起步较晚,形成的研究成果相对较少。沈洪涛和冯杰(2012)研究发现,媒体报道倾向所体现的舆论压力能够促进企业环境信息的披露,督促企业改善其环境表现。张济建等(2016)在区分正面媒体报道和负面媒体报道后发现,正面媒体报道更能促进企业绿色投资规模,且国有控股企业受媒体监督的影响更大。王云等(2017)发现媒体关注会增加企业的环保投资,且政府的环境规制强度增强了媒体关注的环境治理作用。然而,虽然国内外学者对媒体的环境治理功能进行了一些研究,但本文发现:①大多数文献聚焦于媒体压力下企业内部环保投资或环境信息披露水平的变化,缺少对重污染企业面对媒体负面报道时行为反应模式的思考;②一些文献强调媒体关注能够增加企业环保投资或提高信息披露水平,但未考虑企业在媒体压力下做出绿色管理行为的真正动机,无法辨别企业环境行为的改变究竟是出于环保意识的提升还是仅仅为缓解舆论压力的一时之选,因此,缺少对媒体环境治理有效性的合理评估及经验证据。而事实上,厘清媒体压力下企业环境行为改变的动机对于更好发挥媒体的环境治理功能、实现环境长治久安具有重要意义。有鉴于此,本文从绿色并购的全新视角出发,考察媒体压力对重污染企业绿色并购的影响,并以绿色并购前后会计信息质量的变化为切入点,探究媒体压力下重污染企业实施绿色并购的不同动机,为媒体环境治理功能是否具有可持续性提供经验证据。

绿色并购是指,将绿色理念引入公司并购决策,以实现可持续发展为目的的并购。其主要特征是将绿色理念贯穿于目标企业选择、并购交易决策及并购后管理整合的全过程,以实现经济效益和生态效益的统一。本文研究的重污染企业获取节能减排技术、向清洁生产领域转型的并购是绿色并购的一种重要形式。近年来,越来越多的重污染企业通过绿色并购活动实现转型发展或向市场传递保护环境、清洁生产的良好信号,环保题材的绿色并购逐渐成为资本市场关注的热点。绿色并购之所以受到重污染企业的青睐,是因为与内部环保投资相比,绿色并购具有显著的速度优势,能够快速获得标的企业的清洁能源和节能减排技术,同时还可以通过发布并购公告起到信号传递作用,获得“眼球效应”,向外界传达企业积极承担社会责任、保护环境的良好形象。特别是在面对媒体压力时,由于媒体报道天然具有短期性和热点性等特点(Mullainathan and Shleifer,2002;游家兴和吴静,2012;杨道广等,2017),重污染企业往往会借助绿色并购的速度优势和信号传递等特征,向外界传达其良好的整改意愿和环保意识,彰显环境保护和绿色转型的决心,以便顺利度过舆论危机。

但是,在媒体压力下的绿色并购能够促使重污染企业实现实质性转型吗?传统社会责任领域的研究指出,企业履行社会责任存在两种显著不同的动机:一种是利他动机,另一种是工具动机(Sharfman,1994;Godfrey,2005)。那么,一个自然的问题是,面对媒体负面报道引发的舆论危机,重污染企业实施的绿色并购究竟是利他行为还是逢迎工具?这两种不同动机必然会呈现不同的结果,也在一定程度上决定了媒体的环境治理功能是否具有可持续性。由于以往研究多关注媒体压力对企业内部环保投资的影响,其落脚点往往在于企业环保投资是否增加,而环保投资的增加必然是一个渐进的过程,这就导致难以对重污染企业增加环保投资的动机进行观测和度量,因此,学术界鲜有文献对此进行研究。本文基于绿色并购这一时点性事件,以绿色并购前后企业会计信息质量的不同变化,来鉴别媒体压力下重污染企业绿色并购的真正动机。这是因为,已有研究发现,当企业面临

合法性危机或潜在的“问题”时,会通过改变会计行为或向下盈余管理等机会主义活动来降低企业的会计信息透明度,减轻公众关注,规避政治成本或合法性风险(Watts and Zimmerman,1986;叶青等,2012;方军雄,2014;刘运国和刘梦宁,2015)。因此,本文的内在逻辑是,如果重污染企业是出于环保意识的提升而希冀借助绿色并购真正实现源头治理和绿色转型,那么就会在并购之后将大量资源投入绿色项目的整合和运转之中,此时重污染企业由于对环境保护的真实付出而无需遮掩,绿色并购后不会降低其会计信息质量。相反,如果企业仅仅将绿色并购作为堵住悠悠之口、转移媒体焦点的策略之选,“风波”过后则不会进行后续的环保投资,依旧很差的环境表现会使其理性选择降低会计信息质量,低调行事,以规避或减轻公众关注,防止媒体再次曝光。所以,绿色并购前后企业会计信息质量的不同变化为识别重污染企业在媒体压力下实施绿色管理的不同动机提供了一个可行的辨别窗口。进一步地,基于不同动机实施的绿色并购必然会呈现出差异较大的并购特征和经济后果,本文又从并购规模、并购后环保投资水平以及并购后环境信息披露情况这三个方面深入检验了媒体压力下企业绿色并购的其他机会主义特征,为鉴别绿色并购的真正动机提供更多佐证。

与以往研究相比,本文具有以下增量贡献:①丰富了企业绿色管理与绿色投资的相关文献。现有关于重污染企业绿色管理的文献多集中于环保投资或环境信息披露等方面,随着中国资本市场的发展,有文献开始关注环境规制对重污染企业绿色并购的影响(邱金龙等,2018)。本文的实证结果发现,绿色并购是重污染企业面对媒体压力的一种重要行为反应模式,从而为企业绿色管理与环境投资提供了新的研究视角。②为媒体环境治理功能是否具有可持续性提供了经验证据。已有关于媒体环境治理的研究文献多落脚于媒体压力是否促进了企业环保投资或环境信息披露水平,而对媒体压力下企业环境行为改变的不同动机鲜有研究,因此,难以对媒体环境治理可持续性做出合理评估。本文以会计信息质量的变化为切入点,检验了重污染企业媒体压力下绿色并购的真实动机,发现重污染企业存在“明里绿色并购,暗里降低会计信息质量”的背离现象,证明媒体的环境治理不具有可持续性。此外,本文结论也暗合了媒体治理的“市场压力假说”(Fang and Peress,2009;于忠泊等,2011),为传统媒体治理的研究提供了增量的经验证据。③发现了媒体环境治理有效性的重要保障机制。本文的研究结果表明,只有在企业高管的环保意识提升、内部控制机制完善且外部综合环境改善的情况下,媒体环境治理效果才更长久,这对保障媒体环境治理功能的发挥以及促进重污染企业的实质性转型具有重要的政策启示和借鉴意义。

二、理论分析与研究假说

1. 环境污染、治理失效与媒体介入

近年来,环境污染问题受到社会公众的广泛关注,中央政府也将环境治理纳入政府工作报告和政绩考核体系之中,然而,群体环境意识的觉醒以及政府环境规制的增强仍未使中国完全摆脱环境污染的困扰,重污染企业排污行为依旧屡禁不止。原因可能有两个方面:一方面,对于公众而言,作为环境污染的最大受害者,公众有强烈的动机监督重污染企业的污染行为,然而,由于环境污染领域存在严重的信息不对称,普通公众由于对污染排放量标准和政府环保规章等知识的欠缺,对重污染企业的污染行为难以专业化取证,呈现出“脆弱”监管的“理性无知”状态(Downs,1957)。另一方面,从政府角度看,政治晋升需求和地方保护主义使地方政府存在很强的激励放松环境管制标准、虚化与悬置环境保护目标。如郭峰和石庆玲(2017)指出,当重污染企业拉动经济增长带来的政绩大于环保政绩时,出于政治升迁或财政税收的考虑,有些地方往往甚至会默许甚至纵容当地重污染企业超标排污。此外,受制于行政资源的局限,政府在管理众多企业的同时往往处于信息劣势,被政府

发现并予以规制的环境违法行为仅为“冰山一角”(毕茜等,2012)。

公众治理和政府治理的固有局限性使得重污染企业存在一定的“可乘之机”和寻租空间,从而导致治理效力存疑。作为一种调查、分析、揭露、监督的信息媒介,媒体因兼具独立性和专业性,能够弥补公众监督和政府监管的固有局限性。具体而言,媒体介入首先能够降低企业内外的信息不对称,显著增加重污染企业环境污染问题被揭露和曝光的几率。出于自身生存空间或商业利润的考虑,媒体往往会对企业污染丑闻有强烈的曝光冲动,并通过在重污染行业派驻更多的记者、线人,甚至采用卧底采访的极端形式,加强对重污染企业污染源的持续关注并追根溯源(Bushee et al., 2010),由此媒体对环境污染监督效率和信息弥合作用大大提高,也相应缓解了公众和政府对环境监管方面的信息劣势。进一步地,随着媒体负面报道的积累和发酵,往往会深入诱发资本市场的惩罚机制和政府的行政干预,对企业的生产经营产生长期的负面影响。一方面,媒体对同一事件的重复报道或持续追踪能够极大地增强该事件的受众面积和影响力,公众或投资者往往理性地认为企业实际存在的问题远比已报道的严重(姚益龙等,2011),因此,丧失对该企业及其产品的信心,并争相抛售股票,引入资本市场的惩罚机制(罗进辉和杜兴强,2014;周开国等,2016),甚至引发股价崩盘。另一方面,一旦媒体曝光当地企业的污染行为,为了彰显政府有为和善治,并防止中央问责,地方政府部门必然会介入调查并给予相应的处罚和说明^①(Snyder and Strömberg,2010)。媒体的介入不但使得企业的寻租空间大大降低,而且能够引发更高级别行政机构的介入(戴亦一等,2015),显著提高了正式环境规制的效率和速率。

总之,媒体介入减少了公众和政府等治理主体的信息获取成本,增加了企业污染问题的透明度和被曝光的概率,同时压缩了重污染企业通过寻租而继续超标排污的空间。媒体通过新闻报道不但能够揭露和曝光污染丑闻,对涉事企业产生短期的舆论压力,也能够进一步诱发长期的资本市场惩罚机制和政府行政干预,恶化企业与投资者、供应商、客户、政府等利益相关者关系,对涉事企业的正常生产经营活动形成干扰。

2. 媒体环境治理与重污染企业绿色并购

媒体对污染问题曝光所产生的短期舆论围剿以及可能诱发的较为长期的资本市场惩罚机制和政府行政干预给涉事企业带来了强烈的合法性压力和环保负担。为了防止资本市场的股价大跌或酿成更大的舆论压力,重污染企业出于危机管理和市值管理的考虑,会采取某种舆情管理手段来应对媒体质疑,向外界传达主动保护环境和承担社会责任的积极信号。这种情况下,重污染企业通常可以有三种选择:①停工或减产。作为一种短期的应激反应(沈洪涛和周艳坤,2017),工厂停产、减产等临时性措施会极大损耗企业实力,不但产生巨大的生产成本、损害公司业绩,也使得工人就业和稳定生产难以保障。因此,除非媒体压力引发的行政介入过于强大,企业通常不会做出关停或减产的决策。②加大企业内部环保投资,自行研制清洁能源或节能减排技术。诚然,与减产、停产相比,内部环保投资是一种更加长效的机制,但不可否认的是,环保投资具有投资周期长、投资收益率低、经济效益少以及难以为外部投资者知晓等特点(唐国平等,2013),可能也不是企业面对即时媒体质疑的最佳选择。③实施绿色并购。本质上,环保投资和绿色并购均属于企业的绿色投资活动,但是绿色并购具有内部环保投资无法比拟的优势,是应对媒体压力的较优行为选择。

具体而言,企业实施绿色并购以应对媒体压力的动机如下:

^① 例如2018年4月17日媒体反映“永鑫焦化厂外排水致使麦苗枯死”之后,山西省河津市环境保护局立即责成相关科室调查处理,对涉事企业下达《责令改正违法行为决定书》,并将调查情况于政府官方网站上公开披露。

(1)绿色并购具有显著的速度优势,能够快速以实际行动回应媒体质疑。为了追求轰动效应和爆炸性效果,媒体对社会问题的曝光往往具有突发性、短期性和热点性等特点(Mullainathan and Shleifer, 2002; 游家兴和吴静, 2012; 杨道广等, 2017),通过首发报道并在短期内持续围剿,以获得更多的公众关注和社会声誉。因此,面对突如其来的负面舆论压力,企业不得不快速表态和应对,尽管并购标的选择、并购交易条款的协商安排需要一定的时间,但与内部环保投资相比,绿色并购可以极大缩短反应时间,快速地引进标的企业的清洁能源和节能减排技术,在较短时间内以实际行动回应媒体质疑,将负面报道带来的企业形象损失降至最低。

(2)绿色并购能够发挥眼球效应和信号传递作用,传递重污染企业积极履行社会责任、保护环境的良好信号,缓解由负面报道带来的公众愤怒和抵制情绪。关注是一种稀缺资源,个体只会对吸引其关注的信息加以反应(Kahneman, 1973)。资本市场中的并购活动需要发布并购公告,能够很好吸引投资者的关注。在有限关注的前提下,与增加内部环保投资等“默默无闻”的方式相比,实施绿色并购能够通过公开的信息披露将企业内在的“悔改”意识外化为主动保护环境的实际行动,向市场传递重污染企业绿色转型和合规经营的信号。作为一种资本市场中的利好消息,实施绿色并购能够为企业贴上“环保”的标签,获得公众环境关注度,更容易获得公众的谅解,对因媒体负面报道而下挫的股价具有显著的提升作用。如王宇哲和赵静(2018)就发现,公众环境关注度能够显著提高环保类股票的收益,而会降低石油、煤炭等产业股票的收益率。

(3)绿色并购还能够减轻由媒体负面报道引发的环保整改对企业正常生产经营活动的挤出作用,实现经济效益和环境效益的有效平衡。实施绿色并购之后,重污染企业不但能够充分利用现有资产和生产设备,保持企业正常运转,防止经营绩效大幅下滑,而且还可以通过绿色并购创新绿色生产方式,扩大企业的生产规模,由此也保障了企业对经济效益的追求。

基于上述分析,本文认为,当重污染企业的污染行为被媒体曝光时,绿色并购因具有速度优势、信号传递效应以及兼具经济效益和环境效益,能够更好地帮助企业渡过舆情危机,因而是重污染企业面对媒体压力的一种更佳的行为反应模式。据此,本文提出:

假说 1:媒体压力越大(媒体负面报道越多),重污染企业越倾向于进行绿色并购。

3. 媒体压力与重污染企业绿色并购动机

如前所述,尽管从理论上分析,面对媒体压力,重污染企业倾向于实施绿色并购,但媒体压力下重污染企业实施绿色并购的真正动机仍是尚未打开的“黑箱”。因为并购本身具有两面性:一方面作为公司的重大战略事件,并购是企业存量资源重组、商业模式转型和改善公司业绩的重要抓手;另一方面,不可否认的是,在实践中,由于中国资本市场的成熟和弱有效性,以炒概念、追热点等为特征的忽悠式并购、拼盘式并购也层出不穷。原因在于,并购交易的短时性、可操控性和眼球效应,既能够赋予资本市场以想象力、吸引投资者的注意力,也为主并方提供了“忽悠”的资本和空间。所以,面对媒体压力,企业究竟将绿色并购作为实质性转型手段还是策略应对工具,这也是本文接下来要研究的问题。

本质上,重污染企业的绿色并购应该属于一种社会责任履行行为,本文借鉴传统社会责任领域的两种对立假说,即利他主义假说和工具主义假说(Sharfman, 1994; Godfrey, 2005),来分析媒体压力下重污染企业绿色并购行为的不同动机。同时,以绿色并购前后企业会计信息质量的不同变化作为媒体压力下企业绿色并购真实动机的辨别工具。具体分析如下:

(1)根据利他主义假说,在媒体压力下,重污染企业的绿色并购可能出于利他动机而进行实质性转型,因而并购之后无需下调会计信息质量。改善中国的环境质量是众望所归,党的十八大以来,

党和政府推进生态文明建设的决心之大、力度之大、成效之大前所未有。政府层面上,生态治理成为国家治理体系的重要组成部分,政绩考核方式的转变以及中央对地方的环保约谈增强了地方官员的环境责任,也提高了其对辖区企业环境污染事件的关注和重视(Wu et al.,2013;沈洪涛和周艳坤,2017);公众层面上,“PM_{2.5}爆表”事件之后,环境类的百度搜索指数明显增加,群体环境意识的觉醒激发了公众的监督热情,积极申诉、信访举报的比例也不断攀升,倒逼着正式法律法规的出台(郑思齐等,2013;刘星河,2016)。在外部正式和非正式规制压力下,重污染企业的资源环境约束不断增大,粗放式发展模式难以为继。

面对日益增加的污染成本,重污染企业的管理层在遵循原有发展路径还是谋求转型的决策天平之中摇摆不定。在这种背景下,媒体对环境污染问题的曝光可能成为“压死骆驼的最后一根稻草”,使管理层更加意识到当前粗放发展模式的不可持续性,拥有较高道德意识、环保意识和长远战略眼光的管理层会坚定其绿色转型的决心。出于这种目的实施的绿色并购则可以显著改善重污染企业的环境绩效:①企业通过绿色并购可以快速获得“绿色标的”所拥有的节能减排新技术或清洁能源,为改善重污染企业的污染现状提供直接保障;②根据并购协同效应理论,引入绿色标的能够打破企业现有条件的束缚,异质性的技术、人才和管理要素的催化也可以加速实现“波特假说”的创新补偿效应(Hamamoto,2006;Porter and Van,1995);③绿色并购并不意味着一劳永逸,并购之后的整合和运转同样需要企业内部提高环保投入和研发水平,因而也能够加大企业自身的环保投资。

从利他主义假说看,绿色并购是重污染企业实现实质性转型、提高环境绩效的有效手段,也是形成绿色发展方式、推进区域生态环境改善的重要路径。根据信号传递理论,当企业环境表现好时,为了避免公众或投资者的猜疑或不信任,也为了与以往的污染行为区别开来,企业不但不会降低会计信息质量,甚至存在强烈的动机增强企业的透明度,将外部人无法获取的内部信号传递出去(Dawkins and Fraas,2011;沈洪涛等,2014)。因此,在利他主义假说下,重污染企业在绿色并购之后不会降低会计信息质量。

(2)根据工具主义假说,在媒体压力下,重污染企业的绿色并购也可能仅仅是转移媒体焦点的策略工具,因而在并购后会降低会计信息质量、降低企业透明度。重污染企业大多属于生产设备体量大、资产专用性强、结构单一化的重型化产业,对价格变化的敏感性低,要素流动性较弱,沉淀成本的存在使其不愿意承担改变发展路径所带来的短期损失(张复明和景普秋,2008)。放弃原有的发展方式不但需要付出巨大的弃置成本和转换成本,也意味着要进行较为彻底的商业模式变革和发展动能转换,短期内必然会面临较大的业绩滑坡和失败风险。一旦无法顺利完成绿色转型、培育新的利润增长点,前期项目的高投入便会转变为沉没成本,甚至使企业陷入财务困境或破产边缘。因此,对于重污染企业而言,转变粗放式发展方式、进行清洁生产是一个短期收益极低且充斥着不确定性和极高风险的长期过程。同时,由于重污染企业长久以来资源导向型发展模式积累了显著的规模效应,并形成了路径依赖和锁定效应(孙毅和景普秋,2012),即使当前污染成本有所增加,只要环境规制的成本低于其粗放发展的收益,遵循理性经济人假设的企业管理层仍然会延续以往污染的发展方式,不可能主动进行绿色转型。如李斌等(2013)发现,由于绿色技术研发成功的概率较小和缺乏必要的资金投入,企业更愿意采用末端治污而非绿色技术创新的方式来规避环境规制。

在这种情况下,重污染企业可能宁愿牺牲短期利益,通过支付一定交易对价购买部分清洁技术或清洁企业(即实施绿色并购)释放信号来应对媒体压力,也不愿真正进行风险高、难度大、短期收益低的实质性绿色转型。因此,重污染企业也可能仅仅利用绿色并购来改变利益相关者对其环境表现的固有印象,掩盖其环境管理的不作为,进而缓解舆论危机。由于在这种动机之下,绿色并购是应

对媒体压力的一时之选,因此,重污染企业往往仍然延续原有的粗放式发展路径,在并购后也不会有其他实质性的环保行为,环境污染问题并不会得到实质性缓解。同时,鉴于被媒体曝光的前车之鉴,企业在短暂躲避风波之后必然会选择低调行事,通过降低信息透明度,增加媒体对企业信息的解读成本,使企业更容易隐藏在公众视野之外(叶青等,2012;刘运国和刘梦宁,2015)。因此,基于工具主义假说,绿色并购可能仅仅是重污染企业为应对合法性压力而做的表面文章,因而并购后企业会理性选择降低会计信息质量和透明度,防止再次引起媒体关注。

基于上述分析,媒体压力下重污染企业绿色并购的动机不同,并购后的会计信息质量会有不同表现。因此,本文提出:

假说 2a:与非绿色并购相比,媒体压力下的重污染企业绿色并购之后,其会计信息质量不会显著下降。

假说 2b:与非绿色并购相比,媒体压力下的重污染企业绿色并购之后,其会计信息质量会显著下降;且绿色并购前所遭受的媒体负面报道越多,并购后会计信息质量下降程度越高。

三、样本选择与研究设计

1. 样本选择与数据来源

鉴于 2011 年“PM_{2.5} 爆表”事件引发全社会广泛讨论,也使得媒体对重污染企业的环境问题更为关注,本文选择 2012—2016 年中国重污染行业^①上市公司的并购事件为研究对象,从而更有效地考察媒体压力与绿色并购之间的关系。在此基础上,对样本进行二次筛选:①剔除业务类型为资产剥离、资产置换、债务重组、股份回购的并购样本;②只保留股权收购,剔除土地、资产购置等资产收购交易;③剔除收购金额小于 100 万元的样本,剔除股权收购比例小于 30%的样本;④剔除已经持有标的企业股权比例高于 30%的并购样本;⑤剔除交易失败或数据缺失的并购样本;⑥对同一企业同一年份进行多次并购且并购标的相同的样本进行合并;⑦对同一企业同一年份进行多次并购且并购标的不同的样本,仅保留交易金额最大的、收购比例最高的样本。筛选后本文的数据类型为非平衡面板数据,共获得 487 个并购样本。为消除极端值的影响,对主要的连续变量进行上下 1%的 Winsorize 处理。并购交易、财务指标和公司治理数据来自 CSMAR 数据,部分数据系手工整理。

2. 主要变量定义^②

(1)绿色并购(*Greenma*)。借鉴邱金龙等(2018)的研究,本文通过手工搜集重污染上市公司的并购公告,采用内容分析法,对每次并购的背景和目的、主并企业和标的企业经营范围以及该次并购对主并企业带来的影响进行综合分析,逐一判断该项并购事件是否为绿色并购。该变量是虚拟变量,若该并购事件为绿色并购则取值为 1,否则取 0。

① 根据中华人民共和国生态环境部(原中华人民共和国环境保护部)印发的《关于印发<上市公司环保核查行业分类管理名录>的通知》,并借鉴刘运国和刘梦宁(2015)和刘星河(2016)的做法,本文将以下行业定义为重污染行业:煤炭开采和洗选业,石油和天然气开采业,黑色金属矿采选业,有色金属矿采选业,纺织业,皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业,造纸和纸制品业,石油加工、炼焦和核燃料加工业,化学原料和化学制品制造业,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,电力、热力生产和供应业。根据中国证券监督管理委员会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》,重污染行业的代码分别是 B06、B07、B08、B09、C17、C19、C22、C25、C26、C28、C29、C30、C31、C32、D44。

② 主要变量的详细度量方法,可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

(2)媒体压力(*Media*)。本文搜集了重污染企业在并购前两年即 $t-2$ 期遭受的媒体负面报道数量,并借鉴杨道广等(2017)的研究,以媒体负面报道数量加 1 后取自然对数来衡量媒体压力。在稳健性检验中,本文又分别以重污染企业在并购前一年、前三年、前四年和前五年的媒体负面报道数量来衡量媒体压力进行了检验。

(3)会计信息质量(ΔDCA)。本文采用应计盈余管理,计算可操纵应计数的绝对值(DA_abs)来衡量会计信息质量,该绝对值越小,则会计信息质量越高。同时,本文又以绿色并购后一年与并购前一年操纵性应计绝对值的差值来衡量绿色并购前后会计信息质量的变化(ΔDCA)。

(4)控制变量(*Controls*)。借鉴已有研究,本文从企业特征、公司治理、管理层特征和并购交易特征四个方面选取控制变量,控制了产权性质(*Soe*)、净资产收益率(*Roe*)、企业规模(*Size*)、杠杆率(*Lev*)等公司特征变量,是否两职合一(*Dual*)、董事会规模(*Boardsize*)等公司治理变量,CEO 性别(*Gender*)、CEO 教育背景(*Education*)等管理层特征变量以及交易对价(*Price*)、收购比例(*Ratio*)、支付方式(*Paymethod*)等交易特征变量。此外,还控制了行业和年度效应。

3. 实证模型构建

本文设定绿色并购(*Greenma*)为 0/1 虚拟变量,构建非线性概率 Probit 模型(1)来验证媒体压力对重污染企业绿色并购的影响:

$$Greenma_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Media_{i,t-2} + \alpha_3 Controls_{i,t-1} + \varepsilon \quad (1)$$

其中,解释变量为并购前两年的媒体负面报道数量加 1 后取自然对数(*Media*)。在模型(1)中,若 α_1 显著为正,则表明媒体压力能促使重污染企业的绿色并购,即本文的假设 1 得以验证。

本文又构建了以下多元回归模型(2)和模型(3)来检验重污染企业绿色并购后是否会降低其会计信息质量,以及会计信息质量降低程度是否与绿色并购之前的媒体压力有关。对于模型(2)而言,若 α_1 显著为负或不显著,则意味着重污染绿色并购之后会计信息质量有所提升或绿色并购之后会计信息质量无显著变化,即假设 2a 得证;若 α_1 显著为正,则意味着重污染企业绿色并购后会计信息质量显著下降,可以部分证实本文的假设 2b:

$$\Delta DCA = \alpha_0 + \alpha_1 Greenma + \alpha_2 Controls + \varepsilon \quad (2)$$

对于模型(3),在假设 2b 得证的前提下,本文需进一步检验绿色并购后的会计信息质量下降程度是否与并购前的媒体压力正相关。因此,在模型(3)中,若 $Greenma \times Media$ 的系数为正,表明重污染企业绿色并购前遭受的媒体负面报道数量越多,其在绿色并购后的会计信息质量下降越大,则假设 2b 完全得到验证:

$$\Delta DCA = \alpha_0 + \alpha_1 Media + \alpha_2 Greenma + \alpha_3 Greenma \times Media + \alpha_4 Controls + \varepsilon \quad (3)$$

四、实证检验与结果分析

1. 描述性统计分析

表 1 为主要变量的描述性统计结果。*Greenma* 的均值为 0.44,表明在样本选择期间,重污染企业实施的并购事件中约 43.53%为绿色并购,可见重污染企业的绿色并购已经成为资本市场上的热点现象,这为本文的研究奠定了良好的基础;媒体压力的均值为 0.14,且 3/4 分位数为 0,说明至多 25%的重污染企业在两年之内遭到过媒体的负面报道,最大值为 1.39,标准差为 0.32,表明重污染企业遭受的环境负面报道的个体间差异较大; ΔDCA 的均值为 -0.006,即平均而言(同时包含绿色并购样本和非绿色并购样本),重污染企业在并购之后的操纵性应计有所下降,会计信息质量普遍上

升,然而,绿色并购与非绿色并购之后会计信息质量的变化是否有所差异,还需进一步分样本观察;在控制变量方面,重污染企业实施的并购事件的平均收购比例为 82.9%,且 65.7%的并购采用股份支付。样本企业约 37%为民营企业,企业规模平均值为 22.02,样本分布较为均匀。

表 1 描述性统计

变量	观察值	均值	最大值	1/4 中位数	中位数	3/4 中位数	最小值	标准差
<i>Greenma</i>	487	0.4353	1.0000	0.0000	0.0000	1.0000	0.0000	0.4963
<i>Media</i>	487	0.1413	1.3863	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.3245
ΔDCA	487	-0.0060	0.7490	-0.0978	-0.0206	0.0698	-0.5514	0.1797
<i>Soe</i>	487	0.3737	1.0000	0.0000	0.0000	1.0000	0.0000	0.4843
<i>Roe</i>	487	0.0553	0.2256	0.0146	0.0575	0.1123	-0.1934	0.0978
<i>Size</i>	487	22.0178	24.8784	20.9950	21.8124	22.7537	20.1089	1.3025
<i>Lev</i>	487	0.4773	0.8549	0.3017	0.4831	0.6551	0.1137	0.2146
<i>Growth</i>	487	0.1073	0.8078	-0.0759	0.0507	0.2302	-0.2706	0.2662
<i>Dual</i>	487	0.2402	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.4277
<i>Boardsize</i>	487	8.8665	18.0000	8.0000	9.0000	9.0000	5.0000	1.7488
<i>Gender</i>	487	0.9569	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	0.0000	0.2033
<i>Education</i>	487	2.1088	5.0000	0.0000	3.0000	4.0000	0.0000	1.8332
<i>Price</i>	487	19.2806	22.2346	17.8200	19.2793	20.6899	16.1200	1.7715
<i>Ratio</i>	487	0.8295	1.0000	0.6209	1.0000	1.0000	0.3500	0.2283
<i>paymethod</i>	487	0.6571	1.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.0000	0.4752

2. 分组差异分析结果

依据重污染企业的并购行为是否属于绿色并购,将全样本划分为绿色并购子样本(*Greenma*=1)和非绿色并购子样本(*Greenma*=0),通过均值差异的 T 检验分析两个子样本在媒体压力与会计信息质量方面是否有显著差异。分析结果如表 2 所示,在绿色并购子样本中,*Media* 的均值(0.24)显著高于非绿色并购子样本中 *Media* 均值(0.06),表明重污染企业绿色并购之前遭受的媒体负面报道明显高于非绿色并购的样本组。同时,在会计信息质量变化方面,绿色并购样本中 ΔDCA 均值为 0.031,企业的操纵性应计提高,会计信息质量下降,而非绿色并购样本中 ΔDCA 均值却为-0.03,即企业的操纵性应计呈现下降趋势,会计信息质量有所提升。对比发现,在全样本中,重污染企业并购后会计信息质量略有上升主要是由非绿色并购样本组导致的,而在绿色并购样本组中,企业会计信息质量在并购之后呈下降趋势,这也一定程度上证明了重污染企业绿色并购的工具主义假说。

表 2 分组差异分析

	<i>Greenma</i> =1(N=212)		<i>Greenma</i> =0(N=275)		T 检验
	均值	标准差	均值	标准差	均值差(t 值)
<i>Media</i>	0.2431	0.0268	0.0628	0.0141	-0.1803 (-6.3180***)
ΔDCA	0.0308	0.0141	-0.0344	0.0092	-0.0652 (-4.0353***)

3. 变量间相关性检验

表3为主要变量的pearson相关系数矩阵。从表中可知,媒体压力(Media)与绿色并购(Greenma)成正相关关系,初步证明本文的假说1。 ΔDCA 与绿色并购(Greenma)显著正相关,可以看出,重污染企业普遍存在绿色并购之后降低会计信息质量的行为,一定程度上验证了本文的假说2b,然而,绿色并购后重污染企业操纵会计信息的程度是否与并购前的媒体负面报道数量成正比,还有待于进一步通过多元回归考察。除此之外,企业规模(Size)与绿色并购(Greenma)在1%水平上显著正相关,说明规模越大的重污染企业越倾向于实施绿色并购。产权性质(Soe)与 ΔDCA 在5%的水平上显著正相关,表明就全样本而言,民营企业在并购之后的操纵性盈余显著上升,信息透明度降低。媒体压力(Media)与 ΔDCA 的正相关关系在1%水平上显著,表明媒体负面报道也会导致企业降低会计信息质量,这也暗合了媒体的“市场压力假说”,与于忠泊等(2011)的研究结论相一致。

表3 关键变量的pearson相关系数

	Greenma	Media	ΔDCA	Soe	Size	Boardsize	Edu	Price	Paymetd
Greenma	1.000								
Media	0.276***	1.000							
ΔDCA	0.202***	0.180***	1.000						
Soe	0.009	0.229***	0.075**	1.000					
Size	0.140***	0.002	0.035	-0.183***	1.000				
Boardsize	-0.009	-0.101**	0.036	-0.145***	0.324***	1.000			
Education	-0.023	-0.070	-0.035	-0.034	0.053	0.082*	1.000		
Price	0.093*	0.056	-0.037	0.011	0.115***	-0.012	-0.040	1.000	
Paymethod	0.001	-0.099**	0.060	0.013	0.198***	0.074	0.052	-0.45***	1.000

注:*,**,***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。下同。

4. 多元回归分析^①

(1)媒体压力对重污染企业绿色并购的影响:假说1的检验。回归结果如表4所示。模型(1)报告了媒体压力与绿色并购的混合效应回归结果。结果显示,媒体压力能够显著提高重污染企业绿色并购的倾向性(t值为5.62),由此验证了本文的假说1。进一步观察控制变量发现,产权性质(Soe)、董事会规模(Boardsize)与绿色并购(Greenma)分别在1%和5%的水平上显著正相关,表明民营企业以及董事会规模较小的重污染企业更倾向于实施绿色并购。收购比例(Ratio)、支付方式(Paymethod)与绿色并购(Greenma)均在5%水平上显著负相关,表明与非绿色并购相比,重污染企业实施的绿色并购的收购比例更小,且更倾向于采用现金支付而非股权支付。

同时,鉴于本文数据为非平衡面板数据,为保证结果的稳健性,本文在使用混合效应的基础上,又采用Hausman检验对面板数据的固定效应模型与随机效应模型进行筛选。结果显示,Prob>Chi²=0.9326,从而接受原假设,即使用随机效应模型进行实证检验,降低了模型的内生性,回归结果如表4的第(2)列所示,再次证明了本文的假说1。

(2)媒体压力与重污染企业绿色并购动机:假说2a和假说2b的检验。回归结果如表5所示。首

^① 完整的实证回归结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

表 4 媒体压力与绿色并购

	因变量: <i>Greenma</i>	
	(1)混合回归	(2)随机效应
<i>Media</i>	1.2549*** (5.6177)	1.6145*** (4.9069)
控制变量	控制	控制
行业和年份	控制	控制
N	487	487
Chi ²	98.3113	45.3166
Pseudo_R ²	0.1795	

注:括号内为经过异方差调整的 t 值。下同。

先检验重污染企业绿色并购之后会计信息质量的变化。表 5 的第(1)列揭示,直观上,重污染企业绿色并购之后,其操纵性应计提高,会计信息质量有明显的下降。然而,影响企业会计信息质量的原因有很多,如治理结构的变化(刘立国和杜莹,2003)、多元化经营的影响(龚光明和黄诗音,2014)等,所以本文需要进一步探究重污染企业绿色并购后的会计信息质量下降行为是否与并购之前所面临的媒体压力有关,从而为企业绿色并购的动机提供佐证。在引入媒体压力 (*Media*) 与绿色并购 (*Greenma*)的交互项之后,回归结果如第(2)列显示,交互项与 ΔDCA 的回归系数在 5%的水平上显著为正,即重污染企业绿色并购之前遭受的媒体负面报道越多,其绿色并购后的会计信息质量下降程度越大,由此佐证了在媒体压力下的重污染企业绿色并购行为更多是出于工具动机,假设 2b 得到验证。表 5 的第(3)列和第(4)列展示了随机效应模型下的回归结果。与混合效应的回归结果基本相同,本文结论具有一定的稳健性。

表 5 媒体压力、绿色并购与重污染企业会计信息质量

	因变量: ΔDCA			
	(1)混合回归	(2)混合回归	(3)随机效应	(4)随机效应
<i>Greenma</i>	0.0639*** (3.6319)	0.0318* (1.8328)	0.0641*** (3.6982)	0.0334* (1.7591)
<i>Media</i>		0.0092 (0.2529)		0.0140 (0.3073)
<i>Greenma</i> × <i>Media</i>		0.1156** (2.0509)		0.1101** (2.0189)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制
N	487	487	487	487
R ² _Adj	0.0804	0.1089		
Chi ²			66.3072	84.8882

5. 稳健性检验^①

(1)利用倾向得分匹配法(PSM)。为了缓解内生性的影响,本文使用倾向得分匹配法进行进一步检验。通过平衡性检验的结果表明,匹配之后的变量标准化偏差在10%之内,且T检验结果不拒绝原假设,与匹配前相比,变量的标准化偏差明显缩小,说明通过PSM后的样本有效地消除了由变量的系统性差异导致的研究结果偏误,通过了平衡性检验。配对样本对主效应的回归结果与前述对全样本的回归结果基本一致,证明了本文假设的实证结果是稳健的。

(2)变更媒体负面报道统计区间。并购行为从准备阶段、标的选择阶段、谈判阶段到并购整合阶段均需要花费一定时间。前文选择企业并购前两年的媒体负面报道数量作为媒体压力的代理变量。为保证研究结论的稳健,本文接下来分别用并购前一年(*Media_1*)、前三年(*Media_3*)、前四年(*Media_4*)和前五年(*Media_5*)的媒体负面报道数量衡量媒体压力。回归结果显示,*Media_1*的回归系数没有通过显著性检验。原因可能在于,“媒体负面报道→企业感知媒体压力→企业通过绿色并购缓解媒体压力”的行为链条传递需要一定的时间,并购前一年的媒体负面报道影响时间过短,企业缺乏完成绿色并购必要的反应时间,因而两者之间相关性较弱。*Media_3*、*Media_4*、*Media_5*均通过了显著性检验,本文研究结论较为稳健。

(3)变更媒体压力的衡量方法。前述检验中均将媒体负面报道数量作为媒体压力的代理变量,本文进一步变更媒体压力的衡量方法,将其定义为并购前两年媒体负面报道数量占总报道数量的比重。重新检验的结果与前述结论一致。

(4)考虑媒体负面报道之前的绿色并购情况。重污染企业在面临媒体负面报道之前可能已经实施过绿色并购,因此,即使没有媒体负面报道的冲击,该企业也可能继续实施绿色并购以实现清洁生产 and 绿色转型。为了排除这种可能的干扰,本文剔除了在媒体负面报道之前和之后均进行过绿色并购的样本,重新检验的结果仍然支持本文的基本结论。

6. 进一步证据

本文尝试为鉴别绿色并购的真正动机提供额外佐证,从并购规模、并购后环保投资水平以及环境信息披露情况这三个方面,深入检验媒体压力下企业绿色并购的其他机会主义特征。

(1)媒体压力下重污染企业绿色并购的规模。根据成本收益原则,企业应该将有限的资源投入到创造更多价值的战略活动中去。对于重污染企业而言,即便仅仅将绿色并购作为一种策略工具,并购清洁型的标的公司也需要付出一定的交易对价。若是交易对价过大,而企业又无心真正绿色转型,那么必然会消耗、挤占企业大量资源,降低盈利能力,其成本甚至可能大于媒体负面报道损害企业形象所导致的损失。因此,基于成本收益的衡量,如果重污染企业的绿色并购仅仅为了释放某种信号,那么,其并购规模也应该相对较小。基于这种逻辑,本文以实施绿色并购的企业为研究样本,进一步对并购标的规模追加检验。由于重污染企业的并购标的包含非上市企业,其总资产数据在结合并购公告、年报、公司网站等多种途径手工搜集后仍存在部分缺失,因此,本部分的样本量减至170个。回归结果如表6的模型(1)所示,标的企业规模(*Tar_size*)与媒体压力(*Media*)的回归系数在1%的水平上显著为负,所以媒体负面报道与绿色并购规模显著负相关,即面临媒体负面报道的重污染企业实施的绿色并购规模显著更小。这一结果符合本文的预期,在媒体压力下,重污染企业仅仅将绿色并购视为印象管理手段和信号工具,而不是为了获得标的方节能减排技术和清洁能源,规模小的企业也同样具有无差别的信号传递功效,因此,重污染企业自然会倾向于并购成本低廉的小企业。

^① 稳健性检验的详细回归结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

(2)重污染企业绿色并购后的环保投入变化值。由于重污染企业的绿色转型是一个持续性的长期过程,因此,若是在媒体压力下企业出于实质性转型目的而实施的绿色并购,必然伴随着并购后环保投资的显著增加。本文基于绿色并购的样本,手工搜集了重污染企业在绿色并购前后的环保投入,实证检验的结果如表6第(2)列所示,环保投资变化值($\Delta Envir_invest$)与媒体压力($Media$)的系数为0.02,并不具有统计意义上的显著性,表明存在媒体压力的重污染企业在绿色并购后一年的环保投资支出并没有显著增加。这也从侧面验证了媒体压力下重污染企业实施的绿色并购并不是出于实质转型目的,因而在绿色并购之后也不会增加企业内部的环保投入。

表6 进一步回归结果

	(1)绿色并购样本 <i>Tar_size</i>	(2)绿色并购样本 $\Delta Envir_invest$	(3)绿色并购样本 <i>Soft_infm</i>
<i>Media</i>	-1.1658*** (-2.8980)	0.0150 (0.1481)	0.1470* (1.7850)
控制变量	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制
N	170	203	203
R ² _Adj	0.2478	0.0127	0.0705

(3)媒体压力下重污染企业绿色并购后的环境信息披露情况。Neu et al.(1998)指出,环境信息披露是一种不必改变组织经济模式就可以维持合法性的有效方法。沈洪涛等(2014)的研究也表明,环境表现越差的企业反而会披露更多可选择性的环境信息来改变利益相关者对其环境表现的印象。可见,在媒体揭露企业污染行为之后,披露更多的环境保护信息也是企业应对社会、政治和合法性压力的惯常手段。然而,若是重污染企业将绿色并购视为应对媒体压力的印象管理手段,则其实质性的环保投资活动应该不会有显著的增加,因此,本文预计重污染企业在绿色并购后一年的环境信息披露情况,可能更多地披露“软环境信息”,而非“硬环境信息”,表现出“只说不做”的现象。本文借鉴 Cormier and Magnan(2003)和王霞等(2013)的做法,采用内容分析法详细解构样本企业的环境信息披露状况,对绿色并购后一年企业年报、社会责任报告中体现“保护环境、节能减排、清洁”等信息进行筛选和区分,若仅仅披露了一般性非货币信息,视为“软信息”(Soft_infm),赋值为1,若是披露了具体的货币性信息,则为“硬信息”,赋值为0。回归结果发现,在媒体压力下,重污染企业绿色并购的后一年会倾向于披露更多与环境保护相关的“软信息”,而非实际环保投资支出的“硬信息”。这是对本文结论的进一步佐证:与具体的环保投资金额等“硬信息”相比,“软信息”看似贯彻环保意识、践行绿色发展理念,但却往往信息含量低、可靠性较差,事后无法验证或核实,留给管理层操纵的空间相对更大。可见,与媒体压力下通过实施绿色并购行为来转移媒体焦点相类似,披露更多的“软信息”也是重污染企业应对媒体压力的机会主义行为。

五、拓展性检验:企业内外部环境的调节作用

上文研究发现,媒体压力下的绿色并购仅仅出于工具动机且往往诱发企业的机会主义行为。那

么,是否存在某种机制能够保障或辅助媒体环境治理功能的发挥呢?本文进一步从企业内外部环境出发,考察企业CEO的环保经历、内部控制质量以及外部市场化进程的调节影响。

1. CEO环保经历的调节作用

根据高级梯队理论,企业高管的个人特征对企业战略决策具有重要影响。CEO经历作为高管特征之一受到诸多学者的关注(Benmelech and Frydman, 2015; 周楷唐等, 2017)。那么,拥有环保经历的CEO能否影响企业的绿色管理行为? CEO环保经历(*Experience*)是指上市公司CEO早期从事过环境保护相关的工作,例如在环境保护部门、环保协会担任过职务或在环境保护方面获得过专业职称、取得过与环境保护相关的专利技术,等等。本文基于手工整理的数据,将CEO环保经历(*Experience*)设置为虚拟变量,若CEO拥有过环保经历则*Experience*赋值为1,否则为0。表7的模型(1)和模型(2)报告了回归结果,无论是混合回归还是随机效应模型中,绿色并购与CEO环保经历交互项*GreenmaxExp*的回归系数均显著为负,由此说明CEO环保经历能够真正促进重污染企业的绿色转型,媒体负面报道之后实施的绿色并购更多是出于利他动机,因而无需降低会计信息质量。

对于该回归结果,本文认为可能的解释在于:①拥有环保经历的CEO具备更强的环保意识和绿色发展理念,也更加了解环保领域的相关政策。在政府环保部门或环保协会的工作经历会使CEO更深刻地认识到粗放式发展和对资源、生态环境竭泽而渔的苦果,以此为基础的企业利润的一时增长也不具有可持续性,因而会更愿意转变企业原有的发展模式、推动绿色转型;同时,CEO的环保经历也使其对环境保护的国家政策、市场前景和技术前沿把握更加深刻,能够遏制管理层短视行为,增加企业的绿色投入,促进绿色并购后的实质性融合和转型发展。②拥有环保经历的CEO会更加珍惜在环境领域的声誉。尽管目前企业CEO可能已经不在环境部门或协会任职,但是若在其主导下的企业发生了重大污染事故,往往会引发人们对其当年工作任期内是否履职不到位、不作为或者专业职称、技术造假的质疑。在生态环境损害终身追究的原则下,具有环保经历的CEO自身的违规成本更高,更加不愿意以自身的声誉风险换取企业利润的短期增加。总之,CEO具有环保经历会显著增加其环保意识以及对环境违规的敏感性和声誉损失,因而媒体负面报道会敦促其实施利他动机的绿色并购,真正实现绿色转型。

2. 企业内部控制质量的调节作用

为了考察企业内部控制质量的保障作用,本文使用迪博数据库构建的内部控制指数衡量上市公司的内部控制质量,该指数越大,内部控制质量越高。得分在中位数以上的企业有较高的内部控制质量,赋值为1,其余为0。表7的模型(3)和模型(4)展示了回归结果,通过全样本的检验发现,企业的高内部控制质量能够显著抑制重污染企业在绿色并购之后下调会计信息质量的行为。究其原因,则在于内部控制作为解决企业内部不同层级之间代理问题的制度安排能够提升企业决策的科学性,特别是涉及企业发展战略或战略转型的重大决策时,高内部控制质量的企业往往会遵循科学的决策流程,审慎考虑,从而降低了企业决策的随意性(刘启亮等, 2013)。因此,当面对外部媒体质疑时,内部控制质量较高的企业实施的绿色并购更多是企业决策层基于企业未来发展而审慎考虑的结果,而非为应对一时媒体压力的管理层短视行为,故在高内部控制质量的企业中,绿色并购后的会计信息质量不会下降。

3. 地区市场化进程的调节作用

本文认为地区市场化进程也会对媒体的环境治理功能起到一定的调节作用,因此,采用王小鲁等(2016)编制的市场化指数体系中“市场化进程”得分来划分不同地区的市场化程度,得分在中位

表 7 企业 CEO 环保经历、内部控制质量和地区市场化水平的调节作用

	因变量: ΔDCA					
	(1)混合回归 CEO 环保经历	(2)随机效应 CEO 环保经历	(3)混合回归 内部控制质量	(4)随机效应 内部控制质量	(5)混合回归 市场化水平	(6)随机效应 市场化水平
<i>Greenma</i>	0.0786*** (4.1224)	0.0803*** (4.3259)	0.0926*** (3.5066)	0.0946*** (4.0027)	0.1540*** (3.9530)	0.1439*** (4.9614)
<i>Experience</i>	0.0412 (1.0984)	0.0385 (1.0749)				
<i>Green×Exp</i>	-0.0925* (-1.9238)	-0.1007** (-2.1978)				
<i>Control</i>			-0.0082 (-0.3750)	-0.0053 (-0.2293)		
<i>Green×Cot</i>			-0.0586* (-1.7749)	-0.0621** (-1.9640)		
<i>Market</i>					-0.0459** (-2.3208)	-0.0545*** (-2.3118)
<i>Green×Mar</i>					-0.1229*** (-2.9563)	-0.1099*** (-3.2337)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	487	487	487	487	487	487
R ² _Adj	0.0847		0.0896		0.1573	
Chi ²		72.6606		74.1500		110.3710

数以上则为市场化进程高的地区,赋值为 1,否则为 0。回归结果如表 7 模型(5)和模型(6)列所示,高市场化进程的地区对重污染企业在绿色并购之后下调会计信息质量的行为存在抑制作用。

本文认为原因主要有以下几方面:①在经济发达、市场化程度高的地区,重污染企业排污的显性成本和隐性成本都相对更大,企业自身更加意识到环境保护的重要性以及“粗放式”发展模式的不可持续性,媒体负面报道作为一剂催化剂,有助于加速重污染企业的绿色转型进程,因此,绿色并购更多出于源头治理和污染防治的考虑,工具动机相应减弱。②在市场化程度高的地区,环境保护与经济增长一样,成为影响地方官员晋升的考核依据(Zheng et al., 2014)。媒体负面报道更能够引发地方政府的行政介入,并加大处罚力度。由此,重污染企业污染行为的违规成本明显提高,也更倾向于通过绿色并购实现实质转型和清洁生产。③市场化程度高的地区,对媒体言论自由的法律保护也相对较高,媒体负面报道更容易使经理人声誉受损。此时,重污染企业的管理层出于维护自身声誉的目的考虑也更多将绿色并购作为有效转型的工具,因此,在并购后会计信息质量不会显著下降。

六、结论与启示

随着中国经济发展由高速增长阶段转向高质量发展阶段,如何转变重污染企业粗放型发展方式、推进绿色转型成为理论界和实践界亟待解决的难题。媒体作为一种重要的外部治理机制在揭露、曝光重污染企业污染行为中发挥着重要的作用。本文基于2012—2016年重污染企业并购数据考察了媒体压力对重污染企业绿色并购的影响,并以企业绿色并购前后会计信息质量的变化为切入点,探究媒体压力下重污染企业绿色并购的真正动机,为媒体环境治理功能是否具有可持续性提供经验证据。研究发现:①媒体压力越大(媒体负面报道越多),重污染企业越倾向于进行绿色并购;②在实施绿色并购后,重污染企业的会计信息质量显著下降,存在降低信息透明度以减少外界关注的问题。本文通过倾向得分匹配法缓解可能存在的内生性问题,并且变换媒体压力的统计区间和计量方法之后结论保持不变。同时,本文进一步研究发现,媒体压力下重污染企业绿色并购的并购规模显著更小,并购后环保投资水平并未有明显增加,且并购后披露了更多的“软环境信息”,而非“硬环境信息”。由此表明,重污染企业迫于媒体压力实施的绿色并购仅仅是转移舆论焦点的策略工具,而非实质性绿色转型。③在拓展性研究中,本文发现,企业CEO环保经历、内部控制质量和外部市场化水平能够抑制绿色并购后的会计信息质量下降,可以保障媒体环境治理功能的发挥。基于研究结果,本文认为媒体确实能够发挥一定的环境治理功能,然而,媒体追逐热点和短期性的固有属性也使其长期监督的效果欠佳,只有提升高管的环保意识和企业内部控制质量,优化市场环境,才有可能减少或杜绝企业的机会主义行为,推动重污染企业实现真正的绿色转型,最终实现环境治理的长治久安。本文的研究不仅具有理论意义,而且具有重要的实践与政策启示。

(1)媒体应加强对重污染企业环境污染行为的长期、持续监督,不应以炒作、曝光为目的。媒体压力能够给重污染企业一定的外部规制,增加其污染成本,促使重污染企业不得不做出改善环境行为的努力。然而,本文也发现,由于媒体治理存在短期性、热点性、片面性和追求轰动效应等特点,必然会随着新事件的出现而转移焦点,缺乏对事件长期的跟踪报道和追踪溯源,因此,面对媒体压力,重污染企业会通过实施绿色并购转移媒体焦点,缓解舆论压力,存在“明里绿色并购,暗里降低会计信息质量”的策略性应对现象。据此,本文认为,应充分发挥媒体的专业性、独立性以及议程设置功能,使之成为揭露、曝光企业污染行为的重要利器,但同时应引导和鼓励媒体加强对重污染企业的长期监督和深入报道,还原和挖掘事件的本质,真正发挥持续监督和社会守望的功能。

(2)重污染企业应将绿色并购作为转变发展方式、实现绿色转型的重要抓手,而非应对媒体压力、转移舆论焦点的策略工具。本文发现,重污染企业在媒体压力下实施绿色并购之后,还存在很多机会主义行为,如降低会计信息质量,并购规模较小的标的方,披露更多“软环境信息”等。据此,本文认为,重污染企业应该借助媒体压力,切实通过绿色并购快速获取标的企业的节能减排技术和清洁能源,减少内部研发的时间,占据绿色转型的有利生态位;应加强并购之后的整合管理,引入标的方的清洁生产理念和生产方式,实现并购双方人员、技术、要素、资源的实质性融合,改良原有的粗放型发展模式,走一条渐进、持续、经济的绿色转型之路。

(3)政府有关部门应采取有效措施,帮助重污染企业高管增强环保意识,并通过完善公司治理结构和内部控制机制等措施,遏制管理层的短视行为。本文发现,拥有环保经历CEO的企业以及内部控制质量较高的企业会真正出于利他目的实施绿色并购。因此,重污染企业要实现真正的绿色转型,关键依赖于企业高管环境意识的觉醒和提升。现阶段,尽管社会各界对环境污染问题高度重视,但由于粗放式发展模式的低成本和路径依赖等原因,多数重污染企业并未意识到环境污染的严重

危害,仍处于与公众、监管当局或新闻媒体的博弈之中。按照辩证唯物主义的观点,内因是事物发展的根源,外因通过内因起作用。除了健全外部监督机制、增加企业的污染成本之外,更重要的是思考如何扭转重污染企业的固有思维,增强其主动进行环境保护和转型升级的意识,使企业实施实质性的绿色投资和产业转型。同时,完善内部控制机制也有利于减少重污染企业的短视行为。中国的重污染企业多依赖于资源要素,对竞争性市场经济的适应性较弱,公司治理不成熟,企业发展较为短视。健全内部控制机制,能够减少因董事长或总经理的短视而对企业长远战略决策不利影响,有利于提高决策的科学性和可持续性,推动重污染企业真正绿色转型。

(4)政府应进一步推动地区市场化进程,完善相关法规,推进重污染企业实质转型。本文的研究发现,位于高市场化进程地区的重污染企业在面对媒体压力时,更倾向于真正绿色转型。因此,政府应持续推进地区的市场化改革,着力优化企业的外部运行环境,通过完善相关法规、加强政府环境考核等方式,推进重污染企业形成绿色、持续的发展模式,实现实质性转型。

需要指出的是,本文的研究结果表明媒体环境治理尚不具备持续性,但并没有否定媒体的环境治理功能。研究结论说明,只有在企业高管环保意识提升、内部控制完善和外部综合环境改善的情况下,重污染企业的绿色转型才具有内生动力,媒体的环境治理功能才能得到更好地发挥。

[参考文献]

- [1]毕茜,彭珏,左永彦. 环境信息披露制度、公司治理和环境信息披露[J]. 会计研究, 2012,(7):39-47.
- [2]戴亦一,洪群,潘越. 官员视察、媒体关注与政府补助——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2015,(7):13-25.
- [3]方军雄. 信息公开、治理环境与媒体异化——基于 IPO 有偿沉默的初步发现[J]. 管理世界, 2014,(11):95-104.
- [4]郭峰,石庆玲. 官员更替、合谋震慑与空气质量的临时性改善[J]. 经济研究, 2017,(7):155-168.
- [5]龚光明,黄诗音. 多元化经营、媒介功用与会计信息质量——来自中国上市公司的经验数据[J]. 审计与经济研究, 2014,(4):50-60.
- [6]李斌,彭星,欧阳铭珂. 环境规制、绿色全要素生产率与中国工业发展方式转变——基于 36 个工业行业数据的实证研究[J]. 中国工业经济, 2013,(4):56-68.
- [7]刘立国,杜莹. 公司治理与会计信息质量关系的实证研究[J]. 会计研究, 2003,(2):28-36.
- [8]刘启亮,罗乐,张雅曼,陈汉文. 高管集权、内部控制与会计信息质量[J]. 南开管理评论, 2013,(1):15-23.
- [9]刘星河. 公共压力、产权性质与企业融资行为——基于“PM_{2.5}爆表”事件的研究[J]. 经济科学, 2016,(2):67-80.
- [10]刘运国,刘梦宁. 雾霾影响了重污染企业的盈余管理吗?——基于政治成本假说的考察[J]. 会计研究, 2015,(3):26-33.
- [11]罗进辉,杜兴强. 媒体报道、制度环境与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2014,(9):53-59.
- [12]邱金龙,潘爱玲,张国珍. 正式环境规制、非正式环境规制与重污染企业绿色并购[J]. 广东社会科学, 2018,(2):51-59.
- [13]沈洪涛,周艳坤. 环境执法监督与企业环境绩效:来自环保约谈的准自然实验证据[J]. 南开管理评论, 2017,(6):73-82.
- [14]沈洪涛,黄珍,郭肪汝. 告白还是辩白——企业环境表现与环境信息披露关系研究[J]. 南开管理评论, 2014,(2):56-63.
- [15]沈洪涛,冯杰. 舆论监督、政府监管与企业环境信息披露[J]. 会计研究, 2012,(2):72-78.
- [16]孙毅,景普秋. 资源型区域绿色转型模式及其路径研究[J]. 中国软科学, 2012,(12):152-161.
- [17]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]. 会计研究, 2013,(6):83-89.
- [18]王霞,徐晓东,王宸. 公共压力、社会声誉、内部治理与企业环境信息披露——来自中国制造业上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2013,(2):82-91.

- [19]王云,李延喜,马壮,宋金波.媒体关注、环境规制与企业环保投资[J].南开管理评论,2017,(6):83-94.
- [20]王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告[J].北京:社会科学文献出版社,2016.
- [21]王宇哲,赵静.“用钱投票”:公众环境关注度对不同产业资产价格的影响[J].管理世界,2018,(9):46-57.
- [22]杨道广,陈汉文,刘启亮.媒体压力与企业创新[J].经济研究,2017,(8):125-139.
- [23]姚益龙,梁红玉,宁吉安.媒体监督影响企业绩效机制研究——来自中国快速消费品行业的经验证据[J].中国工业经济,2011,(9):151-160.
- [24]叶青,李增泉,李光青.富豪榜会影响企业会计信息质量吗?——基于政治成本视角的考察[J].管理世界,2012,(1):104-120.
- [25]游家兴,吴静.沉默的螺旋:媒体情绪与资产误定价[J].经济研究,2012,(7):141-152.
- [26]于忠泊,田高良,齐保垒,张皓.媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J].管理世界,2011,(9):127-140.
- [27]张复明,景普秋.资源型经济的形成:自强机制与个案研究[J].中国社会科学,2008,(5):117-130.
- [28]张齐建,于连超,毕茜,潘俊.媒体监督、环境规制与企业绿色投资[J].上海财经大学学报,2016,(5):91-103.
- [29]郑思齐,万广华,孙伟增,罗党论.公众诉求与城市环境治理[J].管理世界,2013,(6):72-84.
- [30]周开国,杨海生,伍颖华.食品安全监督机制研究——媒体、资本市场与政府协同治理[J].经济研究,2016,(9):58-72.
- [31]周楷唐,麻志明,吴联生.高管学术经历与公司债务融资成本[J].经济研究,2017,(7):169-183.
- [32]Aerts, W., and D. Cormier. Media Legitimacy and Corporate Environmental Communication [J]. Accounting Organizations and Society, 2009,34(1):1-27.
- [33]Benmelech, E., and C. Frydman. “Military CEOs”[J]. Journal of Financial Economics, 2015,117(1),43-59.
- [34]Brown, N., and C. Deegan. The Public Disclosure of Environmental Performance Information——A Dual Test of Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory[J]. Accounting & Business Research, 1998,29(1):21-41.
- [35]Bushee, B. J., J. E. Core, and W. Guay. The Role of the Business Press as an Information Intermediary[J]. Journal of Accounting Research, 2010,48(1):1-19.
- [36]Cormier, D., and M. Magnan. Environmental Reporting Management: A Continental European Perspective[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2003,22(1):43-62.
- [37]Dawkins, C., and J. W. Fraas. Coming Clean: The Impact of Environmental Performance and Visibility on Corporate Climate Change Disclosure[J]. Journal of Business Ethics, 2011,100(2):303-322.
- [38]Downs, A. An Economic Theory of Political Action in a Democracy [J]. Journal of Political Economy, 1957,65(2):135-150.
- [39]Fang, L., and J. Peress. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns [J]. Journal of Finance, 2009,64(5):2023-2052.
- [40]Godfrey, P. C. The Relationship Between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective[J]. Academy of Management Review, 2005,30(4):777-798.
- [41]Hamamoto, M. Environmental Regulation and the Productivity of Japanese Manufacturing Industries[J]. Resource & Energy Economics, 2006,28(4):299-312.
- [42]Hårsman, B., and J. M. Quigley. Political and Public Acceptability of Congestion Pricing: Ideology and Self-interest[J]. Journal of Policy Analysis and Management, 2010,29(4):854-874.
- [43]Kahneman, D. Attention and Effort[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1973.
- [44]Mullainathan, S., and A. Shleifer. Media Bias[R]. NBER Working Paper, 2002.
- [45]Neu, D., H. Warsame, and K. Pedwell. Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports[J]. Accounting Organizations & Society, 1998,23(3):265-282.

- [46]Porter, M. E., and L. C. Van. Green and Competitive: Ending the Stalemate [J]. *Harvard Business Review*, 1995,73(5):119-134.
- [47]Sharfman, M. Changing Institutional Rules: The Evolution of Corporate Philanthropy,1883—1953 [J]. *Business & Society*, 1994,33(3):236-269.
- [48]Snyder, J. M., and D. Strömberg. Press Coverage and Political Accountability [J]. *Journal of Political Economy*, 2010,118(2):355-408.
- [49]Watts, R., and J. Zimmerman. Positive Accounting Theory [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 1986,14(5):455-468.
- [50]Wu, J., Y. Deng, and J. Huang. Incentives and Outcomes: China's Environmental Policy [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2013,9(1):1-41.
- [51]Zheng, S., M. E. Kahn, W. Sun, and D. Luo. Incentives for China's Urban Mayors to Mitigate Pollution Externalities: The Role of the Central Government and Public Environmentalism[J]. *Regional Science and Urban Economics*, 2014,47(1):61-71.

Can Green M&A of Heavy Polluting Enterprises Achieve Substantial Transformation under the Pressure of Media

PAN Ai-ling, LIU Xin, QIU Jin-long, SHEN Yu

(School of Management of Shandong University, Jinan 250000, China)

Abstract: Based on the data of 2012—2016 heavy polluting enterprises' M&As, we examine the impact of media pressure on the possibility of green M&As of heavy polluting enterprises and explore the different motivations for green M&As under media pressure. We find that the greater the media pressure (the more negative media reports), the more heavy polluting enterprises tend to conduct green M&As. After the green M&As, enterprises carry on downward earnings management, which means these enterprises have the motivation to reduce the transparency of accounting information to reduce the attention from the outside world. At the same time, under the pressure of media, the target size of green M&As is significantly smaller, the environment invest does not increase and more "soft environment information" rather than "hard environment information" is disclosed after the green M&As. These evidences suggest that the green M&As' real motivation of heavy polluting enterprises under media pressure may not to reduce environmental pollution and turn to be green, but merely to change the media focus. Further studies find that CEO environmental experience, high quality of internal control and high level of regional marketization can negatively moderate the relationship between green M&As and the earnings management, which can assist the media governance function. This study not only enriches the relevant literature on the influencing factors of green management and green investment, but also proves the unsustainability of environmental behavior improvement under the media pressure from a new perspective of green M&As. These results are also helpful for us to correctly understand the environmental governance effect of media and the real motivation of green M&A of heavy polluting enterprises under the pressure of media, so as to provide decision-making reference for the government to promulgate relevant policies.

Key Words: heavy polluting enterprises; media pressure; green M&As; accounting information quality; green transformation

JEL Classification: G34 L20 Q56

[责任编辑:覃毅]