

# 高管团队稳定性、战略前瞻性与企业 ESG 漂绿

周燕, 蓝海林

(华南理工大学工商管理学院; 中国企业战略管理研究中心, 广州 510640)

**摘要:**以2010—2023年A股上市公司为研究样本,探讨TMT(高管团队)稳定性如何抑制企业ESG漂绿。研究发现,TMT稳定性所蕴含的战略凝聚力能够抑制企业ESG漂绿,战略前瞻性强化了TMT稳定性与ESG漂绿之间的关系。进一步地,随着战略环境的优化(高地区幸福感与低营商环境不确定性),战略前瞻性的正向调节效应将增强。

**关键词:**高管团队稳定性;企业ESG漂绿;战略前瞻性;地区幸福感;营商环境不确定性

**DOI:**10.13956/j.ss.1001-8409.2025.03.08

**中图分类号:**F272;X322

**文献标识码:**A

**文章编号:**1001-8409(2025)03-0059-07

## TMT Stability, Strategic Foresight and Enterprise ESG Greenwashing

ZHOU Yan, LAN Hai-lin

(School of Business Administration; Research Center of Chinese Corporate Strategic Management,  
South China University of Technology, Guangzhou 510640)

**Abstract:** Taking A-share listed companies from 2010 to 2023 as research samples, this paper discusses how TMT stability prevents ESG greenwashing. The results show that the strategic cohesion inherent in TMT stability can inhibit ESG greenwashing. Additionally, strategic foresight negatively moderates the relationship between TMT stability and ESG greenwashing. Furthermore, as the strategic environment improves (high regional happiness and low business environment uncertainty), the negative moderating effect of strategic foresight strengthens.

**Key words:** TMT stability; enterprise ESG greenwashing; strategic foresight; regional happiness; business environment uncertainty

### 引言

ESG(环境、社会和治理)的内涵与我国全面贯彻新发展理念的时代背景相契合,不仅是塑造企业品牌形象的“软实力”,更是推动可持续发展的“硬准则”。然而在实践中,我国企业ESG披露表现出不适应性,漂绿现象频出,成为了高管“自我推销”和“印象管理”手段。与欧盟、新加坡等“自上而下”硬监管产生的强制性压力不同,我国企业缺乏ESG信息披露的刚性约束,管理者相机抉择自由度更高,更易出现“口惠而实不至”的策略性披露行为<sup>[1]</sup>。这破坏了ESG报告的可信度,错误地分配了资源,并阻碍了真正的可持续发展<sup>[2]</sup>。因而,本文从管理层面剖析遏制企业ESG漂绿的影响因素及其影响机理具有重要现实意义。

高阶理论强调TMT(高管团队)对组织行为的影响要比个人高管强,并引入行为整合来描述团队内部的管理流程<sup>[3]</sup>。高度行为整合的TMT具备自由交换信息和

资源的能力,能够有效解决内部冲突,实现有利于企业长期发展的团队协作和集体决策<sup>[4]</sup>。Aguilera等<sup>[5]</sup>指出,忽视高管在环境战略决策中的有效性会导致巨大的理论差距。Huang等<sup>[6]</sup>的研究证实,TMT稳定性通过提高团队凝聚力积极影响企业社会责任。作为战略制定的主体,TMT稳定性集中体现了团队凝聚力,不仅反映了成员之间的信任与默契程度,还映射了管理层的价值取向<sup>[6,7]</sup>。作为一种“低成本、高收益”的印象管理手段,漂绿背后反映出高管践行ESG理念时的短期投机倾向和伦理道德失范问题<sup>[8]</sup>。因此,TMT稳定性可能是抑制ESG漂绿的重要前因。

相对于“光明面”作用的广泛讨论,少数学者亦对TMT稳定性的“阴暗面”提出质疑。长期稳定的团队可能因路径依赖而思想固化和创新能力下降,忽视市场和技术的新变化<sup>[7]</sup>,进而踏偏ESG战略方向。现有研究普遍隐含地假定TMT稳定性意味着高管战略视野是前瞻

收稿日期:2024-07-24

基金项目:教育部重大攻关项目(15JZD020)

作者简介:周燕(1995—),女,安徽太湖人,博士研究生,研究方向为企业战略管理;蓝海林(1959—),男,广东大埔人,教授、博士生导师,研究方向为企业战略管理。

性的,这显然与实际情况不符。稳定性凝聚了团队战略力量<sup>[6]</sup>,但TMT的凝聚力能否瞄准合适的战略方向值得深思<sup>[7]</sup>。战略前瞻性体现了企业对市场发展规律的深刻洞察与预判,以及据此不断调整战略的认知能力<sup>[9,10]</sup>。构造ESG长期发展潜力需要高管凝聚团队力量前瞻性地布局业务和开展行动,以打造先发优势,构建差异化竞争壁垒。可见,战略前瞻性对遏制ESG漂绿具有重要战略导向作用,有助于推动TMT更全面地预测与评估ESG的机会窗口与潜在风险。进一步地,企业战略选择不可避免地受战略环境的影响,还需要考虑利益相关者,例如地区幸福感对高管和员工工作积极性的影响<sup>[11]</sup>。同时,突发事件等营商环境不确定性会影响外部技术与市场发展趋势,从而影响ESG战略调整<sup>[12]</sup>。遗憾的是,战略前瞻性和战略环境共同作用于TMT稳定性与ESG漂绿的内在机理尚未引起关注,导致对ESG漂绿决策过程的理论深度和解释效力略显不足。

鉴于此,选取2010—2023年A股上市公司为研究样本,探索TMT稳定性对ESG漂绿的抑制作用;基于战略凝聚力瞄准的方向问题,探究战略前瞻性对TMT稳定性与ESG漂绿之间关系的增强作用;考虑到战略环境对战略选择的影响,进一步剖析地区幸福感与营商环境不确定性下战略前瞻性对TMT稳定性与ESG漂绿之间关系的调节作用。研究结论不仅为企业提供了关于如何通过优化TMT结构促进真实ESG实践的洞见,也为政策制定者和投资者在识别及防范ESG漂绿方面提供了实证依据。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 TMT稳定性与企业ESG漂绿

短期内,ESG实践并不能直接转化为经济效益,而维持良好的ESG表现往往增加运营成本。因此,高管可能会披着ESG评级外衣掩饰其投机行为。然而,ESG漂绿潜藏着巨大风险,可能致使企业声誉受损、投资者信任减弱以及法律风险增加等一系列负面后果。相比高管频繁变更,TMT稳定性赋予企业长期视角和战略凝聚力,使高管更专注于企业全局利益,更愿意将ESG整合进战略决策中。

首先,TMT稳定性有助于减少代理冲突,促使高管摆脱短期利益束缚,做出更加契合企业长远发展的战略选择<sup>[6]</sup>。在委托代理关系下,频繁的人事变动意味着现任高管可能无法享受ESG实践带来的长期价值,削弱了他们对承担ESG责任的持久承诺,反而可能诱发机会主义行为。通过虚假披露ESG信息,企业能够暂时规避监管审查,骗取利益相关者的信任以谋求超额利润,这正符合短视高管追求即时利益的偏好。相反,在稳定的TMT中,高管通常任期较长,连续担任领导职务,倾向于追求可持续绩效和长期投资,从而更关注ESG实践。特别是利于形成稳定的领导理念以践行企业愿景和使命<sup>[13]</sup>,将ESG理念融入决策过程。

其次,稳定的TMT更倾向于将合法性维护和社会声誉视为企业重要目标,这有利于更深入地了解 and 响应内

外部利益相关者的需求,确保ESG信息的真实披露和持续改进。企业通过提升ESG表现向外发出可持续发展承诺的信号,能够获得不同利益相关者的信任,构建可持续的竞争优势<sup>[14]</sup>。对内,稳定的TMT具备更有效的内部沟通机制,益于协调各部门之间的关系,促进内部利益相关者合作<sup>[6]</sup>,优化ESG战略制定和实施流程,减少“面子工程”式的ESG实践;对外,一旦深刻认识到ESG的潜在价值以及漂绿风险,稳定的TMT将更愿意提升ESG表现以避免合法性威胁和声誉风险。

最后,稳定的TMT长期形成的价值观和战略性资产<sup>[6]</sup>为企业提供了更清晰的ESG实践评估标准,规避了漂绿的可能性。高管长期协作利于塑造统一的价值取向,促使其更加关注企业的长远发展和社会责任<sup>[6,15]</sup>,从而减少ESG漂绿。在长期共事中建立的信任和默契增强了团队凝聚力与协作效率,有助于对ESG议题进行深入的信息筛选与沟通。此外,人力资本作为企业的核心资源,成员之间知识、技能的相互学习与协同对于提升企业竞争优势具有重要意义。稳定的TMT拥有丰富的行业知识和管理经验<sup>[6]</sup>,能够敏锐地识别ESG机遇,及时规避漂绿风险,进而迅速协调资源来优化企业ESG表现以提升市场地位。由此提出以下假设:

H1:TMT稳定性与企业ESG漂绿负相关。

### 1.2 战略前瞻性的调节效应

战略前瞻性是指高管对与企业未来发展相关信息的认知和解读情况,涵盖了行业发展趋势、竞争对手状况、公司未来经营计划以及潜在机遇与挑战等<sup>[9,10]</sup>。这不仅反映了高管对环境变化的敏锐预见能力,而且彰显了其在解读复杂信息方面的高度洞察力<sup>[16]</sup>。这种深入的认知能力为企业制定长期战略提供了基础,使得TMT能够更好地警觉ESG机会窗口和潜在挑战。因此,在凝聚企业战略力量基础上,TMT战略前瞻性对于增强对潜在威胁的防范以及遏制ESG策略性行为至关重要。

具备战略前瞻性的企业更加重视对环境变化和和风险因素的关注与预测。通过精确识别和评估ESG漂绿风险,战略前瞻性不仅引导TMT更加重视ESG信息披露的透明度和问责制,确保企业ESG表现与宣传一致,而且还推动了企业建立和完善ESG数据的收集、分析和报告机制。此外,战略前瞻性进一步强化了高管长期导向和战略布局能力<sup>[10]</sup>,有助于遏制策略性漂绿行为。具备战略前瞻性的TMT能够更深入地理解ESG实践对企业价值的创造作用,并将其紧密融入企业的核心价值观和长期发展规划中。由此提出以下假设:

H2:战略前瞻性正向调节TMT稳定性与企业ESG漂绿的负相关关系。

### 1.3 战略环境的二次调节效应

#### 1.3.1 地区幸福感的二次调节效应

幸福感是指组织成员对工作环境、内容和关系的满意程度和幸福感,是评价企业可持续发展水平的重要指标,会影响成员工作积极性和创造力<sup>[17]</sup>。上文推断,高稳定性和前瞻性的TMT具备长期战略视野和决策能力,

倾向于可持续发展战略。因此,本文推断,当地区幸福感上升时,具备前瞻性的TMT达成可持续发展战略共识的意愿将增强,抑制了企业ESG漂绿。

地区幸福感可以激发TMT创造力和使命感,加强其对企业未来发展的认知和解读能力。高前瞻性和幸福感的高管对企业未来回报设定的期望更高,更有动力主动了解和学习ESG行业趋势与市场变化。同时,高幸福感的高管倾向于维持企业稳定增长状态<sup>[11]</sup>,厌恶ESG漂绿潜在的风险,这有助于制定出符合道德和法律要求的ESG规划。此外,高幸福感的员工通常伴随着高水平的社会责任感<sup>[18]</sup>,其工作参与度和满意度也将更高。而工作中积极的情感反馈可以促使员工积极参与企业的环保倡议和慈善事业,为社会做出积极贡献<sup>[19]</sup>。当在工作中感到幸福和满意时,员工会更积极参与管理层的ESG实践号召计划,推动ESG理念的执行和落地。由此提出以下假设:

H3:地区幸福感增强了战略前瞻性对TMT稳定性与企业ESG漂绿之间负相关关系的正向调节效应。

### 1.3.2 营商环境不确定性的二次调节效应

营商环境不确定性是指企业在经营中遭遇来自市场、政策、技术等方面的不确定因素的冲击,这加剧了信息不对称程度和资源获取难度,进而影响企业战略选择<sup>[20]</sup>。上文推断,具备高稳定性和前瞻性的TMT对企业潜在风险和可持续发展更为关注。因此,本文推断,当营商环境不确定性上升时,TMT的风险规避意识将发挥主导作用,致使企业更加关注短期业绩上的ESG评级。

营商环境不确定性加剧了企业与外部利益相关者的信息不对称程度,导致高ESG评级在短期内获取外部资源的重要性增加。相比于需要大量长期投入且回报慢的真实ESG实践,虚假披露ESG信息在短期内可以骗取外部利益相关者的信任和支持,获得更多的资源和短期收益,例如绿色信贷和政策补贴<sup>[21]</sup>。此外,高营商环境不确定性将导致市场竞争激烈,而竞争压力可能迫使TMT搜索短期增长点<sup>[22]</sup>。营商环境不确定性加剧了高管对未来预测的困惑和对破产风险的担忧,为了减轻股东和投资者的审查,高管将资源和注意力集中在满足其短期需求和利益上,造成了对长期ESG目标的投入不足。由此提出以下假设:

H4:营商环境不确定性削弱了战略前瞻性对TMT稳定性与企业ESG漂绿之间负相关关系的正向调节效应。

## 2 研究设计

### 2.1 样本与数据

本文采用A股上市公司2010—2023年的数据。样本筛选:(1)排除金融行业;(2)剔除ST、\*ST或PT和资不抵债的企业;(3)考虑到TMT稳定性指标的测算,剔除上市年限小于3的企业;(4)剔除相关数据存在缺失值的企业。此外,为消除极端值的影响,删除TM规模小于5的企业,且对主要连续变量进行1%缩尾处理。ESG漂绿数据来自彭博、华证和Wind数据库,其余数据

来源于CSMAR数据库。最终构造了一个包含1497家企业共计11408个观测值的非平衡面板数据集。

### 2.2 变量设定

#### 2.2.1 被解释变量

企业ESG漂绿(GW)。参考Zhang<sup>[21]</sup>和王嘉鑫等<sup>[1]</sup>的方法,用企业ESG信息披露评级与真实表现之间的差异衡量企业ESG漂绿。计算方法如下:

$$GW_{i,t} = \frac{ESGdis_{i,t} - ESGdis_{i,t}}{\sigma_{dis}} - \frac{ESGact_{i,t} - ESGact_{i,t}}{\sigma_{act}} \quad (1)$$

式(1)中,ESGdis是企业信息披露评级,用彭博ESG得分来衡量,该评分反映了企业向公众披露的ESG数据量;ESGact是企业ESG真实表现,用华证ESG评级得分来衡量,该指标参考主流ESG评价框架,综合考虑了中国资本市场实际情况和上市公司特点。由于两者取值范围和行业差异,因此将ESGdis减去同行业均值后再取标准化差值,最终得到ESG漂绿指标。

#### 2.2.2 解释变量

高管团队稳定性(TSTA)。参考罗进辉等<sup>[15]</sup>的方法,利用式(2)衡量TMT稳定性(独立董事不直接参与经营管理故将其排除在外)。

$$TSTA_{t,t+1} = \frac{M_t - (S_t/S_{t+1})}{M_t} \times \frac{M_{t+1}}{M_t + M_{t+1}} + \frac{M_{t+1} - (S_{t+1}/S_t)}{M_{t+1}} \times \frac{M_{t+1}}{M_t + M_{t+1}} \quad (2)$$

式(2)中, $M_t$ 和 $M_{t+1}$ 分别表示企业第t年和t+1年的高管总人数, $S_t/S_{t+1}$ 和 $S_{t+1}/S_t$ 分别表示第t年在任但在t+1年离任的高管人数以及第t年不在任但在t+1年新增的高管人数。最终求得TMT稳定性指标,取值范围为[0,1],其值越趋于1,表明TMT越趋于稳定。

#### 2.2.3 一次调节变量

战略前瞻性(Fsig)。参考田高良等<sup>[16]</sup>的方法,用公司年报中“管理层讨论与分析(MD&A)”部分中与战略前瞻性相关词汇的频率衡量战略前瞻性。借助Python中文分词模块Jieba将所有MD&A文本分割成单词,并统计与“未来、计划、打算、预期、期待、后续”相关的120个词汇在MD&A中的词频,计算这些词汇词频占总词频(去除停用词)的比例,得到战略前瞻性指标。

#### 2.2.4 二次调节变量

地区幸福感(Happ)。参考Zhu等<sup>[11]</sup>使用公司总部所在城市的幸福水平来衡量地区幸福感。年度幸福指数数据来自新华社《瞭望东方》和中国市长协会中国城市发展报告工作委员会发布的“幸福城市十大排行榜”。在研究样本期间,被提及次数最多的五个城市分别是杭州(13次)、成都(13次)、长沙(13次)、南京(12次)和宁波(10次)。为了保证研究结果的可靠性,本文只对这五个城市的幸福感进行研究,使用经纬度数据计算每个观测样本的注册地与五个城市之间的距离,取与幸福城市之间的5个距离值中最小距离作为地区幸福感负向指标。

营商环境不确定性(Unce)。参考申慧慧<sup>[23]</sup>的方法,采用企业过去 5 年销售收入数据,并估计过去 5 年的非正常销售收入。计算公式如下:

$$Sale_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式(3)中,Sale 是企业的销售收入,Year 是年度变量, $\varepsilon$  是非正常销售收入。将公式(3)回归残差的标准差与企业过去 5 年销售收入均值的比值进行行业调整,最终得到企业营商环境不确定性指标。

## 2.2.5 控制变量

参考 Huang 等<sup>[6]</sup>和 Zhang<sup>[21]</sup>的相关研究,选取两职合一、高管持股、股权集中度、董事会规模、董事会独立性、企业性质、企业规模、企业年龄、资产回报率、财务杠杆、流动性水平、成长能力、行业竞争程度等控制变量(变量定义见表 1)。为了控制不同年份以及行业带来的经济周期与行业环境对回归结果的影响,在模型中加入了行业、地区和年份虚拟变量。

表 1 变量定义

| 变量类型  | 变量名称      | 符号    | 测量方法                          |
|-------|-----------|-------|-------------------------------|
| 被解释变量 | 企业 ESG 漂绿 | GW    | 企业 ESG 信息披露表现与真实表现的差值         |
| 解释变量  | TMT 稳定性   | TSTA  | 企业高管人员和规模变动情况                 |
|       | 战略前瞻性     | Fsig  | “战略前瞻性”词汇总词频占 MD&A 总词频的比例×100 |
| 调节变量  | 地区幸福感     | Happ  | 企业总部与五大幸福城市的最短距离              |
|       | 营商环境不确定性  | Unce  | 经行业调整后的营商环境不确定性               |
|       | 两职合一      | Dual  | 若董事长与总经理兼任取值为 1,否则为 0         |
|       | 高管持股      | Mshr  | 高管持有股数/总股数                    |
|       | 股权集中度     | Top1  | 第一大股东持有股数与总股数的比值              |
|       | 董事会规模     | Bsize | 董事会中董事人数                      |
|       | 董事会独立性    | Inde  | 董事会中独立董事占比                    |
|       | 企业性质      | Soe   | 若是国有企业取值为 1,否则为 0             |
| 控制变量  | 企业规模      | Size  | 资产总额的自然对数                     |
|       | 企业年龄      | Age   | 企业成立时间至当年的年限加 1 取自然对数         |
|       | 资产回报率     | Roa   | 净利润/总资产                       |
|       | 财务杠杆      | Lev   | 总负债/总资产                       |
|       | 流动性水平     | Liq   | 流动资产/总资产                      |
|       | 成长能力      | Grow  | 本年营业收入与上一年营业收入的比值减 1          |
|       | 行业竞争程度    | HHI   | 公司所属行业所有公司营业收入的赫芬德尔指数         |

## 3 实证分析

### 3.1 描述性统计和相关性分析

表 2 展示了主要变量的描述性统计和相关性分析。ESG 漂绿的均值为 -0.322,标准差为 1.142,表明不同企业之间的 ESG 漂绿存在较大差距;TMT 稳定性的均值为 0.857,标准差为 0.166,表明企业的 TMT 稳定性程度相对较高,但部分企业高管变更频繁。TMT 稳定性与 ESG 漂绿显著负相关,初步验证了 H1。此外,各变量之间的相关性系数均小于阈值 0.5,最大为 0.407,且方差膨胀因子(VIF)均值小于 2,远低于 10。这表明变量设定合理,不存在严重的多重共线性问题。

### 3.2 回归分析

表 3 展示了回归结果,列(1)显示 TMT 稳定性的系数显著为负( $\beta = -0.259, p < 0.01$ )。这表明 TMT 稳定性的企业更有动机凝聚战略力量,倾向于从可持续发展理念出发制定战略,进而缓解 ESG 披露表现与真实表现的认知冲突,遏制企业 ESG 漂绿,验证了 H1。列(2)显示,TMT 稳定性与战略前瞻性交互项的系数显著为负( $\beta = -9.578, p < 0.05$ )。这表明战略前瞻性提高了企业对环境变化的关注和长期战略的布局,增强了 TMT 稳定性对企业 ESG 漂绿的负向影响,验证了 H2。列(3)显示,TMT 稳定性、战略前瞻性与地区幸福感交互项的系数

表 2 描述性统计和相关性分析

| 变量      | Mean   | SD    | Min    | Max    | 1          | 2          | 3         | 4      | 5 |
|---------|--------|-------|--------|--------|------------|------------|-----------|--------|---|
| 1. GW   | -0.322 | 1.142 | -3.001 | 3.545  | 1          |            |           |        |   |
| 2. TSTA | 0.857  | 0.166 | 0      | 1      | -0.063 *** | 1          |           |        |   |
| 3. Fsig | 0.052  | 0.021 | 0.007  | 0.106  | -0.014     | 0.006      | 1         |        |   |
| 4. Happ | 0.506  | 0.406 | 0.005  | 2.116  | -0.020 **  | -0.012     | -0.003    | 1      |   |
| 5. Unce | 1.268  | 1.358 | 0      | 14.241 | 0.054 ***  | -0.065 *** | 0.041 *** | -0.011 | 1 |

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。下表同

表 3 TMT 稳定性与 ESG 漂绿的回归结果

| 变量                 | (1)                  | (2)                 | (3)                  | (4)                  |
|--------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| TSTA               | -0.259 ***<br>(0.08) | -0.252 **<br>(0.09) | -0.251 **<br>(0.09)  | -0.247 ***<br>(0.08) |
| Fsig               |                      | -0.068<br>(0.84)    | -0.053<br>(0.86)     | -0.034<br>(0.81)     |
| TSTA × Fsig        |                      | -9.578 **<br>(4.01) | -9.513 **<br>(4.06)  | -9.630 **<br>(4.09)  |
| Happ               |                      |                     | -0.146 **<br>(0.06)  |                      |
| TSTA × Happ        |                      |                     | -0.091<br>(0.13)     |                      |
| Fsig × Happ        |                      |                     | 1.171<br>(1.76)      |                      |
| TSTA × Fsig × Happ |                      |                     | -5.632 ***<br>(3.60) |                      |
| Unce               |                      |                     |                      | 0.040 **<br>(0.01)   |
| TSTA × Unce        |                      |                     |                      | 0.004<br>(0.03)      |
| Fsig × Unce        |                      |                     |                      | 0.648 **<br>(0.25)   |
| TSTA × Fsig × Unce |                      |                     |                      | 3.422 **<br>(1.27)   |
| Constant           | 0.094 **<br>(0.03)   | 0.093 **<br>(0.03)  | 0.095 **<br>(0.03)   | 0.091 **<br>(0.03)   |
| Controls           | YES                  | YES                 | YES                  | YES                  |
| Indu/Prov/Year     | YES                  | YES                 | YES                  | YES                  |
| N                  | 11408                | 11408               | 11408                | 11408                |
| R <sup>2</sup>     | 0.127                | 0.128               | 0.128                | 0.131                |

注:回归结果经 Driscoll - Kraay 标准误调整;括号内为标准误。  
下表同

显著为负( $\beta = -5.632, p < 0.01$ )。这表明地区幸福感越高,战略前瞻性对 TMT 稳定性与企业 ESG 漂绿之间负相关关系的正向调节作用越强,验证了 H3。列(4)显示,TMT 稳定性、战略前瞻性与营商环境不确定性交互项的系数显著为负( $\beta = 3.422, p < 0.05$ )。这表明营商环境不确定性越高,战略前瞻性对 TMT 稳定性与 ESG 漂绿之间负相关关系的正向调节作用越弱,验证了 H4。

### 3.3 稳健性检验

#### 3.3.1 工具变量法

即使控制了行业、地区和年份固定效应,但并不能完全排除企业内外部其他因素引致的双向因果与遗漏变量等内生性问题。例如 ESG 漂绿较少的企业更关注长期战略愿景的构建,因而更倾向于通过维持 TMT 稳定性来贯彻战略。以 TMT 稳定性的行业年度中位数(TSTA\_IM)和企业所在省份失业率(TSTA\_UR)作为工具变量进行 2SLS 回归<sup>[15]</sup>。企业所嵌入特定行业面临的竞争强度、盈利前景以及行业事件冲击会影响高管变更,而同行业高管变更很难直接影响企业 ESG 漂绿。同

时,企业所在省份失业率会影响高管情绪与职业规划,增加离职概率,而地区层面失业率不会直接影响企业 ESG 漂绿,满足工具变量选取相关性、外生性要求。表 4 展示了工具变量回归结果,列(1)为第一阶段回归结果,两个工具变量均与 TSTA 显著相关;列(2)至列(5)为第二阶段的回归结果。与表 3 相比,工具变量检验结果没有发生实质性变化,且通过了可识别性、弱工具变量与外生性检验。

#### 3.3.2 倾向得分匹配法

为缓解样本选择性偏差,采用倾向得分匹配法进行稳健性检验。以 TMT 稳定性的均值为界构建哑变量<sup>[15]</sup>,若 TMT 稳定性高于均值,则取值为 1,否则为 0,区分为实验组和对照组。然后以其他全部控制变量为标准,利用 Logit 模型计算倾向得分,并根据 1:1 近邻匹配原则进行检验。表 4 列(6)至列(9)展示了匹配后样本的回归结果,均通过了平衡性检验。

#### 3.3.3 其他稳健性检验

本文还进行了以下稳健性检验(限于篇幅,检索备存):①替换 ESG 漂绿的测量。使用 Wind 数据库提供的 ESG 评级指数衡量 ESG 真实表现,商道融绿的 ESG 评级指数衡量 ESG 信息披露表现,数据跨度时间为 2018—2023 年。②控制时间 - 行业交互固定效应。不同行业的产业政策和周期性变化引起的估计残差可能对估计模型造成偏误,本文引入时间和行业的交互固定效应以控制行业层面逐年变化的不可观测因素的影响。③剔除重大外部事件的影响。样本考察时间序列中包含 2019 年疫情,采用 2010—2019 年的企业样本进行重新回归。

## 4 结论与启示

以 2010—2023 年 A 股上市公司为研究样本,深入剖析 TMT 稳定性与企业 ESG 漂绿之间的逻辑关系,并进一步探讨战略前瞻性的调节作用,以及战略环境的二次调节作用。研究结果表明:①TMT 稳定性能够凝聚团队战略力量,有效遏制企业策略性 ESG 漂绿。②随着战略前瞻性的提高,TMT 战略视野和布局能力增强,推动 TMT 瞄准可持续发展的战略方向,进而削弱高管的漂绿动机。③高地区幸福感和低营商环境不确定性的战略环境增强了前瞻性高管长期导向的意愿程度,最终提高了战略前瞻性对 TMT 稳定性与 ESG 漂绿之间负相关关系的增强效应。

### 4.1 理论贡献

本文的边际贡献:①拓展了企业 ESG 漂绿的前因研究,并验证了 TMT 稳定性对这一策略性行为的抑制作用。区别于从财政补贴<sup>[21]</sup>、贷前银企 ESG 一致性<sup>[1]</sup>、制度合法性<sup>[24]</sup>等制度层面谈论如何抑制 ESG 漂绿,本文基于管理者视角,尤其是从 TMT 成员规模和结构视角,为更深入探索 ESG 漂绿的影响因素提供了新的研究思路,同时验证了 Huang 等<sup>[6]</sup>关于 TMT 稳定性在凝聚战略力量和增强团队信任方面的作用。②丰富了 TMT 稳定性作用于 ESG 漂绿的边界情境,并论证了战略前瞻性

对管理认知的塑造作用和对战略选择的重要影响。现有研究更多地将 TMT 稳定性视为凝聚高管价值取向和资本的代表,主要探析管理层长期目标认知对企业战略行为与绩效的作用<sup>[6]</sup>,隐含地假定 TMT 稳定性意味着团队的战略视野是前瞻性的。然而,长期职位稳定的高管可能过于依赖现有的知识和经验,致使思想固化和创新能力下降<sup>[7]</sup>,从而忽略 ESG 潜在机遇和风险。考虑战略前瞻性的调节作用,本文不仅弥补了前期文献的不足,也更加明晰了 TMT 稳定性作用于 ESG 漂绿的边界

条件。③突显了战略环境对高管战略认知抑制 ESG 漂绿的重要作用,并印证了关于战略环境对企业战略行为影响的研究论点。现有文献已经关注到高管战略视野在 ESG 表现上的促进作用(例如 CEO 职业关注<sup>[25]</sup>),但未深入剖析战略视野的异质性问题。在简单调节效应的基础上,本文进一步考察战略环境对战略前瞻性的调节效应产生的深层次影响,拓展了研究的层次和深度,响应了外部环境对管理者认知和行为影响的观点<sup>[10,11]</sup>,同时明确了战略前瞻性调节作用发挥的边界条件。

表 4 工具变量和 PSM 的回归结果

| 变量                 | 工具变量                 |                      |                      |                      | PSM                  |                      |                      |                      |                       |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                    | (1)                  | (2)                  | (3)                  | (4)                  | (5)                  | (6)                  | (7)                  | (8)                  | (9)                   |
| TSTA_IV            | 0.980 ***<br>(0.00)  |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                       |
| TSTA_UR            | -0.021 ***<br>(0.04) |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                       |
| TSTA               |                      | -0.279 ***<br>(0.07) | -0.272 ***<br>(0.07) | -0.272 ***<br>(0.07) | -0.265 ***<br>(0.07) | -0.283 ***<br>(0.09) | -0.268 **<br>(0.10)  | -0.270 **<br>(0.10)  | -0.265 **<br>(0.10)   |
| Fsig               |                      |                      | -0.068<br>(0.58)     | -0.053<br>(0.58)     | -0.034<br>(0.58)     |                      | -0.681<br>(0.80)     | -0.662<br>(0.83)     | -0.743<br>(0.80)      |
| TSTA × Fsig        |                      |                      | -9.544 ***<br>(3.22) | -9.477 ***<br>(3.22) | -9.605 ***<br>(3.23) |                      | -13.913 **<br>(4.79) | -13.746 **<br>(4.60) | -14.123 ***<br>(4.57) |
| Happ               |                      |                      |                      | -0.146<br>(0.09)     |                      |                      |                      | 0.043<br>(0.13)      |                       |
| TSTA × Happ        |                      |                      |                      | -0.092<br>(0.16)     |                      |                      |                      | -0.315 **<br>(0.14)  |                       |
| Fsig × Happ        |                      |                      |                      | 1.172<br>(1.26)      |                      |                      |                      | 2.293<br>(1.76)      |                       |
| TSTA × Fsig × Happ |                      |                      |                      | -5.591 **<br>(7.74)  |                      |                      |                      | -8.217 **<br>(3.42)  |                       |
| Unce               |                      |                      |                      |                      | 0.040 ***<br>(0.01)  |                      |                      |                      | 0.042 **<br>(0.01)    |
| TSTA × Unce        |                      |                      |                      |                      | 0.006<br>(0.04)      |                      |                      |                      | 0.037<br>(0.03)       |
| Fsig × Unce        |                      |                      |                      |                      | 0.648 *<br>(0.38)    |                      |                      |                      | 0.523<br>(0.36)       |
| TSTA × Fsig × Unce |                      |                      |                      |                      | 3.450 **<br>(2.46)   |                      |                      |                      | 2.321 **<br>(1.92)    |
| Constant           | 0.826 ***<br>(0.01)  | -2.677 ***<br>(0.36) | -2.651 ***<br>(0.36) | -2.639 ***<br>(0.36) | -2.838 ***<br>(0.37) | -3.203 ***<br>(0.61) | -3.126 ***<br>(0.63) | -3.151 ***<br>(0.62) | -3.290 ***<br>(0.67)  |
| Controls           | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                   |
| Indu/Prov/Year     | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  | YES                   |
| N                  | 11408                | 11408                | 11408                | 11408                | 11408                | 7870                 | 7870                 | 7870                 | 7870                  |
| R <sup>2</sup>     | 0.904                | 0.127                | 0.128                | 0.128                | 0.131                | 0.137                | 0.137                | 0.138                | 0.140                 |

#### 4.2 实践启示

本文为多方参与者提供了实用见解:①对于高管而言,至关重要的是提升个人及团队的战略前瞻性,不仅能够敏锐捕捉并精准预判市场动态,还需将 ESG 活动纳入战略布局之中,从根本上避免 ESG 实践流于表面。高

管应坚持长期主义,密切关注宏观经济走向、行业变革和社会责任要求,积极发现并把握 ESG 机遇,同时审慎评估潜在风险,确保企业 ESG 实践能够灵活适应内外环境的持续变化。②对于追求长期可持续发展的企业而言,应认识到 TMT 稳定性在构建共同 ESG 愿景中的重

要作用。企业可以通过精心设计的高管选任、留任及接班人规划机制以维持 TMT 稳定性,促进 ESG 理念自上而下渗透,确保 ESG 战略的有效实施与长期坚守。同时,营造积极向上的企业文化,关注并提升高管及员工的幸福感与工作满意度,是激发创新活力、增强 ESG 行动力的不可或缺因素。③对政府而言,利用正式和非正式制度创造一个有利于企业 ESG 实践蓬勃发展的外部环境是其重要职责。政府要不断完善法律法规,减少市场运行中的不必要障碍与不确定性,优化营商环境,为企业 ESG 活动提供稳定的政策预期和有力的制度支持。同时,政府应重视非正式机构作为补充正式机构的重要性,加强对非正式机构的指导,提高地区幸福感,从而抑制企业 ESG 漂绿。

#### 4.3 研究局限与展望

本文尚存在以下研究不足:①本文未细化到 ESG 细分维度的效应差异,未来可尝试区分 TMT 稳定性在抑制环境绩效夸大、社会责任表面化及公司治理虚假展示中的不同作用机制,为精准施策提供更为细致的理论依据。②不同评级机构提供的评级信息存在分歧,现有研究面临 ESG 漂绿难以精确度量的挑战,未来可探索更科学和合理的测量方法。③非上市企业可能受到的资本市场外部环境压力小,表现出不同的长期主义倾向和市场响应,未来可进一步考察非上市公司以得到更加有价值的结论。

#### 参考文献:

- [1] 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,2024,50(4):109-123.
- [2] Li M, Chen Q. Executive Pay Gap and Corporate ESG Greenwashing: Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis, 2024, 95: 103375.
- [3] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. The Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193.
- [4] Simsek Z, Veiga J F, Lubatkin M H, et al. Modeling the Multilevel Determinants of Top Management Team Behavioral Integration[J]. Academy of Management Journal, 2005, 48(1): 69-84.
- [5] Aguilera R V, Rupp D E, Williams C A, et al. Putting the S back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations[J]. Academy of Management Review, 2007, 32(3): 836-863.
- [6] Huang J, Duan Z, Hu M, et al. More Stable, More Sustainable: Does TMT Stability Affect Sustainable Corporate Social Responsibility? [J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2022, 58(4): 921-938.
- [7] Cao D, Yu Y. Top Management Team Stability and Enterprise Innovation: A Chairman's Implicit Human Capital Perspective[J]. Managerial and Decision Economics, 2023, 44(4): 2346-2365.
- [8] Zahid R M A, Maqsood U S, Irshad S, et al. The Role of Women on Board in Combatting Greenwashing: A New Perspective on Environmental Performance[J]. Business Ethics, the Environment & Responsibility, 2023: beer. 12607.
- [9] 张青, 吴玉翔. 战略前瞻性、能力形成与企业转型成长——基于杉杉股份的纵向案例研究[J]. 经济管理, 2023, 45(1): 105-124.
- [10] Marinkovic M, Al-Tabbaa O, Khan Z, et al. Corporate Foresight: a Systematic Literature Review and Future Research Trajectories[J]. Journal of Business Research, 2022, 144: 289-311.
- [11] Zhu H, Zhang Y, Bai R, et al. Happiness and Executive Team Stability[J]. Finance Research Letters, 2023, 57: 104286.
- [12] Demers E, Hendrikse J, Joos P, et al. ESG did not Immunize Stocks During the COVID - 19 Crisis, but Investments in Intangible Assets did[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2021, 48(3-4): 433-462.
- [13] Agarwal R, Braguinsky S, Ohyama A. Centers of Gravity: The Effect of Stable Shared Leadership in Top Management Teams on Firm Growth and Industry Evolution[J]. Strategic Management Journal, 2020, 41(3): 467-498.
- [14] 方先明, 胡丁. 企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023, 58(2): 91-106.
- [15] 罗进辉, 刘玥, 杨帆. 高管团队稳定性与公司债务融资成本[J]. 南开管理评论, 2023, 26(5): 95-106.
- [16] 田高良, 薛宇婷, 李星, 等. 投资者重视管理者的前瞻性吗? ——基于年报文本分析的经验证据[J]. 管理工程学报, 2023, 37(1): 225-236.
- [17] Cheng F, Liao J, Liu X, et al. Local Happiness and Corporate Financial Misconduct: Does Happiness Reduce Organizational Opportunistic Behavior? [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2023, 42(6): 107157.
- [18] Espasandín - Bustelo F, Ganaza - Vargas J, Díaz - Carrion R. Employee Happiness and Corporate Social Responsibility: The Role of Organizational Culture[J]. Employee Relations: The International Journal, 2021, 43(3): 609-629.
- [19] Emmons R A, McCullough M E. Counting Blessings Versus Burdens: An Experimental Investigation of Gratitude and Subjective Well - Being in Daily Life. [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 2003, 84(2): 377-389.
- [20] 徐炜锋, 阮青松. 外部环境不确定性、企业社会资本与企业并购决策——基于资源获取视角[J]. 管理评论, 2023, 35(5): 214-227.
- [21] Zhang D. Subsidy Expiration and Greenwashing Decision: Is There a Role of Bankruptcy Risk? [J]. Energy Economics, 2023, 118: 106530.
- [22] Yu Z, Xiao Y, Li J. Firm - level Perception of Uncertainty and Innovation Activity: Textual Evidence from China's A - share Market [J]. Pacific - Basin Finance Journal, 2021, 68: 101555.
- [23] 申慧慧, 吴联生. 股权性质、环境不确定性与会计信息的治理效应[J]. 会计研究, 2012(8): 8-16.
- [24] 白景坤, 罗晨婧, 顾飞. 制度合法性压力与企业 ESG“漂绿”[J]. 系统工程理论与实践, 2024, 1-36.
- [25] Kim K, Kim T - N. CEO Career Concerns and ESG Investments [J]. Finance Research Letters, 2023, 55: 103819.

(责任编辑:何 敏)