

环境信息披露、机构投资者对融资约束影响的研究

童许微*, 吴君民#

江苏科技大学经济管理学院, 江苏 镇江

收稿日期: 2024年11月8日; 录用日期: 2024年11月28日; 发布日期: 2025年1月16日

摘要

使用2012~2021年沪深两市A股上市公司数据, 检验了公司环境信息披露与融资约束之间的关系。结果表明: 环境信息披露与融资约束呈显著负相关, 企业高质量地披露环保信息能够有效降低融资约束程度。进一步分析发现: 机构投资者作为调节变量, 通过发挥信息治理与监督治理的职能, 加强了环境信息披露与融资约束的负向关系。

关键词

上市公司, 环境信息披露, 机构投资者

Research on the Impact of Environmental Information Disclosure and Institutional Investors on Financing Constraints

Xuwei Tong*, Junmin Wu#

School of Economics and Management, Jiangsu University of Science & Technology, Zhenjiang Jiangsu

Received: Nov. 8th, 2024; accepted: Nov. 28th, 2024; published: Jan. 16th, 2025

Abstract

Taking advantage of data from A-share public enterprises in stock markets of Shanghai and Shenzhen from 2012 to 2021, this research inquiries into how environmental information disclosure

*第一作者。

#通讯作者。

文章引用: 童许微, 吴君民. 环境信息披露、机构投资者对融资约束影响的研究[J]. 电子商务评论, 2025, 14(1): 1814-1819. DOI: 10.12677/ecl.2025.141224

affects financing constraints of public firms. The results indicate that high quality disclosure of environmental information can availablely mitigate financing constraints by enterprises. Further analysis reveals that institutional investors, as moderating variables, strengthen the relationship which is adverse and fierce mentioned above by leveraging the dual effects of information governance and supervisory governance.

Keywords

Listed Company, Environmental Information Disclosure, Institutional Investors

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

近年来,随着双碳目标纳入经济社会发展全局,环境信息披露活动成为企业经营与社会责任的重要方面。上市公司高质量地披露环境信息,可以为市场投资者进行理性决策、控制投资风险提供信息指导,有利于改善资本市场融资效率,加快经济高质量发展。目前,我国上市公司普遍处于环境信息自愿披露阶段,有必要展开对其进一步的规范与约束,提高环境信息披露的意愿和质量。

国内外在环境信息披露、融资约束、机构投资者领域的研究大致聚焦于以下几点:1) 企业披露高质量的环境信息对其融资约束现状能起到较好的减轻作用[1]。2) 机构投资者作为资本市场的特殊股东,对资本市场发展的影响,目前尚未达成一致结论。一方面,机构投资者发挥着“市场稳定器”的作用,有助于企业治理[2]。另一方面,机构投资者扮演了“崩盘加速器”的角色,不仅不利于市场稳定,反而阻碍了信息披露,使得整个信息环境更为恶劣[3]。因此,机构投资者对于企业所面临的融资约束究竟是推动还是阻碍,这一疑问还未得到令人信服的答案,机构投资者的研究价值有待更深入地挖掘。本文引入机构投资者持股比例这一调节变量,实证分析环境信息披露和融资约束的调节效应,以期改善上市公司环境信息披露的质量和水平,减少融资成本、纾解融资困难,从而促进我国资本市场健康可持续性发展。

2. 理论框架与研究假说

2.1. 环境信息披露与融资约束

通过梳理国内外有关理论成果发现,学者们普遍认同环境信息披露能够缓解融资约束。信息不对称理论认为,逆向选择、道德风险都会让外部投资者成为信息不对称的“受害者”,信息不对称程度的减轻可以降低投资者的投资风险和要求回报率,从而减少交易成本与融资成本,提升企业的融资能力;合法性理论认为,披露环境信息是增强企业合法性地位的有效途径,基于与政府、银行、债权人建立的良好关系,从而获得利于进一步发展的关键性资源,投资者也更愿意向具备合法性的企业提供融资[4];根据信号传递理论,企业及时传递环境责任的相关信息,满足外界信息需求的同时,也彰显了自身对环保事业的关注以及社会责任的积极履行,有助于形成正面环保形象 and 良好声誉,进一步增强消费者和政府对企业的信任,进而获取充裕的外部资金。因此,假设如下:

H1: 环境信息披露对融资约束具有负向影响。

2.2. 环境信息披露、机构投资者与融资约束

首先,信息不对称理论与信号传递理论认为,机构投资者在专业能力、信息搜集、社交网络等优势

的增益下, 具有深度挖掘企业内部私有化信息的能力, 进而机构投资者将这些关键环境信息传递给资本市场, 有助于调整信息不对称局面, 个人投资者的投资风险得到分散, 从而间接降低了企业的融资成本。其次, 从股东积极主义理论和委托代理理论得到, 机构投资者有充分的能力与动力参与企业治理进程, 发挥协同监督作用, 改善环境信息质量并提高环境绩效, 遏制企业融资约束困境[5]。一方面, 在人力、资源、信息这三大方面都尤为突出的机构投资者, 可以分担更多的监督固定成本, 形成监督规模效应; 另一方面, 机构投资者具备外部代理人与内部股东的双重身份, 有强烈的动机对管理层的机会主义倾向加以控制, 通过积极行使监督治理职能, 提升企业披露环境信息的意愿与质量。因此, 本文提出如下假设:

H2: 机构投资者对企业环境信息披露与融资约束发挥正向调节作用。

3. 研究设计

3.1. 数据采集与样本选取

本文对数据进行一定筛选后, 剔除了以下样本数据: 1) ST、*ST、PT 类企业; 2) 变量数据缺失的企业; 3) 财务状况异常的企业。经过数据清洗整理共得到 9482 个“公司-年度”有效样本, 并通过缩尾处理。此外, 环境信息披露、融资约束以及机构投资者的相关数据, 均通过国泰安(CSMAR)数据库获得, 其中部分环境信息披露数据来自国家和地方环保局官方网站。利用 Stata17.0 软件进行数据统计与实证分析。

3.2. 变量定义

1) 被解释变量

被解释变量为融资约束 FC。目前国内外对融资约束指标的衡量方法尚不统一, 主要可以分为单变量指标与多变量指标。其中, 常见的单变量指标有销售增长率、财务杠杆、股利支付率、现金流敏感模型系数等。这种单一性衡量模型的最大缺陷在于计算结果片面性较大, 准确度相对于多变量指标也小得多[6]; 而通用的多变量指标则囊括了 KZ 指数、SA 指数、WW 指数等。KZ 指数在度量融资约束时产生了与现实情况相悖的情形, 比如融资约束指数最大的企业在债券信用等级和投资率等方面反而是最高的[7]; 基于我国国情, WW 指数主要适用于西方国家的资本市场, 与我国资本市场发展形势出入较大[8]。由于 SA 指数仅含有随时间变化不大的企业规模与企业年龄, 并且具有强外生性, 能够在一定程度上规避主观性选择与内生性问题, 因此本文结合叶翠红(2021) [9]对融资约束指标的研究, 将 SA 指数作为融资约束的衡量指数并进行正向化处理, 用符号 FC 表示, 设定 $FC = -|SA|$, 当 FC 数值越大, 则表明企业受到的融资约束程度就越高。其中, SA 指数计算公式为:

$$SA = (-0.737 \times Size) + (0.043 \times Size^2) - (0.040 \times Age)$$

2) 解释变量

解释变量为环境信息披露(EDI)。依据环保部门发布的《中国上市公司环境责任信息披露评价报告》, 本文参考李建军(2022) [10]学者构建的环境信息披露质量评价指标, 从环境管理披露、环境监管披露、环境认证披露、环境负债披露、环境治理披露、环境信息披露载体 6 个维度的 30 项指标, 对上市公司的环境信息披露加以测量, 最优得分为 42 分。具体方法如下: 首先, 采用 CSMAR 数据库中的内容性评价对企业的环境信息披露水平按照披露细则进行打分, 然后在标准化的基础上得到 EDI 指数, 即某上市公司环境信息披露质量 = 某上市公司实际得分 ÷ 最优得分。计算公式如下所示:

$$EDI = \sum_{i=1}^{30} EDI_i \div 42$$

3) 调节变量

调节变量为机构投资者持股比例(INST)。通过计算机构投资者持股总数和在公司股本总数中的占比得到。本文所研究的我国机构投资者队伍包括银行、券商、保险公司、信托公司、证券投资基金、QFII 等法人机构。

4) 控制变量

本文设置了企业基本面控制变量, 选择指标有企业规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、总资产收益率(ROA)、托宾 Q 值(TOBIQ)、账面市值比(BM)、股权集中度(FIRST)、独立董事占比(INDEP)、是否两职合一(DUAL), 并加入行业、年度虚拟变量。各变量定义如表 1 所示。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业融资约束	FC	企业 SA 指数的绝对值
解释变量	环境信息披露	EDI	根据相关指标进行项目评分
调节变量	机构投资者持股比例	INST	机构投资者持股比例之和
	公司规模	SIZE	期末资产总额自然对数
控制变量	资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
	总资产净利润率	ROA	净利润/资产总额
	两职合一	DUAL	虚拟变量, 董事长兼任总经理的职位则取值为 1, 否则为 0
	股权集中度	FIRST	第一大股东持股比例
	独立董事比例	INDEP	独立董事人数/董事会总人数
	账面市值比	BM	股权账面价值/市场价值
	企业成长性	TOBIQ	企业市值/资产总额
	年度	Year	虚拟变量, 上市公司处于某一年度时则取值为 1, 否则为 0
行业	Industry	虚拟变量, 上市公司处于某一行业时则取值为 1, 否则为 0	

3.3. 模型设计

为了研究上市公司环境信息披露与融资约束之间的线性关系, 初步建立多元回归模型:

$$FC = \beta_0 + \beta_1 EDI_{i,j} + \beta_2 SIZE_{i,j} + \beta_3 LEV_{i,j} + \beta_4 ROA_{i,j} + \beta_5 DUAL_{i,j} + \beta_6 FIRST_{i,j} + \beta_7 INDEP_{i,j} + \beta_8 BM_{i,j} + \beta_9 TOBIQ_{i,j} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,j} \quad (1)$$

为了进一步探讨机构投资者的调节效应, 进一步构建模型:

$$FC = \beta_0 + \beta_1 EDI_{i,j} + \beta_2 INST_{i,j} + \beta_3 EDI_{i,j} * INST_{i,j} + \beta_4 SIZE_{i,j} + \beta_5 LEV_{i,j} + \beta_6 ROA_{i,j} + \beta_7 DUAL_{i,j} + \beta_8 FIRST_{i,j} + \beta_9 INDEP_{i,j} + \beta_{10} BM_{i,j} + \beta_{11} TOBIQ_{i,j} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,j} \quad (2)$$

4. 实证结果

4.1. 描述性统计

上市公司融资约束程度 FC 均值为 3.859, 标准差为 0.256, 表明绝大部分样本企业的融资成本普遍偏高。环境信息披露质量 EDI 均值为 0.219, 最小值为 0.024, 最大值为 0.738, 说明环境信息披露质量参

差不齐, 我国企业大多处于低水平环境信息披露的背景之中。机构投资者 INST 在样本企业中持股平均数为 52.44%, 个别公司的机构投资者持股比例高达 92.774%, 一定程度上表现了机构投资者随着自身发展规模的壮大, 在被投资企业中的地位与影响都有了显著提高, 于 A 股市场也发挥着越来越重要的作用(限于篇幅, 描述性统计表省略)。

4.2. 相关性分析

环境信息披露 EDI 的回归系数值是-0.109, 通过了 1%置信水平检验, 与融资约束 FC 显著负相关, 说明上市公司环境信息披露质量与其融资约束状况呈反比关系, 披露质量越高, 融资压力越小, 对融资约束的缓释效果越明显。此外, 机构投资者持股比例 INST 这一调节变量与自变量环境信息披露正相关, 而与因变量融资约束负相关, 回归结果均显著, 说明机构投资者的参与能够促进上市公司更多地披露高质量的环境报告, 进一步降低融资约束(限于篇幅, 相关性分析表省略)。

4.3. 多元回归分析

Table 2. Empirical verification of environmental information disclosure and financing constraints

表 2. 对环境信息披露与融资约束的实证检验

变量	(1) FC	(2) FC
EDI	-0.0946*** (-6.8702)	0.2312*** (6.0131)
INST		0.0028*** (13.6683)
EDI*INST		-0.0059*** (-8.7415)
SIZE	-0.0931*** (-29.6619)	-0.0993*** (-30.9051)
LEV	0.1705*** (11.0992)	0.1583*** (10.6220)
ROA	0.6336*** (12.6639)	0.5354*** (10.7295)
INDEP	-0.0033*** (-7.3725)	-0.0029*** (-6.5731)
DUAL	-0.0353*** (-6.1567)	-0.0240*** (-4.1861)
FIRST	-0.0021*** (-13.5884)	-0.0032*** (-17.2788)
BM	0.0876*** (5.4632)	0.0963*** (5.9734)
TOBINQ	-0.0243*** (-7.6296)	-0.0254*** (-7.7443)
Year	yes	yes
Industry	yes	yes
N	9482	9482
adj. R^2	0.345	0.361

t statistics in parentheses. *p < 0.1, **p < 0.05, ***p < 0.01.

表 2 的第(1)列对应了整体环境信息披露情况的检验结果。环境信息披露 EDI 和融资约束 FC 在 1% 置信水平上呈显著负向关系, 其中, 回归系数为-0.0946, 表明上市公司环境信息披露水平越高, 融资约束程度越小。假设 H1 得到验证。第(2)列则检验了机构投资者的调节效应。具体来看, 环境信息披露与机构投资者的交互项 EDI*INST 回归系数为-0.0059, 在 1% 的置信区间上显著负相关, 初步符合假设 H2 的预测, 即在机构投资者增加持股比例的情况下, 企业提高环境信息披露水平, 越有利于获得外部融资。

5. 稳健性检验

为保障研究结果更为可靠, 对被解释变量 EDI 做滞后一期的检验, 环境信息披露回归系数为-0.0967, 与调节变量的交互系数为-0.0059, 显著性水平都达到 1%, 证明本文的假设在克服内生性问题后的结论是稳健的(限于篇幅, 滞后一期回归结果省略)。

6. 研究结论

本文以 2012~2021 年沪、深 A 股上市公司为研究样本, 从企业公布的 ESG 报告、社会责任报告等文件中提取相关环境信息, 通过内容评价法计算出具体环境信息披露综合指数, 构建实证模型系统分析了上市公司环境信息披露对融资约束产生何种影响。并且, 进一步引入机构投资者调节变量, 试图探讨机构投资者在两者关系中所发挥的效用, 根据实证结果得出以下结论:

1) 上市公司披露环境信息可以缓解融资约束, 且披露信息的质量越高, 越有利于减轻所面对的融资约束程度。企业充分有效地披露高质透明的环境信息, 能够彰显自身积极履行社会责任, 树立绿色环保形象, 提高市场声誉, 减少利益相关者的投资风险, 一定程度上有利于遏制融资约束。

2) 机构投资者对环境信息披露与融资约束具有促进作用, 即机构投资者持股比例的增加, 可以强化环境信息披露对融资约束的负向关系。一方面, 机构投资者能够发挥其信息治理的职能, 减少信息获取及解读成本, 提高信息传导效率, 使得市场信息失衡状况得到有效控制, 从而缓解信息不对称程度; 另一方面, 机构投资者也可以利用监督治理的职能, 对企业内部大股东与管理层的自利行为加以约束, 督促企业披露高水平、实质性的环境信息, 进而有利于外部融资。

基金项目

本文受江苏省社科基金项目(21GLB008)、国家社科基金项目(23BGL003)资助。

参考文献

- [1] 官小燕, 刘志彬. 环境信息披露与企业“脱虚向实”——来自制造业重污染上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2023, 37(10): 107-114.
- [2] 秦冬梅. 机构投资者持股缓解企业融资约束的路径探究[J]. 中小企业管理与科技, 2023(14): 44-47.
- [3] Cheng, X., Wang, H. and Wang, X. (2022) Common Institutional Ownership and Corporate Social Responsibility. *Journal of Banking and Finance*, **136**, Article ID: 106218. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106218>
- [4] 宁宇新, 褚婷婷. 基于企业生命周期的环境信息披露与融资约束研究[J]. 西安石油大学学报(社会科学版), 2022, 31(1): 34-41.
- [5] 杨庆, 李亚茹, 童雯雯. 机构投资者持股能否促进危机企业反转[J]. 财会月刊, 2023, 44(17): 29-36.
- [6] 况学文, 施臻懿, 何恩良. 中国上市公司融资约束指数设计与评价[J]. 山西财经大学学报, 2010, 32(5): 110-117.
- [7] Fourati, H. and Affes, H. (2011) Financial Constraints, Human and Social Capital, and Risk-Taking Attitude in the Foundation of New Firms. *Strategic Change*, **20**, 219-232. <https://doi.org/10.1002/jsc.897>
- [8] 邓可斌, 曾海舰. 中国企业的融资约束: 特征现象与成因检验[J]. 经济研究, 2014, 49(2): 47-60, 140.
- [9] 叶翠红. 融资约束、政府补贴与企业绿色创新[J]. 统计与决策, 2021, 37(21): 184-188.
- [10] 李建军. 企业绿色创新、环境信息披露与银行信贷融资[J]. 武汉金融, 2022(1): 58-64.