

财贸研究 2011.5

# 绿色金融政策、公司治理与企业环境信息披露

——以 502 家重污染行业上市公司为例

杨 熠<sup>1</sup>      李余晓璐<sup>2</sup>      沈洪涛<sup>2</sup>

(1. 厦门国家会计学院 福建 厦门 361005; 2. 暨南大学 广东 广州 510630)

**摘 要:** 以 502 家重污染行业上市公司为研究对象,选取 2006—2008 年度上市公司披露的环境信息,构建环境信息披露指数,系统考察绿色金融政策下公司治理因素对企业环境信息披露水平的影响。研究发现,国有股权、第一大股东持股比例、审计委员会以及设立环保部等公司治理因素对环境信息披露水平的提高影响非常显著,而绿色金融政策则强化了这些因素的环保作用。

**关键词:** 绿色金融政策; 环境信息披露; 公司治理; 重污染行业

**中图分类号:** F270      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1001-6260(2011)05-0131-09

21 世纪以来,环保风暴席卷全球政治经济各领域,政府和企业都不可避免地卷入其中。各国政府出台越来越严格的环保措施,而企业则把满足社会的环保诉求更多地纳入其经营之中,努力披露环保信息,树立自身的绿色形象。

作为一种自愿披露的内容,企业环境信息受公司自身特点,特别是公司治理结构的影响最为直接。在绿色金融政策背景下,本文拟通过对重污染行业环境信息质量的研究,尝试分析公司治理因素是否存在积极的环保作用;哪些治理因素对环保诉求更为敏感;而在绿色金融政策下,公司治理作何反应,并最终在企业披露的环境信息上如何体现等问题。

## 一、文献回顾与研究假设

20 世纪 70 年代后,若干重大环境事故促使各国环境法规和监管日趋严格,这使得环境活动逐渐成为企业经营活动的重要组成部分,而环境信息披露作为企业向外界呈报其环保表现的工具和社会监督企业环保活动的途径也日益受到重视。一些国家和国际组织先后推出企业环境信息披露的规定和指南,但除了部分北欧国家(如丹麦和瑞典)外,多数国家的企业环境信息属于自愿披露的内容。按照我国截至 2010 年 7 月前的规定,企业的环境信息也不在强制披露内容之列。在企业自愿披露环境信息的背后,既是外部投资者、债权人和社会公众越来越高的关注使然,也是企业自身发展的需要。

信息披露,特别是自愿信息披露难,是公司治理的各利益集团相互博弈后的结果。大量研究已经证明,公司治理对自愿性信息披露有不可避免的影响(Eng et al 2003),环境信息披露也不例外(阳静等 2008;李晚金等 2008)。特别是在各类环保法规和绿色金融政策下,企业的环境信息披露已经日渐成

收稿日期:2011-03-04

作者简介:杨 熠(1978—),女,福建南安人,博士,厦门国家会计学院讲师。

李余晓璐(1985—),女,湖北建始人,暨南大学管理学院硕士生。

沈洪涛(1967—),女,江苏无锡人,博士,暨南大学管理学院副教授。

基金项目:福建省社科基金项目“合法性与企业环境信息披露——基于福建省的区域比较研究”(项目编号:2009B2017);国家自然科学基金项目“企业环境信息披露的决策机制研究”(项目编号:71072125)。



为其维护合法性地位、维持经营状况的基本需要。

合规和合法是公司治理实践中最基本的要素(李维安 2007),而信息披露则是公司管理企业合法性压力的最重要手段之一。Parker(1986)指出,良好的事前信息披露是对即将发生的合法性压力(政府干预或外部利益团体压力)的提早反应。当组织面临合法性危机时,行动和对外沟通的改变是获得合法性的重要手段(Dowling et al, 1975)。所以,影响合法性的往往是公司的信息披露而不是(未披露的)公司行为的改变(Newson et al, 2002)。有学者甚至认为,合法性就是一种披露(Deegan et al, 2000)。基于合法性理论的社会责任和环境信息披露理论研究断言,公司会继续现有的自愿披露或者进行更多的自愿披露以确保公司的合法性不受损害(Villers 2006)。现阶段,由于社会环保意识不断加强,公众和媒体越来越关注企业的环境表现,企业活动的环境影响渐渐成为公司获得合法性地位的重要考虑,而有效的公司治理能及时甄别社会对企业的环保诉求,以披露环境信息的方式获取并维持其合法性地位(Cormier et al, 2004),这一点也体现在对环保法规敏感的行业具有更高的环境信息披露水平上(Cho et al, 2007)。既然环境信息披露有助于公司维护其合法性、降低风险、提升价值,那么良好的公司治理将会对此加以利用,从而更好地实现治理目标。

国外实证研究也对公司治理促进环保信息披露的观点提供了大量佐证。Karim 等(2006)通过研究企业年报和 10K 报告财务报表附注中的环境信息,结果发现,外资股权较高的企业较少地披露环境信息,他们把这一现象归咎于披露的环境信息内容往往涉及比较敏感的领域。Brammer 等(2006)发现,英国大型企业的股权越集中就越不愿意披露环境信息,过多的独立董事反而会降低公司的环境信息披露水平。董事会结构对企业环境信息披露也可能产生不同程度的影响。此外,管理层对环境问题的关注也会推动环境信息披露(Al-Tuwaijri et al, 2004)。总之,诸如股权集中度、独立董事比例、外资股权等一些重要的公司治理特性都会对企业的环境信息披露产生显著影响。

国内仅有少量文献从所有权性质及独立董事比例的角度讨论公司治理对环境信息披露的影响,且结论并不一致。股权结构方面,研究发现,早期直接控股股东的性质与环境信息披露没有显著的相关性(李正 2006),股权集中度对公司环境信息的披露也没有显著影响(李晚金等, 2008),但后来卢馨等(2010)却发现公司所有权性质对上市公司的环境信息披露行为具有显著的影响。在董事会指标方面,阳静等(2008)发现独立董事比例会显著影响企业环境信息披露行为,公司希望通过环境披露对外传递公司稳健经营的信息,但李晚金等(2008)的结果却与之相左。不难发现,对于一些在以往公司治理研究中非常重要的因素,如直接控股股东性质、股权集中度、董事长与总经理是否合一等治理特征,在环境信息披露决策中的作用不尽相同,多数研究者把这归咎于我国的公司治理更多地强调企业的经济目标而忽视企业的环境目标。但是这些研究受制于研究区间,未能考虑 2006 年“公司社会责任”被写入《公司法》总则以及 2007 年后环保监管规定直接渗透到企业投融资政策之中,而这些政策变化极大地增加了企业的环保合法性压力,良好的公司治理能够因应监管政策的变化进行合法性管理,增加环境信息披露,改善环境表现,缓解企业环保压力(Cormier et al, 2004)。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设 1: 良好的公司治理有利于公司的环境信息披露。

如前所述,公司治理对环境信息披露的作用来自于公司合法性管理的考虑,这意味着政策压力及其变化对两者的关系可以产生巨大的影响。Hughes 等(2001)和 Alciatore 等(2006)基于美国企业的研究发现,FASB 和 SEC 对有关环境信息披露的审查迫使环境表现差的企业披露更多的环境信息,SEC 和其他监管部门增加环保要求会促使美国石油和天然气行业的环境信息披露显著增加。在澳大利亚,1988 年公司法中与环境有关的强制报告指引出台后,公司披露的环境表现信息数量明显增加,质量也显著改善(Frost 2007)。全球范围来看,是否来自于签订《京都议定书》的国家也是企业披露环境信息的决定因素之一(Freedman et al, 2005)。2006 年以来,我国加大了对企业环境表现的监管力度,为督促重污染行业上市公司认真执行国家环境保护政策,相关部门出台了一系列有关企业上市和再融资的环境保护核查规定。重污染行业企业无论是通过资本市场筹集资金还是向银行借贷,都需要面对严格的环境评



估和审核。这使得企业的环境表现成为影响其投融资活动的重要因素。环境信息不仅成为投资者了解企业环境表现、预测企业未来业绩、判断投资风险的重要依据,更是企业再融资时通过环评审批的重要因素。可见,对于有再融资需求的企业,良好的公司治理对外部再融资政策的反应比较充分,能促进企业披露环境信息。因此,提出如下假设:

假设 2: 对于受再融资环保核查政策影响的企业而言,公司治理与环境信息披露之间的正相关关系更显著。

## 二、研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

由于处于环境监管制度的中心,绿色金融政策中的再融资环保核查也主要针对重污染行业进行(环办(2007)105号),所以本文以重污染行业上市公司为切入点进行研究。按照研究自愿性环境信息披露的目的,本文以原国家环保总局要求环保核查的13个重污染行业(环发[2003]101号)为目标,以2006年前上市的所有重污染行业A股公司为样本,并依照证监会行业分类指引(2001)将其合并为八类(见表1)。样本公司2006—2008年的年报从巨潮资讯网、上海证券交易所和深圳证券交易所的网站上手工收集取得,其它有关数据从国泰安数据库获得。表1列示了502个样本公司的行业及市场分布情况。

表1 样本公司的行业及市场分布情况

行业	采掘业	金属非金属	石化塑胶	生物医药	水电煤气	纺织服装皮毛	食品饮料	造纸印刷	合计
公司数	18	97	128	77	57	56	49	20	502
上交所	11	59	67	42	39	32	30	13	293
深交所	7	38	61	35	18	24	19	7	209

### (二) 变量度量

#### 1. 环境信息披露指数

由于企业披露的环境信息形式多样,如何量化这些信息便成为环境信息披露研究的一大难题。目前为止,量化环境信息的主流方法仍是内容评分法,诸如 Wiseman(1982)、Darrell 等(1997)、Richardson 等(2001)、Harniffa 等(2005)等权威研究都是借助对内容进行评分来构建环境信息披露指数(EDI)的。本文借鉴前人的内容评分方法,并结合国家环保局的披露要求来构建 EDI 指数。

根据原国家环保总局2007年公布的《环境信息公开办法(试行)》<sup>①</sup>第三章“企业环境信息公开”第19条“国家鼓励企业自愿公开下列企业环境信息”中所列的九项内容,结合上市公司年报的披露特点,本文将样本公司环境信息披露内容分为以下6项:(1)企业环境保护方针、年度环境保护目标及成效;(2)企业年度资源消耗总量;(3)企业环保投资和环境技术开发情况、企业环保设施的建设和运行情况;(4)企业排放污染物种类、数量、浓度和去向,企业在生产过程中产生的废物的处理、处置情况,废弃产品的回收、综合利用情况;(5)环保的费用化支出;(6)其它<sup>②</sup>。

本文从数量和质量两方面评价样本公司上述6项环境信息。对披露数量进行评分时,将样本公司年报中与上述6项内容有关的行数作为数量的得分值。对披露质量进行评分时,本文借鉴了 Darrell 等(1997)、Freedman 等(1992)以及 Patten(1992)的方法,结合我国上市公司在年报中披露环境信息的情况,依据显著性、量化性和时间性来反映信息质量的三个维度:位置(Where)、方式(How)和时间(When)。具体赋值依据如下:

(1) 显著性(Effect,用E表示)。判断标准为环境信息在年报中披露的位置。通常年报分为财务和非财务两部分,前者包括财务报表、财务报表附注和补充报表,其余为非财务部分。若环境信息仅在非

<sup>①</sup> 上交所2008年颁布的《上市公司环境信息披露指引》中所要求披露的环境信息内容与原国家环保总局2007年公布的《环境信息公开办法(试行)》基本相同。

<sup>②</sup> 本文把除去前5项内容以外的其它与环境信息有关的披露都列入其它项,如:政府下发的节能补助、企业发生的环境污染事故等。



财务部分披露,即不显著,赋值1分;若在财务部分披露,即为显著,赋值2分;同时在财务和非财务两部分披露,即非常显著,赋值3分。

(2) 量化性(Quantification,用Q表示)。判断标准为环境信息是定性信息、数量但非货币信息或货币化信息。若披露的环境信息只是文字性描述,即缺乏量化性,赋值1分;若为数量,但非货币信息,赋值2分;若披露的是货币化环境信息,则量化程度很强,赋值3分。

(3) 时间性(Timeframe,用T表示)。判断标准为环境信息反映的是现在、未来或者是现在与过去对比的信息。披露关于现在的环境信息,赋值1分;披露有关未来的环境信息,赋值2分;披露现在与过去对比的环境信息,赋值3分。

环境信息披露质量的分数为显著性、量化性和时间性三个维度得分之和。每一质量维度得分的值为[0,3],得分最低为0分,即没有披露此项环境信息;最高为9分,即该项内容在财务和非财务部分均披露货币化数据,并有历史对比性的信息。评分时先对每个样本公司的各项披露内容的三个维度分别打分,然后将6项内容的得分相加,得到样本公司环境信息披露质量评价,其值域为[0,54]。

样本公司的环境信息指数(EDI)由经标准化处理的数量和质量得分相加得到。

## 2. 公司治理变量

本文按照公司治理的股权特征、董事会特征、监事会特征,以及机构设置等四方面确定了7个解释变量:股权集中度、控股股东性质、董事会规模、独立董事比例、审计委员会的设立、监事会规模、环保机构设置。

(1) 股权特征。本文用控股股东的性质来反映股权性质,用股权集中度来度量股权结构。① 股权集中度。适当的股权集中度赋予大股东更有效地监督管理层的激励和能力(Shleifer et al,1986),也能对公司环境信息披露产生影响(Brammer et al,2008)。由于环保危机损及企业整体利益,大股东以其股份比例承担相应的损失,故本文预计以大股东持股比例(H1)表示的股权集中度变量系数符号为正。② 控股股东性质。从合法性管理的角度来看,国家股和国有法人股控制的企业公众信赖程度和曝光程度较高。国有企业由于拥有较高的政策扶持程度,常常会形成某种形式的垄断,因而合法性压力较大。在此,本文设置国有股权哑变量,控股股东为国家股或国有法人股时取1,否则取0,预计变量系数符号为正。

(2) 董事会特征。① 董事会规模。尽管董事会规模过大可能导致财务决策效率降低,但也有研究表明,规模较大的董事会可以提供更大范围的服务,能防止公司财务信息失败(Chaganti et al,1985)。由于我国的环境信息披露制度并不成熟,笔者认为规模较大的董事会或许有助于企业完善环境信息的设计与披露。本文以董事会的人数衡量董事会规模,并预计董事会规模的系数符号为正。② 独立董事比例。一般认为独立董事能督促公司遵守信息披露要求,提高信息披露质量和董事会的透明度(Forker,1992)。我国独立董事在环境信息披露方面的作用尚无定论,李晚金等(2008)认为独立董事比例对环境信息披露没有显著影响,而阳静等(2008)则发现作用显著。本文认为在全球环保大潮的影响下,独立董事对环境信息的关注度将不断提高,故预期独立董事比例变量系数符号为正。③ 审计委员会的设立。审计委员会能加强内部控制和对财务信息披露质量的监督(Forker,1992),保证财务和信息系统的的功能,减少公司不披露信息的数量(Collier,1993),它是公司治理特别是信息披露机制的重要保障。本文预计审计委员会哑变量对环境信息质量有正面影响。

(3) 监事会特征。在监事会方面,本文以监事会规模为研究对象,鉴于监事会的规模与会计信息质量成正相关(薛祖云等,2004),预计监事会规模的符号为正。

(4) 环保专门机构的设置。越来越多的上市公司在组织架构中设置了安全环保部等专门的机构,如哈药股份、邯郸钢铁等,规模较大的上市公司还专门成立环保子公司,比如中集集团、华泰股份等。上市公司中设立环保部门和环保子公司有助于更好地检查公司自身环境保护的执行情况。环保业绩较好的上市公司可以通过设置环保部,向公众传递更高质量的环境信息,用于甄别自己和其他“次级”公司。故本文预计环保部和环保子公司的设立哑变量系数符号为正。



### 3. 再融资需求

目前的绿色金融政策主要通过设置再融资资格环评审查来限制环保业绩不佳的企业实施再融资,这意味着,对于没有资金缺口、没有外部融资需要的企业而言,环评审核的约束力会极大地削弱。而对于需要外部融资的企业,公司治理越好,对政策的解读和反应越快,为适应再融资环评审查的需要而披露的环境信息也就越多、越好。本文借鉴 Shyam – Sunder 等( 1999) 在优序融资检验中的方法计算资金缺口,以其均值为界将样本公司分为两组,高于均值的为高资金缺口公司,赋值 1; 低于均值的为低资金缺口公司,赋值 0。具体的资金缺口计算公式如下:

$$\text{资金缺口} = (\text{长期投资的增加} + \text{固定资产投资增加} + \text{营运资本的增加} + \text{股利} + \text{当期财务费用} - \text{经营活动现金流量}) / \text{总资产}$$

### 4. 控制变量

公司特征对环境信息披露有显著影响,这已被很多研究所证明。大公司拥有经济特权吸引社会关注使得他们倾向于披露更多、更详尽的环境信息( Deegan ,et al ,1996; Brammer ,et al 2006) ,同样,盈利能力强的公司也有类似的倾向( 汤亚莉 等 2006; Milne 2002) 。而且,环境信息披露与公司财务杠杆间存在正相关关系( Richardson ,et al 2001; Alciatore ,et al 2006; Clarkson ,et al 2008) 。此外,以往的研究也发现,环境信息披露受公司上市地点、年份以及行业类型的影响。故本文设置的控制变量包括公司规模、盈利能力、财务杠杆、公司所处行业以及代表不同监管环境的上市地点哑变量。所有变量描述性统计见表 2。

在 1212 个样本中,控股股东为国家股或国有法人股的有 787 家,占样本总数 64. 9%; 534 个样本设立了审计委员会,170 个样本设立了环保部或环保子公司,分别占样本总数的 44. 1% 和 14. 0%; 第一大股东平均持股 38. 6%; 40. 0% 的样本( 485 个) 有融资需求。

表 2 变量描述性统计

	符号	最小值	最大值	均值	标准差	预期符号
因变量						
环境信息披露指数( 标准化)	EDI	-2. 363	9. 458	0. 000	0. 018	/
公司治理变量						
控股股东性质	CH	0. 000	1. 000	0. 649	0. 477	+
第一大股东持股比例	H1	0. 067	0. 821	0. 386	0. 154	+
独立董事比例	IDP	0. 133	0. 600	0. 351	0. 113	+
董事会规模	BOD	5. 000	18. 000	9. 673	2. 009	+
监事会规模	Supervisor	1. 000	13. 000	4. 277	1. 450	+
审计委员会的设立	AC	0. 000	1. 000	0. 441	0. 497	+
环保部或环保子公司的设立	ENV	0. 000	1. 000	0. 140	0. 347	+
外部融资需求变量						
融资需求	DEF	0. 000	1. 000	0. 400	0. 490	/
控制变量						
公司规模	LN ( size)	19. 061	25. 961	21. 546	0. 011	+
盈利能力	ROE	-0. 194	0. 550	0. 101	0. 099	+
财务杠杆	LEV	0. 013	0. 834	0. 476	0. 170	+
上市地点	LIS	0. 000	1. 000	0. 601	0. 490	/

## 三、实证检验结果及分析

根据前述分析,本文构建了模型( 1) 研究公司治理对环境信息披露的影响:

$$\text{EDI} = \alpha + \beta_1 \text{CH} + \beta_2 \text{H1} + \beta_3 \text{IDP} + \beta_4 \text{BOD} + \beta_5 \text{Supervisor} + \beta_6 \text{AC} + \beta_7 \text{ENV} + \sum_{i=8}^{11} \beta_i \text{Control}_i + \sum_{j=12}^{18} \beta_j \text{Industry}_j \quad (1)$$

用 SPSS16. 0 对公司环境信息披露水平进行回归拟合,并检验有关参数的显著性。经相关性矩阵分



析发现,自变量间相关系数绝对值最高为 0.289,可以认为没有高度相关性;模型各变量的容忍度 (TOL) 均大于 0.2,且方差膨胀因子 (VIF) 小于 10,可见回归模型中不存在严重的多重共线性。回归结果见表 3。

表 3 模型 1 的回归结果

	因变量: EDI 指数					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	-8.805 (0.000)	-9.752 (0.000)	-0.056 (0.000)	-7.475 (0.000)	-8.115 (0.000)	-4.782 (0.000)
控股股东性质	0.182*** (0.000)				0.160*** (0.000)	0.111*** (0.000)
第一大股东持股比例	0.078*** (0.006)				0.078*** (0.005)	0.0596** (0.028)
独立董事比例		0.013 (0.631)			0.022 (0.416)	0.027 (0.304)
董事会规模		0.069** (0.015)			0.008 (0.785)	-0.015 (0.609)
审计委员会的设立		0.060** (0.029)			0.086*** (0.001)	0.0992*** (0.000)
监事会规模			0.105*** (0.000)		0.054* (0.060)	0.032 (0.252)
环保部或者环保子公司的设立				0.207*** (0.000)	0.193*** (0.000)	0.152*** (0.000)
公司规模	0.193*** (0.000)	0.216*** (0.000)	0.204*** (0.000)	0.173*** (0.000)	0.153*** (0.000)	0.0929*** (0.001)
盈利能力	0.099*** (0.000)	0.094*** (0.001)	0.097*** (0.000)	0.070*** (0.000)	0.0629*** (0.020)	0.0648** (0.014)
财务杠杆	0.144*** (0.000)	0.150*** (0.000)	0.157*** (0.000)	0.167*** (0.010)	0.142*** (0.000)	0.117*** (0.000)
上市地点	-0.023 (0.397)	-0.03 (0.646)	-0.009 (0.746)	-0.019 (0.468)	-0.034 (0.192)	-0.038 (0.137)
行业哑变量	No	No	No	No	No	控制
调整后的 R <sup>2</sup>	0.145	0.105	0.110	0.139	0.186	0.257

注: 样本数均为 1212。括号内的数字为显著性水平 p, \*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

由表 3 可以发现: 对于所有变量的回归 (列 5/6), 公司治理的七个变量中有四个通过了显著性检验, 且与预期符号一致。它们分别是, 控股股东的性质 (CH)、第一大股东持股比例 (H1)、审计委员会的设立 (AC)、环保部或者环保子公司的设立 (ENV)。国有股东控股对企业环境信息披露质量有明显的正面影响。这说明国有股东在纯粹的利润目标之外更关注企业对环境的影响以及企业与外部环保力量的沟通, 符合合法性理论。环保部的设立与环境信息披露显著正相关, 说明环保机构的设立有助于上市公司更好地执行国家的相关法律法规, 进行环境信息披露。董事会规模、独董比例及监事会规模三个变量符号虽与环境信息披露质量正相关, 但均未通过显著性检验。另外, 无论是对四组公司治理变量的单独分析, 还是对公司治理因素的整体观察, 公司规模、盈利能力、财务风险等公司特征始终对公司环境信息披露有着显著的影响, 这与国内外相关研究的结论是一致的。此外, 上市地点与环境信息披露的相关性不显著。这些结果说明, 对我国重污染行业上市公司而言, 公司治理越完善, 环境信息披露的质量越高, 符合假设 1。

由上述检验结果可以看出, 公司治理越完善, 环境信息披露质量越高。在公司治理的七大变量中, 与环境信息披露相关性特别显著的有: 控股股东的性质 (CH)、第一大股东持股比例 (H1)、审计委员会的设立 (AC)、环保部或者环保子公司的设立 (ENV)。根据假设 2, 由于融资需求受制于再融资的环保



要求,企业的资金缺口在绿色金融政策下是公司治理与环境信息披露的催化剂,因此本文将资金缺口(DEF)与上述4个显著的公司治理变量交乘,构建模型2,并用SPSS16.0进行回归拟合,结果见表4。

$$EDI = \alpha + \beta_1 CH + \beta_2 H_1 + \beta_3 AC + \beta_4 ENV + \beta_5 CH \times DEF + \beta_6 H_1 \times DEF + \beta_7 AC \times DEF + \beta_8 ENV \times DEF + \sum_{i=9}^{12} \beta_i Control_i + \sum_{j=13}^{19} \beta_j industry_j \quad (2)$$

表4 模型2的回归结果

	因变量: EDI 指数				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
常数项	-7.872 (0.000)	-8.325 (0.000)	-8.602 (0.000)	-7.310 (0.000)	-6.916 (0.000)
控股股东性质	0.092 *** (0.001)				0.129 *** (0.000)
控股股东性质 × 融资需求	0.270 *** (0.000)				0.0519* (0.084)
第一大股东持股比例		0.069 ** (0.013)			0.054* (0.084)
第一大股东持股比例 × 融资需求		0.260 *** (0.000)			0.067* (0.054)
审计委员会的设立			-0.055* (0.080)		0.086* (0.073)
审计委员会的设立 × 融资需求			0.219 *** (0.000)		0.100* <sup>]</sup> (0.041)
环保部或者环保子公司的设立				0.015 (0.668)	0.062* (0.093)
环保部或者环保子公司的设立 × 融资需求				0.292 *** (0.000)	0.185 *** (0.000)
公司规模	0.177 *** (0.000)	0.186 *** (0.000)	0.205 *** (0.000)	0.169 *** (0.000)	0.140 *** (0.000)
盈利能力	0.103 *** (0.000)	0.065 ** (0.015)	0.085 *** (0.002)	0.069 *** (0.009)	0.052 ** (0.044)
财务杠杆	0.126 *** (0.000)	0.146 *** (0.000)	0.155 *** (0.000)	0.160 *** (0.000)	0.128 *** (0.000)
上市地点	-0.010 (0.690)	-0.029 (0.266)	0.000 (0.995)	-0.007 (0.779)	-0.024 (0.331)
行业哑变量	No	No	No	No	控制
调整后的 R <sup>2</sup>	0.199	0.177	0.137	0.187	0.262

注:样本数均为1212。括号内的数字为显著性水平p。\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

表4显示:不论是分别回归还是整体回归,融资需求与4个公司治理变量的交乘项都通过显著性检验,且符号均与原变量符号一致。这说明融资需求的确能强化公司治理与环境信息披露水平之间已有的关系。绿色金融政策显著增强了公司治理对环境信息披露的促进作用,支持了本文所提出的研究假设2。此外,控制变量的系数符号和显著性水平也都保持稳定。

## 四、结论与启示

在绿色金融政策的背景下,本文以502家重污染行业上市公司为研究对象,分析企业环境信息披露与公司治理的关系。研究发现:重污染行业上市公司的控股股东性质、第一大股东持股比例、审计委员会以及环保部的设立等公司治理因素显著影响企业环境信息披露的数量、内容和质量,并且在绿色信贷、绿色再融资政策的影响下,公司的外部资金需求能强化公司治理与环境信息披露之间的正相关关系。这一结果说明:有效的公司治理对外部融资政策与内部资金需求的变化能够做出有效的反应;绿色金融政策也有赖于公司治理才能发挥更好的作用,以达到提高企业环境信息披露水平和改善环保业绩的目的。



本文的研究结果至少提供了以下几点启示:首先,绿色金融政策借助企业的融资需求,把环境问题的外部性内部化,其优点在于运用市场的手段进行调控,有助于企业以较低的成本实现环保,是一种兼顾效果和效率的政策工具;其次,由于环境问题的外部性特征,人们对企业环保问题的思考往往集中在外部政策的制定与执行、政府行政监督以及社会舆论压力上,而对于公司治理因素的内在作用关注度较低,然而本文的研究证明了公司治理能够促进环保监管政策的变化,并对环境信息披露产生影响,所以在解决企业环境问题时,应充分发挥公司治理作用,重视环保部的设立,只有内部治理和外部监管政策双管齐下,才能实现最佳的环保效果。

总之,在全球性环保风暴的大背景下,企业主动承担环保责任,改善环境信息披露,加强环境业绩管理已经成为企业发展的基本要求。而企业持续改进其环境信息披露乃至环境表现,则依赖于外部的合法性压力和内部的公司治理建设,在这个过程中,推进企业环境信息披露规范,倡导独立的环境报告,引入第三方鉴证机制,并充分利用公司治理对外部制度的响应机制,能够有效地达到改善信息披露质量的目的。

#### 参考文献:

- 李晚金,匡小兰,龚光明. 2008. 环境信息披露的影响因素研究:基于沪市 201 家上市公司的实证检验[J]. 财经理论与实践(3):47-51.
- 李维安. 2007. 公司治理新阶段:合规、创新与发展[J]. 南开管理评论(5):封 2.
- 李正. 2006. 企业社会责任信息披露影响因素实证研究[J]. 特区经济(8):324-325.
- 卢馨,李建明. 2010. 中国上市公司环境信息披露的现状研究:以 2007 年和 2008 年沪市 A 股制造业上市公司为例[J]. 审计与经济研究(3):63-69.
- 汤亚莉,陈自力,刘星,等. 2006. 我国上市公司环境信息披露状况及影响因素的实证研究[J]. 管理世界(1):158-159.
- 薛祖云,黄彤. 2004. 董事会、监事会制度特征与会计信息质量:来自中国资本市场的经验分析[J]. 财经理论与实践(4):84-89.
- 阳静,张彦. 2008. 上市公司环境信息披露影响因素实证研究[J]. 会计之友(11):91-92.
- ALCIATORE M L, DEE C C. 2006. Environmental disclosures in the oil and gas industry [J]. *Advances in Environmental Accounting & Management*, 3:49-75.
- AL - TUWAIJRI S A, CHRISTENSEN T E, HUGHES K E. 2004. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach [J]. *Accounting, Organizations and Society*, 29(5-6):447-471.
- BRAMMER S, PAVELIN S. 2006. Voluntary environmental disclosures by large UK companies [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8):1168-1188.
- BRAMMER S, PAVELIN S. 2008. Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure [J]. *Business Strategy and the Environment*, 17(2):120-136.
- CHAGANTI R S, MAHAJAN V, SHARMA S. 1985. Corporate board size, composition, and corporate failures in retailing industry [J]. *Journal of Management Studies*, 22(4):400-417.
- CHO C H, PATTEN D M. 2007. The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: a research note [J]. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7-8):639-647.
- CLARKSON P M, LI Y, RICHARDSON G D, et al. 2008. Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis [J]. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5):303-327.
- COLLIER P. 1993. Factors affecting the information of audit committees in major UK listed companies [J]. *Accounting & Business Research*, 23:421-430.
- CORMIER D, GORDON I M, MAGNAN M. 2004. Corporate environmental disclosure: contrasting management's perceptions with reality [J]. *Journal of Business Ethics*, 49(2):143-165.
- DARRELL W, SCHWARTZ B N. 1997. Environmental disclosures and public policy pressure [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(2):125-154.
- DEEGAN D, GORDON B. 1996. A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations [J]. *Accounting and Business Research*, 26(3):187-199.
- DEEGAN C, RANKIN M, VOGHT P. 2000. Firms' disclosure reactions to major social incidents: Australian evidence[J]. *Accounting Forum*, 24(1):101-130.
- DOWLING J, PFEFFER J. 1975. Organizational legitimacy: social values and organizational behavior [J]. *Pacific Sociological Review*, 18(1):122-136.



- ENG L L , MAK Y T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure [J]. *Journal of Accounting and Public Policy* ,22( 4) :325 – 345.
- FORKER J J. 1992. Corporate governance and disclosure quality [J]. *Accounting and Business Research* ,22( 86) : 111 – 124.
- FREEDMAN M ,STAGLIANO A J. 1992. European unification , accounting harmonization , and social disclosure [J]. *The International Journal of Accounting* ,27( 2) : 112 – 122.
- FREEDMAN M , JAGGI B. 2005. Global warming commitment to the Kyoto protocol , and accounting disclosures by the largest global public firms from polluting industries [J]. *The International Journal of Accounting* ,40( 3) : 215 – 232.
- FROST G R. 2007. The introduction of mandatory environmental reporting guidelines: Australian evidence [J]. *ABACUS* ,43( 2) : 190 – 216.
- HANIFFA R M ,COOKE T E. 2005. The impact of culture and governance on corporate social reporting [J]. *Journal of Accounting and Public Policy* ,24( 5) : 391 – 430.
- HUGHES S B , ANDERSON A , GOLDEN S. 2001. Corporate environmental disclosures: are they useful in determining environmental performance [J]. *Journal of Accounting and Public Policy* ,20( 3) : 217 – 240.
- KARIM K E , LACINA M J , RUTLEDGE R W. 2006. The association between firm characteristics and the level of environmental disclosure in financial statement footnotes [J]. *Advances in Environmental Accounting and Management* ,3: 77 – 109.
- MILNE M J , PATTEN D M. 2002. Securing organizational legitimacy: an experimental decision case examining the impact of environmental disclosures [J]. *Accounting , Auditing & Accountability Journal* ,15( 3) : 372 – 405
- NEWSON M , DEEGAN C. 2002. Global expectations and their association with corporate social disclosure practices in Australia , Singapore , and South Korea [J]. *The International Journal of Accounting* ,37( 2) : 183 – 213.
- PARKER L D. 1986. Polemical themes in social accounting: a scenario for standard setting [M]. *Advances in Public Interest Accounting* , 1: 67 – 93.
- PATTEN D M. 1992. Intra – industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory [J]. *Accounting , Organizations and Society* ,17( 5) : 471 – 475.
- RICHARDSON A J , WELKER M. 2001. Social disclosure , financial disclosure and the cost of equity capital [J]. *Accounting , Organizations and Society* ,26( 7 – 8) : 597 – 616.
- SHLEIFER A , VISHNY R. 1986. Large shareholders and corporate control [J]. *Journal of Political Economy* ,94( 3) : 461 – 488.
- SHYAM – SUNDER L , MYERS S C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure [J]. *Journal of Financial Economics* ,51( 2) : 219 – 244.
- VILLERS C , STADEN C J. 2006. Can less environmental disclosure have a legitimizing effect: evidence from Africa [J]. *Accounting , Organizations and Society* ,31( 8) : 763 – 781.
- WISEMAN J. 1982. An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports [J]. *Accounting , Organizations and Society* ,7( 1) : 53 – 63.

## Green Financial Policies , Corporate Governance and Environmental Disclosure: A Case Study of 502 Listed Firms in Heavy Pollution Industry

YANG Yi<sup>1</sup>      LI Yu-xiao-lu<sup>2</sup>      SHEN Hong-tao<sup>2</sup>

( 1. Xiamen National Accounting Institute , Xiamen 361005; 2. Jinan University , Guangzhou 510630)

**Abstract:** This paper focuses on the environmental disclosure in 2006 – 2008 of 502 listed firms in the heavy pollution industries under the background of green financial policies. An Environmental Disclosure Index has been constructed to analyze corporate governance effect on the quality of environmental disclosure after green financial policies. The results reveal that characteristics of corporate governance , such as state holding shares , percentages of the first stockholder , and the settings of the audit committees and environmental departments , have been found to be positive for the environmental disclosure. More importantly , the financial policies will strengthen this effect.

**Keywords:** green financial policies; environmental disclosure; corporate governance; heavy pollution industry

( 责任编辑 张建军)