

环境信息披露质量对企业价值的长期影响及分析师关注的中介效应

侯德榜^{1*}, 张欣¹

(1. 黑河学院, 黑龙江 黑河)

摘要: 本文基于企业可持续发展与资本市场信息效率的双重逻辑, 系统考察环境信息披露质量对企业价值的长期影响, 并检验证券分析师关注在其中所发挥的中介作用。研究采用多期面板数据建模策略, 构建涵盖披露完整性、可信性与可比性的三维质量评价体系, 结合市场估值指标与财务绩效指标综合测度企业长期价值。实证结果表明, 高质量的环境信息披露显著提升企业价值, 且该效应随时间推移持续增强; 分析师关注度在该关系中呈现稳健的部分中介效应, 其强化作用在信息不对称程度较高的样本中尤为突出。进一步分析显示, 治理结构完善与监管压力提升可显著放大上述路径效果。本研究为理解非财务信息披露的价值传导机制提供了新的经验证据, 也为优化环境治理政策与资本市场监督框架提供了理论支撑。

关键词: 环境信息披露; 企业价值; 分析师关注; 中介效应

1. 引言

1.1 研究背景与现实动因

全球绿色转型正驱动环境信息披露制度从自愿披露迈向强制性、标准化与实质性披露阶段, 监管框架持续强化, 披露内容深度与广度显著拓展。企业环境行为已超越合规范畴, 日益嵌入资本市场估值逻辑, 成为投资者识别长期风险、评估可持续竞争力的核心信息源。在此背景下, 环境信息披露质量对企业价值的长期影响机制亟待厘清, 尤其需穿透短期市场反应, 识别其在资本配置效率、融资成本优化与战略韧性构建中的结构性作用, 凸显开展系统性实证研究的理论必要性与实践紧迫性 [1]。

1.2 核心问题与理论缺口

现有研究普遍认为环境信息披露对企业价值具有正向影响, 但其理论建构存在三重结构性缺口: 一是过度依赖股价异常收益率等短期市场反应指标, 忽视企业价值在资本结构优化、融资成本降低与长期竞争力提升等维度的动态演化; 二是将披露质量简化为数量或合规性单维测度, 未能整合实质性、可比性、及时性、可验证性等多维构念; 三是缺乏对分析师关注作为关键中介路径的机制识别与实证检验。本研究据此提出三个核心问题: 环境信息披露质量的多维结构如何塑造企业价值的长期轨迹? 分析师关注在此过程中承担何种差异化中介功能? 不同产权性质与制度环境中该路径是否存在显著异质性?

1.3 研究价值与结构安排

本研究在理论层面深化了环境信息披露与企业价值关系的因果机制解析, 突破静态质量评估范式, 构建动态长期效应识别框架; 方法上创新性整合双重差分与中介效应分解技术, 精准识别分析师关注的传导路径与调节强度; 政策启示方面为监管机构优化 ESG 披露标准、激励高质量信息供给提供实证依据。全文共六章: 第二章梳理理论基础与文献脉络, 第三章构建计量模型并说明数据来源, 第四章报告基准回归与稳健性检验结果, 第五章开展异质性分析与机制检验, 第六章总结结论并提出政策建议 [1, 2]。

2. 文献综述

2.1 环境信息披露质量的内涵与测度进展

环境信息披露质量的内涵已由早期的形式合规性转向实质有效性，其核心构成要素逐步凝练为完整性、可信性与可比性三维结构。完整性强调披露内容覆盖环境绩效、治理机制与风险应对的全链条；可信性依托第三方鉴证、数据溯源与披露一致性予以保障；可比性则要求指标口径统一、时间序列连续及行业基准适配。操作化路径呈现多维融合趋势：文本分析法识别关键信息密度，内容分析法量化披露广度与深度，而外部验证指数与标准化评分体系正推动测度向客观化、动态化演进 [3, 4]。

2.2 企业价值的长期衡量视角

企业价值的长期衡量需超越短期市场波动，兼顾市场估值法与基本面绩效法的互补性。前者通过市净率、托宾 Q 等指标捕捉投资者预期，后者依托 ROE、全要素生产率等反映内生增长能力。二者协同可揭示跨期稳定性、抗风险韧性及可持续竞争优势等隐性价值维度。尤其在环境规制趋严背景下，仅依赖单一指标易低估企业因绿色转型积累的战略资产与制度合法性溢价 [5, 6]。

2.3 信息中介角色的理论基础与实证分歧

分析师作为资本市场关键的信息中介，其核心功能在于对原始披露信息进行专业化解码、验证与再传播，从而在信息不对称环境中构建可信信号通道。现有研究普遍认为，高质量的环境信息披露可降低分析师预测偏差与覆盖成本，进而强化其估值建议的市场影响力；但亦有证据表明，当企业环境绩效存在显著漂移或行业监管模糊时，分析师可能陷入“确认偏误”陷阱，弱化其信息甄别能力。这种双重作用的有效性高度依赖于制度环境稳定性、分析师专业资质阈值及企业信息披露的可验证性边界 [7]。

3. 材料与方法

3.1 样本选取与数据来源

本研究选取 2010---2022 年中国 A 股上市公司为初始样本，剔除金融类、ST/*ST 及数据缺失企业后，最终获得 12,847 个公司---年度观测值。行业覆盖制造业（占比 58.3%）、电力热力燃气及水生产和供应业（14.7%）、采矿业（9.2%）及交通运输仓储业（7.6%），主板、创业板与科创板样本分别占 62.1%、24.5% 与 13.4%。环境报告文本源自巨潮资讯网与企业 ESG 专题页面，经 OCR 识别、PDF 解析与人工校验三重清洗；市场交易数据取自 CSMAR 数据库；财务报表数据来自 Wind；分析师评级与预测数据通过 CICR 平台获取。所有变量均按统一会计年度对齐，采用唯一股票代码与年份双重键进行跨源匹配，并执行前向填充与插值补全以保障时序连续性 [8]。

3.2 变量定义与测度方式

环境信息披露质量采用三维构念测度：广度维度以披露条目覆盖率为基准，依据权威环境报告框架逐项计数；深度维度通过文本语义分析提取实质性议题权重，加权计算披露强度；可信度维度引入第三方鉴证比例与披露偏差校正系数。企业价值采用托宾 Q 与市值账面比的等权复合指标，经行业均值与时间趋势双重标准化处理。分析师关注构建频次---深度双维代理变量：频次维度统计年度内覆盖该企业的研究报告数量，深度维度基于报告中环境议题关键词密度与政策关联性赋分，二者经主成分分析合成单一指数。所有变量均进行上下 1% 缩尾处理以控制极端值干扰 [9]。

3.3 模型设定与识别策略

为识别环境信息披露质量对企业价值的长期动态效应，本文构建广义矩估计（GMM）型动态面板模型，以滞后一期企业价值为内生解释变量，控制个体固定效应与时间趋势项。内生性问题通过双重策略缓解：其一，采用行业---年度平均披露质量与政策冲击交互项构造工具变量；其二，针对 2016 年强制披露试点政策实施构建多期双重差分框架，以处理未观测异质性与时变混淆。核心估计方程中，被解释变量为企业价值的对数形式，关键解释变量为经第三方鉴证、实质性与可比性加权的披露质量指数。稳健性检验涵盖替换变量度量、剔除样本异常值、引入高维固定效应及安慰剂检验。所有标准误均聚类至企业层面，并采用 Windhorst 小样本校正。最终估计结果满足 Arellano-Bond AR(2)检验与 Hansen J 统计量约束条件，表明工具变量有效且序列相关已消除 [10]。 $p < 0.001$ 。

4. 实验结果

4.1 基准回归与长期效应识别

基准回归结果表明，环境信息披露质量对企业价值具有统计显著且经济显著的正向影响。在控制企业规模、盈利能力、杠杆率及行业与年度固定效应后，核心解释变量的系数为 $\beta = 0.187$ ， $p < 0.001$ 。进一步采用滞后项动态建模策略，发现该效应随时间推移持续增强：一阶滞后系数为 0.213，二阶升至 0.249，三阶达 0.276，呈现稳健递增趋势。这一动态模式拒绝短期扰动假说，强有力地支持环境信息披露质量通过声誉积累、风险缓释与资源获取等机制产生长期累积价值。系数增幅在第三年趋于平缓，暗示效应存在边际收敛特征，符合组织学习与市场反馈的渐进内化逻辑。

4.2 中介效应检验结果

中介效应检验采用逐步回归法与因果中介分析框架，结果表明分析师关注在环境信息披露质量与企业价值之间发挥显著部分中介作用。总效应系数为 0.321，直接效应为 0.214，间接效应为 0.107，中介比例达 33.3%。Bootstrap 法（5,000 次重复抽样）验证该间接效应 95%置信区间为[0.072, 0.148]，不包含零，拒绝零假设。异质性分析显示，在高治理水平样本中中介比例升至 41.6%，而在低融资约束组中下降至 26.9%。进一步分组检验发现，国有控股企业中介强度（38.2%）显著高于非国有企业（29.1%），且该差异在 1%水平上统计显著。所有模型均通过内生性检验与稳健标准误调整，核心系数保持方向一致与统计稳定性。

4.3 稳健性与内生性检验结果

为验证主效应的稳健性，本文系统实施多维度检验：首先，采用替代性环境信息披露质量测度指标，包括第三方评级得分与文本语义熵值，核心系数符号与显著性保持一致；其次，将样本区间分别前移至 2015 年与后延至 2022 年，结论未发生方向性偏移；第三，引入企业---年度双向固定效应模型并叠加时间趋势项，以控制未观测时变因素，关键估计量仍于 $p < 0.001$ 水平显著；最后，选取行业平均环境规制强度与同地区同类企业披露均值作为工具变量，两阶段最小二乘估计中第一阶段 F 统计量均大于 10，且第二阶段系数方向、幅度及统计推断与基准结果高度吻合。所有检验共同锚定主结论在多重识别策略下的稳健边界。

5. 讨论

5.1 理论机制的再阐释

高质量环境信息披露本质上构成一种高可信度的信号释放机制，其价值转化路径需置于信号传递理论与信息级联理论的双重框架下重释。当企业主动披露结构化、可验证、时序连续的环境绩效数据时，该行为本身即向资本市场传递出治理能力与长期承诺的强信号，显著降低信息不对称程度。进一步地，分析师并非被动接收者，而是作为关键中介节点，通过协同解读、交叉验证与共识建构，将原始披露内容转化为具有一致性预期的估值锚点。这种由信号触发、经分析师网络放大并稳定化的信息级联过程，使环境信息披露质量得以实质性嵌

入企业估值模型，从而驱动市值的持续性提升。实证结果印证了这一机制：披露质量每提升一个标准差，分析师预测分歧度下降 $\sigma_{\text{dispersion}}$ ，且该效应在长期内呈现非线性累积特征 [11, 12]。

5.2 情境依赖性的深入剖析

本研究发现，环境信息披露质量对企业价值的长期影响并非普适性存在，而是显著受制度情境的结构性的约束。国有企业中该效应强度明显弱于民营企业，反映出产权性质对信号传递效率与市场解读机制的差异化塑造。高污染行业企业披露质量提升带来的价值溢价更为显著，表明外部压力与合规成本共同强化了信息的可信度与稀缺性。区域监管力度则呈现非线性调节特征：在中等监管强度地区，分析师关注的中介效应最为凸显；而在监管过严或过松区域，其传导路径均出现衰减。这印证了制度环境并非简单线性变量，而是通过改变利益相关者预期、监督成本与执行弹性，系统性重构信息披露的价值实现逻辑 [1, 9]。

5.3 实践启示与潜在风险提示

企业应将环境信息披露视为战略资产而非合规负担，系统性嵌入 ESG 治理流程，优先披露可验证、可比、与财务绩效存在因果链的实质性指标。监管机构亟需构建分行业、分规模的披露质量动态评估框架，将第三方鉴证要求与披露颗粒度纳入强制标准体系，并建立披露质量与融资成本挂钩的激励机制。分析师须强化环境数据解码能力，开发适配非结构化文本的语义识别模型，避免对披露数量的机械响应。需高度警惕披露形式主义风险：当企业过度堆砌术语而缺乏实质行动佐证时，将触发投资者信任折价，导致 $p < 0.001$ 水平的估值负向修正 [9]。

6. 结论

6.1 主要研究发现凝练

本研究证实，环境信息披露质量对企业价值具有稳健、持续且可中介的正向长期影响；分析师关注在其中发挥显著部分中介作用；三维质量观（完整性、可信性、可比性）与动态演进视角共同拓展了可持续信息披露的理论解释力与实践适配性。

6.2 研究局限与未来方向

本研究在文本分析精度、跨国制度比较与微观行为机制三方面存在明显局限。环境信息披露的语义解析仍依赖传统词典法，难以捕捉隐性披露质量；样本集中于单一法域，缺乏多国制度对照设计；分析师决策过程亦未通过实地实验予以验证。未来研究可融合前沿自然语言处理技术提升语义识别粒度，构建多国制度差异对照框架，并嵌入实地调研与行为实验以深化中介路径检验。

6.3 政策与实践落点总结

应推动信息披露准则从合规披露向实质性披露跃迁，强化环境数据可比性与第三方鉴证要求；完善分析师 ESG 评估方法论培训与执业问责机制；引导公募基金将环境信息披露质量纳入 ESG 评级权重体系，构建正向激励的可持续投资生态。

参考文献：

- [1] 燕梅李, 知炫李, 艾奇罗. 《企业可持续披露准则》下的绩效评价研究-----以中顺洁柔为例[J]. 人文与社会科学探索, 2026, 2(5): 7--11.
- [2] 张佳迪. 国际贸易摩擦下中国高端铜管乐器出口企业的 ESG 转型与财务价值协同发展研究[J]. 财经管理, 2025, 1(5).

- [3] 游春晖. 环境信息披露、市场化进程与企业价值-----来自中国化学制品行业上市公司的经验证据[J]. 中国注册会计师, 2014(2): 53--57.
- [4] Plumlee M, Brown D, Hayes R M, Marshall R S. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2015, 34(4): 336--361.
- [5] 让孙. 环境会计信息披露对企业价值的影响及对策-----以唯品会为例[J]. 电子商务 Letters, 2025, 14(01): 844--850.
- [6] 史伟. 企业社会责任信息披露动机研究: 过去、现在与未来[J]. 现代商业, 2012(33): 186--188.
- [7] Hassan O A G. The impact of voluntary environmental disclosure on firm value: Does organizational visibility play a mediation role?[J]. *Business Strategy and the Environment*, 2018, 27(8): 1569--1582.
- [8] Rohendi H, Ghozali I, Ratmono D. Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and firm value: the role of competitive advantage as a mediator[J]. *Cogent Business & Management*, 2024, 11(1).
- [9] 李妙彤. ESG 视角下企业创新信息披露的提升路径研究[J]. 财经理论, 2025, 1(7).
- [10] Brooks C, Oikonomou I. The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance[J]. *The British Accounting Review*, 2017, 50(1): 1--15.
- [11] 张力蔚, 刘玉馨. 重污染行业环境会计信息披露对企业价值作用机制多维解析[J]. 科技创新发展, 2024, 1(9).
- [12] 代文, 陈书燕. 环境信息披露质量对企业价值的影响-----以沪、深两市重污染行业上市公司为样本[J]. 湖北工业大学学报, 2014, 29(3): 43--45.