

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 环境信息披露对重污染企业金融化的影响研究

研究生姓名: 谭均康

指导教师姓名、职称: 方来(教授)

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 区域金融

提交日期: 2023年6月3日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 谭均康 签字日期： 6月6日
导师签名： 马来 签字日期： 6月6日
导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 谭均康 签字日期： 6月6日
导师签名： 马来 签字日期： 6月6日
导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the impact of environment information disclosure about the financialization of high pollution company

Candidate : Tan Junkang

Supervisor: Fan Lai

摘 要

近年来，在绿色发展理念深入人心的背景下，民众环境保护的意识不断增强，公众监督成为抑制环境问题的主要力量。此外，新环保法和其他配套政策的出台使政府部门乃至为企业提供服务的利益相关者相比之前更关注企业环境污染问题。而我国重污染企业较低的环境信息披露质量难以满足各利益相关者对环境信息的需求。

2008年金融危机以来，实体经济利润率大幅下滑，出现了脱实向虚的现象。与此同时，在经济增速放缓和严厉的环境规制双重打压下，重污染企业面临着经营效率低下、生产过程高污染高耗能的现实问题，急需转变发展模式并增加环保投入。重污染企业因环境治理的成本增加，进而使其主营业务利润降低，诱发重污染企业金融化。事实上，企业履行环境义务可以被看成是实体投资的一种，增加实体投资将有助于降低企业金融化。企业环境信息披露质量越高也意味着环境绩效越好，更能制约管理层的“自利”行为。

本文研究了2011至2020年环境信息披露对重污染企业金融化的影响，选取了808家上市重污染企业6189个样本进行研究，并通过相关的理论梳理，提出相应的理论机制。以金融资产占资产总额之比作为金融化的衡量指标，运用行业和年份为双固定效应模型对所提出的假设进行实证检验。

实证研究发现，环境信息披露会对重污染企业金融化产生抑制作用。且代理成本和企业研发投入是环境信息披露抑制重污染企业金融化的中介渠道，而融资约束不是产生该效应的中介渠道。此外，内部控制对环境信息披露抑制重污染企业金融化具有负向调节作用，表明环境信息披露很好地起到对内控水平低的重污染企业的监督作用。并且通过进一步异质性检验发现在非国有重污染企业和所在市场竞争程度高的重污染企业中，环境信息披露对金融化的抑制作用更明显。通过非线性回归分析，可以发现环境信息披露抑制重污染企业金融化的作用有一定的限度。通过所有权异质性检验，相比于非国有重污染企业，环境信息披露对重污染国有企业金融化呈现出明显的“U”型效应。

在最后本文提出企业要环境信息披露；政府要鼓励重污染企业环境信息披露的同时要防止环境信息披露“漂绿”现象的出现；银行等信贷机构要给环境信息披露高的重污染企业提供更多融资支持，但要加强监管等。

关键词：环境信息披露 重污染企业金融化 利益相关者 非线性效应

Abstract

In recent years, under the background that the concept of green development has taken root in the people's hearts, the public's awareness of environmental protection has been constantly strengthened, and public supervision has become the main force to curb environmental problems. In addition, the introduction of the new environmental protection law and other supporting policies has made government departments and even stakeholders providing services to enterprises pay more attention to the environmental pollution problem of enterprises than before. However, the low quality of environmental information disclosure of heavy polluting enterprises in China is difficult to meet the needs of all stakeholders for environmental information.

Since the financial crisis in 2008, the profit margin of the real economy has declined sharply, and the phenomenon of "shifting from reality to reality" has appeared. At the same time, under the dual pressure of slowing economic growth and strict environmental regulations, the heavily polluting enterprises are facing the practical problems of low operating efficiency, high pollution and high energy consumption in the production process, and are in urgent need of changing the development model and increasing environmental protection investment. Due to the increase in the cost of environmental governance, heavily polluting enterprises

reduce their main business profits and induce the financialization of heavily polluting enterprises. In fact, the performance of environmental obligations by enterprises can be regarded as a kind of physical investment, and increasing physical investment will help reduce the financial level of enterprises. The higher the quality of enterprise environmental information disclosure also means the better the environmental performance, which can restrict the "self-interest" behavior of the management.

This paper studies the impact of environmental information disclosure on the financialization of heavily polluted enterprises from 2011 to 2020, selects 6189 samples of 808 heavily polluted listed companies for research, and puts forward corresponding theoretical mechanisms through relevant theoretical analysis. The ratio of financial assets to total assets is taken as the measurement index of financialization, and the hypothesis is empirically tested by using the double fixed effect model of industry and year.

Empirical research has found that environmental information disclosure can have an inhibitory effect on the financialization of heavily polluting enterprises. Moreover, agency costs and enterprise R&D investment are intermediary channels for environmental information disclosure to suppress the financialization of heavily polluting enterprises, while financing constraints are not intermediary channels for generating this effect. In addition, internal control has a negative regulatory effect

on environmental information disclosure to suppress the financialization of heavily polluting enterprises, indicating that environmental information disclosure effectively supervises heavily polluting enterprises with low levels of internal control. And through further heterogeneity testing, it was found that environmental information disclosure has a more significant inhibitory effect on financialization in non-state-owned heavily polluting enterprises and these with high market competition. Through Nonlinear regression analysis, we can find that environmental information disclosure has a certain limit in inhibiting the financialization of heavily polluting enterprises. Through the heterogeneity test of ownership, compared to non-state-owned heavily polluting enterprises, the disclosure of environmental information shows a significant "U-shaped" effect on the financialization of heavily polluting state-owned enterprises.

In the end, this article proposes that enterprises should disclose environmental information; The government should encourage the disclosure of environmental information by heavily polluting enterprises while also preventing the occurrence of the phenomenon of "greenwashing" in environmental information disclosure; Banks and other credit institutions should provide more financing support to heavily polluting enterprises with high environmental information disclosure, but strengthen supervision and other measures.

Keywords: environmental information disclosure; Financialization of heavily

polluting enterprises; stakeholder; nonlinear regression analysis

目 录

1. 绪 论	2
1.1 研究背景及意义	3
1.1.1 研究背景	3
1.1.2 研究意义	4
1.2 研究内容和研究方法	4
1.2.1 研究内容	4
1.2.2 研究方法	5
1.2.3 技术路线	6
1.3 文献综述	7
1.3.1 非金融企业金融化的定义	7
1.3.2 对于非金融企业金融化的原因分析	8
1.3.3 非金融企业金融化对企业创新的影响	9
1.3.4 上市公司环境信息披露的影响因素	9
1.3.5 环境信息披露对融资约束的影响	10
1.3.6 环境信息披露对企业投资效率的影响	11
1.3.7 环境信息披露质量对企业创新的影响	11
1.3.8 文献评述	12
1.4 本文的创新点和不足	12
1.4.1 本文的创新点	12
1.4.2 本文的不足	13
2. 相关概念界定与理论基础	14
2.1 相关概念的界定	14
2.1.1 环境信息披露	14
2.1.2 重污染企业	14
2.2 理论基础和影响机制	14
2.2.1 利益相关者理论	14
2.2.2 组织合法性理论	15
2.2.3 委托代理理论	15
2.2.4 金融化的投资替代动机和“蓄水池”效应	16
2.2.5 信号传递理论	16
2.2.6 环境信息披露影响重污染企业金融化的影响机制	17
3. 现状分析	18
3.1 重污染企业环境信息披露现状分析	18
3.2 重污染企业金融化现状分析	21
4. 研究假设和模型设定	25

4.1 研究假设	25
4.2 指标构建与变量选取	27
4.1.1 变量选取	27
4.1.2 数据来源	29
4.3 模型的设定	29
5. 环境信息披露对重污染企业金融化的实证检验	31
5.1 数据描述性统计分析	31
5.2 环境信息披露对重污染企业金融化的主回归检验	34
5.3 环境信息披露对重污染企业金融化影响的中介效应检验	35
5.4 环境信息披露对重污染企业金融化影响的调节效应检验	38
5.5 研究结论	39
5.6 稳健性检验	39
5.7 进一步研究	42
5.7.1 分企业所有权性质的异质性检验	42
5.7.2 市场竞争程度的异质性检验	44
5.7.3 环境信息披露对重污染企业金融化的非线性效应分析	45
6. 研究结论与对策	47
6.1 研究结论	49
6.2 政策建议	49
参考文献	52
后记	54

1. 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

改革开放以来，我国金融业在不断发展，金融体系在不断完善，使企业能够在资本市场和其他金融渠道便捷地进行投融资。然而，在经济快速发展的同时，在我国特有的以银行为主导的金融体系和四万亿政策的作用下，出现了企业过度投资的问题，并且投资主要集中于房地产和过剩产业，导致虚拟经济与实体经济之间的收益率差距较大。2008 年全球金融危机的爆发使实体经济持续疲软，资金大量流向房地产业和金融业，造成经济虚假繁荣，而资金在金融体系中的空转造成了非金融企业尤其是中小企业融资难贵的问题，也易使金融体系发生系统性风险。习近平总书记也指出实体经济是大国经济命脉所在，是构筑未来发展战略优势的重要支撑。为此，政府也出台了相关政策来推动实体经济发展，抑制实体企业的过度金融化。

重污染行业作为我国经济增长的驱动力，是实体经济的重要组成部分，也是发展新兴产业的基石。由于实体经济利润率不断走低，环保成本上升，虚拟经济的高收益会使重污染企业倾向于投资金融资产或影子银行领域。在经济发展方式转变、产业结构调整的背景下，如何促使重污染企业减少污染物排放，增加环境治理，并实现重污染企业的转型升级是经济改革能否成功的关键。只有抑制重污染企业金融化，才能让重污染企业聚焦主营业务的经营，进而更好实现经济高质量发展。

随着我国环境规制日益趋严，各利益相关者对重污染企业的环保要求也日益提高，对于污染事件的关注度也有所上升。早在 2007 年 7 月，国家环保总局、中国人民银行与银监会联合出台了《关于落实环保政策法规防范信贷风险意见》，该文件的出台正式将“绿色信贷”进行政策制度性的设定，要求各大政策性银行、商业银行在贷款审批中重点考虑企业的环保与社会责任情况。2012 年 2 月银监会出台了《绿色信贷指引》，是推动银行发展绿色信贷的纲领性文件。并将该文件提升到战略的高度。2016 年 8 月出台的《关于构建绿色金融体系的指导意见》则提出构建绿色金融体系，并不断开发各种创新的金融产品鼓励企业将更多的资金投向清洁环保领域，并进行环保方面的技术研发。在相关环保法规不断完善和社会对环境日益重视的背景下，环境风险已成为在企业发展中不可忽视的重

要因素。环境信息披露是利益相关者了解企业环境治理的重要方式。披露环境信息不仅是法律的强制性规定，还是各利益相关者对重污染企业的必要要求。

综上，我国严格环境规制和社会对于环境污染的日益重视使重污染企业环境信息披露成为必不可少的非财务信息。环境信息披露也成为了公众和投资者了解公司环境治理情况的重要窗口，上市公司提高环境信息披露质量将会对公司治理和促进企业长期投资具有良好的效果，并能很好地抑制重污染企业过度金融化。

1.1.2 研究意义

理论意义：本文研究了环境信息披露对我国 A 股上市重污染企业金融化的影响，为未来非金融企业金融化的研究提供了新的视角。以往对于非金融企业金融化的原因分析，大多集中在代理成本、政策不确定性、公司治理、融资约束以及企业投资挤出效应等方面，而极少有从环境信息披露的视角研究非金融企业金融化。此外，本文通过对二者之间进行理论分析和实证研究，并分析环境信息披露对重污染企业金融化的影响机制，引入融资约束、代理成本和研发投入作为中介变量，以丰富企业金融化的研究。

现实意义：在我国主要矛盾转变这一背景下，环境保护问题和经济脱实向虚成为我国目前亟待解决的问题。极少学者涉及对两者关系研究。理清二者间的关系将可能为抑制实体经济“脱实向虚”提供新的方式。本文将对两者之间的关系进行具体分析，以反映重污染企业公司治理现状，并为重污染企业设立良好的公司治理结构和社会责任信息披露提供有意义的参考，并帮助政府制定相关政策以抑制经济“脱实向虚”，并实现经济高质量发展。此外，为了进一步考察内外部因素对环境信息披露和重污染企业金融化关系之间的调节作用，本文将内部控制因素作为调节项，并且研究可能的非线性效应，提出相关政策建议。

1.2 研究内容和研究方法

1.2.1 研究内容

首先，本文通过对理论的分析 and 前人的研究，从企业配置金融资产的动机和环境信息披露的效应出发，对环境信息披露质量和重污染企业金融化两方面进行了理论分析，并提出相应的理论基础和传导机制。其次，本文将主要采用固定效应模型，并运用相关指标对环境信息披露对重污染企业金融化的影响进行实证分析，并从融资约束、代理问题和研发

投入在两者之间的中介效应进行具体分析，且引入内部控制作为调节变量，更深入地分析产生该效应的原因。此外，对主回归的效应进行稳健性检验。并在此基础上进行异质性检验并对非线性效应进行分析。最后，根据研究结论，提出相应的建议 and 对策。

各章节内容如下：

第一章，绪论。本章节阐述了本文的研究背景、目的和意义，并总体介绍了本文的研究思路、方法和技术路线，总结出论文的主要创新点与不足。

第二章，相关概念界定与理论基础。本章节首先对环境信息披露和重污染企业的概念进行了界定，梳理环境信息披露和非金融企业金融化的内涵和量化方法。其次对与本文相关的利益相关者理论、组织合法性理论、金融化的投资替代动机和“蓄水池”效应、委托代理理论、信号传递理论进行回顾和总结。并进行环境信息披露质量对重污染企业金融化影响的机理进行分析。

第三章，环境信息披露质量与重污染企业金融化现状分析。介绍环境信息披露的衡量指标的同时，介绍我国环境信息披露质量现状。并从不同企业所有权性质和不同金融资产类别来分析我国重污染企业金融化现状。

第四章，通过对相关理论的分析和相关文献的阅读，本文将提出环境信息披露对重污染企业金融化的相关假设和可能存在的中介效应和调节效应。

第五章，环境信息披露质量影响重污染企业金融化实证分析。本章首先选取和设计合理的指标，并对重污染企业金融化水平测度。并构建了本文研究的实证模型，针对研究假设做出研究设计，选取合适的样本、变量并说明数据来源。之后通过固定效应模型检验了环境信息披露质量对重污染企业金融化的中介和协调效应，此外还在模型中加入环境信息披露二次项来检验环境信息披露对重污染企业金融化的非线性效应，并对实证结果进行讨论分析。

第六章，研究结论与启示。该部分对本文的理论分析和实证结果进行总结，得出结论。之后结合研究结论从政府、企业、金融机构等方面提出政策建议。

1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法

研究过程中，查阅了众多环境信息披露与企业金融化等方面相关研究资料，梳理当前国内外研究现状，从委托代理理论、蓄水池效应和逐利动机理论分析重污染企业金融化的原因，从利益相关者理论和信号传递理论阐述了重污染企业进行环境信息披露的动因。并

探讨了环境信息披露质量对重污染企业金融化的影响机理，分析了环境信息披露质量对重污染企业金融化的直接效应和间接效应，为下文二者关系的实证研究提供理论支撑。

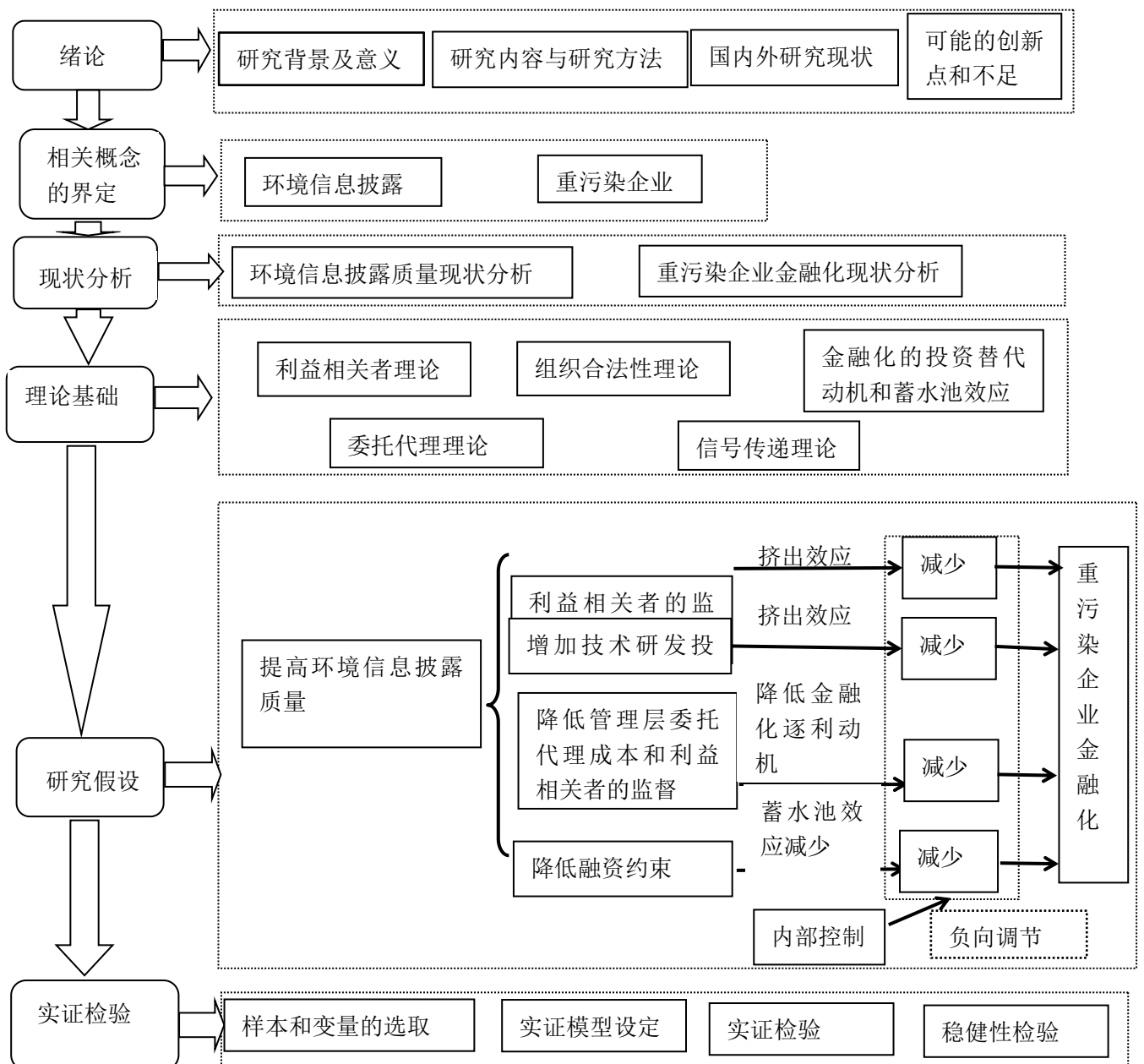
(2) 实证研究法

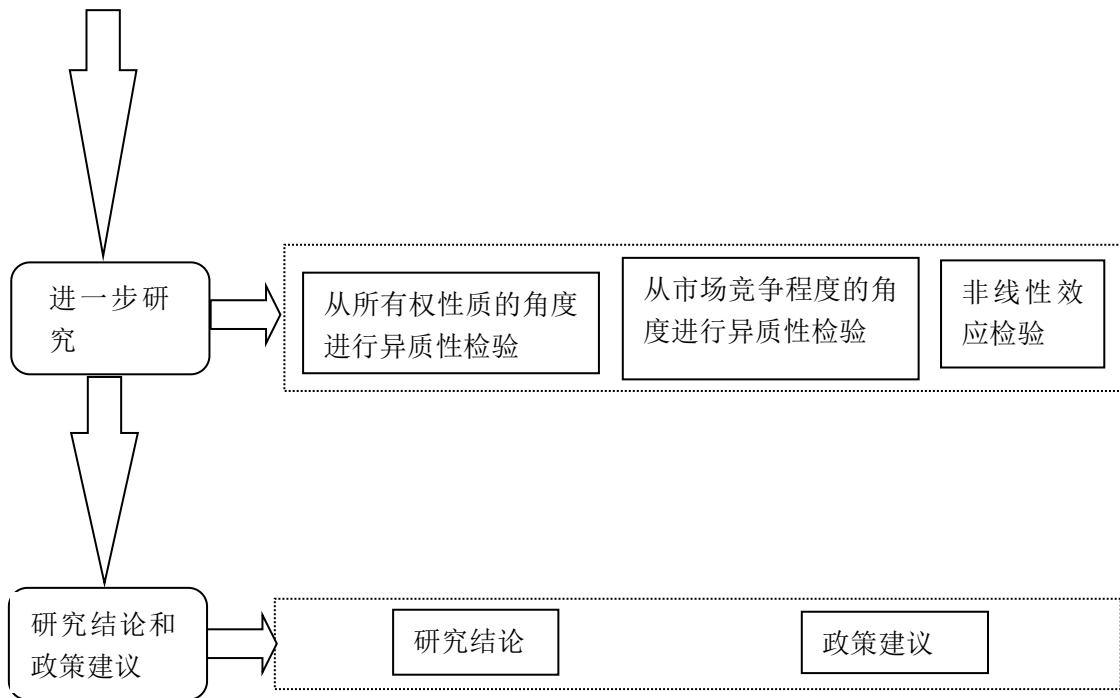
本文将借鉴相关学者采用构建指标法构建环境信息披露相关指标，选取 A 股上市重污染企业 2011-2020 年的财务报表相关数据和社会责任报告相关数据，建立固定效应模型分析环境信息披露质量对重污染企业金融化的影响。

(3) 对比分析法

以某一标准来分组，比较不同组的实证结果的差别，以得出相关的结论

1.2.3 技术路线





1.3 文献综述

1.3.1 非金融企业金融化的定义

20 世纪 70 年代，经济全球化快速发展，金融资本迅速崛起，再加之金融市场日益繁荣导致金融资产收益率比实体收益率更高，在此背景下，实体企业金融化被大量学者所关注。国外对于经济金融化没有统一的定义，但通常来讲都有金融产业在各种因素的作用下替代或挤压了实体经济并金融活动成为了经济活动的主要方式。Harvey (2005) 也认为投资机会的减少使过多的累积资本投向金融领域。之后更多地从金融市场与企业的角度对该课题进行研究。Stockhammer (2004) 和 Milberg (2008) 认为实体企业回购股票和参与金融市场的热情显著上升，且从生产型企业转变为金融控股集团的过程为金融化过程。Orhangazi (2006) 认为非金融企业金融化主要体现在金融投资的增加、金融收益的占利润的比重增大和金融支付的使用频率的增加，并 (2008) 认为金融化的表现是实体企业金融投资和金融收益的增加，以及退出主营业务的经营，通过在金融市场投资以获取更高的利润。Demir (2009) 认为实体企业金融化的主要表现为短期金融资产不断增加、固定资产投资比例减少、持有金融资产收益率的不断上升，甚至超过了主营业务所获得的收益，并提出将金融资产持有比例以衡量金融化。蔡明荣等 (2014) 总结归纳金融化是一种资本积累的形

式，是财务创造的商业模式。

1.3.2 对于非金融企业金融化的原因分析

Harvey (2003) 认为投资流动性较高的金融资产可以提高资本利用率。Crotty (2009) 指出公司管理层和利益相关者更关注于短期利益，并极大的改变了管理层的薪酬标准，使高级管理人员只关注短期股价的波动，公司现金流流入金融市场的比例大幅增加。Demir (2009) 通过分析新兴市场金融化水平与实体投资之间的影响关系时指出，金融资产相比于实体，有可逆的预期收益，在金融市场繁华时，相比于实体投资，投资金融资产能带给企业在更短的期限内获取更高的收益率。Demir (2007) 通过对其他国家的实证研究发现，随着宏观经济波动加剧，为应对所增加的经营不确定性，非金融企业通过增加持有流动性较高的金融资产以平衡风险。Krippner (2005) 认为管理层为实现股东价值最大化将资本投入到金融市场进行短视投资以实现更高的收益。Lazonick (2011) 和 Davis (2013) 认为股权激励等创新激励形式使委托代理矛盾得到了缓解，经理层为使自身利益最大化的同时也为提升公司整体价值而奋斗。

我国学者也对该领域做了相关研究，宋军 (2015) 研究了企业经营利润率与金融资产投资的关系，从理论上分析了低业绩公司和高业绩公司持有金融资产的动机分别是“替代效应”和“富余效应”，并发现高业绩和低业绩的公司都倾向于持有更多的金融资产，但高业绩企业不持有交易性金融资产。张成思等 (2016) 以金融渠道利润占比为切入点，并得出实体金融化会降低实体投资率，且货币政策对实体经济政策效果也受到抑制的结论。王雪源 (2019) 认为我国非金融上市企业金融化整体呈现出上升趋势，但相比于国外仍处于较低水平。严武 (2020) 等构建条件约束式，若存量金融资产增加，会使企业投资降低，表现为“替代”或“挤出”效应；若相关金融现金流增加，将促进下期的企业投资，表现为“蓄水池效应”。这一效应在股利分配率高的企业更为明显，而股利分配率低的企业因为业绩较差和社会责任感不强没有上述效应。杨箐等 (2018) 研究发现宽松的货币政策促进了企业投资交易性金融资产，且这一现象在有较强融资约束的民营企业中更为显著而在国有企业中不显著，且货币政策宽松程度与研发投入的协同效应更能促进实体企业非金融化。这说明了我国上市公司投资金融资产是因为金融资产能提供流动性的同时并获取一定的投资收益，更多体现了企业投资金融资产的“蓄水池效应”。胡亦明、王雪婷等 (2017) 运用宏观经济指标来考察非金融企业金融资产配置是“蓄水池效应”还是“替代效应”，结果发现企业配置金融资产仍以“蓄水池效应”为主，但也存在为追求高收益而挤占实体

投资的现象。顾海峰等（2021）研究发现经济政策变动会抑制企业金融化，且高管权力过大和宽松的货币政策会削弱该效应。顾雷雷等（2020）通过研究认为企业承担社会责任主要是为了实现股东价值最大化而倾向于配置更多金融资产，而融资约束是导致该现象的中介渠道。而李月娥等（2022）通过进一步研究发现财务风险也是导致该现象的中介渠道。

经营效益差、成长性低、股权集中度低和对高管股权激励程度低的企业金融化水平更高是因为企业存在委托代理问题和逐利动机。沈纪初（2021）指出企业所处产品市场竞争越激烈，企业金融化的程度越高。黄娟等（2022）认为实体企业金融化主要通过挤占效应来降低企业的投资效率，且融资约束的增强能减缓企业投资效率的降低。蔡海静等（2021）研究发现环境规制强度的提高会显著促进实体企业金融化，这是由于环境规制会明显提高实体企业在环境方面的治理成本，并提高企业的融资约束，进而促进企业为追逐利润而投资金融资产。俞毛毛等（2021）和徐春露（2022）认为新环保法的出台能够降低非金融企业金融化程度。此外，我国学者也对实体企业金融化和信息披露之间的关系进行了研究，邓超等（2021）研究发现企业的金融化会降低管理层对实体经营的关注，管理层为掩盖实体经营效益的下滑和企业价值的下降的事实，倾向于降低信息披露质量，因此实体企业金融化会降低上市公司信息披露质量。何艺凡（2021）以句长、词长等作为年报可读性的测度，分析了实体企业金融化对企业信息披露行为的影响，结果发现企业金融化程度越高，年报文本可读性越差，并通过金融资产的流动性作异质性分析，发现长期金融资产增加会显著降低年报的可读性，短期金融资产则没有显著影响。

1.3.3 非金融企业金融化对企业创新的影响

周雪峰等（2018）研究发现金融化对民企创新投资具有挤出效应，但高新技术企业的这种效应小于民营企业，进一步分析发现是产业政策导致这种差异。倪志良（2019）通过演化博弈模型得出实体企业金融化能显著抑制企业创新能力。谢家智等（2014）发现企业金融化会抑制企业创新研发投入，而政府干预则强化了这种作用。舒鑫等（2020）通过实证研究证明了适度的金融化不会对研发投入产生挤出效应，过度金融化通过现金流效应对研发投入产生挤出效应。段军山等（2021）认为非金融企业一味地进行金融投资会占据和消耗企业的资源和精力，企业金融投资行为对企业技术创新投入与产出均具有较大的抑制作用，这远远大于“蓄水池效应”和“平滑效应”对技术创新的促进作用。

1.3.4 上市公司环境信息披露的影响因素

环境信息披露是上市公司向利益相关者传递自身环境信息的主要手段，是公司合法性的管理手段。其披露的数量和质量将会对公司有较大影响。上市公司进行环境信息披露的外部因素有经济发展水平、政府监管力度、媒体监督和行业特征等方面。除外部因素外，公司内部因素（如公司规模、公司治理、所有权性质和环境业绩）能显著的影响上市公司环境信息披露。黄珺（2012）指出控股股东持股比例、股权制衡度和高管持股比例与环境信息披露水平正相关，这在国有企业中表现地更为明显。郑飞鸿等（2018）指出我国上市公司环境信息披露质量不高，大多采取非独立的报告方式。该文从财务环境信息和非财务环境信息两方面构建环境信息披露指数，并运用 Tobit 模型分析可能对环境信息披露质量存在的影响因素，结果表明上市公司的偿债能力、盈利能力、内部治理、区位优势等对环境信息披露质量有正的效应。沈洪涛等（2014）从信号传递理论和合法性理论从理论上分析了环境表现和环境信息披露之间的关系，并以 2008 至 2010 年的上市重污染企业为研究样本，结果表明环境表现好的重污染企业倾向于提高环境信息披露质量传递环境治理良好的信号。苏利平（2020）指出环境信息披露质量的提升有助于降低股权融资成本。政府监管强度的提升将促进环境信息披露质量的提升，并在国有企业中表现明显。毕茜等（2015）通过研究沪深两市重污染 A 股上市公司，发现中国几千年来传承下来的优秀传统文化与环境信息披露质量之间存在正相关关系，支持了促进作用这一理论派系的观点，而且验证了非制度因素对制度因素与企业环境信息披露的正向影响具有强化作用。

在关于公司治理对环境信息披露的影响研究中，刘佟等（2016）研究发现独董兼职有利于环境信息披露质量的提高，但受高管权利的制约。魏婉婷（2021）研究发现盈利能力、企业家社会责任感、相关政策的完备性等对环境信息披露具有促进作用，而大股东持股比例则抑制环境信息披露质量，反映了公司治理的好坏对环境信息披露有直接影响。李虹等（2019）发现企业代理成本的升高会抑制企业环境信息披露，但公司注册地为高管家乡所在地将能显著抑制该效应。

而关于国外的文献则相对丰富。Brammer&Pavelin（2008）认为媒体曝光程度与环境改良存在显著正相关关系。Moroney et al（2013）则通过对澳大利亚大型公司的实证研究发现正面媒体报道与环境披露水平没有关系。相关学者还对行业特征和环境信息披露的关系进行了详尽的研究。

1.3.5 环境信息披露对融资约束的影响

刘儒暉（2014）使用平衡面板数据分析得出企业的环境披露水平与面临的融资约束水

平呈正相关关系，并且提高环境披露水平将会降低经营现金流量。并且在发达地区和竞争激烈的地区这种效应更显著。杨雪（2016）和裘叶城（2019）研究发现企业披露环境信息可以降低融资约束，且环境信息披露质量越高，对于融资约束的缓解作用越明显。赵丹丹（2021）指出积极的环境信息披露能促进企业的创新水平，并能缓解融资约束以更好地创新。沈洪涛和冯杰（2012）在分析时指出，对于企业来说，积极主动进行披露，不仅有利于取得投资者信任，更能避免由于外在主体的过度报道而处于劣势地位。Yao et al（2019）分析了我国环境信息披露政策对企业融资约束的影响，发现在实施该政策后，企业融资约束得到了缓解，并且提高环境信息质量对缓解企业融资约束的作用效果更强。造成这种结果的原因是缓解了信息不对称和委托代理问题。但通过进一步分析发现环境信息披露质量的提升降低了现金流的敏感性和公司的内控效率。

1.3.6 环境信息披露对企业投资效率的影响

对于环境信息披露质量对企业投资效率的研究，代文等（2016）、邓波（2019）、谢云云（2020）等认为环境信息披露能显著提高企业投资效率。任越（2020）指出我国重污染行业的上市企业环保投资规模较少，并通过实证分析得出环境信息披露质量的提高有利于增加企业环境投资规模，并对规模小、环保投资额低的企业的环境投资规模促进作用更显著。此外，媒体关注度和环境信息披露质量对环保投资有正向协调作用。唐勇军等（2019）指出高环境信息披露质量能够缓和环保投入与企业价值的U型曲线关系，并进一步分析得出环境信息披露的高质量能够很好地减少与利益相关者信息不对称的问题。

1.3.7 环境信息披露质量对企业创新的影响

洪丽珺等（2020）研究发现重污染行业环境信息披露水平与企业创新呈正相关关系，而市场竞争起到了正向调节作用。邹莉媛（2021）研究发现重污染企业提高环境信息披露质量能够促进其绿色技术创新，且相关政府补助对重污染企业绿色技术创新具有促进作用，其信号效应能够吸引外部投资者，有助于缓解重污染企业的融资约束。张哲（2022）指出环境信息披露能显著提升负有强制性披露义务的企业、国有企业和环境披露水平高的企业的创新水平。但也有相反的结论，崔秀梅等（2021）指出我国企业环境信息披露的目的是为了防止监管部门和社会的惩罚，对于污染排放未达标的企业更是如此。企业为了让环境信息披露更好看以树立好的绿色形象，更多地改善强制性的相关指标，对企业技术创新形成挤出效应。在环境规制的调节作用下，强制性环境信息披露质量挤出企业研发投入

较为明显。

1.3.8 文献评述

对相关文献的进一步的归纳和整理，可以发现影响非金融企业金融化主要的两个因素是蓄水池效应和逐利动机。蓄水池效应的发生是由于企业需要应对未来现金流的大幅下降而持有流动性高、风险低的金融资产，而逐利效应是由于金融与实体经济的利润率差距较大，在实体经济疲软或主业经营不佳的情况下，进而减少对实体经济的投资，转而投资高收益的金融资产以实现利润最大化。此外，我国学者通过研究发现企业逐利动机金融化对企业投资存在挤出效应。对于企业金融化的研究较为丰富。

而在环境信息披露质量的研究中，我国学者从环境绩效、融资约束、投资效率、企业研发投入和公司治理等方面进行多角度的研究。总体而言，环境信息披露质量的提高有助于解决企业与利益相关者之间信息不对称的问题，并能缓解融资约束，促进绿色技术创新和环保投入的增长。但有些研究存在不一样的结论，主要是因为样本选择的范围和选取的指标不同而导致有不同的结果。由于鲜有学者分析环境信息披露质量与企业金融化之间的关系，本文在前人研究的基础上，将分析环境信息披露对重污染企业金融化的作用机理，并为解决金融化的负面影响，避免脱实向虚提供相应的政策建议。

1.4 本文的创新点和不足

1.4.1 本文的创新点

本文重点研究环境信息披露对重污染企业金融化的影响研究，并构建相应的指标，并通过行业和年份的双固定效应来证明所提出的假设。

通过对重污染行业企业的环境信息披露和重污染企业金融化进行具体分析，为提出政策建议提供良好的依据。

本文以融资约束、代理成本和研发投入作为中介变量，并对环境信息披露对重污染企业的金融化进行具体分析，能尽可能地分析环境信息披露对重污染企业金融化的作用机理。

引入内部控制作为其调节变量，能够具体分析该因素对该效应的影响，从而分析重污染企业金融化的形成原因，进而丰富相关的研究成果。

通过在模型中加入环境信息披露二次项的方式，以分析环境信息披露对重污染企业金

融化的非线性效应，为提供相关政策建议有更好的依据。

1.4.2 本文的不足

由于数据的可获得性，本文只能以 A 股上市公司作为研究对象，无法考查非上市公司的环境信息披露对重污染企业金融化的影响，研究结论可能存在误差。

由于相关指标的局限性，相关代理变量可能无法代表研究对象，存在不准确的问题。

由于本人能力有限，本人未充分研究影响重污染企业金融化的可能存在的其他影响机制，这也是未来进一步的研究方向。

2. 相关概念界定与理论基础

2.1 相关概念的界定

2.1.1 环境信息披露

目前,关于环境信息披露,学上没有明确的定义。而在2007年颁布的《企业环境信息披露管理办法》中定义环境信息披露为企业以一定形式记录或保存,与企业经营活动产生的环境影响和环境行为相关的信息。王喜等(2022)认为环境信息披露是通过某种方式,对企业环境表现和环境职责履行的公开。一般来说,环境信息披露是通过财务报表、社会责任报告或者独立的环境报告所披露的,并反映企业环境治理、环境目标、环境行为、环保投资、环境污染程度等与社会责任密切相关的非财务信息,以满足各类财务报表信息使用者对环境方面信息的需求。作为公司披露重要的非财务信息,其能体现企业环境保护的成果和重视环保的程度。

我国环境信息披露的形式多样,没有统一的标准。各个企业的环境披露的内容也有较大的差异。关于环境信息披露的度量,主要有用内容分析法对环境信息分别进行打分、通过权威机构或数据库提供的指标作为环境信息披露,或通过专家打分的方式来评分。本文主要采用内容分析法来度量环境信息披露。选用该方法能避免专家的主观偏向,且通过设计指标也能比专业机构的指标更适合度量环境信息披露。

2.1.2 重污染企业

重污染企业主要是指兼具高污染和高耗能特征的企业,是各类污染物和有害物质的主要排放来源。目前,我国产能过剩的行业主要集中于重污染行业,也是去产能的主要行业,且无论是盈利的持续性和成长性,都显著低于非重污染行业。但由于其体量较大,重污染企业对我国经济增长也贡献较大。

2.2 理论基础和影响机制

2.2.1 利益相关者理论

利益相关者是指能够影响企业行动、决策和实际经营,与公司经营有紧密联系,并深刻影响企业的经营成果和战略目标的实现的个人或组织。利益相关者主要包括股东、债权

人、地方政府、员工、供应商、当地居民和消费者等。他们为企业经营牺牲了自己的利益，或者监督和制约企业的经营活动。在这利益关系网中，企业的生存和发展需要考虑其经营活动对利益相关者的影响。如果企业不承担相应的社会责任，不能平衡好利益相关者的利益，只追求股东或企业价值最大化，虽在短期能够带来明显的经济效益，但不利于企业的长远发展，最终要为此付出巨大额代价。而在经济环境日益不确定的当下，企业需要保证企业赖以生存的个人或群体的利益，并实现利益相关者利益最大化。

随着环境风险的上升和公众环保意识的增强，环境问题已成为了利益相关者关注所关注的重要方面。企业也需要披露完善的环境治理的相关信息，以满足各利益相关者对企业环保信息的需求。

2.2.2 组织合法性理论

合法性是指一个组织在行为上在某一法律体系、社会价值体系和道德体系上是正当的，合意的。其本质是与利益相关者的一种契约关系。企业利用外部的资源并提供相应的产品或服务，但也会造成环境污染的外部性问题。企业能获取的相关资源并非是与生俱来的，而是社会所赋予的。企业为了能存活下去，就必须对社会要有正的外部性，保持自身的合法性。而一旦丧失了合法性，企业会使各利益相关者的契约终止，并要承担巨大的损失。企业在其生产经营过程中，不仅会面临政府和有关部门的监管压力，还会受到媒体和当地公众的监督。

在社会各界愈发重视环境问题的当下，一旦出现严重的环境污染事件，就会引发各利益相关者对企业环境问题的担忧。企业也会披露更多的环境信息来缓解内外部利益相关者带来的压力。

2.2.3 委托代理理论

委托代理理论诞生于 20 世纪 70 年代初，其相关概念由 Ross (1973) 提出。其主要内容是在当事人双方，其中代理人一方代表委托人（股东等）一方行使某些决策权，并为委托人提供相应的决策服务，且根据服务的数量和质量获取相应的报酬。在委托代理关系中，委托人（财产或权利的所有者）由于能力、知识和时间等因素无法再行使所有的权利而因社会分工而产生的“有精力、有能力”的代理人则可以为委托人行使权利。在经济人理性假设中，代理人会尽可能的充分利用委托人的资源，以实现委托人价值最大化，并不断延续代理人的人力资本的投入。在社会分工更为专业化和企业经营规模不断扩大的背景下，

委托代理关系成为了最为重要的经济关系。

然而，委托代理关系会出现逆向选择和道德风险的问题，代理人往往会侵犯委托人的利益以增加自己的效用。在公司经营中，代理人（经理等）会选择低于股东期望报酬率的项目投资，选择投资风险过大的项目来侵犯股东或债权人的利益，或者只在乎短期收益而损害公司长期利益，以更好地获得金钱、声誉等收益。这意味着代理人的最大化理性需求与所有人的最大化理性需求不一致。目前，企业解决代理问题主要通过激励和监督两种方式。股权激励是上市公司常用的激励方式，通过管理层持有一定的股份，能使管理层的利益与企业长期价值结合，尽可能解决管理层与股东目标不一致的问题。而代理人和委托人之间的不信任也容易产生委托代理问题。相关的公司治理机制、第三方中介机构的介入能够降低管理层与股东之间的不信任感，并能约束管理者滥用股东的资本。Jensen（1990）指出长期投资的增加有利于企业价值的增长。由于企业经营会面临着环境风险，企业所有者会关注企业环境信息，而环境治理良好的企业也更愿意更多的披露环境信息。良好的环境信息披露能促进管理层关注企业的长期价值，并能增加所有者与管理层之间的信任，能很好的降低代理问题。

2.2.4 金融化的投资替代动机和“蓄水池”效应

非金融企业金融化可以被定义为企业金融投资占比、金融渠道利润占比不断上升，在微观层面表现为企业的主营业务不断被金融投资业务所代替，且企业主要的收益来源于金融渠道的运作，进而使其主营业务盈利能力下滑，并削弱主营业务的市场竞争力。根据企业金融化的收益和成本的关系，可将金融化的动机进一步区分为“投资替代”动机和“预防性储蓄”动机。投资替代动机是指企业为实现股东价值最大化，更多地投资于收益率较高的金融资产，而减少主营业务的投资，其表现为管理层更看中企业的短期财务绩效，并更多地追求企业短期利益而忽略其长期价值。金融化的预防性储蓄动机理论来源于凯恩斯货币需求的三大动机的预防性动机，即为了预防可能的意外支出而保有一定数量的货币。而金融化的预防性储蓄动机则是企业为了应对经营活动的不确定性而更多地持有流动性较高的金融资产。当企业在流动性紧缺时，能迅速变卖金融资产以缓解资金压力。当企业进行实体投资时，流动性较高的金融资产能在一定程度上缓解其资金压力并能平滑投资所产生的成本。

2.2.5 信号传递理论

信号传递理论认为管理层通过向外界传递公司信息以影响投资者行为，以降低信息不对称的程度，由此提升企业的价值和经营绩效。同时投资者会根据公司披露的信息和外部中介机构所提供的信息来做出相应的投资决策，并影响企业业绩表现。公司不披露或者少披露相关信息会使公司股东认为公司可能隐瞒不利的消息，进而影响其公司价值。公司内控水平较高，信息披露制度越完善，公司管理层也愿意向外界披露更多重要信息。

良好的环境信息披露不仅能满足企业所有者在环境方面的信息需求，还会给消费者、供应商、政府等利益相关者留下负责任的好印象，形成良好的社会声誉。这不仅能有效提升与利益相关者的信息沟通效率，缓解所有者与企业间信息不对称的问题，还能迫使企业管理层谨慎做出经营和投资决策，以保证经营过程中良好的声誉，进而提升企业经营绩效。

2.2.6 环境信息披露影响重污染企业金融化的影响机制

目前我国政府部门在制定产业政策中存在盲目性，且过度干预市场机制运行，削弱了市场在配置资源的优势，使我国产业结构产生了扭曲。这导致部分行业资本和劳动力过剩，同质化竞争严重，出现了全行业尤其是重污染行业的亏损。而金融市场的投资收益较高，重污染企业倾向于将资金投资于金融市场以获取高回报。重污染企业经营情况与环境政策和相关法律的关系密切，且盈利能力较差，往往会有较大的动机投资于金融资产，并减少其主业投资。根据以往的研究，环境信息披露能促使企业增加环保投资并促进企业进行研发投入，努力提高主营业务的核心竞争力，将有效降低重污染企业投资金融资产的投资替代动机。但环境信息披露也会使环保投入有所增加，并使主营业务成本上升，可能会促进重污染企业的金融化。

此外，环境信息披露的提高能使利益相关者更好地监督企业环境责任的履行情况，降低信息不对称的程度，进而加强公司治理并降低代理成本，促使企业更多地投资于主营业务。良好的环境信息披露能向股东和债权人传递经营状况良好的信号，有利于降低重污染企业的融资约束，减少经营活动中的不确定性，进而减少流动性储备的金融资产配置。但重污染企业也可能过度迎合利益相关者，导致环境信息披露“漂绿”现象的出现。由于逐利动机，重污染企业可能会将更多的资金投向金融市场中。

由于面临环境合法性的压力，重污染企业会披露更多的环境信息，进而增加研发投入以提高生产效率和减少污染排放，并积极履行环境社会责任。因此环境信息披露的提高将会减少因管理层的逐利性金融化行为，但也因成本增加而促进重污染企业的金融化。

3. 现状分析

3.1 重污染企业环境信息披露现状分析

改革开放以来，尽管中国取得了举世瞩目的经济发展成就，但各工业企业所创造出来的产值有很大一部分来源于是以牺牲环境为代价。进十年来，我国经济结构面临着转型压力，且生态环境保护与经济矛盾的矛盾日益突出。2012年银监会出台的《绿色信贷指引》提出要充分评估环境问题所带来的信贷风险，并加强对银行贷款的社会和环境风险的监管。习近平总书记在党的十八届三中全会提出要大力推进生态文明建设，并重点强调了公众环境监督、污染排放标准、环境污染整治和环境信息披露方面的标准。2015年实行的新环保法加大了违规排污者的违成本，对环境污染的罚款以日计算、上不封顶，并对政府官员纵容环境污染问题零容忍。

与此同时，随着互联网和智能手机的普及，公众可以在各类平台上发表自己的意见。当某一地方出现环境污染问题时，当地居民能将相关信息发送到互联网上并因此引发大量的关注，并对相关企业的声誉和市场竞争能力造成不利的影响。由于严格的环境规制和各利益相关方对环境问题的关注，重污染企业有动机提升其环境信息披露，以规避因环境问题所造成的损失，并以此吸引投资者投资。

本文将参照孔东民等（2020）的研究，从环境管理、环境认证、环境信息披露载体、环境负债以及环境绩效五个方面构建环境信息披露的指标，数据来源为CSMAR数据库中的环境研究数据库。并对上述指标进行改进，将披露仅能定性分析的信息赋值为1，主要是因为披露货币性信息要受到相关部门的监管，企业也履行了更多的环境治理责任。因此，能定量和定性披露的信息最高赋值为2，只能定性而不能定量的信息最高赋值为1。每家企业最高赋值37，并把每家企业赋值除以30。根据上述指标的计算，结果如下图，各年重污染企业平均环境信息披露始终处于较低水平，评分最高不超过0.43，说明重污染企业隐瞒环境信息较多，仍有很大的提升空间。

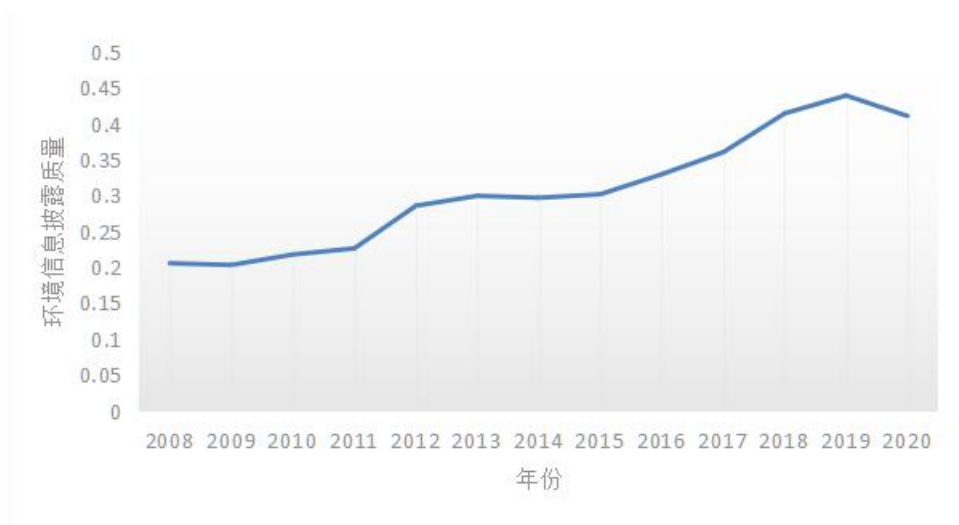


图 3.1: 各年重污染企业平均环境信息披露

本文涉及的重污染企业共有 857 家，其中数量最多的行业为化工与化学制剂业(C26)，有 471 家。分行业来看，不同行业的环境信息披露差异较大，但大体上呈上升趋势。其中煤炭开采业和洗选业(B06)、造纸及纸制品业(C22)环境信息披露较高，且上升较快。纺织服装业(C18)和塑料制品业(C29)的环境信息披露水平较低。通过以上分析，环境信息披露的行业特征较为明显。

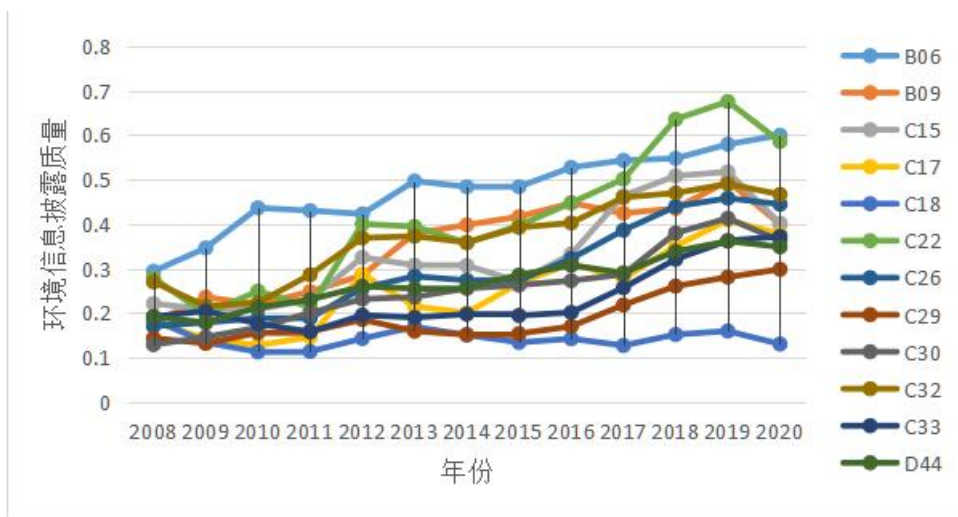


图 3.2: 部分重污染行业企业平均环境信息披露

图 3.3 为重污染企业相关认证的比例。其中 iso9000 为质量管理体系，主要是运用目前先进的管理理念，并以简明的标准形式推出的实用管理模式，是当代质量管理领域成功经验的总结。该体系主要涉及基础、要求、业绩改进、管理体系审核、技术报告等方面。Iso14001 为环境认证体系，是全面管理体系的组成部分，包括制定、实施、实现、评审和

维护环境方针所需的管理体系，是企业内部对环境事务实施管理的部门、人员、管理制度、操作规程及相应的硬件措施。

重污染企业实施环境管理体系的比例呈波动上升趋势，至 2020 年有 39% 的重污染上市企业实施了环境管理体系，处于较低的水平。重污染企业实施质量管理体系的比例至 2012 年以来未有明显的上升趋势，且处于较低的水平。

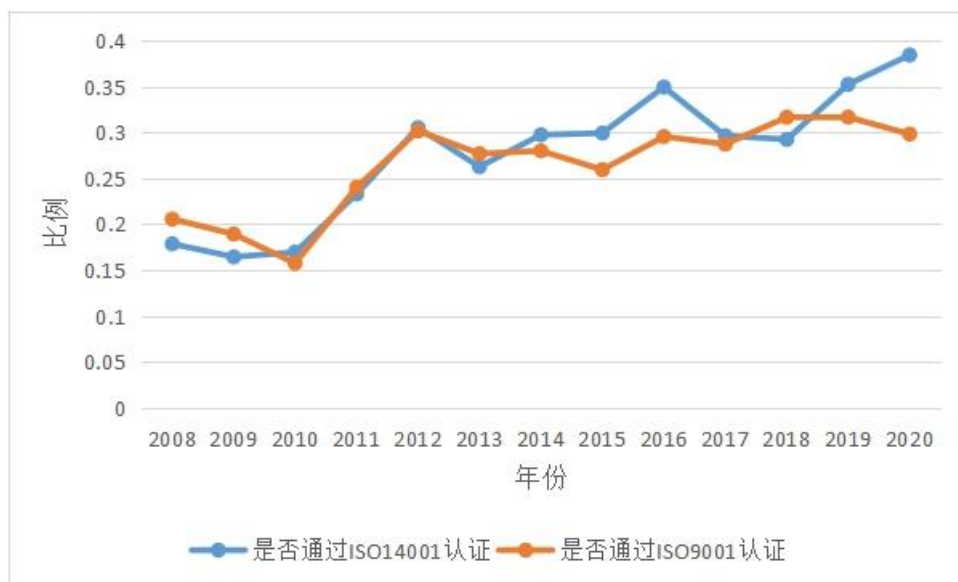


图 3.3：重污染行业企业相关认证比例

图 3.4 为企业披露环境信息载体所占的比例。重污染企业发布环境信息的载体多样。由于有环境信息披露的强制性规定，重污染企业都会在年报上披露其环境方面的信息，从 2011 年开始在年报发布环境信息的比例显著增长。重污染企业在 2019 年及以前在社会责任报告中披露环境信息的比例较低，到 2020 年才有显著的增长。重污染企业单独发布环境报告则维持较低的比例。

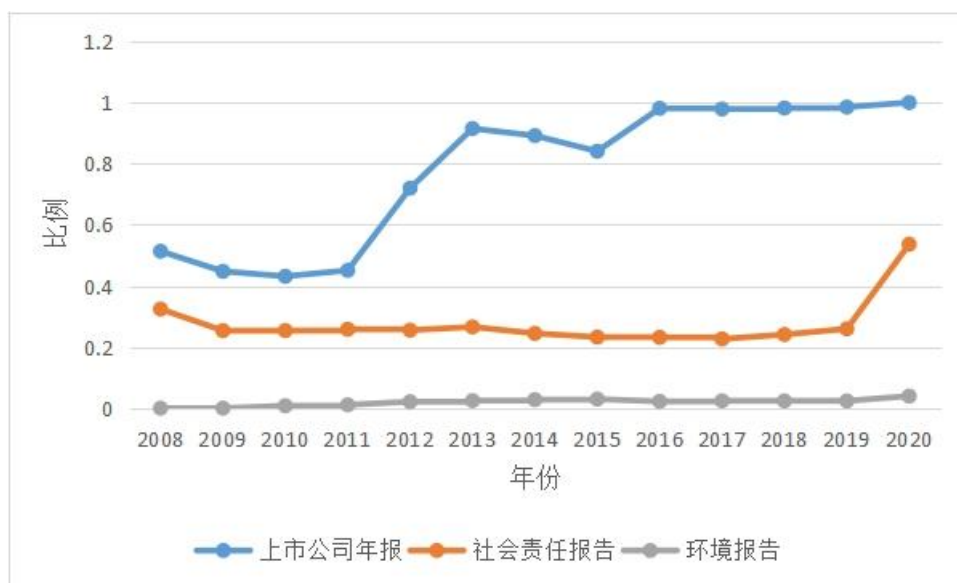


图 3.4: 重污染行业企业披露环境信息载体的比例

3.2 重污染企业金融化现状分析

近年来, 由于我国金融行业收益率普遍高于实体企业经营收益率, 上市公司更倾向于投资金融资产。而大量企业的过度金融化使资金在金融体系中“空转”, 而很少流入实体经济中, 进而诱发金融风险。2019年, 中央政治局委员会第十三次集体学习提出金融供给侧改革, 强调金融要为实体经济服务, 要更多满足经济社会发展和人民群众的需要。并使高精尖科技企业能得到更多金融支持。党的二十大报告也强调要把金融的重点放在实体经济上。大部分重污染行业为国家投资限制性行业, 且相关企业也承担着环境治理的责任, 使重污染企业有很强的金融化动机。

本文将根据顾雷雷等(2020)的指标, 以金融资产占总资产之比作为企业金融化的代理变量。从图 3.3 中可知, 非重污染行业企业的金融化的平均值均超过重污染企业的平均值, 主要是非重污染行业中从事服务业和新兴产业的比例较大, 这类企业普遍经营效益好, 能有更多的资金投资于金融资产。非重污染行业与重污染行业的金融化程度的变化趋势大体相同, 且全行业金融化呈上升趋势, 反映了重污染企业 and 非重污染企业金融化的原因和客观环境具有同一性。此外, 至 2012 年以来, 非重污染行业金融化程度要比重污染行业的差距逐渐扩大也反映了我国经济结构不断向第三产业转型, 与重污染行业的生产要素会更多的流向服务业等其他行业。且根据胡晓(2020)的研究, 企业金融化会促进制造业的生产要素流向服务业, 并由于净虚拟化效应的存在, 会促进服务业的金融化。

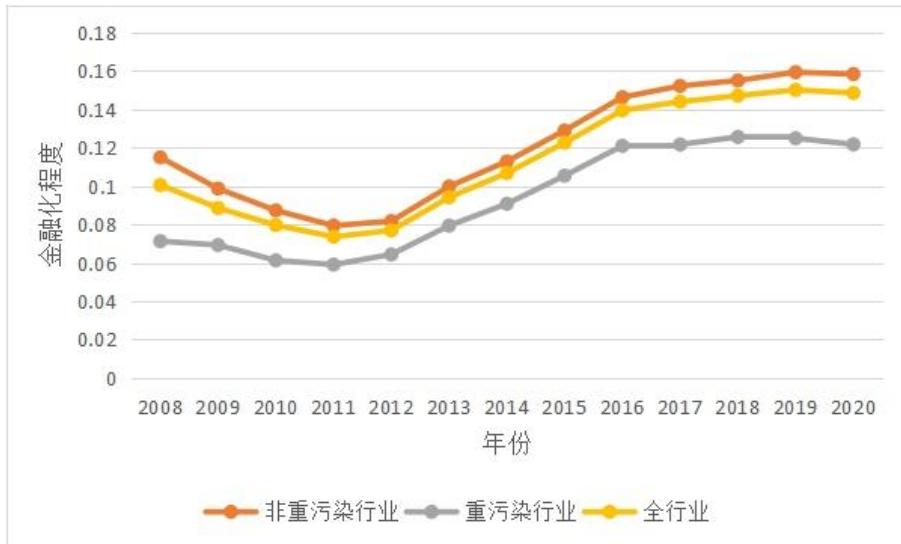


图 3.5: 重污染行业企业与非重污染行业企业金融化的比较分析

根据图 3.6，重污染企业在 2010 年到 2016 年金融化程度不断升高，在 2016 年之后则保持稳定。短期金融资产的会计科目包括交易性金融资产、可供出售金融资产等。长期金融资产包括长期股权投资、投资性房地产、持有待售金融资产等。影子银行金融资产包括民间借贷、委托贷款、委托理财、各类非标信贷等，涉及的主要会计科目为“其他应收款”、“其他流动资产”等明细科目中。如图，短期金融资产占总资产比例至 2013 年保持上升趋势。在 2018 年，资管新规的出台抑制了重污染企业影子银行金融资产的配置。资管新规禁止银行对理财产品的刚性兑付，限制嵌套性、高杠杆和高风险资管产品的发行。该规定使影子银行纳入银行表内资产，限制了影子银行产品的发行。而企业其他金融资产配置比例则有所上升。

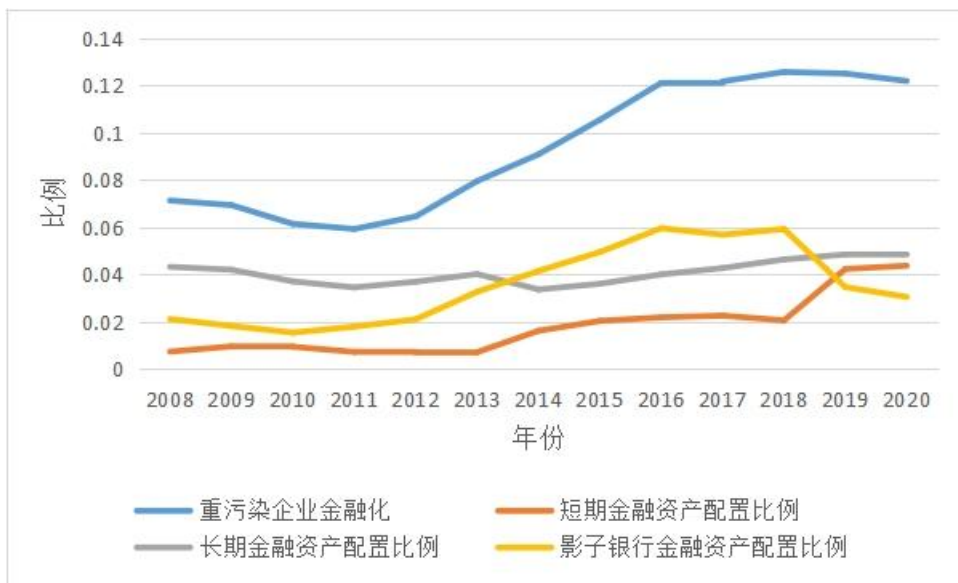


图 3.6: 重污染企业总体金融化程度和分类金融资产配置比例

如图 3.7 所示，大部分重污染行业企业金融化程度从 2011 年开始上升，并于 2017 年前后开始下降。其中，纺织与服装业（C18）的企业金融化程度相比于其他行业的波动更剧烈，在 2016 年至 2018 年金融化水平远超其他行业。煤炭与开采洗选业（B06）和电力、热力供应业（D44）的金融化水平相比于其他行业更低。总体上看，环境信息披露高的行业企业金融化程度也更小。

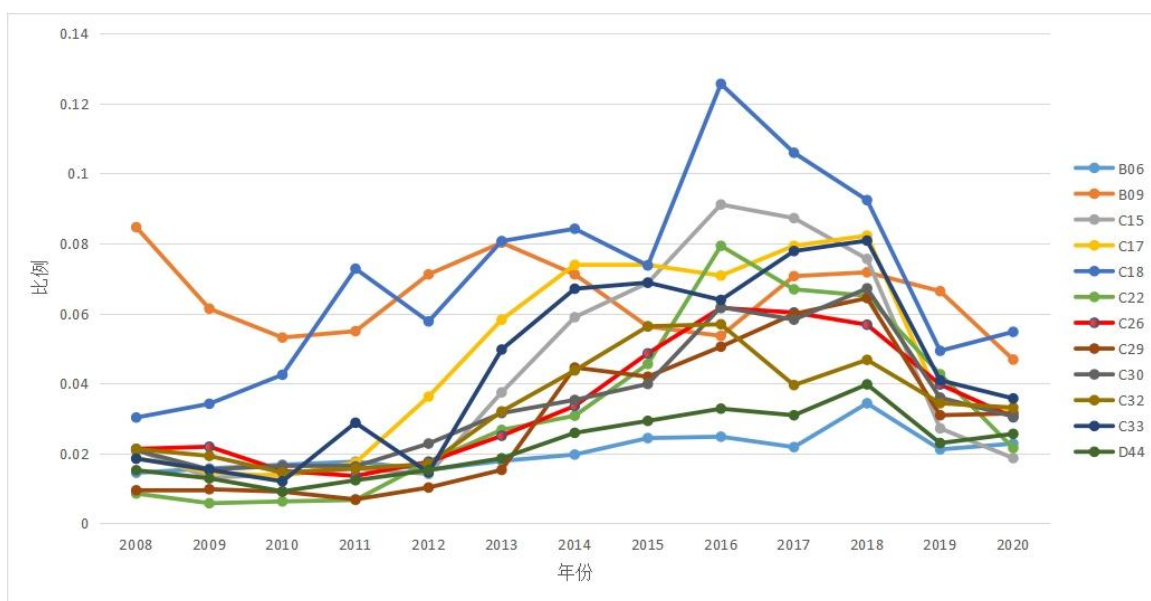


图 3.7: 部分重污染行业企业平均金融化程度

如图 3.8，相比国有企业和非国有企业金融化 1，国有企业和非国有企业金融化 2 的金融资产未计入影子银行渠道的金融投资。在不同的金融化测度下，非国有企业金融化程度相比于国有企业的增长更快，并最终超过了国有企业金融化水平，国有企业在金融资产配置上有严格的监督，且其新发布管理层考核也仅在主营业务的经营绩效上有要求。能显著抑制其金融化。

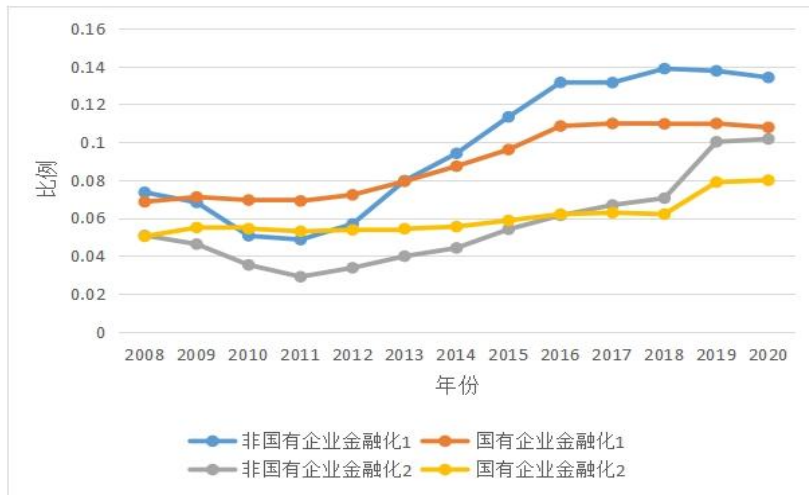


图 3.8: 分企业性质金融化程度对比

由于 2018 年金融资产会计准则的修订，借鉴李文然等（2022）处理方法，将 2018 年及以后的年份用“债权投资”替代“持有至到期投资”，用“其他债权投资”和“其他权益工具投资”替代“可供出售的金融资产”。且“其他非流动金融资产”也包括在金融资产的范畴中。根据下图 3.9，长期股权投资是企业持有的主要金融资产，且趋势不断增长。企业投资于长期股权投资可以更好利用自身经营管理经验，并把控投资风险，更好实现资产增值。会计政策的变化使可供出售金融资产公允价值变动无法计入利润，占比因此下降，而企业持有的交易性金融市场和持有到期投资有大幅度的增加。

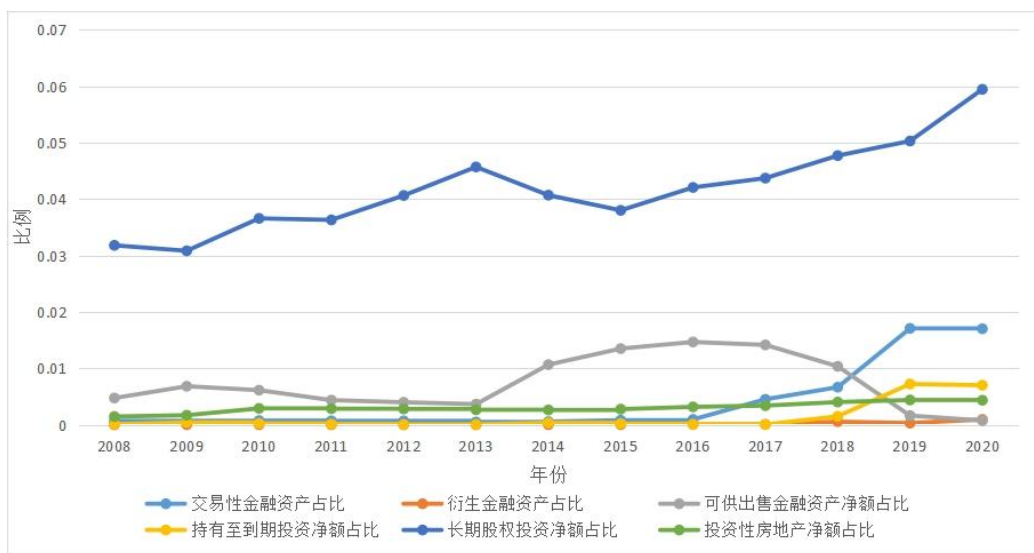


图 3.9: 分类别显性金融资产变化趋势图

4. 研究假设和模型设定

4.1 研究假设

根据焦豪（2017）、孙晓华（2022）等的研究，令企业经营的利润为 π ，即

$$\pi = \rho (-\log \rho) I^{\alpha} g^{\alpha} - I - E + \mu \left(1 - \mu \frac{D - E}{D}\right) g^{\alpha} D^r$$

其中，

ρ 为企业投资成功的概率， I 为经营投资， E 为企业环境治理的投资总额，

g^{α} 为政府质量函数， D 为环境信息披露， μ 为资本市场质量。

对 π 求导，可得

$$\frac{\partial \pi}{\partial D} = (r(1 - \mu)D + (r - 1)\mu E) \mu g^{\alpha} D^{r-2}$$

$$\text{令 } \frac{\partial \pi}{\partial D} > 0, \text{ 可得 } D > \frac{(r - 1)\mu}{r(1 - \mu)} E$$

根据相关文献， $r < 1$ ，而 D 是不为零的常数，因此随着环境信息披露的增加，企业经营利润也会随之增加。随着主营业务利润的增加，将会使企业更专注于主营业务经营，更少投资于金融资产。

由于要满足利益相关者的诉求，企业会更多地承担相应的社会责任，其中环境责任是其中最为重要的一部分。企业积极披露环境信息或是因为有来自政府的监管，或是媒体对环境问题的关注，或是与股东和社会公众的利益相关。而环境信息的披露能够有效解决环境信息不对称的问题，并能促使管理层更多地关注企业实际经营中的环保问题。而良好的环境信息披露能够增加股东等利益相关方对公司价值的认可，进而提升企业经营业绩。企业为了满足其自身的合法性，会加大环境方面的投资，如对绿色创新技术的研发、环保设备的投入。而环保投资需要很长时间才能产生明显的环境治理效果。环保投资的增加会通过投资替代效应减少企业金融化，并促使管理层更关注企业长期利益，进一步减少利用金融市场赚取短期利润的行为。

但良好的环境信息披露能够给债权人和股东给予公司环境治理良好和公司治理完善的信号，并使重污染企业能够以更低的成本获取更多的外部融资。根据相关研究，环境信

息披露质量越高，银行贷款的可得性也越高，公司股权资本成本越低。重污染企业可以通过增加环境信息披露质量降低融资成本和提高融资效率，进而降低企业的融资约束。根据股东价值最大化理论，拥有更多资金的企业将在履行相关环保义务完成后将剩余资金投入收益较高的金融资产中，促进企业的金融化。但企业积极披露环境信息是为了更好地获取银行贷款，或更好地在资本市场融资，环境信息披露存在漂绿的现象。且根据顾雷雷（2020）等研究，企业承担社会责任主要是为了实现股东价值最大化而倾向于配置更多金融资产。

因此提出以下竞争性假设：

H1a: 环境信息披露的提高会抑制重污染企业金融化。

H1b: 环境信息披露的提高会促进重污染企业金融化。

在政府和公众的压力下，重污染企业需披露与其生产经营相关的环境信息，并促使企业履行相关的环境责任。良好的环境信息披露能够给债权人和股东给予公司环境治理良好和公司治理完善的信号，并使重污染企业能够以更低的成本获取更多的外部融资。根据相关研究，环境信息披露水平越高，银行贷款的可得性也越高，公司股权资本成本越低。重污染企业可以通过增加环境信息披露降低融资成本和提高融资效率，进而降低企业的融资约束。环境信息披露有利于降低融资约束，而在银行等利益相关者的监督下，融资约束的降低将会促进重污染企业的主业投资，进而抑制企业金融化。此外，良好的公司制度能够增加企业社会责任的承担，更注重披露高质量的环境信息。由于存在声誉效应，高质量环境信息披露的重污染企业将更加注重企业的环境绩效，并完善与环境相关的公司治理机制和内部控制制度，在一定程度上减弱道德风险。完善的公司治理水平能够降低代理成本，更为聚焦于主营业务活动和研发创新投入，并抑制企业金融化。

H2a: 融资约束是环境信息披露影响重污染企业金融化的中介渠道。

H2b: 代理成本是环境信息披露影响重污染企业金融化的中介渠道。

H2c: 研发投入是环境信息披露影响重污染企业金融化的中介渠道。

内部控制较好的企业倾向于主动承担环境治理责任，并积极进行绿色技术的研发，并能有相应的流程和规范披露环境信息且进行金融资产投资，所发生的环境方面的坏消息更少。因此，相比于内部控制较差的企业，政府和公众等利益相关者对其环境方面的监督也更宽松。而内部控制较差的企业所产生的环保问题则更多。大量的环境问题也更能引起利益相关者的关注。而环境信息披露则成为监督内部控制较差的企业环境保护执行情况的手段。

此外，内部控制较差的企业公司治理体系缺乏相应的监督机制，环境信息披露有助于

内部控制较差的企业缓解代理问题和信息不对称的问题，并使利益相关者更好监督其环境责任履行情况，从而抑制企业金融化。

H3a: 内部控制对环境信息披露对促进重污染企业金融化效应起到负向调节作用。

H3b: 内部控制对环境信息披露对抑制重污染企业金融化效应起到负向调节作用。

4.2 指标构建与变量选取

4.1.1 变量选取

本文选取金融资产占总资产的比重作为金融化的测度指标，并作为被解释变量。并将上文环境信息披露指标作为解释变量。

被解释变量：参照顾雷雷等（2020）对金融化的指标的定义，使用金融资产占总资产之比。将其他应收款、委托理财和委托贷款包括在金融资产内。在 2018 年新会计政策所确定的金融资产也计入金融资产总额。

解释变量：环境信息披露滞后一价值。该指标包含 13 个非货币性指标，以及 12 个可以货币化的指标，评分加总除以 30 可得。

中介变量：（1）融资约束（FC）。相比于 KZ 指数和 WW 指数，SA 指数仅用资产和年龄来作为主要指标，具有明显的外生性。参考王瑞丽（2021）和郭毓东（2022）等的研究，本文选用 SA 的绝对值作为代理变量。（2）代理成本（AC）。该指标反映了管理层对企业所有者利益侵害的程度，本文选用管理费用与营业收入之比作为代理变量。（3）企业研发投入（RD）。研发投入从一定程度上代表了主业投资。本文选用研发支出占总资产占比作为代理变量。

调节变量：内部控制（IC）：根据相关研究，采用深圳迪博（DIB）内部控制指数，为使实证结果更为直观，将该指数除以 1000。该指标的选取来源于企业的战略、经营、报告、合规及资产安全各个方面，全面反映企业内控体系实施的效果。

控制变量：

（1）本文选用资产规模（Size）为控制变量。规模较大的上市企业会受到更多利益相关者的关注（杨雨晴等（2022）），公司治理和内控相比规模小的公司更好，更重视环境信息披露。同时，资产规模越大，企业盈利能力更强，进而影响企业金融资产配置。

（2）收益率差（Gap）。金融化产生最主要的动因是金融市场的收益率要高于其主营业务经营收益率。二者之间的差值越大，企业越可能将资金投入金融市场。

(3) 是否亏损 (Loss)。亏损企业为避免退市, 更有可能为追求更高的利润而投资金融资产。而亏损会增加企业经营的不确定性, 会增加流动性储备的金融资产。(郑淑霞等 (2022))

(4) 盈利能力 (Roe)。本文选用净资产净利率率作为代理变量。该指标反映了所有者投入资本的增殖率, 扣除了财务费用和税费, 具有较强的综合性。

(5) 企业成长 (Growth)。营业收入增长越快, 所需要再投入经营活动资本也越多。企业在成长期中实体经营收益率较高。这两方面会抑制企业金融化。

(6) 杠杆比率 (Lev)。即资产负债率, 反映企业长期偿债能力, 杠杆率的变动会影响重污染企业金融化。(庄丽娇等 (2022))

(7) 现金持有 (Cash)。现金持有越多, 越可能因管理层代理问题投资金融资产。

(8) 流动比率 (Lar)。反映短期偿债能力。

(9) 管理层薪酬 (Ln pay)。高额的管理层薪酬会导致代理成本的上升, 进而影响企业金融化。

(10) 股权集中度 (Gr3)。前三大股东持股比例越高, 公司管理层受到股东的监督越强, 一定程度抑制管理层配置金融资产的逐利动机。

公司财务数据取自国泰安数据库 (CSMAR) 和锐思数据库 (RESSET); 环境信息披露相关数据取自国泰安数据库 (CSMAR); 企业绿色专利数据取自中国专利研究数据库 (CNRDS)。

表 4.1 各变量明细表

	变量名称	度量方法	符号
被解释变量	企业金融化程度	参照顾蕾蕾等 (2020) 等的研究, 以金融资产占总资产之比度量金融化程度	fin
解释变量	环境信息披露	各指标评分/30	Eid
中介变量	代理成本	管理费用/营业收入	AC
	融资约束	SA 指数的绝对值	FC
	企业研发投入	研发支出/总资产	RD
调节变量	内部控制	迪博内部控制指数/1000	IC
	金融与实体收益率差	(投资收益+公允价值变动损益+其他综合收益-投资于联营或合营企业的投资收益)/金融资产-(营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-资	Gap

控制变量		产减值损失) / (总资产-金融资产),	
	是否亏损	若净利润大于或等于时取 1, 否则为 0	Loss
	资产规模	企业资产总额加 1 并取对数值	Size
	盈利能力	企业当年净利润 / ((年初所有者权益总额+年末所有者权益总额) / 2)	Roe
	现金持有	货币资金 / 年末资产总额	Cash
	销售增长	(上年销售收入-本年销售收入) / 本年销售收入	Growth
	杠杆比率	资产负债率=年末总负债 / 年末总资产	Lev
	流动比率	流动比率=流动资产 / 流动负债	Lar
	股权集中度	前三大股东持股比例	Gr3
	管理层薪酬	薪酬排名前三高管的薪酬总额的自然对数	Lnpay

4.1.2 数据来源

本文选取 2011 年至 2020 年的重污染企业为研究对象, 并根据卢洪友和张琦等 (2019) 的研究, 选用 2008 年 6 月环保部颁布的《上市公司环保核查行业分类管理名录》所定义的 16 大重污染行业企业, 共包含 808 家企业和 6189 个样本。剔除 ST、*ST 企业的样本, 剔除已经退市、终止上市和暂停上市企业的样本, 剔除有变量缺失的样本, 并对连续变量进行 1% 的 winsorize 缩尾处理。

4.3 模型的设定

本文主要研究环境信息披露对重污染企业金融化的影响, 构建时间和行业双固定效应模型。为缓解可能存在的内生性问题, 将环境信息披露和控制变量作滞后一阶处理。

$$fin_{i,t} = \text{cons}_{i,t} + \alpha \text{Eid}_{i,t-1} + \beta \sum \text{controls}_{i,t-1} + \text{ind} + \text{year} + u_{i,t} \quad (4-1)$$

其中, fin 为被解释变量, 即企业金融化程度。 eid 是环境信息披露, 为解释变量。 $controls$ 为控制变量。 ind 为行业固定效应。 $year$ 为时间固定效应。 $u_{i,t}$ 为随机扰动项。

为进一步检验环境信息披露对重污染企业金融化影响的传导机制, 本文将借鉴温忠麟 (2004) 等学者的中介效应检验方法检验存在的中介效应, 由此构建以下回归模型。

$$FC_{i,t} = \text{cons}_{i,t} + b \text{Eid}_{i,t-1} + \beta \sum \text{controls}_{i,t-1} + \text{ind} + \text{year} + u_{i,t} \quad (4-2)$$

$$fin_{i,t} = \text{cons}_{i,t} + \alpha' \text{Eid}_{i,t-1} + \rho FC_{i,t} + \beta' \sum \text{controls}_{i,t-1} + \text{ind} + \text{year} + u_{i,t} \quad (4-3)$$

$$AC_{i,t} = \text{cons}_{i,t} + b \text{Eid}_{i,t-1} + \beta \sum \text{controls}_{i,t-1} + \text{ind} + \text{year} + u_{i,t} \quad (4-4)$$

$$fin_{i,t} = cons_{i,t} + \alpha' Eid_{i,t-1} + \rho AC_{i,t} + \beta' \Sigma controls_{i,t-1} + ind + year + u_{i,t} \quad (4-5)$$

$$RD_{i,t} = cons_{i,t} + b Eid_{i,t-1} + \beta \Sigma controls_{i,t-1} + ind + year + u_{i,t} \quad (4-6)$$

$$fin_{i,t} = cons_{i,t} + \alpha' Eid_{i,t-1} + \rho RD_{i,t} + \beta' \Sigma controls_{i,t-1} + ind + year + u_{i,t} \quad (4-7)$$

本文中主要的中介变量有融资约束（FC）、代理成本（AC）、企业研发投入（RD）。先以因果逐步回归检验法做中介效应，首先分析对环境信息披露对重污染企业金融化的回归，检验 α 系数是否显著，再将环境信息披露与中介变量回归，检验 b 的显著性。将中介变量后加入到主回归方程，再检验 α' 系数和 ρ 系数的显著性。如果 b 和 ρ 均显著，若 α' 显著，则存在部分中介效应，若 α' 不显著，则存在完全中介效应。此外，本文将以 Sobel 中介效应检验作为稳健性检验。此外，本文将构建以下回归来检验可能存在的调节效应。其中， $Eid_{i,t-1} * IC_{i,t}$ 为交互项

$$fin_{i,t} = cons_{i,t} + \alpha Eid_{i,t-1} + b IC_{i,t} + \lambda Eid_{i,t-1} * IC_{i,t} + \beta \Sigma controls_{i,t} + ind + year + u_{i,t} \quad (4-8)$$

5. 环境信息披露对重污染企业金融化的实证检验

5.1 数据描述性统计分析

从表可得，重污染企业金融化程度差异较大，且平均值超实体企业整体金融化的水平，其中平均值为 0.104，标准差为 0.109，而最小值为 0.01，最大值为 0.55。而重污染企业环境信息披露水平不高，且标准差较大，与前文分析的情况基本相符。

表 5.1 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
fin	6189	0.104	0.109	0.001	0.55
Eid	6189	0.329	0.261	0.033	1.033
FC	6189	3.789	0.234	3.07	4.318
AC	6189	0.071	0.048	0.007	0.291
RD	6189	0.007	0.012	0	0.053
IC	6189	0.632	0.153	0	0.839
Size	6189	22.314	1.371	19.864	26.302
Gap	6189	1.677	8.049	-3.079	66.292
Loss	6189	0.093	0.29	0	1
Roe	6189	0.074	0.115	-0.464	0.447
Growth	6189	0.161	0.359	-0.472	2.275
Lev	6189	0.434	0.21	0.053	0.935
Cash	6189	0.156	0.12	0.011	0.6
Lar	6189	2.208	2.469	0.219	15.797
Lnpay	6189	14.311	0.695	12.418	16.232
Gr3	6189	0.506	0.156	0.181	0.89

从 Pearson 相关性检验来看，环境信息披露与重污染企业金融化的相关系数-0.066，即说明环境信息披露有助于抑制企业金融化，支持 H1 的假设。通过上表，环境信息披露有助于降低代理成本和增加研发投入，且在 10%以内显著。而环境信息披露与融资约束的相关系数为负但不显著，需要通过进一步的研究。除了现金持有和偿债能力的相关系数高于 0.5 以外，其他各项变量之间的相关系数均低于 0.5，且各变量膨胀因子均低于 3，不存在共线性问题。

表 5.2 相关性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) fin	1.000														
(2) Eid	-0.066**	1.000													
	*														
(3) FC	-0.126**	0.037**	1.000												
	*	*													
(4) AC	0.170***	-0.210**	-0.003	1.000											
		*													
(5) RD	-0.019	0.106**	-0.148***	-0.130	1.000										
		*		***											
(6) Size	-0.008	0.429**	0.221***	-0.324	-0.135	1.000									
		*		***	***										
(7) Gap	-0.008	-0.016	0.014	-0.003	-0.005	-0.01	1.000								
						5									
(8) Loss	-0.014	-0.033**	-0.044***	0.109*	-0.071	-0.02	-0.003	1.000							
		*		**	***	0									
(9) Roe	0.020	0.019	0.030**	-0.095	0.090*	0.041	-0.006	-0.511**	1.000						
				***	**	***		*							
(10)Growth	-0.013	-0.016	-0.014	-0.017	-0.006	0.017	-0.001	-0.013	0.049*	1.000					
									**						
(11) Lev	-0.134**	0.123**	-0.007	-0.157	-0.150	0.397	-0.012	0.196***	-0.162	0.022*	1.000				
	*	*		***	***	***			***						
(12) Cash	-0.013	-0.142**	0.034***	0.079*	0.027*	-0.28	-0.004	-0.085**	0.165*	-0.002	-0.303	1.000			
		*		**	*	0***		*	**						
(13) Lar	0.112***	-0.119**	0.032***	0.153*	0.033*	-0.27	0.007	-0.063**	0.047*	-0.009	-0.397	0.336	1.000		
		*		**	**	2***		*	**						
(14) Lnpay	0.074***	0.122**	-0.038***	-0.077	0.127*	0.193	-0.002	-0.088**	0.137*	-0.033	-0.033	-0.019	-0.029	1.000	
		*		***	**	***		*	**	***					

(15) Gr3	-0.039**	0.121**	0.352***	-0.144	-0.032	0.296	0.020	-0.081**	0.123*	0.025*	0.017	0.060	0.004	0.031	1.00
	*	*		***	**	***		*	**	*					0

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平。

5.2 环境信息披露对重污染企业金融化的主回归检验

本文以行业作为虚拟变量并运用 LSDV 法，发现有十几个行业的虚拟变量显著性较高，并通过豪斯曼检验发现与时间虚拟变量存在明显的相关性，故强烈拒绝使用随机效应模型，而应使用固定效应模型。

根据方程（4-1），环境信息披露对重污染企业金融化在 1%的水平上显著为负，即环境信息披露标准化评分增加 1，会使重污染企业金融化整体降低 3.44%。说明环境信息披露对重污染企业金融化起到抑制作用。利益相关者通过环境信息披露对重污染企业能起到监督作用，并提升公司治理水平。环境信息披露能促进重污染企业承担环境责任，以维护自身的合法性。该结论支持 H1a 假设。

此外，从实证结果上看，资产规模能显著促进重污染企业金融化，这是因为规模较大的公司生产经营较为成熟，且信用等级较高，有更多的现金配置金融资产或委托理财产品。资产负债率越高，偿债压力越大，企业需要配置流动性较高的金融资产来偿还债务。资产负债率的升高会降低重污染企业金融化，说明重污染企业金融化更多是追逐短期利润，而非出于流动性储备动机。高股权集中度能使企业受到股东的监督，减少企业委托代理问题，并抑制企业金融化。

表 5.3 环境信息披露对重污染企业金融化主回归检验

	fin
Eid	-0.0344*** (-3.61)
Size	0.0095*** (4.30)
Gap	0.0002 (0.79)
Loss	0.0178** (2.52)
Roe	0.0435* (1.87)
Growth	-0.0231*** (-7.51)

表 5.3 环境信息披露对重污染企业金融化主回归检验（续）

Lev	-0.0580** (-2.09)
Cash	-0.0929** (-2.39)
Lar	0.0064** (2.40)
Lnpay	0.0085* (1.94)
Gr3	-0.0415** (-2.07)
_cons	-0.1733** (-2.23)
年份	Y
行业	Y
样本量	6189
adj. R-sq	0.1562

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误。

5.3 环境信息披露对重污染企业金融化影响的中介效应检验

据表所示，各中介效应检验的方程显著性及拟合程度均处在一个较好的水平，模型具有良好的置信度。F 检验的统计观测值在 1%水平下显著，说明方程通过显著性检验，模型有效。

根据方程（4-2），环境信息披露不能显著地降低融资约束，融资约束的中介效应不能成立。这与其他学者研究结论不同，这与样本选取和模型方法的不同有关。可能的原因是重污染企业大部分为信用良好的国有企业，有更多的融资渠道。此外，企业经营的不确定性增大也使外部投资者难以给予相应的融资支持。方程（4-3）中的融资约束与重污染企业金融化在 1%水平上显著为正。融资约束的升高会促进金融资产配置的流动性储备动机。

在方程（4-4）中，环境信息披露能显著抑制代理成本降低，但由于其显著性未低于 5%，因此需要进行进一步的检验。且在方程（4-5）中，Eid 的系数仍然显著为负且 ac 的系数则显著为正，且经过 sobel 检验中代理成本中介效应的 Z 值为-4.07，在 5%的拒绝域内，因此代理成本存在部分中介效应。环境信息披露能从一定程度上抑制管理层短视的行

为，并促使管理层努力提高经营效率来获得更多的收益。进一步分析发现，代理成本的上升有利于促进重污染企业金融化，并在 1%的水平上显著，即代理成本每增加 1%，会使重污染企业金融化整体增加 0.327%。且代理成本降低解释了环境信息披露抑制重污染企业金融化 9.98%的原因。管理层为使自身利益最大化，倾向于非主营业务的投资，以在短期上获取更多的回报。环境信息披露通过缓解信息不对称以及利益相关者的监督使代理成本下降，抑制重污染企业金融化。

此外，方程（4-6）说明了环境信息披露有助于促进企业研发，且方程（4-7）的 RD 系数显著为负（ $p < 0.05$ ），并通过了 sobel 中介效应检验，说明研发投入能显著抑制重污染企业的金融化。上述实证检验结果与相关学者的结论相同。由于方程（4-6）中 Eid 的系数显著为负，故研发投入也在环境信息披露抑制重污染企业金融化存在部分中介效应，即研发投入增加解释了环境信息披露抑制重污染企业 7%的原因。由于利益相关者的关注，环境信息披露也会受到政府等利益相关方的监督，企业也必然要进行研发投入以履行环境义务。由于研发投入到成果产出的周期较长，企业研发投入需要大量资金支持，并能抑制重污染企业金融化逐利性行为。

表 5.4 中介效应实证检验结果

	FC	fin	AC	fin
FC		0.0506*** (3.12)		
AC				0.3270*** (3.60)
Eid	-0.0261 (-1.08)	-0.0330*** (-3.35)	-0.0105* (-1.95)	-0.0309*** (-3.66)
Size	-0.0456*** (-2.89)	0.0118*** (4.00)	-0.0104*** (-8.96)	0.0129*** (6.29)
Gap	0.0003 (0.61)	0.0002 (0.76)	0.0002* (1.86)	0.0001 (0.58)
Loss	0.0140 (1.34)	0.0171** (2.41)	0.0079** (2.65)	0.0152** (2.07)
Roe	0.0610 (1.19)	0.0404* (1.83)	-0.0316** (-2.42)	0.0538** (2.26)
Growth	-0.0168** (-2.13)	-0.0222*** (-7.28)	-0.0063*** (-3.67)	-0.0210*** (-6.43)

表 5.4 中介效应实证检验结果 (续)

Lev	0.1431*** (3.15)	-0.0653** (-2.28)	-0.0126 (-1.07)	-0.0539** (-2.10)
Cash	-0.0387 (-0.72)	-0.0910** (-2.36)	-0.0213** (-2.08)	-0.0860** (-2.23)
Lar	-0.0071** (-2.57)	0.0068** (2.64)	0.0019** (2.09)	0.0058** (2.39)
Lnpay	0.0301** (2.47)	0.0070 (1.42)	0.0058*** (3.49)	0.0066 (1.61)
Gr3	-0.4216*** (-9.54)	-0.0201 (-0.91)	-0.0257*** (-5.28)	-0.0331 (-1.62)
_cons	4.5543*** (13.14)	-0.4036*** (-4.42)	0.2431*** (14.43)	-0.2528*** (-3.23)
年份	YES	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES	YES
样本量	6189	6189	6189	6189
adj. R-sq	0.3511	0.1636	0.3144	0.1700

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误，下表同。

表 5.4 中介效应实证检验结果 (续)

	RD	fin
RD		-0.7876** (-2.23)
Eid	0.0031** (2.54)	-0.0319*** (-3.29)
Size	-0.0017*** (-5.13)	0.0081*** (3.75)
Gap	0.0000 (0.67)	0.0002 (0.81)
Loss	0.0010 (1.28)	0.0185** (2.67)
Roe	0.0077** (2.69)	0.0495** (2.08)
Growth	0.0009** (2.35)	-0.0224*** (-7.44)
Lev	-0.0020 (-1.38)	-0.0596** (-2.17)
Cash	-0.0041*** (-2.78)	-0.0962** (-2.46)

表 5.4 中介效应实证检验结果 (续)

Lar	-0.0001 (-0.85)	0.0064** (2.44)
Lnpay	0.0011** (2.48)	0.0094** (2.15)
Gr3	0.0040*** (3.15)	-0.0383* (-2.00)
_cons	0.0272*** (8.39)	-0.1519* (-1.97)
年份	YES	YES
行业	YES	YES

样本量	6189	6189
adj. R-sq	0.5115	0.1599

5.4 环境信息披露对重污染企业金融化影响的调节效应检验

根据方程(4-8)的检验结果,内部控制程度(IC)与环境信息披露(Eid)的交互项对重污染企业金融化的回归系数为显著为正。内控较好的企业能够通过完善的治理机制很好地抑制管理层的代理问题,并有规范的信息披露流程,信息不对称的程度较小。由于良好的环境绩效,外部利益相关者对企业决策的影响较小。内控较差的企业缺乏对管理层的监督,更容易发生代理问题,环境信息披露就成为了外部利益相关者了解企业经营的可靠途径。严格的外部监督使内控较差的企业更多地履行环境治理的职责,并完善公司治理,从而抑制其金融资产投资。因此H3b假设成立。

表 5.5 调节效应实证检验结果

	fin
Eid	-0.0912** (-2.66)
IC	-0.0630*** (-3.59)
Eid*IC	0.0909** (2.06)
Size	0.0098*** (4.10)
Gap	0.0002 (0.71)

表 5.5 调节效应实证检验结果（续）

Loss	0.0141*
	(2.02)
Roc	0.0459*
	(1.94)
Growth	-0.0226***
	(-7.43)
Lev	-0.0618**
	(-2.20)
Cash	-0.0901**
	(-2.30)
Lar	0.0062**
	(2.32)
Ln timer	0.0088*
	(2.03)
Gr3	-0.0383*
	(-1.92)
_cons	-0.1463*
	(-1.79)
年份	YES
行业	YES

样本量	6189
adj. R-sq	0.1587

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误。

5.5 研究结论

环境信息披露能抑制重污染企业金融化，使重污染企业承担环境社会责任，并更多投资于实体经济。环境信息披露能降低重污染企业的代理成本，且促进研发投入，对抑制我国经济脱实向虚有积极意义。环境信息披露不能很好地降低重污染企业的融资约束，而仅对部分企业的某一段时间内有缓解融资约束的作用。通过对内部控制调节效应的检验，环境信息披露能对内控较差的重污染企业有较强的监督作用，有助于提高重污染企业公司治理能力。

5.6 稳健性检验

首先替换被解释变量，本文将金融资产剔除上述影子银行相关的金融资产，再剔除与经营相关的长期股权投资总额，以此得出新的金融资产总额，并除以总资产。此外，本文还借鉴张成思等（2016）和郭臣鑫（2022）的研究，将金融渠道利润占比作为金融化的度

量指标，即：（投资收益+公允价值变动收益+汇兑收益-对联营和合营长期股权投资的投资收益-营业利润）/营业利润的绝对值作为金融化的度量指标，该指标可以用来表示金融化的投资替代程度，本文用 finreturn 来表示。根据下表，无论从资产角度还是从利润角度构建的指标来看，环境信息披露的提高均能显著抑制重污染企业金融化。

表 5.6 替换被解释变量的稳健性检验

	金融资产占比 fin	金融利润占比 finreturn
Eid	-0.0119* (-1.77)	-0.1650** (-2.72)
Size	0.0021 (1.55)	-0.0330* (-1.79)
Gap	-0.0004*** (-3.17)	0.0051*** (4.15)
Loss	0.0092 (1.69)	0.4592*** (6.18)
Roe	0.0403* (1.92)	-1.6207*** (-7.30)
Growth	-0.0120*** (-4.03)	-0.1245*** (-3.31)
Lev	-0.0251** (-2.29)	0.9607*** (9.61)
Cash	-0.0477** (-2.24)	-0.2902** (-2.38)
Lar	0.0026** (2.09)	0.0241*** (3.18)
Lnpay	0.0027 (0.87)	-0.0125 (-0.38)
Gr3	-0.0289** (-2.61)	-0.2430*** (-3.34)
_cons	-0.0233 (-0.48)	0.2106 (0.62)
年份	YES	YES
行业	YES	YES
样本量	6189	6189
adj. R-sq	0.1378	0.1703

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误。

参考孔东明（2021）的指标，本文将非货币信息的披露从 1 分调整到 2 分，并提高非

货币性环境信息披露在评分中的权重。根据表，环境信息披露对重污染企业金融化在 1% 的水平上显著为负，与本文的实证检验结果相符。

表 5.7 替换解释变量的稳健性检验

	fin
Eid	-0.0255*** (-3.63)
Size	0.0095*** (4.29)
Gap	0.0002 (0.79)
Loss	0.0177** (2.52)
Roe	0.0431* (1.87)
Growth	-0.0231*** (-7.47)
Lev	-0.0582** (-2.09)
Cash	-0.0927** (-2.38)
Lar	0.0064** (2.39)
Lnpay	0.0086* (1.96)
Gr3	-0.0416** (-2.07)
_cons	-0.1747** (-2.22)
年份	YES
行业	YES
样本量	6189
adj. R-sq	0.1563

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误。

为了防止可能存在的内生性问题，本文将以企业绿色研发专利申请总数加一的自然对数作为工具变量，并用工具变量法作稳健性检验。本文用 Green 表示该工具变量。且 Kleibergen-Paap 检验强烈拒绝不存在弱工具变量的假设。结论与本文实证结果相符。

表 5.8 工具变量检验

	Eid	fin
Eid		-0.1693*** (-5.22)
Green	0.0683*** (14.04)	
Size	0.0745*** (25.22)	0.0196*** (5.96)
Gap	-0.0004 (-1.14)	0.0001 (0.58)
Loss	-0.0156 (-1.19)	0.0149** (2.31)
Roe	-0.0647* (-1.81)	0.0284 (1.39)
Growth	-0.0310*** (-3.60)	-0.0293*** (-6.08)
Lev	-0.1383*** (-6.52)	-0.0888*** (-6.57)
Cash	-0.1086*** (-3.75)	-0.1314*** (-7.97)
Lar	-0.0044*** (-2.59)	0.0056*** (4.95)
Lnpay	0.0308*** (6.49)	0.0210*** (8.01)
Gr3	0.0002 (0.01)	-0.0506*** (-5.30)
_cons	-1.6940*** (-22.65)	-0.5067*** (-6.67)
年份	NO	NO
行业	NO	NO
样本量	6189	6189
adj. R-sq	0.2435	.

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平。

5.7 进一步研究

5.7.1 分企业所有权性质的异质性检验

根据对企业性质分组回归的结果，环境信息披露并不会抑制重污染国有企业金融化，而能显著抑制重污染民营企业金融化。

相比于民营企业，国有企业与政府关系更为密切且占有关键资源，更容易从政府拿到更多的资源并有政府信用背书。融资能力较强而其所有权性质使国有企业在经营过程中需要符合政治目标，并承担更多的社会责任，而管理层的利益也与承担的社会责任挂钩。根据车密等（2022）的研究，国有企业因为天生具有“合法性”，并深受民众等利益相关方的信赖，更倾向于承担内部社会责任，包括加强公司治理和保障员工福利。而民营企业则更倾向于承担外部社会责任以满足其合法性的需要，会更多地披露环境信息。

表 5.9 企业所有权性质异质性检验

	国有企业 fin	非国有企业 fin
Eid	-0.0096 (-0.70)	-0.0480*** (-2.84)
Size	0.0044 (1.17)	0.0196*** (4.11)
Gap	0.0002 (0.62)	0.0002 (0.37)
Loss	0.0145* (1.81)	0.0195 (1.56)
Roe	0.0118 (0.50)	0.0492 (1.38)
Growth	-0.0148*** (-3.44)	-0.0303*** (-6.12)
Lev	-0.0866 (-1.47)	-0.0431* (-2.02)
Cash	-0.0132 (-0.15)	-0.1026*** (-2.80)
Lar	0.0008 (0.22)	0.0089*** (4.13)
Lnpay	0.0075 (1.04)	0.0064 (1.18)
Gr3	-0.0085 (-0.25)	-0.0436* (-1.96)
_cons	-0.0620 (-0.59)	-0.3652*** (-2.81)
年份	YES	YES

表 5.9 企业所有权性质异质性检验（续）

行业	YES	YES
样本量	2756	3433
adj. R-sq	0.1238	0.1931

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误。

5.7.2 市场竞争程度的异质性检验

为衡量市场竞争程度对环境信息披露对重污染企业金融化的影响，本文使用赫芬达尔指数（HHI）作为市场竞争程度的衡量指标。该指标数值越大，即所有企业主营业务收入占整个行业企业的总收入之比的平方和越大，市场的竞争程度越低。本文将企业样本中 HHI 指数高于该年的所有企业样本中位数分类为市场竞争程度较低的组，将小于或等于该年所有企业样本中位数的组为市场竞争程度较高的组。

分组回归结果如下表所示，市场竞争程度较高的组中环境信息披露抑制金融化的程度比市场竞争程度低的组更高。市场竞争程度高的企业的主营业务的盈利能力较低，环保投资和绿色创新投入对金融化挤出效应更强。同时，市场竞争程度较低的企业经营效益较好，利益相关者难以对企业形成约束，且拥有较多的经营现金流投资金融资产。

表 5.10 市场竞争程度异质性检验

	市场竞争程度低 fin	市场竞争程度高 fin
Eid	-0.0345** (-2.60)	-0.0367*** (-3.46)
Size	0.0121*** (3.89)	0.0075** (2.72)
Gap	-0.0002 (-1.39)	0.0006* (1.88)
Loss	0.0218** (2.25)	0.0128** (2.21)
Roe	0.0661 (1.55)	0.0254 (1.42)
Growth	-0.0251*** (-4.95)	-0.0225*** (-6.71)
Lev	-0.0418* (-1.83)	-0.0724 (-1.39)
Cash	-0.1302**	-0.0613

表 5.10 市场竞争程度异质性检验 (续)

	(-2.20)	(-1.67)
Lar	0.0100**	0.0033
	(2.79)	(1.05)
Lnpay	0.0102*	0.0074
	(1.81)	(1.14)
Gr3	-0.0733***	-0.0160
	(-3.32)	(-0.70)
_cons	-0.2471**	-0.1204
	(-2.17)	(-1.65)
年份	YES	YES
行业	YES	YES
样本量	2879	3309
adj. R-sq	0.1924	0.1218

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误。

5.7.3 环境信息披露对重污染企业金融化的非线性效应分析

为了验证可能的非线性效应，本文将引入环境信息披露平方项 $Eid2$ ，并构建 (5-1) 方程。

$$fin_{i,t} = cons_{i,t} + \alpha Eid_{i,t-1} + \delta Eid^2_{i,t-1} + \beta \sum controls_{i,t-1} + ind + year + u_{i,t} \quad (5-1)$$

根据表 5.11，环境信息披露平方项的系数在 10%的水平上显著为正，且环境信息披露的系数为 -0.07470，在 1%水平上显著，且明显小于在线性回归中的环境信息披露的系数 0.0344，表明存在非线性效应。即当环境信息披露得分小于 0.75 时，环境信息披露会抑制重污染企业金融化，而大于 0.75 则存在相反的效应。这可能是因为环境信息披露程度的提高虽能有效降低其融资成本和缓解委托代理问题，但对于重污染企业来说，环境信息披露具有强制性。随着环境信息披露程度的提高，环保方面的支出显著增加，进而经营绩效显著降低，进而抑制重污染企业主营业务的投资，促进其将资金投向金融领域。此外，严格的环境信息披露可能会增加经营的不确定性，使流动性储备金融资产配置比例有所增加。

表 5.11 加入环境信息披露二次项的非线性回归结果

	fin
Eid	-0.0747*** (-2.97)
Eid ²	0.0498* (1.94)
Size	0.00481** (2.23)
Loss	0.00779 (1.39)
Gap	-0.00000294*** (-4.80)
Roe	0.00930 (1.53)
Growth	-0.0000565 (-1.40)
Lev	-0.0131 (-1.10)
Cash	-0.0521 (-1.50)
Lar	0.00300* (1.83)
Lnpay	0.00448** (2.27)
Gr3	-0.0319 (-1.58)
_cons	-0.0289 (-0.47)
年份	YES
行业	YES
样本量	6189
adj. R-sq	0.1223

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业作稳健的标准误

考虑到不同企业所有权性质对环境信息披露对重污染企业金融化非线性效应可能产生的影响，将进行分企业性质的回归。根据表 5.12，非国有重污染企业的环境信息披露的一次项和二次项均不显著，表明不存在相应的非线性效应。但国有重污染企业则存在明显的非线性效应，并呈现出“U”型曲线，即仅当环境信息披露评分小于 0.52 时，环境信息披露对其金融化起抑制作用。而环境信息披露评分大于 0.52 时则会起促进作用。这是由

于国有企业规模大，且融资渠道较多，能够获得更多的商业信用和银行贷款，绿色信贷政策对国有企业的作用更大，提升环境信息披露将有利于国有重污染企业获得更多融资。而非国有企业普遍受到融资“歧视”，提升环境信息披露则无法很好的缓解融资约束。

此外，由于与政府关系密切，在建设生态文明的背景下，国有企业尤其重污染企业会有显性或隐性的环境信息披露的要求。因此重污染国有重污染企业会倾向于披露更多的环境信息，以满足自身合法性的要求，以缓解外部经营的不确定性。根据黄溶冰（2020）的研究，国有企业存在漂绿的现象。国有重污染企业披露更多的环境信息将会从金融渠道获得更多资金，而这些资金则会倾向于流入金融市场或影子银行领域。

表 5.12 分企业所有权性质的非线性回归结果

	国有企业 fin	非国有企业 fin
Eid	-0.0762** (-2.62)	-0.0577 (-1.21)
Eid ²	0.0694*** (3.05)	0.0169 (0.31)
Size	0.00495 (1.57)	0.0119** (2.24)
Loss	0.0138** (2.22)	0.0147 (1.21)
Gap	-0.00000142 (-0.27)	-0.00000329*** (-11.95)
Roe	-0.00429 (-0.63)	0.0156 (1.49)
Growth	-0.0000351 (-1.16)	-0.000132 (-1.05)
Lev	-0.0906* (-1.99)	-0.00713 (-0.91)
Cash	-0.0195 (-0.25)	-0.0481 (-1.27)
Lar	0.0000430 (0.03)	0.00340* (1.73)
Lnpay	0.00346 (1.28)	0.00252 (1.00)
Gr3	-0.00778 (-0.22)	-0.0431* (-1.95)
_cons	-0.00190	-0.149

表 5.12 分企业所有权性质的非线性回归结果（续）

	(-0.02)	(-1.22)
年份	YES	YES
行业	YES	YES

样本量	2756	3433
adj. R-sq	0.1148	0.1445

注：*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，并以行业做聚类稳健的标准误。

6. 研究结论与对策

6.1 研究结论

本文研究了 2011 至 2020 年环境信息披露对重污染企业金融化的影响，选取了 808 家重污染企业 6189 个样本进行研究，并通过相关的理论梳理，提出相应的理论机制。以金融资产占资产总额之比作为金融化的衡量指标，运用固定效应模型对所提出的假设进行实证检验。研究结论如下：

环境信息披露会对重污染企业金融化产生抑制作用。这说明了环境信息披露有利于完善公司治理，能引起利益相关方的监督，使企业更注重与主营相关环境的环境投资，有利于抑制重污染企业的“脱实向虚”。

通过中介效应的检验，可以发现，代理成本和企业研发投入是环境信息披露影响重污染企业金融化的中介渠道。但环境信息披露缓解重污染企业的融资约束的效应并不明显。环境信息披露质量的提高能降低企业的委托代理问题，进而抑制了金融化的现象。并能促进企业研发投入，抑制重污染企业的逐利动机，降低企业金融化。而融资约束的降低也能抑制企业金融化。

内部控制对重污染企业金融化具有调节作用。内部控制对环境信息披露抑制重污染企业金融化具有负向调节作用。企业内部控制越完善，其金融化的程度也越低，而环境信息披露的提升对金融化的抑制作用也越弱，此外，国企对金融资产的投资具有严格的限制，且内部控制也相对完善，更能抑制企业金融化。因此，环境信息披露能显著抑制金融化现象。

通过进一步的异质性分析，环境信息披露抑制重污染企业金融化在国有企业中效应不明显。而所在市场竞争程度较强的企业由于面临着激烈的竞争，金融化对投资的挤出效应更强，环境信息披露对其金融化抑制作用也更明显。

根据加入环境信息披露二次项的非线性回归分析，可以发现环境信息披露抑制重污染企业金融化的作用有一定的限度。通过所有权异质性检验，相比于非国有重污染企业，环境信息的披露对重污染国有企业金融化呈现出明显的“U”型效应。

6.2 政策建议

(1) 企业应当积极的履行环境信息披露的职责，引入第三方对自身环境履行的情况进行监督，并不断完善公司治理。要在完善环境信息披露的同时要增加企业的创新研发投

入和履行社会责任，确保主营业务健康且可持续发展。

(2) 政府部门一方面要更多地对重污染民营企业的环境信息披露进行监管，严查该类企业可能存在的环境问题。另一方面可以通过财政补贴等方式鼓励重污染民营企业更多的披露环境信息，促进高耗能高污染企业绿色化、集约化。并鼓励重污染企业的环境投资和绿色研发创新，并出台相关政策使环境信息披露完善的重污染企业有更多的融资渠道。鼓励重污染国有企业披露更多的环境信息，更多地接受利益相关方对其环境履行责任的监督。并对国有企业通过金融市场和影子银行领域进行套利的行为进行严格监管。但环境信息披露的对重污染企业相关作用是有限度的，仅强调重污染企业披露不仅会增加企业的经营负担进而诱导重污染企业“脱实向虚”，还会使披露的环境信息将会流于形式并会导致“漂绿”现象的出现。

(3) 对于环境信息披露较高的企业，银行等金融机构应提供更多的资金支持，在防范信贷风险的同时获取合理的收益。但也要仔细甄别环境信息披露完善的重污染企业环境责任履行情况，并要重视重污染企业的贷款用途方面进行监管，防止重污染企业的贷款资金投向金融市场或其他企业以赚取利差，并要严格遵守绿色信贷的相关要求，把控贷款的环境风险，对贷款资金所投向项目的环境外部性予以更多地考虑。

(4) 各利益相关方要着重关注重污染企业环境信息披露，要看到环境信息披露对内控水平差的重污染企业的公司治理的促进作用，并发现可能存在的代理问题。但环境信息披露对国有重污染企业的公司治理的促进作用则相对较弱。

参考文献

- [1]徐春露. 命令型环境规制对企业金融化的影响——基于新《环保法》的准自然实验[J]. 全国流通经济, 2022(07):172-174.
- [2]黄娟, 刘韞瑜. 实体企业金融化、融资约束与投资效率[J]. 财经理论研究, 2022(01):81-91.
- [3]赵丹丹. 环境信息披露、融资约束与公司创新[J]. 会计之友, 2021(21):91-98.
- [4]崔秀梅, 温素彬, 李冰冰. 环境信息披露与企业创新: 促进抑或挤出——基于“波特假说”条件下的环境规制调节效应[J]. 财会通讯, 2021(18):30-35.
- [5]沈纪初. 产品市场竞争对非金融企业金融化的影响研究[D]. 中国财政科学研究院, 2021.
- [6]崔秀梅, 温素彬, 李冰冰. 环境信息披露与企业创新: 促进抑或挤出——基于“波特假说”条件下的环境规制调节效应[J]. 财会通讯, 2021(18):30-35.
- [7]邹莉媛. 重污染企业环境信息披露质量对绿色技术创新的影响研究[D]. 湖南师范大学, 2021.
- [8]邹莉媛. 重污染企业环境信息披露质量对绿色技术创新的影响研究[D]. 湖南师范大学, 2021.
- [9]俞毛毛, 马妍妍. 环境规制抑制了企业金融化行为么? ——基于新《环保法》出台的准自然实验北京理工大学学报(社会科学版), 2021, 23(02):30-43.
- [10]段军山, 庄旭东. 金融投资行为与企业技术创新——动机分析与经验证据[J]. 中国工业经济, 2021(01):155-173.
- [11]张哲, 葛顺奇. 环境信息披露具有创新提升效应吗?[J]. 云南财经大学学报, 2021, 37(02):69-82.
- [12]苏利平, 张慧敏. 政府监管、环境信息披露质量与股权融资成本[J]. 会计之友, 2020(23):80-87.
- [13]严武, 李明玉. 企业金融化一定会挤出实业投资吗——基于中国 A 股非金融上市公司的实证分析[J]. 当代财经, 2020(07):63-74.
- [14]洪丽珺, 唐华, 李思思. 市场竞争、绿色创新与企业环境信息披露[J]. 现代营销(下旬刊), 2020(06):3-5.

- [15]任越. 环境信息披露质量、媒体关注度和企业环境保护投资[D]. 山西财经大学, 2020.
- [16]谢云云. 环境信息披露对企业投资效率的影响研究[D]. 兰州大学, 2020.
- [17]邓波. 高管权力、环境信息披露质量与投资效率[D]. 南京理工大学, 2020.
- [18]倪志良, 张开志, 宗亚辉. 实体企业金融化与企业创新能力[J]. 商业研究, 2019(10):31-42.
- [19]裘叶城. 企业环境信息披露与融资约束的关系研究[D]. 厦门大学, 2019.
- [20]王雪源. 中国非金融企业金融化程度及影响因素研究[D]. 中南财经政法大学, 2019.
- [21]唐勇军, 夏丽. 环保投入、环境信息披露质量与企业价值[J]. 科技管理研究, 2019, 39(10):256-264.
- [22]郑飞鸿, 郑兰祥. 上市公司环境信息披露影响因素及模式选择[J]. 统计与决策, 2018, 34(21):175-178.
- [23]周雪峰, 左静静. 实体企业金融化对民企创新投资的影响[J]. 财会月刊, 2018(12):167-176.
- [24]杨箐, 刘放, 王红建. 企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为?[J]. 管理评论, 2017, 29(02):13-25+34.
- [25]胡奕明, 王雪婷, 张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2017, 52(01):181-194.
- [26]顾海峰, 高水文. 经济政策变动对企业金融化的影响研究——基于中国 A 股上市公司的证据[J]. 金融论坛, 2021, 26(09):58-69.
- [27]顾雷雷, 郭建鸾, 王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究, 2020, No. 476(02):109-127.
- [28]李月娥, 程英爽, 王然等. ESG 表现与企业金融化——蓄水池动机还是投资替代动机[J]. 国土资源科技管理, 2022, 39(04):74-90.
- [29]杨雪. 环境信息披露视阈下的企业融资约束:基于现金—现金流敏感性模型[J]. 金融发展研究, 2016(08):79-82.
- [30]代文, 董一楠. 环境信息披露、债权融资与企业投资效率——来自 A 股重污染上市公司的经验数据[J]. 财会通讯, 2016(12):37-39.
- [31]宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. 金融研究, 2015(06):111-127.

- [32]张成思,张步昙.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016,51(12):32-46.
- [33]毕茜,顾立盟,张济建.传统文化、环境制度与企业环境信息披露[J].会计研究,2015(03):12-19+94.
- [34]谢家智,王文涛,江源.制造业金融化、政府控制与技术创新[J].经济学动态,2014(11):78-88.
- [35]刘儒昞.企业环境信息有用性实证研究:融资约束视角的面板数据分析[J].企业经济,2014(08):10-15.
- [36]蔡明荣,任世驰.企业金融化:一项研究综述[J].财经科学,2014(07):41-51.
- [37]邓超,彭斌.实体企业金融化行为与信息披露质量关系的研究[J].财经理论与实践,2021,42(03):110-117.
- [38]李宏伟.环境信息披露影响因素与经济后果研究综述[J].河南社会科学,2014,22(05):60-65.
- [39]沈洪涛,黄珍,郭昉汝.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,2014,17(02):56-63+73.
- [40]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(02):72-78+97.
- [41]黄琚,周春娜.股权结构、管理层行为对环境信息披露影响的实证研究——来自沪市重污染行业的经验证据[J].中国软科学,2012(01):133-143.
- [42]孔东民,韦咏曦,季绵绵.环保费改税对企业绿色信息披露的影响研究[J].证券市场导报,2021, No. 349(08):2-14.
- [43]郭毓东,洪扬.环境信息披露、管理层能力与融资约束——基于我国重污染行业上市公司的经验数据[J].武汉金融,2022, No. 275(11):33-41.
- [44]王瑞丽.管理层治理、环境会计信息披露与融资约束[J].财会通讯,2021, No. 863(03):73-76.
- [45]董小红,周雅茹,曾琦.企业金融化、内部控制与可持续发展能力[J].科学决策,2022, No. 294(01):32-50.
- [46]焦豪,焦捷,刘瑞明.政府质量、公司治理结构与投资决策——基于世界银行企业调查数据的经验研究[J].管理世界,2017, No. 289(10):66-78.
- [47]孙晓华,车天琪,马雪娇.企业碳信息披露的迎合行为:识别、溢价损失与作用机制[J]

- . 中国工业经济, 2023, No. 418 (01) :132-150.
- [48]郭臣鑫. 新金融工具准则的实施会抑制企业金融化吗?——来自“A+H”股上市公司的经验证据[J]. 南方金融, 2022, No. 551 (07) :87-99.
- [49]杨雨晴, 施建淮. 实际汇率、公司利润与投资规模[J]. 国际金融研究, 2022, No. 424 (08) : 87-96.
- [50]杨雨晴, 施建淮. 实际汇率、公司利润与投资规模[J]. 国际金融研究, 2022, No. 424 (08) : 87-96.
- [51]郑淑霞, 张晓明. 实体亏损企业金融化对财务绩效的影响研究——基于绩效类别差异的视角[J]. 金融理论与实践, 2022, No. 518 (09) :21-32.
- [52]庄丽姣. 企业金融化与杠杆率动态调整[J]. 北方经贸, 2022, No. 450 (05) :74-77.
- [53]胡晓. 企业积累金融化与产业结构:理论与证据[J]. 中央财经大学学报, 2020, No. 391 (03) :118-128.
- [54]张萃, 伍双霞. 环境责任承担与企业绩效——理论与实证[J]. 工业技术经济, 2017, 36 (05) :67-75.
- [55]李万超, 柴尚蕾, 张宏燕等. 绿色信贷政策下环境信息披露对企业新增银行贷款与债务融资成本的影响研究[J]. 金融理论与实践, 2022, No. 513 (04) :19-28.
- [56]黄溶冰, 谢晓君, 周卉芬. 企业漂绿的“同构”行为[J]. 中国人口·资源与环境, 2020, 30 (11) :139-150.
- [57]乔嗣佳, 李扣庆, 佟成生. 党组织参与治理与国有企业金融化[J]. 金融研究, 2022, No. 503 (05) :133-151.
- [58]William Milberg, Deborah Winkler. Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA[J]. Cambridge Journal of Economics, 2009, 34(2).
- [59]Sheng Yao**, Yuan Hong, Chen-Miao Lin Environmental Information Disclosure and Financial Constraint*. Asia-Pacific Journal of Financial Studies[J] 24 January 2019.
- [60]Fırat Demir *Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. 4 July 2007.
- [61]O Orhangzi. Financialization and capital accumulation in the nonfinancial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2004. Cambridge Journal of Economics. 2008(32):863-886

- [62]O Orhangazi. Financialization of the US economy and its effects on capital accumulation:A theoretical and empirical investigation.Scholarworks, University of Massachusetts Amherst,2006:4-11
- [63]Stockhammer, E. Financialisation and the slowdown of accumulation[J]. Cambridge Journal of Economics, 2004, 28(5): 719-741
- [64]Krippner, Greta R. , “The Financialization of the American Economy”, Socio-economic Review, 2005 3(2), 173—208.
- [65]Demir, Firat. The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries.[J]. Review of Radical Political Economics, 2007.
- W Milberg.Shifting sources and uses of profits:sustaining US financialization with global value chains. Economy and Society.2008.vol37,No4:420-451
- [66]William Lazonick. From Innovation to Financialization:How Shareholder value Ideology is Destroying the US Economy.The Political Economy of Financial Crises,Oxford University Press.2011
- [67]Davids,L.E,2013,”Financialization and the Nonfinancial Corporation: an Investigation of Firm-level Investment Behavior in the US,1971-2011” Working Paper of University of Massachusetts Amherst,No.2013—03.

后 记

三年的研究生生活很快过去了，我也将告别学校里的学习和生活。在兰财的三年，是精彩的，她给我良好的学习环境，也让我体验了西北的别样风情。在研究生刚入学时，我的同学尽心地帮助我，让我快速适应了陌生的环境。有悉心教导的老师，让我学到丰富的知识的同时，也锻炼了我的学习能力，为未来的职业生涯提供了良好的基础。辅导员的负责也让我敬佩，在力所能及的范围内为我解决了不少棘手的问题。

我的导师方老师在学术上治学严谨，也指导我的论文选题和写作思路，并鼓励我要多读文献，并要我读时要多思考。而在生活中，方老师关心学生的心理健康，是我们最好的朋友，并教会了我不少为人处世的道理，使我受益终生。

当我论文写作遇到瓶颈时，我的宿舍舍友会热情地指导我，使我更快发现论文写作的错误。当我遇到困难时，同学也会为我着想。我了解了更多我自己不足，让我积极改正，并找到了我所努力的方向。

在离开校园之际，我会铭记“博修商道”这一校训，在走入社会后能有所建树。也能够为兰财的发展贡献自己的一份力量。在此，我祝愿方老师能在学术上有更大的成就，桃李满天下，也祝同学们未来的日子能心想事成。