

# 环境信息披露影响企业价值的理论研究框架

刘尚林(教授) 刘琳

(湖北经济学院 武汉 430205 中南财经政法大学会计学院 武汉 430073)

**【摘要】** 环境信息披露水平是否会对企业价值产生影响?它发生作用的机制又是什么?对于这些问题的研究无论是对于学术界,还是我国的市场监管机构和上市公司本身都具有重要意义。本文根据对信息披露的经济后果、社会责任信息披露经济后果的分析,在理论上建立了一个模拟环境信息披露生成、发挥作用过程的理论框架,并在这个理论框架下详细分析了环境信息披露对企业价值影响的作用机制。

**【关键词】** 环境信息披露 企业价值 权益资本成本

环境信息披露是指企业向其利益相关者提供关于企业环境受托责任履行情况和对于各利益相关者做出投资、信贷等决策时有用的信息的行为,是一种提供特定信息(环境信息)的信息披露,属于社会责任信息披露的一种。本文将依次阐述与环境信息披露密切相关的信息披露的经济后果理论、社会责任信息披露的经济后果理论,并在此基础上就环境信息披露对企业价值的影响进行了详细的理论分析。

## 一、信息披露的经济后果理论

有效的证券市场需遵循“公平、公正、公开”三大原则,其中,“公开”也就是“信息披露”,是至关重要的组成部分。现代资本市场理论认为,上市公司管理层与外部投资者之间存在“信息问题”和“代理问题”(Healy和Palepu,2001)。它们阻碍了资本市场资源的有效配置,而信息披露在缓解这些问题上起到了十分重要的作用。Healy和Palepu(2001)把自愿披露信息的信息披露的经济后果归纳为三种:提高证券的流动性、降低资本成本和提高信息中介的关注度。

实际上,这三种资本市场效应其实可以通通归结为降低权益资本成本,只不过通过不同的路径导致了权益资本成本降低的相同结果。一种路径是,信息披露通过减少不同投资者之间的信息不对称,提高股票的流动性,降低交易成本,增加股票需求,从而降低权益资本成本。另一种路径是,信息披露通过减少管理者和投资者之间的信息不对称,降低投资者对公司未来收益进行预测时的估计风险,从而降低投资者所要求的股票报酬率,降低权益资本成本。

总之,信息披露的经济后果主要表现为降低了权益资本成本。作为一种特殊的信息披露,环境信息披露也一定具有降低权益资本成本的作用。

## 二、社会责任信息披露的经济后果理论

Richardson等(1999)认为,公司社会责任的信息披露会导致一系列利益相关者的反应包括政治行动、购买决定和投资决定等。具体到资本市场对社会责任行为及其信息的反应,他

认为主要会产生三种效应:一是市场效应;二是预期现金流量效应;三是折现率效应。

### (一)市场效应

上市公司发布任何与价值相关的信息包括社会责任,都会对上市公司债券工具和权益工具存在的市场产生直接的影响(Angel和Rivoli,1997)。比如,一家公司信息的持续一致发布可以解决投资者对公司未来现金流量不确定性的担忧并吸引分析师去追踪它(Gibbins等,1992)。这将会导致该公司股票的流动性加强(因此交易成本降低),并且因为减少了公司的非系统信息风险而使得资本成本降低。

这些效应都是独立于信息披露的快速价格暗示(比如好消息对比坏消息)和投资者偏好的(除了风险偏好)。也就是说,无论上市公司披露的社会责任信息(包括环境信息)的内容对上市公司有利的还是不利的,接收这些信息的投资者有无任何偏好,社会责任信息披露(包括环境信息披露)都会有市场效应,也即增强股票流动性,降低权益资本成本。

### (二)预期现金流量效应

社会责任信息披露之所以会产生预期现金流量效应可能是由于以下三方面的原因:

1. 社会责任项目的净现金流量估计。社会责任的信息会产生对披露内容的快速价格反应效应。社会责任信息可能对上市公司有一个长期的现金流量影响(Richardson等,1999)。比如,若公司做出保证不会污染环境的决定,相比未来法律诉讼成本和环境修复成本而言,这可能是一个净现金流量最大化的决定。采掘行业也有些例子是通过污染治理使得产出增加或者获得了具有市场价值的副产品,从而影响现金流量(Buhr,1994)。关于环境成本会计的研究认为我们可以以看待产品成本的眼光来看待环境成本(Ansari等,1997),比如,公司实际成本会由于社会责任的内部成本以及不能坚持社会责任导致的外部成本而上升。有效的管理行为应该去寻求方法使得公司的总体成本最小化。

总之,投资者会根据披露的社会责任信息对社会责任项目的净现金流量有所估计,并影响到他们对公司预期现金流量和投资回报的预计,从而影响到企业价值。

2. 预计的未来监管成本。在美国,监管机构干预资本、产品和劳工市场的历史至少可以分为两个阶段。在二战之前,大部分商业法律都被制定用于保证市场功能有效发挥(比如有关反垄断、财务披露和股东权益的法律),但是从二战之后,有关公司社会影响的法律(比如环境事项、反歧视等)占了优势。这些法律对企业追求利润的行为强加了限制或者要求高代价的行动来改善各方面的社会影响。

一般而言,这些有关公司社会影响的法律的出台往往是由特定的事件导致的,这些特定事件强调了公司经营的外在形象(比如公司发生石油泄漏、化学爆炸或者对某些群体的歧视)。

在以往文献中,相比政府监管,行业更倾向于自我监管的说法比比皆是(Dye, 1990)。这种偏好可能是因为这两种对公司行为的限制的形式有不同的现金流量效应。因此,在被监管的市场中,从事社会责任活动的决定可能是因为(考虑了)未来违反规定的成本或者没有满足监管者偏好的机会成本。社会责任信息的披露可能会被市场用来评估未来监管发生的可能性并因此影响未来现金流量。也就是说,公司社会责任信息的披露可能会被当作被政府监管,未来因为违规而导致现金流量减少的风险增大的信号。

3. 预期的产品市场效应。虽然我们关注的焦点是社会责任及其信息披露对资本市场的影响,但是如果社会责任行为影响了对公司产品的需求,那么它也可能存在与产品市场的间接联系(Brown和Dacin, 1997)。社会责任及其信息披露可能通过消费者对于环境敏感型企业产品的接受或对违反环保法规产品的拒绝来对产品市场产生直接影响(如北美一些低磷清洁剂和其他绿色消费品的成功)。

如果社会责任及其披露的信息被用来作为抵制或接受某一产品的基础,那么它也会对产品市场产生间接影响,不论该产品的内在特性如何(比如因为劳工事件导致的对农业产品的抵制)。在任何一种情况下,社会责任及其信息披露都会对公司产品的预期需求产生影响,因此影响公司的预期现金流量,而这种影响也会反映在资本市场的价格上。

### (三)折现率效应

对于一些投资者而言,社会责任的重要性不在于其对现金流量的影响。对这些投资者而言,表现得比较负责任公司的股票是溢价产品,相对于那些不是很负责任的公司,投资者愿意支付更多给负责任的公司。以往文献中发现消费者愿意为“绿色产品”支付溢价,那么上面的推论则是对这种发现的一种简单扩展(即把比较负责任的公司类比为“绿色产品”)(Drumwright, 1996)。因为投资只是为了未来的假设而推迟了当前的假设,所以假设投资于那些反映投资者社会价值的公司的投资者愿意接受低市场回报率是合理的。换句话说,假设未来现金流量是一样的,这些投资者会用一个较低的折现率来确定他们对于公司股票的估值。这里的这种投资者降低必

要的投资报酬率从而影响企业估值的效应与市场效应通过增加股票流动性来降低资本成本有所区别,这里强调的是投资者的偏好影响了对折现率的要求。一些公司也意识到他们社会责任行为与投资者偏好之间的关系并且积极地推进这种关系的发展。

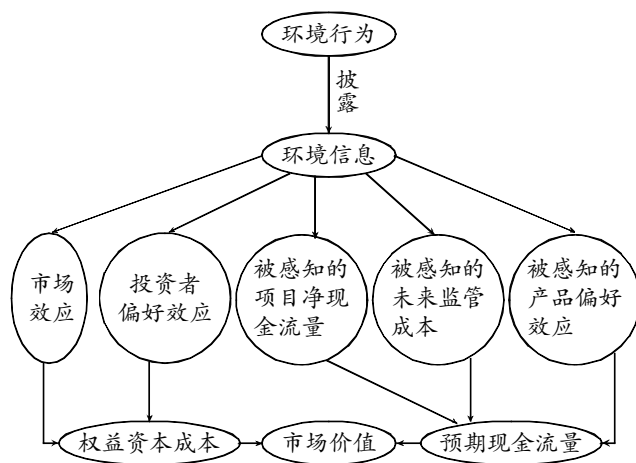
总之,社会责任信息披露除了具有增加股票流动性、降低资本成本这些作用外,还具有现金流量效应,这可能是因为现金流量效应主要是由披露内容引起的,而社会责任信息披露与一般意义上的信息披露不同的恰是它披露的特定内容。

### 三、环境信息披露对企业价值影响的理论分析

通过以上分析,本文认为环境信息披露对企业价值的影响,不仅会像一般信息披露一样具有降低权益资本成本的“资本成本效应”,还会同社会责任信息披露一样产生“预期现金流量效应”。

Marshall, Brown和Plumlee(2009)运用美国的数据检验了环境信息披露的这两个效应。他们发现在不考虑其他因素之前,环境信息披露的质量与企业价值、权益资本成本与预期现金流量之间的关系均为负且不显著,也就是说环境信息披露对企业价值不存在影响,“资本成本效应”和“预期现金流量效应”不明显。而在引入行业与环境信息披露的交叉项后,负相关关系得到缓解,再引入披露方式(单独的企业环境报告)与环境信息披露的交叉项后,与企业价值和预期现金流量之间的关系变为正相关。可见,环境信息披露存在“资本成本效应”和“预期现金流量效应”,但这两种效应的发挥会受到行业以及披露方式等因素的影响。

为了更清晰地描述与理解环境信息披露对企业价值影响的机制,本文建立了一个模拟环境信息披露生成、发挥作用过程的理论框架,见下图:



环境信息披露对企业价值影响的理论框架

由上图可知,对企业环境行为进行披露产生的环境信息最终作用于市场价值主要通过两个途径:一个是资本成本;一个是预期现金流量。这也可由企业价值估值的现金流量法推理而得:

$$MV = \frac{Ecf}{Wacc} = \frac{Ecf}{f(k_e, k_d)}$$

其中:  $MV$  为企业的市场价值;  $Ecf$  为预期的实体现金流量;  $Wacc$  为加权平均资本成本;  $k_c$  为权益资本成本;  $k_d$  为债务资本成本。

由于企业债务资本成本主要是银行或债券的利息, 而银行以及购买债券的机构投资者都有自己的渠道获得更为充分的企业内部情况, 所以对于公开披露信息的依赖较少, 所以环境信息披露可能更多地影响的是权益资本成本。

环境信息的披露影响权益资本成本主要通过以下两种方式: 一是通过市场效应, 增加股票的流动性, 减少交易成本从而降低权益资本成本; 二是通过市场效应和投资者偏好效应, 减少对于公司未来收益预测的不确定性从而降低权益资本成本。这种对权益资本成本的影响与环境信息披露的内容无关, 是环境信息披露的一般特性。总之, 环境信息披露的水平和质量, 会降低权益资本成本, 即减少市场价值计算公式的分母, 增加企业价值。

如前所述, 环境信息披露与社会责任信息披露一样具有“现金流量效应”, 而且这种效应不仅与环境信息披露的水平有关还与其内容有关。具体来说, 环境信息的披露会影响投资者所感知的项目净现金流量、预期的未来监管成本和产品偏好, 从而导致对于企业的预期现金流量发生改变, 导致对企业价值的估值变化。

这三种影响预期现金流量的方式可能会受环境信息披露内容的影响。若披露的是好消息(如加大环保投入), 那么投资者所感知的项目净现金流量会增加, 预期未来监管成本会降低, 产品需求会增加, 最终导致预期的现金流量增加; 若披露的坏消息(如因为环境污染问题被监管机构处罚), 那么投资者所感知的项目净现金流量会减少, 预期未来监管成本会升高, 产品需求会减少, 最终导致预期的现金流量减少; 若披露的消息是中性的, 那么环境信息披露的“预期现金流量效应”可能将不会显现。

另外, 根据 Richardson(1999) 的理论, 社会责任信息包括环境信息可能对上市公司有一个长期的现金流量影响, 也就是说短期内对现金流量的影响可能无法发挥。

影响环境信息披露与企业价值关系的因素可能包括行业以及披露方式(在年报中披露或单独报告)。对于环境问题比较敏感的行业(比如石油、化学行业、采掘业等), 投资者会更关注环境信息披露, 环境信息披露对企业价值的影响自然与非环境敏感型企业不同。

而有关披露方式, 廉春慧(2010) 认为, 年报披露模式可以与传统会计报表衔接, 简便且容易操作。但因内容过于分散,

信息使用者不易直接得出结论, 也不能全面完整地反映企业社会责任(包括环境责任)的全部内容, 不利于将来进行信息披露的管理, 增加了利益相关者获取信息的成本。而独立编制的社会责任报告(或环境责任报告)可以集中、全面和系统地反映企业的情况, 是正规而严谨的通用信息报告工具, 同时适用多方面的信息需要, 可使企业对外披露的社会责任信息(包括环境责任信息)发挥最大程度的效益。集中的信息披露形式解决了利益相关者获取信息的成本, 提高了信息决策的相关性。所以, 不同的披露方式将会影响环境信息披露的经济后果。

综上所述, 环境信息披露会降低权益资本成本从而提高企业价值; 同时, 环境信息披露的“预期现金流量效应”会由于披露内容的不同性质导致其对企业价值的影响可能是提高也可能是降低, 也就是说, 环境信息披露对于企业价值的影响取决于环境信息披露的“预期现金流量效应”是否在一定时期内存在以及程度的大小。同时, 行业以及披露方式因素会影响环境信息披露的这两种效应的发挥。

#### 主要参考文献

1. 廉春慧. 社会责任、社会责任信息披露与公司声誉. 武汉: 中国会计学会财务成本分会2010年年会暨第二十三次理论研讨会, 2010
2. 刘建秋, 宋献中. 社会责任与企业价值创造研究: 回顾与展望. 武汉: 中国会计学会财务成本分会2010年年会暨第二十三次理论研讨会, 2010
3. 邓丽. 环境信息披露、环境绩效与经济绩效的相关性研究. 软科学, 2010; 6
4. Healy P M, Palepu K. G.. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 2001; 31
5. Richardson, A. J., M. Welker, I. R. Hutchinson. Managing capital market reactions to corporate social responsibility. *International Journal of Management Reviews*, 1999; 1
6. Scott Marshall, Darrell Brown, Marlene Plumlee. The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value. *Academy of Management Proceedings*, 2009
7. 孔玉生, 李菊. 企业社会责任和财务绩效相关性研究——以沪市A股制造业为例. 财会月刊, 2010; 15
8. 张兆国, 梁志刚, 赵寿文. 企业社会责任与企业价值的关系: 理论解释与经验证据. 财会月刊, 2010; 36