

## ESG 评级分歧与非金融企业影子银行化

王婉婷<sup>1</sup>, 毛冲<sup>2</sup>, 王晓亮<sup>1</sup>, 田峰<sup>1</sup>

(1. 山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006; 2. 国家开发银行 山西分行, 山西 太原 030006)

**摘要:**遏制非金融企业影子银行化是当前防范和化解金融风险的重要任务,而 ESG 评级分歧会加剧信息不对称,强化企业的融资约束及 ESG“漂绿”动机,促使企业通过开展影子银行业务来获取短期经济回报和市场认可。采用沪深 A 股非金融上市公司 2009—2023 年数据的分析表明:ESG 评级分歧显著加剧了非金融企业影子银行化,提高信息披露质量和缓解融资约束可以弱化该效应;ESG 评级分歧能够通过强化管理层自利和激化投资者情绪两条路径加剧非金融企业影子银行化;ESG 评级分歧主要加剧了内部治理水平较低、外部监督力度较弱、行业竞争程度较高的非金融企业影子银行化,而对内部治理水平较高、外部监督力度较大、行业竞争程度较低的非金融企业影子银行化影响较弱;ESG 评级分歧引发的影子银行化加剧会显著增加非金融企业的经营风险。因此,监管机构应通过改善 ESG 信息披露和评级不断缩小 ESG 评级分歧,企业应提升内部治理水平和信息披露质量,投资者和债权人应提高投资决策的科学性。

**关键词:**ESG 评级分歧;影子银行化;管理层自利;投资者情绪;信息披露质量;内部治理

**中图分类号:**F275;F272.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2025)06-0139-18

**引用格式:**王婉婷,毛冲,王晓亮,等. ESG 评级分歧与非金融企业影子银行化[J]. 西部论坛, 2025, 35(6): 139-156.

WANG Wan-ting, MAO Chong, WANG Xiao-liang, et al. ESG rating divergence and shadow banking of non-financial enterprises[J]. West Forum, 2025, 35(6): 139-156.

\* 收稿日期:2025-02-18;修回日期:2025-09-08

**基金项目:**山西省社会科学院(山西省人民政府发展研究中心)2025年度山西省高质量发展研究课题(SXGZL2025097);2025年山西省高等学校教学改革创新项目(J20250111)

**作者简介:**王婉婷(1993),女,山西吕梁人;讲师,博士,主要从事公司治理与绿色发展研究。毛冲(1992),男,山西临汾人;中级经济师,硕士,主要从事绿色金融研究。王晓亮(1974),男,山西太原人;教授,博士,主要从事公司治理与绿色发展研究。田峰(1993),男,山西晋中人;讲师,博士,主要从事公司治理与绿色发展研究。

## 一、引言

在金融市场存在信贷歧视、实体经济与虚拟经济结构性失衡的情境下,越来越多的非金融企业突破正规金融体系的监管从事高风险、高收益的影子银行业务。企业的影子银行业务主要表现为通过购买理财等各种金融产品开展信用链条类活动,或者作为信用中介委托贷款给其他企业(李建军等,2019;吴安兵等,2023)<sup>[1-2]</sup>。面对主业盈利能力承压与投资回报率走低的困境,非金融企业为寻求短期内的丰厚回报,纷纷涉足影子银行业务(黄贤环等,2021)<sup>[3]</sup>。然而,由于影子银行业务的运行往往是跨市场、跨金融机构、跨资产种类的,过度影子银行化不仅会诱发实体经济下滑,还将增加不同市场和机构之间金融风险的传染性(吴安兵等,2023)<sup>[2]</sup>。影子银行规模的迅速扩张会使金融体系内部系统性风险积聚,不利于宏观经济的稳定。因此,有效引导和规范企业的影子银行化成为防控金融风险和促进企业高质量发展的重要工作之一,这就需要从源头探究企业影子银行化的成因。已有文献对非金融企业影子银行化的影响因素进行了较为深入细致的研究,包括企业内部的融资结构(韩珣等,2017)<sup>[4]</sup>、信贷错配(白俊等,2022)<sup>[5]</sup>、高管过度自信(Shi et al., 2023)<sup>[6]</sup>、创始股东控制权(王垒等,2022)<sup>[7]</sup>、数字化转型(曹慧平等,2023)<sup>[8]</sup>和企业外部的金融政策(黄贤环等,2021)<sup>[3]</sup>、金融科技(孙继国,2023)<sup>[9]</sup>、社会信任(韩珣等,2023)<sup>[10]</sup>、供应链关系(颜恩点等,2021)<sup>[11]</sup>等,但鲜有文献考察既取决于企业自身又受企业外部影响的因素(如 ESG 评级)对非金融企业影子银行化的影响。

随着 ESG 理念的发展,ESG 评级逐渐受到社会各界的广泛关注。ESG 评级结果体现了企业的可持续发展能力,成为评价企业综合绩效的一项重要指标。同时,ESG 评级是由专门的评级机构完成的,其评价指标体系和方法也反映了社会和政府等外部利益相关者对企业可持续发展的要求。然而,一方面,由于企业 ESG 信息披露不足,ESG 评级结果存在准确度低和透明性差等问题;另一方面,由于存在多个 ESG 评级机构,而不同的评级机构的评估方法、模型构建、指标选择等并不一致(Berg et al., 2022)<sup>[12]</sup>,不同的评级机构对同一企业的评级结果可能存在显著差异,即产生 ESG 评级分歧。ESG 评级分歧不仅使利益相关者对企业 ESG 表现的认知出现矛盾,还很可能影响资本市场和企业行为。已有文献研究发现,ESG 评级分歧会破坏 ESG 评级的可靠性和实用性、增加利益相关者获取 ESG 信息的成本(Widyawati, 2020;Abhayawansa et al., 2021)<sup>[13-14]</sup>,导致投资者预期风险补偿提高(Xiao et al., 2023)<sup>[15]</sup>、分析师盈余预测准确性降低(周泽将等,2023)<sup>[16]</sup>、审计风险溢价增加(周泽将等,2023)<sup>[17]</sup>,进而影响企业股票的价格、回报率、波动性和流动性(Serafeim et al., 2022;Tan et al., 2023;李晓艳等,2023)<sup>[18-20]</sup>、股价同步性(刘向强等,2023)<sup>[21]</sup>、债券信用利差(王垒等,2024)<sup>[22]</sup>等。

ESG 评级分歧不利于企业在股票市场和债券市场上获取收益(Serafeim et al., 2022;李晓艳等, 2023)<sup>[18][20]</sup>,并会加剧企业投融资期限错配(李晓艳等,2024)<sup>[23]</sup>,还可能激发企业管理层的短视行为(高延歌等,2024)<sup>[24]</sup>。随着企业 ESG 投资的持续扩大,ESG 表现日益受到投资者的密切关注,也成为企业考核管理层的重要指标(Christensen et al., 2022)<sup>[25]</sup>。那么,在面对 ESG 评级分歧时,企业是否会由于内外部压力增加而被激发出“逐利动机”,继而通过非实业投资的影子银行活动获取短期高额收益?如果 ESG 评级分歧会加剧影子银行化,其作用机理又是什么?如何优化内外部环境以遏制这种效应?这些都是值得深入研究的重要课题。鉴于此,本文在已有研究的基础上,深入探究 ESG 评级分歧对非金融企业影子银行化的影响及其机制,并采用 2009—2023 年沪深 A 股上市公司的数据进行实证检验。

本文的边际贡献主要在于:第一,从企业影子银行化维度拓展了 ESG 评级分歧的经济效应研究,并为 ESG 评级分歧加剧非金融企业影子银行化提供了经验证据;第二,探究了 ESG 评级分歧通过强化企

业内部的管理层自利和激化企业外部的投资者情绪来加剧非金融企业影子银行化的作用机制,有助于深入认识 ESG 评级分歧与非金融企业影子银行化的内在关联;第三,考察了企业信息披露质量和融资约束对 ESG 评级分歧影响非金融企业影子银行化的调节作用,以及 ESG 评级分歧影响非金融企业影子银行化的内部治理异质性、外部监督异质性和行业竞争异质性,为有效遏制 ESG 评级分歧的影子银行化加剧效应提供了经验借鉴和政策启示。

## 二、理论分析与假说提出

### 1. ESG 评级分歧对非金融企业影子银行化的影响

ESG 评级是各利益相关者了解企业 ESG 表现的重要窗口,但是由于我国的 ESG 信息并非强制披露,且缺乏统一的 ESG 信息披露评价体系,评级机构的评价范围、评价指标及权重等存在差异,致使不同评级机构对同一企业可能给出不同的评级结果(Berg et al., 2022)<sup>[12]</sup>,产生 ESG 评级分歧。ESG 评级分歧导致企业实际的 ESG 信息难以准确传递给企业利益相关者,削弱了评级信息的有效性(Kimbrough et al., 2024)<sup>[26]</sup>,加剧了投资者与企业的信息不对称(Tan et al., 2023)<sup>[19]</sup>,会降低企业在客户及供应商中的声誉(李颖等, 2023)<sup>[27]</sup>,进而阻碍企业的融资和经营活动。为了缓解 ESG 评级分歧的不利影响,企业有动机实施短期获利行为以重新赢得资本市场与产品市场的认可。实践中,企业为缓解短期困境,往往会通过开展影子银行活动来快速获取较高回报(黄贤环等, 2021)<sup>[3]</sup>。企业将资金投入信用链条类的影子银行活动,可以谋求高于实体业务的资金回报率(韩珣等, 2021)<sup>[1]</sup>;通过委托贷款或信托贷款的形式开展信用中介类影子银行活动,则可以获取信贷利息收益(周上尧等, 2021)<sup>[28]</sup>。因此,ESG 评级分歧扰乱了企业原本的资金与生产生态,很可能促使企业更多地投身影子银行活动。

一方面,ESG 评级分歧加剧了企业信息不对称,会提高市场感知风险(Avramov et al., 2022)<sup>[29]</sup>和企业收益波动(刘向强等, 2023)<sup>[21]</sup>,投资者与债权人很可能因信息模糊而提高风险溢价,阻碍企业的债务融资(王奎等, 2024)<sup>[22]</sup>和股权融资(Wang et al., 2024)<sup>[30]</sup>。企业影子银行活动的期限相对较短,流动性较强(陈镇喜等, 2024)<sup>[31]</sup>,可以获取高于存款利率的回报,并能在需要时快速变现以补充运营资金。特别是在企业主营业务利润率下滑时,影子银行活动的投资收益能发挥一定的缓冲效果,在短期内改善企业的经营状况,弥补因 ESG 评级分歧导致的主业利润损失,降低企业的财务风险。同时,信用链条类影子银行活动中相关金融资产价格上升也能够改善企业的资产负债表,有助于企业再融资以缓解资金压力。另一方面,ESG 评级分歧会削弱企业管理者改善 ESG 绩效的动力(Liu, 2022)<sup>[32]</sup>,模糊企业可持续发展的实体投资方向(Berg et al., 2022)<sup>[12]</sup>,从而强化企业的 ESG“漂绿”动机(肖红军等, 2024)<sup>[33]</sup>,促使企业倾向于投资 ESG 相关的影子银行活动而非实体 ESG 项目。首先,ESG 评级分歧使管理者难以有针对性地改善企业 ESG,削弱了管理者改善 ESG 的积极性,导致企业减少对 ESG 的实体投资,转而将资金配置于 ESG 相关的影子银行投资,以规避评级波动对主营业务的直接影响。其次,ESG 评级分歧混淆了企业 ESG 相关实体投资的市场认可度(Berg et al., 2022)<sup>[12]</sup>,会激励企业“脱实向虚”。同一项目在不同 ESG 评级中的认定不同,导致企业难以准确评估项目回报率,促使企业为规避长周期实体项目的政策风险而开展流动性强的影子银行活动。此外,ESG 评级分歧为企业“漂绿”创造了空间,企业有动机选择通过 ESG 相关的影子银行活动来迎合评级机构。现阶段 ESG 评级主要依据企业的 ESG 信息披露,而企业 ESG 信息披露具有自愿性、选择性、低规范性等特点(席龙胜等, 2022)<sup>[34]</sup>,企业很可能通过投资 ESG 主题的金融资产而非实质性改进主业来改善 ESG 披露数据(上官泽明等, 2023)<sup>[35]</sup>。因此,ESG 评



级分歧加剧了企业与外界的信息不对称,为了获得更高的 ESG 评级,企业倾向于借助 ESG 相关的影子银行业务改善相应的 ESG 评级指标,以在短期内获取评级机构和市场的认可,而非基于长期主义去实质性改善企业的 ESG 表现。

基于上述分析,本文提出假说 H1:ESG 评级分歧会加剧非金融企业影子银行化。

## 2. ESG 评级分歧、管理层自利与非金融企业影子银行化

管理层自利是指管理者通过其掌握的资源配置权力,以侵占其他利益相关者的利益及牺牲企业长期价值为代价,为自身获取较高薪酬、福利或晋升等谋取私利(王越等,2025)<sup>[36]</sup>。ESG 评级分歧会影响管理层的绩效评价和利益相关者的监督,从而增强管理层的自利动机。首先,ESG 评级分歧模糊了管理层的实际工作绩效,管理层为了确保获取预期收益或晋升机会有动机采取短期行为来赢得董事会信任。随着 ESG 理念被广泛认同,ESG 表现已成为考核管理层的重要指标(Christensen et al.,2022)<sup>[25]</sup>。但是,ESG 评级分歧会导致董事会接收到不同的甚至矛盾的信息(何太明等,2023)<sup>[37]</sup>,使其难以准确评估管理者绩效(肖红军等,2024)<sup>[33]</sup>,这会对管理层的薪酬与发展产生不利影响。为了及时挽回 ESG 评级分歧对自身的不利影响,管理层很可能选择可以快速获利的短视化经营策略。其次,ESG 评级分歧不利于利益相关者对管理层的监督,为管理层实施自利行为创造了条件。由于不同 ESG 评级机构给出了差异化的评级结果,处于信息劣势的股东和其他利益相关者难以全面掌握企业相关信息,不利于其对管理层的有效监督(王积田等,2022)<sup>[38]</sup>,从而为管理层实施自利行为提供了便利和更大空间。

ESG 评级分歧对管理层自利的激发很可能转化为企业的影子银行活动。首先,管理者自利促使其急于向企业所有者展示自身的经营和盈利能力,往往会选择期限短、收益高的项目(胡楠等,2021)<sup>[39]</sup>。进行“短平快”的影子银行活动可以快速在经营业绩上得到体现,且影子银行业务具有提高个人业绩表现、粉饰财务报表的优势,因而管理层有动机通过影子银行活动提升财务绩效,并掩盖 ESG 评级分歧引发的非财务绩效下降,以此向利益相关者证明其较强的经营能力和良好的经营绩效。其次,管理层自利会驱使其攫取超过正常水平的薪酬与福利(宋冰洁等,2022)<sup>[40]</sup>,但这又会增加企业运营成本、降低企业价值。为了弥补成本及价值损失,管理层倾向于将资源优先分配给短期高收益项目(李楠博等,2025)<sup>[41]</sup>,而影子银行活动无疑是达成短期高收益目标的有效途径。因此,管理层会通过影子银行活动来掩盖其在短期内攫取超额薪酬与福利导致的企业成本增加与价值降低。最后,对于影子银行业务这类金融投资行为,企业存在“重奖轻罚”的现象(黄贤环等,2021)<sup>[3]</sup>。管理层会将投资失败归因于外部市场环境不稳定,但自身却能从金融投资中获取高收益,这也会促使管理层基于自利动机更多地投资影子银行业务。

基于上述分析,本文提出假说 H2:ESG 评级分歧通过强化管理层自利加剧非金融企业影子银行化。

## 3. ESG 评级分歧、投资者情绪与非金融企业影子银行化

投资者情绪是指投资者依据主观认知以及市场上的各种信息所作出的系统性偏离实际价值的非理性判断(尹林辉等,2025)<sup>[42]</sup>。目前,由于资本市场与企业信息披露制度还有待完善,个人投资者较难精准识别企业价值,容易产生非理性情绪。当市场剧烈波动时,投资者往往会产生焦虑、紧张甚至恐慌心理,导致其投资决策趋向保守和风险规避(Wang et al.,2024)<sup>[43]</sup>。ESG 评级分歧带来的高不确定性和复杂性会影响投资者对企业价值的评估,造成投资者情绪不稳定(何太明等,2023;Wang et al.,2024)<sup>[37][30]</sup>,从而影响投资者的投资行为。ESG 表现优异的企业可以获得投资者青睐(柳学信等,

2023)<sup>[44]</sup>,但 ESG 评级分歧会传递出负面消息,降低投资者投资意愿,进而影响企业的股票收益 (Avramov et al.,2022;Wang et al.,2024)<sup>[29-30]</sup>。

迎合理论认为,企业决策会受到投资者偏好的影响,并会根据投资者态度的实时变化进行相机抉择 (Baker et al.,2016)<sup>[45]</sup>,而投资者情绪的激化会使企业的投资行为更加激进。当实体行业不景气时,非理性投资者往往会倾向于高回报的金融化投资(王海芳等,2021)<sup>[46]</sup>,为缓解 ESG 评级分歧下投资者情绪对股票市场收益的不利影响,企业管理层有动机通过影子银行化来迎合投资者。一方面,投资者情绪会降低投资者对企业基本面信息的甄别能力(王海芳等,2021)<sup>[46]</sup>,此时 ESG 评级分歧导致的投资者情绪很可能诱使管理层借助影子银行渠道粉饰实体业绩表现,继而迎合投资者快速获利的市场预期,以此维持企业市场竞争力。另一方面,投资者情绪会导致金融资产投资的同群行为(汪宝等,2023)<sup>[47]</sup>,在企业通过影子银行活动获利后,其他企业很可能盲目跟风模仿。

基于上述分析,本文提出假说 H3:ESG 评级分歧通过激化投资者情绪加剧非金融企业影子银行化。

#### 4. 信息披露质量和融资约束的调节作用

(1)信息披露质量的调节效应。信息披露是企业向外界展示自身的主要方式,高质量的信息披露使利益相关者能够充分准确地了解企业的生产经营状况,从而有效缓解信息不对称(刘贯春等,2023)<sup>[48]</sup>。高质量的信息披露可以帮助投资者获取和理解企业信息,为投资者识别企业内在价值和评估企业市场价值提供有效依据,从而有助于投资者做出高效的投资决策(Myers et al.,1984)<sup>[49]</sup>。当 ESG 评级出现分歧时,高质量的信息披露提供了企业丰富、全面、准确的信息,有助于投资者发现和确认企业的真实价值(Wang et al.,2023)<sup>[50]</sup>。通过深入分析评级结果,结合可靠的信息披露数据,投资者能够更好地识别出具有高 ESG 价值的企业,并通过持有其股票获得长期回报。这实际上是在帮助企业筛选优质投资者,能够提升企业融资稳定性,并抑制管理层利用影子银行活动获取短期收益的动机。同时,信息披露质量会影响企业面临的外部监督。在信息披露质量较高的情况下,投资者及监管方能够以更低成本获取企业信息,企业管理层面临范围更广力度更大的外部监督,其自利动机和短视行为将得到有效遏制(黄贤环等,2021)<sup>[3]</sup>。在 ESG 评级分歧混淆投资者等利益相关者认知的情形下,高质量的信息披露有助于外界对企业投机行为的有效监督,从而抑制企业的影子银行活动。

(2)融资约束的调节效应。融资难、融资贵是企业实施影子银行化的重要原因之一。当企业面临较大的融资约束时,难以获得足够的信贷资源和股权融资,可能不得不通过高杠杆、高收益、高风险的影子银行活动获取短期收益,以应对当下的经营困境(张成思等,2016)<sup>[51]</sup>。企业的融资约束程度较低意味着其能够从资本市场获得较多的融资,有较为充足的资源进行研发创新和业务发展(杜永奎等,2025)<sup>[52]</sup>。这种情况下,企业能够较为从容地应对 ESG 评级分歧对外源融资的不利冲击,通过短期获利维持日常运营的需求较弱,增加影子银行活动的可能性较低。同时,当融资约束程度较低时,企业内部现金流往往较为充足(牛华伟等,2025)<sup>[53]</sup>,外部融资压力不大,投机融资动机不强(洪联英等,2024)<sup>[54]</sup>;而且,此时企业缺乏通过“漂绿”投资赢取 ESG 美誉的紧迫性,不必依靠影子银行活动来缓解 ESG 评级分歧的不良后果。

基于以上分析,本文提出假说 H4:信息披露质量和融资约束对 ESG 评级分歧影响非金融企业影子银行化具有调节作用,表现为信息披露质量的提高和融资约束的降低会弱化 ESG 评级分歧对非金融企业影子银行化的加剧作用。

### 三、实证研究设计

#### 1. 基准模型构建

为检验 ESG 评级分歧对非金融企业影子银行化的影响,本文构建基准模型如式(1)所示:

$$Shadow_{i,t}/Chain_{i,t}/Inter_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG\_rd_{i,t} + \alpha Controls_{i,t} + \sum Firm_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标  $i$  和  $t$  分别代表企业和年份,  $Year_t$  和  $Firm_i$  分别表示年份和企业固定效应,  $\varepsilon_{i,t}$  为随机误差项。

(1)被解释变量 ( $Shadow_{i,t}/Chain_{i,t}/Inter_{i,t}$ )。被解释变量为企业  $i$  在  $t$  年的影子银行化程度。考虑到存在信用链条和信用中介两类影子银行,借鉴韩珣等(2017)<sup>[4]</sup>、吴安兵等(2023)<sup>[2]</sup>的研究,选用3个被解释变量:一是“信用链条类”( $Chain_{i,t}$ ),为理财产品、信托产品、结构性存款、资产管理计划等金融产品之和占企业总资产的比例,反映企业信用链条类影子银行化程度;二是“信用中介类”( $Inter_{i,t}$ ),为其他应收款、委托理财与委托贷款之和占企业总资产的比例,反映企业信用中介类影子银行化程度;三是“影子银行”( $Shadow_{i,t}$ ),为上述两类影子银行业务之和占企业总资产的比例,反映企业总体影子银行化程度。

(2)核心解释变量 ( $ESG\_rd_{i,t}$ )。核心解释变量“ESG 评级分歧”为企业  $i$  在  $t$  年的 ESG 评级分歧程度。借鉴 Christensen 等(2022)<sup>[25]</sup>、刘向强等(2023)<sup>[21]</sup>的研究,本文采用 CNRDS、WIND、华证、彭博、富时罗素5家评级机构 ESG 评级分数的标准差测度企业的 ESG 评级分歧程度。

(3)控制变量 ( $Controls_{i,t}$ )。参考 Serafeim 和 Yoon(2022)<sup>[18]</sup>、Christensen 等(2022)<sup>[25]</sup>的研究,企业层面的控制变量包括:“资产负债率”(负债与资产之比),“二职合一”(总经理兼任董事长取值为1,否则取值为0),“资产收益率”(净利润与总资产之比),“成长性”(主营业务收入增长率),“股权集中度”(前5大股东持股比例),“资产规模”(总资产取对数),“独立董事占比”(独立董事人数与董事会规模之比),“企业价值”(Tobin Q 值),“高管薪酬”(管理层前三名薪酬取对数),“财务费用率”(财务费用与营业总收入之比),“审计意见”(审计意见为标准无保留意见取值为1,否则取值为0)。非金融企业影子银行化还会受到宏观经济政策不确定性和地方经济增长的影响(高洁超等,2020;Chen et al., 2024)<sup>[55-56]</sup>,借鉴高洁超等(2020)<sup>[55]</sup>、王瑶和陈雅宁(2025)<sup>[57]</sup>的研究,选取“经济政策不确定性”(经济政策不确定性指数)和“经济增长”(GDP 增长率)两个地区(省级区域)层面的控制变量。

#### 2. 中介机制与调节效应检验方法

借鉴江艇(2022)<sup>[58]</sup>的研究,构建模型(2)进行中介机制检验,同时构建模型(3)验证中介变量对非金融企业影子银行化的影响:

$$M_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG\_rd_{i,t} + \beta Controls_{i,t} + \sum Firm_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Shadow_{i,t}/Chain_{i,t}/Inter_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 M_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \sum Firm_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,  $M_{i,t}$  代表中介变量,其他变量同基准模型。选取以下两个中介变量:一是“管理层自利”,借鉴权小锋等(2010)<sup>[59]</sup>的方法,采用管理层超额在职消费与总资产之比衡量(超额在职消费为实际在职消费与预期正常在职消费之差),用以检验管理层自利的中介作用;二是“投资者情绪”,借鉴韩珣和封珉(2023)<sup>[60]</sup>的研究,采用企业流通股年换手率(对数化处理)衡量(换手率越低,投资者情绪越稳定),用以检验投资者情绪的中介效应。

为检验信息披露质量和融资约束的调节作用,构建模型(4):

$$Shadow_{i,t}/Chain_{i,t}/Inter_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 ESG\_rd_{i,t} + \varphi_2 MO_{i,t} + \varphi_3 ESG\_rd_{i,t} \times MO_{i,t} + \varphi Controls_{i,t} + \sum Firm_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $MO_{i,t}$ 代表调节变量。选取以下两个调节变量:一是“信息质量高”,借鉴 Kim 和 Verrecchia (2001)<sup>[61]</sup>的研究,采用 KV 指数衡量企业信息披露质量(KV 值越大,信息披露质量越低),进而构建信息披露质量较高的虚拟变量(KV 指数小于中位数时取值为 1,否则取值为 0),用以检验信息披露质量的调节效应;二是“KZ 指数”,采用 KZ 指数衡量企业的融资约束程度(KZ 指数越大,企业面临的融资约束程度越强),用以检验融资约束的调节效应。

### 3. 样本与数据

本文的研究样本为沪深 A 股上市公司,样本期间为 2009—2023 年。剔除金融行业样本、ST/\*ST 等交易状态异常的样本、关键变量缺失的样本,最终得到 43 689 个观测值。上市公司财务数据、经营数据以及股权数据等来自国泰安(CSMAR)数据库,影子银行相关数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS),ESG 评级数据来自 CNRDS、WIND、华证、彭博、富时罗素数据库,经济政策不确定性数据来自 Baker 等编制的经济政策不确定性指数。为了避免极端值的影响,对所有连续变量进行 1% 和 99% 的缩尾处理;运用 Stata18 软件进行数据处理和回归分析,表 1 为主要变量的描述性统计结果。

表 1 主要变量描述性统计结果

变 量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值	
被解释变量	影子银行	43 689	0.135	0.276	0	1.576
	信用链条类	43 689	0.016	0.050	0	0.297
	信用中介类	43 689	0.118	0.248	0	1.447
核心解释变量	ESG 评级分歧	43 689	33.03	5.503	29.91	33.54
中介变量	管理层自利	43 689	0.014	0.045	-0.045	0.223
	投资者情绪	43 689	6.184	0.835	3.412	7.931
调节变量	信息质量高	43 475	0.500	0.500	0	1
	KZ 指数	43 689	1.293	2.464	-7.067	7.179
控制变量	资产负债率	43 689	0.420	0.213	0.054	0.961
	二职合一	43 689	0.293	0.455	0	1
	净资产收益率	43 689	0.035	0.069	-0.302	0.280
	企业成长性	43 689	0.157	0.407	-0.603	2.629
	股权集中度	43 689	0.534	0.156	0.191	0.886
	资产规模	43 689	22.16	1.316	18.73	26.15
	独立董事占比	43 689	0.376	0.053	0.333	0.571
	企业价值	43 689	2.042	1.339	0.840	9.159
	高管薪酬	43 689	14.58	0.731	12.68	16.56
	财务费用率	43 689	0.015	0.042	-0.070	0.281
	审计意见	43 689	0.965	0.184	0	1
	经济政策不确定性	43 689	455.4	240.7	99	792
	经济增长	43 689	0.087	0.046	0.002	0.229



## 四、实证结果分析

### 1. 基准回归结果

表 2 为基准回归结果。“ESG 评级分歧”对“影子银行”“信用链条类”“信用中介类”的回归系数均显著为正,表明 ESG 评级分歧越大,企业的信用链条类影子银行化程度、信用中介类影子银行化程度和总体影子银行化程度越高,即 ESG 评级分歧显著加剧了非金融企业影子银行化,假说 H1 得到证实。这可以理解为:ESG 评级是企业获得投资者信任的重要渠道,但 ESG 评级分歧会加剧信息不对称,为了弥补 ESG 评级分歧造成的损失,企业会通过扩大影子银行业务来追求短期回报。

表 2 基准回归结果

变 量	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0.008 95 *** (2.94)	0.003 77 *** (5.66)	0.004 85 * (1.83)
资产负债率	-2.048 14 *** (-13.71)	-0.359 49 *** (-12.66)	-1.683 29 *** (-12.79)
二职合一	0.085 11 * (1.88)	0.011 67 (1.27)	0.070 84 * (1.73)
净资产收益率	0.277 15 (1.24)	0.042 04 (0.89)	0.208 72 (1.05)
企业成长性	-0.030 88 (-1.10)	-0.015 48 *** (-2.91)	-0.013 09 (-0.51)
股权集中度	-0.845 28 *** (-4.57)	-0.042 90 (-1.22)	-0.779 10 *** (-4.70)
资产规模	-0.148 24 *** (-4.15)	-0.037 10 *** (-4.96)	-0.098 45 *** (-3.14)
独立董事占比	-0.165 14 (-0.47)	0.124 83 * (1.71)	-0.291 44 (-0.94)
企业价值	-0.035 29 * (-1.94)	-0.016 77 *** (-4.23)	-0.014 75 (-0.93)
高管薪酬	0.149 16 *** (3.88)	0.020 80 *** (2.69)	0.134 96 *** (4.06)
财务费用率	0.823 87 * (1.90)	0.129 42 (1.44)	0.652 47 * (1.74)
审计意见	-0.111 61 (-1.50)	-0.049 50 *** (-3.30)	-0.064 54 (-1.01)
经济政策不确定性	0.000 33 ** (2.19)	0.000 01 (0.35)	0.000 27 ** (2.06)
经济增长率	1.459 11 *** (2.85)	0.429 42 *** (3.92)	1.055 14 ** (2.35)
年份和企业固定效应	控制	控制	控制
常数项	2.776 45 *** (3.45)	0.613 68 *** (3.85)	1.792 42 *** (2.59)
观测值	43 689	43 689	43 689
$R^2$	0.097	0.161	0.073

注:被解释变量进行放大 10 倍处理,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著,括号内数值为企业层面聚类的  $t$  值,下表同。

### 2. 稳健性检验

(1)工具变量法。为缓解基准模型可能存在的反向因果关系等内生性问题,本文借鉴周泽将等(2023)<sup>[17]</sup>的研究,以同年份同地区其他企业的 ESG 评级分歧均值作为“ESG 评级分歧”的工具变量,进行 2SLS 检验,回归结果见表 3。检验结果显示,不存在工具变量识别不足和弱工具变量问题,工具变量与“ESG 评级分歧”显著正相关,工具变量拟合的“ESG 评级分歧”对“影子银行”“信用链条类”“信用中介类”的回归系数均显著为正。因此,在缓解内生性问题后,ESG 评级分歧显著加剧了非金融企业影子银行化的结论依然成立。



表 3 工具变量法检验结果

变 量	第一阶段	第二阶段		
	ESG 评级分歧	影子银行	信用链条类	信用中介类
工具变量	3. 851 63 *** (2. 97)			
ESG 评级分歧'		0. 143 97 *** (3. 69)	0. 165 22 * (1. 76)	0. 315 77 *** (2. 61)
K-P rk Wald F 统计量	17. 293   16. 38			
K-P rk LM 统计量	17. 354 [0. 000]			
观测值	43 689	43 322	43 322	43 322
R <sup>2</sup>	0. 151	-1. 518	-0. 050	-0. 259

注:大括号内为 Stock-Yogo 弱工具变量检验的 10%临界值,中括号内为 K-P rk LM 统计量的  $P$  值;所有模型均控制了控制变量以及年份和企业固定效应,限于篇幅,控制变量和常数项估计结果略,下表同。

(2)缓解遗漏变量问题。借鉴黄贤环和姚荣荣(2021)<sup>[3]</sup>的研究,在基准模型中进一步控制“内部资本积累”(未分配利润/总资产)、“固定资产比率”(固定资产/总资产)和“现金流比率”(经营活动产生的现金净流量/总资产)3个变量,以缓解遗漏变量带来的内生性问题。检验结果见表4,“ESG 评级分歧”的回归系数与基准模型无显著变化,表明在缓解遗漏变量问题后,假说 H1 依然成立。

表 4 缓解遗漏变量检验结果

变 量	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0. 008 95 *** (2. 95)	0. 003 91 *** (5. 90)	0. 004 72 * (1. 78)
内部资本积累	-0. 325 33 *** (-3. 29)	-0. 127 29 *** (-6. 50)	-0. 196 42 ** (-2. 26)
固定资产比率	-1. 670 88 *** (-8. 90)	-0. 355 28 *** (-10. 01)	-1. 278 57 *** (-7. 75)
现金流比率	0. 152 38 (0. 78)	0. 242 25 *** (6. 42)	-0. 137 59 (-0. 78)
观测值	43 682	43 682	43 682
R <sup>2</sup>	0. 101	0. 167	0. 076

(3)倾向得分匹配法。本文通过倾向得分匹配法缓解样本自选择问题。借鉴刘向强等(2023)<sup>[21]</sup>的方法,根据样本“ESG 评级分歧”的中位数进行分组,以控制变量作为协变量,进行 1:1 近邻匹配。采用匹配后的样本重新进行检验,回归结果见表5的 Panel A。“ESG 评级分歧”的回归系数仍然显著为正,表明本文的分析结果是稳健的。

表 5 倾向得分匹配和替换解释变量检验结果

变 量	Panel A:倾向得分匹配法			Panel B:替换解释变量		
	影子银行	信用链条类	信用中介类	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0. 002 83 *** (3. 90)	0. 006 73 ** (2. 21)	0. 009 67 *** (2. 81)			
ESG 评级分歧 1				0. 256 59 *** (3. 33)	0. 050 96 *** (3. 16)	0. 200 23 *** (2. 92)
观测值	26 758	26 758	26 758	43 898	43 898	43 898
R <sup>2</sup>	0. 150	0. 060	0. 084	0. 097	0. 159	0. 073

(4) 替换解释变量。参考 Avramov 等(2022)<sup>[29]</sup> 的处理方法,采用企业在 WIND、华证、彭博、富时罗素、融绿、盟浪六家机构的评级排名行均值衡量 ESG 评级分歧程度,得到变量“ESG 评级分歧 1”,以其为解释变量重新进行检验,回归结果见表 5 的 Panel B。替换 ESG 评级分歧评价指标后,假说 H1 依然成立,进一步表明本文的分析结果具有较好的稳健性。

### 3. 影响机制检验

中介机制检验结果见表 6。其中,Panel A 的回归结果显示:“ESG 评级分歧”对“管理层自利”的回归系数在 1%的水平上显著为正,表明 ESG 评级分歧的加剧显著强化了管理层的自利动机和行为;“管理层自利”对“影子银行”和“信用链条类”的回归系数在 1%的水平上显著为正,表明管理层自利的强化显著加剧了非金融企业的信用链条类影子银行化和总体影子银行化;“管理层自利”对“信用中介类”的回归系数不显著,但对于仅包含有超额在职消费企业的样本(实际在职消费与预期在职消费的差额大于 0 的样本),管理层自利的强化显著加剧了非金融企业信用中介类影子银行化。上述结果表明,ESG 评级分歧能够通过强化管理层自利加剧非金融企业影子银行化,假说 H2 得到验证。Panel B 的回归结果显示:“ESG 评级分歧”对“投资者情绪”的回归系数在 1%的水平上显著为正,表明 ESG 评级分歧的加剧显著激化了投资者情绪;“投资者情绪”对“影子银行”“信用链条类”“信用中介类”的回归系数均在 1%的水平上显著为正,表明投资者情绪的激化显著加剧了非金融企业影子银行化。上述结果表明,ESG 评级分歧能够通过激化投资者情绪加剧非金融企业影子银行化,假说 H3 得到验证。

表 6 中介机制检验结果

Panel A: 管理层自利的中介作用					
变 量	管理层自利	影子银行	信用链条类	信用中介类 (全样本)	信用中介类 (有超额在职消费样本)
ESG 评级分歧	0.000 56*** (9.33)				
管理层自利		1.657 54*** (3.87)	1.018 78*** (9.82)	0.535 81 (1.44)	1.095 87** (2.07)
观测值	43 689	43 689	43 689	43 689	22 826
R <sup>2</sup>	0.201	0.098	0.166	0.073	0.079
Panel B: 投资者情绪的中介作用					
变 量	投资者情绪	影子银行	信用链条类	信用中介类	
ESG 评级分歧	0.004 99*** (5.14)				
投资者情绪		0.168 72*** (7.06)	0.048 91*** (9.32)	0.115 92*** (5.55)	
观测值	43 687	43 687	43 687	43 687	
R <sup>2</sup>	0.254	0.099	0.163	0.074	

### 4. 调节效应检验

调节效应检验结果见表 7。其中,Panel A 的回归结果显示:“ESG 评级分歧×信息质量高”对“影子

银行”“信用中介类”的回归系数显著为负,对“信用链条类”的回归系数不显著,表明当企业的信息披露质量较高时,ESG 评级分歧对总体影子银行化和信用中介类影子银行化的正向影响较弱。尽管信息披露质量对 ESG 评级分歧影响非金融企业信用链条类影子银行化的调节效应不显著,但总体上看,企业信息披露质量的提高能够弱化 ESG 评级分歧对非金融企业影子银行化的加剧作用。Panel B 的回归结果显示:“ESG 评级分歧×KZ 指数”对“影子银行”“信用中介类”的回归系数显著为正,对“信用链条类”的回归系数不显著,表明随着融资约束的加剧,ESG 评级分歧对总体影子银行化和信用中介类影子银行化的正向影响增强。尽管融资约束对 ESG 评级分歧影响非金融企业信用链条类影子银行化的调节效应不显著,但总体上看,企业融资约束的缓解能够弱化 ESG 评级分歧对非金融企业影子银行化的加剧作用。由此,假说 H4 得到验证。

表 7 调节效应检验结果

Panel A:信息披露质量的调节效应			
变 量	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0.013 45 *** (3.56)	0.003 86 *** (4.62)	0.009 64 *** (2.89)
信息质量高	0.428 87 *** (3.20)	0.051 88 * (1.79)	0.394 97 *** (3.36)
ESG 评级分歧×信息质量高	-0.009 71 ** (-2.38)	-0.000 61 (-0.69)	-0.009 71 *** (-2.69)
观测值	43 475	43 475	43 475
$R^2$	0.099	0.160	0.075
Panel A:融资约束的调节效应			
变 量	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0.007 60 ** (2.14)	0.003 94 *** (5.01)	0.003 26 (1.05)
KZ 指数	-0.009 45 (-0.26)	0.015 76 ** (2.06)	-0.027 70 (-0.88)
ESG 评级分歧×KZ 指数	0.001 80 * (1.79)	-0.000 03 (-0.14)	0.001 91 ** (2.13)
观测值	43 686	43 686	43 686
$R^2$	0.098	0.162	0.073

## 五、进一步分析

### 1. 异质性分析

ESG 评级分歧的存在降低了企业外部资金提供者的投资意愿,加剧了企业的融资约束,促使管理层为了达成自利而扩大影子银行活动规模。在此过程中,企业的投资经营活动既须在内部治理框架下展开,又会受到外部监督,同时还需基于市场波动进行适时调整。因此,企业的内部治理和外部监督以及市场竞争都会影响其投融资决策,进而作用于 ESG 评级分歧与影子银行化的关系。本文主要从企业的内部治理水平、外部监督力度以及行业竞争程度 3 个方面分析 ESG 评级分歧影响非金融企业影子银行化的异质性。

(1)企业内部治理异质性。前文分析证实,强化管理层自利是 ESG 评级分歧加剧非金融企业影子银行化的内在机制之一,而管理层自利行为与企业内部治理紧密相关。企业内部治理水平的提高,不仅能够大大压缩管理层实施自利行为的空间,抑制管理层短视行为;还能够提升企业的信息透明度,增强企业财务报告的可靠性和合规性,从而缓解企业的融资约束(李志军等,2024)<sup>[62]</sup>。同时,良好的内部控制机制会在一定程度上减轻 ESG 评级分歧引致的市场争议,弱化 ESG 评级分歧对企业投融资行为的影响。而当企业内部治理水平较低时,ESG 评级分歧更容易引发管理层自利行为,且融资约束也得不到有效缓解(安世强等,2024)<sup>[63]</sup>。因此,ESG 评级分歧对影子银行化的加剧作用在内部治理水平较低的企业中更为显著。本文借鉴安世强和张金昌(2024)<sup>[63]</sup>、王少华(2025)等<sup>[64]</sup>的方法,基于内部控制是否存在缺陷评价企业的内部治理水平,将样本划分为“内部治理水平较低”和“内部治理水平较高”两组,分组检验结果见表 8 的 Panel A。对于内部治理水平较高的非金融企业,ESG 评级分歧对信用链条类影子银行化、信用中介类影子银行化和总体影子银行化均无显著影响;对于内部治理水平较低的非金融企业,ESG 评级分歧显著加剧了信用链条类影子银行化、信用中介类影子银行化和总体影子银行化。以上结果表明,ESG 评级分歧对影子银行化的加剧作用主要体现在治理水平较低的企业中,与理论预期相符。

(2)企业外部监督异质性。在抑制管理层自利、缓解融资约束等方面,外部监督与内部治理具有类似的功效。当企业面临较强的外部监督时,投资者与企业之间的信息不对称程度较低,管理层的投机行为受到有力监督,ESG 评级分歧引致的影子银行活动将被有效遏制。分析师能对企业的投资经营状况进行专业和全面的分析(周泽将等,2023)<sup>[17]</sup>,受到分析师的关注则会对企业形成外部监督(张娆等,2017)<sup>[65]</sup>,从而发挥外部治理作用(郑建明等,2015)<sup>[66]</sup>。因此,本文根据分析师关注度的中位数将样本划分为“外部监督力度较强”和“外部监督力度较弱”两组,分组检验结果见表 8 的 Panel B。对于外部监督力度较强的非金融企业,ESG 评级分歧对信用中介类影子银行化和总体影子银行化没有显著影响,只显著加剧了信用链条类影子银行化;对于外部监督力度较弱的非金融企业,ESG 评级分歧显著加剧了信用链条类影子银行化、信用中介类影子银行化和总体影子银行化。进一步对两个子样本中“ESG 评级分歧”对“信用链条类”的回归系数进行组间差异显著性检验(抽样 200 次),结果显示  $P$  值(0.045)小于 0.1,表明 ESG 评级分歧对信用链条类影子银行化的加剧作用在外部监督力度较弱的非金融企业中更强。上述结果表明,ESG 评级分歧对影子银行化的加剧作用主要体现在外部监督力度较弱的企业中,与理论预期相符。

(3)行业竞争程度异质性。企业的投融资决策与所处行业的竞争程度息息相关。当竞争较为激烈时,企业为了生存和发展需要争夺有限的资源,加大了企业获取外界融资的难度,此时,ESG 评级分歧对影子银行化的加剧作用更为显著。本文借鉴王百强等(2021)<sup>[67]</sup>的方法,根据企业所在行业赫芬达尔指数的中位数将样本划分为“行业竞争程度较高”和“行业竞争程度较低”两组,分组检验结果见表 8 的 Panel C。对于行业竞争程度较高的非金融企业,ESG 评级分歧显著加剧了信用链条类影子银行化、信用中介类影子银行化和总体影子银行化;对于行业竞争程度较低的非金融企业,ESG 评级分歧对信用中介类影子银行化和总体影子银行化没有显著影响,只显著加剧了信用链条类影子银行化。进一步对两个子样本中“ESG 评级分歧”对“信用链条类”的回归系数进行组间差异显著性检验(抽样 200 次),结果显示  $P$  值(0.060)小于 0.1,表明 ESG 评级分歧对信用链条类影子银行化的加剧作用在行业竞争程度较高的非金融企业中更强。上述结果表明,ESG 评级分歧对影子银行化的加剧作用主要体现在行业竞争程度较高的企业中,与理论预期相符。



表 8 异质性分析结果

Panel A:内部治理异质性						
变 量	内部治理水平较高			内部治理水平较低		
	影子银行	信用链条类	信用中介类	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0.000 27 (0.06)	0.001 04 (1.18)	-0.000 81 (-0.22)	0.016 48 *** (2.82)	0.005 47 *** (4.23)	0.010 41 ** (1.96)
观测值	28 158	28 158	28 158	12 130	12 130	12 130
R <sup>2</sup>	0.101	0.171	0.075	0.082	0.132	0.064
Panel B:外部监督异质性						
变 量	外部监督力度较强			外部监督力度较弱		
	影子银行	信用链条类	信用中介类	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0.004 03 (1.07)	0.002 28 *** (2.82)	0.001 59 (0.49)	0.014 27 *** (2.67)	0.005 04 *** (4.30)	0.008 44 * (1.76)
观测值	15 155	15 155	15 155	28 534	28 534	28 534
R <sup>2</sup>	0.090	0.172	0.063	0.099	0.149	0.077
Panel C:行业竞争异质性						
变 量	行业竞争程度较高			行业竞争程度较低		
	影子银行	信用链条类	信用中介类	影子银行	信用链条类	信用中介类
ESG 评级分歧	0.013 23 *** (2.77)	0.004 46 *** (4.40)	0.008 31 * (1.96)	0.005 77 (1.41)	0.003 39 *** (3.70)	0.002 09 (0.60)
观测值	21 47	21 447	21 447	22 242	22 242	22 42
R <sup>2</sup>	0.098	0.176	0.073	0.097	0.150	0.072

## 2. 经济后果分析

与本文研究相关的影子银行活动的高风险特征值得关注。非金融企业充当信用中介开展委托贷款等影子银行活动降低了其偿债能力,实施金融投资类信用链条活动则可能通过风险联动机制影响其预期收益,从而加剧经营风险(李建军等,2019)<sup>[68]</sup>。ESG 评级分歧加剧了企业的影子银行化,很可能最终会提高企业的经营风险。ESG 评级分歧强化了企业管理层自利、激化了投资者情绪,导致企业影子银行化程度提高,此时影子银行活动的衍生风险极有可能影响企业的日常生产经营。这是因为:非金融企业的主业并非金融投资,开展影子银行业务的主要动机是“追逐利润”,而非“预防性储蓄”;然而,非金融企业在金融资产合理配置、风险识别和风险管理等方面的能力较弱,很可能因此影响企业的现金流和盈利状况,而且未来资金无法及时收回的可能性增大,不仅使生产性投资和技术创新活动受到抑制(张成思等,2015)<sup>[51]</sup>,还会加剧企业的财务风险和经营风险(张成思等,2018)<sup>[69]</sup>。对此,本文借鉴 Kim 等(2021)<sup>[70]</sup>的研究,采用两阶段模型进行经济后果检验。在第一阶段,基于“ESG 评级分歧”回归得到非金融企业影子银行化的预测值(变量“影子银行化’”);在第二阶段,检验影子银行化预测值对非金融企业财务困境和股价崩盘风险的影响。其中,财务困境采用“Oscore 指数”衡量,股价崩盘风险采用 NCSKEW(负收益偏态系数)和 DUVOL(股票收益率上下波动的比)衡量。第二阶段回归结果见表 9,“影

子银行化”对“Oscore 指数”、*NCSKEW*、*DUVOL* 的回归系数均显著为正,表明 ESG 评级分歧导致的影子银行化加剧显著提高了非金融企业的破产风险和股价崩盘风险。可见,ESG 评级分歧对影子银行化的加剧确实会导致非金融企业的经营风险上升,不利于企业的长远健康发展。

表 9 基于经营风险的经济后果分析结果

变 量	Oscore 指数	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
影子银行化'	0.837 81*** (5.13)	0.314 72*** (2.84)	0.132 48* (1.82)
观测值	43 689	41 394	41 394
$R^2$	0.584	0.025	0.031

## 六、结论与启示

近年来,我国非金融企业影子银行化趋势明显,但非金融企业进行高风险、高收益的影子银行活动容易诱发系统性风险,有必要合理控制非金融企业的影子银行化。ESG 评级有助于促进企业可持续发展,但 ESG 评级分歧会加剧企业信息不对称,强化企业的融资约束及 ESG“漂绿”动机,促使企业通过开展影子银行业务来获取短期经济回报和市场认可。本文以 2009 年至 2023 年沪深 A 股非金融上市公司为研究对象,基于 CNRDS、Wind、华证、彭博、富时罗素五家 ESG 评级机构的评级数据评估样本企业的 ESG 评级分歧程度,分析发现:(1) ESG 评级分歧显著加剧了非金融企业影子银行化,并且对信用中介和信用链条两类影子银行化都产生了显著的加剧作用;(2) 中介机制分析表明,ESG 评级分歧能够通过强化管理层自利和激化投资者情绪两条路径加剧非金融企业影子银行化;(3) 调节效应分析表明,提升企业信息披露质量和缓解企业融资约束可以弱化 ESG 评级分歧对非金融企业影子银行化的加剧作用;(4) 异质性分析表明,ESG 评级分歧的影子银行化加剧作用主要体现在内部治理水平较低、外部监督力度较弱、行业竞争程度较高的非金融企业中;(5) 经济后果分析表明,ESG 评级分歧引发的影子银行化加剧显著提高了非金融企业的破产风险和股价崩盘风险。

基于本文研究结论,可得到以下启示:第一,监管机构应当积极采取措施缩小企业 ESG 评级分歧,并关注 ESG 评级分歧对企业投融资行为的影响,以有效遏制非金融企业影子银行化。这些措施包括:出台 ESG 信息披露准则和 ESG 评级准则,完善 ESG 信息披露和评级体系,提升 ESG 信息披露和评级质量,提高 ESG 信息披露和评级结果的运用效率,加强对信用链条类和信用中介类影子银行业务的动态监测,等等。第二,非金融企业,特别是行业竞争比较激烈的企业,应当优化治理结构和治理机制,提升内部治理水平,并提高信息披露质量,以缓解融资约束和防范管理层自利;相关部门及利益相关者应加强对企业的外部监督,尤其要充分发挥分析师等专业人士的外部治理作用,协同遏制非金融企业影子银行化。第三,投资者、债权人等利益相关各方应该高度重视企业(特别是内部控制存在缺陷、分析师关注度较低、行业竞争比较激烈的企业)的 ESG 评级和 ESG 评级分歧,正确评估非金融企业的影子银行化程度和经营风险,提高投资决策的科学性,在更好维护自身权益的同时提高资本市场的有效性,进而推动非金融企业高质量发展。

### 参考文献:

- [1] 韩珣,李建军.政策连续性、非金融企业影子银行化与社会责任承担[J].金融研究,2021(9):131-150.
- [2] 吴安兵,龚星宇,陈创练,等.非金融企业影子银行化的风险承担效应:内在机制与经验证据[J].中国工业经济,

- 2023(4): 174-192.
- [3] 黄贤环,姚荣荣. 资本市场开放与非金融企业影子银行化[J]. 国际金融研究,2021(11):87-96.
- [4] 韩珣,田光宁,李建军. 非金融企业影子银行化与融资结构——中国上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究,2017(10): 44-54.
- [5] 白俊,宫晓云,赵向芳. 信贷错配与非金融企业的影子银行活动——来自委托贷款的证据[J]. 会计研究,2022(2): 46-55.
- [6] SHI X H,ZHI M X. Managerial overconfidence and enterprise shadow banking[J]. Finance Research Letters,2023,58: 104450.
- [7] 王垒,逢淑辉,于文成. 创始股东控制权对非金融企业影子银行化的影响研究[J]. 广东财经大学学报,2022,37(6): 50-61.
- [8] 曹慧平,马云飞. 数字化转型会加剧企业影子银行化吗? ——基于上市非金融企业的经验证据[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2023(6):3-19.
- [9] 孙继国. 金融科技、主业投资与企业影子银行化[J]. 中南财经政法大学学报,2023(6):66-75.
- [10] 韩珣,封玥. 社会信任对非金融企业影子银行化的影响研究[J]. 管理学报,2023,20(4):610-619.
- [11] 颜恩点,谢佳佳. 供应链关系、信息优势与影子银行业务——基于上市非金融企业的经验证据[J]. 管理评论,2021,33(1):291-300+329.
- [12] BERG F,KÖLBEL J F,Rigobon R. Aggregate confusion:The divergence of ESG ratings[J]. Review of Finance,2022,26(6):1315-1344.
- [13] WIDYAWATI L. A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics[J]. Business Strategy and the Environment,2020,29(2):619-637.
- [14] ABHAYAWANSA S,TYAGI S. Sustainable investing:The black box of environmental, social, and governance(ESG) ratings[J]. Journal of Wealth Manage,2021,24(1):49-54.
- [15] XIAO X,LIU X,LIU J. ESG rating dispersion and expected stock return in China[J]. Emerging Markets Finance and Trade,2023,59(11):3422-3437.
- [16] 周泽将,谷文菁,伞子瑶. ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性[J]. 中国软科学,2023(10):164-176.
- [17] 周泽将,丁晓娟,伞子瑶. ESG 评级分歧与审计风险溢价[J]. 审计研究,2023(6):72-83.
- [18] SERAFEIM G,YOON A. Stock price reactions to ESG news:The role of ESG ratings and disagreement[J]. Review of Accounting Studies,2022:1-31.
- [19] TAN R,PAN L. ESG rating disagreement,external attention and stock return:Evidence from China[J]. Economics Letters,2023,231:111268.
- [20] 李晓艳,梁日新,李英. ESG 影响股票流动性吗? ——基于 ESG 评级和评级分歧的双重视角[J]. 国际金融研究,2023(11):75-86.
- [21] 刘向强,杨晴晴,胡珺. ESG 评级分歧与股价同步性[J]. 中国软科学,2023(8):108-120.
- [22] 王垒,刘青德,李宽. ESG 评级分歧与公司债券定价:信息挖掘还是信息恶化[J]. 国际金融研究,2024(3):87-96.
- [23] 李晓艳,梁日新,吴秋生. ESG 评级如何影响企业投融资期限错配——基于 ESG 不确定性的视角[J]. 南开管理评论,2024,27(9):173-184+196.
- [24] 高延歌,马胜. ESG 评级分歧与管理层短视[J]. 管理现代化,2024,44(5):176-185.
- [25] CHRISTENSEN D M,SERAPEIM G,SIKOCHI A. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The Case of ESG Ratings[J]. The Accounting Review,2022,97(1):147-175.
- [26] KIMBROUGH M D,WANG X F,WEI S, et al. Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies? [J]. European Accounting Review,2024,33(1):15-47.

- [27] 李颖,吴彦辰,田祥宇. 企业 ESG 表现与供应链话语权[J]. 财经研究,2023,49(8):153-168.
- [28] 周上尧,王胜. 中国影子银行的成因、结构及系统性风险[J]. 经济研究,2021,56(7):78-95
- [29] AVRAMOV D, CHENG S, LIOUI A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty[J]. Journal of financial economics,2022,145(2):642-664.
- [30] WANG H, JIAO S, GE C, et al. Corporate ESG rating divergence and excess stock returns[J]. Energy Economics,2024,129:107276.
- [31] 陈镇喜,程昕昱. 非金融企业影子银行化与企业创新投入[J]. 产经评论,2024,15(6):41-55.
- [32] LIU M. Quantitative ESG disclosure and divergence of ESG ratings[J]. Frontiers in psychology,2022,13:936 798.
- [33] 肖红军,丁凤茹. ESG 评级分歧研究述评与展望[J]. 东北财经大学学报,2024(6):40-57.
- [34] 席龙胜,王岩. 企业 ESG 信息披露与股价崩盘风险[J]. 经济问题,2022(8):57-64.
- [35] 上官泽明,张媛媛. 企业 ESG 表现与金融资产配置:刺激还是抑制? [J]. 上海财经大学学报,2023,25(6):44-58.
- [36] 王越,阳镇,陈劲. ESG 表现抑制企业过度金融化吗? [J]. 经济与管理研究,2025,46(1):50-70.
- [37] 何大明,李亦普,王峥,等. ESG 评级分歧提高了上市公司自愿性信息披露吗? [J]. 会计与经济研究,2023,37(3):54-70.
- [38] 王积田,田博傲,上官相乐. ESG 评级分歧影响审计师风险应对行为吗? ——基于关键审计事项披露的视角[J]. 金融发展研究,2023(9):13-21.
- [39] 胡楠,薛付婧,王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? ——基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界,2021,37(5):139-156+11+19-21.
- [40] 宋冰洁,罗宏,王玉. 多个大股东与高管超额薪酬[J]. 软科学,2023,37(11):22-27.
- [41] 李楠博,孙弘远,李书,等. “自私的”管理者抑制了企业低碳技术创新吗? ——基于显性与隐性视角的二元研究[J]. 管理评论,2025,37(1):114-126.
- [42] 尹林辉,张靖婉. 媒体关注、投资者情绪与企业资金期限错配[J]. 华东经济管理,2025,39(1):106-116.
- [43] WANG J L, WANG S L, DONG M H, et al. ESG rating disagreement and stock returns: Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis,2024,91(1):103043.
- [44] 柳学信,吴鑫玉,孔晓旭. 上市公司 ESG 表现与股票收益——基于股价中企业特质信息含量视角[J]. 会计之友,2023(10):85-93.
- [45] BAKER S, BLOOM N, DAVIS J. Measuring economic policy uncertainty[J]. Quarterly Journal of Economics,2016,131(4):1593-1636.
- [46] 王海芳,张笑愚. 控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业“脱实向虚”——基于迎合理论视角[J]. 经济管理,2021,43(8):157-176.
- [47] 汪宝,臧日宏,覃诚,等. 投资者情绪放大企业金融化行为同群效应了吗? [J]. 企业经济,2023,42(1):150-160.
- [48] 刘贯春,叶永卫,张军. 税收征管独立性与企业信息披露质量——基于国地税合并的准自然实验[J]. 管理世界,2023,39(6):156-170.
- [49] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics,1984,13(2):187-221.
- [50] WANG K, CHEN X, WANG C. The impact of sustainable development planning in resource-based cities on corporate ESG-evidence from China[J]. Energy Economics,2023,127:107087.
- [51] 张成思,张步昙. 再论金融与实体经济:经济金融化视角[J]. 经济学动态,2015(6):56-66.
- [52] 杜永奎,王婕. 增值税留抵退税政策实施效应研究:一个文献综述[J]. 财务管理研究,2025(4):29-35.
- [53] 牛华伟,朱可. 碳交易、债转股决策与企业价值——理论与数值分析[J/OL]. 系统工程理论与实践,1-21(2025-05-15). <https://link.cnki.net/urlid/11.2267.n.20250515.1522.066>.



- [54] 洪联英,湛惠雯,唐佳敏. 融资投向差异与企业技术创新效应[J]. 财经研究,2024,50(11):65-79.
- [55] 高洁超,汪晨涛,刘允. 经济政策不确定性与非金融企业的影子银行化[J]. 金融论坛,2020,25(8):18-27+51.
- [56] CHEN H Q,LIN Z. Local fiscal pressure and shadow banking activities of nonfinancial enterprises:A story of government intervention[J]. Finance Research Letters,2024,62:105173.
- [57] 王瑶,陈雅宁. 注册制改革的风险治理溢出效应研究——基于非金融企业影子银行化视角[J]. 证券市场导报,2025(1):15-26.
- [58] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.
- [59] 权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010,45(11):73-87.
- [60] 韩珣,封玥. 社会信任对非金融企业影子银行化的影响研究[J]. 管理学报,2023,20(4):610-619.
- [61] KIM O,VERRECCHIA R E. The relation among disclosure, returns, and trading volume information[J]. Accounting Review, 2001,76(4):633-654.
- [62] 李志军,耿末,耀友福. 企业数字化与 ESG 履责[J]. 会计研究,2024(8):135-151.
- [63] 安世强,张金昌. 企业资源配置战略对审计费用的影响效应研究[J]. 审计与经济研究,2024,39(3):44-53.
- [64] 王少华,王文琴,陈宋生. 金融衍生品监管与企业竞争力提升——基于“国九条”的准自然实验[J]. 现代金融研究,2025,30(2):72-88.
- [65] 张尧,薛翰玉,赵健宏. 管理层自利、外部监督与盈利预测偏差[J]. 会计研究,2017(1):32-38+95.
- [66] 郑建明,黄晓蓓,张新民. 管理层业绩预告违规与分析师监管[J]. 会计研究,2015(3):50-56+95.
- [67] 王百强,鲍睿,李馨子,等. 控股股东股权质押压力与企业短贷长投:基于质押价格的经验研究[J]. 会计研究,2021(7):85-98.
- [68] 李建军,韩珣. 非金融企业影子银行化与经营风险[J]. 经济研究,2019,54(8):21-35.
- [69] 张成思,郑宁. 中国非金融企业的金融投资行为影响机制研究[J]. 世界经济,2018,41(12):3-24.
- [70] KIM Y,SU L N,WANG Z,et al. The effect of trade secrets law on stock price synchronicity:Evidence from the inevitable disclosure doctrine[J]. Accounting Review,2021,96(1):325-348.

## ESG Rating Divergence and Shadow Banking of Non-Financial Enterprises

WANG Wan-ting<sup>1</sup>, MAO Chong<sup>2</sup>, WANG Xiao-liang<sup>1</sup>, TIAN Feng<sup>1</sup>

(1. School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, Shanxi, China;

2. Shanxi Branch, China Development Bank, Taiyuan 030006, Shanxi, China)

**Summary:** The high-risk, high-reward nature of shadow banking activities of non-financial enterprises is highly prone to triggering systemic risks. To control the shadow banking risks associated with non-financial enterprises, it is necessary to explore the root causes. ESG ratings reflect a company's sustainable development capabilities and can help enterprises gain access to financial resources, thereby achieving financial support for the real economy. Against the backdrop of comprehensively advancing green development principles, assessing enterprises' sustainability and demystifying the ESG rating divergences will provide a novel perspective for identifying shadow banking risks in non-financial enterprises.

This paper takes A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2023 as the research object, and studies the impact of ESG rating divergence on the shadow banking of non-financial enterprises. It

is found that ESG rating divergence intensifies the shadow banking of non-financial enterprises. However, enhancing information transparency and alleviating financing constraints can weaken the relationship between the two. Mechanism testing finds that the ESG rating divergence has intensified the shadow banking of non-financial enterprises by amplifying the self-interest motives of management and investor sentiment. Heterogeneity testing finds that when the internal governance level of enterprises is low, external supervision is weak, and industry competition is fierce, ESG rating divergence has a stronger intensifying effect on shadow banking of non-financial enterprises. Further research has found that the intensification of ESG rating divergence on shadow banking of non-financial enterprises will increase their operational risks.

Compared with existing literature, this paper makes the following contributions. First, it examines the impact of ESG rating divergence on the shadow banking activities of non-financial enterprises, thereby enriching the literature on the economic consequences of ESG rating divergences and the influencing factors of shadow banking involvement by non-financial enterprises. Second, it identifies the mechanisms through which ESG rating divergences affect shadow banking activities in non-financial enterprises from the perspectives of managerial self-interest and investor sentiment, providing deeper insights into the intrinsic relationship between ESG rating divergences and shadow banking practices. Third, it investigates the heterogeneity in the relationship between ESG rating divergences and shadow banking of non-financial enterprises from the perspectives of the internal governance level of enterprises, the intensity of external supervision, and the degree of industry competition. It further tests the economic consequences of the increase in enterprises' operational risks caused by ESG rating divergence promoting the shadow banking of non-financial enterprises.

This paper identifies the driving forces behind the shadow banking activities of non-financial enterprises from the perspective of ESG rating divergences. It offers valuable insights for regulators to actively take measures aimed at reducing such divergences, supports non-financial enterprises in optimizing corporate governance to mitigate risks associated with shadow banking operations, and assists investors in identifying operational risks within target firms. The research provides a theoretical foundation for improving the ESG rating system and regulating shadow banking activities among non-financial enterprises.

**Keywords:** ESG rating divergence; shadow banking; management self-interest; investor sentiment; information disclosure quality; internal governance

**CLC number:** F275; F272.5

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2025)06-0139-18

(编辑:刘仁芳;朱 艳)