

# 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

王瑶 陈雅宁

(山西财经大学会计学院, 山西太原 030006)

**摘要:** 本文基于2016—2022年A股非金融企业数据, 从非金融企业影子银行化视角, 实证检验了科创板实行注册制对同行业企业影子银行化的作用。研究发现, 注册制改革产生了学习效应和“鲶鱼效应”, 提升了同行业企业的信息披露质量, 促进了行业内竞争, 从而抑制了同行业企业的影子银行化。进一步研究发现, 在市场化水平和媒体关注度较低的情境下, 注册制改革对同行业企业影子银行化的治理效应更显著。经济后果检验发现, 注册制改革能抑制同行业企业的影子银行化, 有效降低同行业企业的经营风险, 促进企业高质量发展。研究结论为治理非金融企业影子银行化风险、评估注册制改革的风险治理效果提供了经验证据。

**关键词:** 注册制改革; 非金融企业影子银行化; 学习效应; 鲶鱼效应

**Abstract:** From the perspective of shadow banking in non-financial enterprises, this paper utilizes the data of non-financial A-share listed companies from 2016 and 2022 to empirically investigate the impact of the registration-based IPO system reform of the STAR market on shadow banking activities of non-financial enterprises. The paper finds that the registration-based IPO system reform generates a learning effect and a catfish effect, improving the information disclosure quality of peer companies and intensifying intra-industry competition, thereby curbing shadow banking activities among peer companies. Further analysis reveals that the governance effect of the registration-based IPO system reform on the shadow banking activities of peer companies is more pronounced in contexts with lower marketization levels and lower media attention. The analysis of economic consequences shows that the registration-based IPO system reform curbs shadow banking activities among peer companies and effectively reduces the operation risks of peer companies, thus promoting the high-quality development of enterprises. The research findings provide empirical evidence for managing the risks of shadow banking in non-financial enterprises and evaluating the risk governance effects of the registration-based IPO system reform.

**Key words:** the registration-based IPO system reform, shadow banking of non-financial enterprise, learning effect, catfish effect

**作者简介:** 王瑶, 女, 管理学博士, 山西财经大学会计学院讲师, 研究方向: 资本市场与企业投资。陈雅宁(通讯作者), 女, 山西财经大学会计学院硕士生, 研究方向: 资本市场与企业投资。

**中图分类号:** F275.1 **文献标识码:** A

## 一、引言

自党的十八届三中全会提出推进股票发行注册制改革以来, 注册制的各项筹备工作渐次铺开。2019年7月22日, 首批25家企业通过注册制成功在科创板上市。此后, 创业板、北交所和主板相继进行注册制改革。研

究表明, 资本市场本质上是一个信息市场(张光利等, 2021), 信息披露质量是影响资本市场运行效率和风险的重要因素。注册制改革以信息披露为核心, 要求发行人充分披露投资者作出投资决策所必需的信息, 并确保信息披露真实、准确、完整, 这有助于提升发行人信息披露质量, 从而改善资本市场信息环境。在这一背景下,

已有文献发现注册制改革在降低股票波动性风险等方面发挥着积极作用(区俏婷和林巧龙, 2024)。

近年来, 防范化解金融风险成为我国政府部门的重点关注领域和核心工作任务, 金融监管部门多次强调要积极化解影子银行风险。由于信贷错配、金融抑制和信贷歧视, 具有融资优势的非金融企业在逐利动机驱使下, 从事高杠杆和高风险的影子银行业务, 导致了非金融企业影子银行化现象。非金融企业影子银行化, 是指企业将资金投放于民间借贷、委托理财与委托贷款等信用中介类影子银行业务以及理财产品、信托产品、结构性存款、资产管理计划等信用链条类影子银行业务的行为趋势(李建军和韩珣, 2019)。非金融企业影子银行化, 不仅加大了企业经营风险(李建军和韩珣, 2019)与股价崩盘风险(司登奎等, 2021), 而且在资金关联和风险交叉传染的作用下, 可能削弱宏观金融经济的稳定性, 进而带来系统性风险(Serletis and Xu, 2019; 方先明和谢雨菲, 2016)。

目前关于治理非金融企业影子银行化的研究较为丰富, 但大多从宏观的货币政策(韩珣和易祯, 2023)、财政政策(Han et al., 2023)和国家审计(窦炜和张书敏, 2022)以及微观的企业融资结构(韩珣等, 2017)等视角进行分析, 未能关注到资本市场注册制改革对非金融企业影子银行化的影响。同时, 注册制改革溢出效应的相关研究主要围绕股价同步性(巫岑等, 2022)、投资决策(刘瑞琳和李丹, 2022)、会计信息质量(潘爱玲等, 2023)和审计质量(乔贵涛和杜英巧, 2023)等方面展开, 鲜有文献关注注册制改革在风险治理方面产生的溢出效应。因此, 从非金融企业影子银行化的角度探讨注册制改革的溢出效应, 既是对已有非金融企业影子银行化影响因素相关文献的有益补充, 也有助于评估注册制改革在风险治理方面的效果。

基于此, 本文选取2016—2022年我国A股非金融上市企业为样本, 通过多期DID方法实证检验科创板注册制改革对同行业企业影子银行化的溢出效应。研究发现, 注册制改革通过学习效应和“鲶鱼效应”, 抑制了同行业企业的影子银行化。同时, 该效应在市场化水平和媒体关注度较低的情境下更加显著。本文可能的研究贡献如下: 第一, 从风险治理的视角研究注册制改革的溢出效应, 是注册制改革效果评估相关文献的有益补充。已

有文献研究了注册制改革对审计质量的提升效应是否外溢到原审核制上市企业(乔贵涛和杜英巧, 2023), 以及从股价同步性、投资决策和会计稳健性等视角研究了注册制改革的行业溢出效应(巫岑等, 2022; 刘瑞琳和李丹, 2022; 林志伟和肖逸灵; 2024)。本文从非金融企业影子银行化的视角评估了注册制改革对同行业企业的风险治理效应, 为深化注册制改革提供了理论参考与经验借鉴。第二, 从学习效应和“鲶鱼效应”两条路径挖掘注册制改革对同行业企业影子银行化的治理路径, 揭示注册制改革风险治理溢出效应的内在逻辑。以往研究发现, 同行业企业的影子银行化存在同伴效应(李香花等, 2022), 然而在资本市场注册制改革之后, “注册制企业的行为表现对同行业企业的影子银行化会产生促进还是抑制作用”“具体作用路径是什么”等问题仍值得进一步探讨。本文从学习效应和“鲶鱼效应”的角度研究注册制非金融企业与同行业企业之间的互动对同行业企业影子银行化的影响, 能够为进一步认识和治理非金融企业影子银行化提供新的思路。第三, 以注册制改革为切入点, 考察资本市场对非金融企业影子银行化的治理作用, 可以为监管部门优化基础制度建设提供理论参考, 同时为企业合理制定投资决策和合法合规经营提供依据。已有研究大多基于宏观政策(高洁超等, 2020; Si et al., 2022; Han et al., 2023)、信贷资源错配(白俊等, 2022)和公司治理特征(王垒等, 2022; 庄俊明等, 2023; 黄贤环和贾敏, 2023)等视角提出治理非金融企业影子银行化的政策建议, 本文基于资本市场的视角研究其治理路径, 能够为有效治理非金融企业影子银行化提供依据。

## 二、文献回顾与制度背景

### (一)注册制改革经济后果的研究

作为资本市场改革的重大举措, 现有研究基于不同角度考察了注册制改革的经济后果。在直接经济后果方面, 大量学者考察了注册制改革对盈余管理(曾泉等, 2022; Yang et al., 2023)、IPO定价效率(张宗新和吴钊颖, 2021; Li and Li, 2022)和信息披露质量(胡志强和王雅格, 2021; Wu and Yuan, 2022)的影响, 但对风险治理的影响研究较少。詹雷和韩金石(2021)研究发现, 注册制

改革对信息披露的强要求和严监管,使得招股说明书披露的风险因素相关信息质量更高。Bing et al.(2022)研究了注册制改革对股票波动性风险的影响,提出创业板个股涨跌幅限制扩大后,市场波动幅度加大。王意德和张兵(2023)通过研究创业板注册制实施约一年的政策效应,发现注册制改革并没有持续性放大股票特质波动风险。此外,区俏婷和林巧龙(2024)研究发现,创业板注册制改革从长期来看具有降低存量股票波动性的显著成效。

在间接溢出效应方面,现有研究主要集中于对同行业其他企业的投资决策、股价同步性和会计信息等方面的影响。刘瑞琳和李丹(2022)研究发现,科创板注册制企业的信息披露降低了信息不确定性,加大了行业竞争压力,使得同行业企业提高了研发投入。巫岑等(2022)研究发现,注册制企业产生了信息溢出效应,使得同行业企业的股价同步性显著降低。潘爱玲等(2023)研究发现,注册制改革通过优化同行业企业信息披露质量、强化投资者谨慎心理特征和压缩同行业企业盈余操纵空间来提升同行业企业会计信息可比性。以上溢出效应均涉及注册制改革在提升同行业企业信息披露质量方面的作用。此外,也有文献关注到承接注册制首发上市业务的事务所提升了对原审核制上市企业的审计质量(乔贵涛和杜英巧,2023)。

综上,现有文献主要研究注册制改革带来的直接效应,对溢出效应的研究相对较少,且资本市场注册制改革可能对同行业企业影子银行化风险的治理作用,尚未引起足够重视。

## (二)非金融企业影子银行化影响因素的研究

随着非金融企业影子银行化问题逐渐凸显,大量文献从不同视角探讨了影响非金融企业影子银行化的因素。银行所有制歧视带来的信贷资源错配使得难以获取足够信贷资金支持的企业转而依赖影子银行,成为非金融企业影子银行业务的需求方;而获得超额信贷资源的非金融企业在逐利的驱使下,将更多资金用于开展影子银行业务(白俊等,2022)。这是非金融企业影子银行化的产生根源,也是经济“脱实向虚”的重要诱因(Chen et al., 2018; 韩珣和李建军,2020)。

在宏观层面,经济政策的不确定性(高洁超等,2020; Si et al., 2022)、财政分权(Han et al., 2023)、地

方政府的财政压力(Chen and Lin, 2024)、数字金融的发展(王瑶和黄贤环,2023)以及紧缩的货币政策(韩珣和易祯,2023)在一定程度上促进了非金融企业影子银行业务的发展。而《资管新规》的颁布(蒋敏等,2020)、贷款利率市场化(孙志红和刘炳荣,2022)和国家加大审计力度(窦炜和张书敏,2022)都能有效抑制非金融企业影子银行化。此外,司登奎等(2022)和Jiang et al.(2023)研究发现,我国银行业之间的竞争关系可以通过弱化“信贷扭曲”和“监管套利”来缩小影子银行业务规模。

在微观层面,现有文献主要从融资结构、供应链特征和公司治理特征来进行分析。首先,企业若拥有较高的外源融资和股权融资比例(韩珣等,2017),从事影子银行业务的意愿会更强。其次,在供应链关系上拥有信息优势的企业,从事影子银行业务的规模更大(颜恩点和谢佳佳,2021)。最后,在公司治理结构中,控股股东股权质押(庄俊明等,2023)和创始股东拥有较高的实际控制权(王垒等,2022)显著抑制了非金融企业影子银行化。而多个大股东的股权结构(黄贤环和贾敏,2023)、具有金融背景的高管(Huang and Luo, 2024)和非国有股东治理(Ren and Shao, 2022)促进了非金融企业的影子银行化。

综上,已有文献对非金融企业影子银行化的影响因素进行了持续深入的研究,为本文奠定了理论基础。然而,现有文献尚未关注注册制改革对同行业企业影子银行化可能的治理效应。

## (三)制度背景

注册制改革以信息披露为核心。《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》要求发行人根据自身特点,有针对性地披露行业特点、业务模式、公司治理、发展战略、经营政策、会计政策,充分披露科研水平、科研人员、科研资金投入等相关信息,并充分揭示可能对公司核心竞争力、经营稳定性以及未来发展产生重大不利影响的风险因素。同时,为了真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制,证监会要求进一步加强信息披露监管,严厉打击欺诈发行等违法行为,以及实行与科创板板块特征、上市公司特点相适应的退市制度。这在一定程度上提高了科创板注册制上市企业披露虚假信息 and 从事违法行为的成本和难度,有利于规范科创板注册制上市企业的经营行为,使其能够专注于主业,抑制

其通过参与影子银行业务追求高额利润的动机和行为。

科创板作为注册制改革的首个试点板块，相较于其他板块有其独特之处。首先，科创板以更好地服务具有核心技术、行业领先及具有良好发展前景的企业为目标，主要服务符合国家战略、突破关键核心技术与市场认可度高的科技创新企业，因而科创板上市企业具有更高的科技属性，更能体现注册制改革对实体经济特别是科技创新的服务功能。其次，科创板作为注册制改革的试验田，受到政府、社会公众和存量企业的高度关注，使得科创板上市企业对同行业企业的影响更深。最后，制造业企业是我国实体经济的核心部分，一方面，具有较好资源禀赋的制造业企业，在需求不足和产能过剩、主业盈利能力受影响的背景下，可能出于逐利动机，作为资金供给方从事影子银行业务；另一方面，资源禀赋较差的制造业企业，由于融资难、融资贵，可能向影

子银行寻求资金支持，作为资金需求方参与影子银行业务。由此可见，无论是资金的供给方还是需求方，作为非金融企业的核心组成部分，制造业企业从事影子银行业务的可能性都较大。从表1可知，科创板公司大多集中于制造业，本文选取科创板非金融企业为研究对象具有代表性。

### 三、理论分析与研究假设

近年来，在逐利的动机下，非金融企业在资产配置和利润积累方面逐渐表现出影子银行化的趋势，即将资金用于金融资产投机活动，而不是商品生产的长期固定资产投资(张成思和张步昙，2015)。非金融企业影子银行化虽然从本质来看也是一种企业金融化行为，但却因其特有的风险特性显得尤为突出(李建军和韩珣，2019)。具体而言，影子银行业务比一般金融投资的“隐蔽性”更强，不会在企业的常规财务报表中体现，容易规避相关部门的监管；同时，影子银行业务具有高杠杆和法律主体不明确等特性，使得非金融企业在从事影子银行业务时会面临比股票、债券等主流金融资产投资更高的风险。注册制改革一方面可以发挥学习效应，提高同行业企业的信息披露质量，缓解信息不对称，进而抑制同行业企业的影子银行化；另一方面可以发挥“鲶鱼效应”，加剧市场竞争，刺激同行业企业的主业投资，从而抑制同行业企业的影子银行化。

首先，注册制改革能够产生学习效应，促进同行业上市公司提高信息披露质量，缓解行业信息不对称，进而抑制同行业企业的影子银行化。根据社会学习理论，个体认知与决策会受到外部环境，特别是相似个体决策行为的影响(李香花等，2022)，因此企业在制定决策时会观察和借鉴同行业企业的决策，产生学习效应。相较非注册制上市企业，注册制上市企业的信息披露质量更高(胡志强和王雅格，2021)，这使得注册制上市企业赢得了更多的市场关注和认可。根据学习效应，此时同行业企业将有更强烈的意愿学习或模仿注册制上市企业的信息披露模式，优化自身信息披露质量，提高关注度和强化市场认同(刘瑞琳和李丹，2022；潘爱玲等，2023)。

从事影子银行业务是一种高风险、高隐蔽性的投资行为。当同行业企业改进信息披露质量时，企业通过

表1 科创板注册制上市企业统计(单位:家)

行业代码	行业名称	2019年	2020年	2021年	2022年
C	制造业	53	113	139	97
C14	食品制造业	1			
C26	化学原料及化学制品制造业	4	7	8	3
C27	医药制造业	7	20	20	13
C28	化学纤维制造业		1	1	2
C29	橡胶和塑料制品业	1	4	3	
C30	非金属矿物制品业	1	4	1	1
C31	黑色金属冶炼及压延加工业			1	
C32	有色金属冶炼及压延加工业	1		1	2
C33	金属制品业		3	4	
C34	通用设备制造业	1	7	5	4
C35	专用设备制造业	19	23	30	18
C36	汽车制造业			1	
C37	铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业	3	3	6	3
C38	电气机械及器材制造业	1	8	16	3
C39	计算机、通信和其他电子设备制造业	12	25	35	43
C40	仪器仪表制造业	1	7	6	4
C41	其他制造业		1		1
C42	废弃资源综合利用业	1		1	
I	信息传输、软件和信息技术服务业	16	23	14	18
M	科学研究和技术服务业	1	3	7	7
N	水利、环境和公共设施管理业		6	2	2
总计		70	145	162	124

注：行业根据证监会2012年行业代码进行分类。

刻意隐瞒信息等方式从事影子银行业务的难度将加大，从而在一定程度上“挤出”了影子银行业务。此外，当注册制企业与同行业企业提高自身信息披露质量时，市场将获得更加全面细致的行业信息，由于同行业内企业的生产经营活动存在相似性，监管部门可以利用同行业企业披露信息对特定企业的影子银行业务进行更好的监管。总的来说，注册制改革为同行业企业的信息披露提供了可借鉴模仿的对象，通过产生学习效应来提高同行业企业的信息披露质量和行业信息透明度，从而降低信息不对称，有效抑制同行业企业的影子银行化。

其次，注册制改革能够产生“鲶鱼效应”，促使同行业企业增加主业投资，进而抑制同行业企业的影子银行化。所谓“鲶鱼效应”，是指采取手段或措施刺激同行业企业积极参与竞争，从而起到激活整个市场的作用。注册制上市企业一般为行业内具备良好发展潜力和势头的企业，能够对同行业现有企业的地位和市场占有产生威胁(巫岑等，2022)。例如，科创板上市企业在技术创新方面位于行业领先地位，未来将成为同行业企业强有力的竞争对手，这将增加同行业企业的竞争压力，尤其是技术竞争压力(刘瑞琳和李丹，2022)。根据“鲶鱼效应”，注册制企业通常会对同行业企业产生压力，使得同行业企业变得活跃，积极参与到竞争中。

为了在激烈的竞争中生存下来，一方面，同行业企业会更加专注产品研发和生产，提高主业的核心竞争力，由于非金融企业的实业投资与金融投资之间存在此消彼长的关系，主业投资的增加将使得可用于影子银行业务的资金减少。刘瑞琳和李丹(2022)研究发现，注册制改革带来的竞争压力使得同行业企业的研发投入增加。这从侧面印证了注册制会驱使同行业企业强化主业投资。另一方面，注册制企业和同行业企业在提高自身技术水平和生产能力的同时，也发挥了推动行业或产业技术升级的作用，这有助于提高社会生产率，缩小金融业务与实体投资的高额利差，缓解非金融企业通过影子银行业务逐利的动机。总之，注册制改革通过“鲶鱼效应”来增加同行业企业的主业投资，减少影子银行业务的资金占用，进而抑制同行业企业影子银行化。基于上述分析，本文提出以下研究假设：

H1：注册制改革能够抑制同行业企业影子银行化。

## 四、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

由于首批科创板企业的上市时间为2019年，且本文研究注册制改革的溢出效应，因此本文以2019年以前上市的A股非金融企业为研究对象，并选取2016—2022年的样本数据进行研究，同时对ST、PT以及变量数据有缺失的公司样本进行剔除，最终得到了18916个观测值。考虑到首批注册制同行业企业受到冲击后共有三期的观测值，因此选择2016年作为样本的起始年份以满足事前三期观测值的要求。本文的财务数据来源于CSMAR数据库，GDP相关数据来源于国家统计局，招股说明书等其他数据均来源于CNRDS数据库。

### (二)模型设定与变量选取

科创板实行注册制对各行业产生冲击的时间不同，因此本文采用多期DID方法进行检验，具体模型设定如下：

$$Shadow_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DID_{i,j,t} + \sum \alpha_n Control_{i,j,t} + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

其中，因变量 $Shadow_{i,j,t}$ 为*j*行业的企业*i*在*t*时期的影子银行业务规模占比。具体地，借鉴李建军和韩珣(2019)、韩珣和李建军(2020)的研究，根据非金融企业参与影子银行业务的特点和方式将其划分为信用中介类影子银行业务和信用链条类影子银行业务，信用中介类影子银行业务以民间借贷、委托理财与委托贷款之和来衡量；信用链条类影子银行业务以理财产品、信托产品、结构性存款和资产管理计划等金融产品的规模之和来衡量；用上述两类影子银行业务规模之和占企业总资产的比例来衡量企业影子银行化的程度( $Shadow$ )。 $Shadow$ 的值越大，表示非金融企业的影子银行业务规模占比越高，参与程度越深。

借鉴刘瑞琳和李丹(2022)的研究，自变量采用哑变量来衡量，并假设同行业企业在注册制上市企业招股说明书预披露6个月后会进行投资策略的调整。具体含义如下： $Treat_{i,j}$ 为企业虚拟变量，如果企业*i*所属的行业*j*是科创板企业所覆盖的行业则取1，作为实验组，否则取0，为控制组。 $Post_{j,t}$ 为时间节点变量，若行业*j*在*t*年的7月份之前已有科创板企业对招股说明书进行了预披露，则 $Post_{j,t}$ 取值为1，否则取值为0。定义 $DID_{i,j,t}$ 为 $Treat_{i,j}$ 和

$Post_{j,t}$ 的乘积, 如果企业*i*所属行业*j*在*t*年的7月份之前有科创板企业进行了招股说明书预披露, 则 $DID_{i,j,t}$ 取值为1, 否则为0。

借鉴窦炜和张书敏(2022)、王瑶和黄贤环(2023)的研究, 在模型中还控制了如下变量: (1)公司治理变量: 股权集中度(*First*)、两职合一(*Dual*)、董事会规模(*Board*)、独立董事占比(*Indirector*); (2)公司财务特征变量: 企业规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、盈利能力(*Roa*)、自由现金流量(*Cf*)、成长能力(*Growth*); (3)其他公司特征变量: 内控缺陷(*Icqx*)和产权性质(*Soe*); (4)宏观变量: 地区经济发展水平(*GDP*)。变量的具体定义如表2所示。为了进一步缓解内生性问题, 回归时还对行业( $\mu_j$ )和年度( $\tau_t$ )固定效应进行了控制, 由于*Treat*和*Post*变量与行业固定效应存在共线性, 因此模型中不再放入。此外, 本文所有回归检验均采用了企业聚类的标准误。为防止异常值的影响, 对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。

## 五、实证结果与分析

### (一)描述性统计

由表3可知, 非金融企业影子银行业务规模占比的最小值为0.000, 1/4分位数为0.010, 均值为0.163, 最大

表2 变量定义

变量符号	变量名称	变量说明
<i>Shadow</i>	企业影子银行化	以民间借贷、委托理财、委托贷款、理财产品、信托产品、结构性存款和资产管理计划的金额之和除以企业总资产表示
<i>DID</i>	注册制改革	如果企业所属行业在 <i>t</i> 年的7月份之前已有科创板企业进行了招股说明书预披露, 则取值为1, 否则为0。行业根据证监会2012年行业代码进行分类
<i>First</i>	股权集中度	以第一大股东持股比例表示
<i>Dual</i>	两职合一	若董事长和CEO由相同人员担任, 则取值为1, 否则为0
<i>Board</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数值
<i>Indirector</i>	独立董事占比	独立董事人数与董事会人数的比值
<i>Size</i>	企业规模	期末总资产的自然对数
<i>Lev</i>	财务杠杆	期末总负债与期末总资产的比值
<i>Roa</i>	盈利能力	公司净利润与总资产余额的比值
<i>Cf</i>	自由现金流量	经营活动产生的现金净流量与资产总额的比值
<i>Growth</i>	成长能力	以营业收入增长率反映, 计算公式为(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
<i>Icqx</i>	内控缺陷	以国泰安数据库披露的“内部控制是否存在缺陷”数据反映, 若存在内部控制缺陷取值为1, 否则为0
<i>Soe</i>	产权性质	国有企业取值为1, 否则为0
<i>GDP</i>	地区经济发展水平	公司所在省份的GDP增长率, 计算公式为(本年GDP - 上年GDP)/上年GDP

表3 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	1/4分位数	中位数	3/4分位数	最小值	最大值
<i>Shadow</i>	18916	0.163	0.284	0.010	0.046	0.178	0.000	1.588
<i>DID</i>	18916	0.405	0.491	0	0	1	0	1
<i>First</i>	18916	0.330	0.142	0.220	0.306	0.422	0.090	0.720
<i>Dual</i>	18916	0.291	0.454	0	0	1	0	1
<i>Board</i>	18916	2.109	0.193	1.946	2.197	2.197	1.609	2.639
<i>Indirector</i>	18916	0.377	0.053	0.333	0.364	0.429	0.333	0.571
<i>Size</i>	18916	22.402	1.293	21.480	22.238	23.140	19.847	26.344
<i>Lev</i>	18916	0.428	0.196	0.274	0.421	0.569	0.066	0.955
<i>Roa</i>	18916	0.032	0.072	0.012	0.035	0.065	-0.389	0.206
<i>Cf</i>	18916	0.051	0.066	0.013	0.049	0.088	-0.157	0.246
<i>Growth</i>	18916	0.162	0.391	-0.022	0.104	0.263	-0.631	2.607
<i>Icqx</i>	18916	0.350	0.477	0	0	1	0	1
<i>Soe</i>	18916	0.333	0.471	0	0	1	0	1
<i>GDP</i>	18916	0.081	0.040	0.047	0.084	0.110	-0.003	0.165

值为1.588, 说明非金融企业普遍涉足影子银行业务, 但从事该业务的规模有所不同, 且差异较大。需要说明的是, 由于非金融企业开展的影子银行业务具有较强的隐蔽性, 且影子银行业务具有表外性, 这就使得非金融企业开展的影子银行业务规模很可能更大, 且有可能远远超过企业资产的规模。从*DID*变量来看, 其均值为0.405, 表明有40.5%的样本量受到注册制改革的影响。其余控制变量的描述性统计结果与已有文献基本一致(白俊等, 2022; 司登奎等, 2022), 在此不一赘述。

### (二)基准回归

表4列示了模型(1)的回归结果。表中列(1)为未加入控制变量、未控制年度和行业固定效应的回归结果, 可以看出, 核心解释变量*DID*的回归系数为-0.032, 且在1%水平上显著。这初步表明科创板企业的信息披露导致同行业其他企业更少从事影子银行业务, 即注册制改革产生了溢出效应。列(2)在加入公司治理层面的控制变量, 且控制了年度和行业固定效应后, *DID*的回归系数仍在5%水平上显著为负。列(3)在加入全部控制变量后, *DID*的回归系数为-0.018, 在5%水平上显著。这表明在控制了相关变量之后, 注册制改革显著抑制了同行业企业的影子银行化, 产生了风险治理的溢出效应, 支持本文的研究假设。在列(2)公司治理层面的控制变量中, 企业的股权集中度越高、存在两职合一、董事会规模越小以及独立董事占比越低, 即企业的控制力越集中, 企业

表4 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Shadow	Shadow	Shadow
Did	-0.032*** (-6.45)	-0.018** (-2.04)	-0.018** (-2.18)
First		0.102*** (3.82)	0.101*** (3.94)
Dual		0.041*** (5.26)	0.022*** (3.04)
Board		-0.143*** (-6.06)	-0.048** (-2.09)
Indirector		-0.209*** (-2.63)	-0.020 (-0.27)
Size			-0.019*** (-6.98)
Lev			-0.367*** (-18.23)
Roa			0.235*** (6.48)
Cf			0.126*** (3.25)
Growth			-0.014** (-2.54)
Icqx			0.014** (2.31)
Soe			-0.036*** (-4.80)
GDP			0.116 (1.01)
截距项	0.176*** (39.65)	0.505*** (6.97)	0.817*** (9.93)
年度固定效应	否	是	是
行业固定效应	否	是	是
样本量	18916	18916	18916
R <sup>2</sup>	0.003	0.079	0.170

注：括号内为经企业层面聚类调整的t值，\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著。下表同。

越倾向于从事影子银行业务。列(3)显示，国有企业和大型企业虽然拥有较强的资源禀赋，但由于监管制度比较完善，其从事影子银行业务受到较强制约，因此影子银行化程度相对较低。此外，企业资产负债率越高、成长能力越强，影子银行业务规模越小；而盈利能力越强、现金流越充裕、存在内控缺陷的企业，影子银行业务规模越大。

### (三)稳健性检验

#### 1. 平行趋势检验

为了验证模型(1)成立的前提条件，本文进行了平行趋势假设的检验。参考刘瑞琳和李丹(2022)的做法，构建模型(2)进行平行趋势检验。其中，Before1为哑变量，如果是受到科创板信息预披露冲击的前1年则取1，否则取0。Before2和Before3分别为受到冲击的前2年和前3年。Current为受到冲击当年的年份。After1、After2和After3分

别为受到科创板信息预披露冲击后1年、2年和3年的哑变量。本文数据范围是2016—2022年，科创板上市企业信息预披露以及上市的时间是从2019年开始，因此选择受到冲击前3年和后3年作为自变量进行事件分析，同时为了避免共线性的影响，以事前1期Before1作为基期进行删除。结果如图1所示，在事前2期和3期，控制组和实验组开展影子银行业务无显著差异，通过了平行趋势检验。事中和事后1~3期的政策效应都显著为负，表明科创板企业的招股说明书信息预披露对非金融企业开展影子银行业务产生了抑制作用。这也进一步验证了本文研究结果的可靠性。

$$Shadow_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 Before3_{i,j,t} + \beta_2 Before2_{i,j,t} + \beta_3 Current_{i,j,t} + \beta_4 After1_{i,j,t} + \beta_5 After2_{i,j,t} + \beta_6 After3_{i,j,t} + \sum \beta_n Control_{i,j,t} + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

#### 2. 安慰剂检验

为排除某些不可观测因素对研究结果的影响，本文

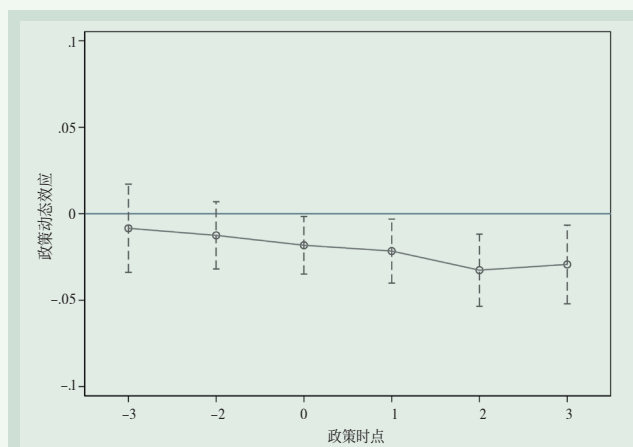


图1 平行趋势检验结果

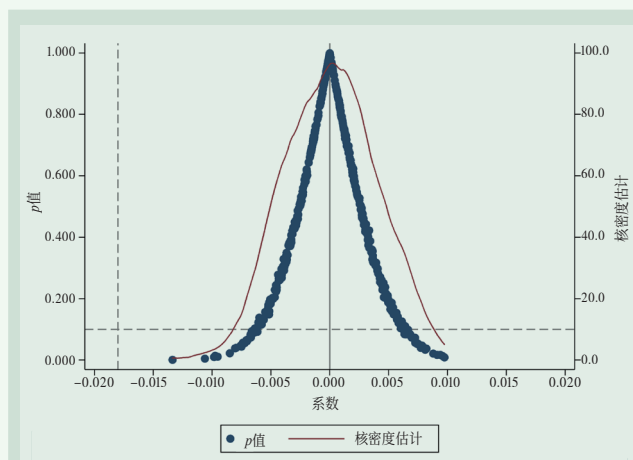


图2 安慰剂检验

通过随机构造实验的方法进行了安慰剂检验。具体地，通过随机重排数据，生成实验组，并重复500次，得到估计系数和P值，并绘制为分布图。如图2所示，估计系数近似正态分布在0附近，且大多数系数值并不显著，位于10%显著性水平虚线的上方，同时图中垂直虚线表示的回归系数真实值位于虚假回归系数值的左侧，位于分布之外，表明本文的实证结果是稳健的。

### 3. PSM-DID检验

为了进一步缓解样本自选择偏差对研究结果的影响，本文采用倾向得分匹配法(PSM)对样本进行筛选匹配，并利用筛选后的样本重新进行回归，以验证基准回归结果的稳健性。由于本文所使用的模型为多时点DID，各行业受到冲击的年份有所不同，借鉴谢申祥等(2021)的研究，本文选用逐期匹配法来进行匹配。具体实施过程如下：首先，将股权集中度、两职合一、董事会规模、独立董事占比、企业规模、财务杠杆、盈利能力、自由现金流量、成长能力、产权性质、内控缺陷和地区经济发展水平作为协变量。其次，采用逐期匹配法将企业样本逐年匹配，并对匹配前后的样本进行平衡性检验。最后，运用多时点DID方法重新估计科创板实行注册制对同行业企业影子银行化的影响。回归结果如表5列(1)所示，在进行0.01的卡尺匹配后，解释变量DID仍在5%水平上显著为负，进一步证明了基准回归结果的可靠性。

### 4. 替换解释变量

本文在测算解释变量时，借鉴刘瑞琳和李丹(2022)的研究，认为同行业企业会在科创板上市企业招股信息披露6个月后做出投资策略调整，即注册制改革对同行业企业影子银行化的抑制作用发生在同行业企业获取信息半年后。考虑到注册制招股说明书披露时间越早，对同行

业企业产生的影响越充分，因此将时间提前为1年，根据行业j在t年以前是否有科创板企业进行了招股说明书预披露来设置 $Post_{j,t}$ ，并重新回归检验。回归结果如表5列(2)所示，DID的回归系数为-0.018，且在5%水平上显著。

### 5. 控制个体固定效应

为了进一步排除公司层面不随时间变化的因素对本文研究结果的影响，本文将模型(1)修改为个体一年份双向固定效应模型进行回归。回归结果如表5列(3)所示，在控制个体固定效应之后，DID的回归系数为-0.022，且在1%水平上显著为负。这表明，即便控制了个体固定效应，依然能够得到与基准回归一致的结果。

### 6. 考虑创业板注册制改革的影响

继科创板2019年实施注册制后，2020年创业板也进行了注册制改革。由于本文样本考察期为2016—2022年，这就使得创业板注册制改革也可能会影响本文研究结论的稳健性。鉴于此，在构建DID变量时，本文考虑了创业板注册制改革，即 $DID_{i,j,t}$ 表示如果企业i所属行业j在t年的7月份之前有科创板或创业板注册制上市企业进行了招股说明书的信息预披露，则取值为1，否则取值为0。经此处理后，回归结果如表5列(4)所示，DID的回归系数为-0.021，且在1%水平上显著。这表明无论是科创板还是创业板实行注册制，都显著抑制了同行业企业的影子银行化。

## 六、进一步分析

### (一)作用机制检验

#### 1. 学习效应

非金融企业影子银行化本质上是一种实体企业再放贷行为，但与一般的金融投资业务相比，具有更高的隐蔽性。信息披露质量参差不齐为非金融企业通过盈余管理等行为粉饰自身的影子银行业务提供了条件，加剧了其从事影子银行业务获取高额利润的动机。王家华和赖才林(2023)研究发现，信息披露质量的提升，使得非金融企业隐匿资金的操作难度加大，增加了管理层利用影子银行业务获取短期利润的难度，进而能够限制非金融企业从事影子银行业务。因此，当企业提升信息披露质量时，企业各项运营活动都被置于更为严格的公众监督之下，这将进一步增强企业合规经营的内生动力，降低企

表5 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	卡尺匹配	替换解释变量	控制个体固定效应	考虑创业板注册制改革
DID	-0.018** (-2.18)	-0.018** (-2.27)	-0.022*** (-2.65)	-0.021*** (-3.20)
控制变量	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	否	是
个体固定效应	否	否	是	否
样本量	18816	18916	18886	18916
R <sup>2</sup>	0.169	0.170	0.579	0.170

业因追求短期利润而涉足高风险影子银行业务的意愿。由此推断，企业信息披露质量与影子银行化之间存在负向关系。

参考江艇(2022)的机制检验做法，如果能够验证注册制改革提升了同行业企业的信息披露质量，以及信息披露质量提高能够抑制企业影子银行化，那么就可以说明注册制改革产生学习效应，提升同行业企业信息披露质量，进而抑制同行业企业影子银行化。为此，本文借鉴陈运森和黄健峤(2019)的研究，以修正琼斯模型计算的可操控性应计盈余的绝对值( $DA$ )来衡量企业的信息披露质量，并将其作为因变量。其中， $DA$ 越大，盈余管理的程度越高，企业的信息披露质量越差。由表6列(1)可知， $DID$ 的回归系数为-0.021，且在1%水平上显著，表明随着注册制改革的施行，同行业企业的信息披露质量也在提高，产生了学习效应。同时，研究已证实信息披露质量与企业影子银行化负相关(王家华和赖才林，2023)。综上，注册制改革通过产生学习效应，提高了企业信息披露质量，从而抑制了同行业企业的影子银行化。

## 2. “鲶鱼效应”

产生溢出效应的前提是同行业企业会互相影响，在进行投融资等决策时会把同行业其他企业的相关决策和经营情况纳入考虑范围。李香花等(2022)从行业维度对非金融企业影子银行化进行研究，发现行业竞争不足是非金融企业影子银行化存在同伴效应的一个重要原因。资本市场注册制改革使得一大批具有发展潜力的优秀企业获得了上市机会，为现有的竞争格局注入了新鲜力量，加剧了行业内竞争，产生了“鲶鱼效应”，促进同行业企业增加主业投资以提高市场竞争力，从而减少对高风险影子银行业务的投资。

表6 机制分析

变量	(1)	(2)
	学习效应	“鲶鱼效应”
	$DA$	$HHI$
$DID$	-0.021*** (-10.18)	-0.012*** (-6.49)
控制变量	是	是
年度固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
样本量	18916	18916
$R^2$	0.222	0.901

参考江艇(2022)的机制检验做法，如果能够验证注册制改革加剧了行业竞争，以及行业竞争的加剧能够抑制企业影子银行化，那么就可以说明注册制改革通过产生“鲶鱼效应”，提高行业竞争，进而抑制同行业企业的影子银行化。为此，本文借鉴王燕杰和涂锦(2010)的研究，将赫芬达尔指数( $HHI$ )作为行业垄断程度的衡量指标，其中赫芬达尔指数( $HHI$ )以行业内单个公司营业收入与行业营业收入合计的比值的平方累加表示。 $HHI$ 值越大，则行业垄断程度越高，即行业竞争程度越低。通过表6的列(2)可知， $DID$ 的回归系数为-0.012，在1%水平上显著为负，表明注册制改革减轻了行业垄断程度，加剧了市场竞争。结合上述分析，可以证实注册制改革通过“鲶鱼效应”，加强了行业竞争，从而抑制了同行业企业的影子银行化。

## (二)异质性分析

前文研究表明，注册制改革提高了同行业企业的信息披露质量，并通过加剧行业竞争来刺激主业投资，从而对同行业企业的影子银行化产生抑制作用。而市场化水平会影响企业面临的竞争环境，媒体关注度会影响企业信息的传播环境，这些都会影响注册制度改革产生的学习效应和“鲶鱼效应”。综上，本部分从市场化水平和媒体关注度两方面进行异质性分析，探讨不同情境下注册制改革对同行业企业影子银行风险的治理效应。

### 1. 市场化水平

当市场化水平较低时，政府干预资源配置的程度较高，可能提升金融错配程度，使得非金融企业从事影子银行业务(韩珣和李建军，2020)。受到扶持的企业更容易成为信贷市场中的资金优势方，拥有从事影子银行业务的闲置资金。同时，受到融资歧视的企业资金缺口较

表7 异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	市场化水平 较高组	市场化水平 较低组	媒体关注 较高组	媒体关注 较低组
	$DID$	-0.005 (-0.40)	-0.027** (-2.49)	0.001 (0.11)
控制变量	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	9071	9843	9395	9516
$R^2$	0.180	0.173	0.148	0.197

大，对影子银行业务的依赖性较强，这使得非金融企业的影子银行业务获得生存空间。因此，本文预期市场化水平越低，企业参与影子银行业务的程度越高，注册制改革发挥的风险治理效应可能越强。基于此，本文借鉴吴非等(2023)的做法，采用樊纲市场化指数反映企业所在地的市场化水平，同时以各年度市场化水平的中位数为依据将样本划分为市场化水平较高和较低两组样本进行回归。表7列(1)(2)显示，在市场化水平较低组中，*DID*的回归系数为-0.027，在5%水平上显著，而在市场化水平较高组中，*DID*的回归系数不显著。这说明注册制改革的风险治理效应在市场化水平较低，即企业面临的竞争环境较温和时更明显。

## 2. 媒体关注度

媒体关注度是企业受到媒体关注和报道的程度，其作为一种不可忽视的外部治理因素，已成为对企业进行外部监督的重要力量。媒体报道一方面可以快速传播企业的相关信息，缓解企业与投资者之间的信息不对称；另一方面可以对企业形成约束力，通过舆论对管理者决策产生影响，遏制企业的不理智行为。非金融企业影子银行化具有隐蔽性高的特点，企业受到的媒体关注度越低，从事隐蔽的影子银行业务越不易被有效识别和监管，在一定程度上为企业影子银行化提供了发展机会(黄贤环和王翠，2021)。因此，本文预期媒体关注度较低时，注册制改革可能对影子银行化的治理效应更明显。基于此，本文借鉴黄贤环和贾敏(2023)的研究，以企业在一定时间内的媒体报道数反映媒体关注度，同时以各年度中位数为依据，将样本划分为媒体关注较高和较低两组进行回归。表7列(3)(4)显示，在媒体关注度较低组中，*DID*的回归系数为-0.035，在1%水平上显著，而在媒体关注度较高组中，*DID*的回归系数不显著。这也进一步

验证了注册制改革的风险治理效应在媒体关注度较低，即企业面临的外部治理环境较差时更明显。

## (三)注册制改革是否降低了企业风险

非金融企业从事影子银行业务挤占了原本用于生产研发投入的资金，不仅使得企业的主业投资不足，也使得企业面临的现金流风险与违约风险加大(李建军和韩珣，2019)，影响企业的长远发展。本文预期注册制改革在抑制非金融企业参与影子银行业务的同时，也带来了降低企业经营风险的积极影响。为了分析注册制改革对同行业企业影子银行化的治理效应是否可以进一步降低企业的经营风险，本文采用江艇(2022)两步法进行检验。借鉴马永强和邱煜(2019)的研究，使用经过行业年度调整后的*Roa*在当年及之后两年的3年波动率来衡量企业的经营风险(*Risk*)，其中*Risk*值越高，代表企业的经营风险越高。表8回归结果显示，列(2)在加入全部控制变量后，核心解释变量*DID*的回归系数为-0.003，在5%水平上显著为负。由此可见，注册制改革的确能够较好地抑制同行业企业面临的经营风险。进一步地，结合李建军和韩珣(2019)关于企业影子银行化加剧了企业现金流风险和违约风险的观点以及本文基准回归结果，可以发现注册制改革能够通过抑制同行业企业的影子银行化，降低企业的经营风险，助力实现企业的高质量发展。

## 七、研究结论与政策建议

本文基于非金融企业影子银行化视角，考察了资本市场注册制改革的风险治理溢出效应。研究发现，注册制改革能够有效抑制同行业企业的影子银行化，这种作用主要通过注册制改革产生的学习效应和“鲶鱼效应”来实现。进一步地，在市场化程度和媒体关注度较低的企业中，注册制改革的风险治理溢出效应更为显著。此外，经济后果检验发现，注册制改革能够显著抑制同行业企业的经营风险，有助于推动企业的高质量发展。本文研究结论不仅对治理非金融企业影子银行化有较好的价值，也为评估注册制改革政策效果提供了依据。

基于研究结论，本文提出如下建议：第一，监管部门坚持对信息披露的严要求，提高行业信息披露质量，提高市场运行和资源配置效率。第二，监管部门进一步加强对企业异常经营行为的监管，借助大数据、云计

表8 经济后果检验

变量	(1)	(2)
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
<i>DID</i>	-0.003** (-2.05)	-0.003** (-2.36)
控制变量	否	是
年度固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
样本量	12702	12702
$R^2$	0.071	0.186

算、人工智能、大语言模型等数字信息技术，强化对企业财务和非财务信息的分析和监测，增强对非金融企业从事影子银行业务的监管。第三，非金融企业应优化投资策略，关注行业动向，加大对产品的研发投入，提高核心竞争力和主业盈利能力，提升全要素生产率，实现

高质量发展。

[基金项目：教育部人文社会科学研究青年基金项目“资本市场‘进退’双侧制度改革与非金融企业影子银行化治理研究”(23YJC630184)；2024年度山西省研究生科研创新项目“注册制改革与非金融企业影子银行化：理论分析与机制检验”(2024KY535)；上海财经大学中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“监管数字化转型治理非金融企业影子银行化的路径及机理研究”(2024110634)]

## 参考文献：

- [1] 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.
- [2] 陈运森, 黄健娇. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019, (8): 151-170.
- [3] 窦炜, 张书敏. 国家审计能有效抑制企业的影子银行业务吗?[J]. 审计研究, 2022, (1): 51-61.
- [4] 方先明, 谢雨菲. 影子银行及其交叉传染风险[J]. 经济学家, 2016, (3): 58-65.
- [5] 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.
- [6] 韩珣, 李建军. 金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚”[J]. 金融研究, 2020, (8): 93-111.
- [7] 韩珣, 田光宇, 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.
- [8] 韩珣, 易祯. 货币政策、非金融企业影子银行业务与信贷资源配置效率[J]. 财贸经济, 2023, 44(1): 116-133.
- [9] 胡志强, 王雅格. 审核问询、信息披露更新与IPO市场表现——科创板企业招股说明书的文本分析[J]. 经济管理, 2021, 43(4): 155-172.
- [10] 黄贤环, 贾敏. 多个大股东与非金融企业影子银行化[J]. 运筹与管理, 2023, 32(7): 190-196.
- [11] 黄贤环, 王翠. 非金融企业影子银行化与盈余可持续性[J]. 审计与经济研究, 2021, 36(4): 80-89.
- [12] 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.
- [13] 蒋敏, 周炜, 宋杨. 影子银行、《资管新规》和企业融资[J]. 国际金融研究, 2020, (12): 63-72.
- [14] 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.
- [15] 李香花, 王倩, 李世辉. 非金融企业影子银行化的同伴效应研究[J]. 武汉金融, 2022, (7): 63-74.
- [16] 林志伟, 肖逸灵. 股票发行制度改革与会计稳健性——基于注册制改革试点的经验证据[J]. 证券市场导报, 2024, (5): 3-13+36.
- [17] 刘瑞琳, 李丹. 注册制改革会产生溢出效应吗?——基于企业投资行为的视角[J]. 金融研究, 2022, (10): 170-188.
- [18] 马永强, 邱煜. CEO贫困出身、薪酬激励与企业风险承担[J]. 经济与管理研究, 2019, 40(1): 97-114.
- [19] 潘爱玲, 李广鹏, 邱金龙. 股票发行注册制改革与行业会计信息可比性[J]. 财会月刊, 2023, 44(22): 61-68.
- [20] 乔贵涛, 杜英巧. 注册制改革与审计质量——基于注册制首发上市执业经历的经验证据[J]. 会计研究, 2023, (9): 164-179.
- [21] 区俏婷, 林巧龙. 注册制改革与股票市场波动性——来自创业板板的证据[J]. 证券市场导报, 2024, (1): 64-79.
- [22] 司登奎, 李小林, 赵仲匡. 非金融企业影子银行化与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2021, (6): 174-192.
- [23] 司登奎, 李颖佳, 李小林. 中国银行业竞争与非金融企业影子银行化[J]. 金融研究, 2022, (8): 171-188.
- [24] 孙志红, 刘炳荣. 贷款利率市场化抑制了非金融企业影子银行化吗[J]. 现代经济探讨, 2022, (9): 28-39.
- [25] 王家华, 赖才林. 国家审计能否抑制非金融国有企业影子银行业务?[J]. 南京审计大学学报, 2023, 20(2): 22-32.
- [26] 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.
- [27] 王燕杰, 涂锦. 产品市场竞争与高管人员激励研究——基于中国上市公司的面板数据[J]. 经济与管理, 2010, 24(3): 49-53.
- [28] 王瑶, 黄贤环. 数字金融发展与非金融企业影子银行化[J]. 商业研究, 2023, (5): 142-152.
- [29] 王意德, 张兵. 注册制改革、投资者羊群行为与股票特质风险[J]. 现代经济探讨, 2023, (6): 60-72.
- [30] 巫岑, 饶品贵, 岳衡. 注册制的溢出效应：基于股价同步性的研究[J]. 管理世界, 2022, 38(12): 177-202.
- [31] 吴非, 丁子家, 车德欣. 金融科技、市场化程度与企业数字化转型[J]. 证券市场导报, 2023, (11): 15-31.
- [32] 谢中祥, 范鹏飞, 宛圆渊. 传统PSM-DID模型的改进与应用[J]. 统计研究, 2021, (2): 146-160.
- [33] 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.
- [34] 曾泉, 牟颖, 杜兴强. 股票发行注册制改革与财务报告质量——基于盈余管理和会计稳健性的视角[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2022, 37(4): 113-126.
- [35] 詹雷, 韩金石. 注册制下风险因素信息披露改善了吗?——基于首批25家科创板上市企业的分析[J]. 中国注册会计师, 2021, (7): 39-45+3.
- [36] 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.
- [37] 张光利, 薛慧丽, 高皓. 企业IPO价值审核与股票市场表现[J]. 经济研究, 2021, 56(10): 155-171.
- [38] 张宗新, 吴钊颖. 科创板基础性制度改革能否提升市场定价效率?[J]. 证券市场导报, 2021, (4): 33-46.
- [39] 庄俊明, 刘霞, 苏皖. 控股股东股权质押与非金融企业影子银行化——来自我国A股市场的经验证据[J]. 技术经济与管理研究, 2023, (10): 65-70.
- [40] Bing T, Cui Y A, Min Y, Xiong X. Price limit changes and

market quality: evidence from China[J]. *Finance Research Letters*, 2022, 48: 102982.

[41] 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.

[42] Chen K, Ren J, Zha T. The nexus of monetary policy and shadow banking in China[J]. *American Economic Review*, 2018, 108(12): 3891-3936.

[43] Han X, Aibai A, Xie X. Fiscal decentralization and shadow banking activities of non-financial enterprises[J]. *Finance Research Letters*, 2023, 54: 103714.

[44] Huang X, Luo L. Executive financial background, external audit quality and shadow banking in non-financial firms[J]. *Finance Research Letters*, 2024, 64: 105397.

[45] Jiang C, Chang Y Q, Ge X Y, Si D K. Identifying the impact of bank competition on corporate shadow banking: evidence from China[J]. *Economic Modelling*, 2023, 126: 106385.

[46] Li J, Li R. IPO policy and IPO underpricing: evidence from the registration-based IPO reform in China[J]. *Finance Research Letters*,

2022, 47: 102623.

[47] Ren X, Shao H. Non-state shareholder governance and shadow banking business: evidence from Chinese state-owned manufacturing enterprises[J]. *Research in International Business and Finance*, 2022, 60: 101631.

[48] Serletis A, Xu L. The demand for banking and shadow banking services[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2019, 47: 132-146.

[49] Si D K, Wan S, Li X L, Kong D M. Economic policy uncertainty and shadow banking: firm-level evidence from China[J]. *Research in International Business and Finance*, 2022, 63: 101802.

[50] Wu Z, Yuan Y. Exchange inquiry letters and stock price informativeness: evidence from China[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2022, 58(13): 3813-3823.

[51] Yang Z Y, Cao X P, Lin W L, Liu J H. The gatekeeping role of regulators and intermediaries: evidence from regulatory reforms in China's IPO market[J]. *Economic Modelling*, 2023, 120: 106177.

(责任编辑: 罗燕)

## (上接第14页)

[16] 魏明海, 蔡贵龙, 柳建华. 中国国有上市公司分类治理研究[J]. *中山大学学报(社会科学版)*, 2017, 57(4): 175-192.

[17] 许晨曦, 金字超. 放权改革、金字塔结构与地方国有企业安全生产[J]. *世界经济*, 2021, 44(7): 156-180.

[18] 薛云奎, 白云霞. 国家所有权、冗余雇员与公司业绩[J]. *管理世界*, 2008, (10): 96-105.

[19] 袁建国, 后青松, 程晨. 企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察[J]. *管理世界*, 2015(1): 139-155.

[20] 曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. *经济研究*, 2006, (5): 74-86.

[21] 张璇, 刘贝贝, 汪婷, 李春涛. 信贷寻租、融资约束与企业创新[J]. *经济研究*, 2017, 52(5): 161-174.

[22] 钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. *管理世界*, 2010, (7): 98-108.

[23] 周静, 辛清泉. 金字塔层级降低了国有企业的政治成本吗?——基于经理激励视角的研究[J]. *财经研究*, 2017, 43(1): 29-40.

[24] 周颖, 武慧硕, 方索琴, 徐继伟. 金字塔持股结构与资本结构——基于中国上市企业面板数据的研究[J]. *管理评论*, 2012, 24(8): 21-28.

[25] Aghion P, Tirole J. Formal and real authority in organizations[J]. *Journal of Political Economy*, 1997, 105 (1): 1-29.

[26] Cohn J B, Liu Z, Wardlaw M I. Count (and count-like) data in finance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 146(2): 529-551.

[27] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Institutions and organizational structure: the case of state-owned corporate pyramids[J]. *The Journal of Law Economics & Organization*, 2013, 29(6): 1217-1252.

[28] Haans R F J, Pieters C, He Z L. Thinking about U: theorizing and testing U-and inverted U-shaped relationships in strategy research[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(7): 1177-1195.

[29] Hall B H, Jaffe A B, Trajtenberg M. The NBER patent citation

data file: lessons, insights and methodological tools[J]. *NBER Working Paper*, 2001.

[30] Hayek F A. The use of knowledge in society[J]. *American Economic Review*, 1945, 35(4): 519-530.

[31] He J, Tian X. Finance and corporate innovation: a survey[J]. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2018, 47(2): 165-212.

[32] Huang Z, Li L, Ma G, Xu L C. Hayek, local information, and commanding heights: decentralizing state-owned enterprises in China[J]. *American Economic Review*, 2017, 107(8): 2455-2478.

[33] Koh P S, Reeb D M. Missing R&D[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60(1): 73-94.

[34] Kong D, Lin C, Wei L, Zhang J. Information accessibility and corporate innovation[J]. *Management Science*, 2022, 68(11): 7837-7860.

[35] Lind J T, Mehlum H. With or without U? the appropriate test for a U-shaped relationship[J]. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2010, 72(1):109-118.

[36] Manso G. Motivating innovation[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1823-1860.

[37] Seru A. Firm boundaries matter: evidence from conglomerates and R&D activity[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(2): 381-405.

[38] Shleifer A, Vishny R W. Politicians and firms[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 995-1025.

[39] Tsang A, Wang K T, Liu S, Yu L. Integrating corporate social responsibility criteria into executive compensation and firm innovation: international evidence[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 70: 102070.

[40] Wang J C, Yi J, Zhang X, Peng M W. Pyramidal ownership and SOE innovation[J]. *Journal of Management Studies*, 2022, 59(7): 1839-1868.

(责任编辑: 田莉)