扩张转向质效提升，避免粗放式投放，在保障金融资源精准流向实体经济的同时维护银行体系稳定；另一方面，适时放宽对银行业小微企业贷款业务综合融资成本的监管要求，从“降本”逐步过渡到“稳价”和商业可持续，允许其根据资金成本和业务成本变化调整综合融资成本，助力实现风险防控、银行可持续经营与服务实体经济的多目标平衡。

分化之谜：绿色信贷纳入 MPA 考核如何影响工业企业风险承担能力

马亚明　张　源　袁　铭　温博慧　杨　妍

党的二十届四中全会提出“协同推进降碳、减污、扩绿、增长，筑牢生态安全屏障，增强绿色发展动能”，2026 年《政府工作报告》进一步要求“加快推动全面绿色转型”。推进绿色转型不仅要关注工业企业整体成效，更需重视不同污染强度企业的差异化响应。企业风险承担能力作为观测绿色转型动能的重要维度，既衡量企业创新活力与发展潜力，也关系到绿色转型的可持续性。

2012 年《绿色信贷指引》以银行自主执行和激励引导为主；2017 年绿色信贷纳入宏观审慎评估体系（MPA）考核，构建激励与约束并重的机制。考核结果直接关系银行监管评级和央行流动性支持可得性，促使银行在信贷决策中统筹考虑环境风险。该政策通过改变银行信贷行为影响企业融资约束，而融资约束正是决定风险承担能力的核心因素，这为识别政策微观效应提供了准自然实验场景。

已有研究多以风险承担水平代理风险承担能力，但前者只是既定风险偏好下企业实际承担风险的结果，并不等同于风险承担能力本身。风险承担能力是在自身资源禀赋与经验积淀下稳健经营、防控风险损失、实现可持续发展的能力，刻画其可承担风险的潜在上限。同时，仅评估政策平均效应可能掩盖微观结构性差异：对重污

染企业，信贷收紧可能同时产生倒逼创新与抑制投入两种竞争性效应；对相对弱污染企业，政策扶持信号有望提升其信贷可得性。重污染企业为何未能实现创新倒逼？相对弱污染企业的提升是否经由融资端向投资端传导？现有研究尚无一致结论。本文围绕这一“分化之谜”展开，为理解绿色信贷纳入 MPA 考核的微观效应、推动全面绿色转型提供理论分析与经验证据。

本文以 2013 – 2022 年 A 股工业行业上市公司为样本，得到 1680 家企业的 15577 个观测值，并划分为两高重污染企业、相对弱污染企业和其他类型企业（对照组）。以 2017 年绿色信贷纳入 MPA 考核为准自然实验，构建银行、重污染与相对弱污染企业三方演化博弈模型，采用双重差分方法考察政策对不同污染强度企业风险承担能力的分化效应及传导机制。测度上，融合财务数据与年报管理层讨论与分析文本语义，从构建和制定风险策略、分散与化解风险、缓冲风险三个维度构建企业风险承担能力综合指标，借助大语言模型进行语义分析，并以随机森林模型确定指标权重，克服了传统赋权仅依据数据变异度的局限。

演化博弈分析表明，系统演化稳定策略为：银行发放绿色信贷，重污染企业选择末端治理等低风险合规策略，相对弱污染企业选择潜含失败风险的绿色创新研发策略。实证研究表明：第一，政策显著引致风险承担能力的结构性分化，表现为重污染企业下降、相对弱污染企业上升，该结论通过了一系列稳健性检验。第二，融资端信贷资源配置与投资端策略选择是分化的主要路径：重污染企业短期信贷显著萎缩，长期信贷小幅上升但远不足以对冲融资压力，进而削减绿色研发、转向末端治理；相对弱污染企业则因融资环境改善增加绿色创新投入、减少末端治理投资。第三，链式中介检验揭示了传导机制的非对称性：重污染企业绿色创新较大依赖外部融资，存在“融资压力→投资扭曲→风险承担能力下降”的链式路径；相对弱污染企业自身资源较充裕，融资端与投资端呈平行传导关系。第四，分组检验发现，低补贴、低行业竞争、高市场化地

区中政策对重污染企业的抑制更强，高补贴、高竞争、低市场化地区中政策对相对弱污染企业的促进更显著。调节效应显示，货币信贷环境宽松能强化政策对相对弱污染企业风险承担能力的促进效应；同群效应则加剧政策对重污染企业风险承担能力的抑制。

本文的边际贡献在于：区分风险承担能力与水平，将研究视角从既定边界内的风险偏好调整，转向政策如何改变企业风险决策的可行边界；融合财务数据与语义文本构建风险承担能力综合指标，为结合大语言模型的量化测度提供参考；构建三方演化博弈模型，从融资端信贷配置与投资端行为选择揭示重污染企业链式传导与相对弱污染企业平行传导的非对称机制。

基于以上结论与我国工业企业绿色转型的现实需要，为提升绿色信贷纳入 MPA 考核的政策效果、推动不同污染强度企业协同转型，提出以下建议。

第一，优化绿色信贷纳入 MPA 考核的结构性制度设计，坚持激励与约束并举。完善单纯依据末端治理、环保设备采购认定绿色信贷的做法，考核银行投向绿色创新研发的信贷占比；对重污染企业符合绿色转型目录的技术升级项目予以激励，对末端合规治理类贷款强化约束；探索差异化绿色资产风险权重，搭建跨部门绿色技术共享平台，缓解银企信息不对称。

第二，健全融资支持与投资引导协同的政策组合。针对重污染企业，地方政府应明确转型指引，将具备可核验绿色创新路线图的企业对接银行，推出利率优惠、期限拉长的转型专项贷款，设立地方转型引导基金，完善绿色创新风险分担机制；针对相对弱污染企业，保障长期信贷供给，运用专项再贷款、税收优惠降低企业创新成本。

第三，注重宏观政策环境与企业微观行为协同配合。宏观层面用好碳减排支持工具、绿色再贷款等结构性工具，疏通绿色信贷传导，精准缓释融资约束；微观层面防范重污染企业扎堆末端治理的趋同避规行为，完善转型标杆评价与信息披露，推动企业从被动合

规转向主动创新；为相对弱污染企业搭建行业技术交流平台，发挥示范效应。

第四，建立风险承担能力监测评估体系。金融监管部门联合相关部门，定期研判政策对不同污染强度企业风险承担能力的异质性影响，重点监测重污染企业战略研判、外部融资、风险缓冲储备等维度恶化风险，跟踪相对弱污染企业创新激励落地成效，及时纠偏能力退化与维度失衡。

企业“主动”披露违规的短期溢出效应研究
——来自同行企业信息披露改善的经验证据

阳　晴　林　宁　李青原

透明且充分的信息披露不仅有利于优化市场资源配置，对资本市场健康稳定发展至关重要。近年来，我国持续强化上市公司信息披露监管。修订后的《中华人民共和国证券法》不仅扩大了资本市场信息披露的责任主体和责任范围，也加大了对企业信息披露违法违规的处罚力度。然而，资本市场中信息披露违规手段不断翻新，违规行为屡见不鲜。在此背景下，证监会于2025年3月发布新修订的《上市公司信息披露管理办法》，通过一系列“事前预防”式信息披露要求，进一步提升资本市场信息披露的透明度与有效性。

与信息披露监管重心从“事后纠偏”向“事前预防”的转变一致，资本市场也有部分企业在未被监管锁定或外部曝光前“主动”披露违规。然而，这种“主动”披露既可能是企业向市场传递诚信经营信号的积极举措，也可能使企业面临更大的声誉和监管风险。一方面，披露负面信息能帮助企业赢得投资者信任和融资便利，主动披露者甚至可能比隐瞒者拥有更高的市场估值。若企业可以通过“主动”披露违规在市场中获取竞争优势，面临类似市场压力和投资者偏好的同行企业，可能会因声誉竞争驱动而改善自身信息披露