

增强家庭经济韧性的重要抓手。

第二，政策部门与金融机构在推进数字信用体系建设的过程中，需充分重视其非均衡影响，统筹兼顾效率与公平。一方面，常态化开展数字技能与金融知识普及培训；另一方面，优化信用评价逻辑，推出适配弱势群体的普惠型信用服务与金融产品，完善信用修复配套机制，逐步缩小群体间数字信用服务使用差距，推动数字信用普惠共享，使更多家庭受益于数字信用发展。

科技创新债券发行对承销商业绩的溢出效应

史永东 张曦仁 陈火亮 甄红线

科技创新是推动国家经济增长和社会进步的核心动力。科创债作为支持国家创新驱动发展战略的重要金融工具，其发行过程既具备传统债券市场的共性特征，又因科创企业特有的轻资产、高研发投入和高成长性的风险特征，对承销商提出了超越传统中介角色的专业能力要求。在传统债券发行中，承销商要尽职调查发行人财务与非财务信息，运用自身市场声誉为发行人提供质量认证，向投资者传递发行人可信的价值信号。同时，承销商要依托路演询价等市场化沟通机制，缓解发行人与投资者之间的信息不对称，在满足发行人融资需求的同时，兼顾投资者的利益诉求，以实现债券的最优定价和市场均衡。相较于承销普通债券，承销商承销科创债面临更复杂的信用风险评估体系，需承担额外成本，如金融、法律及科技领域专家团队组建成本，科创项目属性评估、尽职调查的程序成本和开展科创项目路演等针对投资者的教育宣传成本。

即使面临高风险和高成本的双重压力，承销商依旧积极开展科创债承销业务，这主要源于承销科创债的战略价值和市场信号效应。一方面，在传统债券承销同质化竞争加剧、价格战频发的市场环境下，科创债为承销商提供了差异化竞争路径，帮助其突破传统

业务的增长瓶颈；另一方面，成功承销科创债可以向市场传递积极信号，表明承销商具备处理复杂科技项目的业务能力、服务国家战略定位的政策响应力和助力科技创新的标杆形象，从而吸引更多潜在发债企业寻求合作，赢得具有社会责任感的投资者的青睐。本文重点关注两个问题：一是在某一地区或行业具有科创债承销经验的承销商，是否能够凭借其业务能力和科创形象，向该地区或行业的非科创债发行人释放积极信号，产生正向溢出效应？二是科创债承销经验是否有助于提升资本市场中的债券定价效率？

具体地，本文基于承销商视角，以 2021 年第一季度至 2024 年第四季度期间在银行间市场发行的科创票据和在交易所市场发行的科技创新公司债券，以及承销商对企业债、公司债和中期票据的非科创债承销业绩为研究样本，实证分析承销商承销科创债行为对其在同一地区和同一行业未来承销业绩的溢出效应及作用渠道，并对科创债的经济影响展开分析讨论。研究发现：第一，承销商参与科创债承销提升了其未来在同一地区和同一行业的非科创债承销业绩，表明科创债承销行为具有正向溢出效应。机制检验发现，这种溢出效应主要通过两个渠道实现，一是向资本市场传递承销商业务能力强的信号，增强市场认可度；二是彰显承销商赋能科技创新的良好市场形象。第二，本文进一步验证了业务能力和科创形象的信号作用，发现当承销商独立承销科创债、承销大规模科创债以及科创债募资用途具有硬科技属性时，科创债承销行为的溢出效应更为明显。第三，本文从债券市场和承销商两个角度探讨了科创债发行的经济效应，发现科创债发行在提高债券市场定价效率和拓展承销商客户资源方面有积极作用。

本文的边际贡献如下：第一，从债权融资视角拓展了科技创新的研究维度。现有文献主要聚焦于风险投资、股权融资等权益类融资方式对科技创新的支持作用，而对固定收益市场如何服务科技创新的研究相对不足。本文以科创债为研究对象，系统考察了债券市场支持科技创新的作用，凸显了科创债在促进金融与科技深度融合

合、服务实体经济创新发展方面的积极作用，丰富了科技金融领域的相关研究。第二，深化了债券市场功能的理论研究。已有文献普遍忽视了对科创债经济效应的分析，本文基于科创债发行和承销数据，系统考察了科创债定价效率及其承销行为的溢出效应，为理解科创债对承销商差异化竞争路径和市场运行机制的影响提供了新的思路。第三，从信号传递理论和金融中介功能视角，丰富了承销商功能的文献。本文从承销商向市场传递处理复杂科技项目的业务能力信号、塑造服务国家创新战略的科创形象信号两个新角度，探讨了承销商作为金融中介的多元角色。本文研究不仅完善了金融中介功能分析框架，为理解债券市场支持科技创新的微观机制提供了理论支撑，还为监管部门完善科创债市场建设、承销商优化业务布局提供了实证依据，对促进金融与科技深度融合具有积极的现实意义。

本文提出以下政策建议。第一，大力发展科创债，完善科创债市场发展。在融资端，拓宽发行主体范围，将更多具有创新潜力和资金需求的主体纳入其中。在投资端，培养耐心资本，鼓励保险资金、养老金等长期资金参与科创债投资，为科技创新提供稳定的资金来源。第二，推动债券承销专业化，引导承销商构建差异化竞争优势。细化科创债承销业务专项评价体系，将科创债承销纳入金融机构科技金融服务评估，提高承销商科创项目承销意愿。同时，压实承销商中介责任，将存续期履职情况纳入承销商评价体系，强化承销商服务科创债市场的功能。第三，完善监管激励协同机制。向科创债承销中表现突出的机构提供监管评级、业务审批等方面的正向激励，加大对存续期内尽职调查不到位机构的监管问责力度。通过激励与约束双向发力，充分调动金融机构服务科技创新的积极性和主动性，推动科技、产业与金融形成良性互动。