

理动因的理解。第二，在国际文献争议基础上，识别总法律顾问在我国制度环境下的独特治理效应。本文从中美制度差异出发，指出我国国企总法律顾问制度具有自上而下推动、权责配置明确和外部监督较强等特征，进一步揭示了总法律顾问治理效应的制度情境依赖性。第三，从监管压力传导视角识别了外部监管到内部治理的衔接机制。本文将金融监管强度作为外部压力，不仅证明了金融监管在实体领域的治理外溢效应，也展示了外部制度约束放大并激活总法律顾问在企业内部发挥风险防控作用的相关路径。

在现实层面，本文为完善国有企业法律治理体系、推动依法合规经营提供了政策启示。首先，推动总法律顾问制度从“形式设岗”向“实质履职”转变。应进一步强化总法律顾问在国企治理中的制度地位，但重点不在于简单扩大设岗范围或口号式制度化，而在于改善其具体履职条件和治理参与程度。其次，将总法律顾问履职情况从制度合规的定性描述转化为可观测、可问责的量化指标。据此，可在年报问询、专项检查或法治央企考核中，重点关注总法律顾问是否对违规高发领域出具过正式法律意见，而非仅检查是否设立该岗位。最后，因地制宜推动差异化合规治理能力建设，避免“一刀切”。同时，结合我国企业对外投资、国际贸易和涉外纠纷增多的现实，应加强涉外法治和国际合规人才储备，提升总法律顾问团队在跨境交易、国际仲裁、制裁合规和数据合规等领域的专业能力。

数字金融的投资者福利效应 ——基于基金直播数据的识别

宁 炜 庄 园 姜富伟

伴随数字技术的发展，金融创新与科技创新叠加融合形成的数字金融成为数字经济时代的主流金融形态，传统金融机构在数字化

浪潮中加快推进金融业务的数字化转型。与此同时，具备技术优势的第三方数字化平台不断涌现，不仅丰富了传统金融机构的服务模式，也为投资者获取金融信息和金融服务提供了便捷渠道。在众多数字金融业务中，基金直播是传统金融活动与第三方数字化平台深度融合的典型代表。第三方数字化销售平台的兴起拓展了传统的基金销售渠道，为基金管理人提供了更加精细化的营销平台。伴随着营销渠道竞争加剧，基金管理人逐渐尝试传统电商的直播带货模式，由基金经理开展直播讲解基金，以吸引投资者申购自家基金产品。

在外在形式上，基金直播同传统经济活动中直播带货模式存在一定相似性。与电商直播带货不同，基金经理不仅会介绍基金产品特点，更将对行业和市场趋势分析作为重要直播内容，这一模式打破了传统情况下基金经理和投资者间的沟通障碍，为投资者了解基金产品、感知金融市场变化提供了重要渠道。那么，依托数字技术的基金直播活动，仅仅是传统基金销售活动的数字化实践，还是通过金融教育提升了投资者福利？回答这一问题，有助于更好践行金融为民的理念，推动金融强国建设，服务中国式现代化建设大局。

本文依托蚂蚁研究开放实验室，以 2020 年 11 月至 2022 年 10 月期间基金在支付宝平台开展直播的数据，以及抽样获得的支付宝平台基金用户观看直播与账户交易数据，采用交错双重差分模型按照前述逻辑依次从销售触达、福利改善、组合外溢、长期效应和行为机制五个层面，实证检验基金直播对投资者福利的影响及其微观机制。研究发现，基金直播同时具备销售功能和投资者服务功能。基金直播首先表现出销售触达效应，观看基金直播会显著提升投资者申购意愿。进一步地，申购增加并未伴随投资者福利下降，而是同时表现为投资组合收益率提高、收益波动率下降和风险调整后收益改善。上述结果表明，基金直播带来的申购增加并未简单表现为投资者风险承担上升或短期营销刺激。相反，观看直播后投资者在收益水平、共同因素调整后的收益表现、风险控制和风险调整后收

益方面均出现改善。这一结果更支持基金直播在销售触达之外，还可能通过信息传递、风险沟通和产品理解提升投资者决策质量。

本文还发现，基金直播具备空间溢出效应和长周期效应。在横截面上，基金直播不仅能提高投资者在已观看基金上的投资表现，也会对其持有但未观看直播的其他基金产生显著的横截面溢出效应。换言之，基金直播所带来的影响并不限于单一基金层面的交易行为调整，而更可能通过改善投资者整体决策方式，带动整个投资组合的收益提升与风险下降。在时间维度上，观看基金直播后，投资者在季度、半年度和年度窗口内均获得更高收益和更低波动率，表明基金直播对投资者表现的影响并未局限于观看后的短期阶段，而是具有较强的持续性。

微观机制分析表明，基金直播具备显著投资者教育功能。观看基金直播可显著降低业绩追逐、频繁交易、过度自信以及处置效应四类典型的投资者行为偏差。基金直播降低了投资者对历史业绩和凸显性特征的过度反应，减少了频繁交易和过度自信，并显著缓解了处置效应。这些变化共同指向一个更加完整的机制路径，即基金直播通过持续的信息传递、市场解释和风险沟通，改善了投资者的信息处理方式和行为决策模式，进而提升了投资决策质量。由此，本文关于基金直播改善投资者福利的结论，并不只是来自交易活跃度上升或短期申购刺激，更可能体现了其在数字化金融服务情境下所具有的投资者教育属性。

本文从投资者福利视角补充了数字金融与财富管理研究，聚焦基金直播这一新型数字化财富管理工具，更直接地评估数字技术在财富管理场景中是否有助于提升投资者福利；以投资者是否实际观看直播作为关键处理变量，能够在投资者端识别基金直播的触达效应；并将数字化财富管理工具、投资者福利结果和行为偏差机制纳入同一分析框架，为理解数字金融如何改善投资者福利提供了微观证据。

基于上述结论，本文提出以下建议。

第一，规范数字技术在基金销售与投资者服务中的应用。尽快完善基金直播及数字化营销规则，明确收益展示、风险揭示、适当性管理和信息留痕要求，防止片面宣传、娱乐化营销和流量诱导。对于平台算法，应加强透明度和可解释性监管，限制其用于刺激交易和精准促销，引导其更多服务于风险识别、知识匹配和长期投资陪伴。基金管理人和销售机构也应弱化直播的短期销售导向，合理平衡产品推介、风险提示与投资者教育。

第二，依托数字平台提升投资者教育的覆盖面和有效性。可在平台等渠道建立常态化投教直播机制，围绕市场波动、资产配置、长期投资和行为偏差开展分层分类教育，重点覆盖金融知识相对有限的长尾投资者。同时，可运用大语言模型、虚拟数字人等技术提供个性化知识问答和风险提示，但应建立内容审核、事实核验和责任追溯机制，避免技术误导和不当推荐，从而缓解投资者教育供给不足及其公共物品困境。

第三，加快财富管理行业由卖方销售向买方投顾转型。推动基金销售机构弱化以销量、首发规模和产品保有量为核心的考核方式，将投资者实际收益、风险调整后收益、持有期限、交易频率及行为改善纳入评价体系。基金管理人和销售平台应完善投前风险评估、投中持续沟通和投后陪伴机制，利用数字技术识别投资者需求，提供与其风险承受能力相匹配的资产配置和风险管理服务，减少追涨杀跌、赎旧买新和频繁交易，推动财富管理真正转向以投资者长期利益为中心。

企业上市预期成功率、ESG披露与IPO绩效

叶康涛 芦旭 白光喜 战昕彤

ESG（环境、社会与治理）理念作为衡量企业可持续发展能力的重要标尺，与国家绿色转型、共同富裕及现代企业制度建设的战