股权结构的流动性冲击敞口如何影响债券信用利差
——基于不确定性风险和治理效应视角的检验

江轩宇　白　鸽　柯俊强　许心缘

债券融资作为企业重要的直接融资渠道，与股权融资共同构成了资本市场服务实体经济的核心载体。随着我国金融市场一体化的逐步推进，两类市场之间并非独立运行，而是存在显著的联动效应。相较于债券市场，股票市场往往在风险传导过程中表现出更强的先导性，形成“股传债”的风险溢出。在联动框架下，机构投资者是连接两个市场的重要纽带，承担着信息传递、价格发现和流动性供给的职能。基于此，既有研究从机构投资者调研、国家队持股等视角讨论了机构投资者对债券信用利差的影响。然而，在股票市场中，以公募基金为代表的机构投资者通常还面临着基民“申购”或“赎回”行为引发的流动性冲击。当基金持股较为集中且彼此之间流动性交易方向的一致性较强时，公司的股权结构将面临较大的流动性冲击敞口，加剧上市公司由于非基本面因素导致的股价波动。因此，深入探讨股权结构的流动性冲击敞口对债券二级市场定价的影响，不仅有助于进一步揭示机构投资者持股对“股传债”风险溢出的微观机理，也为防范股市流动性冲击向债券市场传染、更好地培育耐心资本提供了一定的政策启示。

本文选取 2007 年 1 月至 2023 年 6 月中国 A 股上市公司发行的公司债数据为样本，对股权结构流动性冲击敞口是否以及如何影响其发行债券的信用利差展开研究。实证结果表明：（1）股权结构流动性冲击敞口对债券市场定价具有显著影响，随着股权结构流动性冲击敞口的增大，公司债券在二级市场上的信用利差明显增大。（2）机制检验发现，股权结构的流动性冲击敞口通过增加债券投资者不确定性风险感知、降低机构监督投入水平进而提高债券信用利

差。（3）分组分析表明，债券持有人信息掌握越丰富、公司治理结构越完善，股权结构流动性冲击敞口对债券信用利差的提升作用将会显著降低。（4）相比于被动型基金，主动型基金持股引致的股权结构流动性冲击敞口对债券信用利差的影响更为显著。（5）相比于非对角线因素，对角线因素引致的股权结构流动性冲击敞口是提升债券信用利差的主要原因。（6）与基金净申购引致的流动性过剩敞口相比，基金净赎回引致的流动性短缺敞口是导致债券信用利差提升的主要因素。

本文的边际贡献有以下三个方面。第一，丰富了股权结构流动性冲击敞口的经济后果研究。本文对中国公募基金市场的考察，与现有关于美国资本市场的研究证据存在着本质区别：一方面，我国股票市场以散户交易为主，公募基金的持股体量低于以机构交易为主的美国市场，由公募申赎驱动的流动性冲击敞口能否引起债券投资者关注，需要进一步讨论；另一方面，在我国特有的关系型社会环境下，基金家族内部的信息共享能否帮助债券投资者识别流动性冲击驱动的股价波动，也有待实证检验。因此，本文结合中国债券市场的现实背景，重点讨论债券交易者是否会利用股权结构流动性冲击敞口信息进行定价，拓展了该领域的相关研究。第二，本文立足于流动性压力这一新特征，丰富了机构投资者特征与债券信用利差的研究框架。本文所考察的股权结构流动性冲击敞口反映了股价未来遭受非基本面因素扰动的可能性，与公司基本面的直接关联性较弱，相较于现有研究具备更强的外生性。因此，本文围绕公募基金流动性压力，可在理论阐述与实证识别层面，为机构投资者持股特征与债券信用利差关系的相关研究提供有益补充。第三，揭示了股权结构流动性冲击敞口影响债券信用利差的作用机理。本文在验证二者作用机制的基础上，进一步依据基金净赎回与净申购的资金流向，将股权结构的流动性冲击敞口拆分为流动性短缺敞口与流动性过剩敞口，并通过同一发行主体的债券持有人与权益持有人在基金家族层面的分布结构相似程度、耐心资本持股水平、股权结构流

动性冲击敞口的具体来源等视角，系统考察了股权结构流动性冲击敞口影响债券信用利差的作用边界，为有效降低其对债券定价的负面作用提供了启示。

本文政策启示在于：第一，建立股债联动监管机制，防范股权结构的流动性冲击敞口。建议将股权结构的流动性冲击敞口纳入前瞻性风险监测体系，并加强公募基金申赎流动性管理，从源头防范风险积聚与跨市场传染。第二，提高信息披露透明度，降低市场信息不对称。建议规范募集说明书等债券信息披露渠道的风险提示要求，推动发行人加强实质性的特质性风险披露，提升债券持有人的信息获取水平。第三，培育和壮大耐心资本，减少股东与债权人的代理冲突。一方面，培育保险资金、养老基金等长期价值投资为代表的股东，优化上市公司股权结构，另一方面，引导银行理财、信托资金、公募基金等股东树立长期投资理念，减少流动性冲击对资本市场的负面影响。

数据共享与企业创新
——来自用户数字足迹的证据

王瀚迪　黄先海

“十五五”规划纲要明确提出，强化企业科技创新主体地位，推动创新资源向企业集聚。随着数字经济的发展，数据驱动的创新正在成为新时代最重要、最高效的创新范式。海量异质的数据蕴含着丰富的规律性信息，有助于企业学习挖掘多元化的外界知识和经验，加快创新成果涌现。然而，单个企业所能获取的数据往往存在视角局限，通过跨组织的数据共享才能帮助企业打破信息壁垒、整合碎片化知识，充分释放数据要素的多场景应用、多主体复用价值。正因为如此，数据这一关键创新资源的开放共享对数字时代的企业创新活动意义重大。