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。

从生成场景出发，可将数据大致划分为来自政府的公共数据以及来自个人、企业、组织等的专有数据。现有研究主要关注公共数据共享对企业创新的影响，但关于专有数据共享的创新效应缺乏讨论。专有数据通常伴生于研发、生产、消费等经济活动，以数字化形式反映真实的用户需求偏好、企业经营状况等信息，其特点在于精度更高、稀缺性更强，是数字时代帮助企业塑造独特竞争优势的关键性资源。然而，现实中企业往往缺乏向竞争对手共享数据的意愿，因为这可能导致核心优势丧失与知识产权风险。即使企业间存在数据共享合作，其真实情况也往往难以观测。供应链企业间由于利益一致性具有更强的数据共享动机，这为探究企业间数据共享的效果提供了更合适的研究场景。此外，数字时代企业大量通过移动应用程序（APP）收集用户数字足迹，由于 APP 开发平台对开发者数据行为有较强的监管限制，企业必须以“隐私政策”的形式对自身的数据处理行为进行充分说明、披露，这为观测用户数字足迹这一重要数据类型的跨企业流动提供了信息源。

有鉴于此，本文借助 APP 隐私政策协议这一新颖的文本资料，识别并测度了企业对用户数字足迹的收集与共享行为，进而利用 2010—2020 年上市公司供应链信息与全国税收调查数据库的匹配样本，考察了企业间数据共享的创新价值。

研究发现，供应商企业通过 APP 这一数字化渠道收集用户数字足迹并与下游客户共享，能显著驱动客户企业的专利申请量增加。区分专利类型后，数据共享仅对客户企业的发明专利申请具有显著的积极影响，并未推动实用新型与外观设计的专利数量增加。这表明客户企业主要借助用户数字足迹推进技术含量较高的研发创新活动。基于数据特征的检验结果表明，用户数字足迹体量越大、传输速度越快，越有利于提升客户企业的创新数量，而供应商的数据多样性未能转化为客户企业的创新优势。异质性分析表明，当供应商与客户企业的经营范围越相似、客户企业的数字化投入程度越高以及地区数据政策数量越多时，数据共享对客户企业创新的激励效果

越明显。

机制检验表明，数据共享主要通过四方面渠道驱动企业创新。一是研发模式变革。客户企业在接受共享的用户数字足迹后，更倾向于加强研发合作并扩大研发外包。二是人力资本升级。供应商向客户企业共享用户数字足迹后，客户企业的数字人才招聘强度与人力资本投入强度均显著提升。三是供需匹配优化。数据共享优化了需求信息向客户企业的传递效率，使其根据用户需求制订精准的生产计划，有效压降库存规模、降低供需偏离幅度。四是知识体系建构。数据共享显著提升了客户企业的知识广度与知识深度。

相比已有文献，本文创新点在于：第一，从企业间数据共享的视角拓展了企业创新影响因素的相关研究。第二，识别了数据特征对企业创新的差异化价值。第三，系统考察了数据共享驱动企业创新的作用机制与影响因素。

本文得到以下政策启示：第一，着力构建企业间数据共享生态，激活数据要素跨主体复用的创新价值。有关政策不仅要持续畅通数据要素的跨企业流通渠道，更要精准识别并优先引导高关联度场景下的数据共享合作。具体而言，可依托产业链“链主”与大型数字企业的数据资源优势，率先在产品研发、需求预测、生产调度等数据泛用性强的环节打通上下游共享通道。政府可通过绘制企业间业务关联图谱，或搭建数据要素的供需对接平台，高效识别数据供给与需求场景高度匹配的潜在合作对象，引导其开展数据协同并形成示范效应。通过积累可复制的实践经验，逐步从供应链内部的数据协同，向更大范围内的跨行业、跨领域共享通道延伸，最终构建起全方位、多层次的数据共享生态。

第二，分类施策提升企业的数据吸收能力，夯实数据赋能创新的内生基础。针对企业可能面临的资金匮乏、技术落后、人才短缺等现实约束，政策应分层次提供相应支持。在资金层面，可通过发放数据券、算法券与算力券等方式降低企业用数门槛，减轻其数字化转型的投入负担。在技术层面，可培育公益性的第三方数据服务

机构，提供数据清洗、标注、建模与分析等专业服务，弥补企业自身技术能力的短板。在人才层面，可推动建立数据人才共享平台，支持企业以柔性引才、兼职聘用等方式解决用人难题，并依托行业协会、产业园区组织数字技能培训，帮助企业员工快速掌握数据应用能力。通过上述举措，逐步推动企业从被动接入数据向主动开发利用数据转变，使数据要素切实嵌入企业创新流程。

第三，完善数据流通的制度环境与合规体系，促进数据要素依法有序自由流动。应当加快完善数据产权界定与收益分配制度，通过保障数据所有者的主体权益强化其数据共享意愿。针对共享过程中涉及的数据隐私与保密管理问题，应出台细分场景的合规使用指引与负面清单，并加大对数据侵权的监管与执法力度，从制度层面降低企业在数据共享中的摩擦成本与潜在风险，激励企业间形成可持续的数据协作关系，为研发创新活动提供稳定支持。

公共数据开放有助于破解银行业小微企业贷款“三元悖论”难题吗？

张栋浩　黄馨雅　董青马

近年来，我国小微企业融资环境得到明显改善，但还有较大改善空间。一方面，小微企业融资难问题依旧存在。中国普惠金融研究院《小微企业金融健康（2024）》显示，约47.38%的受访小微企业面临融资困难，29.12%认为融资成本偏高。另一方面，银行业开展小微企业贷款业务时遭遇“三元悖论”难题，即难以兼顾实现小微信贷增量扩面、降低综合融资成本和控制银行风险的多重目标。随着我国小微企业贷款规模扩大，增量扩面难度日益上升，而市场利率下行又使得长尾小微主体的信贷风险难以通过高利率进行补偿，进一步加剧了小微信贷“三元悖论”难题。为此，如何优化普惠金融发展环境、破解小微信贷“三元悖论”，成为当前做好普惠金融大文章的重点。