

经济政策不确定性与中国上市公司的 资产组合配置

——兼论实体企业的“金融化”趋势

刘贯春 刘媛媛 张 军*

摘 要 本文以经济政策不确定性为出发点,考察宏观经济环境如何影响企业的资产组合配置决策,以期理解微观企业的“脱实向虚”现象。结果显示,经济政策不确定性与固定资产投资显著负相关,并与金融资产投资显著正相关,从而降低实体投资率且加剧实体企业的“金融化”趋势。随后的机制检验发现,未来现金流不确定性和固定资产收益率的解释能力较为有限,企业盈利模式趋于金融渠道的原因可能更多在于流动性需求增加和治理结构转变。

关键词 经济政策不确定性,资产组合配置,金融化

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2020.04.05

一、引 言

经历了长时期的高速增长后,中国经济逐渐迈入“新常态”阶段。2014年全国GDP增长率为7.4%,首次低于中央设定的预期增长目标,2018年持续下滑至6.6%。同时,作为经济增长的重要推动力,全社会固定资产形成速度亦呈现“坠崖式”下降,2012年之前年均增长率超出20%,随后呈现快速下降态势,2018年低至5.9%。进一步,伴随着实体经济低迷,金融资产市场呈现逆周期的上扬态势,非金融类企业的盈利模式逐渐转向金融渠道,即实体企业的“金融化”趋势(张成思和张步昙,2016;刘贯春等,2018)。这些现象背后的逻辑在于,资本投资于实体经济的内在激励在下降,而投资于金融资产的潜在动机在加强。为维持实体经济平稳增长并遏制资本“脱实向虚”现象,政府部门出台了一系列刺激宏观经济的政策,尤其是2015年年底开始执行的供给侧结构性改革战略及随后的“三去一降一补”措施,并取得

* 刘贯春,中山大学岭南学院;刘媛媛,广东外语外贸大学金融学院;张军,复旦大学经济学院。通信作者及地址:刘媛媛,广东省广州市番禺区小谷围街道贝岗村外环东路178号,510006;电话:(020)37105380;E-mail:liuyuan123@126.com。本文得到国家社会科学基金重大项目(15ZDA008)及2014年文化名家暨“四个一批”人才项目的资助。衷心感谢匿名审稿人极富建设性的修改意见。当然,文责自负。

了一定的效果。比如,生产者价格指数 PPI 在历经 54 个月负增长后于 2016 年下半年由负转正,且制造业采购经理指数 PMI 回升至经济扩张区域(50 以上)。

然而,政府部门何时、如何以及在何种程度上调整经济政策无法被微观个体准确预测,并由此产生经济政策不确定性(Gulen and Ion, 2016)。区别于传统的经济政策调整,经济政策不确定性对实体经济的影响更多通过改变个体预期来实现,作用机制更为隐蔽且难以察觉。那么,为调控宏观经济增长而造成的经济政策不确定性是否有助于解释现阶段的“脱实向虚”现象?换言之,关于现阶段微观企业的固定资产投资意愿下降且“金融化”趋势明显,两者之间的逻辑关系能否从经济政策不确定性来解答?研究这一主题不仅有助于全面识别宏观经济政策不确定性的经济效应,亦从微观层面为理解供给侧结构性改革提供了理论依据和实践参考。

关于经济政策不确定性如何影响企业固定资产投资,目前主要存在两种理论。一是实物期权理论。伴随着经济政策不确定性的上升,未来现金流不确定性增加使得企业愿意等待关于未来时期投资收益率的信息,从而通过增加可用资金的“等待”价值对当期固定资产投资产生负向影响(Bernanke, 1983; Rodrik, 1989; Dixit and Pindyck, 1994)。二是资源配置理论。经济政策不确定性会降低固定资产投资机会、提升项目失败概率等,固定资产投资收益率下降且企业破产概率增加,导致企业投资于固定资产的激励动机在减少(Greenwald and Stiglitz, 1990; Klein and Marquardt, 2006; Gulen and Ion, 2016; 才国伟等, 2018)。显然,两种理论一致表明,经济政策不确定性对企业固定资产投资存在抑制作用,并得到众多国内外实证研究的经验支持,如 Kang *et al.* (2014)、Gulen and Ion (2016)、Kim and Kung (2017)、李凤羽和杨墨竹(2015)、谭小芬和张文婧(2017)、刘贯春等(2019)。

纵观国内外已有研究可知,经济政策不确定性影响企业资产组合配置的作用机制分析依旧停留在理论层面。即便是被学界广泛用于理论分析的实物期权理论和资源配置理论,未来现金流不确定性和固定资产投资收益率所扮演的中介效应亦未得到足够关注,其究竟在多大程度上可以解释经济政策不确定性对固定资产投资的抑制效应尚未可知。更为重要的是,“脱实向虚”现象不仅与固定资产投资下降有关,亦关系到不断加剧的“金融化”趋势,但现有文献忽略了经济政策不确定性对企业金融资产配置的影响。从微观企业的资产组合配置视角,本文试图回答如下两个问题:第一,经济政策不确定性是否有助于解释固定资产投资下降和金融资产投资上升的“脱实向虚”现象?特别地,对于不同所有制形式和规模大小的企业而言,上述关系是否存在显著差异?第二,在经济政策不确定性影响企业投资行为的作用渠道中,作为两条重要潜在机制,未来现金流不确定性和固定资产投资收益率的解释能力如何?如果两者并未占据主导地位,是否还存在别的渠道或理论来解释?

有鉴于此,本文基于 2007—2015 年中国非金融类上市公司的半年期数

据，以固定资产投资和金融资产投资作为企业资产组合配置的代理指标，采用 Baker *et al.* (2016) 提供的中国经济政策不确定性指数作为核心解释变量，实证检验了经济政策不确定性对企业资产组合配置的影响。特别地，利用中介效应的标准检验框架，本文重点考察了未来现金流不确定性和固定资产收益率所扮演的重要角色。在发现两者具有相当有限的解释力后，本文进一步探讨了其他可能解释，即流动性需求增加和治理结构转变使得企业更加注重金融资产的可逆性特征和短期收益。此外，为避免经济政策不确定性指数构建不当、模型内生性问题、固定资产收益率测度不合理、金融资产投资度量有偏等问题，本文做了一系列稳健性测试。

区别于以往研究，本文有如下主要贡献：第一，从企业资产组合配置的视角考察了经济政策不确定性的经济效应，有助于更全面地理解“脱实向虚”现象的背后逻辑。已有文献集中于固定资产投资意愿下降，忽略了金融资产投资加剧这一客观现实，难以勾勒出实体经济的整体发展态势。第二，在经济政策不确定性与企业资产组合配置的分析框架下，系统考察了未来现金流不确定性与固定资产收益率的中介效应。传统研究的理论分析多停留在表面，仅验证了实物期权理论和资源配置理论的成立，未能提供两者的解释力。第三，在证实未来现金流不确定性和固定资产收益率仅存在有限解释力后，从流动性管理和治理结构转变的视角提供了两种可能解释，即短期限特征带来的高可逆性和利润使得企业更加偏好金融资产投资。

二、机理分析与研究假说

实物期权理论强调，存在调整成本的投资机会可以看作是企业持有的一项期权，不确定性的上升能够通过提高期权价值的方式增加企业的边际投资成本。固定资产投资项目的不可逆特征及沉默成本使得固定资产投资相当于执行了看涨期权，而投资成本则构成了期权的执行价格。理性的企业决策者会在当期和未来时期的投资之间进行权衡配置，经济政策不确定性越高，“等待”的信息价值越高，从而促使企业降低当期固定资产投资 (Bernanke, 1983; Dixit and Pindyck, 1994; 李凤羽和杨墨竹, 2015; 谭小芬和张文婧, 2017; 刘贯春等, 2019)。特别地，经济政策不确定性加剧降低了企业杠杆率，资金不足带来的融资约束强化可能是造成固定资产投资下降的另一重要原因 (Gulen and Ion, 2016; Kim and Kung, 2017; 才国伟等, 2018)。

Rodrik (1989) 认为，发展中国的政策改革会导致投资延迟，直到改革成功的不确定性因素消除为止。Hassett and Metcalf (1999)、Fernandez-Villaverde *et al.* (2015) 发现，财政政策不确定性对实体经济发展存在显著影响，财政波动冲击会抑制固定资产投资。Byrne and Davis (2004) 证实，货币政策不确定性显著影响非住宅固定资产投资，通胀不确定性的暂时性成

分对固定资产投资的抑制效应要显著强于永久性成分。Kang *et al.* (2014) 指出, 经济政策不确定性可能会造成企业对业务开展成本、税收等的疑惑, 固定资产投资计划变得更为谨慎。综上可知, 作为不确定性的重要来源之一, 经济政策不确定性将抑制企业固定资产投资。基于此, 本文提出如下研究假说:

研究假说 1: 经济政策不确定性对企业固定资产投资存在显著的抑制作用。

Tornell (1990) 指出, 在宏观经济环境波动加剧的情形下, 企业倾向于投资短期限的金融资产而非长期限的固定资产。事实上, 伴随着经济政策不确定性的加剧, 资产的可逆性特征成为企业进行资产配置的重要依据 (Dixit and Pindyck, 1994; Kim and Kung, 2017)。由于金融资产的可逆性较高, 企业对可转换性强的金融资产更为青睐。进一步, 依据资源配置理论可知, 企业依据资产收益率对固定资产投资和金融资产投资进行组合配置。考虑到经济政策不确定性会提高项目失败概率并减少固定资产投资机会, 固定资产投资收益率下降的同时将对企业固定资产投资产生抑制作用, 从而激励企业进行金融资产投资 (Greenwald and Stiglitz, 1990; Klein and Marquardt, 2006)。

进一步, 预防性储蓄理论表明, 为应对经济政策不确定性可能带来的经营困境、未来现金流不确定性等财务危机, 企业通常会增加现金持有、交易性金融资产等流动性资产 (Gulen and Ion, 2016; 王红建等, 2014; 李凤羽和史永东, 2016; 才国伟等, 2018)。事实上, 风险类金融资产亦可以用于预防性储蓄 (刘贯春等, 2018), 即企业会配置更多金融资产以应对经济政策不确定性带来的不良影响。特别地, 在固定资产投资收益率波动加剧的背景下, 金融资产投资的流动性和风险分散功能不断凸显, 能够在财务困境时为企业提供更多保护, 从而强化企业配置金融资产的内在动机 (彭俞超等, 2018)。可见, 在经济政策不确定性的宏观环境中, 企业管理者的投资偏好可能会发生改变, 倾向于投资金融资产以实现套利和投机。基于此, 本文提出如下研究假说:

研究假说 2: 经济政策不确定性对企业金融资产投资存在显著的促进作用。

实物期权理论指出, “等待” 价值与投资项目未来现金流的不确定性正相关, 而经济政策不确定性的上升能够通过增加投资项目未来现金流不确定性的方式提高企业继续 “等待” 的价值 (Dixit and Pindyck, 1994; Gulen and Ion, 2016; 李凤羽和杨墨竹, 2015)。同时, 作为企业所面临的宏观层面风险, 经济政策不确定性是不可避免的系统性风险。经济政策不确定性越大, 企业在未来时期的经营风险越大, 未来现金流不确定性和遭遇流动性短缺的可能性越大 (Bloom *et al.*, 2007; 王红建等, 2014)。进一步, 经济政策不确定性会加剧金融市场摩擦 (Christiano *et al.*, 2013; 纪洋等, 2018), 尤其是

促使外部融资成本快速上升（才国伟等，2018），依次包括违约风险（Greenwald and Stiglitz, 1990; Gilchrist *et al.*, 2014）、债务成本（Bradley *et al.*, 2016）和股票风险溢价（Pastor and Veronesi, 2013），进而降低固定资产投资收益率。特别地，出于预防性储蓄动机，消费者在面对经济政策不确定性时会增加社会储蓄并降低消费（陈国进等，2017），需求不足可能会进一步导致实体投资收益率下降。由此可见，未来现金流不确定性和固定资产收益率是经济政策不确定性影响企业资产组合配置的两条潜在渠道。基于此，本文提出如下研究假说：

研究假说3：经济政策不确定性越高，固定资产收益率越低且未来现金流不确定性越大。

三、模型设定、指标选取与数据来源

（一）模型设定

为考察经济政策不确定性对企业资产组合配置决策的影响，将不同类型资产配置视为被解释变量，以滞后一期经济政策不确定指数作为核心解释变量，构建如下计量模型：

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Epu_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Tobin_Q_{it} + \alpha_6 Cfo_{it} + \delta_1 Eg_t + \delta_2 \Delta M2_t + \delta_3 Semy_t + \mu_i + \epsilon_{it}, \quad (1)$$

其中，下标 i 和 t 分别代表企业和时期； Inv 代表企业对不同类型资产的投资行为，分别从固定资产投资和金融资产投资两个细分层面进行刻画，依次记为 Fix_inv 和 Fin_inv ； Epu 表示经济政策不确定指数。同时，本文选取了五个企业控制变量，依次包括杠杆率 Lev 、企业规模 $Size$ 、成长潜力 $Grow$ 、投资机会 $Tobin_Q$ 和经营性现金流 Cfo 。另外，为缓解个体异质性对资产组合配置决策的影响，本文还考虑了个体效应 μ_i ，以控制不随时间变化且难以观测的企业固有特征。需要说明的是，由于经济政策不确定指数是时间序列数据，直接引入时间固定效应将引起多重共线性。为控制时期特征，本文以经济增长（ Eg ）、货币政策（ $\Delta M2$ ）及半年期效应（ $Semy$ ）对不随企业变化的时变宏观经济环境进行刻画。

进一步，为检验经济政策不确定性是否会通过固定资产收益率影响企业的资产组合配置决策，将净资产收益率视为被解释变量，以滞后一期经济政策不确定指数作为核心解释变量，构建如下计量模型：

$$Roe_{it} = \beta_0 + \beta_1 Epu_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Grow_{it} + \beta_5 Tobin_Q_{it} + \beta_6 Cfo_{it} + \delta_1 Eg_t + \delta_2 \Delta M2_t + \delta_3 Semy_t + \mu_i + \epsilon_{it}, \quad (2)$$

其中， Roe 代表净资产收益率。

随后，为检验经济政策不确定性是否会通过未来现金流不确定性影响企

业资产组合配置,以六期经营性现金流的滑动窗口标准差作为未来现金流不确定性的度量指标。基于此,将未来现金流不确定性视为被解释变量,以滞后一期经济政策不确定指数作为核心解释变量,构建如下计量模型:

$$Cfovar_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Epu_{i,t-1} + \gamma_2 Lev_{i,t-1} + \gamma_3 Size_{it} + \gamma_4 Grow_{it} + \gamma_5 Tobin_Q_{it} + \gamma_6 Cfo_{it} + \delta_1 Eg_t + \delta_2 \Delta M2_t + \delta_3 Semy_t + \mu_i + \varepsilon_{it}, \quad (3)$$

其中, $Cfovar$ 代表未来现金流不确定性。

在计量模型 (1) — (3) 中,参数 α_1 、 β_1 和 γ_1 是本文的关注重点所在,分别刻画了经济政策不确定性对企业资产组合配置、固定资产收益率和未来现金流不确定性的影响。结合研究假说 1—2,本文有如下预期:当被解释变量为固定资产投资 Fix_inv 时, α_1 显著为负;当被解释变量为金融资产投资 Fin_inv 时, α_1 显著为正。结合研究假说 3,本文有如下预期: β_1 显著为负且 γ_1 显著为正。

(二) 指标选取

为衡量中国经济政策的不确定性,与 Wang *et al.* (2014)、Gulen and Ion (2016)、李凤羽和 杨墨竹 (2015)、谭小芬和张文婧 (2017)、刘贯春等 (2019) 一致,本文试图采用 Baker *et al.* (2016) 构建的中国经济政策不确定性月度指数。考虑到本文采用的是半年期数据,利用月度数据的简单算术平均值除以 100 作为中国经济政策不确定性的度量指标。对于固定资产投资 Fix_inv ,借鉴 Gulen and Ion (2016)、张成思和张步昙 (2016)、刘贯春等 (2019) 的做法,采用固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金之和来表示,并用总资产进行标准化。对于金融资产投资 Fin_inv ,由于短期限和高风险的特征,金融资产交易较为频繁,传统的金融资产持有份额难以有效度量企业的金融资产投资行为。借鉴 Demir (2009)、张成思和张步昙 (2016)、刘贯春等 (2018) 的做法,本文采用投资收益、公允价值变动损益及其他综合收益之和作为金融渠道获利的度量指标,并用营业利润进行标准化。该指标刻画的是企业当期通过金融资产投资的获利情况,反映了在一定时期内企业利润的源泉构成,能够较为精确地披露企业投资行为的变化。由于存在营业利润为负值的情况,本文利用营业利润的绝对值对金融渠道获利进行标准化处理,具体方法为金融渠道获利减去营业利润的余额除以营业利润的绝对值。

对于固定资产收益率 Roe 和未来现金流不确定性 $Cfovar$,分别利用净利润与平均股东权益的占比、经营性现金流的六期滑动窗口标准差来表示。此外,在控制变量层面,指标度量方式依次为:① 杠杆率 Lev ,采用负债总额占总资产的比重来表示;② 企业规模 $Size$,采用企业总资产的自然对数来度量;③ 成长潜力 $Grow$,采用销售收入增长率来表示;④ 投资机会 $Tobin_Q$,采用托宾 Q 值来表示,即股票市值与债务总额之和占总资产的比例;⑤ 经营

性现金流 Cfo ，采用经营性现金流与总资产的占比来表示；⑥经济增长 Eg ，采用全国层面的真实 GDP 增长率来表示；⑦货币政策 $\Delta M2$ ，采用 M2 增速来表示。

（三）数据来源与描述性统计

考虑到 2007 年新会计准则的执行，本文选取 2007—2015 年中国非金融类（剔除银行、保险和房地产）A 股上市公司的半年期数据作为研究样本。企业原始数据来源于国泰安（CSMAR）数据库，而经济政策不确定指数来源于 Baker *et al.* (2016)。为保证足够长的样本期间，本文剔除 2010 年之后上市的公司，并剔除 ST 类上市公司，最终得到 30 338 个非平衡面板观测值。为消除异常值的影响，对所有企业变量进行 1% 水平的缩尾处理。表 1 汇报了各变量的描述性统计及核心变量之间的皮尔逊相关系数矩阵。

表 1 描述性统计及核心变量的相关系数矩阵

Panel A: 描述性统计					
变量	观测值	均值	最小值	最大值	标准差
Fix_inv	30 330	0.0402	0.0000	0.2191	0.0444
Fin_inv	30 338	-0.3391	-1.8711	8.2287	1.3883
Epu	30 338	1.4878	0.6802	2.4648	0.6048
Roe	30 338	0.0545	-0.4402	0.3674	0.0989
$Cfovar$	22 883	0.0512	0.0080	0.1574	0.0302
Lev	30 338	0.4966	0.0539	1.6792	0.2519
$Size$	30 338	21.9946	19.0778	27.2852	1.4404
$Grow$	27 356	0.4676	-0.8005	5.0627	1.0581
$Tobin_Q$	30 338	2.5129	0.9396	9.0860	1.6810
Cfo	30 338	0.0268	-0.1839	0.2592	0.0726
Eg	30 338	0.0861	0.0636	0.1361	0.0191
$\Delta M2$	30 338	0.1641	0.1180	0.2845	0.0446

Panel B: 核心变量的相关系数矩阵					
变量	Fix_inv	Fin_inv	Epu	Roe	$Cfovar$
Fix_inv	1.0000				
Fin_inv	-0.1051***	1.0000			
Epu	-0.0823***	0.0280***	1.0000		
Roe	0.1367***	-0.2996***	-0.0880***	1.0000	
$Cfovar$	-0.0954***	-0.0587***	0.0046	0.1128***	1.0000

注：*、**和***分别代表 10%、5%和 1%的显著性水平。下表同。

四、实证结果与分析

(一) 经济政策不确定性与企业资产组合配置

表2汇报了经济政策不确定性与企业固定资产投资的回归结果。全样本情形的估计结果显示,经济政策不确定性的回归系数显著为负,这说明经济政策不确定性的加剧整体上会抑制企业固定资产投资,与Gulen and Ion (2016)、李凤羽和杨墨竹(2015)、刘贯春等(2019)相一致。结合系数大小可知,经济政策不确定性每提高1个单位,企业固定资产投资将下降5.4%。与全样本估计结果一致的是,不同类型的企业的分样本估计结果同样发现,经济政策不确定性的回归系数显著为负。特别地,Wald统计量的检验结果表明,经济政策不确定性对企业固定资产投资的负回归系数在不同规模企业间存在显著差异,但在不同所有制企业间不存在明显区别。具体地,伴随着经济政策不确定性的提升,大规模企业的固定资产投资下降幅度要显著高于小规模企业,而国有企业和非国有企业间的调整幅度无显著差异。由此可见,经济政策不确定性对企业固定资产投资存在显著的抑制作用,研究假说1得到证实。

表2 经济政策不确定性与固定资产投资

变量	全样本	分样本: 所有制形式		分样本: 企业规模	
		国有企业	非国有企业	大规模企业	小规模企业
Epu	-0.0540*** (0.0031)	-0.0516*** (0.0039)	-0.0563*** (0.0049)	-0.0720*** (0.0055)	-0.0489*** (0.0040)
控制变量	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是
样本量	27 350	14 125	13 225	11 941	15 409
调整 R^2	0.2346	0.2450	0.2286	0.3050	0.2173

注: 括号内为稳健标准误。下表同。

表3汇报了经济政策不确定性与企业金融资产投资的回归结果。全样本情形的估计结果发现,经济政策不确定性的回归系数显著为正,这一结果说明经济政策不确定性的提升整体上会促进企业金融资产投资。结合系数大小可知,经济政策不确定性每提高1个单位,企业金融资产投资将上升1.25个单位。与全样本估计结果一致的是,不同类型的企业的分样本估计结果同样显示,经济政策不确定性的回归系数亦显著为正。特别地,Wald统计量的检验结果表明,经济政策不确定性对企业金融资产投资的正回归系数在不同规模

企业间存在明显区别，但在不同所有制企业间不存在显著差异。具体地，伴随着经济政策不确定性的提升，大规模企业的金融资产投资增长速度要显著高于小规模企业，而金融资产投资的调整幅度在国有企业和非国有企业间无显著差异。为此，经济政策不确定性对企业金融资产投资存在显著的促进作用，研究假说 2 得到验证。

表 3 经济政策不确定性与金融资产投资

变量	全样本	分样本：所有制形式		分样本：企业规模	
		国有企业	非国有企业	大规模企业	小规模企业
<i>Epu</i>	1.2538*** (0.1066)	1.0444*** (0.1490)	1.4830*** (0.1527)	1.6062*** (0.1861)	0.8982*** (0.1509)
控制变量	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是
样本量	27 356	14 125	13 231	11 941	15 415
调整 R^2	0.0451	0.0422	0.0520	0.0482	0.0376

(二) 机制检验：固定资产收益率和未来现金流不确定性的中介作用

结合前文理论分析可知，固定资产收益率和未来现金流不确定性是经济政策不确定性影响企业资产组合配置的两条潜在作用渠道。为探讨两者可以在多大程度上解释表 2、表 3 的研究发现，表 4、表 5 汇报了计量模型 (2) — (3) 的估计结果。

表 4 经济政策不确定性与固定资产收益率

变量	全样本	分样本：所有制形式		分样本：企业规模	
		国有企业	非国有企业	大规模企业	小规模企业
<i>Epu</i>	-0.1168*** (0.0091)	-0.1066*** (0.0120)	-0.1234*** (0.0142)	-0.1333*** (0.0144)	-0.1013*** (0.0131)
控制变量	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是
样本量	27 356	14 125	13 231	11 941	15 415
调整 R^2	0.1150	0.1436	0.0945	0.2266	0.0690

表 4 汇报了经济政策不确定性与固定资产收益率的回归结果。不难看出，无论是全样本情形还是不同类型的分样本情形，经济政策不确定性的回

归系数均显著为负。这一结果表明,伴随着经济政策不确定性的加剧,企业投资固定资产获得的收益率呈现下降趋势,究其原因可能在于项目失败率提高和市场需求下降使得企业绩效大幅下滑,研究假说 3 前半部分得到证实。特别地,尽管经济政策不确定性的回归系数绝对值在非国有企业(大规模企业)要大于国有企业(小规模企业),但这种差异未能通过 Wald 统计量的显著性检验,即经济政策不确定性与固定资产收益率的负相关关系在不同类型企业间不存在显著差异。

表 5 经济政策不确定性与未来现金流不确定性

变量	全样本	分样本:所有制形式		分样本:企业规模	
		国有企业	非国有企业	大规模企业	小规模企业
<i>Epu</i>	0.0338*** (0.0044)	0.0325*** (0.0061)	0.0336*** (0.0069)	0.0337*** (0.0079)	0.0212*** (0.0070)
控制变量	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是
样本量	21 958	10 981	10 977	10 206	11 752
调整 R^2	0.0362	0.0575	0.0261	0.0975	0.0103

表 5 汇报了经济政策不确定性与未来现金流不确定性的回归结果。显然,经济政策不确定性与未来现金流不确定性存在显著的正相关关系,且在全样本情形和不同类型的分样本情形均成立。这一结果说明,在经济政策不确定性加剧的宏观环境下,企业经营性现金流的稳定性受到冲击,从而使得未来现金流不确定性增加,研究假说 3 后半部分得到证实。特别地, Wald 统计量的检验结果发现,经济政策不确定性与未来现金流不确定性的正相关关系在非国有企业和国有企业间、大规模企业和小规模企业间不存在显著差异。

进一步,为确认固定资产收益率和未来现金流不确定性对企业资产配置确实存在显著影响,遵照中介效应的标准检验步骤(温忠麟等, 2004; 刘贯春, 2017),将计量模型(1)中的核心解释变量由经济政策不确定性指数替换为固定资产收益率和未来现金流不确定性,构建如下计量模型:

$$Inv_{it} = \eta_0 + \eta_1 Cfovar_{i,t-1} + \eta_2 Roe_{i,t-1} + \eta_3 Lev_{i,t-1} + \eta_4 Size_{it} + \eta_5 Grow_{it} + \eta_6 Tobin_Q_{it} + \eta_7 Cfo_{it} + \delta_1 Eg_{it} + \delta_2 \Delta M2_{it} + \delta_3 Semy_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}. \quad (4)$$

结合模型(2) — (3),未来现金流不确定性和固定资产收益率的中介效应依次为 $\gamma_1 \times \eta_1$ 和 $\beta_1 \times \eta_2$,对应的解释力分别为 $\gamma_1 \times \eta_1 / \alpha_1$ 和 $\beta_1 \times \eta_2 / \alpha_1$ 。

表 6 汇报了固定资产收益率、未来现金流不确定性与企业固定资产投资的回归结果。全样本情形的估计结果显示,固定资产收益率的回归系数显著为正,而未来现金流不确定性的回归系数显著为负。这些结果充分表明,固

定资产收益率越高，未来现金流不确定性越小，企业投资固定资产的动机越强。同时，不同类型企业的分样本估计结果发现，固定资产收益率和未来现金流不确定性影响企业固定资产投资的方向与全样本情形完全一致。不过，未来现金流不确定性对固定资产投资的负向作用在非国有企业和小规模企业未通过显著性检验。进一步，Wald 统计量的检验结果显示，固定资产收益率的正回归系数在不同类型企业间不存在显著差异，而未来现金流不确定性的负回归系数在不同类型企业间存在显著差异。具体而言，国有企业（大规模企业）固定资产投资对未来现金流不确定性的敏感性明显要强于非国有企业（小规模企业），但不同类型企业对固定资产收益率的敏感性无明显区别。

表 6 未来现金流不确定性、固定资产收益率与固定资产投资

变量	全样本	分样本：所有制形式		分样本：企业规模	
		国有企业	非国有企业	大规模企业	小规模企业
<i>Cfovar</i>	-0.0491*** (0.0180)	-0.0899*** (0.0256)	-0.0209 (0.0249)	-0.0694*** (0.0255)	-0.0186 (0.0264)
<i>Roe</i>	0.0176*** (0.0038)	0.0225*** (0.0052)	0.0130** (0.0054)	0.0187*** (0.0066)	0.0103** (0.0041)
控制变量	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是
样本量	20 111	10 094	10 017	9 634	10 477
调整 R^2	0.2593	0.2681	0.2570	0.3039	0.2476

表 7 汇报了固定资产收益率、未来现金流不确定性与企业金融资产投资的回归结果。全样本情形的估计结果显示，固定资产收益率的回归系数显著为负，而未来现金流不确定性的回归系数显著为正。这些结果说明，固定资产收益率越低，未来现金流不确定性越大，企业越倾向于投资金融资产。与全样本情形的估计结果相一致，不同类型企业的分样本估计结果同样发现，固定资产收益率对企业金融资产投资存在抑制作用，而未来现金流不确定性对企业金融资产投资存在促进作用。具体地，金融资产投资对固定资产收益率的敏感性在国有企业（大规模企业）要强于非国有企业（小规模企业），对未来现金流不确定性的敏感性在非国有企业（小规模企业）要强于国有企业（大规模企业）。然而，Wald 统计量的检验结果表明，固定资产收益率与企业金融资产投资的负相关关系在不同类型企业间无显著差异，未来现金流不确定性与企业金融资产投资的正相关关系亦是如此。

表7 未来现金流不确定性、固定资产收益率与金融资产投资

变量	全样本	分样本：所有制形式		分样本：企业规模	
		国有企业	非国有企业	大规模企业	小规模企业
<i>Cfovar</i>	1.4023** (0.6249)	1.3631** (0.5663)	1.4436* (0.8268)	1.3792** (0.5571)	1.4255* (0.7872)
<i>Roe</i>	-1.4169*** (0.1534)	-1.6110*** (0.2480)	-1.2145*** (0.1888)	-1.5798*** (0.3156)	-1.1751*** (0.1798)
控制变量	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是
样本量	20 112	10 094	10 018	9 634	10 478
调整 R^2	0.0575	0.0563	0.0604	0.0599	0.0509

由表4至表7的回归结果可知,固定资产收益率和未来现金流不确定性是经济政策不确定性影响企业资产组合配置的两条作用机制。依据全样本的回归系数可得,经济政策不确定性通过提升未来现金流不确定性对企业固定资产投资的抑制效应为 -0.0017 (0.0338×-0.0491),对企业金融资产投资的促进效应为 0.0474 (0.0338×1.4023)。同时,经济政策不确定性通过降低固定资产收益率对企业固定资产投资的抑制效应为 -0.0021 (-0.1168×0.0176),对企业金融资产投资的促进效应为 0.1655 (-0.1168×-1.4169)。为此,通过固定资产收益率和未来现金流不确定性两条途径,经济政策不确定性对企业固定资产投资和金融资产投资的加总效应分别为 -0.0038 和 0.2129 。考虑到经济政策不确定性对企业固定资产投资和金融资产投资的综合效应分别为 -0.0540 和 1.2538 (见表2至表3),固定资产收益率和未来现金流不确定性两条作用渠道的加总解释力依次为 6.88% 和 16.98% ,且未来现金流不确定性的解释力(3.07% 、 3.78%)要弱于固定资产收益率(3.81% 、 13.20%)。可见,关于经济政策不确定性与企业资产组合配置的关系,固定资产收益率和未来现金流不确定性这两条作用机制并未占据主导地位,还需要从其他方面开展进一步阐释。

(三) 稳健性测试

为对上述结论的稳健性进行确认,本文主要从核心指标的度量方式、模型内生性问题及控制宏观经济波动三个维度进行了测试。无论采用何种稳健性检验方式,计量结果依旧支持上述结论。¹

¹ 限于篇幅,稳健性测试的估计结果未汇报,如有需要可向作者索取。

1. 核心指标的度量方式

第一，由于 Baker *et al.* (2016) 提供的是月度数据，那么中国经济政策不确定指数的构建方式是否会影响研究结论？借鉴 Gulen and Ion (2016)、王红建等 (2014)、李凤羽和杨墨竹 (2015)、李凤羽和史永东 (2016) 的做法，本文还采用另外两种构建方式：一是将半年期最后一个月份的中国经济政策不确定性指数作为一种新的度量指标；二是利用半年期内各月的加权平均值作为中国经济政策不确定性指数的另一种新度量，期初到期末各月的权重分别赋值 1/21、2/21、3/21、4/21、5/21 和 6/21。

第二，关于固定资产收益率的度量，净资产收益率同时包含了固定资产投资和金融资产投资，需要将金融渠道获利剔除以构建更加精确的度量指标。遵照 Demir (2009)、张成思和张步昙 (2016)、刘贯春等 (2018) 对金融渠道获利的界定，将息税前利润减去投资收益、公允价值变动损益及其他综合收益之和的余额作为分子，以固定资产净额、无形资产净额和运营成本之和作为分母，从而构建固定资产收益率的一种新指标。特别地，考虑到上市公司对联营和合营企业的投资活动，对联营和合营企业的投资收益是否隶属于金融资产投资的界定模糊不清，有必要将对联营和合营企业的投资收益从金融渠道获利中剔除，从而构建固定资产收益率的另一种度量指标。为标记方便，定义未剔除联营和合营企业的金融渠道获利为广义口径，而剔除联营和合营企业的金融渠道获利为狭义口径。类似地，考虑到上市公司对联营和合营企业的投资活动，仿照张成思和张步昙 (2016)、刘贯春等 (2018) 的做法，将对联营和合营企业的投资收益从金融渠道获利剔除，得到狭义金融渠道获利，进而构建金融资产投资的新度量指标。

2. 模型内生性问题

第一，考虑到企业投资决策存在连续性，一般需要在多期内完成，静态投资模型可能存在设定形式不当的问题，模型内生性问题不可避免。为此，将因变量的滞后一期引入回归方程，从而构建托宾 Q 动态投资模型。进一步，除了传统 OLS 估计外，遵照张成思和张步昙 (2016)、刘贯春等 (2018) 的做法，将所有企业财务指标视为内生变量，包括杠杆率 *Lev*、经营性现金流 *Cfo* 和成长潜力 *Grow*，进而利用这些变量的滞后 2—3 期进行动态 GMM 估计。

第二，尽管经济政策不确定性对于微观企业而言是外生的，但政府部门亦可能通过观察微观企业的资产组合配置行为来调整财政政策、货币政策等宏观经济政策，双向因果关系的存在使得模型内生性问题不可避免。比如，为抑制固定资产投资率的下降，政策制定者会增加政府消费、降低贷款利率等，这在一定程度上造成了宏观经济政策的不确定性。进一步，由于宏观经济环境复杂多变，“宏观经济变量十半年期效应”的模型设定形式通常难以实现完全控制，遗漏重要变量问题很可能存在，进而导致模型存在内生性问题。遵照 Gulen and Ion (2016)、刘贯春等 (2019) 的思路并考虑到中美货币政策

的联动性,本文尝试利用美国经济政策不确定指数作为中国经济政策不确定性的工具变量,从而利用2SLS方法进行参数估计。

3. 控制宏观经济波动

考虑到经济政策调整通常是逆周期的(Bloom, 2009; Kim and Kung, 2017),宏观经济波动与经济政策不确定性紧密相关。一般而言,经济本身的不确定性增加时,政府部门通常会通过经济政策来进行调整,尤其是以行政干预为主导的中国,从而带来经济政策不确定性(纪洋等, 2018)。此时,一个自然而然的疑问是:在控制经济本身的不确定性后,经济政策不确定性的显著影响是否依旧存在?基于此,以GDP增长率的六期滑动窗口标准差作为宏观经济波动的度量指标,并将其引入计量模型。

五、进一步讨论:经济政策不确定性与实体企业“金融化”

结合上述估计结果可知,关于经济政策不确定性与企业资产组合配置的关系,固定资产收益率和未来现金流不确定性是两条潜在的作用渠道,并得到系列稳健性测试的证据支持。然而,两者的解释力相当有限,即实物期权理论和资源配置理论并不能提供有效解释,理应还需要其他理论或机制来解释这一问题。同时,按照Almeida *et al.* (2004)、Han and Qiu (2007)、李凤羽和史永东(2016)的做法,以所有制形式和企业规模作为融资约束划分依据的分样本估计结果发现,尽管整体上经济政策不确定性与企业资产组合配置的关系与全样本估计基本一致,但在国有企业和非国有企业间不存在显著差异,而对大规模企业的影响要强于小规模企业。这些结果与李凤羽和杨墨竹(2015)不完全一致,未能证实融资约束理论。究其原因在于,在面对外来冲击时,不同融资约束企业的融资策略(现金持有和债务发行)调整亦存在显著差异,如Almeida *et al.* (2004)、李凤羽和史永东(2016),难以直接从投资行为变化来证实融资约束理论。

(一) 企业资产可逆程度的重要性

实物期权理论表明,资产不可逆程度越高,企业选择在未来时期投资的“等待”价值越大,从而使得经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用越强(Bernanke, 1983; Dixit and Pindyck, 1994; Wang *et al.*, 2014; Kim and Kung, 2017; 李凤羽和杨墨竹, 2015; 谭小芬和张文婧, 2017; 刘贯春等, 2019)。那么,除了未来现金流不确定性和固定资产收益率外,资产可逆程度是否为经济政策不确定性影响企业资产组合配置的重要渠道呢?为对这一潜在作用机制进行检验,遵照Gulen and Ion (2016)、谭小芬和张文婧(2017)的做法,利用固定资产净额占总资产的比例作为企业资产可逆程度Tag的代理变量,数值越大说明企业资产的不可逆程度越高。进一步,以样

本均值 0.2441 作为划分依据，将全样本均等划分为可逆度低和可逆度高两组，并用 0—1 虚拟变量 *Dummy3* 来表示组别因素。

对于资产可逆程度不同的企业而言，表 8 汇报了经济政策不确定性与企业资产组合配置的异质性回归结果。整体来看，即便是在控制企业资产可逆程度后，经济政策不确定性对企业固定资产投资的影响依旧显著为负，且对企业金融资产投资的影响依旧显著为正。进一步，分样本及交互项形式的估计结果显示，经济政策不确定性对企业资产组合配置的上述影响在资产可逆程度不同的企业均成立，但在资产可逆程度低的企业更为凸显（金融资产投资层面的系数差异未能通过 Wald 统计量的显著性检验）。据此可以推断，企业的资产可逆程度确实有助于理解经济政策不确定性对不同类型的企业的异质性影响。然而，结合回归系数可知，资产可逆性并不能在很大程度上解释经济政策不确定性的影响。具体而言，在固定资产投资方程的解释力为 28.68% (0.0150/0.0523)，而在金融资产投资方程的解释力为 4.56% (0.0568/1.2459)，可见这一作用机制在经济政策不确定性与企业资产组合配置决策的关系中亦不占据主导地位。

（二）未来现金流不确定性与固定资产收益率的中介效应再检验

在利用计量模型（2）—（4）对未来现金流不确定性与固定资产收益率的中介效应进行检验时，忽略了经济政策不确定性对企业资产组合配置的直接影响，即未将直接效应和中介效应纳入统一分析框架。为排除这一因素的潜在干扰，遵照温忠麟等（2004）、刘贯春（2017）的做法，将经济政策不确定性与未来现金流不确定性、固定资产收益率同时纳入式（1），对两者是否为完全中介变量进行检验，构建如下计量模型：

$$\begin{aligned} Inv_{it} = & \phi_0 + \phi_1 Epu_{i,t-1} + \phi_2 Cfovar_{i,t-1} + \phi_3 Roe_{i,t-1} + \phi_4 Lev_{i,t-1} + \phi_5 Size_{it} \\ & + \phi_6 Grow_{it} + \phi_7 Tobin_Q_{it} + \phi_8 Cfo_{it} + \delta_1 Eg_t + \delta_2 \Delta M2_t + \delta_3 Semy_t \\ & + \mu_i + \epsilon_{it}, \end{aligned} \quad (5)$$

其中， ϕ_1 刻画了经济政策不确定性对企业资产组合配置的直接影响。当 ϕ_1 通过显著性检验时，说明未来现金流不确定性和固定资产收益率是部分中介变量，中介效应依次为 $\gamma_1 \times \phi_2$ 和 $\beta_1 \times \phi_3$ 。

表 9 汇报了计量模型（5）的估计结果。容易看出，即便是纳入未来现金流不确定性和固定资产收益率，经济政策不确定性在固定（金融）资产投资方程的回归系数依旧显著为负（正）。这些结果充分表明，未来现金流不确定性和固定资产收益率是部分中介变量，经济政策不确定性对企业资产组合配置存在显著的直接效应，抑或是通过其他渠道产生重要影响。进一步，结合同时控制未来现金流不确定性和固定资产收益率的回归系数大小可知，未来现金流不确定性对企业固定资产投资和金融资产投资的中介效应分别为 -0.0017 (0.0338×-0.0517) 和 0.0488 (0.0338×1.4451)，固定资产收益

表8 经济政策不确定性与资产配置：资产可逆程度的重要性

变量	因变量：固定资产投资 <i>Fix_inv</i>			因变量：金融资产投资 <i>Fin_inv</i>		
	全样本	可逆度低	可逆度高	全样本	可逆度低	可逆度高
<i>Epu</i>	-0.0568*** (0.0032)	-0.0720*** (0.0051)	-0.0305*** (0.0032)	1.2632*** (0.1066)	1.2556*** (0.1533)	1.2300*** (0.1627)
<i>Tag</i>	-0.0971*** (0.0060)	-0.1326*** (0.0070)	-0.0793*** (0.0095)	0.3239** (0.1444)	-0.0279 (0.1783)	1.0098*** (0.2887)
<i>Epu</i> × <i>Dummy3</i>	-0.0150*** (0.0021)			0.0568 (0.0749)		
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是	是
样本量	27 350	11 931	15 419	27 356	11 931	15 425
调整 R^2	0.2735	0.2751	0.2007	0.0455	0.0455	0.0399

注：*Dummy3*代表企业资产不可逆程度的0—1虚拟变量，1和0分别代表可逆度低和高的一组别。

率对企业固定资产投资和金融资产投资的中介效应分别为 -0.0021 (0.0176×-0.1168) 和 0.1655 (-1.4166×-0.1168)，这两条作用渠道的加总中介效应远小于经济政策不确定性对企业资产组合配置的直接效应 -0.0193 和 3.3425 。换言之，在经济政策不确定性影响企业资产组合配置的作用渠道中，未来现金流不确定性和固定资产收益率所扮演的角色并不强，更多是通过直接效应。

表 9 未来现金流不确定性与固定资产收益率的中介效应检验

变量	因变量：固定资产投资 <i>Fix_inv</i>			因变量：金融资产投资 <i>Fin_inv</i>		
	方程 (1)	方程 (2)	方程 (3)	方程 (4)	方程 (5)	方程 (6)
<i>Epu</i>	-0.0165^{***} (0.0046)	-0.0523^{***} (0.0031)	-0.0193^{***} (0.0045)	3.5665^{***} (0.1994)	1.1164^{***} (0.1047)	3.3425^{***} (0.1989)
<i>Cfovar</i>	-0.0551^{***} (0.0185)		-0.0517^{***} (0.0185)	1.7148^{***} (0.6424)		1.4451^{**} (0.6292)
<i>Roe</i>		0.0205^{***} (0.0032)	0.0176^{***} (0.0038)		-1.5814^{***} (0.1302)	-1.4166^{***} (0.1534)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是	是
半年期效应	是	是	是	是	是	是
样本量	20 111	27 350	20 111	20 112	27 356	20 112
调整 R^2	0.2578	0.2366	0.2593	0.0496	0.0560	0.0575

(三) 直接效应的可能解释：流动性管理与治理结构转变

经济政策不确定性为何会对企业资产组合配置产生如此巨大的直接影响？本文认为根源可能在于：伴随着经济政策不确定性上升，企业的流动性需求增加，且公司治理结构转变带来的短视行为在强化。一方面，金融资产投资的短期限特征使得资金能够及时回收，而固定资产投资具有较高的调整成本，且通常需要多期完成，即经济政策不确定性使得企业更加注重资产可转换性。考虑到经济政策不确定性形成的根本原因在于经济不景气引致的宏观政策频繁调控，企业陷入财务困境的风险在上升，资产流动性成为企业生存和发展的最重要因素（刘博研和韩立岩，2010）。较于固定资产投资而言，金融资产投资的回收期限较短，通过投资金融资产有助于提升企业流动性，从而维持良好的流动能力。

另一方面，作为现代公司治理的核心目标之一，股东价值最大化的经营目标约束迫使企业放弃长期经营战略，而是转向对短期财务利润的追求（谢家智等，2014a）。换言之，公司治理结构的重大转变使得传统“规模最大化”模式转向“利润最大化”模式，尤其是机构投资者的加入使得企业股票回购

的概率大幅增加,从而迫使企业更加注重短期利润,即“短期主义者”(Orhangazi, 2008; 陈国进等, 2010)。与此同时,伴随着股权激励管理办法的执行,管理者薪酬与长期绩效脱钩,而与短期股票价格波动建立更加紧密的联系,股票期权使得管理者通过金融资产投资以哄抬股价的内在动机增强(谢家智等, 2014b)。

基于此,在经济政策不确定性加剧的情况下,企业将更加偏好流动性强和能够带来短期利润的金融资产投资而非固定资产投资,以保持良好流动能力和确保财富的稳定增长。回顾表3、表4的分样本估计结果可知,经济政策不确定性对企业资产组合配置的影响在不同所有制企业间不存在显著差异,但在大规模企业的效应要明显大于小规模企业。²究其原因在于,面对经济政策不确定性的快速上升,流动性需求增加和治理结构转变促使大规模企业主动放弃更多无效率投资,转向投资短期限的金融资产,从而使得长期限的固定资产投资下降幅度较于小规模企业更大。然而,尽管国有企业的整体规模要大于非国有企业,但由于其社会稳定器(就业容量和投资拉动)的职能使得治理结构难以自由转换,企业资产组合配置决策并不能自主决定,从而导致经济政策不确定性的回归系数差异在不同所有制企业间未通过显著性检验。

另外,2006年中国证券监督管理委员会发布了《上市公司证券发行管理办法》,使得现阶段中国的股利支付属于“半强制性分红政策”。具体而言,要求公开发行证券的上市公司应符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十,对打算再融资上市公司的分红比例进行了强制规定。在这一政策的作用下,企业对短期利润的需求增加,投资短期金融资产的内在动力加强。正是由于上述制度变迁和政策调整,为应对经济政策不确定性,非金融类企业的投资决策将更多服从资产流动性要求,由短期内难以转换的固定资产投资转向短期内可快速转换的金融资产投资,进而获取短期收益以进行股票分红并推升股票价格。

结合上述分析可知,经济政策不确定性对企业资产组合配置的作用机制可以归结为图1。为应对经济政策不确定性,企业倾向于投资可转换性强的短期限金融资产而非长期限且调整成本高的固定资产投资,进而加剧微观企业“脱实向虚”现象的形成。在作用机制层面,诚如实物期权理论和资源配置理论所言,未来现金流不确定性和固定资产收益率是两条潜在的作用渠道,但两者解释能力相当有限。事实上,经济政策不确定性对企业资产组合配置的影响可能更多是通过改变企业流动性需求,并强化公司治理结构转变带来的影响,从而产生直接效应。

² 分组描述性统计结果显示,大规模和小规模企业的样本均值分别为23.2613和21.0316(差值为2.2297),国有企业和非国有企业的样本均值分别为22.4697和21.4854(差值为0.9843),且上述差异均通过Wald统计量的显著性检验。

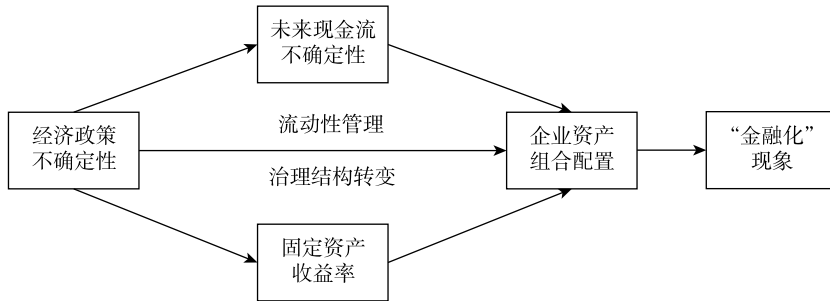


图 1 经济政策不确定性影响企业资产组合配置的作用机制

需要特别说明的是，彭俞超等（2018）利用金融资产持有份额（金融资产持有规模/企业总资产）作为金融资产配置的度量指标，结果发现经济政策不确定性并未促使企业“金融化”，反而表现为显著的抑制作用，与本文研究结论恰好相反。究其原因可能在于，金融资产投资的指标构建存在显著差异。不同于上述研究，考虑到金融资产配置的短期限特征，本文认为从利润份额角度对企业“金融化”行为进行测度更为合理，并采用金融渠道获利占比对企业盈利模式依赖于金融资产投资的程度进行刻画。事实上，刘贯春等（2018）强调，金融资产持有份额刻画的更多是预防性储蓄动机，而金融渠道获利刻画的更多是替代性动机，两者刻画的内涵存在显著差异。当然，金融资产可以划分为两大类，依次是以现金为代表的流动性资产和投资性金融资产，两者的动机可能不同。不过，Duchin *et al.*（2017）利用美国上市公司数据发现，风险类金融资产同样具有预防性储蓄的功能。

六、研究结论

本文利用 2007—2015 年中国非金融类 A 股上市公司的半年期数据，实证考察了经济政策不确定性如何影响企业的资产组合配置决策，并试图理解微观企业“脱实向虚”现象背后的内在逻辑。结果显示，经济政策不确定性显著抑制固定资产投资且显著促进金融资产投资，从而加剧微观企业的“脱实向虚”现象。同时，上述效应在国有企业和非国有企业间不存在显著差异，但在大规模企业的作用要明显强于小规模企业。随后的中介效应检验发现，虽然未来现金流不确定性和固定资产收益率的中介效应显著存在，但是两者的解释力均有限，而经济政策不确定性对企业资产组合配置的直接效应占据主导地位。为理解直接效应的作用机制，本文从流动性管理和治理结构转变两个纬度进行解读。具体而言，伴随着经济政策不确定性的上升，企业陷入财务困境的可能性增加，对流动性管理的需求增加，倾向于投资可逆性较高的金融资产。同时，考虑到公司治理结构由“规模最大化”转向“利润最大化”，企业更加偏好可逆性强且能带来短期利润的金融资产投资而非长期限且

调整成本高的固定资产投资。

结合理论分析和研究结论,本文提出如下政策建议:第一,保持宏观经济政策的透明度、稳定性和一致性,有助于促使社会个体形成良好的预期,增强企业实体投资的信心,进而避免过度“金融化”带来的去工业化和产业空心化;第二,经济政策不确定性对不同类型企业的资产组合配置存在异质性影响,尤其是大规模企业的敏感性更为凸显,在理解经济政策不确定性对微观企业“脱实向虚”现象的作用时需要特别关注;第三,关于经济政策不确定性与企业投资策略调整的关系,实物期权理论和资源配置理论的解释能力较为有限,需要寻找其他可能的潜在渠道来解释并进行定量分析。需要特别说明的是,限于数据可获得性和指标构建难度,本文并未验证经济政策不确定性背景下流动性需求增加和治理结构转变对于理解中国非金融类上市公司“脱实向虚”现象加剧的重要性,这将是未来研究工作的重点所在。

参考文献

- [1] Almeida, H., M. Campello, and M. Weisbach, “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, *Journal of Finance*, 2004, 59 (4), 1777-1804.
- [2] Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131 (4), 1593-1636.
- [3] Bernanke, B. S., “Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, 1983, 98 (1), 85-106.
- [4] Bloom, N., “The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica*, 2009, 77 (3), 623-685.
- [5] Bloom, N., S. Bond, and J. V. Reenen, “Uncertainty and Investment Dynamics”, *Review of Economic Studies*, 2007, 74 (2), 391-415.
- [6] Bradley, D., C. Pantzalis, and X. Yuan, “Policy Risk, Corporate Political Strategies, and the Cost of Debt”, *Journal of Corporate Finance*, 2016, 40 (3), 254-275.
- [7] Byrne, J., and E. P. Davis, “Permanent and Temporary Inflation Uncertainty and Investment in the United States”, *Economics Letters*, 2004, 85 (2), 271-277.
- [8] 才国伟、吴华强、徐信忠,“政策不确定性对企业投融资行为的影响研究”,《金融研究》,2018年第3期,第89—104页。
- [9] 陈国进、张贻军、刘淳,“机构投资者是股市暴涨暴跌的助推器吗?——来自上海A股市场的经验证据”,《金融研究》,2010年第11期,第45—59页。
- [10] 陈国进、张润泽、赵向琴,“政策不确定性、消费行为与股票资产定价”,《世界经济》,2017年第1期,第116—141页。
- [11] Christiano, L. J., R. Motto, and M. Rostagno, “Risk Shocks”, *American Economic Review*, 2013, 104 (1), 27-65.
- [12] Demir, F., “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”, *Journal of Development Economics*, 2009, 88 (2), 314-324.
- [13] Dixit, A. K., and R. S. Pindyck, *Investment and Uncertainty*. Princeton: Princeton University Press, 1994.
- [14] Duchin, R., T. Gilbert, J. Harford, and C. Hrdlicka, “Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash”, *Journal of Finance*, 2017, 72 (2), 793-852.

- [15] Fernandez-Villaverde, J., P. Guerron-Quintana, K. Kuester, and J. Rubio-Ramirez, "Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity", *American Economic Review*, 2015, 105 (11), 3352-3384.
- [16] Gilchrist, S., J. Sim, and E. Zakrajsek, "Uncertainty, Financial Frictions and Investment Dynamics", NBER Working Paper No. 20038, 2014.
- [17] Greenwald, B. C., and J. E. Stiglitz, "Macroeconomic Models with Equity and Credit Rationing", in *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, 1990, 15-42.
- [18] Gulen, H., and M. Ion, "Policy Uncertainty and Corporate Investment", *Review of Financial Studies*, 2016, 29 (3), 523-564.
- [19] Han, S., and J. Qiu, "Corporate Precautionary Cash Holding", *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13 (1), 43-57.
- [20] Hassett, K. A., and G. E. Metcalf, "Investment with Uncertain Tax Policy: Does Random Tax Policy Discourage Investment", *Economic Journal*, 1999, 109 (457), 372-393.
- [21] 纪洋、王旭、谭语嫣、黄益平, "经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化", 《经济学》(季刊), 2018 年第 17 卷第 2 期, 第 449—470 页。
- [22] Kang, W., K. Lee, and R. A. Ratti, "Economic Policy Uncertainty and Firm-level Investment", *Journal of Macroeconomics*, 2014, 39 (3), 42-53.
- [23] Kim, H., and H. Kung, "The Asset Redeployability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment", *Review of Financial Studies*, 2017, 30 (1), 245-280.
- [24] Klein, A., and C. A. Marquardt, "Fundamentals of Accounting Losses", *Accounting Review*, 2006, 81 (1), 179-206.
- [25] 李凤羽、史永东, "经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定性指数的实证研究", 《管理科学学报》, 2016 年第 6 期, 第 157—170 页。
- [26] 李凤羽、杨墨竹, "经济政策不确定性会抑制企业投资吗? ——基于中国经济政策不确定性指数的实证研究", 《金融研究》, 2015 年第 4 期, 第 115—129 页。
- [27] 刘博研、韩立岩, "公司治理、不确定性与流动性管理", 《世界经济》, 2010 年第 2 期, 第 141—160 页。
- [28] 刘贯春, "金融结构影响城乡收入差距的传导机制——基于经济增长和城市化双重视角的研究", 《财贸经济》, 2017 年第 6 期, 第 98—114 页。
- [29] 刘贯春、段玉柱、刘媛媛, "经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资", 《经济研究》, 2019 年第 8 期, 第 53—70 页。
- [30] 刘贯春、张军、刘媛媛, "金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率", 《世界经济》, 2018 年第 1 期, 第 148—173 页。
- [31] Orhangazi, Ö., "Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003", *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32 (6), 863-886.
- [32] Pastor, L., and P. Veronesi, "Political Uncertainty and Risk Premia", *Journal of Financial Economics*, 2013, 110 (3), 520-545.
- [33] 彭俞超、韩珣、李建军, "经济政策不确定性与企业金融化", 《中国工业经济》, 2018 年第 1 期, 第 137—155 页。
- [34] Rodrik, D., "Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries", *Journal of Development Economics*, 1989, 36 (2), 229-242.
- [35] 谭小芬、张文婧, "经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析", 《世界经济》, 2017 年第 12 期, 第 3—26 页。
- [36] Tornell, A., "Real vs. Financial Investment: Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distor-

- tion”, *Journal of Development Economics*, 1990, 32 (2), 419-444.
- [37] 王红建、李青原、邢斐, “经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值”, 《金融研究》, 2014年第9期, 第53—68页。
- [38] Wang, Y., C. R. Chen, and Y. S. Huang, “Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, 26 (3), 227-243.
- [39] 温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云, “中介效应检验程序及其应用”, 《心理学报》, 2004年第5期, 第614—620页。
- [40] 谢家智、江源、王文涛, “什么驱动了制造业金融化投资行为——基于A股上市公司的经验证据”, 《湖南大学学报(社会科学版)》, 2014a年第4期, 第23—29页。
- [41] 谢家智、王文涛、江源, “制造业金融化、政府控制与技术创新”, 《经济学动态》, 2014b年第11期, 第78—88页。
- [42] 张成思、张步昙, “中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角”, 《经济研究》, 2016年第12期, 第32—46页。

Economic Policy Uncertainty and Investment Portfolio Choice of Chinese Listed Companies

—Further Discussion on the Financialization of Real Economy

GUANCHUN LIU

(*Sun Yat-sen University*)

YUANYUAN LIU*

(*Guangdong University of Foreign Studies*)

JUN ZHANG

(*Fudan University*)

Abstract To understand the “real-to-virtual” phenomenon in China, we explore how economic policy uncertainty affects firm’s portfolio choice. Using the semi-annual data of non-financial listed companies over 2007—2015, we find that economic policy uncertainty impedes fixed investment and promotes financial assets investment. Specifically, although the volatility of future cash flow increases and the return rate of fixed investment decreases, they perform limited power to explain the significant effects of economic policy uncertainty on firm’s portfolio choice. Our findings also argue that liquidity management and governance structure transformation may be conducive to recognize the financialization of real economy.

Key Words economic policy uncertainty, investment portfolio choice, financialization

JEL Classification E22, G21, G31

* Corresponding Author: Yuanyuan Liu, School of Finance, Guangdong University of Foreign Studies, Waihuan East Road No. 178, Panyu District, Guangzhou, Guangdong, 510006, China; Tel: 86-20-37105380; E-mail: liuyuanyuan123@126.com.