

经济政策不确定性与企业债务期限结构¹

叶永卫² 李佳轩³ 陶云清⁴

摘 要 基于信贷供应方视角,本文系统考察了经济政策不确定性对中国企业债务期限结构的影响。利用中国沪深A股上市企业的面板数据研究发现,伴随着经济政策不确定性上升,企业的债务期限结构呈现出短化趋势,并且这一效应在信息不对称严重的企业中更为突出。作用机制检验发现,对于财务风险较大以及无政府隐性担保的企业,金融机构提供长期负债的意愿较小,从而经济政策不确定性对企业债务期限结构短化的加剧作用更强,这表明金融机构对短期债务的供给偏好是经济政策不确定性导致企业债务期限结构短化的核心作用机制。进一步地,本文还发现经济政策不确定性引致的债务期限结构短化会造成企业长期资金出现缺口,加剧企业的投融资期限错配现象。本文的研究揭示了现阶段中国企业债务期限结构变动的背后逻辑,对于科学制定和有效实施“稳金融”政策具有一定现实意义。

关键词 经济政策不确定性;债务期限结构;信息不对称

0 引言

近年来,中国经济政策不确定性指数一直居高不下,特别是在中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等外部因素的冲击下,更是呈现出急剧上升的态势。与此同时,企业的资产负债率快速下降(官汝凯等,2019),债务期限结构也呈现向下调整的趋势。以中国非金融类上市企业为例,企业的资产负债率由2010年的52%降至2019年的42%,同时短期债务占比呈现上升趋势,到2019年这一比例上升至80%左右。据此,部分学者对两者的联系进行了关注。官汝凯等(2019)

¹ 本文得到国家社会科学基金重点项目“新发展格局构建中的金融资源有效配置机制研究”(21AJY011)的资助。

² 叶永卫,上海财经大学公共经济与管理学院博士研究生,E-mail:yeyongweivip@163.com。

³ 李佳轩(通讯作者),华中科技大学管理学院博士研究生,E-mail:13673609282@163.com。

⁴ 陶云清,北京大学国家发展研究院、数字金融中心博士后,E-mail:taoyunqingzuel@126.com。

认为经济政策不确定性一方面减少了企业的信贷融资需求,另一方面则削弱了金融机构的信贷供给意愿,最终致使企业的资产负债率大幅下降,即企业资产负债率大幅下降是信贷供求两端共同作用的结果。而才国伟等(2018)则从信贷供给方的视角讨论了企业资产负债率下降的原因,认为政策不确定性引致的融资成本提高才是企业资产负债率下降的根源。尽管上述文献深入分析了经济政策不确定性对企业整体负债率的影响,但对于经济政策不确定性是否会导致企业债务期限结构短化及其背后的作用逻辑是什么,上述文献鲜有讨论。进一步地,结合当前中国企业投融资期限错配加剧的背景(刘晓光和刘元春,2019),企业的债务期限结构变动是否与其投融资期限错配存在关联?上述文献也并未作出回答。而厘清这些问题不仅有助于理解企业债务期限结构变动的背后逻辑,而且对于相关部门如何科学制定“稳金融”政策也具有重要的启示意义。基于此,本文试图从经济政策不确定性影响金融机构信贷决策的视角来考察现阶段中国企业债务期限结构变动的背后原因。

传统的企业资本结构理论认为,企业会通过计算税收优惠、信贷融资成本、定价错误以及债务的监督激励效应,来确定其偏好的债务比率(Modigliani and Miller, 1958; Graham, 1996; Guedes and Opler, 1996)。例如, Jensen and Meckling (1976)、Kahl et al. (2015)认为短期债务一方面因其利率较低而有助于企业节约融资成本,另一方面由于融资再谈判的存在还能发挥监督治理作用,所以出于节约成本或加强公司治理的目的,企业会自主选择更多的短期债务。然而,近年来有关金融危机的相关研究表明,除了自主需求因素之外,信贷供应方的冲击也是企业债务期限结构变动的重要影响因素(Campello et al., 2010; Carvalho et al., 2015; Shikimi, 2020)。由此,不少学者开始从信贷供应方视角探究企业债务期限结构变动的原因。如 Fan et al. (2012)指出,在发展相对滞后的金融体系中,法律体系不完备、产权保护不足等制度因素会影响金融机构的信息揭示能力,导致金融机构面临着严重的信息不对称,因而出于谨慎原则金融机构往往更倾向于提供短期债务。概言之,研究企业债务期限结构决定因素的文献大致可归为两类:第一类文献认为债务期限结构是企业自主选择结果的反映,第二类文献则认为企业的债务期限结构更多的是供应方信贷调整结果的体现。然而,中国的金融市场长期处于金融抑制状况,信贷融资市场由“卖方”主导已是不争的客观现实(钟凯等, 2016; 白云霞等, 2016)。例如,钟凯等(2016)指出,受制于金融管制、信息不对称等原因,金融机构出于风险控制考虑,长期信贷意愿普遍较低,这迫使企业不得不以短期信贷支持长期投资。因此,从信贷供应方视角入手探究中国企业债务期限结构变动的背后原因理应更为合理。

结合上述客观现实,本文认为经济政策不确定性可能会通过影响金融机构

的信贷决策,进而促使企业债务期限结构短化。首先,从事前的信息搜索成本来看,经济政策不确定性不仅会对分析师的信息揭示能力带来负面影响,而且还会促使企业在财务报表中使用更加含糊其辞的表达,降低企业信息披露的质量(Boone et al., 2017; Jiang et al., 2019; 顾海峰和于家珺, 2019),这会导致金融机构信贷审批过程中的信息搜索难度加大。相对于短期融资项目而言,长期融资项目由于资金回收周期较长,更易滋生由信息不对称引致的逆向选择,金融机构对长期贷款的审查周期将更长,即长期融资项目将面临更高的信息搜索成本。因此,信息搜索成本相对较低的短期债务理应得到较多的配置。其次,从事后的违约风险控制视角来看,经济政策不确定性导致产品需求不确定性升高,一定程度上降低了企业的盈利能力(Bachmann et al., 2013),经营状况的恶化导致企业发生信贷违约的可能性加大。因此,出于对信贷违约风险的控制,金融机构更偏好于提供短期信贷资金,因为短期债务合约的再谈判可以对企业形成有效的监督和审查(Rajan, 1992; Rajan and Zingales, 1995; 戴静等, 2020),定期对企业的还款能力做出有效评估。

基于上述理论分析,本文将 Baker et al. (2016)构建的中国经济政策不确定性指数与中国上市企业的财务数据相匹配,对经济政策不确定性与企业债务期限结构之间的关系展开了一系列的实证检验,并从多个维度验证了经济政策不确定性背景下企业债务期限结构变动更多是信贷供给方意愿的体现。随后,本文对经济政策不确定性与企业债务期限结构之间的关系进行了异质性分析。再次,从多个维度对基准回归结果进行了稳健性测试。特别地,本文还对经济政策不确定性背景下债务期限结构与企业投融资期限错配之间的关系进行了讨论。整体而言,研究发现:第一,伴随着经济政策不确定性的上升,企业的债务期限结构呈现短化趋势,并且这一效应在信息不对称严重的企业中更为凸显。第二,金融机构对短期债务的供给偏好是经济政策不确定性导致企业债务期限结构短化的核心作用机制,具体表现为企业无政府隐性担保以及财务风险越大,经济政策不确定性的债务期限结构短化效应越明显。第三,经济政策不确定性引致的债务期限结构短化会造成企业长期资金出现缺口,迫使企业不得不依靠短期负债支持其长期投资。

较之以往文献,本文的边际贡献集中体现在以下几个方面:第一,有助于丰富和拓展关于企业资本结构的研究文献。事实上,已有文献考察了经济政策不确定性与企业资产负债率的关系(才国伟等, 2018; 纪洋等, 2018; 官汝凯等, 2019),但这些文献侧重于从整体层面讨论企业的资产负债率,并未进一步对债务期限结构变动的背后逻辑进行考察。本文基于金融机构视角考察了经济政策不确定性对企业债务期限结构的影响,并提供了一系列证据,这些工作有助于丰富和拓展这一领域的研究文献。第二,阐明了经济政策不确定性背景下企

业债务期限结构短化的背后逻辑。从需求侧来看,经济政策不确定性会导致企业固定资产投资下降^①(谭小芬和张文婧,2017;刘贯春等 2019)。固定资产投资周期较长,根据投融资期限匹配原则可知,固定资产投资下降将会造成企业的长期债务需求减少,即债务期限结构短化。从供给侧来看,金融机构长期信贷供给意愿^②的下降也会导致企业债务期限结构的短化。本文发现后者占据主导作用,有助于理解现阶段中国企业债务期限结构的变动逻辑。第三,研究结论具有明确的政策含义。本文研究发现,经济政策不确定性导致企业债务期限结构短化的一个重要原因是金融机构与贷款企业之间的信息不对称性。据此,应当构建透明的信贷市场信息公开制度、拓宽信贷供求主体的沟通渠道,这既有利于缓解企业长期资金不足的问题,也有利于减少资金期限错配引致的系统性金融风险。此外,本文的研究对于科学制定和有效实施“稳金融”政策 also 具有很强的现实意义。

余文结构安排如下:第1部分为研究假说提出。在前期文献的基础上,从信贷供给方视角分析经济政策不确定性影响企业债务期限结构的作用逻辑,并提出待检验假说。第2部分为研究设计。对样本数据、实证模型以及相关变量的定义方式进行介绍。第3部分为结果分析。汇报基准回归结果,重点考察经济政策不确定性影响企业债务期限结构的根本原因,并基于信息不对称视角对经济政策不确定性与企业债务期限结构之间的关系进行异质性分析。第4部分为稳健性检验。从解决内生性问题、排除竞争性解释和调整核心变量定义方式等多个维度进行稳健性测试。第5部分为进一步讨论。深入探讨经济政策不确定性对企业投融资期限错配的影响。第6部分为研究结论。总结全文工作并提出政策建议。

1 研究假说

关于企业债务期限结构背后的形成逻辑,目前学界主要基于企业自主选择的信贷需求视角和基于企业被动接受的信贷供给视角进行诠释。从信贷需求视角来看,在经济政策不确定性上升时期,由于经济政策调整相对频繁,企业难以准确判断未来的经济形势,因而在风险规避动机的驱动下,会减少固定资产投资(Gulen and Ion,2016;谭小芬和张文婧,2017)。一般而言,固定资产投资的资本回收周期较长,据此不难推断,固定资产投资下降会导致企业对长期债务融资的自主需求减少,继而造成债务期限结构短化。然而,正如前文所述,由于

① 根据国家统计局数据显示,全国固定资产投资增速从2012年的20.9%下降到2020年的2.9%。

② 在本文中,主要采用企业的长期债务占比来反映金融机构提供长期信贷的意愿,企业获得的长期债务减少说明金融机构提供长期信贷的意愿下降。

中国金融市场长期处于金融抑制状态、信贷市场由“卖方”主导的客观现实,企业债务期限结构短化的根源可能不在信贷需求方,即从信贷供应方视角入手探究中国企业债务期限结构变动的背后逻辑更为合理。因此,接下来本文将重点剖析经济政策不确定性背景下金融机构的信贷决策对企业债务期限结构的影响。

一方面,从事前的信息搜索成本视角来看,长期融资项目较高的信息搜索成本将导致金融机构长期信贷供给意愿减弱,进而导致企业债务期限结构短化。伴随着经济政策不确定性的上升,金融系统的信息揭示功能将下降。彭俞超等(2018)指出,在经济政策不确定性上升时期,金融机构信贷决策会更大程度面临资金需求主体羊群效应以及经济政策噪音信号的双重干扰。同时,经济政策不确定性不仅会对分析师的信息揭示能力带来负面冲击,而且会促使企业在财务报表中使用更加含糊其辞的表达,降低企业信息披露的质量(Boone et al., 2017; Jiang et al., 2019; 顾海峰和于家珩, 2019)。上述原因将导致金融机构在信贷审批过程中,出于对企业的真实还款能力和实际借贷风险进行准确识别,将付出更高的信息搜索成本。相对于短期融资项目而言,长期融资项目由于资金回收周期较长,更易滋生信息不对称引致的逆向选择,企业对长期贷款的审查周期理应更长,即长期融资项目将面临相对较高的信息搜索成本。因此,在经济政策不确定性上升时期,减少长期信贷资金的提供是金融机构应对信息搜索成本上升的一个次优选择,进而将导致企业的债务期限结构趋于短化。

另一方面,从控制事后违约风险和道德风险的视角来看,当经济政策不确定性上升时,提供短期债务成为金融机构应对企业事后违约风险的有效手段。伴随着经济政策不确定性上升,企业产品市场的不确定性也随之升高,产品需求的不确定性一定程度上降低了企业的盈利能力(Bachmann et al., 2013),致使企业的实际还款能力下降(Pástor and Veronesi, 2013; Pan et al., 2019)。据此不难理解,经济政策不确定性会导致企业事后发生信贷违约的可能性增大。而根据债务期限结构的信息不对称理论可知,提供短期债务是金融机构应对企业信贷违约行为的重要手段之一(Flannery, 1986; Park, 2000; Custódio et al., 2013)。由于短期债务合约期限较短,这一特征决定着其需要频繁签订,因而在融资再谈判中金融机构可以仔细审查企业的财务状况以及投资项目的现金流情况(Rajan, 1992; Rajan and Zingales, 1995; 戴静等, 2020),对企业现期的实际还款能力做出重新评估以决定是否进行再融资,从而能够有效控制信贷违约发生的可能性。更为重要的是,伴随着经济政策不确定性上升,金融机构与企业间信息不对称程度加大,企业发生道德风险(如隐瞒信息甚至主动违约等)的可能性也随之增加,而短期债务的融资再谈判有助于减少企业的事后道德风险

(Flannery, 1986; Park, 2000; Custódio et al., 2013)。因此,在经济政策不确定性上升时期,金融机构出于风险控制的考虑会优先减少长期信贷的提供,从而导致企业的债务期限结构趋于短化。

由上述分析可知,在经济政策不确定性上升时期,长期融资项目一方面面临着更高的事前信息搜索成本,另一方面面临着更大的事后违约风险,进而导致金融机构更偏好与企业签订短期债务合约。基于此,本文提出如下待检验假说:

假说 1: 伴随着经济政策不确定性上升,企业的债务期限结构趋于短化。

考虑到金融机构之所以具有提供短期债务的偏好,其根本原因在于提供短期债务能够在一定程度上规避信息不对称引发的事前信息搜索成本以及事后违约风险。由此,经济政策不确定性对企业债务期限结构短化的加剧作用理应与信息不对称程度紧密相关。理论上,企业财务信息的披露越不透明,金融机构面临的信息不对称问题就越严重,不仅事前需要花费更多的成本去收集信息,而且事后也需要进行更加密集或高强度的监管活动(Park, 2000),以尽可能减少由信息不对称引致的道德风险。因此,对于信息不对称较为严重的企业,金融机构将具有更强的短期信贷供给偏好,这就意味着企业债务期限结构短化趋势将更明显。换言之,企业信息不对称程度越高,经济政策不确定性对企业债务期限结构短化的加剧作用将越凸显。基于上述分析,本文提出如下待检验的研究假说:

假说 2: 相对于信息不对称程度较低的企业,经济政策不确定性对企业债务期限结构短化的加剧作用在信息不对称程度较高的企业中更为凸显。

2 研究设计

2.1 样本选择及数据来源

鉴于 2007 年企业会计准则变革致使部分会计科目在变革前后不可比,本文选取 2007—2019 年中国 A 股上市企业作为研究对象。回归过程中所使用的企业财务数据均来源于国泰安数据库(CSMAR),经济不确定性指数的数据来自 Baker et al. (2016) 基于《南华早报》构建的指数^①。在获得初始研究样本之后,本文对样本数据进行了如下处理:(1)删除了金融类企业的样本;(2)删除了所有 ST 类企业的样本;(3)删除了资不抵债的企业样本;(4)删除了主要变量数据缺失的样本。此外,为避免数据中存在的离群值对回归结果造成干扰,本文参考前期文献的方法(钟凯等, 2016; 刘晓光和刘元春, 2019; 刘贯春等, 2019),对所有连续型变量在 1%和 99%水平上进行了缩尾(Winsorize)处理。

^① 数据来源: www.policyuncertainty.com

2.2 回归模型设定

为了检验经济政策不确定性与企业债务期限结构之间的关系,本文借鉴 Gulen and Ion (2016)、顾海峰和于家珺(2019)的思路,构建了如下的回归模型:

$$\text{Levm}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_t + \beta_2 \text{Roa}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{Age}_{i,t} + \beta_5 \text{Cfo}_{i,t} + \beta_6 \text{Growth}_{i,t} + \beta_7 \text{Cash}_{i,t} + \beta_8 \text{Gdp}_{i,t} + \beta_9 \text{M2}_{i,t} + \delta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在上述回归模型中, i 和 t 分别表示时间、企业。 Levm 代表企业的债务期限结构; EPU 表示经济政策不确定性。企业层面的一系列控制变量包括:盈利能力 Roa 、企业规模 Size 、企业年龄 Age 、现金流量 Cfo 、企业成长性 Growth 以及现金持有 Cash 。宏观层面的控制变量包括:经济增长情况 Gdp 和货币增长情况 M2 。此外, δ_i 表示个体固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为干扰项,用以表示除控制变量之外的其他因素对企业债务期限结构的综合影响。在参数估计过程中, β_1 是需要重点关注的估计系数,它刻画了经济政策不确定性对企业债务期限结构的影响。结合研究假说,本文有如下预期: β_1 显著为正,即伴随着经济政策不确定性的上升,企业长期债务占比下降,即债务期限结构短化。这里需要特别说明的是,本文构建的经济政策不确定性指数是一个国家层面的时间序列,即不同企业在同一年度的经济政策不确定性指数不存在任何差异,这就意味着如果在模型(1)中加入时间固定效应, EPU 将与时间虚拟变量存在严重的共线性,因而在参数估计过程中并未控制时间固定效应。

2.3 变量的定义及说明

遵照以往研究(Leary, 2009; Gulen and Ion, 2016; 顾海峰和于家珺, 2019),本文对回归模型(1)中涉及的变量度量方式进行界定。第一,对于企业债务期限结构 Levm ,本文采用长期债务合计占企业总负债的比重来度量。第二,对于经济政策不确定性 EPU 的度量,本文使用 Baker et al. (2016)构建的中国经济政策不确定性指数(Economic Policy Uncertainty Index)作为代理变量。该指数是 Baker 的团队对中国香港最大的英文报纸《南华早报》进行文本分析,在新闻报道中搜寻有关经济政策波动的词条,识别每月刊发文章中与中国经济政策不确定性有关的文章占比,从而构建出该指数并每月对外公布。由于回归中使用的财务数据是年度数据,因此本文对当年每月的指数加总后取算术平均数并除以 100,得到的中国经济政策不确定性指数的年度数据,然后与中国 A 股上市企业的财务数据相匹配。最后,回归中涉及的控制变量的度量方式分别为:企业年龄 Age ,采用企业的成立年限来度量;盈利能力 Roa ,采用净利润与企业总资产比值来度量;现金流量 Cfo ,采用经营活动产生的现金流净额与企业总资产比

值来度量;企业规模 Size,采用企业总资产的自然对数值来度量;企业成长性 Growth,采用营业收入增长率来度量;现金持有 Cash,采用企业持有现与企业总资产的比值来度量;经济增长情况 Gdp,以 GDP 增长率来度量;货币增长情况 M2,以 M2 增长率来度量。详细度量方法可见表 1。

表 1 变量的定义及说明

变量名称	变量符号	变量定义与计算
债务期限结构	Levm	长期债务合计除以总负债
经济政策不确定性	EPU	由 Baker et al. (2016)发布的中国经济政策不确定性指数计算而得
现金持有	Cash	现金持有除以企业总资产
盈利能力	Roa	净利润除以企业总资产
企业规模	Size	企业总资产取自然对数
企业年龄	Age	企业成立年限
现金流量	Cfo	经营活动产生的现金流净额除以企业总资产
企业成长性	Growth	营业收入增长率
经济增长情况	Gdp	GDP 增长率
货币增长情况	M2	M2 增长率

2.4 描述性统计结果

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。容易发现,Levm 的均值为 0.1774,这意味着,平均而言样本企业的长期债务占比为 17.74%。经济政策不确定性 EPU 的均值为 2.4394,标准差 1.2540,表明不同年份间的经济政策不确定性波动较大,这为本文研究经济政策不确定性与企业债务期限结构的关系提供了良好的研究环境。其余指标未见异常,可以排除异常值对本文参数估计的影响。

表 2 变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	25 分位数	中位数	75 分位数
Levm	25547	0.1774	0.1827	0.0323	0.1157	0.2698
EPU	25547	2.4394	1.2540	1.2363	1.8129	3.6387
Roa	25547	0.0343	0.0658	0.0123	0.0343	0.0637
Size	25547	22.0116	1.3131	21.0883	21.8608	22.7720
Age	25547	17.8718	5.3527	14.0000	17.0000	21.0000
Cfo	25547	0.6207	0.4811	0.3106	0.4945	0.7688
Growth	25547	0.2134	0.5932	-0.0249	0.1145	0.2868
Cash	25547	0.1817	0.1370	0.0881	0.1440	0.2349
Gdp	25547	0.0781	0.0128	0.0690	0.0730	0.0940
M2	25547	0.1340	0.0526	0.0811	0.1334	0.1732

3 实证结果分析

3.1 基准回归结果

为了说明结果的可靠性,本文采用逐步加入控制变量的方式进行回归估计。表3报告了基准回归结果。从第(1)列和第(4)列回归结果容易看出,经济政策不确定性EPU对债务期限结构Levm的估计系数均为负值,且在1%水平上的显著性检验。这些结果表明伴随着经济政策不确定性的上升,企业长期债务占比随之下降,即企业债务期限结构呈现出短期化趋势。由此,本文的研究假说1得到验证。进一步地,为提供更多证据,本文还检验了经济政策不确定性与短期债务Slev、长期债务Llev的关系^①。观察第(3)~(4)列及第(5)~(6)列回归结果可知,经济政策不确定性对短期债务的估计系数显著为正,而对长期债务的估计系数则显著为负,表明随着经济政策不确定性上升,企业短期债务增加而长期债务减少,从而一定程度上也可以说明企业债务期限结构的短期化趋势。

表3 经济政策不确定性与企业债务期限结构

变量	(1) Levm	(2) Slev	(3) Llev	(4) Levm	(5) Slev	(6) Llev
EPU	-0.0062 *** (0.0011)	0.0031 *** (0.0010)	-0.0017 *** (0.0006)	-0.0058 *** (0.0011)	0.0022 ** (0.0010)	-0.0019 *** (0.0006)
Roa	-0.0987 *** (0.0231)	-0.5584 *** (0.0277)	-0.1529 *** (0.0291)	-0.0983 *** (0.0231)	-0.5604 *** (0.0276)	-0.1537 *** (0.0291)
Size	0.0492 *** (0.0036)	0.0086 (0.0053)	0.0353 *** (0.0033)	0.0493 *** (0.0036)	0.0087 (0.0053)	0.0353 *** (0.0033)
Age	-0.0001 (0.0008)	-0.0058 *** (0.0008)	-0.0031 *** (0.0006)	0.0005 (0.0010)	-0.0020 ** (0.0010)	-0.0013 * (0.0007)
Cfo	-0.0601 *** (0.0058)	0.0661 *** (0.0084)	-0.0214 *** (0.0059)	-0.0592 *** (0.0058)	0.0658 *** (0.0084)	-0.0212 *** (0.0060)
Growth	-0.0007 (0.0017)	0.0087 *** (0.0018)	0.0007 (0.0011)	-0.0005 (0.0017)	0.0082 *** (0.0018)	0.0006 (0.0011)
Cash	-0.0531 *** (0.0121)	-0.2076 *** (0.0151)	-0.0312 * (0.0182)	-0.0526 *** (0.0122)	-0.2103 *** (0.0152)	-0.0325 * (0.0182)
Gdp				-0.2116 (0.1421)	0.8126 *** (0.1352)	0.2667 *** (0.0782)

① 长期债务和短期债务分别采用长期债务与总资产比值、流动性负债与总资产比值来表示。

续表

变量	(1) Levm	(2) Slev	(3) Llev	(4) Levm	(5) Slev	(6) Llev
M2				0.0331 (0.0230)	0.0490*** (0.0164)	0.0952*** (0.0268)
常数项	0.2848*** (0.1093)	-0.6199*** (0.0605)	-0.8402*** (0.0711)	0.1485 (0.1077)	-0.6798*** (0.0591)	-0.8479*** (0.0750)
个体效应	是	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.0821	0.0753	0.0897	0.0890	0.1423	0.0962
观测值	25547	25547	25547	25547	25547	25547

注: 括号内的标准误为经企业层面聚类调整的稳健标准误; ***、** 和 * 分别代表 1%、5% 和 10% 的显著性水平(下同)。

一方面,由金融摩擦理论可知,不确定性冲击下会导致金融机构主动承担风险意愿的下降(顾海峰和于家珺,2019),进而造成金融机构的惜贷行为(Christiano et al.,2014;Bordo et al.,2016)。因此,在经济政策不确定性上升时期,金融机构会更倾向于减少发放违约风险更大的长期债务,从而导致企业的债务期限结构的短期化趋势(本文将这一机制称之为信贷供给效应)。但另一方面,经济政策不确定性会导致固定资产投资减少,进而促使企业对长期债务的需求减少(本文将这一机制称之为自主需求效应)。换言之,上述结果并不能直接说明经济政策不确定性导致企业债务期限结构短化的根本原因是金融机构长期信贷供给意愿下降,而非企业对长期债务的自主需求减少,即验证前文的理论推断需要提供进一步的经验证据。

3.2 机制检验

本文的理论分析强调,金融机构出于事前搜索成本和事后道德风险控制的考虑会更偏好与企业签订短期债务合约。具体而言,第一,本文强调在经济政策不确定性背景下,企业债务期限结构短化的根源在于信贷供给方;第二,无论是事前的信息搜索还是事后的道德风险控制,其最终目的都是金融机构对违约风险的控制,即金融机构的风险控制是经济政策不确定性导致企业债务期限结构短化的核心作用渠道。因此,接下来本文试图对信贷供给效应予以证明。

第一,本文提供了经济政策不确定性上升时,金融机构信贷资金供给短期化的证据。由于中国的银行部门并未披露每家银行关于贷款期限结构的数据,限于数据的可得性,本文无法直接检验经济政策不确定性与银行部门贷款期限结构的关系。但庆幸的是,中国人民银行公布了各个月份有关金融机构短期贷款、中长期贷款及总贷款的全国层面数据^①。有鉴于此,本文利用经济政策不确

^① 由于该份月度数据在 2016 年之前并未公布,限于数据可得性,绘制关系图时未使用 2016 年之前数据。

定性的月度数据与全国金融机构短期贷款占比的数据绘制了两者的相关关系图。由图1可以看出,随着中国经济政策不确定性的上升,金融机构提供的短期贷款占比随之增加。由此,结合中国金融体系以银行为主导的制度背景可知,经济政策不确定性下企业债务期限结构短化的根本原因在于金融机构倾向于提供短期信贷资金。

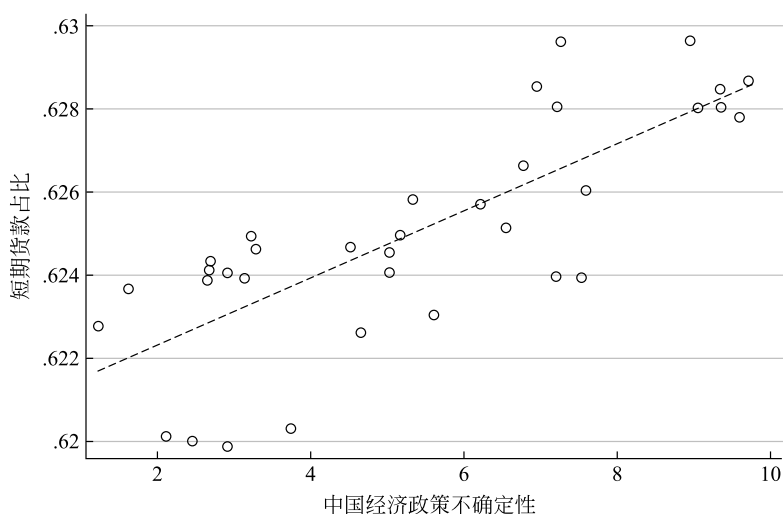


图1 经济政策不确定性与金融机构短期信贷供给关系图

第二,本文提供了关于金融机构风险控制渠道的经验证据。前文的理论分析强调,经济政策不确定性下金融机构对于违约风险的控制是影响企业债务期限结构的核心作用渠道。因此,如果金融机构风险控制的渠道成立,经济政策不确定性对企业债务期限结构短化的加剧作用理应在违约风险更大的企业中更为凸显。基于此,本文分别从盈利能力波动、现金流波动、产权性质和政治关联的视角刻画了企业的违约风险。这一做法的内在逻辑在于:盈利能力波动和现金流波动越大意味着企业内部现金流越不稳定,此时企业陷入财务困境进而发生信贷违约的可能性越大;而产权性质为国有或者具有政治关联则意味着企业的信贷融资具有政府的隐性担保(Beck and Levine, 2002; 纪洋等, 2018),一定程度上可以缓解金融机构对信贷违约的担忧。

具体工作包括:(1)借鉴前期文献的做法(Han and Qiu, 2007; John et al., 2008),本文分别计算了三年内经行业调整后的盈利能力 Roa 标准差(Roasd)和三年内经行业调整后的企业现金流 Cfo 标准差(Cfosd),用以衡量企业内部财务风险,随后将其与经济政策不确定性的交互项纳入回归模型;(2)本文构建了两个虚拟变量用以刻画企业的政府隐性担保。具体而言,当产权性质为非国有时,NSOE 赋值为 1,即企业没有政府隐性担保;反之,NSOE 赋值为 0。另外,当

企业不具有政治关联^①时,NPC 赋值为 1,即企业没有政府隐性担保;反之,NPC 赋值为 0。随后,将它们与经济政策不确定性的交互项纳入回归模型。表 4 报告了上述回归的结果。从第(1)~(2)列结果可以发现,Roads×EPU、Cfisd×EPU 的估计系数均显著为负,这表明对于内部财务风险较大的企业而言,其违约风险较大,金融机构对这类企业具有更强的短期信贷供给偏好,从而经济政策不确定性对债务期限结构短化的加剧作用更凸显。从第(3)~(4)列结果可以看出,NSOE×EPU、NPC×EPU 的估计系数显著为负,这说明相对于具有政府隐性担保的国有企业和政治关联企业来说,金融机构对于非国有企业和非政治关联企业的违约风险担忧更强,进而导致金融机构对这类企业具有更强的短期信贷供给偏好。总体而言,上述回归结果充分证实了金融机构风险控制的作用渠道,即企业债务期限结构短化的根源在于信贷供给方。

表 4 机制检验 I

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	Levm	Levm	Levm	Levm
Roads×EPU	-0.0528 *** (0.0169)			
Cfisd×EPU		-0.0155 ** (0.0062)		
NSOE×EPU			-0.0074 *** (0.0020)	
NPC×EPU				-0.0085 *** (0.0019)
控制变量	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是
调整 R ²	0.0896	0.0763	0.0779	0.0904
样本量	25547	25547	23469	22097

第三,本文通过控制自主需求效应的方式,提供了信贷需求效应占主导作用的经验证据。诸多文献指出,当经济政策不确定性上升时,企业进行固定资产投资面临的风险加大,因而为规避风险,企业会更倾向于延迟投资(Gulen and Ion,2016;谭小芬和张文婧,2017;才国伟等,2018)。一般而言,固定资产投资的资本回收周期较长,意味着此时企业对长期债务的自主需求将减少。换言之,经济政策不确定性背景下企业债务期限结构短化的根本原因还可能是企业对长期债务的自主需求减少。然而,结合中国的实际情况可知,中国的金融市场长期处于金融抑制状况,信贷融资市场由“卖方”主导已是不争的客观现实(白

① 本文采用企业的董事长或总经理是否具有政治背景作为企业政治关联的代理变量。

云霞等,2016;钟凯等,2016)。据此可以推断,自主需求效应不占主导作用。接下来,本文将提供一系列的经验证据,以验证这一推断。

理论上,如果经济政策不确定性导致企业债务期限结构短化的根本原因在于企业为匹配固定资产规模而自主减少长期债务融资,那么企业固定资产投资的资金需求与长期债务融资规模理应是相匹配的。基于这一思路,本文以(当期新增长期债务-当期新增固定资产投资)/企业总资产度量企业的长期资金缺口 QK ,该指标数值越小,说明企业长期资金缺口越大。随后,分别绘制了经济政策不确定性与企业长期资金缺口年度均值的趋势图(如图2所示),以反映在经济政策不确定性时期企业长期资金缺口变化的客观事实。可以发现,经济政策不确定性指数与企业长期资金缺口指标之间大致呈现出反方向的变动趋势。在2015年之前经济政策不确定性呈现波浪式变动趋势,2015年之后则呈现急剧上升的趋势,而企业的长期资金缺口指标在2015年之后则呈现骤降趋势(即资金缺口加大)。由此可知,随之经济政策不确定性上升,固定资产投资的资金需求与长期债务融资规模之间的不匹配程度逐渐加大,这初步可以证明自主需求效应不占主导作用。

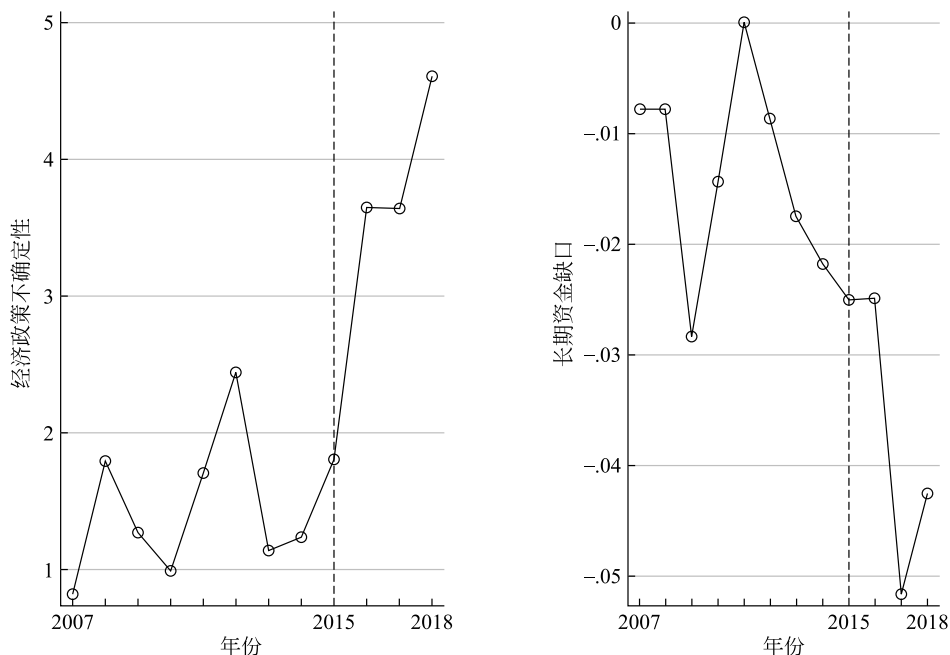


图2 经济政策不确定性与企业长期资金缺口的关系

为进一步证实经济政策不确定性上升背景下,企业固定资产投资的资金需求与长期债务融资规模之间的不匹配性,本文直接考察了经济政策不确定性与长期资金缺口 QK 之间的关系。表5第(1)~(2)列汇报了上述回归的结果。从第

(1)~(2)列结果可以看出,经济政策不确定性的估计系数均为负值,且均通过了 1%水平的显著性检验,这说明伴随着经济政策不确定性的上升,企业固定资产投资的资金需求与长期债务融资规模之间的不匹配度在加大,即自主需求效应不占主导作用。此外,借鉴 Gulen and Ion(2016)、谭小芬和张文婧(2017)的做法,本文采用企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金之和与企业总资产的比值来度量固定资产投资 *Inv*,并将其纳入回归模型作为控制变量以控制固定资产投资变化对企业自主需求的影响。从表 5 第(3)列回归结果容易看出,在控制了企业的固定资产投资之后,回归结果仍然成立,这表明在经济政策不确定性影响企业债务期限结构的渠道中,存在信贷供给效应。

表 5 机制检验 II

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	长期资金缺口		控制企业投资	控制融资能力	控制融资成本
	QK	QK	Levm	Levm	Levm
EPU	-0.0139 *** (0.0036)	-0.0125 *** (0.0041)	-0.0051 *** (0.0013)	-0.0049 *** (0.0020)	-0.0063 *** (0.0023)
Inv			0.0102 ** (0.0045)		
Str				-0.0024 (0.0016)	
Cost					-0.0207 (0.0167)
控制变量	否	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.0713	0.1468	0.1118	0.1069	0.0996
观测值	25547	25547	25547	25547	25547

第四,本文从融资能力和融资成本两个维度对自主需求效应进行控制,提供了信贷供给效应占据主导作用的经验证据。就理论而言,企业债务期限结构短化还可能是企业自身长期债务融资能力下降的结果,因而要证明信贷供给效应占主导作用,需要对企业的长期债务融资能力进行控制。借鉴 Denis and McKeon(2012)估计目标资本结构然后提取残差的方法,本文计算了企业的长期债务融资能力。具体而言,使用如下回归模型估计企业的目标长期资产负债率:

$$Llev_{i,t} = \alpha + \sum \beta_j Control_{i,t-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

上述模型中,Control 是一组决定长期资产负债率的公司特征变量,包括产权性质、总资产净利润率、固定资产占比、企业规模、股权集中度及长期资产负债率

的行业均值。另外还加入了企业个体 μ_i 和年份时间 λ_t 的固定效应。利用上述模型得到估计残差,当残差大于0意味着企业长期负债过度;小于0则表示长期负债不足。因此,根据残差构建企业长期债务融资能力的代理变量(Str)。Str取值越大,表示企业的长期债务融资能力较强,反之则长期债务融资能力较弱。从表5第(4)列回归结果可以看出,控制了长期债务融资能力之后,EPU的估计系数仍显著为负,这在一定程度证实了经济政策不确定性影响企业债务期限结构的主导机制为信贷供给效应,而非自主需求效应。特别地,Kahl et al. (2015)认为相对于长期债务,短期债务利率较低,因而短期债务融资有助于企业节约融资成本。由此,企业债务期限结构短化还可能是债务融资成本变动的结果。有鉴于此,本文采用利息支出与债务总额的比值来度量企业债务融资成本,并作为控制变量以对自主需求效应进行控制。观察表5第(5)列结果可知,在控制了债务融资成本之后,EPU的估计系数仍显著为负,再次证实了经济政策不确定性影响企业债务期限结构的主导机制为信贷供给效应。

至此,结合图1~2以及表4~5的回归结果,可以说明经济政策不确定性影响企业债务期限结构的主导机制为信贷供给效应,而非自主需求效应。换言之,企业债务期限结构短化的主要根源在于信贷供给方,即金融机构长期信贷供给意愿下降。上述工作有助于阐释在外部不确定性剧增的现阶段,中国企业债务期限结构变动的背后逻辑。

3.3 异质性分析

尽管表3为经济政策不确定性与企业债务期限结构之间的关系提供了诸多经验证据,但是更多的是在整体层面的讨论,而忽略了不同类型企业之间的异质性。结合研究假说2,本文从信息不对称的角度展开异质性分析。

一方面,本文基于企业内部特征,分别从融资约束、企业规模和银企关系的视角刻画了企业的信息不对称。首先,由融资约束理论可知,企业存在融资约束的根本原因在于企业信息不透明且缺乏足够的抵押物(Gregory and Tenev, 2001;钱雪松和方胜,2017),即金融机构与这类企业之间存在严重的信息不对称问题。因此,借鉴前期文献的做法(Hadlock and Pierce, 2010),本文采用SA指数来衡量企业的融资约束。依据SA指数,本文将50%分位数以下的企业视为低融资约束企业,反之则视为高融资约束企业,并进行分组估计。其次,考虑到大企业能够凭借着自身规模优势和充裕的抵押物缓解自身的信息不对称,而小企业则通常会因为缺乏足够的抵押物而加剧了银行对信息不对称的担忧(Laeven, 2003)。基于此,本文采用企业规模刻画信息不对称程度,根据企业规模,本文将50%分位数以下的企业视为小规模企业,反之则视为大规模企业,随后进行分组估计。最后,何韧等(2012)指出,银企关系有助于缓解银企间的信

息不对称性,从而增加企业的贷款可得性。由此,本文以银企关系^①刻画了企业的信息不对称程度,依据有无企业关系进行分组回归。表6汇报了基于企业内部特征的分组估计结果。不难发现,经济政策不确定性的估计系数在融资约束严重、规模较小和无银企关系的企业中显著为负,而在融资约束较轻、规模较大和有银企关系的企业中显著降低且系数的绝对值明显更小。这些结果表明,在信息不对称严重企业中,经济政策不确定性对企业债务期限结构短期化的加剧作用更凸显,从而验证了本文的研究假说2。

表6 异质性分析 I:基于企业内部特征的分组检验

变量	融资约束		企业规模		银企关系	
	较高	较低	较小	较大	无	有
	Levm	Levm	Levm	Levm	Levm	Levm
EPU	-0.0087 *** (0.0022)	-0.0041 ** (0.0017)	-0.0062 *** (0.0021)	-0.0030 ** (0.0015)	-0.0064 *** (0.0012)	-0.0021 (0.0027)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.0675	0.0758	0.0471	0.0523	0.0617	0.0424
样本量	12734	12774	12773	12801	19749	5798

注:经邹检验(Chowtest)发现,上述每组系数均存在显著差异。

另一方面,本文基于企业外部环境特征,分别从金融业竞争程度、分析师追踪和研报关注的视角刻画了企业的信息不对称程度。首先,理论上而言,金融市场化水平较高的地区,金融机构与企业之间的信息不对称程度相对较低(刘莉亚等,2017)。因此,本文采用各省金融市场化指数^②来度量信息不对称程度,根据金融市场化指数,将低于50%分位的地区归为低金融市场化地区,否则归为高金融市场化地区,然后进行分组估计。其次,根据信息环境理论,分析师追踪和研报关注有助于挖掘企业私有信息,提高企业信息透明度(Cheng and Subramanyam, 2008; Chen et al., 2015),尤其是在企业信用评级较低的情况下,分析师的重要性更加突出。因此,本文还根据企业是否有分析师追踪、研报关注进行了分组估计。表7汇报了基于企业外部环境特征的分组估计结果。不难发现,经济政策不确定性的估计系数在金融市场化程度较低的地区、没有分析师追踪和无研报关注的企业中显著为负,并且估计系数的绝对值明显更大。这些结果充分说明,在信息不对称严重企业中,经济政策不确定性对企业债务期限结构短期化的加剧作用更凸显,从而再次验证了本文的研究假说2。

① 如果企业高管现在或曾在银行任职,则认为拥有银企关系。

② 该指数为樊纲指数,目前该指数更新至2016年,因此2017—2018年的指数沿用2016的结果。

表7 异质性分析Ⅱ:基于企业外部环境的分组检验

变量	金融市场化程度		分析师追踪		研报关注	
	较低	较高	无	有	无	有
	Levm	Levm	Levm	Levm	Levm	Levm
EPU	-0.0068 *** (0.0022)	-0.0028 (0.0023)	-0.0097 *** (0.0025)	-0.0040 (0.0028)	-0.0089 *** (0.0016)	-0.0051 *** (0.0017)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.0976	0.0841	0.0753	0.0889	0.0667	0.0490
样本量	8995	16552	5776	19771	7840	17707

注:经邹检验(Chowtest)发现,前两组系数均存在显著差异,而最后一组未通过组间系数差异检验。但从经济意义上来讲,0.0089要大于0.0051,因此本文保留这一组结果。

4 稳健性测试

为了进一步验证基准回归结果的可靠性,提高研究结论的说服力,本文接下来将从解决内生性问题、排除竞争性解释和调整核心变量定义方式等多个维度进行稳健性测试。

首先,解决内生性问题。本文的实证模型无法控制年份固定效应,尽管控制了GDP增长率和M2增长率等宏观经济变量,但仍然不可避免地存在遗漏变量导致的内生性问题。因此,为了解决基准回归中可能存在的内生性问题,本文做了以下几方面工作:第一,进行工具变量回归。具体而言,借鉴Wang et al. (2014)、Gulen and Ion(2016)和刘贯春等(2019)的方法,采用美国的经济政策不确定性指数作为中国经济政策不确定性的外生工具变量。这一做法的逻辑在于:美国和中国是世界上最大的两个经济体,两者间贸易活动频繁,因此美国的经济政策不确定性会对中国的经济政策不确定产生影响,结果见表8第(1)~(2)列。从第(1)列结果可知,美国经济政策不确定性指数EPU_us与中国经济政策不确定性指数EPU存在显著的正相关关系($\beta=0.1517$)。第(2)列结果显示,EPU的估计系数依然显著为负,与基准结果相比并未发生根本性改变,这说明在使用工具变量缓解可能的内生性问题之后,本文结论依然成立。第二,对EPU进行滞后一期处理以避免反向因果问题,结果见表8第(3)列。第三,将被解释变量的滞后一期纳入回归方程用以构建动态面板模型,并将经济政策不确定性视为内生变量,采用滞后1期作为工具变量进行GMM估计,结果见表8第(4)列。观察表8第(3)~(4)列的回归结果可知,无论是对自变量进行滞后一期处理还是进行GMM估计,经济政策不确定性的估计系数都为负值,且均在1%水平上显著。由此可见,在尽可能解决了潜在的内生性问题之后,经济政策

不确定性加剧企业债务期限结构短化的结果依旧存在。此外,考虑到内生性问题的 重要性,本文还借鉴 Liu and Zhang(2020)的方法,将 2015 年年末开始的供给侧结构性改革视为经济政策不确定性的外生冲击^①,并构建政策冲击变量 Post2015(2015 年之后赋值为 1,否则为 0),然后以企业资产可逆性 Rev 作为处理变量^②进行 DID 估计。理论上,资产可逆性较低的企业,其风险抵御能力较差,因而金融机构对其违约风险的担忧相对更大,即低资产可逆性企业的债务期限结构短化现象理应更为凸显。观察表 8 第(5)列结果可知,交互项 Rev×Post2015 的估计系数显著为负,表明相对于高资产可逆性企业,经济政策不确定性对低资产可逆性企业的债务期限结构的短化作用更为明显,在一定程度上验证了前文结论。

表 8 稳健性测试 I :克服内生性问题

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	IV 估计		自变量滞后 1 期	GMM 估计	DID 估计
	EPU	Levm	Levm	Levm	Levm
EPU		-0.0036 *** (0.0013)	-0.0041 * (0.0022)	-0.0053 *** (0.0009)	
L. Levm				0.7328 *** (0.0062)	
Rev×Post2015					-0.0094 ** (0.0048)
EPU_us	0.1517 *** (0.0226)				
控制变量	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是
时间效应	否	否	否	否	是
调整 R ²	0.1132	0.0973	0.1034	0.6322	0.2312
AR(2)				0.3740	
样本量	25167	25167	23957	23539	15476

注:L 代表滞后一期;GMM 估计中,Hansen 检验的 p 值为 0.621。DID 估计中控制了时间固定效应,因而控制变量中不再纳入 Gdp 和 M2。

其次,排除其他可能解释:(1)排除金融危机影响。本文的基准回归结果可

① 伴随着供给侧结构性改革,一系列的政策调整致使中国的经济政策不确定性急剧上升,前文的图 2 也反映了这一典型现实。

② 资产可逆性采用固定资产占比来度量,比值越大说明资产可逆性越低。以资产可逆性作为处理变量的原因在于,资产可逆性越低,企业风险抵御能力越差,受经济政策不确定性的影响越大(Liu 和 Zhang,2020)。

能是金融危机的遗留影响,2008年全球范围内爆发金融危机,这也会对金融机构的长期信贷供给意愿造成负面冲击,因而有必要排除这一潜在干扰。借鉴 Cui 等(2018)的做法,本文以当年是否受金融危机影响构建虚拟变量 F_c ,即当样本期间处于 2008—2011 年时, F_c 赋值为 1,否则赋值为 0。随后,将其作为控制变量纳入回归模型进行再估计,回归结果如表 9 第(1)列所示。(2)排除经济自身波动的影响。经济本身的不确定性也会影响金融机构的长期信贷供给意愿,尤其是经济波动剧烈时期,金融机构慎贷、惜贷情绪更为明显。基于此,本文参考 Baker 等(2016)、纪洋等(2018)的做法,以三年内 GDP 增速标准差 Egv 作为经济自身不确定性的度量指标,将其作为控制变量纳入回归模型,重新回归的结果如表 9 第(2)列所示。(3)排除信贷紧缩的影响。理论上来说,本文的基准回归结果也可能是信贷紧缩政策导致的。因此,本文参考饶品贵和姜国华(2013)、杨玉龙等(2020)的做法,以信贷紧缩年份构建虚拟变量 JS 。在本文研究区间内,若年份为 2010 年、2011 年和 2016 年,则 JS 赋值为 1,表示当年发生信贷紧缩,否则 JS 赋值为 0。然后将构建的虚拟变量纳入回归模型以控制信贷紧缩政策的影响,回归结果如表 9 第(3)列所示。由表 9 的三列结果可以看出,在控制了金融危机、经济波动和信贷紧缩政策的影响之后,经济政策不确定性的估计系数仍然显著为负,这些结果充分表明本文基准回归结果的稳健性。

表 9 稳健性测试 II:排除其他可能解释

变量	(1)	(2)	(3)
	排除金融危机	排除经济波动	排除信贷紧缩
	Levm	Levm	Levm
EPU	-0.0077 *** (0.0021)	-0.0045 *** (0.0012)	-0.0061 *** (0.0012)
控制变量	是	是	是
个体效应	是	是	是
调整 R^2	0.1002	0.0987	0.0989
样本量	25547	22349	25547

最后,进行了多个维度的敏感性测试。第一,本文改变了 EPU 的定义方式。中国的经济政策不确定性指数在 2015 年前后明显呈现出不同的变动趋势,在 2015 年之前中国经济政策不确定性指数呈现波浪式变化,总体上较为平稳,而在 2015 年之后则呈现出急剧上升的趋势。其主要原因在于:2015 年供给侧结构性改革拉开序幕,一系列改革措施造成中国经济政策不确定性持续上升。基于此,本文借鉴 Liu and Zhang(2020)的方法,以年份是否大于 2015 年对 EPU 进行 0~1 赋值,构建虚拟变量,并重新回归。第二,本文改变了债务期限结构的定义方式,基准回归中采用长期负债合计与总负债比值度量企业债务期

限结构,本部分采用长期贷款与总贷款比值来度量。该指标大致上可以反映企业的债务期限结构情况,因为中国的金融体系以银行为主导,银行贷款占据企业债务的绝对主体。第三,本文改变了回归样本,分别采用制造业子样本和平衡面板样本进行重新回归。第四,本文在回归模型(1)的基础上加入了更多控制变量,随后进行重新回归,依次包括:①股权集中度,采用第一大股东持股比例来表示;②管理层持股,采用管理层持股比例来表示;③两职合一,采用董事长和总经理是否为同一人来表示;④托宾 Q;⑤采购经理人指数 PMI。第五,本文对估计系数的标准误在企业和时间层面进行聚类调整。表 10 汇报了上述回归的结果。不难看出,经济政策不确定性的估计系数在所有回归中均显著为负,与基准回归结果相比未发生根本性改变。

表 10 稳健性测试Ⅲ:敏感性测试

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	改变 EPU 定义	改变 Levm 定义	制造业 子样本	平衡面板	增加控制 变量	双聚类 调整
	Levm	Levm	Levm	Levm	Levm	Levm
EPU	-0.0117 *** (0.0031)	-0.0044 *** (0.0013)	-0.0055 *** (0.0014)	-0.0066 *** (0.0017)	-0.0071 *** (0.0021)	-0.0058 *** (0.0020)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体效应	是	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.0868	0.0987	0.0895	0.1001	0.1203	0.0890
样本量	25547	18165	15763	22582	23932	25547

5 进一步讨论

前文通过研究发现,经济政策不确定性上升导致了企业债务期限结构短化,那么这一融资结构会对企业的固定资产投资产生怎样的影响?这一问题值得深入探究。一般而言,固定资产投资的资本回收周期较长,因而企业债务期限结构的短化,可能会引致企业长期资金出现缺口,进而导致企业不得不依靠滚动短期负债的方式支持固定资产投资,即引发企业投融资期限错配的现象。事实上,前期诸多研究也表明,迄今为止投融资期限错配的现象仍然普遍存在于中国实体企业之中(白云霞等,2016;钟凯等,2016;刘晓光和刘元春,2019)。有鉴于此,本文进一步讨论了经济政策不确定性引致的企业债务期限结构短化对企业投融资期限错配的影响。

为了考察经济政策不确定性引致的企业债务期限结构短化对企业投融资期限错配的影响,本文做了两方面工作:首先,借鉴刘晓光和刘元春(2019)的做

法,度量了企业的短债长用程度 SFLI,具体计算公式为: $SFLI=(\text{短期债务}/\text{总债务})-(\text{短期资产}/\text{总资产})$,其中短期资产是指企业的流动资产。随后,检验了经济政策不确定性与企业短债长用之间的关系,结果如表 11 第(1)~(3)列所示。可以发现,经济政策不确定性的估计系数均为正值,且均通过了 1%水平的显著性检验,这意味着伴随着经济政策不确定性的上升,企业的短债长用程度不断加大。其次,本文借鉴 Mclean and Zhao (2014)的方法,构建了“投资-短期负债”的敏感性框架以剖析企业的投融资期限错配现象。具体而言,本文将经济政策不确定性与短期负债 Slev(变量定义与前文保持一致)的交互项纳入回归模型,检验其与固定资产投资 Inv 的关系。其中,对于企业固定资产投资 Inv,本文采用企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金之和与企业总资产的比值来度量。表 11 汇报了上述回归的结果。观察第(4)~(6)列结果可知,经济政策不确定性与短期负债交互项的估计系数均显著为正,且均通过了 1%水平的显著性检验,这表明随着经济政策不确定性的上升,固定资产投资-短期负债的敏感性趋于加强,即短期负债被用于固定资产投资的现象逐渐加剧。

表 11 经济政策不确定性、债务期限结构与企业投融资期限错配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SFLI	SFLI	SFLI	Inv	Inv	Inv
EPU	0.0280 ** (0.0132)	0.0551 *** (0.0132)	0.0719 *** (0.0199)	-0.0588 *** (0.0045)	-0.0538 *** (0.0046)	-0.0742 *** (0.0053)
EPU×Slev				0.0069 *** (0.0012)	0.0069 *** (0.0012)	0.0107 *** (0.0013)
控制变量	否	部分	是	否	部分	是
个体效应	是	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.0801	0.1532	0.1668	0.1015	0.1091	0.1290
观测值	25547	25547	25547	25547	25547	25547

上述的回归结果充分证明了经济政策不确定性引致的企业债务期限结构短化会加剧企业投融资期限错配的现象。同时,这些结果可以为现阶段中国企业投融资期限错配的现象提供一个新解释。前期学者大多把中国企业的投融资期限错配归咎于金融市场结构不完备、利率期限结构不合理、货币政策不稳定等制度缺陷(白云霞等,2016;钟凯等,2016)。基于这一逻辑,金融发展将有助于改善这一现象。然而,在中国金融体系已经有了较大发展的现阶段,中国企业投融资期限错配的现象仍然屡见不鲜,这意味着金融发展滞后可能并不足以完全解释现阶段中国企业投融资期限错配的现象。本文的发现恰好为此提供了一个新的可行性解释,即经济政策不确定性引致的企业债务期限结构短化。

6 研究结论与政策建议

传统的企业资本结构理论认为,企业的债务期限结构完全取决于企业的自主需求(Modigliani and Miller,1958)。然而,近年来有关金融危机的相关研究表明,信贷供应方的冲击也是企业债务期限结构变动的重要影响因素(Campello et al., 2010;Carvalho et al., 2015;Shikimi,2020)。自2012年起,中国的经济发展步入“新常态”阶段,政府接连出台的宏观经济调控政策导致经济政策不确定性居高不下,可能会对金融机构的信贷决策造成影响,进而作用于企业的债务期限结构。有鉴于此,本文基于信贷供应方视角,系统考察了经济政策不确定性与企业债务期限结构之间的关系。

利用中国A股上市企业的财务数据和中国经济不确定性指数的数据,本文展开一系列实证检验。研究发现,第一,伴随着经济政策不确定性的上升,企业的债务期限结构呈现出短化趋势,并且这一效应在信息不对称严重的企业中更为突出。第二,金融机构对短期债务的供给偏好是经济政策不确定性导致企业债务期限结构短化的核心作用机制,具体表现为对于财务风险较大以及无政府隐性担保的企业,金融机构提供长期负债的意愿较小,从而经济政策不确定性对企业债务期限结构短化的加剧作用更强。第三,经济政策不确定性引致的债务期限结构短化造成企业长期资金出现缺口,进而加剧了企业的投融资期限错配现象。此外,还从排除竞争性假说、克服模型内生性问题和变换指标定义方式等多个维度进行了稳健性测试,研究结论依然成立。

结合上述研究结论,本文提出以下的政策建议:第一,本文研究发现,经济政策不确定性的上升会导致企业债务期限结构短化,加大企业长期资金缺口。由此,政府部门在实施经济干预政策时应提供更为可信的政策执行承诺,注重保持政策调整方向的一致性和稳定性,以减少经济政策不确定性的噪音信号,从而提高金融机构的长期信贷供给意愿。此外,在实施结构性去杠杆政策时,需要厘清经济政策不确定性背景下企业债务期限结构变动的逻辑,避免“一刀切”政策。第二,本文另一个重要结论是,信息不对称是影响金融机构长期信贷供给意愿的重要因素之一。据此,应当构建透明的信贷市场信息公开制度、拓宽信贷供求主体的沟通渠道,这既有利于缓解企业长期资金不足的问题,也有利于减少资金期限错配引致的系统性金融风险。

参考文献

白云霞,邱穆青,李伟. 2016. 投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金

- 融市场的比较[J]. 中国工业经济, (7): 23-39.
- Bai Y X, Qiu M Q, Li W. 2016. Maturity mismatch of investment and financing and its institutional explanation—Evidence from comparison of Chinese and U. S. financial markets[J]. *China Industrial Economics*, (7): 23-39. (in Chinese)
- 才国伟, 吴华强, 徐信忠. 2018. 政策不确定性对公司投融资行为的影响研究[J]. 金融研究, (3): 89-104.
- Cai G W, Wu H Q, Xu X Z. 2018. Research on the effect of policy uncertainty on corporate financing and investment behavior[J]. *Journal of Financial Research*, (3): 89-104. (in Chinese)
- 戴静, 刘贯春, 许传华, 等. 2020. 金融部门人力资本配置与实体企业金融资产投资[J]. 财贸经济, 41(4): 35-49.
- Dai J, Liu G C, Xu C H, et al. 2020. Financial sector's human capital allocation and financial asset investment in the real sector[J]. *Finance & Trade Economics*, 41(4): 35-49. (in Chinese)
- 官汝凯, 徐悦星, 王大中. 2019. 经济政策不确定性与企业杠杆率[J]. 金融研究, (10): 59-78.
- Gong R K, Xu Y X, Wang D Z. 2019. Economic policy uncertainty and firm leverage in China[J]. *Journal of Financial Research*, (10): 59-78. (in Chinese)
- 顾海峰, 于家珺. 2019. 中国经济政策不确定性与银行风险承担[J]. 世界经济, 42(11): 148-171.
- Gu H F, Yu J J. 2019. China's economic policy uncertainty and bank's risk-taking[J]. *The Journal of World Economy*, 42(11): 148-171. (in Chinese)
- 何韧, 刘兵勇, 王婧婧. 2012. 银企关系、制度环境与中小微企业信贷可得性[J]. 金融研究, (11): 103-115.
- He R, Liu B Y, Wang J J. 2012. Bank-firm relationship, institutional environment and MSME credit availability[J]. *Journal of Financial Research*, (11): 103-115. (in Chinese)
- 纪洋, 王旭, 谭语嫣, 等. 2018. 经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J]. 经济学(季刊), 17(2): 449-470.
- Ji Y, Wang X, Tan Y Y, et al. 2018. Economic policy uncertainty, implicit guarantee and divergence of corporate leverage rate[J]. *China Economic Quarterly*, 17(2): 449-470. (in Chinese)
- 刘贯春, 段玉柱, 刘媛媛. 2019. 经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资[J]. 经济研究, 54(8): 53-70.
- Liu G C, Duan Y Z, Liu Y Y. 2019. Economic policy uncertainty, asset reversibility, and real investment: Evidence from China[J]. *Economic Research*

- Journal*, 54(8): 53-70. (in Chinese)
- 刘莉亚, 余晶晶, 杨金强, 等. 2017. 竞争之于银行信贷结构调整是双刃剑吗? ——中国利率市场化进程的微观证据[J]. *经济研究*, 52(5): 131-145.
- Liu L Y, Yu J J, Yang J Q, et al. 2017. Is competition a double-edged sword for the bank credit structure adjustment? Evidence from the process of interest rate liberalization in China[J]. *Economic Research Journal*, 52(5): 131-145. (in Chinese)
- 刘晓光, 刘元春. 2019. 杠杆率、短债长用与企业表现[J]. *经济研究*, 54(7): 127-141.
- Liu X G, Liu Y C. 2019. Leverage, short-term debt for long-term use and firm performance[J]. *Economic Research Journal*, 54(7): 127-141. (in Chinese)
- 彭俞超, 韩珣, 李建军. 2018. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. *中国工业经济*, (1): 137-155.
- Peng Y C, Han X, Li J J. 2018. Economic policy uncertainty and corporate financialization[J]. *China Industrial Economics*, (1): 137-155. (in Chinese)
- 钱雪松, 方胜. 2017. 担保物权制度改革影响了民营企业负债融资吗? ——来自中国《物权法》自然实验的经验证据[J]. *经济研究*, 52(5): 146-160.
- Qian X S, Fang S. 2017. Does reform on security interests system affect corporate debt financing? Evidence from a natural experiment in China[J]. *Economic Research Journal*, 52(5): 146-160. (in Chinese)
- 饶品贵, 姜国华. 2013. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J]. *经济研究*, 48(1): 68-82, 150.
- Rao P G, Jiang G H. 2013. The impact of monetary policy on the relationship between bank loans and business credits[J]. *Economic Research Journal*, 48(1): 68-82, 150. (in Chinese)
- 谭小芬, 张文婧. 2017. 经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J]. *世界经济*, 40(12): 3-26.
- Tan X F, Zhang W J. 2017. The transmission mechanism analysis of the impact of economic policy uncertainty on corporate investment[J]. *The Journal of World Economy*, 40(12): 3-26. (in Chinese)
- 杨玉龙, 王曼前, 许宇鹏. 2020. 去杠杆、银企关系与企业债务结构[J]. *财经研究*, 46(9): 138-152.
- Yang Y L, Wang M Q, Xu Y P. 2020. Deleveraging, bank-enterprise relationship and enterprises' debt structure[J]. *Journal of Finance and Economics*, 46(9): 138-152. (in Chinese)
- 钟凯, 程小可, 张伟华. 2016. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管

- 理世界,(3): 87-98, 114.
- Zhong K, Cheng X K, Zhang W H. 2016. The moderate adjustment of monetary policy and the phenomenon of corporate long-term investment with short-term financing[J]. *Management World*, (3): 87-98, 114. (in Chinese)
- Bachmann R, Elstner S, Sims E R. 2013. Uncertainty and economic activity: Evidence from business survey data[J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(2): 217-249.
- Baker S R, Bloom N, Davis S J. 2016. Measuring economic policy uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4): 1593-1636.
- Beck T, Levine R. 2002. Industry growth and capital allocation: Does having a market-or bank-based system matter? [J]. *Journal of Financial Economics*, 64(2): 147-180.
- Boone A L, Kim A, White J T. 2017. Local policy uncertainty and firm disclosure[R].
- Bordo M D, Duca J V, Koch C. 2016. Economic policy uncertainty and the credit channel: Aggregate and bank level U. S. evidence over several decades[J]. *Journal of Financial Stability*, 26: 90-106.
- Campello M, Graham J R, Harvey C R. 2010. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 97(3): 470-487.
- Carvalho D, Ferreira M A, Matos P. 2015. Lending relationships and the effect of bank distress: Evidence from the 2007—2009 financial crisis[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(6): 1165-1197.
- Chen T, Harford J, Lin C. 2015. Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments[J]. *Journal of Financial Economics*, 115(2): 383-410.
- Cheng M, Subramanyam K R. 2008. Analyst following and credit ratings [J]. *Contemporary Accounting Research*, 25(4): 1007-1044.
- Christiano L J, Motto R, Rostagno M. 2014. Risk shocks [J]. *American Economic Review*, 104(1): 27-65.
- Cui C Y, John K, Pang J R, et al. 2018. Employment protection and corporate cash holdings: Evidence from China's labor contract law [J]. *Journal of Banking & Finance*, 92: 182-194.
- Custódio C, Ferreira M A, Laureano L. 2013. Why are US firms using more short-term debt? [J]. *Journal of Financial Economics*, 108(1): 182-212.
- Denis D J, McKeon S B. 2012. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases [J]. *The Review of Financial Studies*, 25(6): 1897-1929.

- Fan J P H, Titman S, Twite G. 2012. An international comparison of capital structure and debt maturity choices [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1): 23-56.
- Flannery M J. 1986. Asymmetric information and risky debt maturity choice [J]. *The Journal of Finance*, 41(1): 19-37.
- Graham J R. 1996. Debt and the marginal tax rate [J]. *Journal of Financial Economics*, 41(1): 41-73.
- Gregory N, Tenev S. 2001. The financing of private enterprise in China [J]. *Finance and Development*, 38(1): 14-17.
- Guedes J, Opler T. 1996. The determinants of the maturity of corporate debt issues [J]. *The Journal of Finance*, 51(5): 1809-1833.
- Gulen H, Ion M. 2016. Policy uncertainty and corporate investment [J]. *The Review of Financial Studies*, 29(3): 523-564.
- Hadlock C J, Pierce J R. 2010. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index [J]. *The Review of Financial Studies*, 23(5): 1909-1940.
- Han S, Qiu J P. 2007. Corporate precautionary cash holdings [J]. *Journal of Corporate Finance*, 13(1): 43-57.
- Jensen M C, Meckling W H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Jiang L L, Pittman J A, Saffar W. 2019. Policy uncertainty and textual disclosure [R].
- John K, Litov L, Yeung B. 2008. Corporate governance and risk-taking [J]. *The Journal of Finance*, 63(4): 1679-1728.
- Kahl M, Shivdasani A, Wang Y H. 2015. Short-term debt as bridge financing: Evidence from the commercial paper market [J]. *The Journal of Finance*, 70(1): 211-255.
- Laeven L. 2003. Does financial liberalization reduce financing constraints? [J]. *Financial Management*, 32(1): 5-34.
- Leary M T. 2009. Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure [J]. *The Journal of Finance*, 64(3): 1143-1185.
- Liu G C, Zhang C S. 2020. Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decisions in China [J]. *China Economic Review*, 63: 101279.
- Mclean R D, Zhao M. 2014. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance [J]. *Journal of Finance*, 69(3): 1377-1409.
- Modigliani F, Miller M H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [J]. *The American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- Pan W F, Wang X J, Yang S X. 2019. Debt maturity, leverage, and political

- uncertainty [J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50: 100981.
- Park C. 2000. Monitoring and structure of debt contracts [J]. *The Journal of Finance*, 55(5): 2157-2195.
- Pástor L, Veronesi P. 2013. Political uncertainty and risk premia [J]. *Journal of Financial Economics*, 110(3): 520-545.
- Rajan R G. 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt [J]. *The Journal of Finance*, 47(4): 1367-1400.
- Rajan R G, Zingales L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data [J]. *The Journal of Finance*, 50(5): 1421-1460.
- Shikimi M. 2020. Bank loan supply shocks and leverage adjustment [J]. *Economic Modelling*, 87: 447-460
- Wang Y Z, Chen C R, Huang Y S. 2014. Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26: 227-243.

Economic Policy Uncertainty and Corporate Debt Maturity Structure

Yongwei Ye¹ Jiaxuan Li² Yunqing Tao³

(1. School of Public Economics and Administration, Shanghai University of Finance and Economics;

2. School of Management, Huazhong University of Science and Technology;

3. National School of Development, Institute of Digital Finance, Peking University)

Abstract Theoretically, under the background of rising economic policy uncertainty, the reduction in long-term capital demand caused by the decline in corporate fixed asset investment and the weakening of long-term credit supply willingness of financial institutions will both lead to the shortening of corporate debt maturity structure. Based on the panel data of China's A-share listed companies, this paper finds that economic policy uncertainty will lead to the shortening of corporate debt maturity structure. The root cause is not at the credit demand side, but at the credit supply side. In other words, economic policy uncertainty leads to the weakening of the willingness of financial institutions to supply long-term credit. Specifically, on the one hand, it is manifested that in companies that do not have government guarantees and have greater financial risks, economic policy uncertainty has a stronger effect on shortening the corporate debt maturity structure; on the other hand, it is manifested that economic policy uncertainty leads to a larger long-term funding gap for companies, which forces companies to use short-term liabilities to

support long-term investment. Further research finds that in companies with serious information asymmetry, the effect of economic policy uncertainty on the shortening of the debt maturity structure is stronger, which indicates that information asymmetry is one of the important factors that affect the willingness of financial institutions to supply long-term credit. The research in this article reveals the logic behind the changes in the maturity structure of Chinese corporate debt at this stage, which has certain significance for the effective implementation of structural deleveraging policies.

JEL Classification D21, G32