

政策不确定性与企业负债： 基于金融生态环境视角¹

宫汝凯²

摘 要 随着中国经济转型改革逐渐深化,企业发展将面临越来越多的不确定性。本文基于宏观经济政策不确定性与地方政府官员变更可能引致政策不连续性的双重视角系统探讨中国工业企业负债率变化背后的逻辑。结果表明,随着经济政策不确定性指数和地区官员变更比例上升,当地工业企业的负债率均出现显著下降,且这一效应在2008年之后、东中部地区以及短期负债、非国有和规模较小企业样本中更为显著。进一步研究发现,政策不确定性指数和地方政府官员变更比例上升均对地区金融生态环境具有显著的负向影响,表明金融生态环境是双重不确定性影响企业负债融资的主要机制。本文的研究结论为深入理解近年来中国实体企业负债率变动提供了新的视角,对增强金融服务实体经济,积极推进供给侧结构性改革以及实现经济高质量发展具有重要的现实意义。

关键词 政策不确定性;官员变更;金融生态;企业负债

0 引言

随着中国经济进入“新常态”和增速放缓,债务规模出现快速扩张。国际清算银行发布的统计数据显示,在1998—2013年间,中国非金融部门的杠杆率由114.9%提高到206.6%,年均上升6个百分点。特别是在金融危机之后,杠杆率从2008年的138.4%快速升高到2016年的241.4%,年均增长12.9个百分点。潜在的风险引起中央政府的高度关注。2015年,中央工作会议将“去杠杆”列为供给侧结构性改革的五大任务之一;2016年,中央经济工作明确“要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重”;2017年,党的十九

¹ 作者感谢国家自然科学基金面上项目(71873028)、国家自然科学基金资助重点项目(71832001)和上海市浦江人才计划(21PJJC001)的资助。

² 宫汝凯,东华大学旭日工商管理学院教授,E-mail:gong.rukai@dhu.edu.cn。

大报告将“防范化解重大风险”置于三大攻坚战之首;2018年,中央财经委员会第一次会议提出“结构性去杠杆”的思路。如何去杠杆已成为社会各界关注的焦点问题。然而,在微观层面上,中国工业企业的平均负债率则呈现出逐年下降的趋势,从1998年的65%持续下降到2013年的51%,年均下降约1个百分点(钟宁桦等,2016)。杠杆率在宏观整体与微观企业表现的不一致意味着社会资金配置出现了“偏离实体”的态势,很可能增大金融风险,加大“去杠杆”等供给侧结构性改革的政策实施难度。同时,经济要实现高质量发展需要金融部门的支持,资金“脱实向虚”的隐患值得关注,探索其背后的逻辑正是本文研究的出发点。

对照经济社会发展的现实,中国正处于逐渐从计划经济向社会主义市场经济的转型阶段,中央和地方各级政府均在这一过程中发挥着积极的作用。一方面,中央政府通过制定推动大规模的跨区域基础设施建设(如高铁)、减缓经济周期波动以及鼓励和引导新兴产业发展(如高新技术开发区)等宏观经济政策,促进国民经济的稳定和快速发展。但这可能会使企业面临着政策不确定性及相关问题:在诸多政策出台之前,企业通常很难准确地预测未来政策的形式、内容和持续时间;在政策出台之后,其执行强度和效果上往往会存在多重可能;加之政策会出现频繁地变更,这些均会使企业对未来产生不确定性预期。另一方面,在中央-地方分权制模式下,地方政府会制定促进本地区发展的经济政策,比如辖区内基础设施建设、招商引资、城市规划和建设以及工业园区整改等,在促进区域经济快速发展过程中发挥着积极的作用。此外,基于中国特定的政治制度背景,地方政府官员的变更往往伴随着既有政策的中断、调整和新政策的推行,势必导致地区经济发展政策出现不连续性和不确定性(杨海生等,2015)。以上两个方面均可能使企业在经营决策过程中面临越来越多的政策不确定性。企业的融资决策往往依赖于有关未来的预期和信息,进而会受到政策不确定性的影响(Baker et al., 2016)。一方面,政策不确定性上升会增加企业管理层对未来经济政策形势判断的难度,降低其投资意愿,减少融资需求;另一方面,政策不确定性升高会增加借贷双方之间潜在的信息不对称程度,同时造成企业未来的现金流暴露在更大的波动和违约风险之中,导致企业面临的信贷供给量下降。初步推断,在保持其他条件不变的情况下,政策不确定性上升会导致企业的债务融资下降。在这种情形下,倘若一味地实施“去杠杆”极有可能进一步恶化实体企业的融资环境,加剧信贷资金对实体经济的偏离,进而影响中国经济的转型发展。因此,深入分析实体企业负债变动背后的逻辑对科学地推动供给侧结构性改革和防控化解重大金融风险具有很强的现实意义。

本文将不确定性、金融生态环境与企业负债融资纳入同一分析框架,在文献梳理和理论分析的基础上,基于宏观层面经济政策不确定性与地区层面官员

变更潜在的政策不连续性双重视角,综合运用1998—2013年中国工业企业数据库、Baker et al. (2016)和Huang and Luk (2020)构建的政策不确定性指数以及各地区政府官员变更数据和2005—2013年地区金融生态环境评价指标,从宏观到微观涵盖“全国-地区-企业”三个层面数据,系统地实证分析政策不确定性对企业负债的影响以及其作用机制。结果表明,政策不确定性指数和官员变更比例均对企业负债具有显著的负向影响,且这一效应在2008年之后、东中部以及短期负债、非国有和规模较小企业的样本中更为显著。采用中介检验方法的机制检验估计结果显示,政策不确定性指数和官员变更比例均对地区金融生态环境指数(直接指标)和信贷资产质量(间接指标)具有显著的负向影响,进而表明金融生态环境是不确定性影响企业负债的重要机制。以上研究结论在替换关键变量和多种模型设定下均具有较强的稳健性。

与现有文献相比,本文的贡献主要体现在三个方面:第一,基于经济和政治两个维度的不确定性视角探讨中国实体企业负债率变动背后的逻辑,并采用“全国-地区-企业”三个层面的数据为双重不确定性对企业融资行为的影响提供全面和细致的经验证据,拓展了宏观经济政策与微观企业融资行为之间互动关系方面的研究;第二,从金融生态环境视角探讨双重不确定性与企业债务融资之间关系背后的内在机制,为深入理解中国实体企业负债率变化提供崭新的视角,同时对政策不确定性和金融生态环境对企业行为的影响等相关文献进行扩展;第三,细致考察了双重不确定性对企业负债影响在时空、债务期限结构和企业所有制、规模等方面的异质性,增进对不确定环境下实体企业负债率变动的认识和理解,同时为科学实施“去杠杆”供给侧结构性改革政策和增强金融服务实体经济的能力提供更具针对性的政策启示。

本文其余部分的结构安排如下:第1部分为文献综述和理论分析;第2部分为数据和变量说明;第3部分考察不确定性与企业负债之间关系;第4部分为基于金融生态环境视角的机制检验;最后是研究结论与政策启示。

1 文献综述和理论分析

政策不确定性和企业负债变化均引起了社会各界的广泛关注,也吸引了许多学者进行研究。这一部分首先对相关文献进行梳理,在此基础上,对政策不确定性对企业负债以及金融生态环境的影响进行理论分析,提出相应的研究假说。

1.1 文献综述

与本文直接相关的有两块文献:一是政策不确定性对企业融资的影响。林建浩和阮萌柯(2016)采用2003—2014年沪深A股上市公司季度数据和Baker

et al. (2016) 构建的经济政策不确定性指数研究表明,政策不确定性对企业融资具有抑制效应,并从资金供给和需求两个角度探讨其作用机制;蒋腾等(2018)以 2003—2016 年 A 股非金融类上市公司为分析样本研究发现,经济政策不确定性上升导致企业银行借款水平下降;纪洋等(2018)采用 2003—2014 年 A 股上市公司季度数据探讨经济政策不确定性对不同所有制企业杠杆率异质性的影响,结果表明,经济政策不确定性上升分别导致了国有企业杠杆率的上升和非国有企业杠杆率的下降,为解释杠杆率分化提供了新的视角;张承骞和吴华强(2018)基于 2003—2016 年 A 股上市公司数据分析经济政策不确定性对企业资本结构的影响,结果显示,政策不确定性与企业资本结构存在显著的负相关关系,政策不确定性通过降低企业的债务融资,增加企业的股权融资,从而降低企业的资本结构;才国伟等(2018)以 2003—2013 年 A 股上市公司和 31 个省级政府官员变动数据为样本,采用城市市委书记或市长的变动比率作为政策不确定性的代理变量研究发现,政策不确定性显著降低了企业的债权融资,而对股权融资的影响不显著。

二是金融生态环境对企业融资决策的影响。谢德仁和陈运森(2009)利用 2001—2004 年上市公司债务重组数据研究表明,改善金融生态环境有助于融资性负债发挥治理效应;邓建平和曾勇(2011)以 2004—2008 年民营上市公司数据为样本研究发现,在金融生态环境差的地区中,银行关联有助于民营企业获得更多的长期借款增量,显著地影响企业的债务期限结构;而在金融生态环境好的地区,影响则不显著;魏志华等(2014)采用 2007—2010 年上市公司的数据实证研究表明,良好的金融生态环境有助于缓解企业融资约束,特别是缓解中小企业以及民营企业面临的融资约束;张红凤和汲昌霖(2015)基于山东省上市公司的数据研究发现,金融生态环境改善均有助于缓解企业的融资压力和促进企业发展,并对政治关联具有替代效应。

综上所述,一方面,现有研究主要基于上市公司样本数据来探讨政策不确定性对企业融资的影响,取得了很多有益的结论。但较少探讨政策不确定性对企业融资影响背后的机制,特别是基于金融生态环境视角提供解释。另一方面,现有研究开始关注到金融生态环境对上市公司融资行为的影响,而较少涉及导致金融生态环境变化背后的因素。此外,在样本数据方面,考虑到上市公司的数量较少、规模较大,且具有相对良好的经营绩效和多元的融资手段,可能不会反映中国实体企业融资状况的全貌。有鉴于此,本文将不确定性、金融生态环境与企业债务融资纳入同一分析框架,采用中国工业企业数据,综合基于政策不确定性指数和政府官员变更比例两个视角探讨双重政策不确定性对企业负债的影响,并在此基础上基于金融生态视角检验不确定性影响实体企业负债的作用机制。

1.2 理论分析

1.2.1 政策不确定性与企业负债

政策不确定是企业的经营过程中面临的外部系统性冲击,主要包括政策预期和执行层面的不确定性以及政府改变政策立场等多个方面(Gulen and Ion, 2016)。政策不确定性对企业融资决策的影响主要体现在如下两个方面:

首先,在资金需求方面,政策不确定性变化会影响企业管理层对未来经济政策的出台、实施和政府干预程度等方面的预期。当政策不确定性上升时,产品需求的不确定性升高,管理层对未来经济形势的判断愈加困难(Wang et al., 2014; 饶品贵等, 2017);为了规避风险,管理层的投资意愿将会降低(Julio and Yook, 2012),进而减少融资需求,致使企业负债率下降(Gulen and Ion, 2016)。此外,政策不确定性上升会促使企业面临的现金流不确定性增大,为了避免未按期偿还债务带来的破产风险,企业会降低债务融资规模(王红建等, 2014)。

其次,在资金供给方面,政策不确定性上升会破坏企业面临的外部融资环境。政策不确定性,特别是与货币或信贷政策相关的政策不确定性上升会直接促发金融市场的动荡,导致企业未来现金流大幅波动,降低企业对投资项目净现值估计的准确性,作为债权人的银行等金融机构将面临更大的违约风险。此外,政策不确定性上升将增加借款者和贷款者之间潜在的信息不对称,银行对企业的信用评价变得更加复杂且困难,导致银行不良贷款增加,迫使银行采取谨慎的信贷政策,提高贷款要求,最终使得企业的融资成本上升(Pástor and Veronesi, 2013; Francis et al., 2014)。

对照中国经济社会发展的现实,政府通过“有形之手”控制了大量的经济资源,采用多种经济调控手段频繁地干预经济运行。在这种情形下,政策不确定性对企业经营决策的影响可能更为明显。李凤羽和杨墨竹(2015)、饶品贵等(2017)以及谭小芬和张文婧(2017)均采用Baker et al. (2016)构建的政策不确定性指数研究发现,经济政策不确定性上升会对企业投资产生显著的抑制作用。另外,考虑到政府官员变更可能会引起经济政策不确定性(Julio and Yook, 2012),中国特定的政治制度意味着地方政府官员变更是政策不确定性较为合适的代理变量。一方面,长期以来,地方政府是促进经济发展和维护社会秩序的实际执行者,掌握着地区行政审批、土地征用、贷款担保和政策优惠等重要资源(周黎安, 2007)。另一方面,政府官员的个体特征会对任期内经济增长产生非常大的影响(张军和高远, 2007);政府官员变更往往伴随着既有政策中断和新政策实施,导致经济政策的不连续性和不确定性(杨海生等, 2015),势必会影响当地企业的经营决策。贾倩等(2013)使用官员更替作为政策不确定性的代理变量研究发现,经济政策不确定性上升会对企业投资产生显著的负向影响。

基于以上分析,本文提出如下研究假说 H1。

H1: 随着政策不确定性升高,企业负债率将出现下降。

1.2.2 不确定环境下的金融生态环境与企业负债

良好的金融环境是促进企业持续健康发展的重要保障,学者们将企业赖以发展的金融环境综合概括为金融生态环境。周小川(2009)首次将生态学理论运用于中国金融体系的分析之中,系统阐述了“金融生态”的概念。具体而言,金融生态是居民、企业和政府等部门构成的金融产品和金融服务的消费群体,以及这些金融主体在互动过程中生成、运行和发展的经济、社会、法治、文化和习俗等体制、制度和环境(李扬等,2005;刘煜辉,2007)。这意味着,金融生态的内涵不仅包括金融发展的维度,还涉及政府治理、经济基础和制度文化等要素;其中,政府治理主要衡量政府的运行效率,即政府对经济的干预质量;经济基础反映了投资效率与经济的发展水平;制度文化揭示了制度环境的完善程度和信用的发展水平(李扬和张涛,2009)。理论上,在政府干预少、经济发达、金融资源充沛、制度完善以及信用文化浓厚的金融环境中,企业更能够实现自主经营,不仅可以充分利用银行信贷资源,而且注重诚信和具有良好的法律制度作为保障,更容易获得商业授信和金融机构的融资支持。基于以上分析推断,金融生态环境改善将有助于企业获取外部融资;反之,随着金融生态环境恶化,企业外部融资将受到抑制,促使企业负债融资下降。

政策不确定性会对企业赖以发展的金融生态环境产生影响,主要体现在如下三个方面:首先,政策不确定性会抑制金融发展。当政策不确定性上升时,作为债务人的企业的投资受到抑制,主观上降低债务融资的意愿(饶品贵等,2017;谭小芬和张文婧,2017);同时,作为债权人的银行等金融机构将面临更大的违约风险,变得更为谨慎,进而采取紧缩的信贷政策,降低贷款额度、延长审批时间或提高贷款利率,进而限制了企业负债率的提高。其次,政策不确定性会模糊市场与政府之间的边界。在政治晋升和财政利益的双重激励下,地方政府具有促使企业扩大投资的冲动;同时,政府掌握着大量的经济资源,且拥有多样化的经济调控手段,但各地区的政策执行力度存在明显差异。特别是在2008年金融危机之后,政府对经济的干预以及引起的经济政策不确定性大幅升高,可能会弱化政府对经济社会的治理机制。再次,政策不确定性会影响地区经济发展的基础。为了在不确定环境下实现既定的经济和政治目标,地方政府官员倾向于采取在短期对经济增长具有促进作用的经济政策,而忽视其在长期可能产生的不利影响。这种行为可能会成为动摇经济体系稳定发展的风险点,降低经济运行效率,影响宏观经济长期稳定发展的基础。最后,政策不确定性还会影响微观个体对未来的预期,抑制居民消费和企业投资。随着政策不确定性上升,投资者的理性选择是观望和延迟投资,势必会延缓经济增长的步伐。两个

方面均会对地区经济发展的基础条件产生不利影响。

综合以上三个方面,政策不确定性上升可能会对金融发展、政府治理和经济基础产生不良的影响;并可能在长期影响到地区的信用环境和制度文化,进而对企业的融资决策产生不利影响。基于以上分析,本文提出如下研究假说 H2。

H2: 随着政策不确定性上升,地区金融生态环境将会趋于恶化,促使当地企业的负债率下降,即金融生态环境是不确定性影响企业债务融资的重要机制。

2 数据与变量

为了检验以上研究假说,本文将综合采用政策不确定性指数、地方政府官员变更比例、地区金融生态环境评价指标和经济发展以及中国工业企业等从宏观到微观并涵盖“全国-地区-企业”三个层面的数据,分别对应着政策不确定性、地区金融生态环境和经济发展以及企业特征等主要变量。

2.1 度量政策不确定性

政策不确定性是本文关注的关键变量。参考现有的研究,采用两种常见的度量方法:一是基于文本挖掘技术对报纸等媒体文章特定关键词搜索得到的政策不确定性指数;二是考虑政府官员对地区经济发展的潜在影响,采用地方政府官员变更比例作为政策不确定性的代理变量。

2.1.1 基于文本挖掘的政策不确定性指数

在最近的研究中,Baker et al. (2013,2016)创新性地利用文本挖掘方法对《南华早报》(South China Morning Post)上的关键词进行搜索,以1995年1月为基期进行指数化构建中国经济政策不确定性的月度指数([Http://www.policyuncertainty.com/](http://www.policyuncertainty.com/),下称BBD-EPU指数),为本文的研究提供了必要的基础数据。需要说明的是,BBD-EPU指数具有较长的时间序列,且能够较为准确地反映中国宏观经济政策变动的实际情况,得到了广泛的认可和应用(李凤羽和杨墨竹,2015;Gulen and Ion, 2016;饶品贵等,2017;陈胜蓝和李占婷,2017)。但该数据来源于在香港发行的《南华早报》,更多关注与香港经济有关的信息,可能未完全反映中国大陆经济政策不确定性的状况;此外,单一报纸可能会因编辑的政策或偏好倾向而出现测量偏差。基于这些考虑,Huang and Luk (2020)采用中国大陆的10份报纸,在每份报纸的网页上搜索与不确定性等相关关键词的文章,重新构建2000年1月以来的中国经济政策不确定性月度指数([Https://economicpolicyuncertaintyinchina.weebly.com/](https://economicpolicyuncertaintyinchina.weebly.com/),下称HL-EPU指

数)^①。在以下的实证分析中,首先采用 BBD-EPU 指数(Epu1_x),然后基于 HL-EPU 指数(Epu2_x)进行稳健性检验^②。

鉴于本文的实证分析采用年度数据,参考李凤羽和杨墨竹(2015)以及 Gulen and Ion (2016)的处理方法,我们使用每年 12 月公布的政策不确定指数(Epu_lm)作为当年政策不确定性的衡量指标。同时,采用月度政策不确定性指数的简单平均得到年度政策不确定性指数(Epu_sa)和月份加权平均得到的年度政策不确定性指数(Epu_wa)进行稳健性检验,其中, $Epu_sa = \sum_{m=1}^{12} epu_m / 12$ 和 $Epu_wa = \sum_{m=1}^{12} m \times pui_m / \sum_{m=1}^{12} m$, pui_m 表示月份 m 的政策不确定性指数。相应变量的描述性统计如表 1 所示。

表 1 双重政策不确定性指标变量的描述性统计

	Mean	St. dev	Min	p25	Med	p75	Max
Epu1_lm	123.55	74.21	20.72	69.67	96.88	137.23	324.46
Epu1_sa	114.44	49.26	55.69	73.27	106.6	129.16	244.40
Epu1_wa	117.01	55.01	57.21	69.73	96.87	147.97	243.74
Epu2_lm	118.08	37.12	53.51	83.34	127.49	142.36	199.95
Epu2_sa	106.63	37.17	52.62	77.99	91.60	155.75	165.74
Epu2_wa	108.39	37.97	55.04	76.12	98.36	146.7	174.27
Chgrate_se/%	26.08	18.01	0	9.52	27.27	36.36	85.71
Chgrate_ma/%	29.97	20.66	0	11.76	27.27	45.45	90.91
Chg_rate/%	40.53	22.67	0	23.53	41.18	55.56	90.91

2.1.2 官员变更比例

根据以上分析,地方政府的官员更替可能会引起政策的不连续性和不确定性,可作为政策不确定性合适的代理变量。结合中国的实际情况,借鉴杨海生等(2015)和才国伟等(2018)的研究思路,构建地方政府官员变更比例指标,即在一个省内市委书记或市长的变更比例^③:

① 具体而言,鉴于数据的完整性以及发行的覆盖面,Huang and Luk(2020)从慧科新闻(报纸)数据库中的 114 种报纸中,选取《北京青年报》《广州日报》《解放日报》《人民日报(海外版)》《上海早报》《南方都市报》《北京日报》《今晚报》《文汇报》和《羊城晚报》10 种报纸。需要说明的是,其与 Bloom et al.(2007)所编制的指数相比具有以下优点:首先,HL 指数编制采用了多份不同的报纸,能够客观地捕捉经济政策的不确定性;其次,HL 指数能够更好地应用于宏观经济的预测和分析;最后,利用中国内地报纸进行了多种稳健性测试,结果显示指数受媒体偏差(media bias)影响轻微。

② 此外,我们进一步收集了 Davis et al. 应用 Baker et al.(2016)的测算方法和基于中国大陆的《人民日报》和《光明日报》构建的中国经济政策不确定性指数(数据来源:Http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html,下称 DLS-EPU 指数),进行稳健性检验。

③ 基于这一考虑,我们剔除了北京、天津、上海和重庆四个直辖市。此外,在样本期内,海南省仅有海口和三亚两个城市,数据较少以及西藏自治区的数据不全将其剔除,得到 25 个省级地区的样本数据。

$$\text{Chg_rate}_{i,j,t} = \frac{\text{Change}_{i,j,t}}{N_{i,j,t}}$$

其中, $\text{Change}_{i,j,t}$ 是企业 i 的注册地所在省 j 在 t 年发生市委书记或者市长变更的地级市数量; $N_{i,j,t}$ 是企业 i 的注册地所在的省 j 在 t 年地级市行政区的总量。本文分别构建市委书记变更比例 (Chgrate_se)、市长变更比例 (Chgrate_ma) 以及市委书记或市长两者之一变更比例 (Chg_rate) 三类指标进行实证分析, 且互为稳健性检验。数据是根据中国经济网“地方党政领导人物库”、中国共产党新闻网“中国党政领导干部资料库”和人民网公布的干部资料手工整理得到。相应变量的描述性统计如表 1 所示。

2.2 地区金融生态以及经济发展

金融生态是企业赖以发展的外部金融环境的综合, 是本文主要关注的机制变量。本文采用的金融生态 (Fineco) 数据来自中国社会科学院金融研究所的专题系列研究成果《中国地区金融生态环境评价》(李扬等, 2005; 刘煜辉, 2007; 李杨和张涛, 2009; 刘煜辉和陈晓升, 2011; 王国刚和冯光华, 2015)。2005 年, 中国社会科学院金融研究所针对各地区的金融生态环境进行了专题研究, 围绕中国经济的转型特征, 首次对金融生态这一概念的内涵作了系统的论述, 并进一步根据中国人民银行调查统计系统在各地区征调的金融信贷数据、企业和金融部门问卷调查数据以及统计年鉴数据构建了各地区金融生态环境评价指标体系和信贷资产质量指标。该数据从 2005 年开始统计, 陆续发布了 2005 年、2007 年、2009 年、2011 年和 2013 年的研究报告和统计数据。这一数据被涉及金融生态相关主题的研究广泛采用 (谢德仁和陈云森, 2009; 邓建平和曾勇, 2011; 魏志华等, 2014), 也为本文的研究提供了丰富和必要的数据和资料支持。

在以下的实证分析中, 本文采用前后两年的简单平均值来补充中间年份的数据^①, 鉴于西藏自治区的数据不全, 将其剔除, 形成 2005—2013 年 30 个省份 (地区) 的面板数据。考虑到地区经济发展特征对企业负债的潜在影响, 选择如下变量作为控制变量, 包括人均 GDP (Pgdp)、第二产业产值占 GDP 比重 (Second)、第三产业产值占 GDP 比重 (Third)、市场化进程 (Mkt)、对外贸易开放度 (Trade_open) 和对外投资开放度 (Fdi_open) 等。其中, 采用樊纲等 (2011) 和王小鲁等 (2017) 编制的市场化指数表示市场化进程 (Mkt); 对外贸易开放度和外资开放度分别采用各地区按经营单位所在地区货物进出口总额与地区生产总值的比值以及各地区实际利用外资总额与地区生产总值的比值来衡量。

^① 另外, 我们尝试了采用前一年或后一年的数值作为替代, 得到的实证结果并未出现显著差异。

相关变量描述性统计在表 2 展示。

表 2 地区金融生态与经济发展特征变量的描述性统计

	Mean	St. dev	Min	p25	Med	p75	Max
Fineco	59.59	14.95	11.60	46.70	60.50	70.20	92.20
Quality	59.20	29.62	10.00	33	65.90	85.90	98.30
Pgdp/元	24808.41	14682.33	2364	12551.92	22661	33781.34	75779.71
Second/%	49.373	6.047	19.74	47.01	50.35	53.88	59.05
Third/%	40.57	6.917	28.3	36.2	39.95	43.5	77.52
Mkt	8.345	2.508	0.10	6.53	8.44	10.14	14.05
Trade_open/%	59.556	47.315	3.20	14.27	54.46	94.25	172.23
Fdi_open/%	64.198	45.404	4.73	25.56	52.94	91.30	570.80

2.3 企业层面的数据

本文采用的企业数据来自国家统计局 1998—2013 年的《中国工业企业数据库》(不包括 2010 年数据)^①。其统计调查的对象涵盖了全部国有企业以及“规模以上”(要求企业每年的主营业务收入在 500 万元及以上,2011 年该标准改为 2000 万元及以上)的非国有企业。该数据库是目前国内可获得的最为庞大的微观企业数据,包括“国民经济行业分类”中的“采掘业”“制造业”和“电力、燃气及水的生产和供应业”三个门类(制造业占 90%以上),包含了企业代码、行业代码、所在地代码、职工人数、企业所有制性质等基本信息以及产品销售、企业资产、负债和现金流量等相关财务信息。为了保证数据的有效性,参考杨汝岱(2015)的思路,对数据进行如下处理:剔除了生产总值小于或等于 0、出口值小于 0、新产品产值小于 0、新产品产值大于生产总值、固定资产小于 0、固定资产大于总资产、流动资产小于 0、流动资产大于总资产、负债小于 0 的样本;为了消除极端值的影响,剔除连续型变量位于前后 1%的观测值。最终得到 2790986 个样本,包含 468051 家企业的非平衡面板数据。

企业负债率(Lev)由企业的总负债除以总资产计算得到。考虑到其他的企业特征变量对企业负债率的潜在影响,根据既有的研究文献,选取如下变量作为控制变量:企业规模(Firm_size),由企业总资产取对数得到,用来控制信贷配置的规模歧视;固定资产占总资产的比重(Fixed_asset),用来控制抵押品的价值变化;资产收益率(ROA),由利润总额除以总资产计算得到,用来控制企业的盈利能力;企业年龄及年龄的平方(Firm_age 和 Firm_age2),用来控制企业的经验

^① 由于 2010 年的数据受到广泛的质疑,我们剔除 2010 年的样本,并将 2009 年和 2011 年作为连续年份处理。

和学习能力的影响；企业的市场占有率（Pc_sale），用来控制企业的市场竞争力水平，以及行业竞争度，采用三位行业代码的 Herfindahl-Hirschman 指数（HHI）来表示；企业的所有制结构（Ownership），根据控股情况，将企业分为国有（State_owner）、民营（Private_owner）、港澳台和外资（Foreign_owner）以及其他（Other_owner）等四种类型。

企业特征变量的描述性统计在表 3 展示。在 1998—2013 年间，我国工业企业的平均负债率为 56.88%，在企业和时间跨度上存在较大差异，最小值为 0.96%，最大值为 100%。从债务期限角度来看，短期负债率（SLev）的均值为 51.75%，长期负债率（LLev）的均值为 5.16%，表明我国工业企业的债务以短期负债为主。固定资产占总资产比重的均值为 35.56%；企业平均资产收益率为 14.30%；企业年龄的均值为 9.4 年；在所有制结构方面，民营企业的占比最高，达到 41.3%，国有企业的占比为 15.3%。

表 3 企业特征变量的描述性统计

	Mean	St. dev	Min	p25	Med	p75	Max
Lev/%	56.88	27.00	0.96	36.73	58.38	77.55	100.00
SLev/%	51.75	26.91	0.02	30.49	51.86	72.58	100.00
LLev/%	5.16	12.30	0	0	0	2.55	100.00
Firm_size/亿元	2.18	0.14	1.66	2.08	2.18	2.28	2.70
Fixed_asset/%	35.56	21.83	0.57	17.78	32.70	50.70	92.54
Firm_age/年	9.41	9.23	0	4	7	12	50
ROA/%	14.30	22.21	-356.98	3.29	8.67	17.63	98.72
Pc_sale/%	4.67	9.53	0.04	0.58	1.54	4.30	10.30
HHI	0.008	0.008	0.001	0.002	0.005	0.01	0.05
State_owner	0.15	0.36	0	0	0	0	1
Private_owner	0.41	0.49	0	0	0	1	1
Foreign_owner	0.20	0.40	0	0	0	0	1
Other_owner	0.24	0.43	0	0	0	0	1

3 双重不确定性与企业负债：经验证据

3.1 计量模型

为了考察政策不确定性对企业负债的影响，参考 Gulen and Ion（2016）以及饶品贵等（2017）的研究思路，建立如下计量模型：

$$\text{Lev}_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{(j,)t-1} + \lambda' X_{j,t-1} + \lambda' Z_{i,t-1} + v_i + v_t + v_e + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

其中，下标 i 、 j 和 t 分别表示企业、地区和年份；被解释变量 $\text{Lev}_{i,j,t}$ 为企业的资

产负债率; $EPU_{(j,)t-1}$ 表示政策不确定性,是本文关注的核心解释变量。考虑到缺失重要变量会带来估计偏误,加入地区特征($X_{j,t-1}$)和企业特征($Z_{i,t-1}$)两组控制变量向量。采用解释变量的一期滞后项来缓解潜在的内生性问题。此外, v_i 表示企业固定效应,用于控制不随时间变化的企业特征变量对企业负债的潜在影响。由于极少数企业在观测期间内变更地址,因此,企业固定效应涵盖了地区固定效应(v_j); v_t 表示年份固定效应,用来控制企业负债变化的时间趋势^①; v_e 为三位数代码行业固定效应,用于控制企业负债在行业间的差异^②; $\varepsilon_{i,j,t}$ 为随机扰动项。

3.2 基准回归结果 1: 双重不确定性与企业负债

3.2.1 基于 BBD-EPU 指数的实证结果与分析

以下首先采用 Baker et al. (2016) 构建的政策不确定性指数实证分析不确定性对企业负债率的影响,基于面板数据固定效应模型(FE)的估计结果报告于表 4。采用逐步回归,Epu1_lm 的估计结果在列(1)和(2)展示。列(1)的结果表明,在控制了地区特征变量以及企业和三位代码行业固定效应后,Epu1_lm 的系数为-0.0317,且在 1%水平上显著。初步表明,政策不确定性与企业负债之间存在显著的负相关关系。

表 4 宏观政策不确定性(BBD-EPU 指数)与企业负债

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Epu1_lm	-0.0317 *** (-31.512)	-0.0177 *** (-12.442)				
Epu1_sa			-0.0592 *** (-32.156)	-0.0369 *** (-14.273)		
Epu1_wa					-0.0486 *** (-27.800)	-0.0374 *** (-14.273)
地区特征变量:						
Pgdp	0.0001 *** (13.026)	0.0001 *** (9.625)	0.0001 *** (13.026)	0.0001 *** (9.625)	0.0001 *** (13.026)	0.0001 *** (9.625)
Second	-0.4675 *** (-24.560)	-0.3446 *** (-13.566)	-0.4685 *** (-25.650)	-0.3426 *** (-13.566)	-0.4675 *** (-24.560)	-0.3426 *** (-13.566)

① 由于 BBD-EPU 指数、HL-EPU 指数均是时间序列数据,在估计相应的计量模型时不能控制年份固定效应;在如下的实证过程中,我们仅在官员变更度量的政策不确定性模型中控制了年份固定效应。感谢审稿人的建议。

② 在本文考察的样本区间内,约有 13%的企业在观测期内更换了行业代码。因此,这里控制了行业固定效应。

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
地区特征变量：						
Third	0.0796 *** (3.383)	-0.0441 (-1.436)	0.0796 *** (3.383)	-0.0441 (-1.436)	0.0796 *** (3.383)	-0.0441 (-1.436)
Mkt	-1.4633 *** (-39.107)	0.0004 (0.008)	-1.4633 *** (-39.107)	0.0004 (0.008)	-1.4633 *** (-39.107)	0.0004 (0.008)
Trade_open	0.0833 *** (47.208)	0.0248 *** (6.983)	0.0833 *** (47.208)	0.0248 *** (6.983)	0.0833 *** (47.208)	0.0248 *** (6.983)
Fdi_open	-0.0552 *** (-42.789)	-0.0590 *** (-33.525)	-0.0552 *** (-42.789)	-0.0590 *** (-33.525)	-0.0552 *** (-42.789)	-0.0590 *** (-33.525)
企业特征变量：						
Firm_size		12.3820 *** (41.633)		12.3820 *** (41.633)		12.3820 *** (41.633)
Fixed_asset		-0.2458 *** (-182.408)		-0.2458 *** (-182.408)		-0.2458 *** (-182.408)
ROA		-0.1856 *** (-54.529)		-0.1856 *** (-54.529)		-0.1856 *** (-54.529)
Firm_age		-0.0014 (-0.188)		-0.0014 (-0.188)		-0.0014 (-0.188)
Firm_age2		0.0047 *** (26.768)		0.0047 *** (26.768)		0.0047 *** (26.768)
Pc_sale		-0.1058 *** (-34.626)		-0.1058 *** (-34.626)		-0.1058 *** (-34.626)
HHI		13.0318 *** (2.483)		13.0318 *** (2.483)		13.0318 *** (2.483)
Ownership	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm_dumy	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Indus_dumy	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Obs	2790986	2790986	2790986	2790986	2790986	2790986
Adj-R ²	0.059	0.153	0.059	0.153	0.059	0.153

注：括号内为估计系数的稳健的 t 值，均经过企业层面的 clustering 调整；*** 表示在 1% 的置信水平显著。

为了缓解遗漏变量潜在的误差，进一步加入企业特征变量作为控制变量，列(2)的估计结果显示，Epu1_lm 的系数为-0.0177，且通过了 1% 水平的显著性检验。这表明政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响，进而为研究假说 1 提供了初步的证据支持。控制变量的系数大多符合预期。在地区层面上，Pgdp、Second、Mkt 和 Fdi_open 的系数均在 1% 水平下显著为负；Third 和 Trade_open 的系数均在 1% 的水平下显著为正；在企业层面上，Firm_size 和 HHI 的系

数均在1%的水平下显著为正,表明公司规模和固定资产的比重越大,可抵押品价值越高,负债率越高;Fixed_asset、ROA和Pc_sale的系数均在1%的水平下显著为负。

为了检验以上估计结果的稳健性,进一步采用Epu1_sa和Epu1_wa度量的政策不确定性指数对方程(1)进行重新回归。首先,考察Epu1_sa设定下的估计结果,如列(3)所示,在控制地区特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_sa的系数为-0.0592,且在1%水平上显著。进一步加入企业特征变量列(4)的估计结果显示,Epu1_sa的系数为-0.0369,且通过了1%水平的显著性检验。又一次表明政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响,为研究假说1提供了证据支持。然后,采用相同的思路,考察Epu1_wa设定下的估计结果,如列(5)所示。在控制了地区特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_wa的系数为-0.0486,且在1%水平上显著。进一步加入企业特征变量列(6)的估计结果显示,Epu1_wa的系数为-0.0374,且在1%水平上显著,同样表明政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响,再一次为研究假说1提供了证据支持。企业和地区经济特征控制变量的系数并未出现较大差异。综上所述,政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响,并且这一结果具有较强的稳健性。

3.2.2 基于HL-EPU指数的稳健性检验

考虑到BBD-EPU指数潜在的问题,以下将采用Huang and Luk (2020)构建的政策不确定性指数进行稳健性检验,估计结果在表5展示^①。采用逐步回归,基于Epu2_lm的估计结果在列(1)和(2)展示。列(1)的结果表明,在控制地区特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu2_lm的系数为-0.0234,且在1%水平上显著。初步表明,政策不确定性与企业负债之间具有显著的负相关关系。为了缓解遗漏变量潜在的误差,继续加入企业特征变量作为控制变量,列(2)的估计结果显示,Epu2_lm的系数为-0.0130,且通过了1%水平的显著性检验。这表明政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响,进而为研究假说1提供了初步的证据支持。

为了检验以上估计结果的稳健性,进一步采用相同的思路考察以Epu2_sa和Epu2_wa作为替代变量的估计结果。列(3)和(4)的回归结果表明,Epu2_sa的系数分别为-0.0160和-0.0168,且均在1%水平上显著,又一次表明政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响,为研究假说1提供了证据支持。列(5)和(6)的回归结果显示,Epu2_wa的系数分别为-0.0154和-0.0160,且均

^① 此外,我们还采用DLS-EPU指数进行稳健性检验,实证结果并未出现显著差异,限于篇幅,在此略去,如需要可向作者索取。

在 1%水平上显著。再一次表明政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响,进而为研究假说 1 提供了证据支持。综上所述,基于文本挖掘构建的两组政策不确定性指数的回归结果一致显示,政策不确定性对企业负债具有显著的负向影响,充分表明这一结果具有较强的稳健性。

表 5 宏观政策不确定性(HL-EPU 指数)与企业负债:稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Epu2_lm	-0.0234 *** (-11.737)	-0.0130 *** (-4.428)				
Epu2_sa			-0.0160 *** (-7.802)	-0.0168 *** (-4.428)		
Epu2_wa					-0.0154 *** (-7.802)	-0.0160 *** (-4.428)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	No	No	No
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2790986	2790986	2790986	2790986	2790986	2790986
Adj-R ²	0.055	0.143	0.055	0.143	0.055	0.143

注:括号内为估计系数的稳健的 *t* 值,均经过企业层面的 clustering 调整;*** 表示在 1%的置信水平显著。

3.3 基准回归结果 2: 官员变更与企业负债

根据第二部分的理论分析,政府官员变更会引发相应的政策变化,使得企业的融资决策面临政策不确定性的影响。接下来,考察以官员变更比例度量的政策不确定性与企业负债之间的关系,将其与以上基于文本挖掘的政策不确定性指数的实证结果互为稳健性检验。我们分别考察以市委书记变更比例(Chgrate_se)、市长变更比例(Chgrate_ma)以及两者之一变更比例(Chg_rate)等三种度量对企业负债的影响,估计结果在表 6 展示^①。

首先,采用逐步回归,列(1)、(3)和(5)的结果表明,在控制地区特征变量以及企业、年度和三位代码行业固定效应后,Chgrate_se、Chgrate_ma 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0390、-0.0390 和-0.0338,且均在 1%水平上显著。初步表明,官员变更与企业负债存在显著的负相关关系,为研究假说 H1 提供了证据支

^① 此外,我们也考察了市委书记和市长同时变化的情形,限于篇幅,这里未报告相应的估计结果,如有需要,请向作者索取。

持。为了缓解遗漏变量潜在的误差,进一步加入企业特征变量作为控制变量,列(2)、(4)和(6)的估计结果显示,Chgrate_se、Chgrate_ma 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0333、-0.0159 和-0.0316,且均通过了 1%水平的显著性检验,再一次表明官员变更对企业负债具有显著的负向影响,进而为研究假说 H1 提供了证据支持。综上所述,以官员变更度量的政策不确定性亦对企业负债产生显著的负向影响,且这一结果具有较强的稳健性。

表 6 地区政策不确定性(官员变更)与企业负债

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Chgrate_se	-0.0390*** (-3.780)	-0.0333*** (-19.069)				
Chgrate_ma			-0.0390*** (-3.945)	-0.0159*** (-11.195)		
Chg_rate					-0.0338*** (-23.535)	-0.0316*** (-13.086)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2459121	2459121	2459121	2459121	2459121	2459121
Adj-R ²	0.065	0.161	0.065	0.161	0.065	0.161

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***表示在 1%的置信水平显著。

3.4 考虑时空异质性的再考察

3.4.1 分时段

以下评估了不确定性对企业负债影响在时间上的变化,估计结果在表 7 展示^①。列(1)、(2)和(3)报告了 BBD-EPU 指数的估计结果,在控制了一系列企业和地区特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_sa 的系数在 1998—2003 年间为-0.0161,但未通过显著性检验;在 2004—2007 年间为-0.0206,且在 1%水平上显著;在 2008—2013 年间为-0.0590,同样在 1%水平上显著。列(4)、(5)和(6)报告了官员变更的估计结果,在控制了一系列企业和地区特征变量以及企业、年份和行业固定效应后,Chg_rate 的系数在 1998—2003 年样本期间

① 鉴于各种不确定性指标的系数没有出现显著差异,限于篇幅,我们只报告了 Epu1_sa 和 Chg_rate 的估计结果。

为-0.0070, 但不显著; 在 2004—2007 年间为-0.0102, 且在 1% 水平上显著; 在 2008—2013 年间样本为-0.0202, 且通过了 1% 水平的显著性检验。以上结果表明, 政策不确定性对企业负债具有显著的负向效应, 这一效应主要体现在 2004 年, 特别是在 2008 年之后。

表 7 双重不确定性与企业负债: 分时段(年)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	1998—2003	2004—2007	2008—2013	1998—2003	2004—2007	2008—2013
Epu1_sa	-0.0161 (-1.235)	-0.0206*** (-4.785)	-0.0590*** (-7.280)			
Chg_rate				-0.0070 (-0.429)	-0.0102*** (-7.382)	-0.0220*** (-2.733)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	748480	1469526	572980	637858	1331270	489993
Adj-R ²	0.131	0.110	0.165	0.143	0.118	0.157

注: 括号内为估计系数的稳健的 *t* 值, 均经过企业层面的 clustering 调整; *** 表示在 1% 的置信水平显著。由于篇幅受限, 这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

3.4.2 分地区

考虑到经济发展在各地区的潜在差异, 企业负债率变动呈现出区域性的分化特征(钟宁桦等, 2016), 以下将分析政策不确定性对企业负债的影响在空间上的异质性^①。表 8 分地区的估计结果表明, 在控制了一系列企业、地区特征变量以及企业和行业固定效应后, Epu1_sa 的系数在东部和中部地区样本下分别为-0.0773 和-0.0736, 且均在 1% 水平上显著, 而在西部地区样本下为-0.0561, 仅通过了 10% 水平的显著性检验, 表明政策不确定性对东部和中部地区企业负债均具有更为显著的负向影响; 相似地, 在东部和中部地区样本下, Chg_rate 的系数分别为-0.0873 和-0.0347, 且均通过了 1% 水平的显著性检验, 而在西部地区样本下为-0.0086, 且不显著。以上结果表明, 政策不确定性对企业负债的负向效应具有显著的地区差异, 主要体现在东部和中部地区。

^① 将样本省份进行如下划分: 东部地区包括北京、河北、天津、辽宁、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东和海南(11); 中部地区包括吉林、黑龙江、河南、山西、湖北、湖南、安徽和江西(8); 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆(11)。

表 8 双重不确定性与企业负债:分地区

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	东部	中部	西部	东部	中部	西部
Epu1_sa	-0.0773 *** (-45.811)	-0.0736 *** (-8.257)	-0.0561 * (-1.913)			
Chg_rate				-0.0873 *** (-31.555)	-0.0347 *** (-5.932)	-0.0086 (-0.982)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2105507	452111	233368	1808976	449312	200833
Adj-R ²	0.139	0.204	0.131	0.149	0.204	0.132

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、* 分别表示在 1%、10% 的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

3.5 考虑债务结构和企业异质性的进一步分析

3.5.1 分债务期限结构

在我国企业的债务中,短期债务占据着主导地位。如表 3 所示,短期负债率的均值为 51.75%,明显高于长期负债率的均值 5.16%。考虑到企业进行短期负债和长期负债的动机存在差异,政策不确定性对两类负债的影响可能不同。基于此,分别使用短期负债和长期负债作为被解释变量,估计结果在表 9 展示。列(1)、(2)和(3)为短期负债的估计结果,在控制了一系列企业、地区特征变量以及企业、年份和行业固定效应后,Epu1_sa、Epu2_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0677、-0.0904、和-0.0372,且均在 1%水平上显著。列(4)、(5)和(6)为长期负债的估计结果,Epu1_sa 和 Epu2_sa 的系数分别为-0.0068 和 -0.0084,且在 5%水平上显著,Chg_rate 的系数为 0.0016,但不显著。相比而言,政策不确定性对长期负债的影响仅为其对短期负债的十分之一左右。可见,政策不确定性对企业负债的负向影响主要体现在短期负债上。

表 9 双重不确定性与企业负债:分期限结构

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SLev	SLev	SLev	LLev	LLev	LLev
Epu1_sa	-0.0677 *** (-15.905)			-0.0068 ** (-2.319)		
Epu2_sa		-0.0904 *** (-15.226)			-0.0084 ** (-2.214)	

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SLev	SLev	SLev	LLev	LLev	LLev
Chg_rate			-0.0372 *** (-15.495)			0.0016 (1.004)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	Yes	No	No	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	1769940	1769940	1489998	1021046	1021046	969123
Adj-R ²	0.147	0.147	0.153	0.112	0.112	0.119

注：括号内为估计系数的稳健的 *t* 值，均经过企业层面的 clustering 调整；***、** 分别表示在 1%、5% 的置信水平显著。由于篇幅受限，这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

3.5.2 分企业所有制

考虑到中国企业具有多元化的所有制结构，不确定性对不同所有制类型企业的负债影响可能存在差异。首先，国有企业拥有融资规模大和违约风险低等先天优势，并且更有可能得到政策资金的扶持和获取银行贷款（方军雄，2007）；其次，国有企业往往更注重社会和政治目标，承担“政策性”责任，需要来自银行的支持和配合重大经济政策的执行。这些意味着，相比非国有企业，国有企业更不可能受到政策不确定性的负向影响。以下将分别考察政策不确定性对国有、民营和外资及其他等三类企业负债的影响。

表 10 的估计结果表明，在控制了企业和地区特征变量以及企业、年份和行业固定效应后，在国有企业样本下，列（1）和（4）的估计结果表明，Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0120 和-0.0024，且均不显著，表明政策不确定性并未对国有企业负债产生显著影响；在民营企业样本下，列（2）和（5）的估计结果表明，Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0387 和-0.0428，且均通过了 1% 水平的显著性检验，表明政策不确定性对民营企业负债具有显著的负向影响；在 外资及其他企业的样本下，如列（3）和（6）所示，Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0229 和-0.0549，且均在 1% 水平上显著，表明政策不确定性对外资及其他企业负债具有显著的负向影响。以上结果表明，政策不确定性对企业负债的负向影响主要体现在民营和外资及其他等非国有企业样本上。

表 10 双重不确定性与企业负债：分企业所有制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有	民营	外资及其他	国有	民营	外资及其他
Epu1_sa	-0.0120 (-0.995)	-0.0387 *** (-7.252)	-0.0229 *** (-6.215)			

续表						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有	民营	外资及其他	国有	民营	外资及其他
Chg_rate				-0.0024 (-0.569)	-0.0428 *** (-8.413)	-0.0549 *** (-16.034)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	672209	782668	1336109	575656	725746	1157719
Adj- R^2	0.134	0.177	0.124	0.015	0.031	0.040

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***表示在 1%的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

3.5.3 分企业规模

现有研究发现,企业规模与其负债率之间存在显著的正向关系(钟宁桦等,2016)。首先,规模大的企业通常拥有更多的厂房和设备来充当贷款的抵押品;其次,与中小企业相比,大企业的经营风险较小,财务管理相对规范,更容易与银行等金融机构建立稳定的合作关系;最后,大企业对方经济和财税的贡献更大,更容易获得来自政府的金融支持。因此,我们预期,与中小企业相比,大企业债务融资能力更强,受政策不确定性的负向影响更小。

接下来,按照企业的资产规模将全部样本分为两组,位于前 50%的企业定义为大企业组;反之,则为中小企业组。估计结果在表 11 展示。在控制了一系列企业和地区特征变量以及企业、年份和行业固定效应后,列(1)、(3)和(5)为大企业组样本的估计结果,Epu1_sa 的系数为-0.0132,且在 1%水平上显著;Epu2_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0021 和-0.0017,但不显著。列(2)、(4)和(6)为中小企业组的估计结果,Epu1_sa、Epu2_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0778、-0.0711 和-0.0579,且均通过了 1%水平的显著性检验。从系数的绝对值来看,中小企业样本的估计结果均显著大于大企业样本,且通过了 1%水平的显著性检验。因此,政策不确定性对企业负债的负向效应主要集中于中小企业样本。

表 11 双重不确定性与企业负债:分企业规模

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	大企业	中小企业	大企业	中小企业	大企业	中小企业
Epu1_sa	-0.0132 *** (-3.416)	-0.0778 *** (-24.222)				
Epu2_sa			-0.0021 (-0.310)	-0.0711 *** (-15.876)		

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	大企业	中小企业	大企业	中小企业	大企业	中小企业
Chg_rate					-0.0017 (-0.310)	-0.0579*** (-15.876)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	No	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	1289488	1501498	1289488	1501498	1072594	1386527
Adj-R ²	0.149	0.177	0.143	0.163	0.143	0.163

注：括号内为估计系数的稳健的 t 值，均经过企业层面的 clustering 调整；*** 表示在 1% 的置信水平显著。由于篇幅受限，这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

4 双重不确定性与企业负债：机制检验

这一部分将基于金融生态环境视角采用中介效应方法检验双重不确定性对企业负债的影响机制。首先采用直接度量金融生态环境的金融生态指数进行实证分析，然后采用间接度量金融生态环境的地区信贷资产质量指标进行稳健性检验。

4.1 计量模型和识别策略

借鉴 Baron and Kenny (1986) 以及温忠麟和叶宝娟 (2014) 的做法，采用依次检验法 (causal steps) 进行中介效应检验，在估计第 3 节回归方程 (1) 的基础上分如下两步展开：

首先，考察不确定性与金融生态之间的关系，构建如下计量模型：

$$\text{Fineco}_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{EPU}_{(j,)t-1} + \lambda' Z_{j,t-1} + v_j + v_t + \varepsilon_{j,t} \tag{2}$$

然后，在计量模型 (1) 的基础上加入金融生态变量，得到如下回归方程：

$$\text{Lev}_{i,j,t} = \eta_0 + \eta_1 \text{EPU}_{(j,)t-1} + \eta_2 \text{Fineco}_{j,t-1} + \lambda' X_{j,t-1} + \lambda' Z_{i,t-1} + v_i + v_t + v_e + \varepsilon_{i,j,t} \tag{3}$$

其中，方程 (1) 已经在上文进行估计，EPU 的系数 β_1 表示政策不确定性对企业负债的总效应。回归方程 (2) 将采用分省面板数据进行估计，如果政策不确定性上升确实能够恶化地区金融生态环境，那么将观察到式 (2) EPU 的系数 γ_1 显著为负。式 (3) 在式 (1) 的基础上，加入 Fineco 这一变量，此时 EPU 的系数 η_1 表示政策不确定性对企业负债的直接效应；Fineco 的系数 η_2 表示在控制 EPU 之后地区金融生态环境对企业负债的影响。

以下将在估计方程 (2) 和 (3) 的基础上，实施如下识别策略：倘若式 (2)

EPU 的系数 γ_1 和式(3)中 Fineco 的系数 η_2 均显著,同时,式(3)中 EPU 的系数 η_1 不显著,则说明存在完全中介效应;若式(3)中 EPU 的系数 η_1 仍然显著,但相比式(1)中 EPU 的系数 β_1 的显著性出现明显下降,则为不完全的中介效应。此时 $\gamma_1 \times \eta_2$ 表示中介效应,其与总效应系数 β_1 之比为中介效应比例。

4.2 基于金融生态指数的机制检验

4.2.1 双重不确定性与金融生态环境

首先,考察 BBD-EPU 指数和官员变更双重视角下不确定性对地区金融生态指数的影响,估计结果在表 12 展示。列(1)、(2)和(3)报告了 BBD-EPU 指数的估计结果。在控制了地区特征变量以及地区固定效应后,Epu1_lm、Epu1_sa 和 Epu1_wa 的系数均在 1%水平下显著为负,表明政策不确定性对地区金融生态环境具有显著的负向影响。进一步分析官员变更的估计结果^①。列(4)、(5)和(6)的回归结果表明,在控制地区特征变量以及地区和年份固定效应后,Chgrate_se 和 Chg_rate 的系数均为负,且通过了 5%水平的显著性检验;Chgrate_ma 的系数在 10%水平下显著为负。整体来看,政策不确定性对地区金融生态环境具有显著的负向影响,为研究假说 H2 提供了证据支持。

表 12 双重不确定性与金融生态环境

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Epu1_lm	Epu1_sa	Epu1_wa	Chgrate_se	Chgrate_ma	Chg_rate
Epu1_x	-0.0179 *** (-3.827)	-0.0161 *** (-3.827)	-0.0150 *** (-3.827)			
Chg_rate				-0.0212 ** (-2.319)	-0.0136 * (-1.918)	-0.0165 ** (-2.789)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Prov_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	270	270	270	225	225	225
Adj-R ²	0.441	0.441	0.441	0.523	0.518	0.521

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

4.2.2 加入金融生态环境的再考察

接下来,在模型(1)中加入金融生态环境,估计结果在表 13 展示。列(1)、(2)和(3)报告了 Epu1_lm、Epu1_sa 和 Epu1_wa 三种政策不确定性的估计结果,在控制地区、企业特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_lm 的系数为

^① 作为稳健性检验,我们还考察了市委书记和市长同时变化的情形,估计结果并未出现明显差异,限于篇幅,略去备索。

负,且仅通过 10% 水平的显著性检验;Epu1_sa 和 Epu1_wa 的系数均不显著为负;系数的绝对规模和显著性水平均较表 4 出现明显下降。这表明金融生态环境在宏观政策不确定性与企业负债之间的负向关系中具有完全的中介效应。值得注意的是,在三个方程中,Fineco 的系数均为正,且通过了 1% 水平的显著性检验,表明在控制宏观政策不确定性的情形下,金融生态对企业负债具有正向的影响。进一步地,我们可以将表 12 中 EPU 的估计系数与表 13 中 Fineco 的估计系数相乘得到中介效应,并对中介效应进行统计学意义上的检验,结果显示,Sobel 检验、Goodman 检验 1 和 Goodman 检验 2 的统计量均在 1% 水平上显著。在三类宏观政策不确定性指标下,中介效应约占政策不确定性对企业负债总效应的 3.77%。

表 13 加入金融生态环境的估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Epu1_lm	Epu1_sa	Epu1_wa	Chgrate_se	Chgrate_ma	Chg_rate
Epu_x	-0.0171 * (-1.761)	-0.0008 (-0.220)	0.0004 (0.103)	0.0124 (0.463)	0.0101 (0.663)	-0.0122 (-1.274)
Fineco	0.0545 *** (22.417)	0.0659 *** (3.701)	0.0652 *** (3.415)	0.1057 ** (2.171)	0.1565 *** (4.369)	0.1474 *** (3.865)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2790986	2790986	2790986	2459121	2459121	2459121
Adj-R ²	0.148	0.148	0.148	0.021	0.157	0.158
Sobel 检验	0.0352 *** [4.667]	0.0405 *** [4.292]	0.0371 *** [4.419]	0.762 *** [5.337]	0.780 *** [5.325]	0.804 *** [5.312]
Goodman 检验 1	0.0352 *** [4.658]	0.0405 *** [4.279]	0.0371 *** [4.326]	0.762 *** [5.232]	0.780 *** [5.214]	0.804 *** [5.302]
Goodman 检验 2	0.0352 *** [4.674]	0.0405 *** [4.305]	0.0371 *** [4.512]	0.762 *** [5.441]	0.780 *** [5.436]	0.804 *** [5.321]
中介效应系数	-0.0010	-0.0011	-0.0010	-0.0022	-0.0021	-0.0024
直接效应系数	-0.0171	-0.0008	0.0004	0.0124	0.0101	-0.0122
总效应系数	-0.0177	-0.0369	-0.0374	-0.0333	-0.0359	-0.0316
中介效应比例	0.0565	0.0298	0.0267	0.0673	0.0593	0.0770

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;方括号内为 Sobel 检验的 z 值;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平显著。

基于相同的思路,列(4)、(5)和(6)报告了 Chgrate_se、Chgrate_ma 和 Chg_rate

度量的三种政策不确定性的估计结果,在控制地区特征变量以及地区和年份固定效应后,三者的系数均未通过显著性检验,且绝对规模和显著性水平均较表 6 出现明显下降。同样表明,金融生态环境在地区政策不确定性与企业负债之间的负向关系中具有完全的中介效应。Fineco 的系数均为正,且通过了 5%水平的显著性检验,表明在控制地区政策不确定性的情形下,金融生态对企业负债具有显著的正向影响。我们进一步对中介效应进行统计学意义上的检验,结果显示,Sobel 检验、Goodman 检验 1 和 Goodman 检验 2 的统计量均在 1%水平上显著。在三类地区政策不确定性指标下,中介效应约占政策不确定性对企业负债总效应的 6.79%。

综合以上基于中介检验方法的实证结果表明,政策不确定性的提升促使地区金融生态指数出现显著下降,同时,金融生态与企业负债呈现显著的正向关系,这表明金融生态变化是政策不确定性影响企业负债的重要渠道变量。同时 Sobel 检验结果表明,中介效应均通过了 1%水平的显著性检验,进而为研究假说 2 提供了证据支持。

4.3 采用信贷资产质量的稳健性检验

接下来采用地区信贷资产质量作为金融生态环境的间接度量变量,对上述机制检验的实证结果进行稳健性检验。

4.3.1 双重不确定性与信贷资产质量

首先考察 BBD-EPU 指数和官员变更双重视角下不确定性对地区信贷资产质量的影响,估计结果分别在表 14 展示。列(1)、(2)和(3)报告了 BBD-EPU 指数的估计结果。在控制地区特征变量以及地区固定效应后,Epu1_lm、Epu1_sa 和 Epu1_wa 的系数均在 5%水平下显著为负,表明政策不确定性对地区信贷资产质量指数具有显著的负向影响。然后分析官员变更对地区信贷资产质量的估计结果。列(4)、(5)和(6)的回归结果表明,在控制地区特征变量以及地区和年份固定效应后,Chgrate_se、Chgrate_ma 和 Chg_rate 的系数均在 1%水平下显著为负,表明官员变更引发的潜在政策不连续性对该地区信贷资产质量具有显著的负向影响。整体而言,政策不确定性对地区信贷资产质量具有显著的负向影响,表明以上实证结果具有很强的稳健性,为研究假说 H2 提供了证据支持。

表 14 双重不确定性与信贷资产质量:稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Epu1_lm	Epu1_sa	Epu1_wa	Chgrate_se	Chgrate_ma	Chg_rate
Epu1_x	-0.0505 ** (-2.314)	-0.0210 ** (-2.420)	-0.0215 ** (-2.314)			

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Epu1_lm	Epu1_sa	Epu1_wa	Chgrate_se	Chgrate_ma	Chg_rate
Chgrate_x				-0.0060*** (-13.924)	-0.0040*** (-12.802)	-0.0030*** (-16.204)
Pgdp	0.000*** (70.788)	0.000*** (112.624)	0.000*** (108.560)	0.000*** (37.901)	0.000*** (53.797)	0.000*** (35.120)
Mkt	0.030*** (121.732)	0.032*** (130.698)	0.035*** (144.468)	0.033*** (127.275)	0.037*** (226.244)	0.034*** (132.561)
Second	0.015*** (52.837)	0.020*** (71.662)	0.023*** (84.663)	0.029*** (107.008)	0.036*** (197.860)	0.030*** (113.696)
Third	-0.068*** (-221.316)	-0.077*** (-271.614)	-0.081*** (-280.680)	-0.093*** (-337.931)	-0.104*** (-628.866)	-0.096*** (-347.975)
Open_trade	-0.001*** (-28.114)	-0.000*** (-26.520)	-0.001*** (-52.109)	-0.001*** (-31.604)	-0.001*** (-52.113)	-0.001*** (-25.792)
Open_fdi	-0.001*** (-42.148)	-0.001*** (-50.692)	-0.001*** (-48.949)	-0.002*** (-90.442)	-0.002*** (-148.424)	-0.002*** (-107.000)
Constant	-1.248*** (-15.364)	-1.697*** (-23.295)	-1.893*** (-22.598)	-1.808*** (-23.264)	-1.816 (-0.248)	-1.836*** (-25.798)
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Prov_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	330	330	330	330	330	330
Adj-R ²	0.900	0.904	0.911	0.857	0.926	0.860

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、** 分别表示在 1%、5% 的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

4.3.2 加入信贷资产质量的再考察

最后,在计量模型(1)的基础上加入信贷资产质量,估计结果在表 15 展示。列(1)、(2)和(3)展示了三种政策不确定性指数的估计结果,在控制地区、企业特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_lm 和 Epu1_sa 的系数均不显著为负;Epu1_wa 的系数仅在 10% 水平下显著为负;系数的绝对规模和显著性水平均较表 4 出现明显下降。这表明信贷资产质量在宏观政策不确定性与企业负债之间的负向关系中具有完全的中介效应。Quality 的系数均在 1% 水平上显著为正,表明在控制政策不确定性的情形下,地区信贷资产质量提高对企业负债具有正向影响。进一步地,我们可以将表 14 中 EPU 的估计系数与表 15 中 Quality 的估计系数相乘得到中介效应,并对中介效应进行统计学意义上的检验,结果显示,Sobel 检验、Goodman 检验 1 和 Goodman 检验 2 的统计量均在 1% 水平上显著。在三类宏观政策不确定性指标下,中介效应约占政策不确定性对企业负债总效应的 4.67%。

基于相同的思路,列(4)、(5)和(6)报告了官员变更的估计结果,在控制地区、企业特征变量以及企业、年份和行业固定效应后,Chgrate_se 的系数不显著

为负;Chgrate_ma 和 Chg_rate 的系数均在 10%水平上显著为负,较表 6 相应系数的显著性均出现明显下降。同样表明信贷资产质量在宏观政策不确定性与企业负债之间的负向关系中具有完全的中介效应。Quality 的系数均为正,且通过了 1%的显著性检验,表明在控制政策不确定性的情形下,地区信贷资产质量提高对企业负债具有显著的正向影响。我们进一步对中介效应进行统计学意义上的检验,结果显示,Sobel 检验、Goodman 检验 1 和 Goodman 检验 2 的统计量均在 1%水平上显著。在三类地区政策不确定性指标下,中介效应约占政策不确定性对企业负债总效应的 4.10%。

综合表 14 和表 15 基于中介检验方法的研究结果表明,政策不确定性提升将促使地区信贷资产质量下降,同时信贷资产质量与企业负债具有显著的正向关系,这表明信贷资产质量间接度量的金融生态变化是政策不确定性影响企业负债的重要渠道变量,为研究假说 H2 提供了证据支持。

表 15 加入信贷资产质量的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Epu1_lm	Epu1_sa	Epu1_wa	Chgrate_se	Chgrate_ma	Chg_rate
Epu_x	-0.0010 (-1.193)	-0.0011 (-1.317)	-0.0022* (-1.732)	-0.0009 (-1.382)	-0.0003* (-1.842)	-0.0008* (-1.718)
Quality	0.0268*** (45.148)	0.0423*** (14.258)	0.0636*** (42.592)	0.3290*** (34.834)	0.2894*** (30.972)	0.3164*** (32.758)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2790986	2790986	2790986	2459121	2459121	2459121
Adj-R ²	0.133	0.033	0.133	0.142	0.142	0.143
Sobel 检验	0.0752*** [3.966]	0.0784*** [4.388]	0.0733*** [4.066]	0.823*** [6.643]	0.834*** [6.714]	0.840*** [6.950]
Goodman 检验 1	0.0752*** [3.748]	0.0784*** [4.183]	0.0733*** [3.863]	0.823*** [6.431]	0.834*** [6.524]	0.840*** [6.753]
Goodman 检验 2	0.0752*** [4.184]	0.0784*** [4.592]	0.0733*** [4.268]	0.823*** [6.854]	0.834*** [6.904]	0.840*** [7.146]
中介效应系数	-0.0014	-0.0010	-0.0014	-0.0020	-0.0012	-0.0010
直接效应系数	-0.0010	-0.0011	-0.0022	-0.0009	-0.0003	-0.0008
总效应系数	-0.0177	-0.0369	-0.0374	-0.0333	-0.0359	-0.0316
中介效应比例	0.0764	0.0271	0.0366	0.0593	0.0322	0.0316

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;方括号内为 Sobel 检验的 z 值;***、* 分别表示在 1%、10%的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

4.4 考虑异质性的机制检验

如前文所述,宏观和地区双重政策不确定性对企业负债的影响在不同时段、地区、债务期限结构、企业所有制、企业规模等方面存在明显的差异。这一部分将这一系列的异质性分析与中介效应相结合,细致考察企业负债在哪些时段、哪些地区以及具有什么特征的企业的负债更容易受到金融生态环境的影响^①。

4.4.1 分时段的机制检验

在表 7 估计结果的基础上,我们将分时段进行中介效应检验。首先,分析政策不确定性与金融生态环境之间的关系,估计结果如表 16 所示。列(1)和(3)报告了 2005—2007 年样本的估计结果。在控制了地区特征变量和地区固定效应后,Epu1_sa 的系数为-0.0031,且通过了 10%水平的显著性检验,Chg_rate 的系数不显著。列(2)和(4)报告了 2008—2013 年样本的估计结果,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0182 和-0.0194,且均在 1%水平上显著。这表明,政策不确定性对金融生态环境的负向效应主要体现在 2008 年之后。

表 16 双重不确定性与金融生态环境:分时段

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2005—2007	2008—2013	2005—2007	2008—2013
Epu1_sa	-0.0031 * (-1.746)	-0.0182 *** (-4.572)		
Chg_rate			-0.0008 (-0.095)	-0.0194 *** (-3.841)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes
Prov_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	Yes	Yes
Obs	90	180	75	150
Adj-R ²	0.363	0.530	0.271	0.521

注:括号内为估计系数的稳健的 *t* 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、* 分别表示在 1%、10% 的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

然后,在表 7 分时段回归方程中加入金融生态环境,估计结果在表 17 展示。其中,列(1)和(3)报告了 2005—2007 年样本的估计结果。在控制地区、企业特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数均不显著,系数的绝对规模和显著性水平均较表 7 出现明显下降;Fineco 的系数也不显著。列(2)和(4)展示了 2008—2013 年样本的估计结果。Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数均为负,且通过了 5%水平的显著性检验,Fineco 的系数均在 1%水平下

^① 非常感谢评审人的建设性建议。

显著为正。这表明,金融生态环境在政策不确定性与企业负债之间关系的中介效应主要体现在 2008 年之后。

表 17 双重不确定性与企业负债:分时段(年)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2005—2007	2008—2013	2005—2007	2008—2013
Epu1_sa	0.0004 (0.522)	-0.0090 ** (-2.280)		
Chg_rate			-0.0028 (-1.485)	-0.0054 ** (2.252)
Fineco	0.0147 (1.551)	0.0784 *** (4.572)	0.0500 (1.152)	0.1652 *** (4.551)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	1469526	572980	1331270	489993
Adj-R ²	0.060	0.240	0.065	0.174

注:括号内为估计系数的稳健的*t*值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、** 分别表示在 1%、5% 的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

4.4.2 分地区的机制检验

在表 8 估计结果的基础上,我们将分地区进行中介效应检验。首先,分析政策不确定性与金融生态环境之间的关系,估计结果如表 18 所示。列(1)和(4)报告了东部地区样本的估计结果,在控制了地区特征变量和地区固定效应后,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0284 和-0.0328,且通过了 1%水平的显著性检验;列(2)和(5)报告了中部地区样本的估计结果,在控制了地区特征变量和地区固定效应后,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数分别为-0.0150 和-0.0136,且通过了 1%水平的显著性检验;列(3)和(6)报告了西部地区样本的估计结果,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数均不显著。这表明,金融生态环境在政策不确定性与企业负债之间关系的中介效应主要体现在东部和中部样本。

表 18 双重不确定性与金融生态环境:分地区

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	东部	中部	西部	东部	中部	西部
Epu1_sa	-0.0284 *** (-4.214)	-0.0150 *** (-3.827)	-0.0020 (-1.601)			
Chg_rate				-0.0328 *** (-3.596)	-0.0136 *** (-2.921)	-0.0008 (-0.095)

	续表					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	东部	中部	西部	东部	中部	西部
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Prov_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Obs	99	72	99	63	72	90
Adj-R ²	0. 213	0. 206	0. 124	0. 276	0. 261	0. 104

注：括号内为估计系数的稳健的 t 值，均经过企业层面的 clustering 调整；*** 表示在 1% 的置信水平显著。由于篇幅受限，这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

然后，在表 8 分地区回归方程中加入金融生态环境，估计结果在表 19 展示。列(1)和(4)报告了东部地区样本的估计结果，在控制地区、企业特征变量以及企业和行业固定效应后，Epu1_sa 的系数在 10% 水平下显著为负，Chg_rate 的系数不显著，Fineco 的系数均为正，且通过了 1% 水平的显著性检验；列(2)和(5)报告了中部地区样本的估计结果，Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数均不显著，Fineco 的系数均为正，且通过了 1% 水平的显著性检验；列(3)和(6)报告了西部地区样本的估计结果，Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数均不显著，Fineco 的系数也不显著。这表明，政策不确定性对金融生态环境的负向效应主要体现在东部和中部地区样本。

表 19 双重不确定性与企业负债：分地区

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	东部	中部	西部	东部	中部	西部
Epu1_sa	-0. 0044 * (1. 641)	-0. 0028 (-1. 485)	0. 0006 (1. 211)			
Chg_rate				-0. 0014 (-0. 486)	-0. 0056 (-1. 360)	-0. 0035 (-1. 357)
Fineco	0. 1476 *** (5. 933)	0. 1050 *** (6. 152)	0. 0421 (0. 816)	0. 2680 *** (9. 827)	0. 1204 *** (4. 594)	0. 0711 (1. 301)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	2105507	452111	233368	1808976	449312	200833
Adj-R ²	0. 215	0. 174	0. 062	0. 193	0. 151	0. 038

注：括号内为估计系数的稳健的 t 值，均经过企业层面的 clustering 调整；***、* 分别表示在 1%、10% 的置信水平显著。由于篇幅受限，这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

4.4.3 分债务期限结构和企业异质性的机制检验^①

在表 9 区分债务期限结构的回归方程中加入金融生态环境,估计结果在表 20 展示。其中,列(1)、(2)和(3)报告了短期负债样本的估计结果,在控制地区、企业特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_sa 和 Epu2_sa 的系数均在 10%水平下显著为负,系数的绝对规模和显著性水平均较表 9 出现明显下降,Chg_rate 的系数则不显著。在三种设定下,Fineco 的系数均为正,且通过了 1%水平的显著性检验。列(4)、(5)和(6)报告了长期负债样本的估计结果,Epu2_sa 的系数均在 10%水平下显著为负,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数均不显著;Fineco 的系数在 Epu1_sa 和 Epu2_sa 设定下均为正,且仅通过了 10%水平的显著性检验,在 Chg_rate 设定下则不显著。这表明,金融生态环境在政策不确定性与企业负债之间关系的中介效应主要体现在短期负债样本。

表 20 双重不确定性与企业负债:分期限结构

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SLev	SLev	SLev	LLev	LLev	LLev
Epu1_sa	-0.0040 * (-1.827)			-0.0010 (-1.405)		
Epu2_sa		-0.0032 * (-1.7642)			-0.0002 * (-1.669)	
Chg_rate			-0.0017 (1.353)			0.0004 (0.603)
Fineco	0.0547 *** (8.551)	0.0605 *** (6.321)	0.1744 *** (6.155)	0.0074 * (1.787)	0.0051 * (1.692)	0.0001 (1.084)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	Yes	No	No	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	1769940	1769940	1489998	1021046	1021046	969123
Adj-R ²	0.165	0.165	0.182	0.119	0.119	0.124

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、* 分别表示在 1%、10% 的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

在表 10 区分企业所有制的回归方程中加入金融生态环境,估计结果在表 21 展示。其中,列(1)和(4)报告了国有企业样本的估计结果,在控制地区、

^①在这一部分,我们不能采用分步中介效应检验方法,我们选择直接在上文关于债务期限结构、企业所有制和企业规模等回归方程中直接加入金融生态环境指标,细致考察金融生态环境对企业负债影响的异质性。

企业特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数均不显著,Fineco 的系数也不显著;列(2)和(5)报告了民营企业样本的估计结果,Epu1_sa 和 Chg_rate 的系数分别在 10%和 5%水平上显著为负,Fineco 的系数均为正,且通过了 1%水平的显著性检验;列(3)和(6)报告了外资及其他企业样本的估计结果,Epu1_sa 的系数不显著,Chg_rate 的系数在 10%水平上显著为负,Fineco 的系数均为正,且通过了 1%水平的显著性检验。这表明,金融生态环境在政策不确定性与企业负债之间关系的中介效应主要体现在民营和外资及其他非国有企业样本。

表 21 双重不确定性与企业负债:分企业所有制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有	民营	外资及其他	国有	民营	外资及其他
Epu1_sa	-0.0058 (-1.010)	-0.0030* (-1.739)	-0.0122 (-1.010)			
Chg_rate				-0.0001 (-1.514)	-0.0020** (-2.380)	-0.0023* (-1.667)
Fineco	0.0001 (1.598)	0.0682*** (7.156)	0.0434*** (6.351)	0.0034 (1.295)	0.1706*** (8.102)	0.1202*** (4.274)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	672209	782668	1336109	575656	725746	1157719
Adj-R ²	0.140	0.190	0.143	0.017	0.114	0.102

注:括号内为估计系数的稳健的 t 值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

在表 11 区分企业规模的回归方程中加入金融生态环境,估计结果在表 22 展示。其中,列(1)、(3)和(5)报告了大企业样本的估计结果,在控制地区、企业特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_sa、Epu2_sa 和 Chg_rate 的系数均不显著,系数的绝对规模和显著性水平均较表 11 出现明显下降,Fineco 的系数为正,且通过了 10%的显著性检验。列(2)、(4)和(6)报告了中小企业样本的估计结果,在控制地区、企业特征变量以及企业和行业固定效应后,Epu1_sa、Epu2_sa 和 Chg_rate 的系数均在 10%水平上显著为负,系数的绝对规模和显著性水平均较表 11 出现明显下降,Fineco 的系数为正,且通过了 1%的显著性检验。这表明,金融生态环境在政策不确定性与企业负债之间关系所发挥的中介效应主要体现在中小规模企业样本。

表 22 双重不确定性与企业负债:分企业规模

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	大企业	中小企业	大企业	中小企业	大企业	中小企业
Epu1_sa	-0.0038 (-1.242)	-0.0093 * (-1.907)				
Epu2_sa			-0.0014 (-0.548)	-0.0094 * (-1.912)		
Chg_rate					-0.0004 (-1.293)	-0.0104 * (-1.769)
Fineco	0.0142 * (1.736)	0.0745 *** (3.532)	0.0097 * (1.793)	0.0749 *** (5.876)	0.0039 * (1.780)	0.0175 *** (6.139)
地区特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业特征变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_dumy	No	No	No	No	Yes	Yes
Indus_dumy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	1289488	1501498	1289488	1501498	1072594	1386527
Adj-R ²	0.152	0.201	0.148	0.178	0.149	0.182

注:括号内为估计系数的稳健的*t*值,均经过企业层面的 clustering 调整;***、* 分别表示在 1%、10% 的置信水平显著。由于篇幅受限,这里未具体展示描述地区和企业特征等控制变量的估计结果。

综上所述,金融生态环境在政策不确定性对企业负债之间关系所发挥的中介效应主要体现 2008 年之后、东中部以及短期负债、非国有、规模较小企业的样本上,与以上异质性实证结果相呼应,进一步为“政策不确定性→金融生态环境→企业负债”的研究假说 H2 提供细致的证据支持。

5 研究结论与政策启示

在中国经济进入“新常态”和亟待转型之时,宏观债务规模出现快速扩张的风险迅速上升,如何去杠杆成为社会各界关注和讨论的焦点话题。而现实数据显示,在宏观债务快速扩张的背景下,工业企业的负债率则呈现显著和持续下降的趋势,侧面反映出社会资金配置“偏离实体”的倾向,很可能增大金融风险。现有研究大多关注企业负债变化的特征事实,而较少探讨企业负债率变化背后的逻辑。考虑到中国正处于转型发展阶段,政府会通过制定和实施各种经济政策干预经济,或将引发经济政策的不确定性。随着中国经济体制改革的逐渐深入,企业将会面临越来越大的政策不确定性。政策不确定性越发成为企业面临的经营环境不确定性的重要来源,势必会对企业的负债融资产生影响。

本文将不确定性、金融生态与企业负债变化纳入同一分析框架,在文献梳

理和理论分析的基础上,基于宏观层面的政策不确定性指数与地区层面官员变更潜在的政策不连续性双重视角,综合运用1998—2013年中国工业企业数据库、Baker et al. (2016) 和 Huang and Luk (2020) 构建的政策不确定性指数以及各地区官员变更数据和2005—2013年中国地区金融生态环境评价指标,从宏观到微观涵盖“全国-地区-企业”三个层面的数据,系统地实证检验政策不确定性对企业负债的影响及其作用机制。结果表明,政策不确定性指数和政府官员变更均对企业负债具有显著的负向影响;且这一效应在2008年之后、东中部以及短期负债、非国有、规模较小企业的样本中更为显著。采用中介检验方法的机制检验估计结果显示,政策不确定性指数和政府官员变更均会对地区金融生态指数和信贷资产质量产生显著的负向效应,进而表明金融生态环境是不确定性影响企业负债的重要机制。以上研究结论在替换关键变量和多种模型的设定下均具有较强的稳健性。

本文为理解企业负债变化提供了崭新的视角,拓展了宏观经济政策与微观企业融资行为之间互动关系方面的研究,研究结论具有直接的政策启示:首先,在实施“去杠杆”等供给侧结构性改革政策时,需要具体考察企业负债的实际变动情况及其背后的作用机制,特别是需要考虑宏观层面的经济政策或地区层面的官员变更带来的不确定性的潜在影响;其次,考虑到双重视角下不确定性对企业负债的影响具有明显的异质性特征,即不确定性对非国有和规模较小企业的债务融资的影响更为显著,这意味着降低不确定性在一定程度上将有助于缓解融资的所有制和规模歧视。结合不同所有制和规模类型生产效率的潜在差异,降低两个层面之一的不确定性将有利于国民经济向效率驱动型的发展模式转变;最后,积极鼓励和引导地方政府创建良好的金融生态环境,改善实体企业面临的融资环境,同时缓解政策不确定性对企业融资的不利影响,为企业进行科学的融资决策提供必要的制度保障,进一步增强金融服务实体经济的能力。

参考文献

- 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)
- 陈胜蓝, 李占婷. 2017. 经济政策不确定性与分析师盈余预测修正[J]. 世界经济, 40(7): 169-192.
- Chen S L, Li Z T. 2017. Economic policy uncertainty and analysts' forecast

- revisions[J]. *The Journal of World Economy*, 40(7): 169-192. (in Chinese)
- 邓建平, 曾勇. 2011. 金融生态环境、银行关联与债务融资——基于我国民营企业的实证研究[J]. *会计研究*, (12): 33-40.
- Deng J P, Zeng Y. 2011. Financial ecological environment, banking connection and debt financing: An empirical study on Chinese private enterprises[J]. *Accounting Research*, (12): 33-40. (in Chinese)
- 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 2011. 中国市场化指数——各地市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- 方军雄. 2007. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. *经济研究*, 42(12): 82-92.
- Fang J X. 2007. Ownership, institutional environment and capital allocation[J]. *Economic Research Journal*, 42(12): 82-92. (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)
- 贾倩, 孔祥, 孙铮. 2013. 政策不确定性与企业投资行为——基于省级地方官员变更的实证检验[J]. *财经研究*, 39(2): 81-91.
- Jia Q, Kong X, Sun Z. 2013. Policy uncertainty and corporate investment behavior: Empirical evidence based on the turnover of provincial officials[J]. *Journal of Finance and Economics*, 39(2): 81-91. (in Chinese)
- 蒋腾, 张永冀, 赵晓丽. 2018. 经济政策不确定性与企业债务融资[J]. *管理评论*, 30(3): 29-39.
- Jiang T, Zhang Y J, Zhao X L. 2018. Economic policy uncertainty and corporate debt financing[J]. *Management Review*, 30(3): 29-39. (in Chinese)
- 李凤羽, 杨墨竹. 2015. 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指数的实证研究[J]. *金融研究*(4): 115-129.
- Li F Y, Yang M Z. 2015. Can economic policy uncertainty influence corporate investment? The empirical research by using China economic policy uncertainty index[J]. *Journal of Financial Research*, (4): 115-129. (in Chinese)
- 李扬, 王国刚, 刘煜辉. 2005. 中国城市金融生态环境评价[M]. 北京: 人民出版社.
- 李扬, 张涛. 2009. 中国地区金融生态环境评价(2008—2009)[M]. 北京: 中国金融出版社.
- 林建浩, 阮萌柯. 2016. 经济政策不确定性与企业融资[J]. *金融学季刊*, 10(3): 1-21.

- Lin J H, Ruan M K. 2016. Economic policy uncertainty and enterprise financing [J]. *Quarterly Journal of Finance*, 10(3): 1-21. (in Chinese)
- 刘煜辉. 2007. 中国地区金融生态环境评价(2006—2007)[M]. 北京:中国金融出版社.
- 刘煜辉,陈晓升. 2011. 中国地区金融生态环境评价(2009—2010)[M]. 北京:社会科学文献出版社.
- 饶品贵,岳衡,姜国华. 2017. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济, 40(2): 27-51.
- Rao P G, Yue H, Jiang G H. 2017. Economic policy uncertainty and firms' investment[J]. *The Journal of World Economy*, 40(2): 27-51. (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)
- 王国刚,冯光华. 2015. 中国地区金融生态环境评价(2013—2014)[M]. 北京:社会科学文献出版社.
- 王红建,李青原,邢斐. 2014. 经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值[J]. 金融研究(9): 53-68.
- Wang H J, Li Q Y, Xing F. 2014. Economic policy uncertainty, cash holdings and market value[J]. *Journal of Financial Research*, (9): 53-68. (in Chinese)
- 王小鲁,樊纲,余静文. 2017. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京:社会科学文献出版社.
- 魏志华,曾爱民,李博. 2014. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究(5): 73-80.
- Wei Z H, Zeng A M, Li B. 2014. Financial ecological environment and corporate financial constraints—Evidence from Chinese listed firms[J]. *Accounting Research*, (5): 73-80. (in Chinese)
- 温忠麟,叶宝娟. 2014. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 22(5): 731-745.
- Wen Z L, Ye B J. 2014. Analyses of mediating effects: The development of methods and models[J]. *Advances in Psychological Science*, 22(5): 731-745. (in Chinese)
- 谢德仁,陈运森. 2009. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J]. 经济研究, 44(5): 118-129.
- Xie D R, Chen Y S. 2009. Financial ecological environment, the ownership nature

- of the ultimate controller, the governance effect of financing debts[J]. *Economic Research Journal*, 44(5): 118-129. (in Chinese)
- 杨海生, 才国伟, 李泽槟. 2015. 政策不连续性与财政效率损失——来自地方官员变更的经验证据[J]. *管理世界*, 31(12): 12-23.
- Yang H S, Cai G W, Li Z B. 2015. Policy discontinuity and fiscal efficiency loss: Empirical evidence from China's municipal official turnover [J]. *Journal of Management World*, 31(12): 12-23. (in Chinese)
- 杨汝岱. 2015. 中国制造业企业全要素生产率研究[J]. *经济研究*, 50(2): 61-74.
- Yang R D. 2015. Study on the total factor productivity of Chinese manufacturing enterprises[J]. *Economic Research Journal*, 50(2): 61-74. (in Chinese)
- 张承鹭, 吴华强. 2018. 政策不确定性对企业资本结构的影响研究[J]. *金融学季刊*, 12(3): 91-106.
- Zhang C J, Wu H Q. 2018. Research on the effect of economy policy uncertainty on enterprise capital structure[J]. *Quarterly Journal of Finance*, 12(3): 91-106. (in Chinese)
- 张红凤, 汲昌霖. 2015. 政治关联、金融生态环境与企业融资——基于山东省上市公司数据的实证分析[J]. *经济理论与经济管理*, 35(11): 77-86.
- Zhang H F, Ji C L. 2015. Political association, financial ecological environment and corporate finance—Based on the listing corporation data of Shandong province [J]. *Economic Theory and Business Management*, 35(11): 77-86. (in Chinese)
- 张军, 高远. 2007. 官员任期、异地交流与经济增长——来自省级经验的证据[J]. *经济研究*, 42(11): 91-103.
- Zhang J, Gao Y. 2007. Term limits and rotation of Chinese governors: Do they matter to economic growth? [J]. *Economic Research Journal*, 42(11): 91-103. (in Chinese)
- 钟宁桦, 刘志阔, 何嘉鑫, 等. 2016. 我国企业债务的结构性问题[J]. *经济研究*, 51(7): 102-117.
- Zhong N H, Liu Z K, He J X, et al. 2016. The structural problem of China's non-financial corporate debt[J]. *Economic Research Journal*, 51(7): 102-117. (in Chinese)
- 周黎安. 2007. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. *经济研究*, 42(7): 36-50.
- Zhou L A. 2007. Governing China's local officials: An analysis of promotion tournament model[J]. *Economic Research Journal*, 42(7): 36-50. (in Chinese)
- 周小川. 2009. 区域金融生态环境建设与地方融资的关系[J]. *中国金融*, (16): 8-9.

- Zhou X C. 2009. Relationship between regional financial ecological environment construction and local financing[J]. *China Finance*, (16): 8-9. (in Chinese)
- Baker S R, Bloom N, Davis S J, et al. 2013. A measure of economic policy uncertainty for China[R]. Chicago: University of Chicago.
- Baker S R, Bloom N, Davis S J. 2016. Measuring economic policy uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4): 1593—1636.
- Baron R M, Kenny D A. 1986. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations [J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6): 1173—1182.
- Bloom N, Bond S, Van Reenen J. 2007. Uncertainty and investment dynamics[J]. *The Review of Economic Studies*, 74(2): 391-415.
- Francis B B, Hasan I, Zhu Y. 2014. Political uncertainty and bank loan contracting [J]. *Journal of Empirical Finance*, 29: 281-286.
- Gulen H, Ion M. 2016. Policy uncertainty and corporate investment[J]. *The Review of Financial Studies*, 29(3): 523-564.
- Huang Y, Luk P. 2020. Measuring economic policy uncertainty in China[J]. *China Economic Review*, 59: 101367.
- Julio B, Yook Y. 2012. Political uncertainty and corporate investment cycles[J]. *The Journal of Finance*, 67(1): 45-83.
- Pástor L, Veronesi P. 2013. Political uncertainty and risk premia [J]. *Journal of Financial Economics*, 110(3): 520-545.
- 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.

Policy Uncertainty and Corporate Leverage: Based on Financial Ecological Environment Perspectives

Rukai Gong

(Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University)

Abstract Uncertainty is a systemic impact that enterprises face in the process of investment decision-making. As China's economic system reform enters the deep-water area, enterprises will face increasing policy uncertainty; and the policy uncertainty will inevitably rise. It has an adverse impact on the external financial environment on which the company depends, which in turn affects the company's business decisions. This paper integrates policy uncertainty, financial ecology and corporate leverage into the same

framework. Based on the uncertainty of macroeconomic policy and regional policy discontinuity brought by turnovers of local officials, this paper systematically explores corporate liabilities under uncertainty. The main results show that, both policy uncertainty and official change have a significant negative impact on corporate liabilities. In addition, this effect is more pronounced after 2008 and in the Eastern and Central regions, non-state-owned and smaller companies. Furthermore, the results show that the uncertainty has a significant destructive effect on the regional financial ecology, and then the negative impact on the local corporate debt is an important mechanism that affects the change of corporate debt. This paper provides a new perspective for understanding the changes of corporate liabilities and policy insights: When implementing the “de-leverage” supply-side structural reform policy, it is necessary to specifically consider the potential impact of policy uncertainty, and then build a good financial ecological environment, which would provide necessary institutional guarantees for financing decisions of enterprises under uncertain scenarios.

JEL Classification E60, G32, O12