

# 经济政策不确定性与公司违规行为

陆超 王宸

(北京交通大学 经济管理学院,北京 100044)

**摘要:**公司违规行为的影响因素一直是理论界和实务界关注的焦点之一。本文以2010~2019年中国沪深A股上市公司为样本,实证检验了经济政策不确定性对公司违规行为的影响及其影响机制。研究发现:经济政策不确定性越高,公司的违规倾向越大、违规次数越多;经济政策不确定性通过加剧公司融资约束程度、增加公司业绩下滑压力、降低机构投资者监督水平三条路径对公司违规行为产生影响。进一步研究发现,在内部控制质量较差、产品市场竞争程度较低、非国有企业以及管理层更激进的公司中,经济政策不确定性对公司违规行为的影响更加显著。本文丰富了经济政策不确定性和公司违规行为的相关研究,从宏观视角为进一步抑制公司违规行为提供了新的线索与依据。

**关键词:**经济政策不确定性;公司违规;舞弊三角理论;公司治理

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)03-0017-12

## 一、引言

上市公司的违规行为严重损害了投资者权益<sup>①</sup>,阻碍了资本市场的可持续发展。尽管有公众和媒体的持续关注以及监管部门的严格监督,但我国上市公司的违规事件依旧逐年递增。据中国证监会披露的数据显示,2010年我国上市公司违法违规案件共117件,但2020年上市公司违法违规案件已达到1488件。因此,如何有效抑制上市公司违规行为,保护资本市场各参与方的合法权益,是理论界和实务界关注的重点问题之一。现有研究表明,公司的董事会特征<sup>[1]</sup>、股权结构<sup>[2]</sup>、管理层特征<sup>[3]</sup>,以及经济法律环境<sup>[4]</sup>、外部审计<sup>[5]</sup>、证券分析师<sup>[6]</sup>和媒体关注<sup>[7]</sup>等因素均会显著影响公司的违规行为。

与此同时,我国宏观经济政策与微观企业行为联系紧密,宏观经济政策对企业融资、会计选择、经营业绩等都有较大影响<sup>[8]</sup>。经济政策不确定性作为衡量宏观经济政策变动程度的重要指标,通常是指政策变动的时间和内容的不确定性<sup>[9]</sup>,也指宏观政策制定者通过改变财政政策、货币政策、监管政策等引起的不确定性<sup>[10]</sup>。经济政策的不确定性会使公司面临更复杂的外部环境,进而对公司的决策行为产生影响。现有研究表明,经济政策不确定性对公司的投资行为<sup>[9]</sup>、融资行为<sup>[11]</sup>、并购行为<sup>[12]</sup>、

**收稿日期:**2021-11-29

**基金项目:**中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“经济政策不确定性对公司违规行为的影响研究”(2021YJS054)

**作者简介:**陆超(1978—),男,江苏建湖人,北京交通大学经济管理学院副教授,博士生导师;  
王宸(1997—),女,河北成安人,北京交通大学经济管理学院博士生,本文通讯作者。

创新行为<sup>[13]</sup>等均有显著影响。

然而,纵观现有文献,鲜有经济政策不确定性与公司违规行为之间关系的研究。那么,作为影响公司决策行为的重要外部因素,经济政策不确定性是否会影响公司的违规行为,影响的机制又是什么?这些问题的回答对于抑制公司的违规行为、提升上市公司的质量、推动资本市场的健康发展都具有重要的意义。基于此,本文以2010~2019年中国沪深A股上市公司为研究样本,基于宏观视角,探讨了经济政策不确定性对公司违规行为的影响及其影响机制。

本文可能的边际贡献如下:第一,本文探究了经济政策不确定性这一宏观因素对公司违规行为的影响,为公司违规行为的研究提供了新的视角。具体而言,以往对公司违规行为影响因素的研究主要从公司治理的角度展开,忽视了在我国特有的市场经济体制下,宏观经济政策对微观经济主体违规行为的影响。第二,本文以公司违规为落脚点,探讨了经济政策不确定性对微观经济主体行为的影响,从微观层面拓宽了经济政策不确定性对公司行为影响的研究视角。第三,本文深入研究了经济政策不确定性影响公司违规行为的机制,深化了对两者关系的理解与认识,为有效抑制上市公司违规行为、提升上市公司质量提供了新的线索和依据。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一)文献回顾

1.经济政策不确定性的经济后果研究。有关经济政策不确定性的经济后果研究主要关注其对宏观经济运行和微观经济主体行为两方面的影响。在对宏观经济运行的影响方面,现有研究普遍认为经济政策不确定性不利于经济的发展。Krol(2014)以10个新兴经济体为样本探究了经济政策不确定性对汇率的影响,发现经济政策不确定性会加剧汇率波动,进而损害经济发展<sup>[14]</sup>。杨海生等(2014)的研究表明,政策不确定性对经济增长具有负面影响<sup>[15]</sup>。在对微观经济主体行为的影响方面,现有文献研究了经济政策不确定性对公司投资行为<sup>[9]</sup>、融资行为<sup>[11]</sup>、并购行为<sup>[12]</sup>、创新行为<sup>[13]</sup>的影响。Gulen和Ion(2016)发现公司的投资行为会受到政策不确定性的影响,当政策不确定性较高时,公司的投资行为会更加保守<sup>[9]</sup>。蒋腾等(2018)发现当经济政策不确定性增加时,不仅公司会主动降低债务融资规模,银行也会采取紧缩的信贷政策,最终导致公司的银行借款水平降低<sup>[11]</sup>。Bhagwat等(2016)发现,经济政策不确定性的增加会导致公司并购活动的减少<sup>[12]</sup>。顾夏铭等(2018)的研究发现,经济政策不确定性有助于增加企业的研发费用和专利数量,且这种影响在高生产率、高创新能力的企业中更显著<sup>[13]</sup>。

2.影响公司违规行为的因素。目前,学者们普遍认为,公司的内外部治理是影响公司违规行为的主要因素。从内部治理角度来看,学者们发现董事会特征、股权结构、管理层特征是影响公司违规的重要因素。例如,Beasley(1996)发现董事会中外部人员比例较高的公司,其财务报表舞弊的可能性更小<sup>[1]</sup>;Fan和Wong(2002)发现所有权越集中的公司,其寻租行为越不易被发现<sup>[2]</sup>;路军(2015)的研究表明,女性高管对信息披露违规有明显的抑制作用<sup>[16]</sup>。从外部治理角度来看,学者们发现经济法律环境<sup>[4]</sup>、外部审计<sup>[5]</sup>、证券分析师<sup>[6]</sup>和媒体关注<sup>[7]</sup>等因素对公司违规行为具有影响。例如,马德芳和邱保印(2016)发现更高的社会信任度可以降低员工的道德风险,进而抑制公司的违规行为<sup>[4]</sup>;魏志华等(2017)、肖奇和沈华玉(2017)的研究发现,外部审计师和证券分析师对公司违规都具有抑制作用<sup>[5][6]</sup>;周开国等(2016)发现媒体报道具有外部治理作用,可以有效抑制公司的违规行为<sup>[7]</sup>。

纵观现有文献,学术界尚未关注到经济政策不确定性对公司违规行为的影响。在我国经济向高质量发展转型、市场经济法律法规尚不健全、企业法律意识仍有待提高的背景下,经济政策的稳定和良好预期对公司的行为决策和发展至关重要。基于此,本文重点探究了经济政策不确定性对公司违规行为的影响及其影响机制。

### (二)假设提出

Albrecht在1986年提出了著名的舞弊三角理论,此后关于公司违规行为的研究大多以该理论为

基础。舞弊三角理论认为公司违规的原因主要包含动机(Pressure)、机会(Opportunity)和借口(Rationalization)三大要素。首先,舞弊的“动机”主要由两个渠道产生,一个渠道是“资本市场激励”,如Beneish(1999)认为管理层会通过内幕交易提高股票价格,从而使自己持有的股票期权价值增加<sup>[17]</sup>。另一个渠道是“合约激励”,如公司会通过金融操纵缓解债务压力<sup>[18]</sup>。其次,舞弊的“机会”通常会受到内外部监督机制的影响,包括内部控制<sup>[19]</sup>、分析师跟踪<sup>[20]</sup>、媒体监督<sup>[7]</sup>等。最后,舞弊的“借口”会受到管理层特征的影响,包括管理层的年龄和性别<sup>[21]</sup>等。

结合经济政策不确定性的经济后果和公司违规行为的三种要素,本文认为,经济政策不确定性可以通过增加违规的动机、机会和借口,进而提高公司的违规倾向,增加公司的违规次数。

首先,经济政策不确定性会提高公司的资金压力和业绩压力,从而增加公司的违规动机。从资金压力的角度来看,较高的经济政策不确定性会使公司现金流的不确定性增加、偿债能力下降。此时,银行对公司的信用评估更加困难,银行的放贷意愿也会随之降低。同时,较高的经济政策不确定性也会延缓公司的融资决策。银行放贷意愿和公司融资意愿的降低,最终都会导致公司面临的融资约束程度更高,资金压力更大。从业绩压力的角度来看,当经济政策不确定性较高时,公司面临的经营环境变差,业绩下滑的压力增加<sup>[22]</sup>。同时,经济政策不确定性也会导致公司管理层难以正确把握未来经济政策走势,此时管理层通常会选择延缓投资、减少创新和研发投入,最终导致业绩下滑的压力增加。根据舞弊三角理论,压力是公司违规的重要诱发因素,经济政策不确定性使得公司为了缓解资金压力和业绩压力有动机实施违规行为<sup>[18]</sup>。

其次,较高的经济政策不确定性会降低机构投资者的持股比例,使机构投资者难以有效发挥监督作用,最终增加了公司违规的机会。陆瑶等(2012)认为机构投资者是影响公司违规行为的重要因素<sup>[23]</sup>,机构投资者持股比例越高,其监督上市公司的积极性越大、能力越强,上市公司违规行为受到的约束也就越大。然而,在经济政策不确定性较高时,金融资产价格波动增加,机构投资者会降低持股意愿和持股比例。当机构投资者降低持股比例后,其治理公司的意愿和能力也会随之降低。此时,公司违规的机会更大,违规倾向和违规次数更多。

最后,更高的经济政策不确定性增加了管理层实施违规行为的借口。经济政策不确定性越高,公司业绩下滑的风险越大。此时,管理层认为实施违规行为会最大化股东和自身的利益。这样的借口会使违规行为与管理层的道德观念和行为准则相符,此时违规行为被“合理化”。基于以上分析,本文提出如下假设:

H:较高的经济政策不确定性会增加公司的违规倾向和违规次数。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以2010~2019年中国沪深A股上市公司为初始样本,并遵循如下标准对样本进行处理:(1)剔除数据缺失的样本;(2)剔除金融类上市公司的样本;(3)剔除当年上市和样本期间内被ST、PT处理的公司样本。本文使用中国证监会2012年颁布的《上市公司行业分类指引》对样本进行了行业分类。本文涉及的数据均来源于CSMAR数据库。为消除极端值的影响,本文对连续变量进行上下1%水平的缩尾处理。

#### (二)变量定义

1.违规倾向和违规次数。参考现有研究<sup>[21][23]</sup>,本文采用两种方式衡量公司的违规行为:违规倾向,当年公司被披露发生违规事件,则取1,否则取0;违规次数,公司当年被披露的违规行为的总次数。

2.经济政策不确定性。Baker等(2016)运用文本分析法,基于对《南华早报》的关键词搜索,构建了中国的月度经济政策不确定性指数<sup>[24]</sup>。本文将该指数按年份算术平均处理,并取自然对数,最终得到中国的年度经济政策不确定性指数。

3.控制变量。参考现有研究,本文在回归分析中加入了公司经营、公司治理、诉讼风险三个层面的控制变量<sup>[21]</sup>。在公司经营层面,本文加入了公司规模、资产负债率、公司成长能力、公司盈利能力4个变量;在公司治理层面,本文加入了股权集中度、审计机构是否为四大会计师事务所、分析师跟踪程度3个变量;在诉讼风险层面,本文加入了股票日波动率、股票换手率和行业违规情况3个变量。此外,本文还控制了年度和行业哑变量,具体变量定义如表1所示。

表1 变量定义

变量符号	变量名	变量含义及度量方法
Fraud	违规倾向	若公司当年被披露有违规事件,则取1,否则取0
Freq	违规次数	公司当年被披露的违规事件的总次数
EPU	经济政策不确定性	运用 Baker 等(2016)构建的 EPU 指数衡量 <sup>[24]</sup>
Size	公司规模	公司年末总资产的自然对数
Lev	资产负债率	公司年末总负债/年末总资产
Growth	成长性	公司当年的营业收入增长率
Profit	盈利能力	公司年末息税折旧摊销前利润/营业收入;息税折旧摊销前利润=税前利润 EBIT+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
TopHold	股权集中度	公司前十大股东持股比例
BigFour	是否“四大”	若公司的审计机构是四大会计师事务所,则取1,否则取0
Anarpt	分析师跟踪程度	公司当年证券分析师发布研究报告数量的自然对数
Volatility	股票日波动率	公司当年股票日收益率的标准差
Turnover	换手率	公司当日换手率的加总,日换手率=日交易量/流通股总数
IndFraud	行业违规情况	当年同行业违规公司的数量/行业中公司的总数

### (三)模型设计

本文构建模型(1)对经济政策不确定性与公司违规之间的关系进行检验:

$$\text{DepVar}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{Control}_{i,t} + \text{Year}_{i,t} + \text{Industry}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,DepVar 代表被解释变量,分别是违规倾向 Fraud 和违规次数 Freq。根据两个被解释变量的特点,本文应用不同方法对模型(1)进行估计。参考现有研究<sup>[21]</sup>,当被解释变量为违规倾向时,本文分别应用 Probit 模型和条件 Logit 模型估计;当被解释变量为违规次数时,本文采用泊松回归和负二项回归进行估计。

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果见表2。表2的结果显示,Fraud 和 Freq 的均值分别为 0.135 和 0.196,说明样本中被披露有违规事件的上市公司约占总样本量的 13.5%。在对经济政策不确定性

表2 描述性统计分析

变量名	观测数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Fraud	22982	0.135	0.341	0.000	0.000	1.000
Freq	22982	0.196	0.650	0.000	0.000	38.000
EPU	22982	5.606	0.659	4.594	5.897	6.674
Size	22982	22.103	1.325	15.729	21.914	28.520
Lev	22982	41.509	29.968	-19.470	40.164	2945.400
Growth	22982	21.928	277.184	-130.916	11.350	36753.197
Profit	22982	0.368	73.430	-4799.265	0.127	10040.786
TopHold	22982	34.875	14.884	2.197	33.010	89.990
BigFour	22982	0.055	0.228	0.000	0.000	1.000
Anarpt	22982	1.546	1.166	0.000	1.609	4.331
Volatility	22982	0.032	0.038	0.001	0.027	2.559
Turnover	22982	6.385	5.645	0.000	4.675	54.158
IndFraud	22982	0.132	0.037	0.044	0.126	0.189

指数取自然对数处理后,EPU 的均值为 5.606,标准差为 0.659,说明不同年份的经济政策不确定性之间存在一定的差异。Growth 的均值为 21.928,Profit 的均值为 0.368,这表明我国上市公司的成长性和盈利能力较好。TopHold 的均值为 34.875,说明我国上市公司股权较为集中,分散程度不高。本文其他控制变量的描述性统计结果与现有研究结果基本一致<sup>[21]</sup>,在此不再赘述。

本文使用 Pearson 和 Spearman 进行了相关系数检验。结果显示<sup>②</sup>,Fraud 和 Freq 与 EPU 的相关系数分别为 0.064 和 0.071,且均在 10%的水平上显著。这一结果初步说明,随着经济政策不确定性的增加,公司违规倾向增大,违规次数增多,符合假设 1 的预期。

### (二)多元回归分析

本文使用模型(1)检验经济政策不确定性与公司违规倾向和违规次数之间的关系,回归结果见表 3<sup>③</sup>。其中第(1)(2)列是经济政策不确定性与公司违规倾向之间关系的回归结果,分别用 Probit 回归和条件 Logit 回归估计;第(3)(4)列是经济政策不确定性与公司违规次数之间关系的回归结果,分别用泊松回归和负二项回归估计。表 3 第(1)(2)列的结果显示<sup>④</sup>,EPU 的回归系数分别为 1.588 和 1.043,且均在 1%的水平上显著。这说明经济政策不确定性与公司的违规倾向具有显著的正相关关系,并且当经济政策不确定性增加 1%时,上市公司的违规倾向就会分别增加 1.588%和 1.043%。表 3 第(3)(4)列的回归结果显示,EPU 的回归系数分别为 3.539 和 3.762,且均在 1%的水平上显著。这说明经济政策不确定性与公司的违规次数具有显著的正相关关系,并且当经济政策不确定性增加 1%时,上市公司的违规次数就会分别增加 3.539%和 3.762%。以上结果说明,经济政策不确定性越高,公司的违规倾向越大、违规次数越多,这一结果符合本文假设 1 的预期。这样的结果说明,经济政策不确定性提高显著增加了公司的违规行为,影响了资本市场的健康平稳运转,损害了投资者的利益。

表 3 经济政策不确定性与公司违规行为

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Probit	Clogit	Poisson	Nbreg
	Fraud	Fraud	Freq	Freq
EPU	1.588 *** (12.15)	1.043 *** (14.39)	3.539 *** (6.98)	3.762 *** (10.27)
Constant	-8.311 *** (-12.01)		-16.373 *** (-6.13)	-15.111 *** (-8.00)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes		Yes	Yes
N	22978	11008	22980	22980
PseudoR <sup>2</sup>	0.1204	0.1703		
Chi2	1249.23	1046.37	1507.64	1950.62

注:括号中为 t 统计量,\*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著,本文对所有回归系数的标准误在公司层面上进行了 Cluster 处理,下表同;Controls 包含了所有控制变量。

### (三)稳健性检验

1.改变经济政策不确定性的度量方法。Davis 等(2019)采用文本分析法,基于《人民日报》《光明日报》的关键词搜索,构建了中国的经济政策不确定性指数<sup>[25]</sup>。本文对该指数进行算术平均处理并取自然对数,最终得到中国年度经济政策不确定性指数,之后重新检验经济政策不确定性对公司违规的影响,回归结果见表 4。表 4 第(1)~(4)列的结果显示,EPU 的回归系数依旧显著为正,研究结论保持不变。

2.控制公司层面固定效应。为缓解可能由于存在遗漏变量导致的回归结果有偏的问题,本文参考孟庆斌等(2018)的做法,采用公司层面固定效应模型对模型(1)重新进行估计<sup>[21]</sup>,回归结果见表 4。表 4 第(5)~(7)列的回归结果表明,在控制公司层面的固定效应之后,EPU 的回归系数仍在 1%的水平上显著为正,研究结论未发生变化。

表 4 稳健性检验:改变经济政策不确定性的度量方法和控制公司层面的固定效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Logit	Clogit	Poisson	Nbreg	XtLogit	XtPoisson	XtNbreg
	Fraud	Fraud	Freq	Freq	Fraud	Freq	Freq
EPU	2.317*** (12.15)	5.271*** (11.32)	5.161*** (6.98)	5.487*** (10.27)	3.614*** (11.28)	3.445*** (24.39)	3.351*** (11.74)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	22978	11008	22980	22980	11008	11016	11016
PseudoR <sup>2</sup>	0.1204	0.2081			0.1213		
Chi2	1249.23	1046.37	1327.32	1750.31	1485.58	5228.64	1269.70

注:Controls 包含控制变量、常数项以及年份和行业哑变量。

3. 将被解释变量延后一期。经济政策不确定性对公司违规行为的影响可能存在滞后效应,也就是说当年的经济政策不确定性会对下一年的公司违规行为产生影响。基于此,本文构建了延后一期的公司违规倾向 FFraud 和违规次数 FFreq,实证检验经济政策不确定性对延后一期公司违规倾向和违规次数的影响。表 5 第(1)~(4)列的回归结果显示,EPU 的回归系数仍显著为正。这说明经济政策不确定性与延后一期的违规倾向和违规次数具有显著的正相关关系,该结果证实了本文结论的稳健性。

4. 改变回归模型。本文的被解释变量公司违规倾向和公司违规次数均为归并数据,这种数据类型同样可以运用 Tobit 模型估计<sup>[26]</sup>。为进一步提高结论的稳健性,本文采用 Tobit 回归模型重新检验了经济政策不确定性与违规倾向和违规次数之间的关系。表 5 第(5)(6)列的回归结果显示,EPU 的回归系数分别为 2.551 和 21.561,且均在 1%的水平上显著,研究结论仍保持不变。

5. 经济政策不确定性与违规稽查概率。本文的回归结果表明,较大的经济政策不确定性会显著提高公司的违规倾向和违规次数。然而,这一结论也可能存在另一种解释,即监管部门为了稳定经济发展采取了更严格的监管措施,由此导致披露的违规事件增多。为排除这种可能性,本文对经济政策不确定性与公司违规被稽查概率之间的关系进行检验。参考现有研究<sup>[21][27]</sup>,本文使用公司从开始违规到违规被稽查的年份数来衡量违规被稽查概率 Dur 的大小,回归结果见表 5。表 5 第(7)~(9)列的结果显示,EPU 的回归系数不显著,说明经济政策不确定性不会影响违规被稽查的概率。该结果表明,当经济政策不确定性较高时,公司违规倾向和违规次数的增加不是监管部门的压力所致。

表 5 稳健性检验:将被解释变量延后一期、改变回归模型以及经济政策不确定性与违规稽查概率

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Logit	Clogit	Poisson	Nbreg	Tobit	Tobit	OLS	Poisson	Nbreg
	FFraud	FFraud	FFreq	FFreq	Fraud	Freq	Dur	Dur	Dur
EPU	1.088*** (3.99)	2.242*** (4.16)	1.455*** (3.52)	0.032*** (4.17)	2.551*** (11.69)	21.561*** (11.29)	-0.686 (-0.89)	-0.492 (-1.05)	-0.513 (-1.19)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19229	11826	19230	19230	22980	22980	6794	6794	6794
PseudoR <sup>2</sup> /ADJR <sup>2</sup>	0.0335	0.0285			0.0955	0.0585	0.0859		
Chi2	476.67	209.53	9858.07	271.00	1705.44	1523.24			

注:Controls 包含控制变量、常数项以及年份和行业哑变量。

## 五、经济政策不确定性影响公司违规的路径分析

### (一) 融资约束路径检验

根据上文的理论分析,本文认为融资约束是经济政策不确定性影响公司违规的路径之一。一方面,当经济政策不确定性较高时,银行判断投资风险的难度增加。此时,银行会选择收缩信贷,导致公

司从银行获取贷款的难度增加,融资压力变大<sup>[11]</sup>。另一方面,当经济政策不确定性较高时,管理层会延缓融资决策,公司的融资意愿也会降低。这两个方面最终都会加剧公司的融资约束程度,此时公司违规的可能性变大。本文的主检验结果和稳健性检验结果都证实了本文的假设。但究竟是否存在“经济政策不确定性增加→公司的融资约束程度加剧→公司的违规倾向和违规次数增加”的传导路径呢?下文将对此进行检验。

本文建立模型(2)和(3)检验经济政策不确定性是否通过融资约束这一路径影响公司的违规行为。其中 Med 代表中介变量,其他变量的含义与模型(1)中一致。参考现有研究<sup>[28]</sup>,本文使用 KZ 指数衡量融资约束这一中介变量。KZ 指数越大,说明公司的融资约束程度越大。

$$\text{Med}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{Control}_{i,t} + \text{Year}_{i,t} + \text{Ind}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{DepVar}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t} + \beta_2 \text{Med}_{i,t} + \beta_3 \text{Control}_{i,t} + \text{Year}_{i,t} + \text{Ind}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

表 6 第(1)~(3)列为融资约束的路径检验结果。第(1)列中 EPU 的回归系数为 0.578 且在 1% 的水平上显著,说明经济政策不确定性每增加 1%,上市公司的融资约束程度就会增加 0.578%。第(2)(3)列中,KZ 的回归系数分别为 0.039 和 0.082,且均在 1% 的水平上显著,说明上市公司的融资约束程度每增加 1%,其违规倾向会增加 0.039%,违规次数会增加 0.082%。以上结果表明,融资约束是经济政策不确定性影响公司违规的路径之一,较大的经济政策不确定性会加剧公司面临的融资约束程度,进而提高公司的违规倾向和违规次数。

### (二)业绩表现路径检验

根据上文的理论分析,本文认为业绩表现也是经济政策不确定性影响公司违规的路径之一。当经济政策不确定性较高时,公司管理层难以正确把握未来经济政策的走势,此时管理层的投资决策会更加谨慎,具体表现为延缓投资、减少创新和研发投入<sup>[29]</sup>,这最终会使公司业绩下滑的压力增加。在较大的业绩压力下,公司违规的动机更强烈,公司的违规倾向和违规次数也会更高。基于以上分析,下文将进一步检验是否存在“经济政策不确定性增加→公司业绩下滑压力增大→公司的违规倾向和违规次数增加”的传导路径。

本文使用中介效应模型(2)和(3)检验经济政策不确定性是否通过影响公司的业绩表现,进而影响公司的违规行为。参考现有研究<sup>[30]</sup>,本文使用资产收益率 ROA 衡量公司的业绩表现。公司的资产收益率越大,说明业绩表现越好。

表 6 第(4)~(6)列为业绩表现的路径检验结果。第(4)列的结果显示,EPU 的回归系数为 -0.025,且在 1% 的水平上显著,说明经济政策不确定性每增加 1%,上市公司的资产收益率会降低 0.025%。第(5)(6)列中,ROA 的回归系数分别为 -0.818 和 -0.492,且分别在 1% 和 5% 的水平上显著,说明上市公司的资产收益率每下降 1%,公司的违规倾向会增加 0.818%,违规次数会增加 0.492%。以上回归结果表明,公司的业绩表现是经济政策不确定性影响公司违规的路径之一,较大的经济政策不确定性会降低公司的业绩,进而提高了公司的违规倾向和违规次数。

### (三)机构投资者监督路径检验

根据上文的理论分析,本文认为机构投资者监督也是经济政策不确定性影响公司违规的路径之一。较大的经济政策不确定性会降低机构投资者的投资意愿,进而降低其持股比例。此时机构投资者治理公司的意愿和能力均会降低,从而导致机构投资者难以有效发挥监督作用,最终增加了公司违规的机会。基于以上分析,下文将检验是否存在“经济政策不确定性增加→机构投资者监督水平降低→公司的违规倾向和违规次数增加”的传导路径。

本文使用机构投资者的持股比例 Institution 衡量其监督水平。当机构投资者持股比例越高时,其监督水平也会越高。同样,本文使用中介效应模型(2)和(3),检验经济政策不确定性是否会通过降低机构投资者的持股比例,进而影响公司的违规行为。

表 6 第(7)~(9)列为机构投资者监督的路径检验结果,第(7)列中 EPU 的回归系数为 -0.019,且在 10% 的水平上显著,说明经济政策不确定性每增加 1%,机构投资者的持股比例会下降 0.019%。

第(8)(9)列中, Institution 的回归系数分别为-0.162 和-0.261, 且均在 5% 的水平上显著, 说明机构投资者持股比例每下降 1%, 公司的违规倾向会增加 0.162%, 违规次数会增加 0.261%。以上结果表明, 机构投资者监督是经济政策不确定性影响公司违规行为的路径之一, 较高的经济政策不确定性会降低机构投资者对上市公司的持股比例, 从而削弱了机构投资者的监督和治理作用, 最终导致公司的违规倾向更大、违规次数更多。

表 6 路径分析: 融资约束、业绩表现和机构投资者监督

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	KZ	Fraud	Freq	ROA	Fraud	Freq	Institution	Fraud	Freq
EPU	0.578*** (3.52)	0.359*** (2.84)	0.731*** (3.02)	-0.025*** (-2.61)	1.558*** (11.96)	3.360*** (7.18)	-0.019* (-1.72)	2.267*** (11.97)	2.060*** (5.30)
KZ		0.039*** (4.01)	0.082*** (5.19)						
ROA					-0.818*** (-2.72)	-0.492** (-2.31)			
Institution								-0.162** (-2.04)	-0.261** (-2.22)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19119	19119	19119	22982	22978	22980	22980	19229	19230
PseudoR <sup>2</sup> /ADJR <sup>2</sup>	0.5096	0.049		0.0395	0.1236		0.3759	0.1243	
Chi2		619.82	794.45		1324.24	1659.36		1179.92	821.37

注: Controls 包含控制变量、常数项以及年份和行业哑变量。

## 六、进一步分析

### (一) 公司内部控制的调节作用

高质量的内部控制会缓解经济政策不确定性对公司违规行为的影响。这是因为完善的内部控制能够有效缓解信息不对称和委托代理问题并约束管理层的行为, 最终会抑制公司的违规行为。反之, 当内部控制质量较差时, 上市公司收到法律诉讼和违规处罚的可能性较大<sup>[19]</sup>。为了考察内部控制的调节作用, 本文在模型(1)中加入两个指标, 分别为公司内控水平以及经济政策不确定性与公司内控水平的交乘项。参考孟庆斌等(2018)的研究<sup>[21]</sup>, 本文分别使用迪博内控指数 DIB 和内控缺陷程度 Defect 两项指标衡量内部控制质量。迪博内部控制指数越大, 说明公司内部控制质量越高; 内控缺陷程度越高, 说明公司内部控制质量越低。

表 7 的第(1)~(4)列为内控水平调节效应的回归结果。其中第(1)(2)列的结果显示, DIB 的回归系数显著为负, 说明内控水平越高时, 公司的违规倾向越小、违规次数越少; EPU \* DIB 的回归系数也显著为负, 说明内控水平越低时, 经济政策不确定性与公司违规的正相关关系越强。第(3)(4)列中, Defect 的回归系数显著为正, 说明内控缺陷程度越高时, 公司的违规倾向越大、违规次数越多; EPU \* Defect 的回归系数显著为正, 说明内控缺陷程度越高时, 经济政策不确定性与公司违规的正相关关系越强。整体而言, 表 7 第(1)~(4)列的回归结果表明, 高质量的内部控制可以缓解经济政策不确定性对公司违规行为的影响。

### (二) 产品市场竞争的调节作用

产品市场竞争可以发挥公司外部治理作用, 缓解经济政策不确定性对公司违规行为的影响。现有研究表明, 产品市场竞争越激烈, 公司内外部信息不对称程度越低<sup>[31]</sup>。此时, 公司违规行为被发现的概率更高, 公司违规的机会更少。为了考察产品市场竞争的调节作用, 本文在模型(1)中分别引入产品市场竞争以及经济政策不确定性与产品市场竞争的交乘项。参考现有研究, 本文用赫芬达尔—赫希曼指数 HHI 和勒纳指数 LM 两个指标衡量产品市场竞争程度, 这两项指标的值越小, 说明产品市场竞争越激烈。

表 7 进一步分析:公司内控水平和产品市场竞争的调节作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Fraud	Freq	Fraud	Freq	Fraud	Freq	Fraud	Freq
EPU	1.419 *** (9.89)	3.894 *** (9.02)	1.553 *** (11.84)	3.680 *** (9.93)	1.588 *** (12.16)	3.787 *** (10.59)	1.630 *** (12.41)	3.843 *** (10.38)
DIB	-1.273 *** (-8.89)	-6.648 *** (-12.99)						
EPU * DIB	-0.086 *** (-12.95)	-0.107 *** (-5.15)						
Defect			0.083 ** (-2.33)	0.156 ** (-2.01)				
EPU * Defect			0.622 *** (2.96)	1.322 *** (2.85)				
HHI					0.054 (0.40)	-0.259 (-0.63)		
EPU * HHI					0.012 * (1.70)	0.052 ** (2.32)		
LM							-0.022 (-1.04)	-0.226 (-0.81)
EPU * LM							0.024 *** (-4.80)	0.040 ** (-2.26)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20853	20854	22978	22980	22910	22910	22978	22980
PseudoR <sup>2</sup>	0.1858		0.1234		0.1212		0.1226	
Chi2	1659.99	3141.95	1277.20	12408.48	1263.79	9275.77	1265.87	1357.90

注:Controls 包含控制变量、常数项以及年份和行业哑变量。

表 7 中第(5)~(8)列为产品市场竞争的调节作用的回归结果,其中 EPU \* HHI 和 EPU \* LM 的回归系数均显著为正,这说明在产品市场竞争程度较低时,经济政策不确定性与公司违规的正相关关系较强。该结果表明,激烈的产品市场竞争的确能够发挥公司治理的作用,缓解经济政策不确定性对公司违规行为的影响。

### (三)企业产权性质的调节作用

企业的产权性质会影响经济政策不确定性与公司违规行为之间的关系。一方面,国有企业承担了促进经济增长、带动就业的政治任务,存在预算软约束问题<sup>[32]</sup>。预算软约束会使管理层在决策时面临更少的资金压力,而资金压力是公司违规的重要诱发因素<sup>[18]</sup>。因此,相对于非国有企业,国有企业的违规动机更小。另一方面,国有企业的内外部治理机制往往更加完善,有研究表明国有企业的公司治理质量好于非国有企业<sup>[33]</sup>。公司治理水平越高,公司违规行为越少<sup>[19]</sup>。因此,本文认为在非国有企业中经济政策不确定性与公司违规之间的关系更强。

本文根据企业的产权性质 Pattern 将样本分为国有企业组(Pattern=1)和非国有企业组(Pattern=0),并在模型(1)中加入经济政策不确定性与企业产权性质的交乘项 EPU \* Pattern,回归结果见表 8。其中第(1)(2)列是不加控制变量时企业产权性质的调节作用的回归结果,第(3)(4)列是加入控制变量后企业产权性质的调节作用的回归结果。表 8 第(1)~(4)列的结果显示,EPU \* Pattern 的回归系数均显著为负,说明经济政策不确定性与公司违规的关系在非国有企业组中更强。

### (四)管理层特征的调节作用

管理层作为公司的领导者,对公司决策具有重要影响,进而会影响到经济政策不确定性与公司违规行为之间的关系。风险偏好型管理层会放大违规行为带来的收益,低估违规可能造成的严重后果;反之,风险厌恶型管理层则更加忌讳违规行为产生的负面影响,进而在生产经营管理中尽量避免违规行为。结合经济政策不确定性来看,聘用了风险厌恶型管理层的公司可能会在一定程度上降低公司的违规行为;而聘用了风险偏好型管理层的公司可能会与经济政策不确定性形成“共振”,从而导致违

违规行为增加<sup>[21]</sup>。现有研究表明,年长的管理层更倾向于规避风险,而年轻的管理层,其决策更加激进<sup>[34]</sup>;具有海归背景的管理层在决策时风险偏好更强、更激进<sup>[35]</sup>。为了考察管理层特征在经济政策不确定性与公司违规之间关系中的调节作用,本文在模型(1)中分别引入高管平均年龄 Mage、经济政策不确定性与高管平均年龄的交乘项 EPU \* Mage、具有海外背景的高管占比 PRE 以及经济政策不确定性与具有海外背景的高管占比的交乘项 EPU \* PRE。

表 8 中第(5)~(8)列为管理层特征的调节作用的回归结果,在第(5)(6)列中 EPU \* Mage 的回归系数显著为负,这说明高管团队平均年龄越小,经济政策不确定性对公司违规行为的影响越大。在第(7)(8)列中,EPU \* PRE 的回归系数显著为正,说明高管团队中有海归背景的高管占比越高,经济政策不确定性对公司违规行为的影响越大。以上结果表明,高管层特征的确对经济政策不确定性与公司违规之间的关系具有调节作用,即公司管理层为风险偏好型时,经济政策不确定性对公司违规倾向和违规次数的影响更显著。

表 8 进一步分析:企业产权性质和管理层特征的调节作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Fraud	Freq	Fraud	Freq	Fraud	Freq	Fraud	Freq
EPU	0.564*** (13.71)	1.061*** (7.47)	1.538*** (11.66)	3.477*** (6.72)	1.609*** (12.31)	3.598*** (7.11)	1.577*** (12.05)	3.528*** (23.76)
EPU * Pattern	-0.033*** (-5.63)	-0.037* (-1.73)	-0.038*** (-6.31)	-0.050** (-2.27)				
Mage					-0.021*** (-2.90)	-0.027 (-1.17)		
EPU * Mage					-0.018*** (-3.78)	-0.065*** (-4.34)		
PRE							0.168 (0.90)	0.384** (2.40)
EPU * PRE							0.012*** (2.66)	0.011*** (3.27)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	22978	22980	22978	22980	22978	22980	22978	22980
PseudoR <sup>2</sup>	0.1016		0.1240		0.1216		0.1210	
Chi2	1292.87	1417.60	1218.41	1810.91	1264.42	1321.95	1250.29	11075.28

注:第(1)(2)列中,Controls 包含常数项和固定效应,不包含控制变量;第(3)~(8)列中,Controls 包含控制变量、常数项以及年份和行业哑变量。

## 七、研究结论与启示

本文以 2010~2019 年中国 A 股上市公司为样本,实证考察了经济政策不确定性对公司违规行为的影响,研究结果发现:第一,经济政策不确定性越高,公司的违规倾向越大、违规次数越多;第二,经济政策不确定性通过加剧公司的融资约束程度、增加公司业绩的下滑压力和降低机构投资者的监督水平三条路径增加了公司的违规倾向和违规次数;第三,公司内部控制质量、产品市场竞争、企业产权性质和管理层特征对经济政策不确定性与公司违规行为之间的关系具有显著调节作用。

本文丰富了经济政策不确定性和公司违规行为两个领域的研究,同时,从本文的研究结论中还可以得到以下政策启示:第一,对政府来说,在调整经济政策时要警惕经济政策的频繁变动对市场造成的负面影响。较大的经济政策不确定性在微观层面上会增加公司的违规倾向和违规次数,这不利于资本市场平稳健康运行。第二,对监管机构来说,当经济政策不明朗时,监管部门更要加强监管力度。这不仅能够抑制上市公司的违规行为,也有助于保障宏观经济的平稳运行,降低资本市场的系统性风险。第三,对上市公司来说,应建立完善的内部控制体系,向投资者全面、准确地披露公司的基本信息。同时,上市公司也要警惕风险偏好型管理层的违法违规倾向。

基于本文的研究结论,后续研究可以从以下两个方面拓展:第一,本文的经济政策不确定性仅表示我国总体的经济政策不确定性,未来的研究可以将经济政策不确定性进一步细分为货币政策不确定性、财政政策不确定性和贸易政策不确定性。第二,后续研究可以尝试进一步对公司违规行为主体、性质和后果进行细分,从而为有效抑制公司违规行为提供更为精准的政策建议。

#### 注释:

①参考中国证监会的公司违规分类方式,现有研究将上市公司违规行为分为信息披露违规、经营违规和领导人违规三类<sup>[23]</sup>。信息披露违规包括虚假陈述、遗漏信息、延误披露等行为;经营违规包括违规生产、违规发行、违规担保、违规投资证券等行为;领导人违规包括涉嫌内幕交易、职务侵占、资产掏空、资金挪用、行贿受贿、合同诈骗、携资出逃等行为。

②由于篇幅所限,相关性分析的结果留存待索。

③由于篇幅所限,实证检验中控制变量的结果留存待索。

④表3第(2)列条件Logit模型的回归结果中出现了样本量大幅减少的情况,这是由于在按公司进行分组检验后,部分公司在观测期内从未发生违规行为或每年都存在违规行为。这种组别在回归时会产生严重的多重共线性,从而被Stata自动剔除。

#### 参考文献:

- [1] Beasley, M.S. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud[J]. *Accounting Review*, 1996, 71(4): 443—465.
- [2] Fan, J.P., Wong, T.J. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, 33(3): 401—425.
- [3] Finkelstein, S., Hambrick, D.C. Top-management-team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1990, 35(3): 484—503.
- [4] 马德芳, 邱保印. 社会信任、企业违规与市场反应[J]. *中南财经政法大学学报*, 2016(6): 77—84.
- [5] 魏志华, 李常青, 曾爱民, 陈维欢. 关联交易、管理层权力与公司违规——兼论审计监督的治理作用[J]. *审计研究*, 2017(5): 87—95.
- [6] 肖奇, 沈华玉. 分析师关注、成长性与公司违规行为研究[J]. *商业研究*, 2017(10): 116—125.
- [7] 周开国, 应千伟, 钟畅. 媒体监督能够起到外部治理的作用吗? ——来自中国上市公司违规的证据[J]. *金融研究*, 2016(6): 193—206.
- [8] 姜国华, 饶品贵. 宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域[J]. *会计研究*, 2011(3): 9—18.
- [9] Gulen, H., Ion, M. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(3): 523—564.
- [10] Brogaard, J., Detzel, A. The Asset-pricing Implications of Government Economic Policy Uncertainty[J]. *Management Science*, 2015, 61(1): 3—18.
- [11] 蒋腾, 张永冀, 赵晓丽. 经济政策不确定性与企业债务融资[J]. *管理评论*, 2018(3): 29—39.
- [12] Bhagwat, V., Dam, R., et al. The Real Effects of Uncertainty on Merger Activity[J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(11): 3000—3034.
- [13] 顾夏铭, 陈勇民, 潘士远. 经济政策不确定性与创新——基于我国上市公司的实证分析[J]. *经济研究*, 2018(2): 109—123.
- [14] Krol, R. Economic Policy Uncertainty and Exchange Rate Volatility[J]. *International Finance*, 2014, 17(2): 241—256.
- [15] 杨海生, 陈少凌, 罗党论, 余国满. 政策不稳定性与经济增长——来自中国地方官员变更的经验证据[J]. *管理世界*, 2014(9): 13—28.
- [16] 路军. 女性高管抑制上市公司违规了吗? ——来自中国资本市场的经验证据[J]. *中国经济问题*, 2015(5): 66—81.
- [17] Beneish, M.D. Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP[J]. *The Accounting Review*, 1999, 74(4): 425—457.
- [18] Burns, N., Kedia, S. The Impact of Performance-based Compensation on Misreporting[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(1): 35—67.
- [19] 单华军. 内部控制、公司违规与监管绩效改进——来自2007—2008年深市上市公司的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2010(11): 140—148.
- [20] Dyck, A., Morse, A., et al. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(6): 2213—2253.

- [21] 孟庆斌,李昕宇,蔡欣园.公司战略影响公司违规行为吗[J].南开管理评论,2018(3):116—129.
- [22] 刘志远,王存峰,彭涛,郭瑾.政策不确定性与企业风险承担:机遇预期效应还是损失规避效应[J].南开管理评论,2017(6):15—27.
- [23] 陆瑶,朱玉杰,胡晓元.机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究[J].南开管理评论,2012(1):13—23.
- [24] Baker, S. R., Bloom, N., et al. Measuring Economic Policy Uncertainty [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4):1593—1636.
- [25] Davis, S. J., Liu, D., Sheng, X. S. Economic Policy Uncertainty in China since 1949: The View from Mainland Newspaper [Z]. Chicago Booth Working Paper, 2019.
- [26] 张路,李金彩,张瀚文,王会娟.管理者能力影响企业成本粘性吗? [J]. *会计研究*, 2019(3):71—77.
- [27] 陆瑶,李茶.CEO对董事会的影响力与上市公司违规犯罪[J]. *金融研究*, 2016(1):176—191.
- [28] Kaplan, S. N., Zingales, L. Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1):169—215.
- [29] 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指数的实证研究[J]. *金融研究*, 2015(4):115—129.
- [30] 徐晓东,陈小悦.第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. *经济研究*, 2003(2):64—74.
- [31] 伊志宏,姜付秀,秦义虎.产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. *管理世界*, 2010(1):133—141.
- [32] 林毅夫,李志赞.政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. *经济研究*, 2004(2):17—27.
- [33] 南开大学公司治理评价课题组,李维安.中国上市公司治理状况评价研究——来自2008年1127家上市公司的数据[J]. *管理世界*, 2010(1):142—151.
- [34] 李端生,周虹.高管团队特征、垂直对特征差异与内部控制质量[J]. *审计与经济研究*, 2017(2):24—34.
- [35] 宋建波,文雯,王德宏.海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. *财贸经济*, 2017(12):111—126.

## Economic Policy Uncertainty and Corporate Fraud

LU Chao WANG Chen

(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

**Abstract:** The influential factors of corporate fraud have always been one of the focus of the theoretical and practical areas. Using the sample of A-share listed companies in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2010 to 2019, this paper empirically tests the impact of economic policy uncertainty on corporate fraud and its influence mechanism. The results indicate that when the economic policy uncertainty is higher, the company has a higher tendency and frequency of participating in fraudulent practices. The paths of economic policy uncertainty affecting corporate fraud are to intensify corporate financing constraints, increase pressures on corporate performance decline and reduce supervision levels of institutional investors. Additional tests show that the positive relationship between economic policy uncertainty and corporate fraud is more significant in companies with poor internal control quality, low product market competition, non-state-owned ultimate controls, and more radical managers. From a macro perspective, this paper enriches relevant research on economic policy uncertainty and corporate fraud and provides new clues and evidence for curbing corporate fraud.

**Key words:** Economic Policy Uncertainty; Corporate Fraud; Fraud Triangle; Corporate Governance

(责任编辑:胡浩志)