

经济政策不确定性、集团化经营与企业投资效率

李田雨¹ 海梦碟² 邢斐²

(1.湖北大学 商学院,湖北 武汉 430062;2.华中科技大学 经济学院,湖北 武汉 430074)

摘要:本文从集团化经营的角度,以2008—2023年中国A股上市公司为样本,研究经济政策不确定性对投资效率的影响。研究发现:经济政策不确定性降低了企业的投资效率;集团化经营既可以通过缓解企业融资约束和分散经营风险,减轻由经济政策不确定性造成的企业投资不足,也可能通过加剧代理问题,放大由经济政策不确定性带来的企业投资过度;进一步地,面对经济政策不确定性的影响,非国有企业或处于市场化水平较低地区的企业更有必要采取集团化经营策略以缓解投资不足,但集团化经营策略同时也可能加剧这些企业的过度投资;市场化水平的提高既能够替代集团化经营策略以缓解经济政策不确定性导致的融资约束和投资不足,也可以避免集团成员企业在经济政策不确定性时的过度投资问题。本文的研究有助于识别集团化经营策略在对冲宏观政策风险中的有效边界,有利于在经济政策不确定性情境下深入理解企业集团与市场机制的相互关系,并能为政策部门在组建大型企业集团和提高投资效率方面提供政策建议。

关键词:经济政策不确定性;集团化经营;投资不足;过度投资;投资效率

中图分类号:F272.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2024)06-0065-14

一、引言

“十四五”规划纲要明确指出要“着力提高投资效率,促进投资规模合理增长、结构不断优化”;2023年中央经济工作会议也提出要着力扩大有效投资。这些均表明投资在我国经济增长中扮演着重要作用,但事实上,企业的投资效率会受到多方面因素影响,外部环境便是其中一个重要因素。不稳定的市场环境不仅会削弱企业管理者的决策信心,还可能使企业投资偏离最优水平。近年来,受国际复杂环境和国内形势变化的影响,我国一直在多目标中寻求动态平衡,这种在多元化政策目标下的政策调整,使得我国经济政策的不确定风险大幅上升。如何在不确定性环境下提升投资效率成为企

收稿日期:2024-04-03

基金项目:教育部人文社会科学研究规划基金项目“产业网络风险下企业的‘稳中求进’决策:基于流动性管理‘双重角色’的研究”(23YJA790089);中国博士后科学基金面上项目“国企改革背景下国有企业集团股权网络结构特征对企业创新行为的影响研究”(2023M741271);中央高校基本科研业务费项目“产业网络风险下企业的‘稳中求进’:现金持有的角色”(2023WKFZZX106)

作者简介:李田雨(1981—),女,湖北襄阳人,湖北大学商学院副教授;

海梦碟(1995—),女,湖北荆州人,华中科技大学经济学院博士后,本文通讯作者;

邢斐(1982—),男,湖北大悟人,华中科技大学经济学院教授。

业投资者关注的重要问题。

传统理论研究认为在非完美的市场经济条件下,信息不对称和代理冲突是导致企业产生非效率投资的主要原因^[1],并且,在外界环境波动因素影响下,这种效率损失会被进一步放大。制度经济学理论的出现,使得企业集团这一独特的组织形式逐渐走入人们视野,并受到学者们的广泛关注。已有文献发现,企业集团是由许多具有独立法人资格的企业通过正式或者非正式联结而形成的组织结构^[2],它不仅可以有效弥补外部市场和制度缺失,通过将外部市场交易转移至内部进行,降低企业与外界信息不对称^[3],还可以通过构建投资组合抵御外部经营风险^[4]。但与此同时,这种庞大的组织结构和相对复杂的控股关系也使其更容易发生代理问题^[5]。那么,对于这类兼具缓解信息不对称与加重代理问题功能的特殊企业而言,经济政策不确定性会如何影响其投资效率呢?本文在这一视角下,引入企业集团这一独特组织形式,考察经济政策不确定时期集团企业的投资效率问题,以期进一步厘清宏观政策风险在微观企业层面的传导机制、对冲策略以及相应的投资效率后果,这对于回答如何实现新时代下经济平稳增长、资源高效利用和高质量发展具有重要的现实意义。

本文可能的边际贡献如下。第一,本文检验了集团化经营策略在应对外部政策风险中的作用,并识别了集团化经营举措的有效边界。已有研究发现在面对外部经济政策不确定性引致的风险时,企业可以采取引入国有股权以及减少高管变更两种策略进行风险对冲^{[6][7]}。本文将集团化经营引入经济政策不确定性的相关研究中,发现集团化经营在应对外部风险造成的融资约束和投资不足上具有较好的缓解作用。因此,在投资效率低下且投资总量下降成为主要经济矛盾时,政策制定部门或企业可以考虑将集团化经营纳入应对外部政策不确定性风险的“工具箱”。

第二,本文研究为深入理解经济政策不确定性与企业投资效率之间的关系提供了新的研究视角。已有文献分别从传统理论和制度经济学理论视角,考察经济政策不确定性与企业投资效率之间的关系,得到了不同的结论。前者认为经济政策不确定性会导致企业投资效率降低^[1];后者则认为,在中国特殊国情下,经济政策的谨慎出台与指向不明晰会使企业决策倾向于依赖市场经济,从而弱化政府“有形之手”的干预功能,提升企业投资效率^[8]。本文通过引入企业集团这一介于企业与市场间的独特组织形式,发现企业集团可以部分替代外部市场的功能,在经济政策不确定性下,当企业依赖于市场经济进行决策时,企业集团内部资本市场的功能被放大,此时,集团化经营的企业融资约束问题更易得到缓解,企业投资不足减少,但同时因内部代理问题导致的过度投资也会更加严重。本文不仅同时验证了传统理论中的融资约束与代理问题机制,也部分呼应了制度经济学理论所认为的经济政策不确定性会使企业决策更依赖于市场经济的观点。

第三,本文利用经济政策不确定性对投资效率的影响这一特殊情境,并结合企业集团的特征(内部资本市场、集团多元化、金字塔结构),在统一的框架下深化了对企业集团缓解融资约束、分散经营风险以及加剧代理问题三种作用机制的理解。现有研究大多单独考察企业集团的内部市场融资功能或代理问题^{[5][9]},鲜有研究同时考察内部市场的融资机制、风险分散机制与代理问题。经济政策不确定性可以加剧企业面临的融资问题和代理问题以及经营风险,该情境有利于我们同时考察企业集团的多种作用机制,以推进对企业集团多效性的探讨^{[2]①},并厘清各种机制将如何缓冲宏观政策风险及其带来的不利影响。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

1.经济政策不确定性与企业投资行为的相关研究。已有文献分别基于实物期权理论和金融摩擦理论对经济政策不确定性与企业投资之间的关系进行了验证,均发现经济政策不确定性会抑制企业投资^{[10][11]}。基于实物期权理论的观点侧重于强调不确定性冲击对期权价值的影响,其倾向于将投资看作一种选择权,认为不确定性会增加企业延迟投资的期权价值,使企业主动减少投资直至不确定性

缓解^[12]。基于金融摩擦理论的观点则侧重于从信息不对称的角度进行解释,其认为经济政策不确定性会导致外界信息不对称程度加剧,此时,银行层面信贷供给缩减,企业外部融资成本提高,从而导致企业投资被动减少^[11]。

有关经济政策不确定性和企业投资效率之间关系的研究目前尚未取得一致结论。以代理理论和实物期权理论为基础的研究认为,经济政策不确定性的上升会降低企业的投资效率。例如,徐倩研究发现,经济政策不确定性会弱化外部监督效应,增加管理者机会主义行为动机,导致企业过度投资^[13]。杨志强和李增泉认为,受信息不对称和非理性预期的影响,在经济政策不确定时期,决策者更倾向于选择延迟投资以规避当前风险,企业投资不足增加,投资效率降低^[14]。以制度经济学为理论基础的研究则得出了相反的结论,其认为,在中国的特殊国情下,各级政府的“有形之手”干预过多,会导致企业投资效率损失。但当宏观经济波动时,政府出于谨慎考虑会减缓经济政策出台的速度,且经济政策指向的明确性会降低,此时“政府之手”变弱,市场因素的作用变强,企业决策时会更倚重市场层面的因素,由政府干预导致的效率损失得以矫正,因此经济政策不确定性的上升反而会使企业投资效率得到提高^[8]。

2. 企业集团与企业投资行为的相关研究。目前关于企业集团与投资行为关系的相关文献主要分为两类。一类文献主要关注了集团的“支持观”,其发现企业集团内部资本市场在弥补外部资本市场不足和缓解融资约束方面对投资具有促进作用^[3]。企业集团可以通过内部资本市场将闲置的内部资金分配给融资约束较为严重的成员企业^[9],或者通过互相担保帮助成员企业得到更多的外部银行贷款^[4],从而促进企业投资。另一类文献则主要关注了企业集团的代理问题,其认为集团内部资金在成员企业的集中会导致企业过度投资^[5]。例如,张会丽和陆正飞发现母子公司的资金分布越分散,子公司持现比率越高,集团整体的过度投资越严重^[15]。

通过梳理上述文献,可以发现鲜有文献将企业集团放在经济政策不确定情境中去考察其投资效率问题。本文借助于经济政策不确定性这一特殊情境考察企业集团的投资效率问题,有助于整合企业集团在缓解融资约束、加剧代理问题以及分散经营风险三个方面的作用机制,推进企业集团多效性的研究。另外,虽然已有部分文献考察了经济政策不确定性与企业投资效率之间的关系,但尚未得到一致结论,且传导机制要么以融资约束为切入口,要么以代理问题为切入口,本文借助企业集团在对冲或加剧外部不确定性风险时引致的不利影响,将融资约束与代理问题纳入统一分析框架,有助于进一步厘清经济政策不确定性影响企业决策的微观传导机制。

(二) 研究假设

1. 经济政策不确定性与企业投资效率。经济政策不确定性可能从以下两个方面影响企业投资效率。第一,经济政策不确定性上升可能通过增加企业延迟投资的期权价值或外界信息不对称程度减少企业投资,从而导致企业投资不足,投资效率下降。根据实物期权理论,不确定性会增加企业延迟投资的期权价值,此时,审慎经营的管理者为规避风险可能倾向于减少投资^[10]。在经济政策不确定性下,决策者在面对良好投资机会时会更加保守,从而导致企业投资不足,投资效率下降。与金融摩擦理论相关的文献同样证实了这一结论。金融摩擦理论认为,金融市场并非完美的,在经济政策不确定时期,信息不对称的存在会导致企业债务违约风险增加,银行信贷规模缩减^[11]。此时,企业面临的外部融资约束增加,迫使企业不得不放弃一些净现值为正的投资项目,企业投资偏离正常投资水平,从而导致投资不足,投资效率下降。

第二,经济政策不确定性还可能会通过双层代理问题,导致企业过度投资,投资效率降低。根据代理理论,当管理层与股东之间存在利益冲突时,信息不对称的存在可能会增加管理层行使机会主义行为的动机^[16],从而损害企业投资效率。一方面,当经济政策不确定性上升时,企业盈余信息含量变低^[17],市场信息不对称程度提高,管理层在投资失败时更容易推脱责任,将外部环境作为投资失败的借口^[18],这可能会促使管理层选择企业净收益较低但能牟取个人私利的项目进行投资,造成企业过度投资,投资效率下降。另一方面,在经济政策不确定性条件下,大股东也更有动机实施掏空行为。

当面对较强的经济政策不确定性时,外部监管者更难以对股东行为进行监督,大股东侵占中小股东利益的成本降低,大股东出于私人收益的考量,可能倾向于扩大资本投入以增加其对企业控制性资产的持有^[19],从而导致其通过滥用公司现金流进行非效率投资的动机增强^[20],企业过度投资行为增加,投资效率下降。基于此,本文提出第一个研究假设。

H1:经济政策不确定性会导致企业投资不足或过度投资,从而降低企业投资效率。

2.经济政策不确定性与集团化企业投资不足。不同于独立经营的企业,企业集团存在内部资本市场,可以通过在集团内部进行资金再配置,缓解企业面临的融资约束并分散企业经营风险,从而抑制经济政策不确定性对企业造成的投资不足,提高企业投资效率。具体而言,相对于非集团企业,企业进行集团化经营可以产生两方面的好处。第一,企业集团存在内部资本市场,可以在内部统一调拨资金,使得闲置资金从资金充裕的成员企业流向资金需求较大的成员企业,降低集团企业融资约束程度^[9]。此外,集团化经营还可以使成员企业之间互相担保,提高集团成员企业被授信的可能性,特别是在我国现行借贷担保制度下,内部担保机制的存在有助于提高企业贷款额度并扩大企业外部资金来源^[21]。更低的融资约束程度有利于缓解集团企业在经济政策不确定时期的投资不足问题。

第二,相对于独立企业,企业集团通常进行跨地区、跨行业经营,基于资产组合理论,这种多元化的经营模式可以降低企业不同业务现金流的相关性,并减少企业经营风险^[22]。相较于进行单一行业经营的企业,集团层面的多元化经营可以在集团内部形成风险共担效应^[23],并增强企业投资信心。因此,当经济政策不确定性上升时,相对于非集团企业,集团成员企业的融资约束程度更低,企业对于投资风险的容忍度更高,企业推迟投资的动机减弱,由外部不确定性引致的企业投资不足问题将得到缓解。基于此,本文提出第二个研究假设。

H2:集团化经营可以降低企业融资约束程度并分散企业经营风险,从而缓解经济政策不确定性导致的企业投资不足。

3.经济政策不确定性与集团化企业投资过度。集团化经营可能会通过降低融资约束和弱化企业治理状况加剧双层代理问题,从而放大经济政策不确定性引致的企业过度投资问题。第一,从第一类代理问题来看,相对于非集团企业,集团成员企业具有相对更高的融资可得性,根据自由现金流理论,充足的资金流容易诱发管理层的投机动机,造成企业的过度投资^[16]。对于独立企业而言,经济政策不确定性上升虽然通过提高市场信息不对称程度加剧了企业代理问题,但也通过更大的金融市场摩擦致使企业面临更严重的融资约束,进而束缚了企业管理层的机会主义行为;而集团化经营可以通过增加成员企业现金流,相对加剧管理层代理问题,扩大集团成员企业的过度投资程度。第二,从第二类代理问题来看,相对于非集团企业,集团金字塔型的股权结构可能会加大控股股东所有权和控制权的分离程度,使控股股东为满足私有利益侵占中小股东权益,从而加剧其与中小股东的潜在利益冲突^[24],导致控股股东更有内在动机通过增加无效率投资来获取个人控制权收益和股票溢价利益^[25]。同时,经济政策不确定性上升导致外部监督弱化,使集团企业的大股东代理问题相比于独立企业更加严重,此时集团控股股东出于获取私人利益的动机,进行过度投资的可能性更大。基于此,本文提出第三个研究假设。

H3:集团化经营会产生更严重的代理问题,从而加剧经济政策不确定性导致的企业过度投资。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以2008—2023年沪深两市A股上市公司为研究样本[®],并按以下标准对样本进行处理:(1)剔除ST企业、金融行业企业和关键变量缺失的企业;(2)为消除极端值的影响,对企业层面连续变量进行上下1%的Winsorize处理;(3)为减少样本数据聚集性特征的影响,对回归系数标准差进行了企业层面的聚类调整,最终得到25967个观测值。其中,经济政策不确定性指数数据来源于Baker等构建的

EPU 指数^[26],企业集团数据为作者手工搜集整理得到,其余数据均来源于 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

1. 经济政策不确定性指数。本文采用 Baker 等构建的经济政策不确定性指数衡量中国经济政策不确定性^[26]^③。该指数兼具连续、时变及全面性,能够较好地反映经济政策不确定性的中短期变动^[27],且在较大程度上能捕捉到中国经济政策的不确定性。本文参照已有文献做法^[16],对年度经济政策不确定性指数取自然对数,并将以此得到的 EPU 指数作为本文衡量中国经济政策不确定性的指标。

2. 投资不足与过度投资。参考现有文献^[28]^[29],构建如下模型衡量企业投资不足与企业过度投资:

$$\text{INVN}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TQ}_{i,t-1} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_3 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_4 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{RETS}_{i,t-1} + \beta_7 \text{INVN}_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,INVN 表示企业新增投资,用总投资与维持性投资之间的差值除以总资产衡量。TQ 为托宾 Q 值,LEV 表示资产负债率,CASH 代表企业现金持有量,AGE 为企业上市年限,SIZE 是企业规模,RETS 代表股票年度回报率。模型(1)估计所得残差的绝对值为企业投资效率,绝对值越大,表明企业投资偏离度越大,企业投资效率越低。选取残差项小于 0 的观测值作为企业投资不足子样本,并对其取绝对值,记作 UINVN;选取残差项大于 0 的观测值作为企业过度投资子样本,并对其取绝对值,记作 OINVN。

3. 企业集团。一般认为,企业集团是由许多具有独立法人资格的企业通过正式或者非正式联结而形成的组织结构^[2]。从集团的组建和发展过程来看,企业集团是以资金联合、相互持股为标志,通过资产重组、并购等方式形成的跨地区、跨行业的大型经济联合体。本文参照现有文献做法^[9],根据以下步骤判定上市企业是否从属于一个企业集团:(1)根据 CSMAR 数据库中上市公司关系链控股图及控制人信息,手工识别上市公司最终控制人;(2)通过人工交叉比对,将能够追溯到同一最终控制人的上市公司控股图进行手工拼接得到最终完整的控股关系图;(3)对完整控股关系图进行手工筛选,若图中涵盖两家或两家以上上市公司,则将图中所有上市公司判定为从属于一个企业集团(GROUP=1),否则认为其是独立企业(GROUP=0)^④。

(三) 模型设立

为验证本文研究假设 H1,参照已有文献^[7]^[10],本文建立如下回归模型:

$$\text{AINV}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPU}_{i,t-1} + \alpha_n^* \text{controls}_{i,t-1} + \eta_{\text{ind}} + \delta_{i,t} \quad (2)$$

式(2)中,被解释变量 AINV 表示企业投资效率,其值越大,表示企业投资效率越低。解释变量 EPU 为经济政策不确定性指数,由于企业投资效率通常将上一期的资产收益率等各项指标作为参照,具有一定的延迟性,同时,为缓解本文的内生性问题,本文将所有解释变量滞后一期。参考现有文献^[10]^[11],本文控制如下变量:企业投资机会(TQ)、企业自由现金流量(OCF)、行业层面资产回报率标准差(STD_ROA)、董事会规模(BOARD)、独立董事占比(IDP)、企业上市年限(AGE)以及企业资产负债率(LEV)。此外,本文还控制了行业哑变量。具体变量定义和计算方法见表 1。

此外,本文还设立如下回归模型(3),以验证集团化经营对经济政策不确定性与投资不足和投资过度之间关系的影响:

$$\text{UINVN}_{i,t} (\text{or } \text{OINVN}_{i,t}) = \theta_0 + \theta_1 \text{EPU}_{i,t-1} + \theta_2 \text{GROUP}_{i,t-1} + \theta_3 \text{EPU}_{i,t-1} \times \text{GROUP}_{i,t-1} + \theta_n^* \text{controls}_{i,t-1} + \eta_{\text{ind}} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

式(3)中,UINVN 表示企业投资不足,OINVN 表示企业投资过度,GROUP 为企业集团的代理变量。本文主要关心企业集团与经济政策不确定性交互项 EPU×GROUP 对企业投资效率的影响。根据上文研究假设,集团化经营可以缓解经济政策不确定性导致的企业投资不足,但会加剧经济政策不确定性导致的企业投资过度,因此,本文预期投资不足子样本中交互项 EPU×GROUP 的符号为负,过度投资子样本中交互项 EPU×GROUP 的符号为正。

变量符号	变量名称	变量定义
EPU	经济政策不确定性指数	采用 EPU 年度指数取自然对数衡量
GROUP	企业集团	是否属于企业集团,属于企业集团为 1,否则为 0
INVN	企业新增投资	新增投资支出与总资产之比
AINV	企业投资效率	模型(1)回归结果残差的绝对值
OINVN	企业过度投资程度	模型(1)回归结果大于 0 的残差绝对值
UINVN	企业投资不足程度	模型(1)回归结果小于 0 的残差绝对值
TQ	企业投资机会	企业托宾 Q 值,采用流通股市值、非流通股账面价值以及负债账面价值之和与企业年末总资产之比衡量
OCF	企业自由现金流量	采用企业经营现金净流量与总资产之比衡量
STD_ROA	资产回报率标准差	采用 ROA(资产回报率)行业层面的标准差衡量
AGE	企业上市年限	采用企业当前年份已上市年限的自然对数值衡量
LEV	企业资产负债率	采用企业当前年份总负债与总资产之比衡量
BOARD	董事会规模	采用董事会总人数的自然对数值衡量
IDP	独立董事占比	采用独立董事人数占董事会总人数的比重衡量

四、实证结果与讨论

(一)描述性统计分析

表 2 为样本主要变量的描述性统计结果。从表中可以看出,经济政策不确定性指数 EPU 的样本均值为 5.581,最大值为 6.675,最小值为 4.411,表明 2008—2023 年间我国经济政策的波动较为明显。企业投资不足 UINVN 的样本均值为 0.036,企业过度投资 OINVN 的样本均值为 0.049,且投资不足样本(15511 个)大于投资过度样本(10456 个),这与现有相关文献的研究结论较为接近。主要控制变量数据如董事会规模(均值 2.145)、托宾 Q 值(均值 2.020)、STD_ROA(均值 0.107)等与现有研究结论基本一致^[8],表明本文数据较为可信,不再赘述。

表 2

描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
EPU	25967	5.581	0.751	5.499	6.675	4.411
GROUP	25967	0.273	0.446	0.000	1.000	0.000
INVN	25967	0.028	0.054	0.015	0.229	-0.102
AINV	25967	0.041	0.045	0.026	0.218	0.001
OINVN	10456	0.049	0.055	0.028	0.218	0.001
UINVN	15511	0.036	0.037	0.025	0.218	0.001
TQ	25967	2.020	1.270	1.610	8.291	0.863
OCF	25967	0.046	0.070	0.045	0.248	-0.164
STD_ROA	25967	0.107	0.137	0.074	1.087	0.030
AGE	25967	2.293	0.601	2.398	3.296	1.099
LEV	25967	0.470	0.180	0.470	0.903	0.070
BOARD	25967	2.145	0.200	2.197	2.708	1.609
IDP	25967	0.374	0.533	0.333	0.571	0.300

(二)基准回归分析

基于上述回归模型,本文将采用 OLS 估计重点考察经济政策不确定性、集团化经营以及二者交互作用对企业投资效率(投资不足和过度投资)的影响,下文列示了相应回归结果。

1.经济政策不确定性与企业投资效率。本文首先考察了经济政策不确定性对企业投资效率的影响,并将回归结果列示在表 3 中。表 3 中第(1)~(2)列为经济政策不确定性对企业投资效率的回归结果,第(3)~(4)列为经济政策不确定性对企业投资不足的回归结果,第(5)~(6)列为经济政策不确定性对企业过度投资的回归结果,其中第(2)列、第(4)列和第(6)列分别在第(1)列、第(3)列和第(5)

列的基础上加入了主要控制变量,以控制其他因素对企业投资效率的影响。第(1)~(6)列的结果中,经济政策不确定性 EPU 的估计系数均在 1%的水平上显著为正。第(2)(4)(6)列的结果分别表明,经济政策不确定性(EPU)每上升一个标准差,企业非效率投资(AINV)会增加 3.9%,企业投资不足会增加 3.6%,企业过度投资会增加 4.4%。这表明经济政策不确定性越大,企业投资效率越低,表现为企业投资不足程度越严重,过度投资程度加剧,研究假设 H1 得到验证。

表 3 基准回归结果 1:经济政策不确定性对企业投资效率的影响

	投资效率		投资不足		过度投资	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EPU	0.049*** (37.706)	0.053*** (30.138)	0.045*** (29.449)	0.048*** (21.498)	0.054*** (27.764)	0.059*** (21.298)
Controls	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21427	21427	12993	12993	8434	8434
R ²	0.082	0.085	0.067	0.069	0.114	0.120

注:***、**和*表示该系数分别在1%、5%和10%的水平上显著,括号中的数值为经企业层面聚类调整的t值。限于篇幅,本文控制变量的结果未展示,留存备案。下表同。

2.经济政策不确定性、集团化经营与企业投资效率。表4基于模型(3)对本文研究假设H2和H3进行验证,分别考察在经济政策不确定时,企业集团化经营对投资不足和过度投资的影响。第(1)列为集团化经营对企业投资不足的回归结果,结果显示,GROUP的回归系数为负且在1%的水平上显著,表明企业集团化经营可以缓解企业投资不足。第(2)列与第(3)列分别第(1)列的基础上逐步加入经济政策不确定性指数EPU以及经济政策不确定性指数与集团化经营的交乘项EPU×GROUP,其中交乘项EPU×GROUP的回归系数为负且在1%水平上显著,表明集团化经营可以缓解经济政策不确定性导致的企业投资不足。从经济显著性来看,其含义为经济政策不确定性(EPU)每上升一个标准差,集团化经营可以使企业投资不足程度减少1.2%。从过度投资子样本来看,第(4)列中集团化经营GROUP的回归系数显著为正,表明集团化经营会加剧企业过度投资。第(5)列与第(6)列分别第(4)列的基础上逐步加入经济政策不确定性指数EPU以及经济政策不确定性指数与集团化经营的交乘项EPU×GROUP,其中交乘项EPU×GROUP的回归系数为正且在1%水平上显著,表明集团化经营会放大经济政策不确定性对企业过度投资的促进作用。从经济显著性来看,其含义为经济政策不确定性(EPU)每上升一个标准差,集团化经营可以使过度投资程度增加5.3%。综上所述,集团化经营对经济政策不确定性导致的企业无效率投资的影响具有两面性:一方面集团化经营能够缓解经济政策不确定性导致的企业投资不足,企业投资效率提高,研究假设H2得以验证;另一方面,集团化经营还会加剧经济政策不确定性导致的企业过度投资,从而导致企业投资效率下降,研究假设H3得以验证。

表 4 基准回归结果 2:经济政策不确定性、集团化经营对企业投资效率的影响

	投资不足			过度投资		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EPU		0.048*** (20.985)	0.051*** (19.845)		0.042*** (19.754)	0.033*** (20.824)
GROUP	-0.032*** (-20.471)	-0.006*** (-6.012)	0.078*** (7.459)	0.077*** (19.866)	0.036*** (13.544)	-0.410*** (-9.982)
EPU×GROUP			-0.016*** (-7.924)			0.071*** (10.375)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	12993	12993	12993	8434	8434	8434
R ²	0.014	0.069	0.070	0.109	0.129	0.136

3.稳健性测试。为提高结论可信度,本文从核心解释变量来源和度量方式、被解释变量衡量标准以及模型内生性问题等多个方面进行稳健性测试。(1)采用 Davis 等编制的经济政策不确定性指数进行重新检验^{[30]⑤}; (2)参照饶品贵和徐子慧的处理方式,将年度经济政策不确定性指数除以 100^[7]; (3)依照 Biddle 等的做法重新计算企业投资效率^[31]; (4)借鉴张成思和刘贯春的做法,考虑到中美宏观经济政策尤其是货币政策的联动性,选取美国经济政策不确定性指数作为工具变量^[27]; (5)考虑企业个体差异与地区异质性的影响,控制不同固定效应组合。上述稳健性检验的回归结果见表 5。经上述检验发现,本文稳健性检验结果与上文研究结论基本一致,表明本文的研究结果是稳健的。

表 5 稳健性检验

	更换经济政策 不确定性指数来源		改变经济政策不确定性 指数的处理方式		更换企业投资 效率计算方法	
	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EPU	0.049*** (17.121)	0.037*** (26.628)	0.016*** (18.756)	0.016*** (24.285)	0.002 (1.250)	-0.012** (-2.355)
GROUP	0.022*** (5.352)	-0.151*** (-8.051)	0.007*** (3.310)	0.001 (0.095)	0.056*** (3.578)	-0.006*** (-11.800)
EPU×GROUP	-0.013*** (-5.989)	0.054*** (8.208)	-0.004*** (-5.097)	0.002** (2.112)	-0.010*** (-3.844)	0.002** (2.081)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.103	0.187	0.079	0.139	0.044	0.133

	以美国经济政策 不确定性指数为工具变量		控制行业和地区因素影响		控制行业和 企业因素影响	
	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
EPU	0.168*** (13.974)	0.144*** (10.989)	0.052*** (19.014)	0.033*** (20.146)	0.052*** (20.197)	0.026*** (10.172)
GROUP	0.069*** (3.416)	-0.089*** (-3.527)	0.082*** (7.149)	-0.410*** (-9.992)	0.088*** (7.251)	-0.385*** (-8.938)
EPU×GROUP	-0.017*** (-4.739)	0.024*** (5.647)	-0.016*** (-7.817)	0.071*** (10.396)	-0.018*** (-7.557)	0.066*** (9.413)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	No	No	Yes	Yes	No	No
Firm FE	No	No	No	No	Yes	Yes
R ²	0.089	0.170	0.072	0.139	0.068	0.119

(三)机制检验

1.内部资本市场。上文提出,企业集团能够通过内部资本市场的资金调配和关联担保等途径缓解其成员企业面临的融资约束。本文首先对集团企业内部资金调配功能加以验证。一方面,集团内部相对充裕的现金流可以在一定程度上缓解企业由于不确定性风险增加导致的投资不足问题;另一方面,在较高的经济政策不确定性情况下,集团成员企业相对充裕的内部现金流增强了管理层实施投机行为的动机,从而加剧企业过度投资。为验证以上机制,本文借鉴蔡卫星等的做法^[9],采用以下两种方式衡量企业集团内部资本市场功能:(1)利用 CSMAR 数据库手工识别企业集团,计算得到属于同一企业集团其他成员企业的平均经营现金流 OOCF,以该指标来衡量企业集团的内部资本市场功能;(2)使用集团其他成员企业的平均经营现金流 OOCF 的虚拟变量进行衡量,当 OOCF 高于其年度中位数时,则取值为 1,否则为 0。具体的回归结果见表 6 的列(1)~(4)。

另外,本文从关联担保这一视角出发,再次验证企业集团的内部资本市场功能。研究假设 H2 中提到,企业集团可以通过提高声誉和偿债能力等方式为集团成员企业提供显性或隐性贷款担保,帮助成员企业获得贷款资金,缓解成员企业融资约束。为验证该机制,本文借鉴王琨等的做法^[32],采用以下两种方式衡量集团企业关联担保:(1)使用 CSMAR 数据库中企业当年接受关联担保涉及金额与总资产的比值衡量;(2)使用企业当年是否接受关联担保虚拟变量衡量,若企业当年接受关联担保,则取值为 1,否则为 0。具体的回归结果见表 6 的列(5)~(8)。

根据表 6 可知,在投资不足子样本中,EPU×OOCF 和 EPU×GD 的估计系数均显著为负,企业集团内部资本市场的融资约束缓解功能得到验证,即企业集团可以通过在集团内部进行资金再配置或者通过关联担保降低成员企业融资约束,从而缓解经济政策不确定性导致的集团成员企业投资不足;在过度投资子样本中,EPU×OOCF 和 EPU×GD 的估计系数均在 1%的水平上显著为正,表明企业集团内部充足的现金流也会通过加剧代理问题,从而放大经济政策不确定性导致的集团成员企业投资过度。据此,企业集团的内部资本市场功能得以验证。

表 6 机制检验:内部资本市场

	其他成员企业平均经营现金流		其他成员企业平均经营现金流虚拟变量		关联担保		关联担保虚拟变量	
	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
EPU	0.055*** (19.130)	0.040*** (13.588)	0.002** (2.520)	-0.009*** (-3.774)	0.077* (1.665)	0.010*** (32.530)	0.064*** (21.396)	0.006*** (8.401)
OOCF	0.092*** (3.016)	-0.416*** (-7.733)	0.035*** (4.684)	-0.043*** (-2.903)				
GD					-0.074** (-2.145)	-0.028*** (-4.926)	0.234*** (19.853)	-0.208*** (-17.757)
EPU×OOCF	-0.014** (-2.363)	0.083*** (8.234)	-0.006*** (-4.918)	0.007*** (2.999)				
EPU×GD					-0.016* (-1.691)	0.005*** (5.083)	-0.048*** (-20.126)	0.043*** (18.865)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.069	0.133	0.042	0.050	0.098	0.308	0.139	0.071

2.集团多元化程度。当外部环境发生变化时,企业集团层面的多元化经营战略能够使得集团在各个行业的投资分散,从而减少企业从事单一行业的经营风险,降低企业投资的等待价值,弱化企业推迟投资的动机,从而缓解企业投资不足。为验证该机制,参照 Khanna 和 Palepu 的做法^[3],本文采用熵指数 EI 来衡量企业集团多元化程度 DIV,该指数计算公式为 $EI = \sum P_i \times \ln(1/P_i)$,其中 P_i 为企业集团第 i 个行业的销售额占集团总销售额的比例,EI 指数越大,表明企业集团多元化程度越高。本文采用以下两种方式衡量企业集团多元化程度:(1)直接使用熵指数 EI 衡量;(2)使用企业集团多元化程度的虚拟变量 DIV1 和 DIV2 衡量,对于集团企业,若集团多元化程度 EI 高于其年度中位数,则 DIV1 取值为 0,DIV2 取值为 1,否则 DIV1 取值为 1,DIV2 取值为 0。回归结果见表 7 的列(1)~(4)。

根据表 7 列(1)~(4)的回归结果可知,在投资不足子样本中,交乘项 EPU×DIV 的回归系数为负且在 10%的水平上显著,表明企业集团进行多元化经营能够缓解经济政策不确定性导致的企业投资不足。交乘项 EPU×DIV1 的回归系数在 5%的水平上显著为负,交乘项 EPU×DIV2 的回归系数在 1%的水平上显著为负,经检验,两者系数差异化检验的 P 值为 0.000,且 EPU×DIV2 回归系数的显著性大于 EPU×DIV1 的回归系数。这表明集团多元化程度越高,分散成员企业投资风险的能力越强,企业推迟投资的动机随之减弱,对较高经济政策不确定性导致的投资不足的缓解作用就越强。在过度投资子样本中,EPU×DIV、EPU×DIV1 和 EPU×DIV2 的回归系数均不显著,表明没有证据

能说明集团多元化经营会加剧经济政策不确定性导致的企业过度投资问题。总的来看,该结论与上文理论相一致,即集团层面的多元化经营可以分散企业经营风险,通过降低处于不同行业成员企业的现金流相关性^[33],从而加强企业投资动机,缓解经济政策不确定性导致的企业投资不足。

3.金字塔层级。已有研究发现,集团企业金字塔层级越高,即成员企业与最终控制人之间的中间控制人越多,企业经营活动的信息向最终控制人的传输路径越远,信息扭曲越严重,最终控制人越难以对成员企业决策者进行有效监管,后者为谋求私利而进行无效投资的可能性越大^[34]。而经济政策不确定性程度的加大,使得外部监管力量弱化以及代理问题更为严重,企业过度投资的可能性增加。为检验该机制,本文参照 Fan 等的做法^[34],使用 LAYER 来衡量集团企业的金字塔层级,具体做法为根据 CSMAR 数据库中的关系控股图,手工判断上市公司的层级数。举例来说,当最终控制人直接控制企业时,金字塔层级 LAYER 为 1;当最终控制人和企业间仅有一个中间控制人时,金字塔层级 LAYER 为 2,并以此类推。该指标越大,说明企业日常经营信息与最终控制人传输路径越远,集团企业的代理问题越严重。本文将采用以下两种方式来衡量企业集团金字塔层级:(1)使用金字塔层级 LAYER 直接进行衡量;(2)使用金字塔层级的虚拟变量 LAYER1 和 LAYER2 衡量,对于集团企业,若集团金字塔层级 LAYER 高于其年度中位数,则 LAYER1 取值为 0,LAYER2 取值为 1,否则 LAYER1 取值为 1,LAYER2 取值为 0。回归结果见表 7 的列(5)~(8)。

根据表 7 列(5)~(8)的回归结果可知,在过度投资子样本中,交乘项 $EPU \times LAYER$ 的回归系数为正且在 1%的水平上显著,表明金字塔层级越高,代理问题越严重,越能够加剧经济政策不确定性导致的企业过度投资;从金字塔层级虚拟变量来看,交乘项 $EPU \times LAYER2$ 的回归系数为 0.002,大于交乘项 $EPU \times LAYER1$ 的回归系数 0.001,且经检验,两者系数差异化检验的 P 值为 0.000,说明两者的回归系数具有显著的差异性,从而进一步表明集团企业金字塔层级越高,越会加剧经济政策不确定性导致的企业过度投资。在投资不足子样本中,交乘项 $EPU \times LAYER$ 、 $EPU \times LAYER1$ 和 $EPU \times LAYER2$ 的回归系数均不显著,表明经济政策不确定性导致的企业投资不足不会受到金字塔层级的影响,据此本文验证了企业集团通过增加集团企业代理问题而加剧经济政策不确定性导致的过度投资这一机制。

表 7 机制检验:多元化程度与金字塔层级

	多元化程度		多元化程度虚拟变量		金字塔层级		金字塔层级虚拟变量	
	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足	过度投资
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
EPU	0.049*** (21.219)	-0.002*** (-2.759)	-0.002** (-2.002)	-0.004*** (-2.652)	0.014*** (33.134)	0.014*** (44.530)	0.014** (2.529)	0.015*** (16.588)
$EPU \times DIV$	-0.027*** (-12.227)	0.005 (1.158)						
$EPU \times DIV1$			-0.008** (-2.020)	-0.006 (-0.732)				
$EPU \times DIV2$			-0.011*** (-4.235)	-0.003 (-1.177)				
$EPU \times LAYER$					0.001 (0.377)	0.001*** (3.920)		
$EPU \times LAYER1$							0.008 (1.310)	0.001 (1.013)
$EPU \times LAYER2$							0.008 (1.414)	0.002* (1.722)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.070	0.049	0.042	0.027	0.446	0.432	0.049	0.446

(四)异质性分析

1.产权性质的异质性影响。国有企业的特殊性质使其更容易获得国有银行的信贷,融资约束更为宽松^[14],因此国有企业通过集团化经营以获取集团内部资金支持的必要性相对下降,这使得在经济政策不确定情景下,相比于非国有企业,集团化经营对国有企业投资不足的缓解作用相对更小。同时,相较于非国有企业集团,国有企业集团也面临着更强的外部监督,从而能有效抑制其代理问题,故相比于非国有企业,国有企业采取集团化经营可能难以缓解经济政策不确定性造成的投资不足,但会缓解经济政策不确定性对国有企业造成的投资过度。为进一步验证该猜想,本文根据企业产权性质对样本进行划分,回归结果见表8的列(1)~(4)。列(1)~(4)的回归结果显示,对于投资不足子样本,非国有产权组中交乘项 EPU×GROUP 的回归系数在 1%的水平上显著,而在国有产权组中不显著;在过度投资子样本中,交乘项 EPU×GROUP 的回归系数在非国有产权组中显著为正,而在国有产权组中不显著。这说明经济政策不确定性对集团化经营下国有企业过度投资的加剧作用被相对削弱,但投资不足程度得到加强,集团化经营对经济政策不确定性与企业投资效率之间关系的影响具有显著的产权性质差异。

2.市场化进程的异质性影响。资本市场交易动机假说认为,在完全竞争市场上,企业为消除逆向选择会更加主动地进行信息披露,市场信息含量较高^[35]。这有助于提高市场的资本配置效率,使得在该市场上的企业面临更低的融资约束,并且企业内部治理机制相对更加完善,决策者机会主义行为也更少^[36]。因此,相对于市场化水平较低地区,市场化进程较高地区的企业由于市场竞争更加充分,企业面临的融资约束更小,代理问题更轻。故在较高的经济政策不确定性下,相对于市场化水平较低地区,市场化进程较高地区的企业从集团内部获取资金支持的必要性下降,集团化经营对其投资不足的缓解作用可能相对较小。同时,市场化进程较高地区企业面临的更严格的内外部监管环境也会弱化企业集团的代理问题,从而抑制其过度投资行为。基于此,本文从地区市场化进程的角度进一步验证上述猜想,回归结果见表8的列(5)~(8)。根据列(5)~(8)的回归结果可知,在市场化进程较低地区子样本中,交乘项 EPU×GROUP 的估计系数均在 1%水平上显著,而在市场化进程较高地区子样本中,交乘项 EPU×GROUP 的估计系数均不显著。这表明在较高的市场化水平中,集团化经营对经济政策不确定性下企业投资不足的缓解作用与企业投资过度的放大作用均被弱化,集团化经营对经济政策不确定性与企业投资效率之间关系的影响具有显著的市场化进程差异。

表 8 异质性分析:产权性质及市场化进程的影响

	产权性质				市场化程度			
	投资不足		过度投资		投资不足		过度投资	
	非国有	国有	非国有	国有	市场化进程低	市场化进程高	市场化进程低	市场化进程高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
EPU	0.055*** (14.813)	0.043*** (23.090)	0.038*** (18.722)	0.049*** (14.390)	0.050*** (12.456)	0.049*** (11.779)	0.028*** (18.068)	0.061*** (13.454)
GROUP	0.083*** (5.715)	-0.018 (-0.863)	-0.404*** (-7.139)	-0.044 (-1.522)	0.060*** (3.633)	0.035 (1.011)	-0.390*** (-5.644)	0.003 (0.121)
EPU×GROUP	-0.016*** (-5.953)	0.003 (0.811)	0.069*** (7.292)	0.009 (1.439)	-0.012*** (-3.939)	-0.007 (-1.039)	0.068*** (5.787)	-0.001 (-0.074)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.053	0.192	0.113	0.243	0.068	0.075	0.137	0.137

五、研究结论与政策启示

本文基于集团成员企业互动的角度,以 2008—2023 年中国 A 股上市公司为样本,研究经济政策不确定性对微观企业投资效率的影响。研究结果表明,经济政策不确定性降低了企业的投资效率,具

体表现为企业投资不足或投资过度;集团化经营对经济政策不确定性情况下企业投资效率的影响具有“双刃剑”效应,虽然通过缓解融资约束和分散风险减少了投资不足,但也因降低融资约束和弱化企业治理功能加剧了过度投资;对于国有企业和市场化水平较高地区的企业而言,因为其面临较小的融资约束,所以集团化经营对经济政策不确定性下企业投资不足的缓解作用有所降低,同时,由于这些企业面临着更严格的内外部监督,减轻了集团内部的代理问题,以致于集团经营对经济政策不确定性引致的过度投资的加剧效应被削弱。

本文为理解经济政策不确定性与企业投资效率的关系,以及集团化经营如何影响这种关系提供了系统化的理论逻辑和经验证据,同时本文还具有一定政策启示与现实意义。第一,政府应尽可能稳定市场预期,提高政府公信力,增强市场主体风险应对能力。本文发现经济政策不确定性会损害企业投资效率,而集团化经营可以作为经济政策不确定时避免投资水平下降的“稳定器”。在当前党中央强调要促进投资规模合理增长的背景下,一方面,政府应尽可能减少政策干预,加强与市场主体的沟通,提高市场信息透明度,降低企业对政策的依赖性,让市场尽可能发挥资源配置作用;另一方面,还可以考虑将集团化经营纳入应对外部政策不确定性风险的“工具箱”,鼓励和支持企业通过集团化经营对冲外部风险,将其作为避免投资水平下降的“稳定器”。第二,各地区相关部门应着力打造高质量营商环境,努力提高市场化水平。本文发现集团化经营对由政策风险引致的企业非效率投资具有“双刃剑”效应,而更高的市场化水平则能带来企业投资效率的综合提升。这表明构建企业集团的产业政策只能作为市场制度缺失时的次优选择。因此,为实现我国经济高质量发展,政府应该深入推进市场化改革。在推动我国市场化水平整体提升的改革方向下,不断缩小各地区市场化发展水平的差距,在发展中寻求整体的相对平衡与协调状态,最终建立起与经济高质量发展相适应的高水平市场化机制。第三,相关决策部门应加强监管,努力完善现代化公司治理制度。本文发现代理问题是导致企业和集团化企业投资效率下降的重要原因,而外部监督和良好的公司治理制度可以在很大程度上减轻这一影响。因此,在企业的日常管理中,可以尝试通过鼓励经理人交叉任职、优化董事会结构、提高外部监事比例等方式进一步完善和强化监督预防机制,做到尽早防御、及时发现、规范制止。

注释:

①Khanna 和 Yafeh 发现在新兴市场国家,企业集团可能是“典范”也可能是“寄生虫”,并认为造成该结果的原因之一便是企业集团的多效性^[2]。

②之所以选择该样本区间有如下几点考虑。第一,2008年国际金融危机爆发后,我国经济遭受巨大冲击,为扭转经济增速下滑过快造成的不利影响,我国政府采取了一系列刺激政策,导致2008年之后经济政策不确定性程度明显提升,并且,经济政策不确定性在经济不确定性中的份额占比也大幅提高^[26]。第二,He 等通过分样本回归,研究发现在2008年之前的样本中(EPU 较低),经济政策不确定性程度的加大对企业创新具有显著的促进作用,但在2008年之后的样本中(EPU 较高),经济政策不确定性的上升反而会显著抑制企业创新,且该结果无论是在主回归还是在各项异质性检验中均非常稳健,因此 He 等提示我们在考察 EPU 对企业决策的影响时有必要以2008年为时间节点进行实证分析^[37]。第三,Li 和 Liao 认为预期的收益增长趋势的异质性会对企业正常投资水平产生非对称影响,进而会对估计得到的投资效率值带来偏误^[38],类似地,2008年金融危机前后 EPU 显著不同的变化趋势对投资效率的估计也可能产生非对称性影响。为了排除上述干扰,本文选取2008—2023年作为样本区间。

③数据来源于 http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html。具体的筛选过程为:第一步,对{China, Chinese}, {economy, economic}, {uncertain, uncertainty}这三组关键词进行检索,若每组中至少一个关键词出现在文章内容中,则进行标记;第二步,基于步骤一,对标记的文章进行再次筛选,若文章内容中出现{policy, spending, budget, political, interest rates, reform}和{government, Beijing, authorities}两组中每组至少一个关键词,或者出现 tax, regulation, central bank, People's Bank of China, PBOC, deficit, WTO 中任意一个或者多个关键词,则进行标记。最后,用当月筛选出的经济政策不确定性文章除以当月总的文章数量得到月度 EPU 指数。

④本文经过筛选发现约有27.3%的上市公司隶属于企业集团,这与蔡卫星等的研究结果较为接近^[9]。

⑤数据来源于 http://www.policyuncertainty.com/china_epu.html。Davis 等于1949年10月起基于中国报纸《人民日报》和《光明日报》对经济政策不确定指数进行了编制。该指数的构建过程如下:首先,根据{Uncertainty, Economics, Policy}三组关键词类别进行逐步筛选得到当月符合条件的文章数;然后,以当月符合条件的文章数与当月刊发的文章总数之比得到月度中国经济政策不确定性指数。此外,他们将样本分为了三个时期:计划经济时期(1949—1978年)、改革开放时期(1979—1999年)以及全球化时期(2000年以后)。由于每个时期的报纸报道倾向和内容具有较大差异,故使用全球化时期的数据对各时期报纸的文章频次进行了标准化。最后对标准化后的月度各报纸文章数取平均值得到最终的中国经济政策不确定性指数。

参考文献:

[1] Stein, J.C. Agency, Information and Corporate Investment [J]. Handbook of the Economics of Finance, 2003(1): 111—165.

- [2] Khanna, T., Yafeh, Y. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? [J] *Journal of Economic Literature*, 2007, 45(2): 331—372.
- [3] Khanna, T., Palepu, K. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups[J]. *Journal of Finance*, 2000, 55(2): 867—891.
- [4] Jia, N., Shi, J., Wang, Y. Coinsurance within Business Groups: Evidence from Related Party Transactions in an Emerging Market[J]. *Management Science*, 2013, 59(10): 2295—2313.
- [5] 窦欢, 张会丽, 陆正飞. 企业集团、大股东监督与过度投资[J]. *管理世界*, 2014(7): 134—143.
- [6] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. *经济研究*, 2012(7): 113—126.
- [7] 饶品贵, 徐子慧. 经济政策不确定性影响了企业高管变更吗? [J]. *管理世界*, 2017(1): 145—157.
- [8] 饶品贵, 岳衡, 姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. *世界经济*, 2017(2): 27—51.
- [9] 蔡卫星, 倪晓然, 赵盼, 等. 企业集团对创新产出的影响: 来自制造业上市公司的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2019(1): 137—155.
- [10] 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.
- [11] 谭小芬, 张文婧. 经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J]. *世界经济*, 2017(12): 3—26.
- [12] Bloom, N. Uncertainty and the Dynamics of R&D [J]. *American Economic Review*, 2007, 97(2): 250—255.
- [13] 徐倩. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. *会计研究*, 2014(3): 41—48.
- [14] 范合君, 何思锦. 讨论前置制度与国有企业全要素生产率——来自准自然实验的证据[J]. *河南师范大学学报(哲学社会科学版)*, 2023(3): 69—75.
- [15] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. *管理世界*, 2012(3): 141—150.
- [16] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323—329.
- [17] 吕雅妮. 经济政策不确定性对盈余信息含量的影响及其产业异质性[J]. *现代管理科学*, 2020(1): 45—48.
- [18] 廖义刚, 邓贤琨. 环境不确定性、内部控制质量与投资效率[J]. *山西财经大学学报*, 2016(8): 90—101.
- [19] Shleifer, A., Vishny, R. W. A Survey of Corporate Governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737—783.
- [20] Masulis, R. W., Pham, P. K., Zein, J. Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3556—3600.
- [21] 计方, 刘星. 集团控制、融资优势与投资效率[J]. *管理工程学报*, 2014(1): 26—38.
- [22] Levy, H., Sarnat, M. International Diversification of Investment Portfolios[J]. *The American Economic Review*, 1970, 60(4): 668—675.
- [23] Khanna, T., Yafeh, Y. Business Groups and Risk Sharing around the World[J]. *Journal of Business*, 2005, 78(1): 301—340.
- [24] Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 81—112.
- [25] 朱春艳, 张昕. 控股股东—中小股东冲突、公司治理对非效率投资的交互影响[J]. *上海对外经贸大学学报*, 2019(2): 69—83.
- [26] Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593—1636.
- [27] 张成思, 刘贯春. 中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角[J]. *经济研究*, 2018(12): 51—67.
- [28] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159—189.
- [29] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. *经济研究*, 2014(8): 93—106.
- [30] Davis, S. J., Liu, D., Sheng, X. S. Economic Policy Uncertainty in China Since 1949: The View from Mainland Newspapers[Z]. Chicago Booth Working Paper, 2019.
- [31] Biddle, G. C., Hilary, G., Verdi, R. S. How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2-3): 112—131.

[32] 王琨,陈胜蓝,李晓雪.集团关联担保与公司融资约束[J].金融研究,2014(9):192—206.

[33] 邓国胜,程一帆.企业集团助推社会企业快速成长:案例分析与理论拓展[J].广西师范大学学报(哲学社会科学版),2022(1):9—20.

[34] Fan, J. P., Wong, T. J., Zhang, T. Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. *Journal of Law Economics & Organization*, 2013, 29(6): 1217—1252.

[35] 李慧云,刘镝.市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J].会计研究,2016(1):71—78.

[36] 杨兴全,张丽平,吴昊旻.市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J].南开管理评论,2014(2):34—45.

[37] He, F., Ma, Y., Zhang, X. How does Economic Policy Uncertainty Affect Corporate Innovation? Evidence from China Listed Companies [J] *International Review of Economics & Finance*, 2020(67): 25—239.

[38] Li, K. F., Liao, Y. P. Directors' and Officers' Liability Insurance and Investment Efficiency: Evidence from Taiwan[J]. *Pacific Basin Finance Journal*, 2014, 29(9): 18—34.

Economic Policy Uncertainty, Business Group and Corporate Investment Efficiency

LI Tianyu¹ HAI Mengdie² XING Fei²

(1. *School of Business, Hubei University, Wuhan 430062, China;*

2. *School of Economics, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China*)

Abstract: Using a sample of Chinese A-share listed firms from 2008 to 2023, this paper investigates how economic policy uncertainty affects corporate investment efficiency from the perspective of business group. We find that economic policy uncertainty reduces corporate investment efficiency. By reducing financial constraints and diversifying business risks, business groups can not only mitigate under-investment of firm due to economic policy uncertainty, but also amplify over-investment of firm due to economic policy uncertainty by exacerbating agency problems. Further, in the face of economic policy uncertainty, it is more necessary for private firms or firms in regions with a lower level of marketization to adopt a group strategy to alleviate their under-investment, but a group strategy may also exacerbate over-investment by these firms. An increase in the level of marketization can be used as an alternative to group strategy to alleviate financing constraints and under-investment caused by economic policy uncertainty, but it can also avoid over-investment by group members in the face of economic policy uncertainty. This paper helps to identify the effective boundary of the group strategy in hedging macro policy risks, and to understand the mutual relations between business groups and market mechanisms when confronted with economic policy uncertainty. In closing, it may additionally provide policy advice on the construction of large-scale business groups and the enhancement of investment efficiency.

Key words: Economic Policy Uncertainty; Business Group; Under-investment; Over-investment; Investment Efficiency

(责任编辑:胡浩志)