

经济政策不确定性会加剧企业投融资期限错配吗？

苏芳¹, 古梦维²

(1. 西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710127; 2. 陕西科技大学 经济与管理学院, 陕西 西安 710021)

[摘要]以我国 2010—2022 年沪深 A 股非金融上市公司为研究对象, 基于期限匹配理论, 实证检验经济政策不确定性是否会加剧企业投融资期限错配现象, 以及其背后的作用机理。研究结果表明, 经济政策不确定性会增强融资约束, 加重企业投融资期限错配现象。但地区社会信任发挥着负向调节作用, 社会信任越高, 经济政策不确定性对企业投融资期限错配的不利影响越弱。进一步讨论发现, 经济政策不确定性对不同产权性质、规模以及成长性的企业投融资期限错配具有差异化影响。未来要想切实解决经济政策不确定性下企业投融资期限错配现象, 不仅要稳定外部经营环境、完善金融制度体系, 还要提升地区社会信任。

[关键词]经济政策不确定性; 企业投融资期限错配; 融资约束; 社会信任; 金融风险; 企业经营风险

[中图分类号]F832 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2024)02-0088-12

一、引言

近年来, 受国际金融危机、经济体制改革、全球 COVID-19 疫情等外在因素的影响, 中国为防止本国经济陷入深度衰退、促进经济复苏, 政府纷纷出台或调整一系列经济政策, 但宏观经济政策的频繁变动引发政策不确定性呈现急剧上升的态势。在此背景下, 由于我国金融市场结构不够成熟和完善、直接融资市场发展缓慢, 企业债务期限结构逐步呈现短期化趋势, 期限错配已逐步成为引致中国各类系统性金融风险的原因所在^[1]。投融资期限错配作为一种替代性的融资安排, 当前主要表现为企业将短期贷款筹集的资金用于支撑长期投资活动, 但这一行为容易引发资金链短缺, 加剧企业流动性风险以及经营风险^[2], 直接关系到整个经济运行的风险可控性。2022 年, 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》明确规定“金融机构应当合理确定资产管理产品所投资资产的期限, 加强对期限错配的流动性风险管理, 金融监督管理部门应当制定流动性风险管理规定”。2023 年, 央行等多部门召开有关“落实金融支持实体经济发展和防范化解金融风险”会议。由此看来, 保障微观企业不出现投资与融资期限不匹配现象是有效防范化解各类系统性金融风险的关键所在。

诸多学者通过研究发现我国微观企业并不是主动选择将短期贷款用于长期投资, 而是被动接受^[3]。经济政策的频繁变动逐步加深了银企间信息不对称程度, 处于信息获取弱勢的银行难以准确识别企业的经营状况, 其风险承担水平会随之降低, 出于风险控制考虑, 银行会加大对企业贷款的审核力度, 尤其是风险较高的长期贷款合约^[4], 这就造成长期资金供给与企业长期投资需求间产生矛盾, 导致企业融资难度加大, 债务结构逐步趋于短期化, 从而加重企业投融资期限错配现象。但企业投融资期限错配的加重, 易提高企业财务风险, 那么如何缓解这一现象? 现有文献多从正式制度视角出发, 如实现利率市场化^[5]、改善法治环境^[6]等, 社会信任等非正式制度因素能够补充和扩展正式制度^[7], 那么其能

[收稿日期]2023-09-25

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(42171281); 陕西省 2024 年创新能力支撑计划-软科学研究计划(2024ZC-YBXM-083); 陕西省创新人才推进计划-科技创新团队(2021TD-35)

[作者简介]苏芳(1981—), 女, 甘肃兰州人, 西北大学经济管理学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为区域可持续发展及管理会计, 邮箱:sufang@nwu.edu.cn; 古梦维(2000—), 女, 陕西咸阳人, 陕西科技大学经济与管理学院硕士生, 主要研究方向为会计理论与实务。

否帮助企业获得与投资相匹配的债务融资,进而缓解企业投融资期限错配吗?

基于此,本文采用2010—2022年沪深A股非金融上市公司数据,试图分析经济政策不确定性与企业投融资期限错配的关系,厘清两者之间的作用机制、社会信任的调节效应以及微观层面的异质性,以期防范金融风险提供理论依据。与已有研究相比,本文的边际贡献可能在于以下三个方面:(1)基于融资约束视角,全面考察了经济政策不确定性与企业投融资期限错配的关系及其作用渠道,从理论上扩大了经济政策不确定性和企业投融资期限错配的研究视野。(2)基于地区社会信任视角,系统考察了社会信任能否发挥显著负向调节作用,并进一步进行了分组检验,旨在为有效治理经济政策不确定下企业投融资期限错配现象提供理论证据。(3)考虑到企业的异质性,本文从不同产权性质、企业规模、企业成长性等多方面出发,讨论了经济政策不确定性对不同类型企业投融资期限错配的差异性影响,这既有助于丰富研究内容,又能提出更具针对性的对策建议。

二、文献综述

经济政策作为政府宏观调控的主要工具,其能够筑造外部经营环境、制定规则 and 标准支撑微观企业的经营活动^[8]。Gulen & Ion 指出经济政策不确定性主要体现在企业难以准确把握未来一段时期内经济政策的变化趋势以及政策对经济产生的影响^[9]。在供给侧结构性改革的背景下,中国经济政策正处于随时变化和调整状态,一定程度上加剧了企业外部经营环境的不确定性。近年来,政策不确定性始终居高不下,这给企业投融资行为带来了不可避免地现实影响,国内外学者的研究视野也逐步聚焦于此。纵观既有文献,学者们主要从企业投资或融资单一行为视角进行研究。对于企业投资行为的影响,有学者认为不确定性的上升会通过交易成本效应、内部融资效应、科技创新效应促进实体经济投资效率的提升^[10],但也有学者认为不确定性的上升,会使得企业更加倾向于持有更多现金,若投资边际成本上升,则会减少投资行为,且融资约束程度越高,抑制效应愈加明显^[11],但这容易加剧经济的“脱实向虚”趋势。对于企业融资行为的影响,现有研究表明,经济政策不确定性的上升会增强企业外部融资成本,降低企业债务融资能力,债务期限短期化比率逐步上升,且在融资约束高、信用评级低、固定资产占比少的企业更为显著^[12]。

企业投融资期限错配是指企业的债务期限结构与投资期限结构存在不匹配现象^[13]。从理论上讲,企业应当按照投融资期限匹配原则,选择相应期限信贷资金进行投资,即长期投资则选择长期信贷资金。但研究发现,我国资本市场普遍存在企业投融资期限错配现象^[14]。纵观既有研究,大多数学者是对企业投融资期限错配的成因展开探讨,主要分为外部与内部两类因素。从外部因素来看,由于不健全的金融市场结构^[3]以及经济政策不确定性的上升^[15],长期资金的供给难以得到满足,致使企业只能利用“短贷长投”的方式弥补长期资金缺口,从而加剧企业投融资期限错配。但资本市场开通^[16]、地方政府债务治理^[17]、地区社会信任水平提升^[18]能够有效改善企业投融资期限错配现象。从内部因素来看,管理者过度自信^[19]、董事高管责任保险^[20]以及控股股东股权质押压力^[21]等因素是加剧企业投融资期限错配现象的主要因素,但企业可通过提高内部控制质量^[22]、ESG表现^[23]等,降低其融资约束程度,缓解企业投融资期限错配现象。

综上,虽然关于经济政策不确定性如何影响企业投融资行为学界已经有了大量研究,但作用机制还未得到深入探讨,且鲜有文章从非正式制度视角讨论如何对冲经济政策不确定性对企业投融资期限错配的不利影响。因此,本文试图分析经济政策不确定性与企业投融资期限错配间的作用机理,并从非正式制度视角切入寻求不利影响的破解之道。

三、理论分析与研究假设

(一) 经济政策不确定性与企业投融资期限错配

经济政策不确定性上升时,企业投融资决策随之会发生变化。首先,根据权衡理论,企业需要对比

不同债务间(短期债务和长期债务)的成本效应^[24],通过权衡以选择最有利于自身的债务。在经济政策不确定性不断上升的背景下,企业需要承担更多的债务融资成本,主要在于:经济政策不确定性的上升导致企业的违约风险、银企间的信息不对称程度以及银行的经营风险会随之增加,由于金融摩擦的作用,导致企业外部融资的风险溢价提高,银行为了规避风险会通过提高贷款利率的方式将风险转移给企业或减少长期资金供给,企业长期资金可获得性的降低,造成企业债务融资成本上升,这就凸显出短期债务利息成本优势。企业为节约债务融资成本,更加倾向于选择短期债务来补充流动性,提高经营业绩,或有企业认为自身具有良好的偿债能力且投资机会的流失所造成的潜在损失高于所需承担的风险时,其会加大投资需求,为保证投资需求加大而增强的信贷资金需求,这就一定程度上加重了企业投融资期限错配现象。其次,根据信息不对称理论,经济政策不确定性的上升会引起信息不对称程度加剧,使得银行等债权人难以准确判断企业投资能力以及投资机会的好坏,一定程度上加大了银行辨别贷款企业真实的还款能力和实际借贷风险的成本^[25]。为减少信息不对称引致的违约风险,银行更倾向于发放短期贷款。金融抑制致使企业长期投资的融资需求无法得到满足,为保证必要的长期投资需求,企业只能通过不断滚动短期债务的方式进行支撑。最后,代理成本理论认为,相对于长期债务,短期债务有助于缓解企业与债权人之间的利益冲突^[13],降低银行等债权人所承担的监督成本。在经济政策不确定性背景下,站在银行等债权人角度,发放短贷贷款是有效监督企业的一种方式。银行等债权人可通过频繁的短期合同谈判,加强彼此间的交流与沟通,强化债权人对企业经营活动的监督,进一步增强企业道德水平,以保证债权人自身利益,降低信贷风险。但短期信贷的增加会促使企业债务期限结构呈现短期化趋势,加重企业投融资期限错配现象。综上,经济政策不确定性越高,企业与债权人之间信息不对称程度越高,与此同时企业债务风险也会随之上升,债权人更倾向于发放短期贷款,长期资金的无法满足,致使企业债务结构逐步趋向于短期化,投融资期限错配问题越发严重。据此,本文提出假设1:

H1:经济政策不确定性会加剧企业投融资期限错配现象。

(二) 经济政策不确定性、融资约束与企业投融资期限错配

融资约束是指企业向银行等债权人贷款时呈现出贷款成本高、贷款获取难的状态^[26]。经济政策不确定性的上升易通过金融摩擦渠道加剧企业融资约束程度。资金作为企业进行投融资决策的重要支撑,取决于企业融资能力的强弱。现阶段,部分企业仍面临融资难、融资贵的财务困境。商业银行作为微观经济主体最为依赖的资金供给方,在高经济政策不确定性下,企业信息透明度的降低,造成银行等债权人无法准确洞察企业的经营现状^[27],为规避风险、避免坏账损失,银行会调整信贷政策,对外减少长期借款的供给,甚至提高贷款利率、降低授信额度、加大信用审核力度^[11],致使部分企业可能无法顺畅进入长期债务市场进行融资,破坏了企业原有融资状态,进一步加重企业融资约束程度。但当企业存在较高融资约束时,其债务期限结构将受到影响,短期债务比率上升。这是因为短期债务融资门槛较低,在长期资金供给减少、融资成本升高、内部融资能力不足的状态下,部分企业会更加倾向于选择激进型策略,即不断滚动短期贷款支持长期投资以维持企业正常的资金运转,缓解自身内部资金压力,这就加重了企业投融资期限错配现象。可见,经济政策不确定性会通过影响外部融资环境而作用于企业投融资决策。据此,本文提出假设H2:

H2:经济政策不确定性通过加大融资约束而加重企业投融资期限错配。

(三) 社会信任的调节作用

在企业经营活动中,我国企业投融资期限错配现象频频发生^[3]。随着经济政策不确定性的不断上升,投融资期限错配易通过加剧流动性风险而增强企业债券违约风险或导致现金流断裂,进一步增加企业破产风险^[28]。缓解企业投融资期限错配现象,减轻企业经营风险,关键在于从债权人处获得与企业长期投资期限相匹配的长期债务融资。钟凯、马红、刘贯春等学者从正式制度视角出发提出了可行举措^[14,29,17],如提高货币政策适度水平、完善金融市场制度(产融结合)、改革地方政府债务管理体制等。本文认为,除了从正式制度视角出发外,还可以考虑从非正式制度入手,如社会信任。

社会信任反映的是某个特定经济体各社会成员之间、社会各种经济主体之间价值认同、行为选择相近、未来倾向可预期,从而相互信赖的关系,是经济发展的必要因素。已有研究表明,信任作为一种社会规范,具有化繁为简、约束成员行为与建立良好合作关系等功能^[30]。一方面,社会信任的提高,有助于规范企业高管行为,降低企业过度投资和债务违约风险,提高银行等债权人投贷信心,切实解决企业融资难问题,进一步缓解企业投融资期限错配现象。另一方面,社会信任的提高,有助于削弱银企间信息不对称程度,降低借贷双方的交易成本^[31],促进银企间建立长效且紧密的合作机制,让银行等债权人有意愿且有能力向企业提供相匹配的投资与融资资金,一定程度上减轻企业投资与债务融资不匹配的现象。据此,本文提出假设 H3:

H3:社会信任能有效弱化经济政策不确定性对企业投融资期限错配的不利影响。

四、研究设计

(一) 数据选取

本文以 2010—2022 年沪深 A 股非金融上市公司为研究样本,并做出如下处理:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除 *ST 和 ST 样本;(3)剔除资不抵债的样本;(4)剔除数据大量缺失的样本。经处理,最终获取 14772 个观测值。企业层面的财务数据来源于国泰安数据库(CSMAR),宏观层面的经济数据来源于国家统计局^①,经济政策不确定性指数来源于 Baker 构建^②,社会信任数据来源于中国综合社会调查(CGSS)^③。借鉴刘贯春^[17]等学者的做法,本文对企业层面的连续型变量进行缩尾处理(前后 1% 水平),以避免极端值对实证结果的影响。

(二) 模型设定

1. “投资 - 短期贷款”敏感性模型

为检验我国企业投融资期限错配的存在性,参考 Mclean^[32]等学者的做法,通过构建“投资 - 短期贷款”敏感性模型,探究短期贷款与长期投资的关系,进而检验企业投融资期限错配程度,具体公式如下:

$$INV_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 CFO_{i,t} + \omega_2 SHORTDEBT_{i,t} + \omega_3 LONGDEBT_{i,t} + \sum \theta_i X_{i,t} + \sum \varphi_i Z_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 和 t 分别表示企业、时间; $INV_{i,t}$ 表示长期投资规模; $CFO_{i,t}$ 表示企业经营活动产生的现金流净额; $SHORTDEBT_{i,t}$ 表示短期贷款增加额; $LONGDEBT_{i,t}$ 表示长期贷款增加额; $X_{i,t}$ 和 $Z_{i,t}$ 分别表示企业层面和宏观层面的控制变量; μ_i 表示不随时间变化的个体固定效应; $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机干扰项; ω_0 为常数项。

2. 基准回归模型

为探究经济政策不确定性与企业投融资期限错配的关系,借鉴叶永卫^[33]等学者的研究成果,构建基准回归模型,具体公式如下:

$$SFLI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t-1} + \sum \theta_i X_{i,t-1} + \sum \varphi_i Z_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $SFLI_{i,t}$ 表示企业投融资期限错配; $EPU_{i,t-1}$ 表示经济政策不确定性; $X_{i,t-1}$ 和 $Z_{i,t-1}$ 分别表示企业层面和宏观层面的控制变量; α_0 为常数项;其他相关变量同模型(1)。本文采取引入宏观层面控制变量的方式控制时间效应,并采取解释变量和控制变量均滞后一期的方式缓解内生性问题。

3. 调节效应模型

为验证社会信任在经济政策不确定性与企业投融资期限错配中的调节作用,本文在模型(2)的基础上,加入社会信任和经济政策不确定性与社会信任的交互项,构建了调节效应模型,具体公式如下:

$$SFLI_{i,t} = \eta_0 + \eta_1 EPU_{i,t-1} + \eta_2 Trust_{i,t-1} + \eta_3 EPU_{i,t-1} \times Trust_{i,t-1} + \sum \theta_i X_{i,t-1} + \sum \varphi_i Z_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

①宏观经济数据的来源:www.stats.gov.cn

②经济政策不确定性指数的来源:http://www.policyuncertainty.com/china-monthly.html

③社会信任的数据来源:http://cgss.ruc.edu.cn/

其中, $Trust_{t-1}$ 为社会信任; $EPU_{t-1} \times Trust_{t-1}$ 为经济政策不确定性与社会信任的交互项; η_0 为常数项。

(三) 变量选取

1. 被解释变量: 企业投融资期限错配 (*SFLI*)

借鉴钟凯^[14] 等学者的做法, 用“短贷长投”来衡量企业投融资期限错配程度, 并创建 *SFLI* 指标的哑变量 *Dum_SFLI*, 即 *SFLI* 指标 > 0 , *Dum_SFLI* 取值为 1, 否则为 0。*SFLI* 指标的具体公式: $SFLI = [(\text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金}) - (\text{长期借款本期增加额} + \text{本期所有者权益增加额} + \text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{处置固定资产无形资产和其他长期资产收回的现金净额})] / \text{上一年度总资产}$ 。*SFLI* 指标值越大, 表明企业投融资期限错配程度越高。

2. 解释变量: 经济政策不确定性 (*EPU*)

中国经济政策不确定性指数是由 Baker 的研究团队对中国香港最大的英文报纸《南华早报》进行文本分析^[34], 在新闻报道中搜寻有关经济政策波动的词条, 识别每月刊发文章中与中国经济政策不确定性有关的文章占比, 从而构建出该指数并每月对外公布。本文借鉴 Baker 等^[34] 构建的中国经济政策不确定性指数, *EPU* 指标值越大, 表明经济政策不确定性越高。

3. 调节变量: 社会信任 (*Trust*)

借鉴王艳^[35] 等学者的做法, 在中国综合社会调查 (CGSS) 中提取社会信任数据。CGSS 中与社会信任有关的问题是: “总的来说, 您是否同意在这个社会上, 绝大多数人都是可以信任的?” 答案由“完全不同意”到“完全同意”5 个选项构成, 并分别赋值 1~5。通过简单平均被调查者答案来衡量某地区当年的社会信任水平, 数值越大, 社会信任水平越高。由于研究区间内 CGSS 仅有 2010—2013 年、2015 年、2017—2018 年、2021 年的调查数据, 考虑到社会信任在一段时间内相对稳定、变化缓慢, 缺失年份则利用插值法或以相邻年份的数据予以补充替代。

4. 控制变量

参考李佳^[1]、罗宏^[22] 等学者的研究成果, 选取企业特征与宏观经济两个层面作为控制变量 (表 1)。其中, 企业特征层面包括企业财务变量与企业治理变量, 财务变量主要涉及企业年龄、总资产收益率、成长性、资产负债率、抵押能力、资产流动性、托宾 Q; 治理变量主要涉及股权集中度、董事会规模、董事会独立性、两职合一。宏观经济层面的变量主要涉及 GDP 增长率、M2 增长率。

表 1 变量及其定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量度量方式
被解释变量	<i>SFLI</i>	金融投融资期限错配	$[(\text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金}) - (\text{长期借款本期增加额} + \text{本期所有者权益增加额} + \text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额})] / \text{上一年度总资产}$
	<i>Dum_SFLI</i>	企业是否存在投融资期限错配	$SFLI > 0, Dum_SFLI = 1$, 否则 $Dum_SFLI = 0$
解释变量	<i>EPU</i>	经济政策不确定性	经济政策不确定性指数取全年平均值, 并进行对数处理
调节变量	<i>Trust</i>	社会信任	依据中国综合社会调查 (CGSS) 赋分
	<i>Age</i>	企业年龄	企业成立年限
企业控制变量	<i>Roa</i>	总资产收益率	净利润/总资产
	<i>Growth</i>	成长性	$(\text{本期营业收入} - \text{上期营业收入}) / \text{上期营业收入}$
	<i>Lev</i>	资产负债率	负债总额/总资产
	<i>FA_TA</i>	抵押能力	固定资产净额/总资产
	<i>Asset</i>	资产流动性	流动资产/总资产
	<i>TobinQ</i>	托宾 Q	市场价值/总资产
	<i>TOP1</i>	股权集中度	第一大股东持股百分比
	<i>Board</i>	董事会规模	董事会人数取自然对数
	<i>Indep</i>	董事会独立性	独立董事人数/董事会人数
	<i>Dual</i>	两职合一	董事长与总经理是否为同一人, 是 = 1, 否 = 0
宏观控制变量	<i>GDP</i>	GDP 增长率	$(\text{本期实际 GDP} - \text{上期实际 GDP}) / \text{上期实际 GDP}$
	<i>M2</i>	M2 增长率	$(\text{本期货币供给量} - \text{上期货币供给量}) / \text{上期货币供给量}$

五、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

本文对主要回归变量进行描述性统计分析,结果见表2。在研究区间,样本企业平均投融资期限错配程度为-0.1077,该数值与其他研究估计的结果较为一致^[36]。虽然该变量均值小于0,表明样本企业整体上投融资期限错配程度不高,但从SFLI变量最大最小值及其标准差来看,不同企业之间的投融资期限错配程度差异较大,最大值为0.2277,且哑变量DUM_SFLI的均值为0.2216,表明在研究期间22%的样本企业存在较为严重的投融资期限错配问题,需要高度重视。同时,通过刻画2010—2022年中国经济政策不确定性指数变化幅度,掌握其发展态势。由图1可以看出,2015年是转折点,在其之前该指数相对较小,在其之后

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	75分位数	最大值
EPU	13	5.6933	0.7440	4.5940	5.8968	6.2322	6.6744
SFLI	14722	-0.1077	0.1840	-1.3215	-0.0795	-0.0098	0.2277
DUM_SFLI	14722	0.2216	0.4153	0	0	0	1
Trust	14722	3.4713	0.1495	3.0312	3.471	3.5888	3.9600
Age	14722	17.6344	5.8736	4	17	21	32
Roa	14722	0.0369	0.0489	-0.1598	0.0352	0.0627	0.1842
Growth	14722	0.1593	0.3174	-0.4671	0.1143	0.2694	1.7266
Lev	14722	0.4785	0.1892	0.0542	0.4755	0.6108	0.8404
FA_TA	14722	0.2369	0.1681	0.0033	0.2006	0.3333	0.6975
Asset	14722	0.5509	0.2060	0.0871	0.5502	0.6969	0.9417
TobinQ	14722	1.8639	1.0873	0.8310	1.5203	2.1532	6.9443
TOP1	14722	0.3492	0.1507	0.0900	0.3298	0.4526	0.7505
Board	14722	2.1614	0.1963	1.6094	2.1972	2.1972	2.7081
Indep	14722	37.4155	5.4132	33.3300	33.3300	42.8600	57.1400
Dual	14722	0.2235	0.4166	0	0	0	1
GDP	13	0.0695	0.0221	0.0220	0.0700	0.0790	0.1060
M2	13	0.1179	0.0308	0.0810	0.1180	0.1360	0.1970

逐步呈现急剧上升的趋势,这可能是因为2016年“十三五”规划的出台以及2019年底COVID-19的全球爆发,中国经济发展过程中的深层次结构问题逐步凸显,宏观经济风险日益增加,我国政府不得不采取一系列的调控措施应对日益复杂的内外部环境,致使经济政策不确定性程度不断加大。

(二) 存在性检验

本文首先验证了我国资本市场企业投融资期限错配的存在性,旨在为后续基准回归分析提供相应的理论前提。表3列(1)至列(3)分别列示了加入或不加入控制变量相应的分析结果,可以发现SHORTDEBT均在1%的水平显著影响INV且系数为正,即随着短期贷款的增加,长期投资规模也在逐渐扩大,初步验证样本企业中存在投融资期限错配问题。表3中,CFO和LONGDEBT的回归系数显著为正,表明企业长期投资资金也来源于长期借款与现金流。

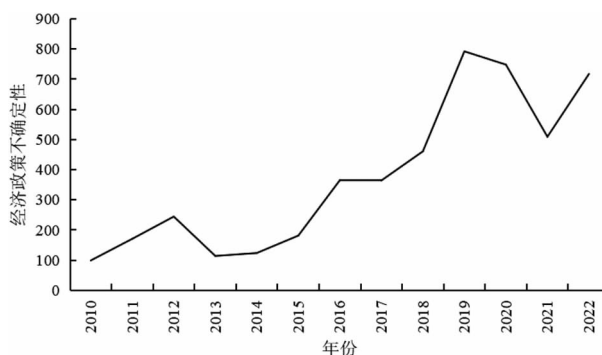


图1 2010—2022年经济政策不确定性趋势图

(三) 主效应回归分析:全样本

本文利用模型(2)进行全样本回归,验证经济政策不确定性与企业投融资期限错配的关系,采取逐步纳入控制变量的方式,以说明回归结果的稳健性,在参数估计过程中,主要关注系数 α_1 的估计值,结果如表4所示。在列(1)仅放入EPU这一指标时,其在1%的水平上显著影响SFLI且系数为正。在列(2)和列(3)逐步加入企业层面控制变量、宏观层面控制变量后,EPU仍在1%的水平上显著影响SFLI,数值提高至0.0142和0.0193且调整后的R²变大,说明模型拟合效果更好,这一结果验证了假设H1的合理性。这可能是因为经济政策不确定性的上升,增强了企业的债务违约风险以及银行的信贷风险,使得银行等债权人为了防止自身利益受损而更倾向于发放短期贷款,导致企业投资支出所需的长期贷款得不到满足,企业长期融资能力的降低迫使企业“短贷长投”,从而助长投融资期限错配现象。

表3 “投资-短期贷款”敏感性分析

变量	(1)	(2)	(3)
<i>CFO</i>	0.0349 *** (0.0084)	0.0349 *** (0.0080)	0.0352 *** (0.0080)
<i>LONGDEBT</i>	0.2658 *** (0.0080)	0.2603 *** (0.0078)	0.2597 *** (0.0078)
<i>SHORTDEBT</i>	0.0734 *** (0.0037)	0.0556 *** (0.0036)	0.0559 *** (0.0037)
<i>Age</i>		-0.0039 *** (0.0001)	-0.0032 *** (0.0002)
<i>Roa</i>		0.1167 *** (0.0122)	0.1180 *** (0.0122)
<i>Growth</i>		0.0144 *** (0.0013)	0.0139 *** (0.0014)
<i>Lev</i>		-0.0418 *** (0.0050)	-0.0425 *** (0.0051)
<i>FA_TA</i>		-0.1437 *** (0.0065)	-0.1438 *** (0.0065)
<i>Asset</i>		-0.1173 *** (0.0053)	-0.1178 *** (0.0053)
<i>TobinQ</i>		-0.0030 *** (0.0005)	-0.0035 *** (0.0005)
<i>TOP1</i>		0.0470 *** (0.0067)	0.0479 *** (0.0068)
<i>Board</i>		0.0073 * (0.0044)	0.0071 (0.0043)
<i>Indep</i>		-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
<i>Dual</i>		0.0062 *** (0.0014)	0.0063 *** (0.0014)
<i>GDP</i>			0.0405 (0.0257)
<i>M2</i>			0.0876 *** (0.0206)
<i>Constant</i>	0.0380 *** (0.0010)	0.1952 *** (0.0143)	0.1717 *** (0.0155)
<i>N</i>	14772	14772	14772
<i>Adj_R²</i>	0.1030	0.2457	0.2468

注：*表示在10%显著性水平上相关；**表示在5%显著性水平上相关；***表示在1%显著性水平上相关。下同。

表4 经济政策不确定性与企业投融资期限错配:全样本

变量	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	0.0141 *** (0.0024)	0.0142 *** (0.0041)	0.0193 *** (0.0043)
<i>Age</i>		-0.0049 *** (0.0008)	-0.0017 (0.0001)
<i>Roa</i>		-0.3091 *** (0.0504)	-0.3065 *** (0.0503)
<i>Growth</i>		0.0229 *** (0.0051)	0.0188 *** (0.0052)
<i>Lev</i>		-0.2133 *** (0.0186)	-0.2166 *** (0.0186)
<i>FA_TA</i>		-0.3249 *** (0.0251)	-0.3210 *** (0.0250)
<i>Asset</i>		-0.0860 *** (0.0206)	-0.0856 *** (0.0206)
<i>TobinQ</i>		-0.0612 *** (0.0024)	-0.0626 *** (0.0024)
<i>TOP1</i>		-0.1357 *** (0.0272)	-0.1267 *** (0.0272)
<i>Board</i>		0.0635 *** (0.0172)	0.0630 *** (0.0172)
<i>Indep</i>		0.0005 (0.0005)	0.0005 (0.0005)
<i>Dual</i>		-0.0008 (0.0057)	-0.0004 (0.0057)
<i>GDP</i>			0.6465 *** (0.1040)
<i>M2</i>			0.1512 *** (0.04989)
<i>Constant</i>	-0.1853 *** (0.0135)	0.1311 ** (0.0581)	-0.0177 (0.0619)
<i>N</i>	14772	14772	14772
<i>Adj_R²</i>	0.0027	0.0908	0.0943

(四) 主效应回归分析:子样本

本文选择子样本,进一步利用模型(2)再次验证经济政策不确定性与企业投融资期限错配的关系,支撑H1的合理性。子样本选择 $SFLI > 0$ 的企业, $SFLI > 0$ 表示企业存在投融资期限错配现象。与全样本一致,采取逐步纳入控制变量的方式说明回归结果的稳健性,在参数估计过程中,主要关注系数 α_1 的估计值,结果如表5所示。由表5可以看出,列(1)至列(3) *EPU* 的系数均显著为正,说明经济政策不确定性的上升会加重企业投融资期限错配程度,再次验证了前文提出的假设 H1。

(五) 内生性检验与稳健性检验

1. 工具变量法

为缓解潜在的内生性问题,本文借鉴顾夏铭^[37]等学者的做法,考虑到中国经济政策不确定性与企业投融资期限错配间可能存在反向因果关系,引入美国经济政策不确定性指数作为工具变量,并将其滞后一期,采用两阶段最小二乘法重新进行估计。其原因在于:现阶段,在经济全球化发展不断深入的背

景下,我国与美国均在全球经济发展过程中发挥关键作用,且受全球贸易、金融等影响,美国颁布的经济政策会对我国产生间接效应,为避免外来因素对本国的影响,我国也会相应出台或调整经济政策加以应对,这一程度上会导致我国经济政策的波动,但不会对我国企业投融资期限错配现象产生直接效应。由表 6 可以发现,研究结论依然成立。

2. 更换核心度量指标

本文采用更换核心度量指标的方式进行稳健性检验,验证基准回归结果的可靠性。一是采取替换解释变量度量指标的方式,运用 Davis 等根据中国报刊构建的中国经济政策不确定性指数^[38],同样对月度经济政策不确定性指数进行算术平均处理(取对数),并将这一指标定义为 *CNEPU*。二是采用替换被解释变量度量指标的方式,借鉴刘晓光和刘元春^[2]等学者做法,以短期负债比例与短期资产比例之差来衡量企业投融资期限错配程度。由表 7 列(1)、列(2)可以发现在替换解释变量和被解释变量后,研究结论依旧稳健。

六、进一步研究

(一) 作用机制检验

参考已有文献^[39],为验证融资约束在经济政策不确定性与企业投融资期限错配中的作用,本文将模型(2)中的被解释变量替换为融资约束(*SA*),借鉴余明桂^[40]等学者的做法,采用 *SA* 指数衡量企业融资约束程度,其具体公式为 $SA_{i,t} = 1 - 0.737Size_{i,t} + 0.043Size_{i,t}^2 - 0.004Age_{i,t}$ 。其中,*i*和*t*分别表示企业和时间;*Size*表示企业规模,用企业总资产的自然对数表示;*Age*表示企业年龄,用某一时间点与企业成立年份的差值表示。

表 8 报告了作用机制检验结果。其中列(1)报告了经济政策不确定性与企业投融资期限错配的关系,且解释变量系数显著为正,说明经济政策不确定性的上升会加重企业投融资期限错配程度;列(2)则报告了经济政策不确定性是否会加重企业融资约束程度,可以看出,解释变量系数显著为正,说明经济政策不确定性会加大企业融资难度。而融资约束正是企业投融资期限错配现象发生的根源所在,融资约束在企业中主要表现为在具有投资机会的情况下企业无法取得充足的资金,尤其是长期融资。企业若处于高融资约束状态,则会使信贷双方变得更加谨慎,减少中长期贷款合约签订,从而加重企业投融资期限错配现象。由此,验证了前文提出的假设 H2。

(二) 调节机制检验

本文利用模型(3)验证了社会信任的调节作用,由表 9 可以看出,列(1)中经济政策不确定性与社

表 5 经济政策不确定性与企业投融资期限错配:子样本

变量	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	0.0016 *** (0.0022)	0.0095 *** (0.0037)	0.0098 *** (0.0039)
<i>Age</i>		-0.0020 *** (0.0008)	-0.0007 (0.0010)
<i>Roa</i>		0.0242 (0.0399)	0.0316 (0.0401)
<i>Growth</i>		-0.0042 (0.0042)	-0.0039 (0.0042)
<i>Lev</i>		-0.2133 ** (0.0156)	-0.0369 ** (0.0157)
<i>FA_TA</i>		-0.0941 *** (0.0218)	-0.0925 *** (0.0219)
<i>Asset</i>		-0.0351 ** (0.0166)	-0.0338 ** (0.0167)
<i>TobinQ</i>		0.0004 (0.0024)	-0.0008 (0.0025)
<i>TOP1</i>		0.0085 (0.0266)	0.0128 (0.0267)
<i>Board</i>		-0.0085 (0.0167)	-0.0096 * (0.0167)
<i>Indep</i>		0.0007 (0.0005)	0.0007 (0.0004)
<i>Dual</i>		0.0032 (0.0045)	0.0036 (0.0045)
<i>GDP</i>			0.0474 *** (0.0974)
<i>M2</i>			0.0923 *** (0.0456)
<i>Constant</i>	0.0597 *** (0.0135)	0.0918 * (0.0558)	-0.0569 (0.0595)
<i>N</i>	3140	3140	3140
<i>Adj_R²</i>	0.0003	0.0266	0.0292

表 6 内生性检验

	反向因果	
	(1) 第一阶段	(2) 第二阶段
<i>EPU_US</i>	0.5823 *** (0.0062)	
<i>EPU</i>		0.0790 *** (0.0067)
<i>Control</i>	YES	YES
<i>R²</i>	0.7167	0.0841
<i>N</i>	14772	14772
<i>F 统计值</i>	2688.86	

会信任的交互项在1%的水平上显著影响企业投融资期限错配且系数为负,表明社会信任的提高能够有效缓解经济政策不确定性对企业投融资期限错配的不利影响。进一步以社会信任的中位数将企业划分为高信任组和低信任组进行分组检验,旨在论证结果的稳健性。从分组回归中发现,列(3)高社会信任组别中,经济政策不确定性的回归系数更小且不显著,同时两者组间差异系数在10%的水平上显著,说明社会信任水平越高,越能弱化经济政策不确定性对企业投融资期限错配的不利影响,验证了前文提出的假设H3。这是因为社会信任水平的提高既有助于规范企业高管不当行为,降低企业违约风险,又能强化债权人与企业间的友好合作关系,增强债权人发放长期贷款的意愿,从而缓解投融资期限错配现象。

(三) 异质性检验

1. 产权性质异质性

本文将样本划分为国有企业和非国有企业,观察经济政策不确定性对不同产权性质企业投融资期限错配的影响差异。由表10可以看出,经济政策不确定性分别在10%和1%的水平上显著影响国有企业与非国有企业投融资期限错配,但国有企业系数为负,非国有企业系数为正,且两者组间差异系数在1%的水平上显著。这表明相比于国有企业,非国有企业投融资期限错配问题的发生受经济政策不确定性影响更大且更为显著,原因可能在于:一方面,天然的政治联系使得国有企业在资源利用、信息获取等方面比非国有企业具有较大的优势。因此,国有企业更能准确把握经济政策的实施与制定。但对于在信息获取方面处于不利地位的非国有企业来说,经济政策不确定性的上升会降低信息透明度,从而对企业投融资行为决策产生显著影响。另一方面,受政府等部门的“隐形”担保,银行等债权人更有意愿向国有企业提供长期信贷资金,进而减少该类企业投融资期限错配现象。而非国有企业易受到政治与社会的双重歧视,在资金借贷方面会受到银行较为严格的风险控制,加大了信贷资金获取难度。因此,在经济政策不确定性不断上升的背景下,相比于国有企业,非国有企业的债务期限结构短期化趋势更为凸显,进一步加重了该类企业投融资期限错配现象。

2. 企业规模异质性

本文根据总资产规模的中位数将企业划分为大规模企业和小规模企业,观察经济政策不确定性对不同规模企业投融资期限错配的影响差异。由表11可以看出,经济政策不确定性对大规模企业投融资期限错配不具有显著影响,但在1%的水平上显著正向影响小规模企业,且两者组间差异系数在1%的水平上显著。这表明相比于大规模企业,小规模企业投融资期限错配问题的发生受经济政策不确定性影响更为显著,原因可能在于:相比于小规模企业,大规模企业在融资渠道、风险承担能力、资产质量以

表7 稳健性检验

	(1) 替换解释变量 SFLI	(2) 替换被解释变量 SDLA
EPU		0.0068 *** (0.0015)
CNEPU	0.0179 *** (0.0029)	
Control	YES	YES
Constant	0.0940 (0.0605)	0.9581 *** (0.0221)
N	14772	14772
Adj_R ²	0.0956	0.4579

表8 作用机制检验:融资约束

	(1) SFLI	(2) SA
EPU	0.0193 *** (0.0043)	0.0214 ** (0.0103)
Control	YES	YES
Constant	-0.0177 (0.0619)	1.8227 *** (0.1385)
N	14772	14772
Adj_R ²	0.0943	0.6341

表9 调节效应:社会信任

	(1) 全样本	(2) 低信任组	(3) 高信任组
EPU	0.0125 *** (0.0049)	0.0172 ** (0.0070)	0.0044 (0.0066)
Trust	-0.0206 (0.0191)		
EPU × Trust	-0.0550 *** (0.0188)		
Control	YES	YES	YES
Constant	0.0926 (0.0618)	0.1064 (0.0986)	0.0618 (0.0896)
N	14772	6866	7906
Adj_R ²	0.0954	0.0993	0.0914
系数差异 P 值	-	0.0539	

注:系数差异 P 值是由交互项模型的 Chow 检验计算所得。

及会计信息透明度等方面具有优势。因此,在经济政策不确定性不断上升的背景下,由于小规模企业与银行间信息不对称程度高于大规模企业,从而面临较为严重的融资约束问题,加重小规模企业投融资期限错配现象。

3. 企业成长异质性

本文依据企业成长性的中位数,将企业分为低成长性和高成长性,以观察经济政策不确定性对不同成长状态企业投融资期限错配的影响差异。由表 12 可以看出,在低成长性和高成长性两组中,经济政策不确定性对低成长性企业投融资期限错配不具有显著影响,但在 1% 的水平上显著正向影响高成长性企业,且两者组间差异系数在 1% 的水平上显著。这表明相比于低成长性企业,高成长性企业投融资期限错配程度受经济政策不确定性影响更为显著。这可能是因为:尽管经济政策不确定性的上升会提高企业信贷融资的资金成本,增强企业融资约束,但是为了抓住良好的投资机遇,高成长性的企业会相应增加投资需求以获取较好的经济收益。而对于低成长性的企业来说,信贷融资的资金成本增加一定程度上提高了企业财务风险以及破产风险。因此,相比于高成长性企业,低成长性企业为规避各类风险,会更加注重稳健性经营,投资需求不强,进而减少“短贷长投”行为,缓解企业投融资期限错配现象。

七、结论性评述

在防范化解金融风险的大背景下,企业投融资期限错配问题值得高度关注。本文从经济政策不确定性视角展开探究,基于 2010—2022 年沪深 A 股非金融上市公司的实证研究表明,我国接近四分之一的企业存在较为严重的投融资期限错配问题,且经济政策不确定性的上升会加剧企业投融资期限错配问题,究其原因主要在于经济政策不确定性的上升,增加了企业与债权人之间信息的不对称性,使得企业要承担更多的债务融资成本,银行等债权人则须承担更多的监督成本,由此风险较高的长期资金供给减少,加重了企业的融资约束程度,而短期信贷的发放既能为企业节约债务成本,缓解当前的资金压力,又能提高银行等债权人的监督功能,最终导致企业投融资期限错配现象越发严重。但地区社会信任水平的提升能够拉近银行等债权人与企业间的关系,提高银行等债权人对企业发放长期贷款的信心,建立长效的银企合作互动机制,有效缓解经济政策不确定性对企业投融资期限错配的不利影响。不过未来还要更加关注经济政策不确定性下非国有企业、小规模企业与高成长性企业的投融资期限错配问题,以减轻企业的经营和财务风险。

基于上述研究结论,本文提出以下三点政策建议:第一,营造稳定的外部经营环境。宏观经济政策松紧、力度与组合的不断调整,导致企业无法准确预测经济政策走向,易引发企业投融资决策的频繁变动。因此,政府在进行宏观调控时,要保证政策的连续性和稳定性,通过构建信息传导机制,加强政府、金融机构与企业之间的政策沟通,削弱信息不对称程度,有助于稳定市场主体的政策预期,为企业债务融资和再融资提供稳定的外部环境。第二,提升社会信任水平。社会信任水平的提升是缓解企业债务结构短期化问题的有效举措,其能够有效强化企业的社会责任感和道德约束力,加强银行等债权人对企

表 10 异质性分析:产权性质

	(1) 国有企业	(2) 非国有企业
<i>EPU</i>	-0.0109* (0.0055)	0.0433*** (0.0065)
<i>Control</i>	YES	YES
<i>Constant</i>	0.0948 (0.0775)	-0.1191 (0.0997)
N	6808	7964
Adj_R ²	0.0704	0.1198
系数差异 P 值	0.0000	

表 11 异质性分析:企业规模

	(1) 大规模企业	(2) 小规模企业
<i>EPU</i>	0.0023 (0.0054)	0.0279*** (0.0067)
<i>Control</i>	YES	YES
<i>Constant</i>	0.0383 (0.0767)	-0.1176 (0.1081)
N	8075	6697
Adj_R ²	0.0973	0.1222
系数差异 P 值	0.0000	

表 12 异质性分析:企业成长性

	(1) 低成长性	(2) 高成长性
<i>EPU</i>	0.0050 (0.0045)	0.0290*** (0.0078)
<i>Control</i>	YES	YES
<i>Constant</i>	0.0968 (0.0645)	-0.1319 (0.1137)
N	7523	7249
Adj_R ²	0.0840	0.1114
系数差异 P 值	0.0000	

业的信心,使企业更为容易获取相匹配的信贷资金,进而缓解投融资期限错配问题。因此,现阶段政府不仅要完善金融制度体系等正式制度,还要发挥地区社会信任等非正式制度的补充和扩展功能。具体来说,要加快社会信用体系建设,“刚柔并济”,发挥社会信任在行为规范和互惠互利方面的积极作用,强化企业信用意识;健全企业诚信水平信息库,推动政务信用信息与社会信用信息资源共享,完善企业信用档案;政府作为塑造制度的主体,要在决策过程中开放、透明,将纸质化信用转化为社会信任。第三,在经济政策不确定性背景下,非国有企业、小规模企业、高成长性企业的投融资期限错配现象更为严重。因此,要关注不同类型的长期投资需求,通过持续推进市场化体制改革、供给侧结构性改革以及完善金融治理体系等方式,削弱对金融机构(如银行)的管制,减少金融机构对民营等中小企业的信贷歧视,缓解其融资约束程度,减轻投融资期限错配现象。

参考文献:

- [1] 李佳,段舒榕,吴耸杰. 数字金融能缓解企业投融资期限错配吗[J]. 财经论丛, 2022(11): 61-70.
- [2] 刘晓光,刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现[J]. 经济研究, 2019(7): 127-141.
- [3] 白云霞,邱穆青,李伟. 投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较[J]. 中国工业经济, 2016(7): 23-39.
- [4] 彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济, 2018(1): 137-155.
- [5] 王红建,杨肇,阮刚铭,等. 放松利率管制、过度负债与债务期限结构[J]. 金融研究, 2018(2): 100-117.
- [6] 刘红忠,赵骄阳. 经济政策不确定性、融资风险与企业“短贷长投”[J]. 上海金融, 2021(1): 12-23.
- [7] Stulz R M, Williamson R. Culture, openness, and finance[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3): 313-349.
- [8] 陈国进,王少谦. 经济政策不确定性如何影响企业投资行为[J]. 财贸经济, 2016(5): 5-21.
- [9] Gulen H, Ion M. Policy uncertainty and corporate investment[J]. The Review of Financial Studies, 2016, 29(3): 523-564.
- [10] 陈恋. 经济政策不确定性与实体经济投资效率[J]. 技术经济与管理研究, 2023(8): 73-78.
- [11] 刘兴华,洪攀. 经济政策不确定性与企业投资:融资约束异质性视角[J]. 南昌大学学报(人文社会科学版), 2022(5): 36-45.
- [12] Bradley D, Pantzalis C, Yuan X. Policy risk, corporate political strategies, and the cost of debt[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 40: 254-275.
- [13] Myers S C. Determinants of corporate borrowings[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5(2): 147-175.
- [14] 钟凯,程小可,张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界, 2016(3): 87-98.
- [15] 刘贯春,叶永卫. 经济政策不确定性与实体经济“短贷长投”[J]. 统计研究, 2022(3): 69-82.
- [16] 朱康,唐勇. 资本市场开放对企业投融资期限错配的影响研究——基于“沪深港通”样本的多期双重差分分析[J]. 金融理论与实践, 2023(2): 87-96.
- [17] 刘贯春,程飞阳,姚守宇,等. 地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J]. 管理世界, 2022(11): 71-89.
- [18] 张新民,叶志伟. 得“信”者多助?——社会信任能缓解企业短贷长投吗? [J]. 外国经济与管理, 2021(1): 44-57.
- [19] 孙凤娥. 投融资期限错配:制度缺陷还是管理者非理性[J]. 金融经济研究, 2019(1): 94-110.
- [20] 赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等. 董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J]. 管理世界, 2019(10): 160-171.
- [21] 王百强,鲍睿,李馨子,等. 控股股东股权质押压力与企业短贷长投:基于质押价格的经验研究[J]. 会计研究, 2021(7): 85-98.
- [22] 罗宏,贾秀彦,吴君凤. 内部控制质量与企业投融资期限错配[J]. 国际金融研究, 2021(9): 76-85.
- [23] 李常青,狄然. ESG表现能缓解企业投融资期限错配吗[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2023(5): 30-42.
- [24] 王伟,陈绎润. 经济政策不确定性与企业债务期限结构——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 南方金融, 2023(4): 33-47.
- [25] 叶永卫,陶云清,李鑫. 数字基础设施建设与企业投融资期限错配改善[J]. 经济评论, 2023(4): 123-137.
- [26] 王鹏飞. 融资约束、行业市场竞争与企业股权投资[J]. 财会通讯, 2022(14): 78-82.
- [27] 吴锡皓,胡国柳. 不确定性、会计稳健性与分析师盈余预测[J]. 会计研究, 2015(9): 27-34.
- [28] 李增福,陈俊杰,连玉,等. 经济政策不确定性与企业短债长用[J]. 管理世界, 2022(1): 77-89.
- [29] 马红,侯贵生,王元月. 产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究[J]. 南开管理评论, 2018(3): 46-53.

- [30]张维迎,柯荣住.信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J].经济研究,2002(10):59-70.
- [31]Williamson O E. Calculativeness, trust, and economic organization[J]. The Journal of Law & Economics, 1993, 369(1): 453-486.
- [32]Mclean R D, Zhao M. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance[J]. The Journal of Finance, 2014, 69(3): 1377-1409.
- [33]叶永卫,李佳轩,陶云清.经济政策不确定性与企业债务期限结构[J].经济学报,2022(3):32-59.
- [34]Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. Quarterly Journal of Economics, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [35]王艳,李善民.社会信任是否会提升企业并购绩效? [J].管理世界,2017(12):125-140.
- [36]程茂勇,边启章.绿色信贷政策能否缓解企业投融资期限错配? [J].现代经济探讨,2023(10):58-71.
- [37]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.
- [38]Davis S J, Liu D, Sheng X S. Economic policy uncertainty in China since 1949: The view from Mainland newspapers[R]. Working paper, 2019.
- [39]赵健宇,陆正飞.养老保险缴费比例会影响企业生产效率吗? [J].经济研究,2018(10):97-112.
- [40]余明桂,钟慧洁,范蕊.民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据[J].金融研究,2019(4):75-91.

[责任编辑:高 婷]

Does Economic Policy Uncertainty Exacerbate Maturity Mismatches of Corporate Investment and Financing?

SU Fang¹, GU Mengwei²

(1. School of Economics and Management, Northwest University, Xi'an 710127, China;

2. School of Economics and Management, Shaanxi University of Science and Technology, Xi'an 710021, China;)

Abstract: Taking China's A-share non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2010 to 2022 as the research object, based on the immunisation hypothesis, we empirically test whether economic policy uncertainty exacerbates the phenomenon of corporate investment and financing maturity mismatch, and the mechanism behind the role. The results show that economic policy uncertainty enhances financing constraints and aggravates corporate investment and financing term mismatch. However, regional social trust plays a negative regulatory role, and the higher social trust, the weaker the adverse impact of economic policy uncertainty on the mismatch of investment and financing terms for enterprises. Further discussion reveals that economic policy uncertainty has a differentiated impact on the investment and financing maturity mismatch of enterprises with different property rights, size and growth. In the future, in order to effectively solve the enterprise investment and financing maturity mismatch phenomenon under economic policy uncertainty, it is necessary not only to stabilize the external business environment and improve the financial system, but also to enhance the trust of the regional society.

Key Words: economic policy uncertainty; firm investment and financing maturity mismatch; financing constraint; social trust; financial risk; business risk