# 经济政策不确定性促进企业创新吗？

## ——一个有中介的调节模型

陈媛媛[1]，陈 锋[2]，杨 洁[3]

（1. 湖南化工职业技术学院食品与烹饪技术学院，株洲 412000；2. 西安财经大学统计与数据科学学院，西安 710100；
3. 湖南工业大学经济与管理学院，株洲 412007）

**摘要**：以2009—2022年沪深A股上市公司为例，研究经济政策不确定性如何影响企业创新行为，揭示其内在作用机理，同时考察公司治理水平在二者关系中的调节效应，探究治理水平能否缓解或强化政策不确定性对企业创新的作用效果。研究发现：经济政策不确定性对企业创新具有显著的正向影响；企业风险承担和会计稳健性在经济政策不确定性与企业创新之间起部分中介作用；公司治理水平在经济政策不确定性与企业创新关系之间具有显著调节作用，以企业风险承担为中介实现调节。

**关键词**：经济政策不确定性；企业创新；企业风险承担水平；会计稳健性；公司治理水平

**中图分类号**：F275；F832.5 **文献标志码**：A **文章编号**：1671－1807(2026)03－0327－09

经济政策不确定性是宏观经济波动的重要驱动因素，指由于政府政策的变化、制定或执行的过程中所产生的不确定性，会对企业、投资者及消费者等经济主体决策造成不可预测的影响[1]。为使中国经济保持平稳运行，中国政府出台了一系列经济政策，化解风险的同时经济政策不确定性也随之上升。

“十四五”规划与2021年政府工作报告确立了坚持创新在现代化建设中核心地位，深入实施创新驱动发展战略的顶层设计。为此，国家着力于突破关键核心技术壁垒、构建自主可控的产业体系，并通过完善科技创新生态、强化基础研究到成果转化的全链条，全面优化创新环境。同时，以智能化改造和培育新兴产业为抓手推动产业升级，从而筑牢高质量发展的科技与产业根基。企业作为创新的主体，其能力的提升直接关系到自身核心竞争力、产业结构优化乃至国家高质量发展战略的全局。

在此背景下，推动创新成为应对不确定性、实现经济高质量发展的关键破局点。已有研究认为经济政策不确定性影响企业创新的途径，是通过影响融资约束、投资者情绪等[2]而实现的，而没有考虑企业风险承担水平和会计稳健性的中介作用；此外，公司治理结构的差异也会影响企业的创新决策，现有研究只是以股权激励、薪酬激励、董事会规模等[3]单一指标，研究公司治理（如股权结构、董事会效能）如何调节经济政策不确定性对企业创新的影响机制及其调节作用。然而，一个综合性的公司治理度量指标尚未被引入该研究框架，这正是本文试图弥补的缺口。

为此，以2009—2022年沪深A股上市公司为例，研究经济政策不确定性对企业创新的作用，揭示内在作用机理，同时考察公司治理水平在二者关系中的调节效应，探究治理机制能否缓解或强化政策不确定性对企业创新的作用效果。

## 1 理论分析与假设提出

### 1.1 经济政策不确定性与企业创新

目前，关于经济政策不确定性对企业创新的作用机制，学术界的观点尚不一致，未形成统一的结论。有学者认为经济政策不确定性在相当程度上会阻碍企业创新行为。在市场化经济中经济政策不确定性上升，会提高法律风险、市场风险和企业

**收稿日期**：2025-08-26

**作者简介**：陈媛媛(1994—)，女，安徽合肥人，硕士，讲师，研究方向为绿色经济、企业成本管理；陈锋(1998—)，男，安徽合肥人，硕士研究生，研究方向为人口与经济统计；通信作者杨洁(1973—)，女，湖南邵阳人，教授，硕士研究生导师，研究方向为企业经济、环境会计。

经营风险[4]，从而影响管理层对企业未来发展前景的判断，做出减少投资的决策，使企业现金流稳定，以应对经济政策不确定性带来的不利影响[2]。然而，由于企业创新活动具有研发周期长、高资金投入和研发风险高等特点[5]，并且企业研发活动最终成果多为无形资产，如果企业研发成功最终形成专利等无形资产，企业可以通过法律赋予的权利来保护自己的创新成果，以防被其他企业抄袭，从而提高企业市场竞争力[6]，所以经济政策不确定性对于企业创新投资与实物资本投资的影响并不一致。企业管理层可能在考虑经济政策不确定性对企业经营风险、现金流的影响后，做出减少实物资本投资、增加创新投资的决策[7]。因为，企业创新活动具有正外部性，并让企业在市场竞争中具有先发优势，对企业战略规划具有重要意义[8]。在经济政策不确定性上升时，企业可以获得超额利润的机会越大，企业通过创新活动实现技术领先、扩大市场份额的可能性越大[9]。因此，当企业面临经济政策不确定性时，企业会减少实物资本投资，如存货、固定资产等实物资产的购买，并有可能将原有减少的实物资本投资，改变用途投资到创新活动中，以期通过创新活动提高市场竞争力获取超额利润。综上，提出如下假设。

H1：经济政策不确定性与企业创新正相关。

### 1.2 企业风险承担的中介作用

经济政策不确定性会给企业带来“危险”和“机遇”双重影响，而企业正是通过规避经济政策不确定性带来的负面影响，识别并精准把握经济政策不确定性中的结构性机遇，通过前瞻布局、灵活调整战略和风险管理获取超额利润，实现价值提升[10]。

虽然经济政策不确定性的上升会加剧市场波动、削弱投资预期，并通过融资约束和需求收缩等渠道影响企业现金流的稳定性，进而抑制企业的风险承担水平，导致研发投入减少、长期投资意愿下降，最终制约企业的创新活力与增长潜力[11]。但经济政策不确定性既带来风险也孕育机遇，若企业因过度规避风险而犹豫不决，可能错失转型发展的关键窗口期，待形势完全明朗后再投资，市场可能已提前反应，优质机会或被抢占，错失最佳布局窗口，机会也将失去[12]。于是经济政策不确定时，被视作企业超越竞争对手和扩大市场份额的大好时机。特别地，在中国经济转向高质量发展关键时期，经济政策的动态调整更为频繁，这既带来挑战，也为企业创造了更多“弯道超车“的机会窗口。相较于政策环境相对稳定的发达国家，这种政策活力更能激发企业的创新动能[13]。此外，企业作为市场主体，天生具备为获取利润而承担风险的内在驱动力。经济政策不确定时会促使企业采取更为激进的经营策略承担更高的风险，以实现企业的发展逐利[10]，即经济政策不确定性提高、企业风险承担水平上升。

企业在创新过程中面临多重风险挑战。首先，核心研发团队的流失可能导致技术外泄或项目中断，使企业丧失竞争优势；其次，即使成功完成创新，其成果可能因市场需求变化或消费者接受度不足而难以商业化，造成巨额研发投入无法收回；此外，技术迭代加速可能导致创新成果在短期内被更先进的技术取代，使企业面临沉没成本快速贬值的风险。这些风险因素共同构成了创新活动的高不确定性特征[14]，因此，企业的风险承担水平对企业创新至关重要。企业承担较高的风险水平，越会充分挖掘投资机会，投资更多风险大、研发周期长和创新性高的项目，越不会放弃具有突破性创新项目[15]，因为此类项目研发一旦成功，不仅能形成技术壁垒、增强市场话语权，更能通过专利保护或工艺升级构建难以模仿的核心竞争力。此外，企业加大研发投入势必会承担更高风险，较高的风险承担水平意味着企业具备更充裕的创新容错空间，能够支持长周期、高不确定性的前沿技术探索，对创新失败的容忍力越强[16]，就越会投资企业创新活动。综上，提出如下假设。

H2：企业风险承担在经济政策不确定性与企业创新的关系中起中介作用。

### 1.3 会计稳健性的中介作用

经济政策的不确定是企业无法避免的外部宏观环境，但是企业在面对经济政策不确定时其反应不一定是被动的。为规避经济政策不确定性对企业的不利影响，企业会采取更加谨慎、稳健的会计政策[17]，即经济政策不确定性的存在促使企业执行稳健性会计政策。

资金约束及股东、债权人与管理层的利益冲突，是抑制企业创新的关键障碍，而会计稳健性会通过缓解融资约束与代理问题促进企业创新[18]。一方面，企业执行更加稳健的会计政策能够提供高质量的会计信息，而高质量的会计信息能够降低企业与外部利益相关之间的信息不对称，有利于企业以较低融资利率和贷款利率获取资金[19]，进而为企业创新提供资金支持。另一方面，会计稳健性要求

企业在经济业务的确认和计量中遵循审慎原则,即对资产和收益的确认需满足严格的可验证性标准,对负债和费用的确认需充分预估潜在风险。旨在避免高估企业财务状况和经营成果,确保财务报告能够客观反映企业面临的不确定性,从而为投资者和债权人提供更为可靠的决策依据。这种非对称性处理行为[20],可以对企业管理层进行有效监督,抑制管理层为追求短期绩效而夸大利润的行为,缓解所有者追求企业长期利益与管理层为完成绩效考核追求短期利益的代理冲突[21],从而促进企业创新。综上,提出如下假设。

H3:会计稳健性在经济政策不确定性与企业创新的关系中承担中介作用。

### 1.4 公司治理的调节作用

经济政策不确定性的存在会提高信息不对称,从而导致企业代理问题突出,阻碍企业的创新活动。然而,较高的公司治理水平能够激励和监督管理层,促使管理层以企业长远发展为经营目标,进而有效缓解代理冲突[22]。一方面,公司治理水平较高时,如对有贡献的高管进行股权激励和薪酬激励,会激励高管更加努力工作,提高企业经营效率,让管理层与所有者的目标趋于一致,缓解代理问题[3]。另一方面,董事会的监督对提高公司治理水平至关重要,如董事会规模的扩大和独立董事比例的提升,都会加强董事会的监督作用,有助于提升企业信息披露质量,增强市场透明度,有效降低投资者与管理者之间的信息不对称风险[23]。因此,公司治理水平较高时,经济政策不确定性对企业创新起到更强的促进作用。

此外,管理层为完成绩效考核,有规避风险的动机,会减少投资净现值高、风险大的项目。而合理激励能够有效降低管理层的风险厌恶倾向,通过将高管利益与企业长期发展绑定,增强其对创新失败的包容性,从而激发管理者的冒险精神,提高企业管理层的风险承担意愿,提升企业风险承担水平[24]。特别地,董事兼任经理加强了董事会对管理层的监督作用,抑制了管理层追求短期利益的动机,促使管理层在进行投资决策时充分考虑董事会的意见[25],进而提高企业的风险承担能力,实现对企业创新的推动。综上,提出如下假设。

H4:公司治理水平调节经济政策不确定性与企业创新之间的关系,即公司治理水平越高,经济政策不确定性的正向影响越强;

H5:公司治理水平在经济政策不确定性与企业创新关系中起调节作用,以企业风险承担为中介实现调节。

## 2 研究设计

### 2.1 数据来源

以2009—2022年中国沪深A股上市公司为研究对象,所用财务数据和经济政策不确定性数据分别源自国泰安数据库和Economic Policy Uncertainty网站。

后续数据处理步骤如下:①剔除缺失数据;②剔除金融业数据;③剔除2009—2022年ST公司数据;④对连续变量进行1%分位数缩尾处理。最终获得非平衡面板数据12 195个。

### 2.2 变量说明

#### 2.2.1 被解释变量:企业创新(Innovation)

现有研究主要从两个视角衡量企业创新:①以创新投入衡量企业创新,如研发人员投入、研发资金投入等;②以创新产出衡量企业创新,如新产品销售收入、企业申请专利数量等。为全面衡量企业创新,参顾群等[6]、杜江和刘诗园[8]的研究,以研发投入与企业资产总额的比值(Innovation)作为被解释变量。另外,以研发投入与营业收入的比值(Innovation1)和企业申请专利数量加上1的自然对数(Patient)替代原被解释变量Innovation进行稳健性检验[26]。

#### 2.2.2 解释变量:经济政策不确定性(EPU)

解释变量采用Baker等[27]用文本分析方法编制的"中国经济政策不确定性指数"(EPU)作为政策不确定性测度指标,由于Baker等构建的指标为月度数据,而企业层面是年度数据,为保持数据可比性,通过算术平均将月度数据转化为年度数据,再对数化处理。

#### 2.2.3 控制变量

参考李凤羽和杨墨竹[1]、顾群等[6]、杜江和刘诗园[8]的研究,选取以下8个变量作为控制变量:企业规模(Size)、股权集中度(CR)、企业成长性(Grow)、固定资产比率(Ppe)、偿债能力(Lev)、盈利能力(Roe)、市场竞争程度(Hhi)、产权性质(Property)。变量定义见表1。

### 2.3 模型设定

为了检验经济政策不确定性对企业创新的影响,以经济政策不确定性为被解释变量,企业创新为解释变量,构建模型。使用数据为非平衡面板数据,利用Stata 15.0软件对数据进行$F$检验和Hausman检验,使用个体和时间双固定效应模型:

**表 1　变量定义**

| 变量类型 | 变量 | 变量符号 | 变量定义 |
|---|---|---|---|
| 被解释变量 | 企业创新 | Innovation | 研发投入与企业资产总额的比值，% |
| 解释变量 | 经济政策不确定性 | EPU | Baker 等[27]构建的“中国经济政策不确定性指数”，算术平均转换成年度数据后，对数化处理 |
| 控制变量 | 企业规模 | Size | 企业资产总额的自然对数 |
| | 固定资产比率 | Ppe | 固定资产与资产总额的比值，% |
| | 盈利能力 | Roe | 净资产收益率，即净利润与净资产的比值，% |
| | 偿债能力 | Lev | 资产负债率，即总负债与总资产比值，% |
| | 股权集中度 | CR | 前五股东持股比例，% |
| | 企业成长性 | Grow | 托宾 $Q$ 值 |
| | 市场竞争程度 | Hhi | 行业内的每家公司的营业收入与行业营业收入合计比值的平方和 |
| | 产权性质 | Property | 国有企业取值为 1，非国有企业赋值为 0 |

$$\begin{aligned}\text{Innovation}_{i,t}=&\beta_0+\beta_1\text{EPU}_{i,t}+\beta_2\text{Size}_{i,t}+\\&\beta_3\text{Ppe}_{i,t}+\beta_4\text{Roe}_{i,t}+\beta_5\text{Lev}_{i,t}+\\&\beta_6\text{CR}_{i,t}+\beta_7\text{Grow}_{i,t}+\beta_8\text{Hhi}_{i,t}+\\&\beta_9\text{Property}_{i,t}+\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned}\tag{1}$$

式中：$i$ 为公司；$t$ 为年份；$\beta_1\sim\beta_9$ 为待估系数；$\mu$ 为公司固定效应；$\varepsilon$ 为残差项；$\beta_0$ 为常数项。

## 3　实证结果与分析

### 3.1　基准回归结果

首先考察经济政策对企业创新的影响，回归结果见表 2。为确保研究结果的稳健性，表 2 中列(1)为多元混合回归结果，未控制任何固定效应，EPU 为 0.304 8，在 1%水平显著；列(2)引入企业固定效应后，此时 EPU 为 0.381 8，在 1%水平上显著；列(3)单独控制时间固定效应时，此时 EPU 为 0.913 1，在 1%水平上显著；列(4)同时控制两个效应，此时 EPU 为 0.975 5，在 1%水平上显著，表明经济政策不确定性对企业创新具有显著的正向影响。面对政策环境的不确定性，企业倾向于通过增加研发投入、优化创新资源配置来应对外部风险，从而提升自身核心竞争力。这种倒逼机制促使企业加快技术升级和产品迭代，以增强市场适应能力。同时，创新成果的积累有助于企业构建差异化竞争优势，提高核心竞争力，假设 H1 成立。

**表 2　经济政策不确定性影响企业创新的基准回归结果**

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
|---|---|---|---|---|
| | Innovation | Innovation | Innovation | Innovation |
| EPU | 0.304 8*** | 0.381 8*** | 0.913 1*** | 0.975 5*** |
| | (11.10) | (19.13) | (21.11) | (21.97) |
| Size | −0.374 8*** | −0.533 1*** | −0.572 7*** | −0.636 8*** |
| | (−18.63) | (−22.25) | (−27.37) | (−26.04) |
| Ppe | −0.020 8*** | −0.002 8 | −0.008 2*** | −0.000 2 |
| | (−14.63) | (−1.39) | (−5.00) | (−0.08) |
| Roe | 0.018 1*** | 0.001 1 | 0.005 1*** | 0.003 6*** |
| | (9.36) | (0.80) | (3.97) | (2.71) |
| Lev | 0.001 9 | 0.003 0** | 0.004 1*** | 0.005 3*** |
| | (1.51) | (2.03) | (3.20) | (3.67) |
| CR | −0.004 3*** | 0.002 3 | 0.002 1 | 0.006 7*** |
| | (−2.98) | (1.09) | (1.25) | (3.27) |
| Grow | 0.162 7*** | −0.005 9 | 0.083 2*** | 0.042 9*** |
| | (12.22) | (−0.57) | (7.69) | (3.75) |
| Hhi | −1.254 7*** | −0.149 5 | −0.170 0 | 0.218 3 |
| | (−9.58) | (−1.02) | (−1.33) | (1.51) |
| Property | 0.053 9 | 0.067 2 | 0.057 9 | 0.175 4 |
| | (1.16) | (0.53) | (0.78) | (1.42) |
| 常数项 | 9.295 4*** | 11.875 6*** | 8.750 2*** | 9.449 0*** |
| | (21.15) | (22.62) | (17.45) | (16.52) |
| 企业固定效应 | 不控制 | 控制 | 不控制 | 控制 |
| 时间固定效应 | 不控制 | 不控制 | 控制 | 控制 |
| 样本数 | 12 195 | 12 195 | 12 195 | 12 195 |
| adj. $R^2$ | 0.115 4 | 0.087 3 | 0.121 8 | 0.116 4 |

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著；括号内为 $t$ 值。

### 3.2　稳健性检验

#### 3.2.1　内生性处理

经济政策不确定性并非随机分配，其与企业创新之间的关系可能受到其他因素的干扰，或存在反向因果。为缓解该问题，获得更为可靠的估计结果，采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行稳健性检验，选取 EPU 滞后项为工具变量解决内生性偏误。中美两国有很深的贸易结合度，美国的经济政策不确定性会影响中国的经济政策不确定性，但影响某一企业创新可能性较低。故选取美国经济政策不确定性(USEPU)作为工具变量，具体回归结果见表 3。第 1 阶段回归显示，美国与中国的政策不确定性正相关，符合理论逻辑；第 2 阶段回归显示，经济政策不确定性对企业创新的在 1%水平上显著，支持前文结论。

#### 3.2.2　替换被解释变量

以研发投入与营业收入的比值(Innovation1)和企业申请专利数量加 1 的自然对数(Patient)替代原被解释变量研发投入与企业资产总额的比值

**表 3　经济政策不确定性影响企业创新的工具变量检验结果**

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| | Innovation | EPU | Innovation |
| USEPU | | 2.212 6*** | |
| | | (90.01) | |
| EPU | 0.975 5*** | | 0.173 7*** |
| | (21.97) | | (6.66) |
| Size | −0.636 8*** | 0.379 5*** | −0.433 6*** |
| | (−26.04) | (45.31) | (−18.74) |
| Ppe | −0.000 2 | −0.005 0*** | −0.004 6** |
| | (−0.08) | (−6.57) | (−2.53) |
| Roe | 0.003 6*** | −0.003 7*** | 0.000 3 |
| | (2.71) | (−7.33) | (0.28) |
| Lev | 0.005 3*** | −0.003 1*** | 0.002 4* |
| | (3.67) | (−5.61) | (1.86) |
| CR | 0.006 7*** | −0.021 0*** | −0.003 0 |
| | (3.27) | (−27.57) | (−1.56) |
| Grow | 0.042 9*** | 0.016 8*** | −0.018 8** |
| | (3.75) | (4.28) | (−2.06) |
| Hhi | 0.218 3 | −0.174 8*** | −0.211 0 |
| | (1.51) | (−3.15) | (−1.62) |
| Property | 0.175 4 | 0.012 1*** | 0.105 7 |
| | (1.42) | (0.25) | (0.94) |
| 常数项 | 9.449 0*** | −13.176 0*** | 10.051 0*** |
| | (16.52) | (−32.64) | (10.87) |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 时间固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本数 | 12 195 | 12 195 | 12 195 |
| adj. $R^2$ | 0.116 4 | | 0.802 1 |
| Anderson canon. corr. LM (伪识别检验) | | | 5 619.288*** |
| Anderson-Rubin Wald test (弱工具变量稳健检验) | | | 8 101.154 [16.38] |
| Durbin-Wu-Hausman (内生性检验) | | | 15.25*** |

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著;圆括号内为 $t$ 值;方括号内为 stock-yogo 检验对应的 10%临界值。

(Innovation)进行稳健性检验,回归结果见表 4 列(1)、列(2)。列(1)被解释变量 Innovation1,此时 EPU 为 0.314 4,在 1%水平上显著;列(2)被解释变量Patient,此时 EPU 为 0.589 9,在 1%水平上显著,表明经济政策不确定性通过倒逼机制激发企业创新动力,不仅显著提升研发投入强度,还有效促进了专利产出和科技成果转化效率的提升,从而全面提升创新绩效和产业竞争力。

3.2.3　替换解释变量

替换经济政策不确定性的计算方法,采用加权平均法将月度数据转换为年度数据,具体以各月 GDP 占比为权重进行加权计算,确保年度数据能更准确地反映不同月份经济活动的实际影响,使转换结果更具代表性和可靠性,对数化得到新的经济政策不确定性(EPU1)。回归结果见表 4 列(3),EPU1

**表 4　替换被解释变量与解释变量的稳健性检验结果**

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| | Innovation1 | Patient | Innovation |
| EPU | 0.314 4*** | 0.589 9*** | |
| | (3.28) | (9.81) | |
| EPU1 | | | 1.038 4*** |
| | | | (21.97) |
| Size | 0.071 2* | 0.112 6*** | −0.636 8*** |
| | (1.66) | (3.20) | (−26.04) |
| Ppe | 0.004 3 | 0.000 3 | −0.000 2 |
| | (1.39) | (0.09) | (−0.08) |
| Roe | −0.033 8*** | −0.000 7 | 0.003 6*** |
| | (−16.64) | (−0.32) | (2.71) |
| Lev | −0.025 8*** | 0.009 0*** | 0.005 3*** |
| | (−11.52) | (3.98) | (3.67) |
| CR | −0.010 7*** | 0.006 5** | 0.006 7*** |
| | (−3.26) | (1.97) | (3.27) |
| Grow | −0.031 3* | −0.009 7 | 0.042 9*** |
| | (−1.82) | (−0.52) | (3.75) |
| Hhi | 0.009 4 | 0.403 5* | 0.218 3 |
| | (0.04) | (1.70) | (1.51) |
| Property | 0.213 7 | 0.091 3 | 0.175 4 |
| | (1.10) | (0.38) | (1.42) |
| 常数项 | 2.795 7*** | −3.415 3*** | 9.364 0*** |
| | (2.74) | (−4.15) | (16.33) |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 时间固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本数 | 11 345 | 2 236 | 12 195 |
| adj. $R^2$ | 0.066 3 | 0.220 3 | 0.116 4 |

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著;括号内为 $t$ 值。

为 1.038 4,在 1%水平上显著,支持前文结论,表明研究结果稳健性良好。

## 4　影响机制分析

上文验证经济政策不确定性对企业创新正向影响。那二者之间的作用机制是什么?此外,不同公司间治理水平也存在差异,这种差异会影响二者关系吗?基于前文分析,提出"经济政策不确定性→企业风险承担→企业创新"与"经济政策不确定性→会计稳健性→企业创新"两条经济政策不确定性影响企业创新路径。另外,以公司治理水平为调节变量,研究公司治理水平在经济政策不确定性影响企业创新路径中的调节作用。

### 4.1　企业风险承担水平的中介作用

根据假设 H2,经济政策不确定性能促使企业提高风险承担水平,来影响企业创新,对假设 H2 加以验证。现有研究常用股票回报波动或盈余波动来衡量企业的风险承担水平。由于中国股票市场发展尚不成熟,股价波动难以准确反映企业风险。因此,用企业盈余波动性指标衡量风险承担水平更为合理,能更好体现企业经营风险状况。参考 John

等[28]、余明桂等[29]的研究，采用式(2)、式(3)计算企业风险承担(Risk)。Roa 为企业息税前利润与企业资产总额的比值，Ebit 为息税前利润，Asset 为企业资产总额。首先，计算经行业和年度均值调整后的 Roa：

$$\text{adj_Roa}_{i,t}=\frac{\text{Ebit}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t}}-\frac{1}{X}\sum_{k=1}^{X}\frac{\text{Ebit}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t}} \tag{2}$$

其次，以 3 年为滚动窗口，计算各企业经调整后的 Roa 标准差，作为风险承担水平的代理变量，动态捕捉企业在不同时期的经营风险特征[26]：

$$\text{Risk}_{i,t}=\sqrt{\frac{1}{T-1}\sum_{t=1}^{T}\left(\text{adj_Roa}_{i,t}-\frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T}\text{adj_Roa}_{i,t}\right)^2} \tag{3}$$

参考温忠麟等[30]的研究，通过构建模型(4)与模型(5)来检验企业风险承担的中介效应。

$$\begin{aligned}\text{Risk}_{i,t}=&\beta_0+\beta_1\text{EPU}_{i,t}+\beta_2\text{Size}_{i,t}+\beta_3\text{Ppe}_{i,t}+\\&\beta_4\text{Roe}_{i,t}+\beta_5\text{Lev}_{i,t}+\beta_6\text{CR}_{i,t}+\\&\beta_7\text{Grow}_{i,t}+\beta_8\text{Hhi}_{i,t}+\beta_9\text{Property}_{i,t}+\\&\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned} \tag{4}$$

$$\begin{aligned}\text{Innovation}_{i,t}=&\gamma_0+\gamma_1\text{EPU}_{i,t}+\gamma_2\text{Risk}_{i,t}+\\&\gamma_3\text{Size}_{i,t}+\gamma_4\text{Ppe}_{i,t}+\gamma_5\text{Roe}_{i,t}+\\&\gamma_6\text{Lev}_{i,t}+\gamma_7\text{CR}_{i,t}+\gamma_8\text{Grow}_{i,t}+\\&\gamma_9\text{Hhi}_{i,t}+\gamma_{10}\text{Property}_{i,t}+\\&\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned} \tag{5}$$

式中：$\gamma_0$ 为常数项；$\gamma_1$～$\gamma_{10}$待估系数。

基于企业风险承担的中介效应检验结果见表 5，列(1)为模型(1)回归结果，列(2)为模型(4)回归结果，列(3)为模型(5)回归结果。从表 5 列(2)可知，经济政策不确定性对企业风险承担回归系数为 0.395 6，在 1%水平上显著；模型(4)回归结果显示，Risk 为 0.058 1 在 1%水平上显著，同时 EPU 为 0.952 5，在 1%水平上显著，表明在经济政策不确定性上升时，企业为寻求突破往往会增强风险承担意愿，将创新视为应对不确定性的关键策略，因而更加重视研发活动，主动增加创新投入，以提升核心竞争力和市场应变能力，即企业风险承担在经济政策不确定性与企业创新关系中存在部分中介效应，假设 H2 得到验证。

**表 5　基于企业风险承担的中介检验结果**

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| | Innovation | Risk | Innovation |
| Risk | | | 0.058 1*** |
| | | | (14.11) |
| EPU | 0.975 5*** | 0.395 6*** | 0.952 5*** |
| | (21.97) | (3.61) | (21.66) |
| Size | −0.636 8*** | −0.692 1*** | −0.596 6*** |
| | (−26.04) | (−11.47) | (−24.48) |
| Ppe | −0.000 2 | −0.021 6*** | 0.001 1 |
| | (−0.08) | (−4.41) | (0.55) |
| Roe | 0.003 6*** | −0.093 0*** | 0.009 0*** |
| | (2.71) | (−28.26) | (6.56) |
| Lev | 0.005 3*** | 0.018 4*** | 0.004 2*** |
| | (3.67) | (5.17) | (2.96) |
| CR | 0.006 7*** | −0.023 5*** | 0.008 1*** |
| | (3.27) | (−4.62) | (3.97) |
| Grow | 0.042 9*** | 0.152 5*** | 0.034 1*** |
| | (3.75) | (5.40) | (3.00) |
| Hhi | 0.218 3 | 0.472 7 | 0.190 9 |
| | (1.51) | (1.32) | (1.33) |
| Property | 0.175 4 | 0.507 6* | 0.145 9 |
| | (1.42) | (1.67) | (1.19) |
| 常数项 | 9.449 0*** | 17.365 0*** | 8.439 5*** |
| | (16.52) | (12.30) | (14.79) |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 时间固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本数 | 12195 | 12195 | 12195 |
| adj. $R^2$ | 0.116 4 | 0.125 6 | 0.134 6 |

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著；括号内为 $t$ 值。

## 4.2　会计稳健性的中介作用

根据假设 H3，经济政策不确定性能促使企业执行更加稳健的会计政策，来影响企业创新，因此对假设 H3 加以验证。采用 Khan 和 Watts[31]提出的 C-score 方法评价和衡量企业会计稳健性。

借鉴温忠麟等[32]的研究，通过构建模型(6)与模型(7)检验会计稳健性的中介效应。

$$\begin{aligned}C\text{-score}_{i,t}=&\beta_0+\beta_1\text{EPU}_{i,t}+\beta_2\text{Size}_{i,t}+\beta_3\text{Ppe}_{i,t}+\\&\beta_4\text{Roe}_{i,t}+\beta_5\text{Lev}_{i,t}+\beta_6\text{CR}_{i,t}+\beta_7\text{Grow}_{i,t}+\\&\beta_8\text{Hhi}_{i,t}+\beta_9\text{Property}_{i,t}+\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned} \tag{6}$$

$$\begin{aligned}\text{Innovation}_{i,t}=&\gamma_0+\gamma_1\text{EPU}_{i,t}+\gamma_2C\text{-score}_{i,t}+\\&\gamma_3\text{Size}_{i,t}+\gamma_4\text{Ppe}_{i,t}+\gamma_5\text{Roe}_{i,t}+\\&\gamma_6\text{Lev}_{i,t}+\gamma_7\text{CR}_{i,t}+\gamma_8\text{Grow}_{i,t}+\\&\gamma_9\text{Hhi}_{i,t}+\gamma_{10}\text{Property}_{i,t}+\\&\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned} \tag{7}$$

基于企业风险承担的中介效应检验结果见表 6，列(1)为模型(1)回归结果，列(2)为模型(6)回归结果，列(3)为模型(7)回归结果。从表 6 列(2)可知，经济政策不确定性对会计稳健性的系数为 0.208 8，在 1%水平上显著；模型(7)显示，会计稳健性系数为 0.112 6，在 10%水平上显著，且 EPU 为 0.952 0，在 1%水平上显著。这表明外部经济政策不确定性令企业采取更加稳健、谨慎的会计政策，而会计稳健性通过降低信息不对称和机会主义行为，有效缓解了代理问题和融资约束，为企业创新

提供了稳定的财务环境和资源保障,从而促进创新投入和长期发展,即会计稳健性在经济政策不确定性与企业关系中存在部分中介效应,假设 H3 得到验证。

### 4.3 公司治理水平的调节作用

公司治理水平对企业可持续发展具有重要意义。为全面综合衡量公司治理水平,参考周茜等[22]的研究,从激励、决策和监督 3 个维度,通过 KMO(Kaiser-Meyer-Olkin)检验、Bartlett 球形度检验后,利用主成分分析法提取第 1 大主成分,将其作为公司治理水平的评价指标,指标越大治理水平越高[26]。具体内容见表 7。

**表 6 基于会计稳健性的中介检验结果**

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| | Innovation | C-score | Innovation |
| C-score | | | 0.112 6* |
| | | | (1.66) |
| EPU | 0.975 5*** | 0.208 8*** | 0.952 0*** |
| | (21.97) | (31.03) | (20.43) |
| Size | −0.636 8*** | 0.003 7 | −0.637 3*** |
| | (−26.04) | (0.99) | (−26.06) |
| Ppe | −0.000 2 | −0.000 5* | −0.000 1 |
| | (−0.08) | (−1.67) | (−0.06) |
| Roe | 0.003 6*** | −0.000 4* | 0.003 6*** |
| | (2.71) | (−1.75) | (2.74) |
| Lev | 0.005 3*** | 0.000 0 | 0.005 3*** |
| | (3.67) | (0.05) | (3.67) |
| CR | 0.006 7*** | −0.000 5* | 0.006 8*** |
| | (3.27) | (−1.68) | (3.30) |
| Grow | 0.042 9*** | 0.001 9 | 0.042 7*** |
| | (3.75) | (1.07) | (3.73) |
| Hhi | 0.218 3 | 0.084 0*** | 0.208 9 |
| | (1.51) | (3.82) | (1.44) |
| Property | 0.175 4 | 0.023 5 | 0.172 8 |
| | (1.42) | (1.26) | (1.40) |
| 常数项 | 9.449 0*** | −1.211 1*** | 9.585 4*** |
| | (16.52) | (−13.97) | (16.59) |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 时间固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本数 | 12 195 | 12 195 | 12 195 |
| adj. $R^2$ | 0.116 4 | 0.318 5 | 0.116 6 |

注:*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著;括号内为 $t$ 值。

**表 7 公司治理水平评价指标**

| 度量 | 选用指标 |
|---|---|
| 公司治理中的激励机制 | 高管持股比例 |
| | 高管薪酬 |
| 股权结构的监督机制 | 机构持股比例 |
| | 股权制衡(第 2~5 大股东持股比例和/第 1 大股东持股比例) |
| 总经理的决策权力 | 董事长是否兼任总经理 |
| 董事会的监督作用 | 董事会规模 |
| | 独立董事比例 |

参考温忠麟等[32]的研究,构建有中介的调节模型(8)、模型(9)、模型(10),检验公司治理水平的调节作用。EPUScore 为经济政策不确定性与公司治理水平交互项。

$$\begin{aligned}\text{Innovation}_{i,t}=&\beta_0+\beta_1\text{EPU}_{i,t}+\beta_2\text{EPUScore}_{i,t}+\\&\beta_3\text{Score}_{i,t}+\beta_4\text{Size}_{i,t}+\beta_5\text{Ppe}_{i,t}+\\&\beta_6\text{Roe}_{i,t}+\beta_7\text{Lev}_{i,t}+\beta_8\text{CR}_{i,t}+\\&\beta_9\text{Grow}_{i,t}+\beta_{10}\text{Hhi}_{i,t}+\\&\beta_{11}\text{Property}_{i,t}+\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned}\tag{8}$$

$$\begin{aligned}\text{Risk}_{i,t}=&\beta_0+\beta_1\text{EPU}_{i,t}+\beta_2\text{EPUScore}_{i,t}+\\&\beta_3\text{Score}_{i,t}+\beta_4\text{Size}_{i,t}+\beta_5\text{Ppe}_{i,t}+\beta_6\text{Roe}_{i,t}+\\&\beta_7\text{Lev}_{i,t}+\beta_8\text{CR}_{i,t}+\beta_9\text{Grow}_{i,t}+\beta_{10}\text{Hhi}_{i,t}+\\&\beta_{11}\text{Property}_{i,t}+\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned}\tag{9}$$

$$\begin{aligned}\text{Innovation}_{i,t}=&\beta_0+\beta_1\text{EPU}_{i,t}+\beta_2\text{Risk}_{i,t}+\\&\beta_3\text{EPUScore}_{i,t}+\beta_4\text{Score}_{i,t}+\\&\beta_5\text{Size}_{i,t}+\beta_6\text{Ppe}_{i,t}+\beta_7\text{Roe}_{i,t}+\\&\beta_8\text{Lev}_{i,t}+\beta_9\text{CR}_{i,t}+\beta_{10}\text{Grow}_{i,t}+\\&\beta_{11}\text{Hhi}_{i,t}+\beta_{12}\text{Property}_{i,t}+\\&\mu_i+\varepsilon_{i,t}\end{aligned}\tag{10}$$

有中介的调节模型检验结果见表 8,列(1)、列(2)和列(3)分别为模型(8)、模型(9)和模型(10)的回归结果。列(1)回归结果显示,EPU 与 EPUScore 系数依次为 0.973 4、0.037 2,在 1%水平上显著,表明公司治理水平越高,经济政策不确定性对企业创新的正向影响越显著,假设 H4 得到验证;从列(2)可知,EPU 与 EPUScore 系数依次为 0.495 5、0.456 9,在 1%水平上显著,说明较高的公司治理水平,会提高经济政策不确定性对企业风险承担的影响;列(3)回归结果显示,EPU 与 Risk 依次为0.944 9、0.057 5,在 1%水平上显著,而 EPUScore 系数 0.010 9 没有通过 10%水平显著性检验,表明公司治理水平对经济政策不确定性与企业创新关系的调节作用,以企业风险承担为中介而得以实现,假设 5H 得到验证。

## 5 结论与建议

以 2009—2022 年中国沪深 A 股上市公司为例,从企业风险承担与会计稳健性作为中介变量、公司治理水平作为调节变量入手,考察经济政策不确定性与企业创新的关系,得出以下研究结论。

(1)经济政策不确定性与企业创新呈显著正相关,这种不确定性虽然带来挑战,但也蕴藏着发展机遇。为抢占市场先机,企业会主动加大研发投入,推动技术创新和产品升级,以增强核心竞争力。实证研究表明,在政策波动期,战略性创新投资往往能带来更高的长期回报,促使企业将不确定性转化为增长动力。

**表8　中介的调节模型检验结果**

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| | Innovation | Risk | Innovation |
| Risk | | | 0.057 5*** |
| | | | (13.87) |
| EPU | 0.973 4*** | 0.495 5*** | 0.944 9*** |
| | (21.77) | (4.52) | (21.32) |
| EPUScore | 0.037 2** | 0.456 9*** | 0.010 9 |
| | (2.18) | (10.90) | (0.64) |
| Score | −0.314 7*** | −2.727 7*** | −0.157 8 |
| | (−3.14) | (−11.09) | (−1.58) |
| Size | −0.642 9*** | −0.700 5*** | −0.602 6*** |
| | (−26.24) | (−11.65) | (−24.66) |
| Ppe | −0.000 2 | −0.021 1*** | 0.001 1 |
| | (−0.08) | (−4.34) | (0.54) |
| Roe | 0.003 5*** | −0.092 9*** | 0.008 8*** |
| | (2.60) | (−28.41) | (6.41) |
| Lev | 0.004 6*** | 0.013 8*** | 0.003 8*** |
| | (3.16) | (3.87) | (2.64) |
| CR | 0.007 6*** | −0.012 5** | 0.008 4*** |
| | (3.64) | (−2.42) | (4.02) |
| Grow | 0.041 7*** | 0.166 3*** | 0.032 1*** |
| | (3.63) | (5.91) | (2.82) |
| Hhi | 0.205 9 | 0.439 6 | 0.180 6 |
| | (1.42) | (1.24) | (1.26) |
| Property | 0.139 1 | 0.441 6 | 0.113 7 |
| | (1.12) | (1.45) | (0.93) |
| 常数项 | 9.591 5*** | 16.479 5*** | 8.643 5*** |
| | (16.59) | (11.62) | (15.00) |
| 企业固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 时间固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本数 | 12 195 | 12 195 | 12 195 |
| adj. $R^2$ | 0.118 0 | 0.136 9 | 0.135 5 |

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著；括号内为$t$值。

(2)验证了经济政策不确定性一方面会直接影响企业创新水平，另一方面通过企业风险承担水平和会计稳健性间接影响企业创新水平，即“经济政策不确定性→企业风险承担水平→企业创新”“经济政策不确定性→企业会计稳健性→企业创新”，有助于深化理解经济政策不确定性如何影响企业创新的内在机理。

(3)公司的治理水平越高，经济政策不确定性促进企业创新作用越显著。

综上，提出如下建议。

(1)虽然总体上经济政策不确定性对企业创新具有正向促进作用，但经济政策不确定性时，企业会面临融资困难和代理冲突加剧等问题，从而阻碍企业创新活动。因此，政府在制定货币政策、财政政策以及产业政策激励企业创新、推动经济发展时，为降低经济政策不确定性对企业的不利影响，政策制定需保持稳定性，需兼顾企业的适应能力，确保政策调整与企业需求相协调。

(2)在面对经济政策不确定时，企业应当在合理范围内积极承担风险，在风险可控的前提下，抓住经济政策不确定蕴含的“机遇”，以扩大其市场份额；同时企业应重视会计稳健性在创新活动中的作用。对于企业而言，会计稳健性不仅是会计信息质量要求，还是一项有效的公司内生性问题，可缓解企业融资约束和代理问题。

(3)面对外部环境的不确定性，企业应完善治理结构以提高治理水平，如制定合理的薪酬激励和股权激励政策，激励管理层更加努力工作；提高独立董事比例，弥补企业管理层在进行决策时某些专业知识、技术的不足。

## 参考文献


[1] 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(4)：115-129.

[2] 黄虹，卢佳豪，黄静. 经济政策不确定性对企业投资的影响：基于投资者情绪的中介效应[J]. 中国软科学，2021(4)：120-128.

[3] 席龙胜，张欣. 经济政策不确定性、高管激励与企业研发投入：基于沪深A股上市公司的平衡面板数据[J]. 河南师范大学学报(哲学社会科学版)，2021，48(3)：90-99.

[4] LI X M，BING Z，GAO R. Economic policy uncertainty shocks and stock-bond correlations：evidence from the US market[J]. Economics Letters，2015，132：91-96.

[5] HALL B H. The financing of research and development[J]. Oxford Review of Economic Policy，2002，18(1)：35-51.

[6] 顾群，王文文，李敏. 经济政策不确定性、机构投资者持股和企业研发投入：基于研发异质性视角[J]. 软科学，2020，34(2)：21-26.

[7] 孟庆斌，师倩. 宏观经济政策不确定性对企业研发的影响：理论与经验研究[J]. 世界经济，2017，40(9)：75-98.

[8] 杜江，刘诗园. 经济政策不确定性、金融发展与技术创新[J]. 经济问题探索，2020(12)：32-42.

[9] AGHION P，JARAVEL X. Knowledge spillovers，innovation and growth[J]. The Economic Journal，2015，125：533-573.

[10] 王菁华，茅宁. 经济政策不确定性影响企业风险承担吗？[J]. 华东经济管理，2019，33(8)：124-135.

[11] 薛龙. 经济政策不确定性与企业风险承担[J]. 财经论丛，2019(12)：55-65.

[12] BERNANKE B S. Irreversibility，uncertainty，and cyclical investment[J]. The Quarterly Journal of Economics，1983，98(1)：85-106.

[13] 刘志远，王存峰，彭涛，等. 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,2017,20(6):15-27.
[14] 张峰,刘曦苑,武立东,等. 产品创新还是服务转型:经济政策不确定性与制造业创新选择[J]. 中国工业经济,2019(7):101-118.
[15] HILARY G, HUI K W. Does religion matterin corporate decision making in America? [J]. Social Science Electronic Publishing, 2009(3): 455-473.
[16] GARCÍA-GRANERO A, LLOPIS Ó, FERNÁNDEZ-MESACD A, et al. Unraveling the link between managerial risk-taking and innovation: the mediating role of a risk-taking climate[J]. Journal of Business Research, 2015, 68(5): 1094-1104.
[17] 饶品贵,姜国华. 货币政策波动、银行信贷与会计稳健性[J]. 金融研究,2011(3):51-71.
[18] WATTS R L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications [J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3): 207-221.
[19] 张金鑫,王逸. 会计稳健性与公司融资约束:基于两类稳健性视角的研究[J]. 会计研究,2013(9):44-50.
[20] 梁上坤,陈冬,付彬,等. 独立董事网络中心度与会计稳健性[J]. 会计研究,2018(9):39-46.
[21] 肖振红,谭玫瑰,邢泽宇. 会计稳健性对企业研发投资的影响研究[J]. 科学学研究,2019,37(7):1258-1267.
[22] 周茜,许晓芳,陆正飞. 去杠杆,究竟谁更积极与稳妥?[J]. 管理世界,2020,36(8):127-148.
[23] 郑晓倩. 董事会特征与企业风险承担实证研究[J]. 金融经济学研究,2015,30(3):107-118.
[24] 张瑞君,李小荣,许年行. 货币薪酬能激励高管承担风险吗[J]. 经济理论与经济管理,2013(8):84-100.
[25] 卜君,孙光国. 董事与经理兼任对企业风险承担水平的影响:基于高管激励的视角[J]. 改革,2020(10):141-157.
[26] 杨洁,马从文. 金融科技对企业避税的影响及作用机制研究[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2022(2):97-113.
[27] BAKER S, BLOOM N, DAVIS S, et al. A measure of economic policy uncertainty for China[Z]. Chicago: University of Chicago Working Paper, 2013.
[28] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4): 1679-1728.
[29] 余明桂,李文贵,潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究,2013(1):149-163.
[30] 温忠麟. 张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5):614-620.
[31] KHAN M, WATTS R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48 (2/3): 132-150.
[32] 温忠麟,张雷,侯杰泰. 有中介的调节变量和有调节的中介变量[J]. 心理学报,2006(3):448-452.

# Does Economic Policy Uncertainty Promote Firm Innovation? A Mediated Regulation Model

CHEN Yuanyuan[1], CHEN Feng[2], YANG Jie[3]

(1. School of Food and Culinary Technology, Hunan Chemical Vocational Technology College, Zhuzhou 412000, China;
2. School of Statistics amd Data Science, Xi'an University of Finance and Economics, Xi'an 710100, China;
3. School of Economics and Management, Hunan University of Technology, Zhuzhou 412007, China)

**Abstract**: Empirically examines how economic policy uncertainty (EPU) influences corporate innovation behavior, using a sample of China's A-share listed companies from 2009 to 2022. Further the underlying mechanisms and investigates the moderating role was explored of corporate governance quality in shaping the relationship between EPU and innovation. The findings reveal that EPU significantly promotes corporate innovation. Corporate risk-taking and accounting conservatism partially mediate the relationship between EPU and innovation. Corporate governance moderates the EPU-innovation relationship, with this effect being realized through the mediating role of risk-taking.

**Keywords**: economic policy uncertainty; enterprise innovation; enterprise risk taking level; accounting conservatism; corporate governance level