doi:10.20270/j.cnki.1674-117X.2025.3010

经济政策不确定性、多元化程度与企业风险承担

范晓阳，庞梦妮，范定祥

（湖南工业大学 经济与管理学院，湖南 株洲 412007）

摘　要：以 2003—2023 年沪深 A 股上市企业为研究样本构建面板数据模型，实证考察经济政策不确定性对企业风险承担的影响以及多元化程度的调节作用。结果表明，经济政策不确定性的上升显著抑制了企业风险承担水平，且这一影响在小规模、低成长性企业中表现更为显著；企业多元化程度的提高能够有效缓解经济政策不确定性对企业风险承担的负面影响，尤其是收入结构的多元化表现出更为显著的调节作用。基于此，建议政府着力提升经济政策的稳定性与透明度，以减轻经济政策不确定性对企业经营的负面影响；企业也应积极优化多元化战略，提高对外部环境波动的适应能力。

关键词：经济政策不确定性；多元化程度；企业风险承担

中图分类号：F272.3；F273.1　　**文献标志码**：A　　**文章编号**：1674-117X(2025)03-0074-10

Economic Policy Uncertainty, Degree of Corporate Diversification, and Corporate Risk-Taking

FAN Xiaoyang, PANG Mengni, FAN Dingxiang

（College of Economics and Management, Hunan University of Technology, Zhuzhou 412007, China）

Abstract: Using listed companies in the Shanghai and Shenzhen A-share markets from 2003 to 2023, this study constructs a panel data model to empirically examine the impact of economic policy uncertainty (EPU) on corporate risk-taking, as well as the moderating effect of corporate diversification. The results show that an increase in economic policy uncertainty significantly suppresses corporate risk-taking. This effect is more pronounced in small-scale and low-growth companies. Further analysis reveals that a higher degree of corporate diversification can effectively mitigate the adverse impact of economic policy uncertainty on risk-taking, especially through the diversification of revenue structure, which exhibits a more significant moderating effect. Based on these findings, it is recommended that the government enhance the stability and transparency of economic policies to reduce the negative impact of policy uncertainty on business operations, while enterprises should proactively optimize their diversification strategies to improve adaptability to external environmental fluctuations.

Keywords: economic policy uncertainty; degree of diversification; corporate risk-taking

收稿日期：2025-01-20

基金项目：湖南省社会科学成果评审委员会基金项目“高质量发展视角下湖南生物医药产业创新韧性的测度与提升研究”（XSP2023JJC022）

作者简介：范晓阳，男，湖南茶陵人，湖南工业大学教授，硕士生导师，研究方向为会计理论。

近年来，国际经济和政治局势动荡加剧，全球经济波动陡增，由此引发了各国经济政策的不确定性攀升。经济政策不确定性反映了政府经济政策变动的不可预测性，它可能导致企业难以把控未来形势[1]，从而影响其基于预期收益而愿意承担的风险水平或付出的代价程度。

企业在应对经济政策不确定性时表现出复杂多样的策略反应。经济政策不确定性的上升不仅会影响企业投资行为、抑制其研发和创新[2-3]，还可能促使企业推迟退出决策、提升短债长用水平、增加非生产性支出、调整关联交易结构[4-7]。企业风险承担能表征企业应对外部冲击时的战略反应与价值导向[8]。已有文献主要探讨了风险承担水平的度量和影响因素，认为宏观制度与政策环境、企业特征和内部治理、管理层的个体特征等均会对其风险倾向产生重要影响[9-13]。

关于经济不确定性和企业风险承担的关系，一些学者考察了经济政策不确定性对企业风险承担的直接影响[14]，分析了企业内部道德风险加剧（如管理层自利行为、大股东掏空）和外部融资环境恶化（融资成本上升、融资可获得性下降）等所起的中介效应[15]，并关注了内部控制[14]、股权集中度[16]等变量的调节功能。但已有研究较少考虑企业内部的战略性选择对两者关系产生的影响。事实上，多元化战略已成为企业应对外部不确定性、分散经营风险的重要战略工具。相关研究表明，一方面，多元化战略有助于分散市场风险，降低对单一行业的依赖，其通过提升资源协同效率和拓展内部资本市场，增强企业在不确定性环境下的适应能力，从而在一定程度上削弱经济政策不确定性对企业投资的抑制作用[17-19]；另一方面，多元化战略也可能因为信息不透明度上升、代理问题加剧而显著增加企业股价崩盘风险[20]。总体看来，现有文献较全面地探讨了多元化战略在企业绩效或财务稳定性方面的多维影响路径，而关于企业通过多元化战略来缓解经济政策不确定性的负面影响，尚缺乏系统性的理论框架和实证支持。

为此，本文拟在相关研究的基础上实证检验经济政策不确定性对企业风险承担的影响，并进一步剖析多元化程度对两者关系的调节效应，以期为企业缓解经济政策不确定性带来的不利影响提供理论参考。

一、理论分析与研究假设

（一）经济政策不确定性与企业风险承担

通常，在国内外经济政治环境趋于严峻时，政府会依据其经济职能，通过出台一系列宏观调控政策来应对外部挑战。然而，政策制定过程中信息披露不完全、政策目标多变、实施路径不明等情况，也会导致经济政策不确定性加剧[1]，进而提高企业面临的外部风险水平，并影响企业风险承担。企业风险承担反映了企业在决策过程中愿意接受的风险水平，以及在追求潜在收益时愿意承担的不确定性程度。经济政策不确定性对企业风险承担的影响主要体现在宏观和微观两个层面。从宏观层面看，经济政策不确定性加剧了宏观经济和金融市场波动[21]，对企业外部经营环境产生负面冲击，抑制企业风险承担意愿。此时，投资者和金融机构的风险偏好普遍下降，市场“避险”情绪上升，从而导致企业外部融资环境恶化、企业融资成本上升、融资可获得性下降，也即加剧了企业的融资约束[22]，抑制了高风险投资行为，降低了整体风险承担水平。从微观层面看，经济政策不确定性会增加企业未来经营环境的不确定性，使企业面临更高的现金流波动风险和现金流动性不足的挑战。为应对潜在风险，企业通常将采取更为保守的经营策略，如提高现金持有水平、减少研发投入等[23-24]。这些行为反映出企业在外部不确定性加剧时，主动降低风险暴露和风险承担的意愿。与传统研究将投资等财务行为作为应对外部不确定性的外显反应不同，本文将企业风险承担视为面对外部不确定性的一种内隐性战略响应，体现了企业通过内部战略调整主动管理风险的能力。基于上述分析，本文提出假设1。

假设1：经济政策不确定性的增加会降低企业风险承担水平。

（二）多元化程度的调节作用

在经济政策不确定性上升的背景下，企业多元化程度可能在“经济政策不确定性—风险承担”路径中发挥关键的调节作用。一方面，多元化经营形成的内部资本市场可以缓解外部融资约束。当经济政策不确定性导致外部融资环境恶化时，多元化经营企业可以通过内部资金在子公司或业务板块间的调配，支持受冲击业务的运转与投资，

从而在一定程度上维持其风险承担水平 [25-28]。另一方面，从交易成本理论和组织韧性视角看，企业通过内部多元化经营活动，能够降低对外部市场的依赖，从而减少制度摩擦与交易成本，缓解外部不确定性带来的冲击。同时，由于不同业务板块之间的现金流通常不具同步性，一些板块在遭受冲击时，其他板块可能仍保持稳定收益，通过“错位补偿”，形成企业内部的风险对冲体系。因此，借助多元化布局，企业可实现资源的内部调剂与风险均衡，从而缓解经济政策不确定时局部业务下行对整体财务稳定性的冲击，降低流动性风险与违约概率，提升组织韧性与抗压能力。鉴于企业风险承担作为战略性内隐反应，不仅受外部制度压力影响，也依赖于内部资源弹性和应变能力，本文提出假设 2。

假设 2：企业多元化程度的提高能够正向调节经济政策不确定性对企业风险承担的影响。

二、研究设计

（一）样本选取和数据来源

本文选取 2003—2023 年沪深 A 股上市企业数据为研究样本，并剔除了金融类企业、ST 企业及在一年内被标记为 ST 或 PT 的企业。为确保数据的稳健性，将解释变量、调节变量及各控制变量均进行了滞后一期处理，以减少短期波动和潜在内生性问题。此外，对所有数据执行 1% 分位缩尾处理，以减少极端值的干扰。经过筛选，最终得到 4195 家企业共 37 255 个有效观测值。本研究的所有企业数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库。

（二）变量选取及定义

1. 解释变量：经济政策不确定性（*CNEPU*）

本研究采用 Baker 等 [1] 构建的经济政策不确定性指数（*CNEPU*）作为衡量经济政策稳定性和变化风险的指标，该指数基于新闻报道中的关键词搜索，能够客观量化经济政策不确定性，并有效捕捉其时变特性，提高实证分析的准确性与可靠性。其值越大，表示经济政策环境的不确定性越高。鉴于本研究使用的企业风险承担数据为年度数据，为保证时间维度的一致性，对月度经济政策不确定性指数进一步取算术平均值，即转换为年度经济政策不确定性指数（并缩小至 1% 以保证数据量级的一致性）。

2. 被解释变量：企业风险承担（*RISK*）

企业风险承担（*RISK*）主要衡量企业在经营决策中愿意接受的风险水平，以及在追求潜在收益时承担的不确定性程度。本文借鉴周彬蕊等 [9] 的研究，以 3 年期滚动计算并经行业均值调整后的资产收益率（*ROA*）的波动性作为衡量企业风险承担（*RISK*）的指标。具体计算方法如下：

首先，提取每家上市企业在分析年度内的 *ROA*。其次，对 *ROA* 进行行业均值调整，以剔除行业因素的系统性影响。最后，采用滚动窗口法计算经行业均值调整后的 3 年期 *ROA* 标准差，作为企业风险承担的衡量值，记作 $RISK_1$。计算公式如下：

$$ROA=\frac{EBIT}{ASSETS}, \tag{1}$$

$$Adj\_ROA_{i,t}=\frac{EBIT_{i,t}}{ASSETS_{i,t}}-\frac{1}{X_t}\sum_{k=1}^{X}\frac{EBIT_{i,t}}{ASSETS_{i,t}}, \tag{2}$$

$$RISK_1=\sqrt{\frac{1}{N-1}\sum_{t=1}^{N}\left(Adj\_ROA_{i,t}-\frac{1}{N}\sum_{t=1}^{N}Adj\_ROA_{i,t}\right)^2}\Bigg|N,\ N=3。 \tag{3}$$

式中：*EBIT* 表示息税前利润；*ASSETS* 表示企业总资产；*N* 表示计算期间的年数；$Adj\_ROA_{i,t}$ 表示企业 *i* 在 *t* 年的调整后资产收益率。$RISK_1$ 数值越大，即企业的 *ROA* 偏离行业均值的程度越高，表明企业盈余波动性越强、企业风险承担水平越高。

为提高研究结果的稳健性，本文进一步引入 $RISK_2$ 作为稳健性检验指标。$RISK_2$ 采用 3 年期 *ROA* 的极差来衡量企业在 3 年期内的收益波动幅度，具体计算公式如下：

$$RISK_2=(Adj\_ROA_{i,t})_{\max}-(Adj\_ROA_{i,t})_{\min}。 \tag{4}$$

式中：$(Adj\_ROA_{i,t})_{\max}$ 和 $(Adj\_ROA_{i,t})_{\min}$ 分别表示企业 *i* 在 *t* 年的 *ROA* 最大值和最小值。

3. 调节变量：多元化程度（*DIV*）

借鉴杨兴全等 [20] 的研究，从 4 个维度衡量多元化程度（*DIV*），具体衡量维度及计算方法见表 1。

4. 控制变量

为确保研究结果的可靠性和稳健性，减少可能的遗漏变量误差，本研究借鉴何瑛 [13] 的研究，选取以下控制变量：现金流比率（*CF*）、企业有形资产比（*TANG*）、企业投资（*INST*）、企业规模（*SIZE*）企业上市时长（*AGE*）、净资产收益率

表 1　多元化程度的 4 个衡量维度及计算方法

符号	定义	计算方法 / 结果衡量	结果值
DIV-dum	多元化倾向指标	若企业同时经营两个及以上不同行业，则赋值为 1，反之为 0，识别是否多元化	哑变量，0 或 1
DIV-num	多元化经营行业个数	企业经营的行业种类个数，衡量多元化的广度	
DIV-entro	收入熵	*DIV-entro*= $\sum S_i \times \ln(1/S_i)$，其中 S_i 定义与赫芬达尔指数中的定义一致，衡量收入结构的多元化程度；*DIV-entro* 值越大，表示多元化程度越高	正值
DIV-hhi	赫芬达尔指数	*DIV-hhi*= $\sum S_i^2$，其中 S_i 表示企业第 i 类主营业务收入占总收入的比例，衡量企业收入集中度；*DIV-hhi* 为负向指标，其值越小，表示多元化程度越高	1/n~1（产业内的企业数）

（*ROE*）、托宾 Q 值（*TQ*）、资产负债率（*LEV*）、营业收入增长率（*Growth*）、管理层持股比例（*Mshare*）、总资产周转率（*TAT*）、第一大股东持股比例（*TOP*1）。

5. 虚拟变量

为控制行业和时间因素的影响，本研究引入行业虚拟变量（*IND*）和年份虚拟变量（*YEAR*），以剔除行业和时间层面对企业风险承担的干扰。

本文选取的主要变量及说明见表 2。

表 2　主要变量及说明

变量类型	变量名称	变量符号	说明
解释变量	经济政策不确定性	*CNEPU*	衡量经济政策环境的不确定性和不可预测性，其值越大，表示经济政策环境的不确定性越高
被解释变量	风险承担水平（标准差法）	$RISK_1$	采用 *ROA* 标准差衡量企业风险承担水平，其值越大，表示企业风险承担水平越高
	风险承担水平（极差法）	$RISK_2$	采用 *ROA* 极差衡量企业风险承担水平，其值越大，表示企业风险承担水平越高
控制变量	现金流比率	*CF*	企业经营活动产生的现金流量与总资产的比值，反映企业现金流流动性和偿债能力
	企业有形资产比	*TANG*	企业有形资产占总资产的比例
	企业投资	*INST*	企业投资规模
	企业规模	*SIZE*	企业的规模，反映企业的整体体量
	企业上市时长	*AGE*	ln(1+ 企业上市年限)
	净资产收益率	*ROE*	净利润与净资产的比值，衡量企业盈利能力
	托宾 Q 值	*TQ*	企业市场价值与资产重置成本的比值，反映企业的投资潜力和财务杠杆水平
	资产负债率	*LEV*	总负债与总资产的比值，反映企业财务杠杆水平
	营业收入增长率	*Growth*	企业营业收入的增长率，反映企业成长性
	管理层持股比例	*Mshare*	企业高管团队（包括董事、监事和高级管理人员）实际持有的公司股份占总股本的比例，反映管理层激励与股东利益的绑定程度
	总资产周转率	*TAT*	企业总收入与总资产的比值，衡量企业资产周转效率
	第一大股东持股比例	*TOP*1	第一大股东持股占总股本的比例，反映股权集中度
虚拟变量	行业虚拟变量	*IND*	控制行业效应
	年份虚拟变量	*YEAR*	控制年度效应

（三）模型构建

为验证假设 1，本研究构建如下面板回归模型：

$$RISK_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CNEPU + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + v_i + \varepsilon_{i,t}。\quad (5)$$

式中：核心解释变量 *CNEPU* 为处理后的年度经济政策不确定性指数；被解释变量 $RISK_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的风险承担水平；$Controls_{i,t}$ 表示控制变量；α_0 为截距项，表示当所有解释变量为 0 时企业的基准风险承担水平；α_1 为经济政策不确定性（*CNEPU*）对企业风险承担的边际影响系数；α_2 为控制变量组的系数向量，对应多个控制变量的边际影响；v_i 为企业个体效应；$\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。若 α_1 显著小于 0，则说明 *CNEPU* 与企业风险承担水平呈负相关关系，从而验证假设 1，即经济政策不确定性的增加会显著降低企业风险承担水平。

为验证假设 2，本研究构建如下回归模型：

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CNEPU + \beta_2 CNEPU \times DIV_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + v_i + \varepsilon_{i,t}。\quad (6)$$

模型（6）在模型（5）的基础上引入多元化与

经济政策不确定性的交互项（$CNEPU \times DIV_{i,t}$），β_2 为交互项的回归系数，用于衡量多元化程度对经济政策不确定性与风险承担关系的调节效应。对于正向指标 *DIV-dum*、*DIV-num*、*DIV-entro*，若 β_1 显著小于 0，且 β_2 显著大于 0，则假设 2 得到验证；而对于负向指标 *DIV-hhi*，若 β_1 显著小于 0，且 β_2 显著小于 0，则同样验证假设 2，即企业多元化程度的提高能正向调节经济政策不确定性对企业风险承担的影响。

三、结果与分析

（一）描述性统计

表 3 为主要变量的描述性统计结果。由表 3 可知，*CNEPU* 的均值为 1.396，标准差为 0.249，最大值为 1.852，最小值为 0.760，表明样本研究期间经济政策不确定性存在明显波动，企业在不同年份面临的政策环境差异较大。$RISK_1$ 的均值为 0.031，$RISK_2$ 的均值为 0.058，表明样本企业的整体风险承担水平较低；这两个变量的最大值与 P50（中位数）的差距较大，表明企业间风险承担水平存在显著差异。在多元化指标方面，*DIV-dum* 的均值为 0.636，表明约 63.6% 的企业采取了多元化发展战略，这与中国上市公司普遍追求“做大做强”的发展趋势相符。*DIV-num* 的均值为 1.551，最大值为 6.000，说明企业平均跨越约 1.5 个行业，但部分企业涉足多个行业，业务布局更加分散。*DIV-entro* 的均值为 0.380，最大值为 1.577，表明企业在收入结构上集中度较高，多数企业的收入仍然依赖于少数核心业务。*DIV-hhi* 的均值为 0.787，且中位数达到 0.909，说明大多数企业的收入集中度较高，多元化程度相对较低；其最小值为 0.241，表明样本中亦存在部分收入结构较为分散、实施高多元化战略的企业；其标准差为 0.241，说明不同企业间的多元化水平存在较大差异。整体来看，样本企业在经济政策不确定性、风险承担水平和多元化程度方面表现出显著差异，控制变量的统计结果也显示出企业经营特征的多样性。

表 3　主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P50	最大值
CNEPU	37 255	1.396	0.249	0.760	1.409	1.852
$RISK_1$	37 255	0.031	0.037	0.000	0.019	0.389
$RISK_2$	37 255	0.058	0.068	0.000	0.037	0.750
DIV-dum	37 255	0.636	0.481	0.000	1.000	1.000
DIV-num	37 255	1.551	0.787	1.000	1.000	6.000
DIV-entro	37 255	0.380	0.432	0.000	0.203	1.577
DIV-hhi	37 255	0.787	0.241	0.241	0.909	1.000
CF	37 255	0.049	0.069	−0.232	0.048	0.283
TANG	37 255	0.226	0.164	0.002	0.195	0.806
INST	37 255	0.449	0.239	0.001	0.470	0.940
SIZE	37 255	22.229	1.284	19.333	22.044	26.440
AGE	37 255	2.894	0.367	1.386	2.944	3.638
ROE	37 255	0.056	0.140	−1.342	0.066	0.446
TQ	37 255	1.984	1.317	0.789	1.562	16.650
LEV	37 255	0.445	0.201	0.027	0.444	0.990
Growth	37 255	0.158	0.393	−0.737	0.010	3.808
Mshare	37 255	10.710	17.460	0.000	0.168	70.600
TAT	37 255	0.660	0.456	0.055	0.554	3.138
*TOP*1	37 255	0.339	0.149	0.076	0.314	0.758

（二）相关性分析

在回归分析前，本研究使用 Pearson 相关性检验测算模型中各变量间的关系，结果见表 4。由表 4 可知，各变量之间的相关系数基本通过显著性检验。经济政策不确定指数与企业风险承担的相关系数为 −0.011，且通过了 10% 的显著性检验，表明经济政策不确定指数与企业风险承担之间存在一定的负相关关系，即经济政策不确定性程度越高，企业风险承担水平就越低，初步验证假设 1 成立。

（三）回归结果分析

表 5 为经济政策不确定性与企业风险承担回归结果。由表 5 可知，*CNEPU* 系数为负且在 1% 水平上显著，表明经济政策不确定性的上升显著降低了企业风险承担水平。在列（2）引入更多控制变量后，*CNEPU* 的负向效应增强，说明在控制了企业特征后，经济政策不确定性对企业风险承担的抑制作用更为显著。从控制变量的回归结果来看，*CF* 在 1% 水平上显著，表明企业现金流越充裕，其风险承担水平越高。*TANG* 在 5% 水平上显著，表明企业可依赖的固定资产越多，可能更倾向于保守决策，其风险承担意愿越低。*SIZE* 在 1% 水平上显著，说明企业规模越大，其风险承担水平越低，这可能是因为大企业通常拥有更多资源、更完善的管理体系和更强的抗风险能力，因此它们在面对不确定性时更稳健，承担的风险较小。*AGE* 在 1% 水平上显著，表明企业上市时间越长，其风险承担水平越高，说明成熟企业更有经验和

表 4　相关性检验结果

变量	(1) $RISK_1$	(2) *CNEPU*	(3) *CF*	(4) *TANG*	(5) *INST*	(6) *SIZE*	(7) *AGE*	(8) *ROE*	(9) *TQ*	(10) *LEV*	(11) *Growth*	(12) *Mshare*	(13) *TAT*	(14) *TOP*1
*RISK*1	1.000													
CNEPU	−0.011*	1.000												
CF	−0.059***	−0.029***	1.000											
TANG	−0.055***	−0.150***	0.248***	1.000										
INST	−0.150***	−0.147***	0.133***	0.183***	1.000									
SIZE	−0.148***	0.153***	0.048***	0.027***	0.368***	1.000								
AGE	0.036***	0.373***	−0.023***	−0.125***	−0.097***	0.227***	1.000							
ROE	−0.328***	−0.035***	0.318***	−0.035***	0.185***	0.132***	−0.065***	1.000						
TQ	0.098***	0.091***	0.105*	−0.123***	−0.068***	−0.335***	0.034***	0.119***	1.000					
LEV	−0.031***	−0.053***	−0.159***	0.060***	0.211***	0.439***	0.068***	−0.144***	−0.294***	1.000				
Growth	−0.035***	−0.089***	0.035***	−0.032***	0.066***	0.045***	−0.085***	0.261***	0.051***	0.056***	1.000			
Mshare	0.033***	0.137***	−0.004	−0.174***	−0.642***	−0.235***	−0.060***	0.039***	0.083***	−0.286***	0.036***	1.000		
TAT	−0.052***	−0.052***	0.136***	0.005	0.133***	0.038***	−0.058***	0.201***	−0.009*	0.157***	0.140***	−0.064***	1.000	
*TOP*1	−0.145***	−0.118***	0.089***	0.123***	0.531***	0.169***	−0.189***	0.139***	−0.120***	0.069***	0.028***	−0.125***	0.085***	1.000

注：*p<0.10，**p<0.05，***p<0.01，下同。

表 5　经济政策不确定性与企业风险承担回归结果

变量	(1)$RISK_1$	(2)$RISK_1$
CNEPU	−0.0037***(0.0009)	−0.0102***(0.0010)
CF		0.0132***(0.0038)
TANG		−0.0074**(0.0032)
INST		−0.0016(0.0030)
SIZE		−0.0024***(0.0008)
AGE		0.0078***(0.0020)
ROE		−0.0741***(0.0034)
TQ		0.0008***(0.0002)
LEV		0.0048(0.0030)
Growth		0.0006(0.0007)
Mshare		−0.0003***(0.0000)
TAT		0.0035***(0.0013)
*TOP*1		−0.0290***(0.0041)
Constant	0.0356***(0.0012)	0.0891***(0.0126)
企业固定效应	控制	控制
样本量	31 190	31 190
R^2	0.3680	0.4260

注：括号内为 t 值，下同。

能力来承担风险。*ROE* 在 1% 水平上显著，表明企业盈利能力越强，其风险承担水平反而越低，这可能是因为高盈利企业更倾向于稳健经营，以避免风险带来的收益波动。*TQ* 在 1% 水平上正向显著，说明 *TQ* 与企业风险承担之间呈正相关，这意味着如果企业被市场看好，有更多的投资机会和成长预期，会促使企业采取更积极的风险策略，增加风险承担以追求更高收益。*Mshare* 在 1% 水平上显著，表明管理层持股越高，企业风险承担水平越低，说明管理层为保住自身利益，趋向于保守决策。*TAT* 在 1% 水平上显著，反映了资产周转效率越高，企业风险承担水平也越高，表明运营效率提升可能鼓励企业承担更多风险。*TOP*1 在 1% 水平上显著，说明第一大股东持股越高，企业风险承担水平越低，反映大股东倾向于稳健经营，减少风险暴露。相比之下，*INST*、*LEV*、*Growth* 对风险承担的影响均不显著，表明在样本企业中，企业投资规模、企业负债水平、企业营业收入的增长率等均未对其风险承担产生显著影响。

（四）稳健性检验

为确保研究结论的稳健性，本文通过替换变量测度、调整样本范围等方法进行稳健性检验。

（1）替换被解释变量。为避免代理变量误差，拟采用 3 年期 *ROA* 的极差作为稳健性检验指标，记为 $RISK_2$，回归结果见表 6 中列（1）。由表 6 可知，$RISK_2$ 与 *CNEPU* 呈负相关，显著性水平为 1%，系数为 −0.0186。

（2）替换核心解释变量。借鉴李凤羽等 [29] 的研究方法，使用每季度最后一个月的经济政策不确定性指数作为该季度的经济政策不确定性衡量指标，并对 4 个季度的经济政策不确定性指数取算术平均值后缩小至 1%，以保证数据量级一致，记为 $CNEPU_2$，回归结果见表 6 列（2）。由表可

表 6 稳健性检验结果

变量	(1) $RISK_2$	(2) $RISK_1$	(3) $RISK_1$	(4) $RISK_1$
CNEPU	−0.0186***(0.0019)		−0.0114***(0.0012)	−0.0110***(0.0011)
$CNEPU_2$		−0.0090***(0.0010)		
CF	0.0249***(0.0071)	0.0133***(0.0038)	0.0148***(0.0041)	0.0119***(0.0044)
TANG	−0.0138**(0.0060)	−0.0073**(0.0032)	−0.0086**(0.0037)	−0.0086**(0.0035)
INST	−0.0028(0.0056)	−0.0015(0.0030)	−0.0008(0.0035)	−0.0018(0.0034)
SIZE	−0.0049***(0.0014)	−0.0024***(0.0008)	−0.0015(0.0009)	−0.0018**(0.0008)
AGE	0.0150***(0.0037)	0.0074***(0.0020)	0.0120***(0.0023)	0.0087***(0.0022)
ROE	−0.1380***(0.0064)	−0.0741***(0.0034)	−0.0732***(0.0036)	−0.0740***(0.0039)
TQ	0.0014***(0.0005)	0.0007***(0.0002)	0.0006**(0.0003)	0.0007***(0.0003)
LEV	0.0102*(0.0056)	0.0049(0.0030)	0.0074**(0.0035)	0.0011(0.0034)
Growth	0.0010(0.0013)	0.0006(0.0007)	−0.0001(0.0008)	0.0004(0.0008)
Mshare	−0.0006***(0.0001)	−0.0003***(0.0000)	−0.0003***(0.0000)	−0.0003***(0.0001)
TAT	0.0068***(0.0025)	0.0060***(0.0013)	0.0046***(0.0015)	0.0053***(0.0016)
*TOP*1	−0.0546***(0.0077)	−0.0294***(0.0041)	−0.0312***(0.0050)	−0.0302***(0.0045)
Constant	0.1750***(0.0235)	0.0894***(0.0126)	0.0562***(0.0148)	0.0763***(0.0141)
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	31 190	31 190	27 333	25 059
R^2	0.4280	0.4260	0.4610	0.4240

知，$RISK_1$ 与 $CNEPU_2$ 呈负相关，显著性水平为 1%，系数为 −0.0090。

（3）剔除异常样本。为控制 2008 年国际金融危机的冲击，并考虑其后效性特征，本研究剔除 2010 年前的研究样本，回归结果见表 6 列（3）。由表可知，$RISK_1$ 与 *CNEPU* 仍呈负相关，显著性水平为 1%，系数为 −0.0114。

（4）剔除直辖市样本。由于直辖市经济政策响应时间和落实程度较其他地区更为灵敏，可能影响估计结果，本研究剔除直辖市样本后重新进行回归，结果见表 6 列（4）。由表可知，$RISK_1$ 与 *CNEPU* 仍呈负相关，显著性水平为 1%，系数为 −0.0110。

（五）异质性分析

为检验经济政策不确定性对企业风险承担的异质性影响，本研究以企业规模和成长性变量的中位数为界，将样本划分为大规模企业与小规模企业、高成长性企业与低成长性企业，并将样本按企业规模和成长性进行分组回归，结果见表 7。由表 7 可知，在企业规模异质性回归中，大规模企业的 *CNEPU* 相关系数为 −0.0060，小规模企业的相关系数为 −0.0153，均在 1% 水平上负向显著。这表明，经济政策不确定性对企业风险承担的影响存在企业规模异质性，且该负向作用在小规模企业中更为显著。在企业成长性异质性回归中，高成长性企业的 *CNEPU* 相关性系数为 −0.0062，低成长性企业的相关性系数为 −0.0124，均在 1% 水平上负向显著。这说明，经济政策不确定性对企业风险承担的影响存在企业成长性异质性，且该负向作用在低成长性企业中更为明显。总体而言，经济政策不确定性对企业风险承担的影响具有显著的企业规模和成长性异质性，小规模和低成长性企业的风险承担水平受经济政策不确定性的负面影响更大。

（六）作用机制分析——多元化程度调节效应

表 8 为多元化程度调节效应回归结果。由表 8 可知，经济政策不确定性显著抑制了企业风险承担，且在所有模型中均在 1% 水平上显著。随着多元化调节项的引入，*CNEPU* 的负向效应有所减弱，表明多元化程度确实在一定程度上缓解了经济政策不确定性对企业风险承担的抑制作用。具体来看，4 种多元化指标的交互项均表现出显著的调节效应。*DIV-dum* 和 *DIV-num* 的交互项系数分别为 0.0027 和 0.0009，均显著为正，说明企业多元化

表 7　异质性检验结果

变量	(1) 大规模企业	(2) 小规模企业	(3) 高成长性企业	(4) 低成长性企业
CNEPU	−0.0060***(0.0011)	−0.0153***(0.0018)	−0.0062***(0.0012)	−0.0124***(0.0015)
CF	0.0165***(0.0046)	0.0088(0.0060)	0.0149***(0.0048)	0.0106*(0.0058)
TANG	0.0026(0.0037)	−0.0125**(0.0055)	−0.0053(0.0034)	−0.0105**(0.0047)
INST	0.0032(0.0037)	−0.0078(0.0053)	−0.0011(0.0033)	0.0070(0.0049)
SIZE	−0.0034***(0.0009)	0.0049**(0.0021)	−0.0051***(0.0008)	−0.0008(0.0012)
AGE	0.0069***(0.0024)	0.0102***(0.0034)	0.0095***(0.0021)	0.0058**(0.0029)
ROE	−0.0497***(0.0041)	−0.0892***(0.0050)	−0.075***(0.0061)	−0.0697***(0.0048)
TQ	0.0003(0.0004)	0.0008**(0.0003)	0.0014***(0.0003)	0.0001(0.0004)
LEV	0.0018(0.0037)	0.0037(0.0054)	0.0105***(0.0034)	−0.0051(0.0046)
Growth	0.0008(0.0008)	−0.0016(0.0012)	0.0025***(0.0010)	0.0007(0.0011)
Mshare	−0.0004***(0.0001)	−0.0002***(0.0001)	−0.0004***(0.0001)	−0.0002**(0.0001)
TAT	0.0015(0.0014)	0.0061**(0.0027)	0.0017(0.0017)	0.0014(0.0018)
*TOP*1	−0.0159***(0.0046)	−0.0429***(0.0093)	−0.0215***(0.0046)	−0.0366***(0.0063)
Constant	0.0979***(0.0153)	−0.0570(0.0400)	0.1310***(0.0130)	0.0689***(0.0207)
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	16 692	14 142	14 813	15 622
R^2	0.4300	0.4960	0.4510	0.5130

表 8　多元化程度调节效应回归结果

变量	(1) $RISK_2$	(2) $RISK_1$	(3) $RISK_1$	(4) $RISK_1$
CNEPU	−0.0118***(0.0011)	−0.0114***(0.0012)	−0.0109***(0.0011)	−0.0063***(0.0015)
*CNEPU *DIV-dum*	0.0027***(0.0007)			
*CNEPU * DIV-num*		0.0009**(0.0003)		
*CNEPU *DIV-entro*			0.0023***(0.0008)	
*CNEPU *DIV-hhi*				−0.0047***(0.0014)
CF	0.0133***(0.0038)	0.0133***(0.0038)	0.0134***(0.0038)	0.0135***(0.0038)
TANG	−0.0072**(0.0032)	−0.0074**(0.0032)	−0.0073**(0.0032)	−0.0072**(0.0032)
INST	−0.0014(0.0030)	−0.0017(0.0030)	−0.0018(0.0030)	−0.0018(0.0030)
SIZE	−0.0026***(0.0008)	−0.0025***(0.0008)	−0.0025***(0.0008)	−0.0025***(0.0008)
AGE	0.0076***(0.0020)	0.0077***(0.0020)	0.0077***(0.0020)	0.0076***(0.0020)
ROE	−0.0737***(0.0034)	−0.0740***(0.0034)	−0.0739***(0.0034)	−0.0738***(0.0034)
TQ	0.0008***(0.0002)	0.0008***(0.0002)	0.0008***(0.0002)	0.0008***(0.0002)
LEV	0.0046(0.0030)	0.0048(0.0030)	0.0047(0.0030)	0.0046(0.0030)
Growth	0.0004(0.0007)	0.0005(0.0007)	0.0005(0.0007)	0.0005(0.0007)
Mshare	−0.0003***(0.0000)	−0.0003***(0.0000)	−0.0003***(0.0000)	−0.0003***(0.0000)
TAT	0.0034**(0.0013)	0.0036***(0.0013)	0.0036***(0.0013)	0.0036***(0.0013)
*TOP*1	−0.0283***(0.0041)	−0.0287***(0.0041)	−0.0285***(0.0041)	−0.0284***(0.0041)
Constant	0.0931***(0.0127)	0.0904***(0.0126)	0.0918***(0.0127)	0.0918***(0.0127)
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	31 190	31 190	31 190	31 190
R^2	0.4270	0.4260	0.4270	0.4270

程度越高，越能缓解经济政策不确定性对风险承担的负面影响；*DIV-entro* 的交互项系数为 0.0023，同样显著为正，表明企业收入结构越均衡，越能有效应对经济政策不确定性带来的冲击；*DIV-hhi* 的交互项系数为 −0.0047，由于此指标为负向指标，该结果进一步验证了收入多元化程度越高，企业越能缓解经济政策不确定性对风险承担的抑制作用。4 种多元化指标均对经济政策不确定性与风险承担起到显著的缓冲作用，且 *DIV-entro* 和 *DIV-hhi* 的调节效应更为突出，这表明与资产结构或产业分布相比，收入来源的多样性更能提升企业对不确定性冲击的即时缓冲能力。这可能是因为，收入多元化有助于平滑企业现金流波动，在经济政策不确定性上升导致某一业务板块面临经营压力时，其他板块的稳定收入可有效分担冲击，形成“错位补偿”机制，从而增强企业维持风险偏好的能力。事实上，收入结构多元化直接反映了企业的运营稳健性与资源协同能力，因此其调节功效也更大。

四、结论与建议

本文以 2003—2023 年沪深 A 股上市企业为研究样本构建面板数据模型，实证检验了经济政策不确定性对企业风险承担的影响，并考察了企业多元化程度在这一关系中的调节作用。研究结论如下：第一，经济政策不确定性的上升会显著抑制企业风险承担水平，即当政策环境不确定性增加时，企业的经营决策更趋于谨慎，将减少高风险投资行为，表现出较低的战略进取性与风险容忍度。第二，企业多元化程度对“经济政策不确定性—风险承担”关系具有显著的正向调节效应，特别是收入结构的多元化表现出更为显著的调节作用。多元化企业通过资源的内部调剂、业务结构的错位对冲以及内部资本市场的支持机制，在一定程度上缓解了外部政策不确定性对单一业务冲击的负面影响，有助于企业维持相对稳定的风险偏好水平，增强其应对复杂环境的战略韧性。第三，异质性分析结果显示，经济政策不确定性对小规模企业和低成长性企业的风险承担抑制效应更为显著，这说明资源禀赋较弱、适应能力较低的企业在应对政策不确定性冲击时面临更大的压力。

基于上述研究结论，本文提出以下建议：

（1）政府层面：增强政策的稳定性与透明度，优化市场预期。政府在制定和调整经济政策时，应充分考虑经济政策不确定性对企业决策和市场运行的影响。通过提高政策的连续性、透明度和可预测性，降低企业面临的外部风险压力，助推企业在不确定性环境中保持稳定增长。为此，一要加强政策沟通机制，提高市场信息透明度，减少因信息不对称导致的市场波动；二要优化政策调整方式，避免短期内政策的频繁变动，以增强企业对政策环境的适应能力；三要完善金融支持体系，降低企业融资约束，确保企业在不确定性环境下仍能保持合理的投资和经营活动。

（2）企业层面：优化风险管理，合理推进多元化战略布局。一方面，企业应构建更具前瞻性和弹性的风险识别与应对机制。要强化对宏观经济环境变化的监测能力，提升在政策波动背景下的战略调整速度与组织反应能力，并通过加强现金流管理、优化资本结构、配置应急资源等方式提高整体抗风险能力。另一方面，企业应科学稳妥地推进多元化经营，将其作为应对经济政策不确定性冲击的重要路径。企业不仅要拓展不同产品线、市场区域和产业链环节，构建更稳健的业务组合，还要通过多元化经营优化企业内部资本市场的资源配置，形成内部对冲机制，在外部融资渠道受限时为高风险高收益项目提供内部支持，从而增强企业稳定性与战略弹性。需要注意的是，多元化战略的实施应以完善的治理结构和充分的信息透明为前提，要避免因过度扩张或管控失衡引发新的内部风险；特别是资源禀赋较弱的小型企业，应结合自身能力谨慎推进多元化布局，避免因盲目扩张或非相关多元化带来风险失控。

参考文献：

[1] BAKER S R，BLOOM N，DAVIS S J. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. The Quarterly Journal of Economics，2016，131(4)：1593−1636.

[2] 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，2017，40(2)：27−51.

[3] 李恩极，张晨，万相昱 . 经济政策不确定性下的创新决策：企业韧性视角 [J]. 当代财经，2022(10)：102−114.

[4] 张慧，江民星，彭璧玉 . 经济政策不确定性与企业

退出决策：理论与实证研究 [J]. 财经研究，2018，44(4)：116-129.
[5] 李增福，陈俊杰，连玉君，等 . 经济政策不确定性与企业短债长用 [J]. 管理世界，2022，38(1)：77-89，143，90-101.
[6] 于文超，高楠，龚强 . 政贵有恒：经济政策不确定性对企业非生产性支出的影响 [J]. 经济学（季刊），2022，22(2)：425-444.
[7] 侯德帅，董曼茹，赵远方 . 宏观经济政策不确定性与企业关联交易行为 [J]. 财经研究，2019，45(12)：99-110，137.
[8] 王菁华，茅宁 . 企业风险承担研究述评及展望 [J]. 外国经济与管理，2015，37(12)：44-58.
[9] 周彬蕊，刘锡良，张琳 . 货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担 [J]. 世界经济，2017，40(10)：93-118.
[10] 梁星，杨慧卿，张弛 . 业绩期望落差、股权结构与企业风险承担水平 [J]. 会计之友，2023(14)：83-89.
[11] 丁琳晓，余珍 . 高管团队稳定性、营商环境与创业板企业风险承担水平 [J]. 财会通讯，2025(3)：71-76.
[12] 丁若沙，姚凯 . 金融危机、管理者过度自信与企业风险承担的关系研究 [J]. 西安财经大学学报，2024，37(3)：92-102.
[13] 何瑛，于文蕾，杨棉之 . CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值 [J]. 中国工业经济，2019(9)：155-173.
[14] 邹美凤，张信东，申亚静 . 经济政策不确定性、内部控制与企业风险承担 [J]. 统计与决策，2021，37(5)：169-173.
[15] 颜忠宝，张跃化，赵峰 . 经济政策不确定性与企业风险：基于双重中介效应与双重调节效应的分析 [J]. 软科学，2024，38(4)：95-101.
[16] 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.
[17] KUPPUSWAMY V, VILLALONGA B. Does Diversification Create Value in the Presence of External Financing Constraints? Evidence from the 2007—2009 Financial Crisis[J]. Management Science，2016，62(4)：905-923.
[18] 张梓靖，贺铜璇，邢天才 . 金融对冲与多元化经营对冲比较：替代抑或互补：基于“经济政策不确定性”暴露的研究 [J]. 宏观经济研究，2021(1)：38-52.
[19] HOANG K，NGUYEN C，ZHANG H. How Does Economic Policy Uncertainty Affect Corporate Diversification?[J]. International Review of Economics & Finance，2021，72：254-269.
[20] 杨兴全，尹兴强，孟庆玺 . 谁更趋多元化经营：产业政策扶持企业抑或非扶持企业 ?[J]. 经济研究，2018，53(9)：133-150.
[21] 廖文欣，刘金全，徐晓光 . 经济不确定性对金融市场的影响机理：基于时变风险偏好视角 [J]. 浙江社会科学，2024(10)：18-30，156-157.
[22] 朱清华 . 经济政策不确定性、融资约束与企业金融化 [J]. 财会通讯，2023(4)：85-88，144.
[23] 郑立东，程小可，姚立杰 . 经济政策不确定性、行业周期性与现金持有动态调整 [J]. 中央财经大学学报，2014(12)：68-78.
[24] 麻东锋，孙国强 . 经济政策不确定性对企业创新的影响机制：基于风险承担与融资约束调节作用的分析 [J]. 科技管理研究，2024，44(21)：54-62.
[25] 付玉梅，张丽平，李文聪 . 宏观经济不确定性、多元化与财务柔性 [J]. 财经论丛，2019(1)：61-70.
[26] 胡海峰，田一迪，王爱萍，等 . 内部资本市场能提高企业韧性吗 [J]. 当代财经，2025(1)：56-69.
[27] TAN W H，MA Z P. Ownership, Internal Capital Market, and Financing Costs[J]. Emerging Markets Finance and Trade，2016，52(5)：1259-1278.
[28] 徐晨阳，陈艳娇，王会金 . 区块链赋能下多元化发展对企业风险承担水平的影响：基于数字经济时代视角 [J]. 中国软科学，2022(1)：121-131.
[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.

责任编辑：徐海燕