经济政策不确定性、金融资产配置 与企业 R&D 投资

刘胜强 肖梦珍 黄琳芮¹

(重庆工商大学会计学院, 重庆 400067)

【摘要】: 文章基于金融资产配置视角, 以 2010—2020 年沪深 A 股非金融类上市公司为样本, 实证研究经济政策不确定性对企业 R&D 投资的影响。结果发现: 企业 R&D 投资与经济政策不确定性正相关, 即经济政策不确定性上升时, 企业会加大 R&D 投资; 金融资产配置对经济政策不确定性与企业 R&D 投资的关系具有正向调节作用, 进一步研究发现, 这种正向调节作用存在一定的异质性, 在非国有企业、东中部地区和高科技企业表现得更为明显。结论不仅丰富了企业 R&D 投资的相关研究, 同时为我国企业坚持创新发展道路、大力发展资本市场提供有益借鉴。

【关键词】: 经济政策不确定性 企业 R&D 投资 金融资产配置

【中图分类号】: F120; F832; F273.1 **【文献标识码】:** A **【文章编号】:** 1007-5097 (2022) 10-0090-10

一、引言

我国正处在百年未有之大变局中, 经济运行的内外部环境存在高度的不确定性。为应对经济运行中的不确定性, 各级政府陆续制定了一系列稳定经济增长的政策措施, 以缓解不确定性事件对经济的负面影响。一直以来, 技术创新被认为是一个国家和企业的战略性决策行为, 尤其是在当前国际政治和经济存在高度不确定性的状况下, 技术创新已成为国家和企业战略博弈的主战场。我国作为世界人口最多、经济总量稳居世界第二的发展中国家, 有必要制定相对稳定的经济政策, 激励企业技术创新, 促进技术创新与实体经济的深度融合, 实现经济平稳快速发展 (成力为等, 2021)^[1]。

研究与开发活动 (Research and Development, 简称 R&D) 是技术创新的直接来源, 也是国家提升自身创新能力和科技竞争力的重要保障 (刘胜强等, 2015)^[2]。而 R&D 投资具有周期长、投入巨大、风险高等特点, 这些特点决定了企业 R&D 投资比较容易受经济政策不确定性因素的影响 (孟庆斌和师倩, 2017; Gulen 和 Ion, 2015)^[3,4]。在国内外政治、经济环境日趋复杂的今天, 宏观经济政策不确定性对企业 R&D 投资的影响, 似乎比内部公司治理的影响更大, 尤其是考虑资本市场的发展以及以此为基础的金融资产配置行为时, 经济政策不确定性对企业 R&D 投资的影响越来越不容忽视。

关于经济政策不确定性对企业 R&D 投资的影响, 现有的研究主要从实物期权理论和看涨期权理论两个角度进行研究, 并得出了完全不同的两个结论。但具体到我国, 理论和实务界支持哪种研究结论, 目前为止并未达成统一。我国有着悠久历史和灿烂

¹**作者简介:** 刘胜强 (1978—), 男, 湖北大悟人, 教授, 博士生导师, 博士, 研究方向: 公司财务, R&D 投资行为; 肖梦珍 (1997—), 女, 四川广安人, 硕士研究生, 研究方向: 公司财务行为; 黄琳芮 (1999—), 女, 重庆人, 硕士研究生, 研究方向: 公司财务行为。

基金项目: 重庆市社会科学规划项目“长江经济带企业会计信息质量评价研究” (2019WT53); 重庆工商大学研究生创新科研项目“金融资产配置、数字化转型与企业 R&D 投资” (yjscxx2022-112-46); “经济政策不确定性与企业 R&D 投资: 促进或抑制——基于金融资产配置视角” (yjscxx2022-112-47)

文化，比西方任何一个国家更能历经沧桑而不衰、备经磨难而更强，因此，有充分理由认为，我国企业在面对经济政策不确定性时，将采取有别于西方发达国家的 R&D 投资决策。本文基于金融资产配置视角，以 2010—2020 年沪深 A 股非金融类上市公司为样本，实证研究经济政策不确定性对企业 R&D 投资的影响，期望能丰富企业 R&D 投资行为研究，重新认识金融资产配置的作用。

本文的研究贡献主要有：①拓展了企业 R&D 投资行为研究范畴。将影响企业 R&D 投资因素从公司内部治理如股权结构、高管特征等，扩展到外部宏观经济政策不确定性。②丰富了有关金融资产配置行为研究。从“蓄水池”理论和“利润追逐”理论双重视角构建竞争性假设，分析经济政策不确定性条件下金融资产配置与 R&D 投资的关系。③为重新审视我国资本市场的有效性提供了新证据。金融资产配置既是企业重要的财务行为，也是企业借助资本市场解决自身财务问题的重要抓手。因此，本文认为金融资产配置不仅是“利润追逐”的场所，同时也是企业应对风险的“蓄水池”。

二、理论分析与研究假设

（一）经济政策不确定性与企业 R&D 投资

R&D 投资是一项战略性决策行为，具有投资金额高、周期长、结果不可逆并且难以预测等特点，这些特点决定了企业 R&D 投资比较容易受到一些不确定性因素的影响^[3]。关于经济政策不确定性对企业 R&D 投资的影响，现有研究主要运用实物期权理论和看涨期权理论，分别从风险规避和机会获取两个角度进行分析，并得出两个完全不同的研究结论。

实物期权理论将企业 R&D 投资视为一项实物期权选择。首先，企业在进行 R&D 投资决策时，不仅要考虑投资回报，还要考虑可能面临的风险。企业进行 R&D 投资决策的过程实际上就是综合考虑投资回报和潜在风险的实物期权决策过程。王义中和宋敏（2014）^[5]、Bhattacharya 等（2017）^[6]指出，当宏观经济变得不确定时，企业由于无法预测经济发展趋势，在进行 R&D 投资决策时就会变得异常谨慎。其次，实物期权理论认为，企业 R&D 投资存在当期投资和延迟投资的跨期选择权衡问题，当经济政策不确定性上升时，企业往往会选择延迟投资。由于 R&D 投资具有上述不确定性特点，当经济政策不确定性上升时，企业可能会基于规避风险考虑减少或暂缓 R&D 投资（Bloom, 2007；张峰等，2019）^[7,8]。最后，实物期权理论还认为，经济政策不确定性对企业 R&D 投资决策的影响，还体现在经济政策不确定性上升所导致的投资主体对风险感知以及由此产生的风险厌恶情绪上。Deshuai 等（2021）^[9]认为，当经济政策不确定性上升时，管理者会因为风险感知度增加而对未来产生更多的悲观情绪，进而做出相对保守的投资决策。不仅如此，经济政策不确定性还会使“无情绪者”和“模糊厌恶者”的投资决策变得更加难以捉摸（Antoniou 等，2006）^[10]。当市场参与者对市场失去信心，就可能会打击企业研发积极性，在一定程度上也会削弱企业创新投入（耿中元等，2021）^[11]。由此可见，实物期权理论认为，经济政策不确定性与企业 R&D 投资之间存在负相关关系。

看涨期权认为，尽管经济政策不确定性增加了 R&D 投资风险，但相对于 R&D 投资的战略性投资决策属性而言，经济政策不确定性给企业带来前所未有的战略性转型机遇。也就是说，经济政策不确定性将给那些敢于进行 R&D 投资的企业提供更多的潜在机会，是一种未来价格持续上升的看涨期权（边志强等，2021）^[12]。此外，看涨期权还认为，经济政策不确定性在使企业自身经营活动陷入困难的同时，也会使对手举步维艰。由于 R&D 投资是一项探索性和开拓性活动，加大 R&D 投资可以使企业抢先从迷茫中找到发展方向，并最终形成一定的比较优势，从而使企业获得更大的发展空间。不仅如此，R&D 投资所带来的比较优势还有利于企业应对经济政策不确定性所带来的潜在风险。赵萌等（2020）^[13]认为，经济政策不确定性越高，企业通过 R&D 投资所获得的增长机会越大，市场发生颠覆性变革的可能性也就越大，R&D 投资是经济政策不确定性的一个递增函数。由此可见，看涨期权理论认为，经济政策不确定性与企业 R&D 投资之间存在正相关关系。

本文认为看涨期权更符合中国国情，因此，提出假设 1。

H1：在其他控制因素不变时，经济政策不确定性上升，企业会加大 R&D 投资。

（二）经济政策不确定性、金融资产配置与企业 R&D 投资

在经济政策不确定环境下，配置一定数量的金融资产将会对企业 R&D 投资产生什么影响？学术界基于不同的理论分析得出了不同的结论。

“蓄水池”理论认为，随着经济政策不确定性的上升，企业营业收入和经营现金流不稳定程度上升，使得企业面临更大的外部融资约束，导致融资成本上升，从而影响企业融资的稳定性。无论是经营现金流的波动，还是融资成本上升，都会影响企业 R&D 投资行为（王红建等，2014；余靖雯等，2019）^[14,15]。因此，管理层在资产配置时有必要考虑将更多资源配置到流动性较高的货币资金或金融资产上，防止企业出现资金短缺甚至枯竭。与货币资金一样，金融资产变现能力强，具有较高的流动性，金融资产配置能增强企业的财务柔性，为企业 R&D 投资提供必要的资金保障；与货币资金不同，金融资产收益相对较高，可以改善企业的经营业绩。由于 R&D 投资是企业的战略性投资行为，并且一般持续时间较长，因此，配置一定的金融资产，可以发挥“蓄水池”效应，对企业 R&D 投资形成互补性“促进”作用。

而“利润追逐”理论认为，当企业将更多的资源配置到金融资产上，必然会导致 R&D 投资不足。首先，由于企业资源之间存在替代关系，不同资产配置之间此消彼长，因此，金融资产配置必然会对 R&D 投资形成一定的挤占，导致 R&D 投资不足，尤其在外部经济政策存在不确定性时会更加明显（徐光伟等，2019）^[16]；其次，由于 R&D 投资的特点，在面对经济政策不确定性时，R&D 投资所面临的风险会远远高于金融资产。在总资产一定的情况下，企业有可能把原本计划投资到研发的资金，转而投放到资本市场，形成“利润追逐”效应，对企业 R&D 投资形成替代性“挤占”作用。

基于此，本文提出假设 2。

H2a：在其他控制因素不变时，企业金融资产配置行为会抑制经济政策不确定性对 R&D 投资的正向影响；

H2b：在其他控制因素不变时，企业金融资产配置行为会促进经济政策不确定性对 R&D 投资的正向影响。

三、研究设计

（一）样本与数据来源

虽然 2007 年 1 月我国开始实施的《企业会计准则》（2006）要求增设“研发支出”项目来披露企业的 R&D 支出信息，但直到 2010 年上市公司才开始大规模披露该信息。因此，本文选择的样本窗口为 2010—2020 年。样本选择具体遵行以下原则：①考虑金融类上市公司的治理结构和财务状况与非金融类上市公司存在较大差异，因此剔除金融类上市公司；②考虑 ST、PT 公司经营困难，面临退市压力较大，不具有代表性，因此剔除该类公司；③基于样本数据的可获得性和准确性，剔除研究指标及数据不全的公司。为了避免离群值对研究结果的可能影响，本文对极端值进行 1%和 99%的缩尾处理，最终得到 18197 个有效样本值。研究数据均来自 CSMAR、CCER 和 CNRDS 的上市公司相关数据库，部分缺失数据手工收集获取。

（二）回归模型与变量定义

根据研究目的，本文借鉴亚琨等（2018）^[17]提出的模型，构建如下研究模型：

$$RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Epu_{i,t} + \beta_k Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Epu_{i,t} + \beta_2 Fin_{i,t} + \beta_3 Epu_{i,t} \times Fin_{i,t} + \beta_k Control_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(1) 被解释变量。RD 表示企业 R&D 投资，包括 R&D 投资的绝对支出和相对支出，分别采用研发支出的自然对数 (RD1) 和研发支出与企业总资产的比值 (RD2) 进行度量。

(2) 解释变量。Epu 表示经济政策不确定性，利用 Baker 和 Bloom^[18] 公开发布的经济政策不确定性指数 1，参照顾夏铭等 (2018)^[19] 的做法，采用经济政策不确定性月度数据的算术平均值进行度量，稳健性检验时采用几何平均值 (Epu_j) 与中位数 (Epu_z)；Fin 表示金融资产配置，参照顾杜勇等 (2017)^[20] 的做法，采用长期股权投资、金融资产两者之和与期末总资产的比值进行度量 2。

(3) 控制变量。Control 表示控制变量，主要包括净资产收益率 (Roe)、资产负债率 (Lev)、公司规模 (Size)、公司年龄 (Age)、企业价值 (TQ)、现金比率 (Cash_A)、固定资产比率 (Fix_A)、第一大股东持股比例 (CR1)、股权性质 (State)、销售增长率 (Grow)。

各变量定义及计算方法见表 1 所列。

表 1 变量的相关定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量计算方法
被解释变量	RD 投资	RD1	研发支出的自然对数
		RD2	研发支出/期末总资产
解释变量	经济政策不确定性	Epu	经济政策不确定性指数月度数据的算术平均值
	金融资产配置	Fin	(长期股权投资+金融资产)/期末总资产
控制变量	公司规模	Size	期末总资产的自然对数
	企业年龄	Age	公司成立年限
	盈利能力	Roe	净资产收益率
	自由现金流	Cash_A	经营活动净现金流量/期末总资产
	托宾 Q	TQ	(年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债合计+短期负债合计)/年末总资产

股权集中度	CR1	第一大股东持股比例
股权性质	State	第一大股东性质：国有控股是 1, 其他是 0
资产负债率	Lev	期末负债总额/期末资产总额
销售增长率	Grow	(本期销售收入-上期销售收入)/上期销售收入
固定资产比率	Fix_A	期末固定资产净额/期末资产总额
行业虚拟变量	Industry	证监会行业分类代码，以截止数据日期最新分类标准为准，如 2011 年数据采用的是 2001 年修订的《上市公司行业分类指引》，而 2017 年则采用 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》，两者前后存在同代码不同分类的情况
年度虚拟变量	Year	年度变量

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

样本总数为 18197 个，并且各样本存在一定的差异，符合统计学意义。可以看出，R&D 投资相对数 (RD2) 的均值为 0.0231，中位数为 0.0195，说明我国企业 R&D 投资整体水平仍然处于较低水平；R&D 投资自然对数 (RD1) 的最小值仅为 13.4000。说明部分企业的 R&D 投资处于极低水平；经济政策不确定性 (Epu) 的均值为 5.7570，最大值为 6.6740，最小值为 4.5940，方差为 0.7000，说明我国经济政策不确定性波动较大；金融资产配置 (Fin) 的均值为 0.0659，中位数为 0.0289，说明我国上市公司金融资产配置水平不高，这可能与我国实施的较为稳健的金融政策有关。

(二) 相关性分析

可以看出，RD1、RD2 和 Epu 的相关系数都在 1%水平上显著为正，说明经济政策不确定性与企业 R&D 投资之间可能存在正相关关系，H1 得到了初步验证。同时，各变量之间的相关系数值均小于 0.6，并且绝大多数都显著，说明变量间不存在严重的多重共线性问题。

(三) 回归分析

1. 全样本回归分析

第 (1) 列和第 (2) 列中的 Epu 系数估计值 (0.7897 和 0.5569) 都在 1%水平上显著为正，说明经济政策不确定性与企业 R&D 投资的绝对支出显著正相关；第 (3) 列和第 (4) 列中的 Epu 系数估计值 (0.0056 和 0.0078) 也都在 1%水平上显著为正，说明经济政策不确定性与企业 R&D 投资的相对支出也显著正相关。由此，H1 得到了验证。

当外部经济政策不确定性上升时，企业思考更多的是经济政策不确定性所带来的机遇而不是风险，因此，经济政策不确定性

与企业 R&D 投资之间更多表现为一种看涨期权而不是实物期权。

2. 金融资产配置的调节作用

经济政策不确定性、金融资产配置与企业 R&D 投资三者的实证回归结果，可以看出，Epu 系数估计值仍然都显著为正（分别为 0.8027、0.5667、0.0058 和 0.0079），交乘项（Epu×Fin）系数估计值除第（1）列不显著外，其他都显著为正，分别为 0.2887、0.0111 和 0.0047，说明金融资产配置对经济政策不确定性与企业 R&D 投资的正相关关系有正向促进作用，支持了 H2b。经济政策不确定性上升时，企业可以将金融资产在资本市场上快速变现，为企业 R&D 投资活动提供资金保障，起到“蓄水池”的作用。大力发展资本市场，为企业灵活配置金融资产提供场所，有利于形成金融与科技创新的良性互动。由此可见，本文的研究支持了“蓄水池”的互补效应而不是“利润追逐”的替代效应。

3. 异质性检验

关于异质性检验，目前学术界主要有 Chow 检验、似无相关模型检验（SUEST）和费舍尔组合检验（Permutation）三种。考虑 Chow 检验要求控制变量的系数不能随组别的变化而变化，似无相关模型检验尽管允许控制变量系数存在差异，但子样本扰动项必须相关，其条件都过于严格，因此，本文参照连玉君和刘畅（2021）^[21]的做法，选择基于 bootstrap 自抽样法的费舍尔组合检验法，分别实证检验产权性质异质性、地区异质性和行业异质性下的金融资产配置对经济政策不确定性与企业 R&D 投资关系的影响。

（1）产权性质异质性。

可以看出，产权性质存在差异下的 Epu 系数估计值都在 1%水平上显著为正，进一步验证了 H1。交乘项（Epu×Fin）系数估计值尽管在国有企业样本中都不显著，但在非国有企业中显著为正。

费舍尔组合自抽样检验显示，反映交乘项差异的经验 P 值（0.002 和 0.051）均通过 10%的显著性检验，说明国有与非国有组的系数差异是显著的，金融资产配置对经济政策不确定性与企业 R&D 投资关系的正向调节作用只在非国有企业中存在，金融资产配置的“蓄水池”效应也只在非国有企业中存在。国有企业组之所以不显著，可能不仅与其特有的身份和银企关系以及由此导致的融资约束小、融资成本低有关，还与国有企业将资金用于购买股票、债券等金融资产有严格的限制有关。

（2）地区差异异质性。

依据地区 and 经济发展水平，可以将我国划分为东部、中部和西部三个地区³，考虑地区差异异质性的实证回归结果所列。交乘项（Epu×Fin）系数估计值在东部地区都显著为正，中部地区仅 RD2 模型显著为正，西部地区 RD1 模型显著为负。此外，费舍尔组合自抽样检验显示，反映中西部地区两组间差异的 P 值（0.003 和 0.025）均通过 5%的显著性检验，而东中部地区没有通过显著性检验，说明东中西部地区间存在明显差异。原因可能是由于我国西部地区金融发展水平相对落后，经济发展更多是靠政府的转移支付而不是市场，金融资产配置在西部地区很难发挥“蓄水池”效应，金融资产配置难以缓解企业 R&D 投资的资金短缺。

（3）行业差异异质性。

交乘项（Epu×Fin）在高新企业组显著为正，非高新企业组不显著，且费舍尔组合检验中反映两组间差异的 P 值（0.007 和 0.000）都显著，说明高新技术企业配置一定数量的金融资产存在“蓄水池效应”，而非高新技术企业则不存在，行业差异异质性显著。原因可能是高新技术企业的技术密度高、技术更新快，极易受经济政策不确定性的影响，金融资产变现能力快可以很好地弥补这一缺点，金融资产配置的“蓄水池”效应容易显现出来。

4. 稳健性检验

(1) 替换解释变量的度量方法。

借鉴顾夏铭等(2018)^[19]的做法,将经济政策不确定性(Epu)替换为经济政策不确定性指数月度几何平均值(Epuj)和经济政策不确定性指数中位数(Epuz)进行稳健性检验,结果可以看出,核心变量回归系数的符号及显著性水平均与前文基本一致,说明研究结果较稳健。

(2) 减少样本量。

考虑2019年和2020年外部环境发生了较大变化,本文将样本区间缩短为2010—2018年,结果见第(1)列至第(4)列,可以看出,相关系数方向及显著性与前文基本一致。

(3) 滞后一期R&D投资。

R&D投资是一项战略性决策行为,实务中可能存在当前期企业已经做出决定,但实际支出在滞后一期发生。因此,本文将R&D投资滞后一期进行稳健性检验,结果见第(5)列至第(8)列,可以看出,回归结果与前文研究结果基本一致。

(4) 内生性。

考虑可能存在内生性问题,本文采用Heckman两阶段回归法进行稳健性检验,构建Heckman两阶段模型见式(3)和式(4)。Heckman两阶段回归中使用初始研发费用作为虚拟变量,样本参数是缺失值即赋值为0,否则为1,回归结果可以看出,逆米尔斯比率(IMR)显著,说明存在样本选择偏误,在控制了样本选择偏误后,回归结果与前文研究结论基本一致,结果较稳健。

$$\text{Probit}(\text{dum}_{\text{RD},i,t}) = \beta + \beta_1 \text{Epu}_{i,t} + \beta_k \text{Control}_{i,t} + \text{Year} + \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{RD}_{i,t} = \beta + \beta_1 \text{Epu}_{i,t} + \beta_2 \text{Fin}_{i,t} + \beta_3 \text{Epu}_{i,t} \times \text{Fin}_{i,t} + \text{IMR}_{i,t} + \beta_k \text{Control}_{i,t} + \text{Year} + \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

五、拓展性研究

(一) R&D投资的经济后果

企业进行R&D投资的最终目的是实现企业价值最大化,因此,构建如下模型检验企业R&D投资的经济后果:

$$\text{TQ}_{i,t} = \beta + \beta_1 \text{RD}_{i,t} + \beta_2 \text{Epu}_{i,t} + \beta_k \text{Control}_{i,t} + \text{Year} + \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$\text{TFP}_{i,t} = \beta + \beta_1 \text{RD}_{i,t} + \beta_2 \text{Epu}_{i,t} + \beta_k \text{Control}_{i,t} + \text{Year} + \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中：TQ 为托宾 Q 值；TFP 为全要素生产率；Control 为控制变量，主要包括企业规模、净资产收益率、负债率、现金流量、流动比率、留存收益率和固定资产占比等。可以看出，R&D 投资（RD1 和 RD2）与托宾 Q(TQ) 和全要素生产率（TFP）都显著正相关，说明企业进行 R&D 投资有利于提升企业价值，进一步支持了 R&D 投资的重要性。

（二）R&D 投资的创新产出

本文借鉴徐辉和周孝华（2020）^[22]的做法，采用企业专利申请数的自然对数来衡量 R&D 投资的创新产出。专利分为发明专利、实用性专利、外观性专利三种，其给企业带来的经济价值存在较大差异。发明专利作为高质量的专利成果，能够为企业创造长期利益，属于实质性创新成果，而实用性专利、外观性专利这些非发明专利属于策略性创新成果，其真实目的更多地是为了获取其他利益（黎文靖和郑曼妮，2016）^[23]。因此，本文将专利分为发明（Patent1）与非发明专利（Patent2），构建如下模型回归。

$$\text{Patent}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Epu} + \beta_2 \text{Fin} + \beta_3 \text{Epu} \times \text{Fin} + \beta_4 \text{Control}_{i,t} + \text{Year} + \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

可以看出，经济政策不确定性与发明专利显著正相关，与非发明专利显著负相关，说明经济政策不确定性上升时，企业会将有限的资源集中起来，进行实质性创新而不是策略性创新；经济政策不确定性与金融资产配置的交乘项与两种专利都正相关，说明金融资产配置具有正向调节作用，与前面的研究结论基本一致。

六、研究结论

本文基于金融资产配置视角，以 2010—2020 年沪深 A 股非金融类上市公司为样本，实证研究经济政策不确定性对企业 R&D 投资的影响。

研究发现：①企业 R&D 投资与经济政策不确定性正相关，即经济政策不确定性上升时，企业会加大 R&D 投资，金融资产配置对经济政策不确定性与企业 R&D 投资的关系具有正向调节作用。在经济政策不确定环境下，企业配置一定的金融资产，可以对 R&D 投资形成互补性促进作用，研究支持了“蓄水池”理论。②进一步研究发现，金融资产配置对经济政策不确定性与企业 R&D 投资关系的正向调节作用存在一定的异质性，具体表现为：这种正向调节作用在非国有企业显著，国有企业不显著；在东中部地区显著，西部地区不显著；在高新技术企业显著，非高新技术企业不显著。

本文的研究结论不仅丰富了企业 R&D 投资的相关研究，也为企业 R&D 投资提供了新的证据，同时还具有重要的政策涵义：①一般来说，经济政策不确定性上升，企业出于规避风险的考虑会减少 R&D 投资，因此，政府在制定经济政策时，应尽可能减少政策的不确定性，保持经济政策的平稳性、连续性和可持续性，而本研究发现，企业 R&D 投资与经济政策不确定性正相关，即经济政策不确定性上升时，企业会加大 R&D 投资，在当前国际环境日趋复杂的状况下，这一结论有利于增强我国企业走创新发展道路的坚定信心；②本研究支持了金融资产配置的“蓄水池”互补性促进作用，从侧面肯定了我国资本市场对经济发展和自主创新的重要作用，也坚定了进一步大力发展资本市场的决心。

需要说明的是，本文的研究结论是基于已披露 R&D 投资支出的我国上市公司的数据，对于那些未披露 R&D 投资支出信息以及非上市公司，上述研究结论是否仍然成立，还有待进一步研究和检验。

参考文献：

[1] 成力为，赵晏辰，吴薇. 经济政策不确定性、融资约束与企业研发投资：基于 20 国（地区）企业的面板数据[J]. 科学学

研究, 2021, 39(2):244-253.

[2]刘胜强,林志军,孙芳城,等.融资约束,代理成本对企业 R&D 投资的影响:基于我国上市公司的经验证据[J].会计研究, 2015(11):62-68.

[3]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.

[4]GULEN H, ION M. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. Social Science Electronic Publishing, 2015, 29(3):1-42.

[5]王义中,宋敏.宏观经济不确定性、资金需求与公司投资[J].经济研究, 2014, 49(2):4-17.

[6]BHATTACHARYA U, HSU P H, TIAN X, et al. What Affects Innovation More: Policy or Policy Uncertainty?[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2017, 52(5):1869-1901.

[7]BLOOM N. Uncertainty and the Dynamics of R&D[J]. The American Economic Review, 2007, 97(2):250-255.

[8]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.

[9]DESHUAI H, KAM C C, MANRU D, et al. The Impact of Economic Policy Uncertainty on a Firm's Green Behavior: Evidence from China[J]. Research in International Business and Finance, 2021, 59:1-24.

[10]ANTONIOU A, ALEXANDRIDIS G, ZHAO H. Valuation Effects of Institutional Ownership: The Case of Corporate Takeovers[J]. SSRN Electronic Journal, 2006, 12(5):747-762.

[11]耿中元,李统,何运信.经济政策不确定性对企业投资的影响:企业家信心的中介效应及代理成本的调节作用[J].复旦学报(社会科学版), 2021, 63(1):184-193.

[12]边志强,唐松林,郭剑锋.经营环境不确定性与企业创新:基于宏观经济和地方政策双重不确定性视角[J].产业经济研究, 2021(4):85-98.

[13]赵萌,叶莉,范红辉.经济政策不确定性与制造业企业创新:融资约束的中介效应研究[J].华东经济管理, 2020, 34(1):49-57.

[14]王红建,李青原,邢斐.经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值[J].金融研究, 2014(9):53-68.

[15]余靖雯,郭凯明,龚六堂.宏观政策不确定性与企业现金持有[J].经济学(季刊), 2019, 18(3):987-1010.

[16]徐光伟,孙铮,刘星.不确定性冲击与企业投资动态:来自供给侧结构性改革的准自然实验[J].财经研究, 2019, 45(12):86-98.

[17]亚琨,罗福凯,李启佳.经济政策不确定性、金融资产配置与创新投资[J].财贸经济, 2018, 39(12):95-110.

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

[19]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,2018,53(2):109-123.

[20]杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017(12):113-131.

[21]连玉君,刘畅.质押新规,股价崩盘风险与公司价值[J].中山大学学报(社会科学版),2021,61(5):182-196.

[22]徐辉,周孝华.外部治理环境,产融结合与企业创新能力[J].科研管理,2020(1):98-107.

[23]黎文靖,郑曼妮.实质性创新还是策略性创新:宏观产业政策对微观企业创新的影响[J].经济研究,2016,51(4):60-73.

注释:

1 经济政策不确定性指数的数据来源于 <http://www.poli-cyuncertainty.com/>。

2 根据我国企业会计准则,2017年以前,金融资产主要包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、持有至到期投资和可供出售金融资产;2017年以后,金融资产主要包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产。

3 根据国家发展与改革委员会的划分,东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南 11 个省份;中部地区包括山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南 8 个省份;西部地区包括四川、重庆、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、广西、内蒙古 12 个省份。