

# 经济政策不确定性对企业债务违约风险的影响

## ——基于A股房地产上市公司数据

谢 鹏

贵州大学经济学院, 贵州 贵阳

收稿日期: 2023年10月12日; 录用日期: 2023年12月5日; 发布日期: 2023年12月13日

### 摘 要

近年来, 房地产企业债务违约事件屡有发生, 为了探究经济政策不确定性对房企债务违约风险的影响, 经过筛选后, 本文选取了2013~2022年77家沪深A股房地产上市公司数据, 在理论分析的基础上, 实证验证了经济政策不确定性对房企债务违约风险影响, 检验了经济政策不确定性对不同股权性质企业债务违约风险的影响差异。研究发现, 经济政策的不确定性会增加房企债务违约风险, 特别是资产负债率越高, 企业发生债务违约风险概率越大, 而提高企业的速动比率可以有效降低违约风险。此外, 通过股权异质性分析发现, 经济政策不确定性对民营企业债务违约风险的影响大于国有企业。最后, 本文分别从投资者、政策制定者和企业经营者三个角度提出了相应建议。

### 关键词

经济政策不确定性, 房地产企业债务违约风险

# The Impact of Economic Policy Uncertainty on Corporate Debt Default Risk

## —Based on the Data of A-Share Real Estate Listed Companies

Peng Xie

School of Economics, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Oct. 12<sup>th</sup>, 2023; accepted: Dec. 5<sup>th</sup>, 2023; published: Dec. 13<sup>th</sup>, 2023

### Abstract

In recent years, debt defaults of real estate enterprises have occurred repeatedly. In order to explore the impact of economic policy uncertainty on the debt default risk of real estate enterprises, after

screening, this paper selects the data of 77 A-share real estate listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2013 to 2022, and empirically verifies the impact of economic policy uncertainty on the debt default risk of real estate enterprises on the basis of theoretical analysis, and examines the difference in the impact of economic policy uncertainty on the debt default risk of enterprises with different equity properties. The results show that the uncertainty of economic policies will increase the risk of debt default of housing enterprises, especially the higher the asset-liability ratio, the greater the probability of debt default risk of enterprises, and improving the quick ratio of enterprises can effectively reduce the risk of default. In addition, through the analysis of equity heterogeneity, it is found that economic policy uncertainty has a greater impact on the debt default risk of private enterprises than that of state-owned enterprises. Finally, this paper puts forward corresponding suggestions from the perspectives of investors, policy makers and business operators.

## Keywords

Economic Policy Uncertainty, Real Estate Enterprise Debt Default Risk

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

党的二十大报告明确指出要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险底线。而房地产业作为我国经济金融发展的支柱性产业，有效防范化解其可能发生的风险至关重要，尤其是要重点防范化解房地产相关企业发生债务违约的风险。然而，由于地缘政治风险增加、全球经济衰退、疫情冲击及贸易保护主义抬头等因素影响，各国政府不得不频繁改变经济政策，我国为了能在此背景下实现国家的发展目标，也在积极地调整经济政策。而经济政策的不确定性是否会对我国房地产企业发生债务违约的风险产生影响，需要深入探究彼此之间的联系。截至目前，国内外关于债务违约风险的研究主要是围绕影响债务违约风险的因素、债务违约风险的度量方法等，而关于经济政策不确定的研究主要围绕经济政策不确定性与企业投资行为(饶品贵等, 2017)、企业金融化(彭俞超等, 2018)、创新(顾夏铭等, 2018)、企业生产率(陈宇峰, 2023)等方面[1] [2] [3] [4]，而鲜有学者探究经济政策不确定性与债务违约风险之间的关系，尤其是针对特定行业研究两者之间关系。房地产作为高风险、高杠杆行业，当企业面临的经济政策不确定性增加，是否会导致其债务违约风险的增加呢？同时，考虑到 A 股上市房地产公司既有国有企业也有非国有企业，那么经济政策不确定性增加对两者债务违约风险的影响是否一样？如基于上述问题，本文将结合理论与实证的方法，深入研究经济政策不确定性对企业债务违约风险的影响。

## 2. 文献综述与研究假设

### 2.1. 文献综述

与本文相关的文献综述大致可分为两个方面，一方面是关于债务违约风险的度量方法。目前学术界关于债务违约风险的度量方法大致可以分为三类：第一类是基于计量方法的判别模型。这类方法中具有代表性的是 Altman (1969)的 Z 值模型，该模型综合考虑了一个企业的营业能力、偿债能力、资产流动性及获利能力等方面的内容[5]。随后 Ohlson (1980)选择 9 个变量，应用 Logit 模型对企业违约进行研究，发现其结果准确率高达 92% [6]。第二类是结构模型，即信用风险的度量模型。信用风险度量模型中应用

最为广泛的是 KMV 模型(John, 1993; Stephen, 2003; 王慧, 2018) [7] [8] [9]。此外, 计量模型中的 logit 模型也常被学者用于计算其信用风险。第三类是神经网络、向量支持机、文本挖掘技术等信用违约模型中的影响。如 Chen (2018)利用神经网络模型计算信用风险大小, 最终使得多个行业信用风险的识别率达到 80%以上[10]。然而由于第二类方法存在训练数据和计算需求较高以及处理问题复杂等问题, 而第三类存在过度拟合等问题, 故本文选择第一类计量法方法。

另一方面是关于经济政策不确定性及其对企业债务违约风险的影响。根据现有文献研究, 经济政策不确定性通常是指经济主体无法确切预知政府是否、何时以及如何改变现行经济政策(Gulen, 2016, 褚剑, 2018) [11] [12]。理论上, 经济政策不确定性增加往往会通过一定的传导途径增大企业债务违约的风险, 比如加剧企业面临的外部环境风险(Pastor, 2012; 饶品贵, 2017) [13] [14]。投资者因为企业外部环境风险的增加减少对企业的投资, 或者索要更高的债务利息, 这将增加企业的融资成本, 降低企业的融资能力(Chi, 2017; 宋全云, 2018) [15] [16], 进而使企业生产力下降, 最终因为生产成本上升和经营业绩下降的双重影响, 企业偿债能力下降, 债务违约风险增加(陈艳艳等, 2018; 巩雪, 2021) [17] [18]。但是经济政策不确定性也并非没有正面影响, 有学者认为其对企业投资效率有正向影响(饶品贵, 2017) [14], 还有学者认为其对企业创新具有促进作用(顾夏铭, 2018) [19]。总之, 各学者普遍认为经济政策会加剧企业风险, 但其他方面的研究尚未有统一论。

纵观相关文献, 目前关于经济政策不确定性与企业债务违约风险的研究, 多是采用沪深 A 股所有上市公司数据进行实证分析, 但尚未有针对房地产企业视角探索经济政策不确定与债务违约风险之间关系的研究。选取单一的房地产公司作为研究对象, 一方面可以排除不同行业差异的影响, 另一方面, 房地产行业在我国国民经济中占有重要地位, 但近年来房地产企业违约现象层出不穷, 基于这一特定行业研究债务违约风险, 更具有针对性与现实意义。

## 2.2. 研究假设

经济政策不确定性是企业经营管理过程中必须考虑的问题。从融资约束角度看, 经济政策的不确定性加剧, 一方面会增加企业信息传递的滞后性, 使市场上投资者不能及时捕捉真正需要融资的企业, 从而导致那部分真正需要资金支持的企业不能及时获取资金支持。另一方面, 企业面临经济政策不确定性的冲击越大越容易向外界传递不利于企业自身发展的信息, 负面信息的传递则会增加企业的融资约束, 从而使得企业投资出现偏差。此外, 经济政策的不确定性增加, 不仅增加了企业面临的风险, 同时也增加了投资者面临的风险, 投资者为了减少经济政策不确定性带来的风险, 必然会要求更高的投资回报作为补偿, 从而增加了企业的融资成本。较高的资金成本及投资的偏差都在增加企业的经营风险, 而经营风险的增加会影响企业的经营绩效, 从而增加了企业债务违约风险(冯丽艳等, 2016) [20]。从经营管理角度看, 企业面临的经济政策不确定性越大, 越不利于其开展经济活动以及制定企业发展战略。在经济政策频繁改变的情况下, 企业也需要频繁调整其管理策略, 以应对外部环境带来的冲击, 从而导致其经营风险的增加, 而经营活动的不稳定会影响经营绩效, 使其营业收入减少, 增加了企业债务违约的可能性。此外, 经济政策的频繁变动会加大整个市场环境的波动性, 而市场的不稳定性不利于企业捕捉信息, 从而导致企业无法及时调整经营策略, 导致其战略决策脱离市场需要, 无法保证企业的经营绩效, 增加企业的经营风险(牛建波等, 2012) [21], 导致其债务违约风险的增加。综上所述, 当企业面临的经济政策不确定性加剧时, 会增加企业的债务融资成本, 融资约束条件及经营管理风险, 从而导致其债务违约风险的增加。

假设 1: 经济政策不确定性会增加房企债务违约风险。

此外, 企业是否会发生债务违约的情况归根结底取决于其是否有相应的偿债能力, 以及是否有相关

的制度约束(孙铮等, 2006) [22]。在 A 股上市的房地产企业既有国有企业, 也有非国有企业, 它们的股权性质及管理制度并不相同。通常情况下, 非国有企业的抗风险能力更低, 更容易受到外部环境变化的影响。当经济政策不确定性增加时, 非国有企业为了应对经营环境的变化, 更容易改变经营策略, 更难融资; 而国有企业因为有政府的支持, 其经营策略更不容易受到影响, 更容易得到财政支持、银行贷款等。因此, 本文提出如下假设:

假设 2: 相较于国有企业, 经济政策不确定性增加对非国有企业的债务违约风险影响更大。

根据上述分析, 经济政策不确定性增加企业债务违约风险的机制路径如图 1:

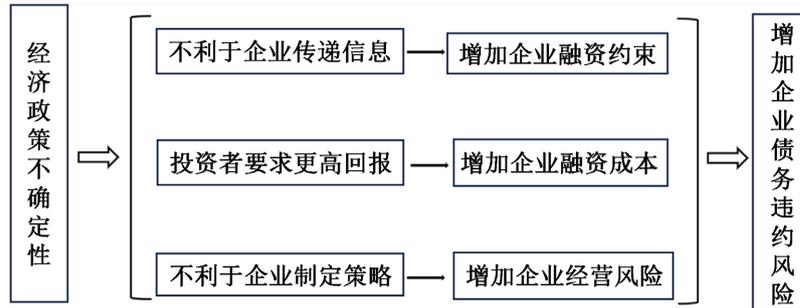


Figure 1. Impact mechanism of economic policy uncertainty on corporate debt default risk  
图 1. 经济政策不确定对企业债务违约风险影响机制

### 3. 研究设计

#### 3.1. 数据来源

本文选取沪深两市 2013~2022 年 A 股上市房地产开发公司作为研究样本。收集数据后本文对所收集的原始数据做了如下处理: (1) 剔除了样本期间数据缺失较多的房地产上市公司; (2) 剔除了整个样本期间的 ST、\*ST 企业。最终本文选取了 77 家房地产上市公司 10 年的数据, 共 770 个观察值。本文研究所需数据来自于国泰安数据库、同花顺数据库。本文数据处理, 研究分析采用的软件为 Excel 2016 和 Stata17。

#### 3.2. 模型设定

为了更进一步了解经济政策的不确定性对房地产上市公司债务违约风险的影响, 以及探索国有房企和非国有房企在受经济政策不确定性影响的程度, 本文根据豪斯曼检测结果选择面板随机效应模型

$$Zscore_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 lnepu_{i,t} + \beta_2 controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

上述式子中,  $i$  表示上市房地产企业,  $t$  表示年份;  $Zscore$  为债务违约风险,  $lnepu$  为经济政策不确定性,  $controls$  为本文选取控制变量;  $\varepsilon_{i,t}$  为随机误差项。

#### 3.3. 变量设计

1、被解释变量—房企债务违约风险。本文借鉴 Altman (1969)的度量方法[5], 采用  $Zscore$  指数来衡量企业的债务违约风险, 此方法又称阿尔曼模型, 是一个经典的财务预警模型。该模型将企业财务状况划分为三个等级, 当  $Zscore > 2.99$  时公司财务状况良好; 当  $1.81 < Zscore < 2.99$  时, 公司就有一定的破产风险; 当  $Zscore < 1.81$  时, 公司就有高破产风险。计算公式如下:

$$Zscore = 1.2 \times (\text{营运资金} / \text{总资产}) + 1.4 \times (\text{留存收益} / \text{总资产}) + 3.3 \times (\text{息税前利润} / \text{总资产}) + 0.6 \times (\text{股票总市值} / \text{负债账面价值}) + 0.999 \times (\text{销售收入} / \text{总资产})$$

2、解释变量—经济政策不确定性。本文参考饶品贵(2017)和马宁(2021)的等学者的研究[14] [23], 选

择 Baker 等(2016)根据《南华早报》制定的中国经济政策不确定性指数每年月度算术平均后的对数值作为核心解释变量经济政策不确定性的衡量指标[24]。该指标已广泛应用于国内外相关研究,本文也采用该度量指标度量当年的经济政策不确定性情况,该指数越大,说明当年经济政策不确定性越高。

3、控制变量。由于本文是基于经济政策不确定性这一宏观政策层面探索其对房地产企业债务违约风险的影响,故而需要控制会从微观层面影响房地产企业债务违约风险的因素。学者陆正飞(2008)、于富生(2007)、魏志华(2012)等认为,企业的规模、成长能力、现金持有、盈利能力、资产结构、经营效率、股权性质等都会对其债务偿还能力产生影响[25] [26] [27],此外,由于房地产企业是重资产企业,流动资产、商品库存也会极大影响其资金链的正常周转,进而影响企业经营风险。因此,本文结合实际情况及相关学者的研究,选择总资产规模对数、净资产负债率、净资产收益率、营业净利率、存货周转率、速动比率、现金比率及营业收入增长率等控制变量,见表 1:

**Table 1.** Related variable definitions

**表 1.** 相关变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	Zscore	房企债务违约风险	根据上述 Z 值计算公式所得
解释变量	lnepu	经济政策不确定性	算术平均后的 epu 取对数
控制变量	lnta	总资产	总资产的自然对数
	nalr	净资产负债率	总负债/净资产
	roe	净资产收益率	净利润/股东权益平均余额
	opm	营业净利率	净利润/营业收入
	str	存货周转率	营业成本/存货平均余额
	qr	速动比率	(流动资产 - 存货)/流动负债
	cr	现金比率	现金及现金等价物期末余额/流动负债
	opgr	营业收入增长率	(营业收入本期 - 营业收入上期)/营业收入上期

## 4. 实证分析与稳定性检验

### 4.1. 描述性统计分析

表 2 是主要变量描述性统计结果,根据该结果我们可以得到以下信息:其一,房地产企业债务违约风险(Zscore)的最大值为 14.27,最小值为-0.708,最大值和最小值差距较大,说明 A 股上市房地产公司债务违约风险存在较大差异。而从中位数来看,有一半以上公司违约风险值小于 1.320,这就表明根据阿尔特曼教授对财务风险的划分标准,2013 年到 2022 年正常经营的房地产上市公司有一半以上存在较大的财务危机。此外,从均值来看,我国房地产公司债务违约风险均值为 1.761 小于 1.81,这表明我国房地产上市公司总体上都存在较大的债务违约风险。其二,经济政策不确定指数最大为 6.674,最小值为 4.735,差异较小,说明房地产企业面临的经济政策不确定性基本一致。见表 2。

### 4.2. 实证分析

在进行回归分析之前,为了保证回归结果的准确性,本文对各变量进行了相关性分析,其结果显示经济政策不确定性和债务违约风险相关系数显著,由于篇幅有限相关性分析结果并未放入文章中,同时为了避免各变量之间存在多重共线性问题,本文还采用方差膨胀因子法对主要变量进行了多重共线性诊

断，其结果如下表各主要变量之间的 VIF 值均小于 10，即从检测结果看各主要变量之间不存在多重共线性问题，见表 3。

**Table 2.** Descriptive statistics  
**表 2.** 描述性统计

Variable	N	Mean	p50	SD	Min	Max
zscore	770	1.761	1.320	1.531	-0.768	14.27
lnepu	770	5.878	6.016	0.689	4.735	6.674
lnta	770	5.477	5.330	1.470	2.461	9.872
nalr	770	2.854	2.171	4.643	0.114	116.6
str	770	1.049	0.276	5.496	-0.004	56.23
qr	770	0.689	0.511	0.687	0.0710	6.035
cr	770	0.370	0.248	0.419	0.0130	3.606
roe	770	0.0680	0.0780	0.133	-1.812	0.433
opm	770	0.0990	0.100	0.269	-3.339	2.224
opgr	770	2.603	0.0970	67.69	-0.876	18.78

**Table 3.** VIF test results  
**表 3.** VIF 检验结果

变量	lnepu	lnta	nalr	str	qr	cr	roe	opm	opgr	mean
VIF	1.05	1.01	1.53	1.01	3.8	3.76	2.13	1.64	1.01	1.88

#### 4.2.1. 经济政策的不确定性对企业债务违约风险的影响

表 4 模型 1 为经济政策不确定性与房企债务违约风险的回归结果，其结果表明在 1% 的显著性水平下，经济政策不确定性变量值(lnepu)与企业债务违约风险变量值(Zscore)显著为负数，即当房地产企业面临的经济政策不确定性越大时，Zscore 值就越小，企业偿债能力就越弱，其债务违约风险就越大。其可能的原因在于，企业面临的经济政策不确定性越大，企业便越难准确把握市场动态，捕捉有效信息，从而导致企业管理层出现决策误判等情况，无形中增加了企业营业风险，其经营风险的扩大又在一定程度上影响企业债，最终增加了企业债务违约的风险，假设 1 得证。在模型 2 中加入了控制变量，从回归结果同样可以看出，房地产企业面临的经济政策的不确定性增加会增加企业的债务违约风险。在控制变量方面，净资产负债率符号为负数，且在 5% 的水平下显著，即在随着净资产负债率的增加，在一定程度上增加了企业债务违约风险。此外，速动比率在 1% 的显著性水平下与企业债务违约风险(Zscore)显著正相关，即企业速动比例的提高，能在一定程度上降低企业债务违约风险，存货周转率在 5% 的显著性水平与企业债务违约显著正相关，表明企业存货周转率的提高可以降低企业债务违约风险。其可能的原因在于，对于房地产企业而言，其固定资产较多，且整个生产周期较长，资产周转时间较长，偿债能力不如资金周转较快的企业，此时提高企业速动资产比例和存货周转率，能够增加企业抵御外部风险冲击的影响，从而降低企业的违约风险。见表 4。

#### 4.2.2. 股权异质性分析

由表 5 可以看到无论是国有企业还是非国有企业经济政策不确定性的增加均会增加其债务违约风险。但经济政策的不确定性对国有企业和非国有企业的债务违约风险的影响程度有所差别。从表 5 可以看到，

**Table 4.** Economic policy uncertainty and corporate debt default risk  
**表 4.** 经济政策不确定性与企业债务违约风险

	(1)	(2)
	zscore	zscore
lnepu	-0.205*** (0.049)	-0.326*** (0.040)
lna		-0.021 (0.019)
nalr		-0.020** (0.008)
str		0.023** (0.011)
qr		1.249*** (0.099)
cr		0.184 (0.150)
roe		-0.023 (0.348)
opm		0.067 (0.140)
opgr		-0.000 (0.000)
_cons	2.965*** (0.319)	2.890*** (0.264)
N	770.000	770.000
r2		
r2_a		

Standard errors in parentheses. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .

经济政策不确定性对民企债务违约风险的影响大于国有企业，其可能的原因在于，非国有企业抵御风险的能力较弱，更容易受到外界环境冲击的影响，这也验证了文章假设 2。从表中还可以看出，净资产负债率在 1% 的显著性水平下与国有企业的债务违约风险显著负相关；现金比率在 1% 的显著性水平下与民营企业的债务违约风险显著负相关，可能是由于企业长期持有不产生收益的现金，降低了企业的盈利能力。速动比率则在 1% 的显著水平下与企业债务违约风险显著正相关，即企业速动比例越高，企业债务违约风险就越低，且对民企影响大于国企。见表 5。

### 4.3. 稳定性检验

由于不同的度量方式之间存在差异，为了减少其对研究结论的影响，本文采用减少控制变量和将解释变量滞后一期的方法进行稳定性检验，表 6 为减少控制变量后的回归结果，从表中可以看出，减少控

**Table 5.** Heterogeneity analysis  
**表 5.** 异质性分析

	(1) 国有	(2) 民营	(3) 外资	(4) 其他
	zscore	zscore	zscore	zscore
lnepu	-0.330 <sup>***</sup> (0.047)	-0.456 <sup>***</sup> (0.095)	-0.130 (0.093)	-0.053 (0.050)
lna	-0.017 (0.021)	-0.057 (0.048)	0.033 (0.039)	0.025 (0.016)
nalr	-0.123 <sup>***</sup> (0.022)	-0.009 (0.012)	-0.121 <sup>*</sup> (0.063)	-0.464 <sup>***</sup> (0.080)
str	0.027 (0.026)	0.027 (0.050)	0.028 <sup>**</sup> (0.004)	-0.675 (0.469)
qr	1.045 <sup>***</sup> (0.112)	2.351 <sup>***</sup> (0.297)	0.098 (0.307)	0.061 (0.222)
cr	0.203 (0.161)	-1.432 <sup>***</sup> (0.478)	0.654 (0.439)	0.631 <sup>**</sup> (0.300)
roe	-0.676 (0.437)	-0.074 (0.669)	1.231 (1.370)	4.310 <sup>*</sup> (2.212)
opm	0.162 (0.163)	0.151 (0.317)	0.242 (0.445)	-3.046 (1.896)
opgr	0.000 (0.000)	0.132 (0.097)	0.355 <sup>*</sup> (0.184)	-0.105 (0.109)
_cons	3.358 <sup>***</sup> (0.318)	3.716 <sup>***</sup> (0.640)	1.693 <sup>***</sup> (0.606)	2.568 <sup>***</sup> (0.245)
N	509.000	189.000	52.000	20.000
r2				
r2_a				

Standard errors in parentheses. \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1.

制变量后，经济政策不确定性依旧会增加企业的债务违约风险，且显著性水平并未发生变化，与前文研究结论一致。同样，从表 7 滞后解释变量的回归结果中也可以看出，滞后解释变量后，并没有改变研究结果的显著性水平以及各变量相关系数的符号，因此，可以看出本文的研究结论具有稳定性。见表 6、表 7。

## 5. 研究结论及对策建议

### 5.1. 研究结论

为了探索在房地产企业债务违约事件频发的背景下，经济政策不确定性究竟会对企业债务违约风险产生怎样的影响，本文选择 2013~2022 年沪深 A 股房地产上市公司作为研究样本，实证研究了经济政策不确定

**Table 6.** Reduce the control variable regression results  
**表 6.** 减少控制变量回归结果

	(1)	(2)
	zscore	zscore
lnepu	-0.326*** (0.040)	-0.325*** (0.039)
lna	-0.021 (0.019)	-0.021 (0.019)
nalr	-0.020** (0.008)	-0.019** (0.008)
str	0.023** (0.011)	0.023** (0.011)
qr	1.249*** (0.099)	1.257*** (0.097)
cr	0.184 (0.150)	0.182 (0.149)
roe	-0.023 (0.348)	0.066 (0.288)
opm	0.067 (0.140)	
opgr	-0.000 (0.000)	
_cons	2.890*** (0.264)	2.877*** (0.262)
N	770.000	770.000
r2		
r2_a		

Standard errors in parentheses. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .

**Table 7.** Economic policy uncertainty lags the results of the first period of regression  
**表 7.** 经济政策不确定性滞后一期回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	zscore	zscore	zscore	zscore
lnepu	-0.205*** (0.049)		-0.326*** (0.040)	
L.lnepu		-0.316*** (0.050)		-0.414*** (0.041)
lna			-0.021 (0.019)	-0.027 (0.020)

## Continued

nalr			-0.020**	-0.018**
			(0.008)	(0.008)
str			0.023**	0.025*
			(0.011)	(0.013)
qr			1.249***	1.288***
			(0.099)	(0.105)
cr			0.184	0.061
			(0.150)	(0.160)
roe			-0.023	-0.070
			(0.348)	(0.359)
opm			0.067	0.072
			(0.140)	(0.141)
opgr			-0.000	-0.000
			(0.000)	(0.000)
_cons	2.965***	3.601***	2.890***	3.412***
	(0.319)	(0.327)	(0.264)	(0.275)
N	770.000	693.000	770.000	693.000
r2				
r2_a				

Standard errors in parentheses. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .

性对房企债务违约风险的影响，并探索了其对国有企业和非国有企业两种不同股权性质的企业的影响异同。研究结果表明：经济政策的不确定性会在一定程度上增加房地产企业的债务违约风险，特别是净资产负债率负面影响企业债务违约风险，而提高速动比率有利于降低企业债务违约风险。此外，从股权异质性分析结果看，经济政策不确定性对民营企业的影响大于国有企业，在外部环境不稳定时民营企业抗风险能力更弱。

## 5.2. 对策建议

本文根据理论分析和实证研究的结论提出以下具有一定参考价值的建议：(1) 对债权人而言，在房地产市场债务违约事件高发背景下，当房地产经营公司选择通过债务融资方式解决资金短板问题时，其债务人要充分考虑企业的债务违约风险，以减少其投资的损失。而本文通过 Z 值模型度量了房地产企业债务违约风险的大小，并综合考虑了经济政策不确定性对其债务违约风险的影响，可以帮助债权人识别预期投资企业的违约风险大小，更好保护债务人的利益。(2) 对于政策制定者而言，由于实证研究结果表明，当经济政策不确定性加大时，房地产行业的债务违约风险对不同股权性质的企业有所差异，因此，政策制定者可以针对不同性质的企业出台相应的政策，以降低其债务违约风险。(3) 对于企业而言，要尽量降低资产负债率，提高速动比率，房企属于重资产行业，保证资金链正常周转至关重要。

## 参考文献

- [1] 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.  
<https://doi.org/10.19985/j.cnki.cassjwe.2017.02.003>

- [2] 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. <https://doi.org/10.19581/j.cnki.ciejournal.20180115.010>
- [3] 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.
- [4] 陈宇峰, 马利华, 惠潇雄. 经济政策不确定性会影响企业的生产率吗? [J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2023, 53(9): 148-160.
- [5] Altman, E.I. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, **23**, 589-609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- [6] Ohlson, J.A. (1980) Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, **18**, 109-131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- [7] McQuown, J.A. (1993) A Comment on Market vs. Accounting-Based Measures of Default Risk. White Paper, Moody's KMV.
- [8] Stephen, K. (2003) Quantifying Credit Risk I: Default Prediction. *Financial Analysts Journal*, **59**, 30-44. <https://doi.org/10.2469/faj.v59.n1.2501>
- [9] 王慧, 张国君. KMV 模型在我国上市房地产企业信用风险度量中的应用[J]. 经济问题, 2018(3): 36-40. <https://doi.org/10.16011/j.cnki.jjw.2018.03.007>
- [10] Chen, J.H., Zheng, D.W., Hao, Y.H., et al. (2018) Research on Extraction Method of Credit Risk Analysis of Corporate Bonds Based on Convolutional Neural Network. *Frontiers in Artificial Intelligence and Applications*, **309**, 516-523.
- [11] Gulen, H. and Ion, M. (2016) Policy Uncertainty and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, **29**, 523-564.
- [12] 褚剑, 秦璇, 方军雄. 经济政策不确定性与审计决策——基于审计收费的证据[J]. 会计研究, 2018(12): 85-91.
- [13] Pastor, L. and Veronesi, P. (2012) Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *The Journal of Finance*, **67**, 1219-1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- [14] 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.
- [15] Chi, Q. and Li, W. (2017) Economic Policy Uncertainty, Credit Risks and Banks' Lending Decisions: Evidence from Chinese Commercial Banks. *China Journal of Accounting Research*, **10**, 33-50. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.12.001>
- [16] 宋全云, 李晓, 钱龙. 经济政策不确定性与企业贷款成本[J]. 金融研究, 2019, 469(7): 57-75.
- [17] 陈艳艳, 程六兵. 经济政策不确定性, 高管背景与现金持有[J]. 上海财经大学学报, 2018, 20(6): 94-108.
- [18] 巩雪. 政策不确定性, 融资约束与企业绩效: 基于国有, 民营上市公司的经验数据[J]. 预测, 2021, 40(1): 24-30.
- [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] 冯丽艳, 肖翔, 张靖. 企业社会责任影响债务违约风险的内在机制——基于经营能力和经营风险的中介传导效应分析[J]. 华东经济管理, 2016, 30(4): 140-148.
- [21] 牛建波, 赵静. 信息成本、环境不确定性与独立董事溢价[J]. 南开管理评论, 2012, 15(2): 70-80.
- [22] 孙铮, 李增泉, 王景斌. 所有权性质, 会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2006(10): 100-107.
- [23] 马宁, 靳光辉. 经济政策不确定性对公司战略差异的影响[J]. 中南财经政法大学学报, 2021(1): 14-22.
- [24] Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J. (2016) Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, **131**, 1593-1636. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.12.001>
- [25] 陆正飞, 祝继高, 孙便霞. 盈余管理, 会计信息与银行债务契约[J]. 管理世界, 2008(3): 152-158.
- [26] 于富生, 张敏. 信息披露质量与债务成本——来自中国证券市场的经验数据[J]. 审计与经济研究, 2007(5): 93-96.
- [27] 魏志华, 王贞洁, 吴育辉, 等. 金融生态环境、审计意见与债务融资成本[J]. 审计研究, 2012(3): 98-105.