

## 企业经济政策不确定性感知与劳动收入份额

杨小伟 张 娆 张治强\*

**内容提要** 为探究企业经济政策不确定性感知是否以及如何影响劳动收入份额，本文构建了理论分析框架，并以 2007—2023 年沪深 A 股上市企业为实证考察对象。结果表明：企业经济政策不确定性感知会显著降低劳动收入份额。探析其中机制发现，增强预防性动机、缩减投资支出与劳动雇佣规模是重要的作用机制。异质性分析发现，企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额的作用在营商环境较差的地区、制造业行业及融资约束程度较高的企业中更加显著。此外，企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额后，会进一步抑制企业未来劳动生产率的提升。本文的研究补充了企业经济政策不确定性感知的经济后果和劳动收入份额的影响因素，为政府制定相关经济政策以实现收入增长目标提供了实践启示。

**关键词** 经济政策不确定性感知 劳动收入份额 预防性动机 投资支出 劳动雇佣

### 一 引言

劳动收入份额是初次分配的核心指标（刘亚琳等，2022），衡量劳动者分享生产成果的比重。提高劳动收入份额有助于缩小贫富差距、缓和社会矛盾（解恩泽、余森杰，2024），保障社会长期稳定（肖土盛等，2022），同时能够提升劳动者消费能力与需求，从而促进经济可持续发展（丁辉等，2024）。尽管劳动收入份额具有重要作用，国家也

\* 杨小伟，南京农业大学金融学院，电子邮箱：13461016469@163.com；张娆，南京农业大学金融学院，电子邮箱：zr@njau.edu.cn；张治强，洛阳理工学院会计学院，电子邮箱：lycapm@126.com。本文得到教育部哲学社会科学研究后期资助项目（24JHQ034）、国家自然科学基金面上项目（72173074）、江苏高校“青蓝工程”（2022—2025）的资助。

多次部署提高居民收入及劳动报酬在收入分配中的比重，但中国的劳动收入份额与欧美等发达国家相比仍然存在较大差距。图 1 为中国劳动收入份额的变化情况。可以看出，中国的劳动收入份额在 2003 年之前一直高于 50%，2007 年降至最低值 39.74%，之后一直低于 50%，而欧美发达国家的劳动收入份额普遍达到 60% 以上（彭飞等，2022）。图 2 表明，中国上市公司的劳动收入份额占比较低，平均而言未达到 10%，与已有研究结论相同（丁辉等，2024；施新政等，2019）。从图 1 和图 2 中劳动收入份额的变化情况看，宏观抑或微观层面均表明中国劳动收入份额的增长率偏低。由于劳动收入份额对劳动者消费、经济发展及社会稳定具有重要作用，从微观企业层面探析有助于提升或可能降低劳动收入份额的因素具有重要的理论与现实意义。

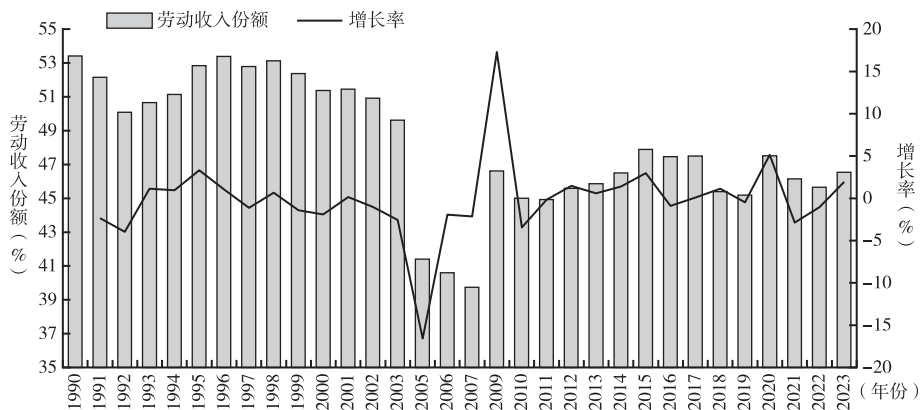


图 1 1990 - 2023 年中国劳动收入份额的变化

资料来源：根据历年《中国统计年鉴》和国民经济和社会发展统计公报数据计算得到。

企业根据预期进行决策（方明月等，2023）。企业经济政策不确定性感知反映了管理层对未来经济政策变化趋势的主观认知（Bloom，2014）。政府经济政策变化导致的企业经济政策不确定性感知增强在很大程度上会影响企业对未来收益与成本的预期（聂辉华等，2020），从而作用于企业决策。与企业经济政策不确定性感知最为密切的概念是经济政策不确定性。经济政策不确定性主要衡量国家或地区等宏观层面经济政策的波动程度，相关研究十分丰富。而企业经济政策不确定性感知不仅考虑了经济政策波动，更重要的是从微观企业层面测度了个体对经济政策变化的感知差异。显然，企业所处地区的营商环境、所处行业特征及自身资源禀赋等方面存在显著差异，使企业在面临经济政策波动时呈现出具有个体化特征的感知和决策差异。因此，从企业感知差异角度分析经济政策不确定性的作用后果更具理论与实践价值。

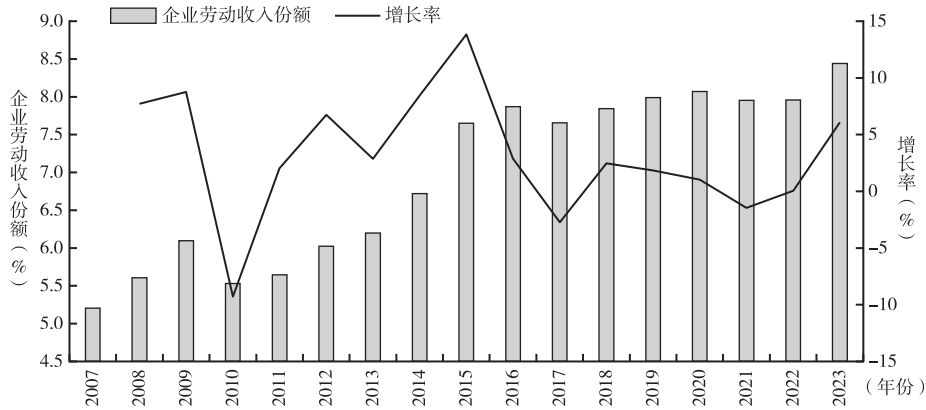


图 2 2007 - 2023 年沪深 A 股上市公司劳动收入份额的变化

资料来源：根据国泰安金融数据库（CSMAR）计算得到。

既有研究中，何超等（2022）、聂辉华等（2020）考察了企业经济政策不确定性感知对企业投资决策的影响，但还没有学者从收入分配视角探讨企业经济政策不确定性感知的经济后果。本文借助聂辉华等学者构建的企业经济政策不确定性感知数据，绘制了 2007 - 2022 年沪深 A 股上市企业经济政策不确定性感知均值的变化趋势（如图 3 所示）。整体而言，中国上市企业经济政策不确定性感知呈上升趋势，在 2019 年之后稍有回落。对比图 2 可以发现，企业经济政策不确定性感知与劳动收入份额存在较为明显的反向变化趋势。如，2021 年之后中国上市企业劳动收入份额有所增长，而企业经济政策不确定性感知在 2019 年之后略有下降。由此驱使本文探索：企业经济政策不确定性感知是否以及如何影响劳动收入份额？其中的作用机制是什么？这种影响在不同的异质性因素下有何差异表现？

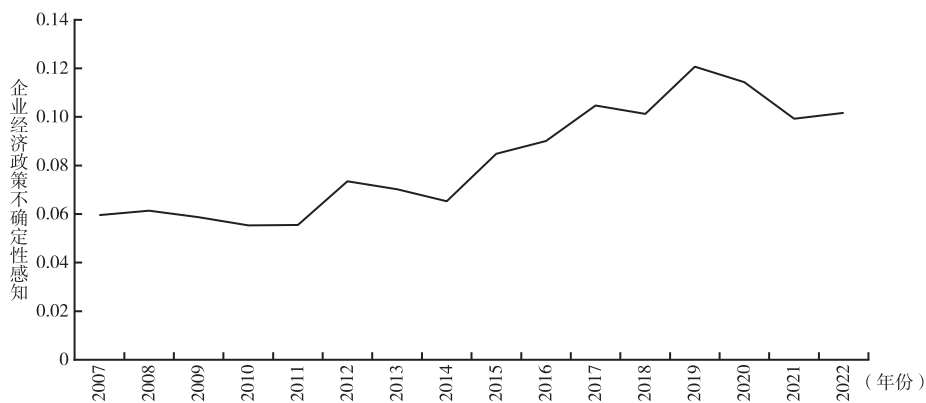


图 3 2007 - 2022 年沪深 A 股上市企业经济政策不确定性感知变化情况

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据计算得到。

本文以 2007 – 2023 年沪深 A 股上市企业为研究对象，构建滞后一期的双向固定效应回归模型，检验企业经济政策不确定性感知与劳动收入份额的关系。结果发现：企业经济政策不确定性感知会显著降低劳动收入份额。在缓解内生性问题、采用多种方式进行稳健性检验后，结论保持不变。考察两者之间的作用机制发现，企业经济政策不确定性感知通过增强企业的预防性动机（如提升现金持有水平和改善运营管理效率）、减少企业的投资支出（如减少长期资产投资和研发支出）、缩减企业的劳动雇佣规模等多条路径作用于劳动收入份额。进一步研究的异质性检验发现，企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额的作用在地区营商环境较差、制造业行业及融资约束程度较高的企业中更显著。关于经济后果的补充检验发现，企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额后，还会降低企业未来一至两期的劳动生产率。

相较于以往研究，本文有三方面的边际贡献。第一，在收入分配领域拓展企业经济政策不确定感知的经济后果。现有学者对宏观经济政策不确定性的作用后果探讨相当丰富，有部分学者关注到企业对经济政策不确定性感知的异质性，并在投资决策领域对企业经济政策不确定性感知的经济后果进行考察，尚没有学者在收入分配领域探究企业经济政策不确定性感知的经济后果。本文以劳动收入份额作为结果变量探析企业经济政策不确定性感知的作用效果，能弥补该不足。第二，从企业经济政策不确定性感知视角完善劳动收入份额的影响因素。关于劳动收入份额的影响因素，已有研究从制度环境、企业行为等多个方面进行了探讨。与本文最为相关的是制度环境的影响，但既有研究重点分析外部制度环境的变迁，缺少从企业个体感知差异角度的探讨，而未考虑个体感知差异的分析显然存在不足。此外，在本文的设定下，企业经济政策不确定感知表征的是企业对外部经济政策变化的整体感知，未局限于某一经济政策，一定程度上能降低聚焦单一经济政策的内生性问题。第三，本文深度解析了企业经济政策不确定性感知影响劳动收入份额的机制路径和异质性结果，为全面了解两者间的逻辑关系提供了有益帮助。此外，本文还补充检验了企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额后的经济后果。这些结论为未来政府经济政策制定和企业经营决策提供了重要启示。

## 二 文献综述与研究假设

### （一）文献回顾

与本文密切相关的两支文献是关于经济政策不确定性和劳动收入份额的研究，两

方面均有丰硕的研究成果。本文试图从丰富的文献中提取主要结论进行回顾和述评,并指出本文研究的价值所在。

关于经济政策不确定性的研究,从衡量指标角度主要分为三类:一是股票市场的隐含波动率(Bloom, 2009);二是利用国家选举或州长竞选等事件冲击(Julio & Yook, 2012);三是分析新闻文本内容构建指数(Baker et al., 2016)。有学者认为,第一类情形更多反映金融市场波动,可能无法刻画经济不确定性;第二类指标虽能捕获不确定性,却是局部特征,不够全面;第三类指标得到更多学者的广泛应用(聂辉华等, 2020)。

从研究对象看,可分为金融部门和实体企业。在金融部门视角下,邓伟等(2022)从商业银行的资产避险行为切入,揭示出经济政策不确定性会对实体经济融资产生负面影响。顾海峰和于家珺(2019)、申宇等(2020)从银行风险承担和贷款损失准备计提角度,也发现经济政策不确定性下商业银行的风险规避或风险管理行为。田国强和李双建(2020)分别从跨境银行资本流出和银行流动性创造角度,发现经济政策不确定性增强的负面效应。Biswas & Zhai(2021)得出相反结论,认为经济政策不确定性会助推银行增加跨境贷款。在实体企业视角下,刘贯春等(2020)发现,经济政策不确定性在负面影响企业固定资产投资的同时,会推动企业投资金融资产。饶品贵等(2017)、Julio & Yook(2012)得到相似结果,认为经济政策不确定性会显著减少企业资本投资。彭俞超等(2018)却发现了经济政策不确定性提升与企业金融化的负相关性。另有学者发现经济政策不确定性对企业研发(Atanassov et al., 2024)和劳务外包(杨国超等, 2023)影响的经济证据。

尽管关于劳动收入份额的研究可追溯至李嘉图,但“卡尔多事实”所强调的长期内各要素在总收入中所占比例保持平稳的假说(Kaldor, 1961)产生了深刻的影响,且在二战后发达经济体的数据中得到有力支持,引致劳动收入份额惯常被设定为常数,较长时期内未能引起学术界的重视(刘亚琳等, 2022)。而西欧国家及美国分别自 20 世纪 80 年代和 90 年代初开始发生的劳动收入份额下降的现象(刘亚琳等, 2022),对“卡尔多事实”提出严峻挑战。Karabarbounis & Neiman(2014)的测算数据更是表明,1975 年之后中国、美国等 46 个国家的劳动收入份额均呈下降趋势。这使得收入分配成为政府和学术界高度关注的热点问题。

在宏观层面,白重恩和钱震杰(2009)证实了中国劳动收入份额下降的事实。考虑到工资收入在中国居民总收入中占据绝对优势,且企业是居民收入的主要来源,使得从微观企业层面研究劳动收入份额的影响因素具有重要意义,相关成果也颇为丰富。

从制度环境角度，现有文献分别发现促使企业提升劳动收入份额的正面因素，如资本市场开放（江轩宇、朱冰，2022）、会计信息质量（江轩宇、林莉，2022）、银行业竞争（丁辉等，2024）、劳动保护（钱雪松、石鑫，2024）、能源强度硬约束（罗良文、罗志鹏，2024）及碳排放交易制度（Xiao et al., 2023），以及负向影响劳动收入份额的因素，如工会（魏下海等，2013）、资本市场配置效率（施新政等，2019）、“营改增”（彭飞等，2022）、户籍制度收紧（冯典状、张卫国，2025）、法定企业所得税税率的降低（Li et al., 2021）、《中华人民共和国社会保险法》实施（Yu et al., 2023）及绿色税收改革（Wei et al., 2023）等。另外，有学者发现企业数字化转型（肖土盛等，2022；Yang et al., 2023）、企业劳动力市场势力（解恩泽、余淼杰，2024）等也会提升或降低企业劳动收入份额。

关于企业劳动收入份额的影响因素，现有学者虽已进行大量研究，并得出颇具参考价值的结论，却未有学者从经济政策不确定性角度解析导致中国劳动收入份额变化的原因。鉴于国内外经济政策复杂多变的现状会持续存在，探讨经济政策不确定性对企业劳动收入份额的影响具有十分重要的理论和现实意义。但正如聂辉华等（2020）所言，现有关于经济政策不确定性的研究多假设所有企业对外界不确定性的感知是同质的。这显然不符合不同主体对不确定性感知存在差异的现实情况（Bloom, 2014）。基于企业对经济政策不确定性感知进行探究的文献，仅有方明月等（2023）、聂辉华等（2020）等少数研究，可能原因是构建企业经济政策不确定性感知的指标存在难度。聂辉华等学者借助证监会《上市公司信息披露管理办法》所作要求，借鉴经典文献的指标构建方法，以上市公司年报信息披露为基础构建的指标数据很好地衡量了不同企业对经济政策不确定性感知的差异，使得相关研究得以开展。本文借助聂辉华等学者构建的企业经济政策不确定性感知数据，试图深入分析和检验企业经济政策不确定性感知对劳动收入份额的影响及作用机制，进一步探析不同情形下两者关系的异质性，为政府制定经济政策和企业采取措施提供启示和借鉴。

## （二）研究假设

企业感知到经济政策不确定性时，可能率先采取预防措施，将分配至劳动要素的资金进行储蓄。如果预期经济政策不确定性会影响投资收益，企业会减少项目投资，这会降低劳动作业负荷。更甚者，企业会缩减劳动雇佣规模，以应对不确定性的影响。因此，本文的理论分析主要从预防性动机、投资支出及劳动雇佣三个方面，探讨企业对经济政策不确定性感知对劳动收入份额的作用机制和影响效果。

第一，企业对经济政策不确定性的感知会增强其预防性动机，进而挤压对劳动要

素收入的支付意愿和能力。不确定性是风险产生的根源。企业根据预期进行决策（方明月等，2023）。基于风险缓释目的，企业更可能采取稳健的财务决策行为。经济政策变化是客观且持续存在的，如果企业预期到外部经济政策变化会进一步增强时，其无法左右政策变化趋势，却能采取经营策略调整予以应对（Bachmann et al., 2021）。提高现金持有水平是企业基于预防性动机应对不利冲击的有效举措（Opler et al., 1999）。顾海峰和于家珺（2019）认为，经济政策不确定性提高会抑制银行承担风险，促使银行计提更多的贷款损失准备（申宇等，2020）和囤积更多的流动性资产，损害实体经济的融资可得性（邓伟等，2022）。因此，企业感知到经济政策不确定性时，会促使其产生外部融资渠道进一步收紧的预期，督促企业提高现金持有水平和加强营运资本管理，缓释可能发生的外部不利冲击（彭俞超等，2018）。企业支付劳动要素收入会导致大量现金流出，不利于企业达到预防性目标。由此可以预期，企业对经济政策不确定性的感知越强，越会减少劳动要素收入支付，进而降低劳动收入份额。

第二，企业对经济政策不确定性的感知会抑制其投资支出，进而影响劳动收入份额。企业对经济政策不确定性的感知干扰其投资决策主要体现在三个方面。首先，依据实物期权理论，可将具有成本高、可逆性低的企业投资视为一项期权（Bernanke, 1983）。企业对经济政策不确定性的感知增强会使其认为当前投资成本更高，经济政策不确定性消除或降低后投资收益更为客观，即延迟项目投资的期权价值更大（聂辉华等，2020），因此企业愿意等待而非直接投资。其次，根据风险厌恶理论，企业偏好将资金配置于风险较低的项目上。企业感知到的经济政策不确定性程度越高，制定项目投资计划时越谨慎（刘贯春等，2020），越会考虑经营环境变动对项目投资收益可预知性的损害，从而抑制企业的项目投资。最后，基于融资约束理论，企业对经济政策不确定性的感知增强，会促使其预判经济政策不确定性对银行信贷政策的影响，如提高融资成本、信贷条件和减少贷款规模（邓伟等，2022；田国强、李双建，2020），使企业预期融资能力会进一步受限，导致企业显著降低项目投资（刘贯春等，2020）。企业减少项目投资会降低劳动收入份额，因为减少项目投资意味着劳动力投入作业时间会减少。同时，一些研究认为研发投资有助于提高劳动收入份额（江轩宇、朱冰，2022），因为研发对高技能劳动力的依赖使企业愿意支付更高水平的薪酬，吸引或保留高技能人才（江轩宇、林莉，2022）。因此，企业对经济政策不确定性的感知对固定资产等项目投资、研发投入等的抑制作用，会显著降低劳动收入份额。

第三，企业对经济政策不确定性的感知还可能影响劳动雇佣决策（Bachmann et al., 2021；Baker et al., 2016），使得劳动收入份额下降。Baker et al.（2016）发现，经济政策不确定性导致美国减少了 230 万个工作岗位。可能的原因是劳动雇佣存在固定或准固定成本（陈胜蓝等，2023），如雇佣前发生的招聘费用和雇佣后需承担的入职培训费、基本工资与社会保险等支出。作为劳动雇佣主体，如果企业判断经济政策预测难度增大，将有动机通过减少劳动雇佣规模节省资金，以应对所处环境日趋复杂化带来的经营风险（饶品贵等，2017）。另外，一些研究认为，经济政策不确定性引致成本加成提高，导致企业对劳动要素的需求下降（许志伟、王文甫，2019）。这是因为劳动要素成本加成提高会放大企业对经济政策不确定性增强的风险感知，进而促使企业减少劳动雇佣规模。在企业收入规模不变的条件下，劳动雇佣规模缩减会使收入分配至劳动要素的基数降低，或者当收入规模下降速度低于劳动雇佣规模下降速度时，同样会导致劳动要素收入规模减小，进而降低劳动收入份额。因此，可以合理推知，企业对经济政策不确定性的感知可能通过缩减劳动雇佣规模，进而降低劳动收入份额。

通过上述分析，本文认为企业对经济政策不确定性的感知更可能通过预防或节流（减少投资和劳动雇佣）减少劳动要素收入分配。因此，本文提出待检验假设：企业对经济政策不确定性的感知会显著降低劳动收入份额。

### 三 研究设计

#### （一）样本选择与数据来源

《上市公司信息披露管理办法》于 2006 年 12 月审议通过并实施，因此本文样本时间范围是 2007 - 2023 年，研究对象为沪深 A 股上市企业。按照常规操作对样本数据进行如下处理：剔除特别处理（ST、\*ST）类上市企业；剔除金融、保险类上市企业；剔除财务数据缺失的样本。经过以上处理后，最终得到 41159 个公司/年观测值。样本数据主要来自聂辉华“白鲨在线”网站（<http://www.niehuihua.com>）和国泰安金融数据库（CSMAR）。为避免离群值的干扰，对所有连续变量在两端 1% 和 99% 处进行缩尾处理。

#### （二）变量定义

##### 1. 被解释变量：企业劳动收入份额（ $Ls$ ）

借鉴丁辉等（2024）、施新政等（2019）的研究，采用本期企业支付给职工的现金



与营业收入的比值衡量企业劳动收入份额。

2. 解释变量：企业经济政策不确定性感知 (*FEPU*)

借鉴方明月等 (2023)、聂辉华等 (2020) 的研究，以年报中“经营情况讨论与分析”部分的词汇总量 (*M*) 为基数，计算此部分经济政策不确定性词汇的数量总和 (*N*)，取两者比值 (*N/M*) 作为企业经济政策不确定性感知 (*FEPU*) 的衡量指标。

3. 控制变量

借鉴江轩宇和朱冰 (2022)、肖土盛等 (2022) 的研究，选取企业规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、盈利能力 (*Roa*)、资本产出比 (*Ppe*)、资本密集度 (*Capital*)、企业年龄 (*Age*)、行业竞争程度 (*HHI*)、董事会规模 (*Bdsize*)、独立董事比例 (*Idp*)、产权性质 (*Soe*) 等企业特征、财务特征及公司治理方面的控制变量。为避免可能遗漏的企业特征因素和时间变化趋势的影响，同时控制了企业固定效应和年份固定效应。为避免反向因果关系的影响，解释变量及控制变量采用滞后一期的数据。变量定义见表 1。

(三) 模型设计

借鉴江轩宇和朱冰 (2022)、肖土盛等 (2022) 的研究，本文构建双向固定效应模型 (1) 对上述假设进行检验：

$$Ls_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FEPU_{i,t-1} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + Firm_i + Year_t + \xi_{i,t} \quad (1)$$

模型 (1) 中，*Ls* 为被解释变量企业劳动收入份额；*FEPU* 为解释变量企业经济政策不确定性感知；*Controls* 为控制变量；*Firm* 为企业固定效应；*Year* 为年份固定效应； $\xi$  为残差项。若 *FEPU* 的回归系数  $\beta_1$  显著为负，说明企业经济政策不确定性感知会显著降低劳动收入份额，假设得到验证。本文所有回归均采用异方差稳健标准误。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业劳动收入份额	<i>Ls</i>	本期企业支付给职工的现金/营业收入
解释变量	企业经济政策不确定性感知	<i>FEPU</i>	具体衡量方式见上文
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	期末资产总额的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	期末负债总额与资产总额的比值
	盈利能力	<i>Roa</i>	净利润与资产总额的比值
	资本产出比	<i>Ppe</i>	固定资产净值与营业收入的比值
	资本密集度	<i>Capital</i>	资产总额与营业收入的比值

续表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	企业年龄	<i>Age</i>	企业成立年限的自然对数
	行业竞争程度	<i>HHI</i>	企业营业收入/行业内营业收入总额的平方和
	董事会规模	<i>Bdsize</i>	董事会人数
	独立董事比例	<i>Idp</i>	独立董事人数与董事会人数之比
	产权性质	<i>Soe</i>	虚拟变量，国有企业为1，非国有企业为0
	企业固定效应	<i>Firm</i>	企业虚拟变量
	年份固定效应	<i>Year</i>	年份虚拟变量

## 四 实证结果与分析

### （一）描述性统计

表2展示了模型(1)中主要变量的描述性统计结果。企业劳动收入份额(*Ls*)的最小值为0.012,显著小于最大值0.650,中位数0.115接近均值0.141。同样,企业经济政策不确定性感知(*FEPU*)的最小值为0.000,与最大值0.428差异较大,均值0.087与中位数0.061接近。这表明企业劳动收入份额与企业经济政策不确定性感知的数据分布均类似正态分布,满足普通最小二乘回归的基本假设。其他变量的数据分布也在合理范围内,为后文多元回归结果的可靠性奠定基础。

表2 描述性统计结果

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Ls</i>	41159	0.141	0.115	0.108	0.012	0.650
<i>FEPU</i>	41159	0.087	0.061	0.091	0.000	0.428
<i>Size</i>	41159	22.070	21.900	1.336	18.970	26.131
<i>Lev</i>	41159	0.431	0.420	0.214	0.051	0.979
<i>Roa</i>	41159	0.037	0.038	0.069	-0.313	0.220
<i>Ppe</i>	41159	0.511	0.317	0.630	0.004	3.878
<i>Capital</i>	41159	2.561	1.889	2.333	0.392	15.840
<i>Age</i>	41159	2.862	2.890	0.363	1.792	3.555
<i>HHI</i>	41159	0.056	0.017	0.084	0.007	0.414
<i>Bdsize</i>	41159	7.589	8.000	1.707	4.000	14.000
<i>Idp</i>	41159	0.427	0.400	0.069	0.333	0.667
<i>Soe</i>	41159	0.380	0.000	0.485	0.000	1.000

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库(CSMAR)计算得到。

(二) 基准回归结果

表 3 显示了基准回归结果。第 (1) 列是在未加入控制变量的条件下, 控制企业和年份固定效应时的回归结果。*FEPU* 的回归系数为 -0.015, 达到 1% 的显著水平。第 (2) 列是在第 (1) 列的基础上, 加入控制变量后的回归结果。*FEPU* 的回归系数下降为 -0.011, 仍达到 5% 的显著水平。这说明在考虑其他可能存在的因素影响后, 企业对经济政策不确定性的感知会显著降低劳动收入份额, 假设得到验证。本文的回归结果具有较强的经济含义。以第 (1) 列为例, 企业对经济政策不确定性的感知每增加 1 单位, 其劳动收入份额将下降 1.5 个百分点, 相较于均值 14.1, 下降了 10.64% (1.5/14.1), 这使得中国企业劳动收入份额本就不高的现状变得更加严峻。

表 3 基准回归结果

	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>
	(1)	(2)
<i>FEPU</i>	-0.015 *** (-2.881)	-0.011 ** (-2.205)
<i>Size</i>		-0.016 *** (-15.370)
<i>Lev</i>		-0.009 ** (-2.113)
<i>Roa</i>		-0.133 *** (-12.820)
<i>Ppe</i>		0.010 *** (4.844)
<i>Capital</i>		0.008 *** (14.182)
<i>Age</i>		0.007 (1.368)
<i>HHI</i>		0.009 (0.872)
<i>Bdsize</i>		0.003 *** (4.216)
<i>Idp</i>		-0.000 (-0.429)
<i>Soe</i>		0.002 (0.528)
<i>Constant</i>	0.115 *** (52.340)	0.423 *** (19.178)

续表

	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>
	(1)	(2)
<i>Firm</i>	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制
样本量	41159	41159
调整的 R <sup>2</sup>	0.702	0.733

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平；括号内数值为对应系数的 t 值。

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库（CSMAR）计算得到。

### （三）内生性问题

#### 1. 工具变量法

本文在模型设定时将解释变量滞后一期并应用双向固定效应模型检验假设，能有效降低企业层面遗漏控制变量问题对回归结果造成干扰，但仍可能存在未考虑的其他因素造成假设检验结果发生偏差。借鉴聂辉华等（2020）的研究，本文采用工具变量法进行处理，并以 Baker et al.（2016）构建的美国经济政策不确定性指数（*AEPU*）作为工具变量<sup>①</sup>。*AEPU* 作为工具变量具有一定合理性。首先，已有研究认为，世界各国的经济政策不确定性之间具有较强的外溢效应（郝大鹏等，2024）。中国与美国在经济行为上高度关联，使得美国经济政策变更如货币政策的出台和调整，会对中国经济政策调整产生影响，从而对中国企业的经济政策不确定性感知产生作用。因此，*AEPU* 与 *FEPU* 满足相关性要求。其次，经济政策调整是宏观因素，且美国经济政策调整更多以美国国内经济发展现状为参考，使得对中国企业劳动收入份额而言，相对外生。因此，*AEPU* 也满足外生性要求。以 *FEPU* 为被解释变量，*AEPU* 为解释变量，代入模型（1）中回归，结果如表 4 第（1）列所示。*AEPU* 的回归系数为 0.036，在 1% 水平上达到显著，回归方程的 F 值为 115.02，大于 10，说明 *AEPU* 与 *FEPU* 相关，且并非弱工具变量。通过第一阶段的回归，获取 *AEPU* 的预测值（*FEPU\_pr*），作为解释变量代入模型（1）中进行第二阶段的回归，结果如表 4 第（2）列所示。*FEPU\_pr* 的回归系数在 1% 水平上显著为负。说明考虑其他可能遗漏因素的干扰后，企业经济政策不确定性感知会显著降低劳动收入份额的结论保持不变。

<sup>①</sup> 参见 [http://www.policyuncertainty.com/china\\_epu.html](http://www.policyuncertainty.com/china_epu.html)。计算方式为按月求和取均值，然后除以 100。

表 4 内生性问题检验结果

	<i>FEPU</i>	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>AEPU</i>	0.036*** (14.428)			
<i>FEPU_pr</i>		-0.620*** (-5.447)		
<i>Treat</i>			-0.001* (-1.767)	
<i>FEPU</i>				-0.002 (-0.454)
<i>Controls/Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Firm</i>	未控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	未控制	未控制	未控制
样本量	41149	41149	40580	41159
调整的 R <sup>2</sup>	0.090	0.734	0.732	0.733

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平；括号内数值为对应系数的 t 值；第 (1) 列为控制行业、年度固定效应的回归结果，为降低回归偏误，回归时剔除行业、年度内仅有 1 个样本的企业。

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安全金融数据库 (CSMAR) 计算得到。

## 2. 倾向得分匹配法 (PSM)

本文假设检验的结果可能是企业规模、资产负债率等可观测因素在不同样本中的差异驱动的结果。为降低这类替代解释的影响，本文采用倾向得分匹配法处理。具体地，设置分组变量 *Treat*，根据省份、行业、年度企业经济政策不确定性感知的中位数，将样本分为高于中位数和低于中位数两组，分别赋值 *Treat* = 1 和 *Treat* = 0。然后，以 *Treat* 为被解释变量，模型 (1) 中的控制变量为协变量，进行卡尺为 0.01 的最邻近距离 1:1 不放回式 Logit 回归。回归前后的平衡测试结果如表 5 所示。可知，除企业规模外，匹配后的两组样本在可观测因素范围内均不存在显著差异，且匹配后偏差均低于 5%，说明经过 PSM 处理后，两组样本通过平衡测试。保留匹配上的样本数据，以 *Treat* 为解释变量<sup>①</sup>，代入模型 (1) 中回归，结果如表 4 第 (3) 列所示。*Treat* 的回归系数为 -0.001，在 10% 水平上显著为负。这说明在剔除不同样本在可观测因素范围内的差异影响后，本文结论保持不变。

① 以 *Treat* 为解释变量，可以更好地对比企业经济政策不确定性感知高低两组间的差异。

表 5 平衡测试结果

变量	分组 (U 为匹配前, M 为匹配后)	均值		偏差 (%)	t 检验	
		处理组	控制组		t	p
Size	U	22.169	21.998	12.800	12.970	0.000
	M	22.088	22.123	-2.600	-2.580	0.010
Lev	U	0.436	0.426	4.800	4.840	0.000
	M	0.431	0.433	-1.200	-1.170	0.240
Roa	U	0.038	0.037	2.000	2.000	0.045
	M	0.038	0.038	-0.400	-0.360	0.718
Ppe	U	0.476	0.541	-10.400	-10.430	0.000
	M	0.483	0.482	0.200	0.250	0.806
Capital	U	2.456	2.649	-8.300	-8.370	0.000
	M	2.484	2.480	0.200	0.150	0.877
Age	U	2.875	2.851	6.700	6.720	0.000
	M	2.868	2.871	-0.800	-0.740	0.462
HHI	U	0.050	0.061	-13.800	-13.850	0.000
	M	0.051	0.052	-1.300	-1.380	0.168
Bdsize	U	-0.002	0.002	-0.300	-0.330	0.738
	M	-0.007	-0.007	0.100	0.050	0.960
Idp	U	-0.011	0.009	-2.000	-1.990	0.046
	M	-0.011	-0.005	-0.600	-0.570	0.566
Soe	U	0.377	0.382	-1.000	-1.040	0.297
	M	0.375	0.373	0.400	0.360	0.720

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库（CSMAR）计算得到。

### 3. 安慰剂检验

可能存在其他因素同时影响企业经济政策不确定性感知和劳动收入份额，使得上文假设检验结果是一种伪效应。借鉴潘越等（2020）的研究，本文采用安慰剂检验排除该替代解释。具体步骤为：生成随机数，按随机数对解释变量排序，将重新排序后的解释变量与原数据进行合并。代入模型（1）中回归。回归结果如表 4 第（4）列所示。*FEPU* 的回归系数为 -0.002，t 值低于 10% 显著水平阈值，说明本文假设检验结果非安慰剂效应驱动。

#### （四）稳健性检验

##### 1. 替换被解释变量

首先，考虑资产负债表中未支付薪酬，替换企业劳动收入份额 ( $Ls1$ ) = (应付职工薪酬变动额 + 本期支付给职工的现金) / 营业收入。其次，借鉴江轩宇和朱冰

(2022) 的研究, 将企业劳动收入份额对数化:  $Ls2 = \ln[Ls/(1 - Ls)]$ , 使其更贴合正态分布特征。依次以  $Ls1$ 、 $Ls2$  为被解释变量代入模型 (1) 中回归, 结果如表 6 第 (1) 列和第 (2) 列所示。 $FEPU$  的回归系数均为负, 至少达到 10% 显著水平。说明替换被解释变量衡量方式后, 本文假设检验结果稳健。

### 2. 替换解释变量衡量方式

将企业经济政策不确定性感知的衡量方式替换为不确定性句子数量/句子总量 ( $FEPU1$ ), 然后以  $FEPU1$  为解释变量代入模型 (1) 中进行回归, 结果如表 6 第 (3) 列所示。 $FEPU1$  的回归系数为  $-0.0005$ , 在 10% 水平上显著为负。这说明解释变量衡量方式的差异对本文假设检验结果的影响较弱。

### 3. 增加省份固定效应

本文在回归模型中控制了企业固定效应, 已经反映企业所处行业特征, 但企业所处地区随时间变化的非经济政策因素也可能影响本文假设检验结果。因此, 本文在模型 (1) 的基础上增加了省份固定效应 ( $Province$ ) 和省份年度交乘项固定效应 ( $Province \times Year$ )。重新估计的结果如表 6 第 (4) 列所示。 $FEPU$  的回归系数为  $-0.009$ , 在 10% 水平上显著为负。这说明在考虑地区非经济政策因素影响后, 假设检验结果不变。

### 4. 剔除信息技术行业影响

一方面, 信息技术行业平均工资较高, 会干扰本文回归结果。另一方面, 信息技术行业在数字技术应用方面水平更高, 会降低企业经济政策不确定性感知 (方明月等, 2023)。因此, 本文在原有样本基础上剔除信息技术行业, 重新回归后的结果如表 6 第 (5) 列所示。 $FEPU$  的回归系数为  $-0.014$ , 在 1% 水平上显著为负。说明考虑信息技术行业的影响后, 假设检验结果依然稳健。

### 5. 考虑新冠疫情影响

新冠疫情冲击导致大量企业的现金流出现困境, 会严重降低企业为职工支付工资的能力, 这使得本文假设检验的结果可能是新冠疫情冲击导致。为降低该替代解释的可能性, 本文设置虚拟变量  $COVID$ 。由于新冠疫情暴发于 2020 年年初, 因此将 2020 年之后的样本赋值为  $COVID = 1$ , 否则赋值为  $COVID = 0$ 。然后将  $COVID$  和  $COVID$  与  $FEPU$  的交乘项 ( $COVID \times FEPU$ ) 放入模型 (1) 中进行回归。若  $COVID \times FEPU$  的回归系数不显著, 说明与新冠疫情前相比, 企业经济政策不确定性感知在新冠疫情期间对其劳动收入份额的影响可以忽略不计。否则, 若  $COVID \times FEPU$  的回归系数显著为负, 则说明即使存在新冠疫情冲击的干扰, 企业经济政策不确定性感知

仍会显著降低其劳动收入份额。回归结果如表 6 第 (6) 列所示。 $COVID \times FEPU$  的回归系数为  $-0.021$ ，在 1% 水平显著为负。因此可以拒绝替代解释，巩固本文假设检验结果的可靠性。

表 6 稳健性检验结果

	$Ls1$	$Ls2$	$Ls$	$Ls$	$Ls$	$Ls$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$FEPU$	$-0.009^*$ (-1.870)	$-0.092^{**}$ (-2.502)		$-0.009^*$ (-1.803)	$-0.014^{***}$ (-2.930)	$-0.005$ (-0.886)
$FEPU1$			$-0.0005^*$ (-1.848)			
$COVID \times FEPU$						$-0.021^{***}$ (-2.651)
$COVID$						$0.065^{***}$ (12.639)
$Controls/Firm/Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Province$	未控制	未控制	未控制	控制	未控制	未控制
$Province \times Year$	未控制	未控制	未控制	控制	未控制	未控制
样本量	41084	41159	41159	41144	38177	41159
调整的 $R^2$	0.737	0.770	0.733	0.734	0.696	0.733

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平；括号内数值为对应系数的 t 值。

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库 (CSMAR) 计算得到。

## 五 作用机制检验

本部分围绕前文的理论分析，对企业经济政策不确定性感知与劳动收入份额之间的作用机制进行考察。具体从企业的预防性动机、投资支出及劳动雇佣三个方面进行检验。借鉴温忠麟等 (2004) 的研究，本文构建模型 (2) 和模型 (3) 对机制变量进行检验。其中， $Ecovar$  为机制变量，其他变量的定义与模型 (1) 一致。具体步骤是，首先检验企业经济政策不确定性感知对  $Ecovar$  的影响；若显著性及方向符合预期，再将解释变量与  $Ecovar$  同时放入模型 (3) 中回归，检验对被解释变量企业劳动收入份额的影响。

$$Ecovar_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FEPU_{i,t-1} + \alpha_2 Controls_{i,t-1} + Firm_i + Year_t + \xi_{i,t} \quad (2)$$



$$Ls_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Ecovar_{i,t} + \gamma_2 FEPU_{i,t-1} + \gamma_3 Controls_{i,t-1} + Firm_i + Year_t + \xi_{i,t} \quad (3)$$

(一) 预防性动机

首先，现金持有能反映企业预防性动机（杨兴全、尹兴强，2018）。借鉴杨兴全和尹兴强（2018）的研究，本文构建企业现金持有衡量指标  $Cash = \text{现金及现金等价物} / (\text{总资产} - \text{现金及现金等价物})$ 。以  $Cash$  为机制变量代入模型（2）和模型（3）中进行回归，结果如表 7 第（1）列和第（2）列所示。其次，营运资金管理也是企业应对外部环境不利冲击的重要举措（彭俞超等，2018），使其具有一定的预防性功能。本文构建营运资金管理衡量指标： $YYZB = (\text{流动资产} - \text{流动负债}) / \text{总资产}$ 。以  $YYZB$  作为机制变量代入模型（2）和模型（3）中进行回归，结果如表 7 第（3）列和第（4）列所示。在第（1）列和第（3）列中， $FEPU$  的回归系数均为正，达到 1% 显著水平，说明企业经济政策不确定性感知会增强其预防性动机。在第（2）列和第（4）列中， $Cash$  和  $YYZB$  的回归系数均为负，至少达到 5% 显著水平，且  $FEPU$  的回归系数的绝对值与表 3 第（2）列相比有所下降。在经济意义方面， $Cash$  和  $YYZB$  的机制效应占比分别为 2.23% 和 22.74%<sup>①</sup>，合计占比为 24.97%，具有较强的经济意义。这说明预防性动机是企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额的作用机制之一。预防性动机的作用机制得到了验证。

表 7 预防性动机的检验结果

	<i>Cash</i>	<i>Ls</i>	<i>YYZB</i>	<i>Ls</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>FEPU</i>	0.049 *** (3.341)	-0.010 ** (-2.128)	0.061 *** (5.941)	-0.008 * (-1.691)
<i>Cash</i>		-0.005 ** (-2.129)		
<i>YYZB</i>				-0.041 *** (-10.454)
<i>Controls/Firm/Year</i>	控制	控制	控制	控制
样本量	41156	41156	41158	41158
调整的 R <sup>2</sup>	0.504	0.734	0.764	0.735

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平；括号内数值为对应系数的 t 值。  
资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库（CSMAR）计算得到。

① 机制效应计算方法为： $\alpha_1 \times \gamma_1 / \beta_1$ 。

## （二）投资支出

本文从长期资产投资和研发投资两个方面衡量企业投资支出情况。首先，借鉴聂辉华等（2020）的研究，构建长期资产投资衡量指标： $INV = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} / \text{总资产}$ 。其次，借鉴江轩宇和朱冰（2022）的研究，构建研发投资的衡量指标： $RD = \text{研发支出} / \text{营业收入}$ 。以  $INV$  和  $RD$  为机制变量，依次代入模型（2）和模型（3）中回归，结果如表8第（1）列至第（4）列所示。第（1）列和第（3）列中， $FEPU$  的回归系数均为负，达到1%显著水平；第（2）列和第（4）列中， $INV$  和  $RD$  的回归系数均为正。在经济意义方面， $INV$  和  $RD$  的机制效应占比分别为2.23%和27.93%，合计占比30.16%，经济意义显著。说明企业经济政策不确定性感知通过减少投资支出，进而显著降低其劳动收入份额。投资支出的作用机制得到验证。

## （三）劳动雇佣

劳动雇佣决策也可能是企业经济政策不确定性感知影响其劳动收入份额的重要作用机制。借鉴余明桂和王空（2022）的研究，本文构建企业劳动雇佣规模的衡量指标： $Labor = \ln(\text{企业期末在职员工人数})$ 。以  $Labor$  为机制变量代入模型（2）和模型（3）中回归，结果如表8第（5）列和第（6）列所示。第（5）列中， $FEPU$  的回归系数为-0.103，在1%水平上显著为负；第（6）列中， $Labor$  的回归系数为0.018，在1%水平上显著为正。 $Labor$  的机制效应占比为16.85%，具有较强的经济意义。说明企业经济政策不确定性感知会显著降低劳动雇佣规模，从而降低其劳动收入份额。这一结果符合预期。

表8 投资支出和劳动雇佣的检验结果

	$INV$	$Ls$	$RD$	$Ls$	$Labor$	$Ls$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$FEPU$	-0.007 *** (-2.740)	-0.011 ** (-2.299)	-0.008 *** (-5.120)	-0.007 (-1.570)	-0.103 *** (-2.812)	-0.008 * (-1.782)
$INV$		0.035 *** (3.602)				
$RD$				0.384 *** (20.406)		
$Labor$						0.018 *** (14.132)
<i>Controls/Firm/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	41109	41109	41159	41159	41130	41130
调整的 $R^2$	0.451	0.737	0.650	0.740	0.892	0.739

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表10%、5%、1%的显著性水平；括号内数值为对应系数的t值。

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库（CSMAR）计算得到。

## 六 进一步研究

本部分首先从城市、行业及企业三个层面，对企业经济政策不确定感知与劳动收入份额的关系进行异质性检验，为两者间的机制提供补充证据。其次，进一步检验企业经济政策不确定感知降低劳动收入份额的经济后果，以完善和深化本文的研究内容。

### （一）异质性分析

#### 1. 营商环境

营商环境优化能够缓和外部经济政策不确定性冲击（于文超、梁平汉，2019）。原因在于营商环境优化体现着经济政策的公开、透明、可预期，在理顺政府与市场关系的同时，能有效降低政府与企业间的信息不对称问题，给企业发展吃上“定心丸”，激发企业投融资、创新创业行为（牛志伟等，2023）。另有研究还发现，营商环境优化会提高居民收入（Gillanders & Whelan, 2014）。因此，本文预期，营商环境优化能缓和与企业经济政策不确定性感知对劳动收入份额的降低作用，使企业经济政策不确定性感知与劳动收入份额的关系在企业所处地区营商环境较差时更显著。借鉴于文超和梁平汉（2019）的研究，本文以王小鲁等（2021）编制的《中国分省份市场化指数报告（2021）》中各省份市场化指数作为企业所处地区营商环境的总体衡量指标<sup>①</sup>。设置虚拟变量 *BusEnv*，根据地区营商环境是否高于年度内营商环境的中位数，将样本数据分为营商环境优、劣两组，分别赋值 *BusEnv* = 1 和 *BusEnv* = 0。将两组数据代入模型（1）中回归，结果如表9第（1）列和第（2）列所示。*FEPU*的回归系数在 *BusEnv* = 0 组中为 -0.015，在 5% 水平上显著，而在 *BusEnv* = 1 组中系数非负且不显著。组间系数显著性差异检验（*Difference*）显示，*FEPU*的回归系数在 *BusEnv* = 0 的组中更显著。该结果符合预期。

#### 2. 行业特征

制造业的行业特征使其更易受经济政策不确定性的影响。制造业具有重资产和劳动密集双重特征。重资产体现为制造业在专用性较强的仪器、设备等资产上进行大量

<sup>①</sup> 《中国分省份市场化指数报告（2021）》的数据起止年份为 2008 - 2019 年，本文借鉴已有研究中的通常做法对 2020 - 2022 年数据进行了补充。因此，此处解释变量和控制变量的样本范围为 2008 - 2022 年。

投资，这些资产难以转变用途，使制造业经营策略调整成本较高。劳动密集体现为制造业的劳动雇佣规模更大，相伴而生的是劳动力成本高昂。在企业预感到经济政策不确定性增强时，有更强的动机进行预防规划或通过缩减劳动雇佣规模节省现金流。因此，本文预期企业经济政策不确定性感知对劳动收入份额的降低作用在制造业中更显著。设置虚拟变量  $Manu$ ，根据证监会上市公司行业分类（2012 版）将样本数据分为制造业和非制造业两组，分别赋值  $Manu = 1$  和  $Manu = 0$ 。代入模型（1）中回归，结果如表 9 第（3）列和第（4）列所示。 $FEPU$  的回归系数在  $Manu = 1$  组中为  $-0.019$ ，达到 1% 显著水平，在  $Manu = 0$  组中回归系数大于 0 但不显著。组间系数显著性差异检验支持  $FEPU$  在  $Manu = 1$  组中更显著。这一结果符合预期。

### 3. 融资约束

融资约束能反映企业面临危机或风险时的应变能力。融资约束程度高会增强企业的预防性动机，从而放大企业经济政策不确定性感知对劳动收入份额的降低作用。因此，本文预期企业经济政策不确定性感知对劳动收入份额的降低作用在融资约束程度高的企业中更显著。张饶和杨小伟（2025）研究认为，供应链金融将企业与银行等多方主体融入同一生态圈，能有效提升企业获取外部资源的能力，从而缓解企业的融资约束问题。借鉴张饶和杨小伟（2025）的研究，本文以应收款项融资季度均值除以资产总额衡量企业参与供应链金融的融资规模，并测度企业的融资约束程度<sup>①</sup>。根据行业和年度企业融资约束程度的中位数，本文将样本数据分为融资约束程度低和高两组，分别赋值为  $AR = 1$  和  $AR = 0$ 。代入模型（1）中进行回归，结果如表 9 第（5）列和第（6）列所示。 $FEPU$  的回归系数在  $AR = 0$  组中在 5% 水平上显著为负，而在  $AR = 1$  组中虽为负，但不显著。组间系数显著性差异检验支持  $FEPU$  的回归系数在两组中存在显著差异。这一结果符合预期。

表 9 异质性分析检验结果

	$Ls$	$Ls$	$Ls$	$Ls$	$Ls$	$Ls$
	$BusEnv = 1$	$BusEnv = 0$	$Manu = 1$	$Manu = 0$	$AR = 1$	$AR = 0$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$FEPU$	0.001 (0.187)	-0.015 ** (-2.307)	-0.019 *** (-3.825)	0.008 (0.766)	-0.006 (-0.747)	-0.033 ** (-2.210)

① 上市企业从 2019 年开始披露应收款项融资数据。因此，此处解释变量和控制变量的样本范围是 2019 - 2022 年。

续表

	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>	<i>Ls</i>
	<i>BusEnv</i> = 1	<i>BusEnv</i> = 0	<i>Manu</i> = 1	<i>Manu</i> = 0	<i>AR</i> = 1	<i>AR</i> = 0
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Controls/Firm/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Difference</i>	-0.016 (0.072)		0.027 (0.010)		-0.027 (0.070)	
样本量	17053	22732	26977	14182	6884	7690
调整的 R <sup>2</sup>	0.780	0.734	0.717	0.774	0.920	0.862

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平；括号内数值为对应系数的 t 值；*Difference* 为费舍尔组间系数显著性差异抽样 500 次的检验结果。

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库（CSMAR）计算得到。

## （二）经济后果

如上所述，劳动收入份额衡量劳动要素参与初次分配的占比。提升劳动收入份额是对劳动者工作成果的认可，能使劳动者在未来生产中更具积极性，从而提升未来劳动产出。但本文研究结果表明，企业经济政策不确定性感知显著降低了劳动收入份额，这如何进一步影响未来劳动产出，值得进一步检验。劳动生产率是指单位劳动投入带来的产出（蔡昉，2021）。本文借鉴牛志伟等（2023）的研究，构建企业劳动生产率的衡量指标： $LabPro = \ln(\text{营业收入}/\text{期末在职员工人数})$ 。以未来一期（+1）和未来两期（+2）的 *LabPro* 为被解释变量，将 *FEPU*、*Ls* 及两者交乘项（ $FEPU \times Ls$ ）放入模型（1）中回归，关注  $FEPU \times Ls$  的回归系数方向及显著性，结果如表 10 所示。 $FEPU \times Ls$  的回归系数均为负，至少达到 10% 显著水平。说明企业经济政策不确定性感知在降低劳动收入份额后，还会进一步降低未来企业的劳动生产率，从而不利于企业未来发展。

表 10 经济后果检验

	<i>LaPro</i> <sub>+1</sub>	<i>LaPro</i> <sub>+2</sub>
	(1)	(2)
$FEPU \times Ls$	-1.041 ** (-2.321)	-1.032 * (-1.684)
<i>Ls</i>	-4.597 *** (-49.337)	-2.904 *** (-22.668)
<i>FEPU</i>	0.147 ** (2.258)	0.138 * (1.654)

续表

	<i>LaPro</i> <sub>+1</sub>	<i>LaPro</i> <sub>+2</sub>
	(1)	(2)
<i>Controls/Firm/Year</i>	控制	控制
样本量	33869	31271
调整的 R <sup>2</sup>	0.834	0.774

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平；括号内数值为对应系数的 t 值。

资料来源：根据聂辉华“白鲨在线”网站数据和国泰安金融数据库（CSMAR）计算得到。

## 七 结论与政策建议

复杂多变的外部经济政策会塑造企业预期，从而影响企业经营决策。收入在劳资之间的初次分配是企业创造财富后最重要的经营决策之一。本文构建理论分析框架探究企业经济政策不确定性感知对劳动收入份额的影响，以 2007 - 2023 年沪深 A 股上市企业为研究对象，实证检验发现企业经济政策不确定性感知会显著降低劳动收入份额。机制分析表明，具有预防性功能的现金持有和营运资本管理、投资支出中的长期资产投资和研发支出以及劳动雇佣规模，是企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额的重要作用渠道。进一步分析表明，企业经济政策不确定性感知降低劳动收入份额的作用，在企业所在地区营商环境较差、制造业及融资约束程度较高的企业中更为显著，且该效应对企业未来劳动生产率的提升具有抑制作用。

本研究结论对政府经济政策制定和企业实践具有重要启示。第一，政府应重视企业对经济政策不确定性的感知对劳动收入份额的负面影响。企业的经营决策根植于所处的制度环境，而政府的经济政策是企业面临的最重要的外部制度因素之一。根据本研究结论，政府经济政策不仅直接调控企业经营行为，还能通过企业对经济政策走势的感知产生影响。例如，企业对经济政策不确定性的感知会对劳动收入份额产生显著负面影响。因此，政府在制定和出台经济政策时，应避免无征兆的调整，应更加注重连续性，从而增强企业的可预期性。政府可以在政策出台前更多地调研和征求市场参与主体的意见，营造更加公开、透明、可预期的营商环境，让企业提前了解政府意愿，有助于缓和政府与企业的信息不对称问题，从而有助于实现居民收入增长等宏观调控目标。

第二，企业应强化对外部经济政策变化的监测，避免依赖降低劳动收入份额应对

不利冲击。需要明确的是，无论是发达国家还是发展中国家的经济政策调整都是不可避免的。由于劳动要素参与收入分配的程度会影响劳动者的未来生产投入积极性，即使企业预感到经济政策不确定性增强，也应避免急于减少劳动收入份额，否则可能导致本研究发现的结果：企业在感知到经济政策不确定性后降低劳动收入份额，会抑制企业未来劳动生产率的提升。因此，企业应建立完备的经济政策监控和应对机制，如成立经济政策研读小组，定期评估与报告，增强企业对经济政策调控的解读和预判能力，有助于降低经济政策不确定性对企业决策的负面影响。

第三，政府或企业在优化政策措施以降低企业对经济政策不确定性感知的负面影响过程中，应重视预防性动机、投资支出、劳动雇佣规模等机制的作用，通过阻断传导路径抑制其负面影响。例如，优化营商环境以引导企业进行创新创业投资，发展和应用供应链金融等新型融资工具以缓解企业融资约束问题。另外，还应兼顾行业特征差异，在引导制造业发展时充分考虑其行业特征，以增强经济发展潜力。

### 参考文献：

- 白重恩、钱震杰（2009），《国民收入的要素分配：统计数据背后的故事》，《经济研究》第3期，第27-41页。
- 蔡昉（2021），《生产率、新动能与制造业——中国经济如何提高资源重新配置效率》，《中国工业经济》第5期，第5-18页。
- 陈胜蓝、王鹏程、马慧、刘晓玲（2023），《〈中小企业促进法〉的稳就业效应——基于政府信用体系建设视角》，《管理世界》第9期，第52-68页。
- 邓伟、宋清华、杨名（2022），《经济政策不确定性与商业银行资产避险》，《经济学（季刊）》第1期，第217-236页。
- 丁辉、刘新恒、李广众（2024），《银行业竞争提高企业劳动收入份额——来自中国制造业上市公司的经验证据》，《经济学（季刊）》第4期，第1343-1357页。
- 方明月、聂辉华、阮睿、沈昕毅（2023），《企业数字化转型与经济政策不确定性感知》，《金融研究》第2期，第21-39页。
- 冯典状、张卫国（2025），《户籍制度改革与劳动收入份额》，《劳动经济研究》第1期，第82-103页。
- 顾海峰、于家珺（2019），《中国经济政策不确定性与银行风险承担》，《世界经济》第

- 11 期, 第 148 - 171 页。
- 郝大鹏、刘元春、方意 (2024), 《双循环背景下外部经济政策不确定性负向冲击的化解研究: 基于企业投资行为视角》, 《财贸经济》第 4 期, 第 141 - 156 页。
- 何超、李延喜、李翹楚、丁晨晨 (2022), 《不确定性感知视角下企业跨国投资决策研究: 基于企业年报文本的分析》, 《世界经济研究》第 7 期, 第 59 - 75 页。
- 江轩宇、林莉 (2022), 《会计信息可比性与劳动收入份额》, 《金融研究》第 4 期, 第 57 - 76 页。
- 江轩宇、朱冰 (2022), 《资本市场对外开放与劳动收入份额——基于沪深港通交易制度的经验证据》, 《经济学 (季刊)》第 4 期, 第 1101 - 1124 页。
- 刘贯春、刘媛媛、张军 (2020), 《经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势》, 《经济学 (季刊)》第 5 期, 第 65 - 86 页。
- 刘亚琳、申广军、姚洋 (2022), 《我国劳动收入份额: 新变化与再考察》, 《经济学 (季刊)》第 5 期, 第 1467 - 1488 页。
- 罗良文、罗志鹏 (2024), 《能源强度硬约束的分配效应: 劳动收入份额视角》, 《劳动经济研究》第 4 期, 第 117 - 140 页。
- 聂辉华、阮睿、沈吉 (2020), 《企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置》, 《世界经济》第 6 期, 第 77 - 98 页。
- 牛志伟、许晨曦、武瑛 (2023), 《营商环境优化、人力资本效应与企业劳动生产率》, 《管理世界》第 2 期, 第 83 - 100 页。
- 潘越、汤旭东、宁博、杨玲玲 (2020), 《连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋》, 《中国工业经济》第 2 期, 第 136 - 164 页。
- 鹏飞、许文立、吴华清 (2022), 《间接税减税与劳动收入份额——来自“营改增”政策的证据》, 《经济学 (季刊)》第 6 期, 第 2021 - 2040 页。
- 彭俞超、韩珣、李建军 (2018), 《经济政策不确定性与企业金融化》, 《中国工业经济》第 1 期, 第 137 - 155 页。
- 钱雪松、石鑫 (2024), 《加强劳动保护提高了劳动收入份额吗? ——基于〈劳动合同法〉实施的经验研究》, 《经济学 (季刊)》第 1 期, 第 286 - 302 页。
- 饶品贵、岳衡、姜国华 (2017), 《经济政策不确定性与企业投资行为研究》, 《世界经济》第 2 期, 第 27 - 51 页。
- 申宇、任美旭、赵静梅 (2020), 《经济政策不确定性与银行贷款损失准备计提》, 《中国工业经济》第 4 期, 第 154 - 173 页。



- 施新政、高文静、陆瑶、李蒙蒙 (2019), 《资本市场配置效率与劳动收入份额——来自股权分置改革的证据》, 《经济研究》第 12 期, 第 21 - 37 页。
- 田国强、李双建 (2020), 《经济政策不确定性与银行流动性创造: 来自中国的经验证据》, 《经济研究》第 11 期, 第 19 - 35 页。
- 王小鲁、胡李鹏、樊纲 (2021), 《中国分省份市场化指数报告 (2021)》, 北京: 社会科学文献出版社。
- 魏下海、董志强、黄玖立 (2013), 《工会是否改善劳动收入份额? ——理论分析与来自中国民营企业的经验证据》, 《经济研究》第 8 期, 第 16 - 28 页。
- 温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云 (2004), 《中介效应检验程序及其应用》, 《心理学报》第 5 期, 第 614 - 620 页。
- 肖土盛、孙瑞琦、袁淳、孙健 (2022), 《企业数字化转型、人力资本结构调整与劳动收入份额》, 《管理世界》第 12 期, 第 220 - 237 页。
- 解恩泽、余森杰 (2024), 《制造业企业劳资收入分配改善了么? ——来自劳动力市场竞争性角度的实证证据》, 《管理世界》第 6 期, 第 92 - 117 页。
- 许志伟、王文甫 (2019), 《经济政策不确定性对宏观经济的影响——基于实证与理论的动态分析》, 《经济学 (季刊)》第 1 期, 第 23 - 50 页。
- 杨国超、魏爽、院茜、龚强 (2023), 《企业为何选择劳务外包——基于经济政策不确定性的解释》, 《中国工业经济》第 9 期, 第 136 - 154 页。
- 杨兴全、尹兴强 (2018), 《国企混改如何影响公司现金持有?》, 《管理世界》第 11 期, 第 93 - 107 页。
- 于文超、梁平汉 (2019), 《不确定性、营商环境与民营企业经营活力》, 《中国工业经济》第 11 期, 第 136 - 154 页。
- 余明桂、王空 (2022), 《地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣》, 《经济研究》第 2 期, 第 58 - 72 页。
- 张娆、杨小伟 (2025), 《供应链金融与企业劳动生产率》, 《南开经济研究》第 2 期, 第 122 - 142 页。
- Atanassov, Julian, Brandon Julio & Tiecheng Leng (2024). The Bright Side of Political Uncertainty: The Case of R&D. *The Review of Financial Studies*, 37 (10), 2937 - 2970.
- Bachmann, Rüdiger, Kai Carstensen, Stefan Lautenbacher & Martin Schneider (2021). Uncertainty and Change: Survey Evidence of Firms' Subjective Beliefs. *NBER Working Paper*, No. 29430.

- Baker, Scott, Nicholas Bloom & Steven Davis (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), 1593 – 1636.
- Bernanke, Ben (1983). Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98 (1), 85 – 106.
- Biswas, Sonny & Wei Zhai (2021). Economic Policy Uncertainty and Cross-Border Lending. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101867.
- Bloom, Nicholas (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*, 77 (3), 623 – 685.
- Bloom, Nicholas (2014). Fluctuations in Uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28 (2), 153 – 176.
- Gillanders, Robert & Karl Whelan (2014). Open for Business? Institutions, Business Environment and Economic Development. *Kyklos*, 67 (4), 535 – 558.
- Julio, Brandon & Youngsuk Yook (2012). Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance*, 67 (1), 45 – 83.
- Kaldor, Nicholas (1961). Capital Accumulation and Economic Growth. In Douglas Hague (ed.), *The Theory of Capital: Proceedings of a Conference Held by the International Economic Association*. London: Palgrave Macmillan, pp. 177 – 222.
- Karabarbounis, Loukas & Brent Neiman (2014). The Global Decline of the Labor Share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129 (1), 61 – 103.
- Li, Bing, Chang Liu & Stephen Teng Sun (2021). Do Corporate Income Tax Cuts Decrease Labor Share? Regression Discontinuity Evidence from China. *Journal of Development Economics*, 150, 102624.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, René Stulz & Rohan Williamson (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52 (1), 3 – 46.
- Wei, Xiaohai, Feng Jiang & Yu Chen (2023). Who Pays for Environmental Protection? The Impact of Green Tax Reform on Labor Share in China. *Energy Economics*, 125, 106862.
- Xiao, De, Fan Yu & Chenhao Guo (2023). The Impact of China's Pilot Carbon ETS on the Labor Income Share: Based on an Empirical Method of Combining PSM with Staggered DID. *Energy Economics*, 124, 106770.
- Yang, Guang-Zhao, Deng-Kui Si & Guang-Jie Ning (2023). Does Digital Transformation Reduce the Labor Income Share in Enterprises? *Economic Analysis and Policy*, 80, 1526 – 1538.

Yu, Jingyuan, Heyun Zhao & Longjiong Mo (2023). Can Social Insurance Contributions Boost Labor Share? Evidence from China's Social Insurance Law. *Economic Analysis and Policy*, 80, 701 – 715.

## **Firms' Perception of Economic Policy Uncertainty and Labor Income Share**

Yang Xiaowei<sup>1</sup>, Zhang Rao<sup>1</sup> & Zhang Zhiqiang<sup>2</sup>

(School of Finance, Nanjing Agricultural University<sup>1</sup>;

School of Accounting, Luoyang Institute of Science and Technology<sup>2</sup>)

**Abstract:** This study investigates the relationship between firms' perception of economic policy uncertainty and their labor income distribution decisions, drawing on empirical evidence from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2007 to 2023. The findings demonstrate that firms' perception of economic policy uncertainty significantly negatively impacts labor income share. The mechanism analysis reveals that enhanced precautionary motives and reductions in investment expenditure and employment scale are key channels mediating this relationship. Further heterogeneity analysis indicates that the negative effect is particularly pronounced among firms operating in regions with poor business environments, in the manufacturing sector, and under severe financing constraints. The reduced labor income share resulting from perceived economic policy uncertainty inhibits firms' labor productivity improvements. The significance of these findings lies in their contribution to understanding both the economic consequences of firms' perception of policy uncertainty and the determinants of labor income share. These insights provide valuable guidance for governments in formulating economic policies to achieve income growth.

**Keywords:** perception of economic policy uncertainty, labor income share, precautionary motives, investment expenditure, employment

**JEL Classification:** D22, D25, D31

(责任编辑: 西 贝)