

学校编码: 10384  
学号: 15620141152093

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

廈門大學

硕士学位论文

# 政策不确定性与公司长期投资

Policy Uncertainty and  
the Long-term Investment of Companies

杜宇梅

指导教师姓名: 黄娟娟 副教授

专业名称: 保险 硕士

论文提交日期: 2017 年 4 月

论文答辩时间: 2017 年 4 月

学位授予日期: 2017 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2017 年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘 要

在全球经济面临下行的大背景下，各国政府机构以及监管机构都在全球经济金融中扮演着积极的角色，接踵而来的便是各国频繁地出台各类政策法规，尤其是在被媒体形容为“黑天鹅齐飞”的 2016 年，各国政府的下一步行动变得更加难以预测。而公司在这种环境中运行，自然面临着不小的政策不确定风险。本文的研究对象和研究变量均来源于此。国内学者陈国进等人利用芝加哥大学和斯坦福大学联合发布的经济政策不确定指数（EPU Index），探讨了经济政策不确定性对企业行为的影响以及作用机制。本文在系统性地介绍了这些不确定性尤其是政策不确定性文献的基础上，补充并扩展了前人的研究，增大了构建指数的样本，运用更科学的编程技术，构建了属于中国的政策不确定性指数，并讨论了政策不确定性对公司长期投资的影响方向和程度。

为达到上述目的，本文构建了政策不确定性指数（PU Index）。选择了《经济日报》、《21 世纪经济报道》等十大经济金融类报纸，利用机器学习的方法，让电脑学习并分类了所下载的 4 万多篇文章，据此构建了本文的政策不确定性指数。然后，本文以 A 股上市公司为样本，以 2006 年第一季度到 2016 年第一季度为样本时间，选取了 CSMAR 数据库里的公司各类财务报表季度指标进行回归分析。回归结果表明，政策不确定性与公司长期投资存在显著的负相关关系，说明政策不确定性的增加会抑制公司的长期投资。为进一步分析影响两者关系的其他因素，本文还将公司按照以下三个因素进行了分类，包括公司性质，所处行业以及投资的不可逆程度，分别回归后对其影响程度和方向进行了对比分析。分析结果表明，在民营企业 and 投资不可逆程度高的公司，政策不确定性对公司长期投资的抑制效应更明显；不同的行业受政策不确定的影响效果相差较大，政策不确定性对水利环境、公共设施行业的抑制效果最明显。另外，本文还从指标的选择和构建以及内生性问题两个方面，对实证模型进行了稳健性检验。

本文的创新之处在于政策不确定性指标的构建。利用机器学习来分类报纸文章，从宏观的层面量化了政策不确定性，是当今研究政策不确定性方面的有效拓展。

**关键词：**政策不确定；公司长期投资；机器学习

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## Abstract

In the background of the global economy facing downward, all national government agencies and regulators play an active role in global economy, and frequently introduce various policies and regulations, especially in the so-called 'Black Swan Event' year of 2016. The next steps took by governments have become more difficult to predict. Operating in such environment, it's undoubt that the companies face with huge policy uncertainty. Domestic scholars such as Guojin Chen use economic policy uncertainty index which is jointly issued by the University of Chicago and Stanford University to discuss the influence of economic policy uncertainty on corporate behavior and its mechanism. In this paper, after systematically introducing the literature about uncertainty, especially on policy uncertainty, we complement and expand the study of scholars, quantify policy uncertainty by increasing the sample size used to build the index and applying more scientific programming techniques, and then discuss the impact of policy uncertainty on the companies' long-term investment.

To achieve the above purpose, we build the policy uncertainty index (PU index). We choose Top 10 economic and financial newspapers such as Economic Daily, 21st Century Economic Report, and after the computer learning process, we classify more than 40,000 articles, then we get the most important explanatory variable PU index. Next, based on quarterly data of companies in Chinese A-share market which ranges from 2006-Q1 to 2016-Q1, we build a regression model, and the result shows the relationship between policy uncertainty and companies' long-term investment is significant negative which means policy uncertainty has inhibitory effect on companies' long-term investment. To further analyze the other factors that affect the relationship between the two variables, companies are classified according to the following three factors which are the nature of the company's equity, the industry and the irreversibility of investment. Then the direction and the degree of influence are analyzed based on those regressions. Empirical results show that policy uncertainty on the companies' long-term investment inhibitory effect is more obvious in private companies and companies with highly irreversible investment. The impacts of policy uncertainty on different industries are quite different, and the impact of policy uncertainty on the water environment and the public facilities industry has the most obvious inhibitory effect. In addition, the robustness of the empirical model is tested in two aspects on the selection and construction of indicators and also deal with endogenous issues.

The innovation of this paper is the construction of policy uncertainty index. Quantifying policy uncertainty from the macro level using computer learning technology is the effective expansion of today's research about policy uncertainty.

**Key Words** : Policy Uncertainty; the Long-term Investment of Companies;  
Computer learning

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目录

<b>第一章</b>	<b>导论</b>	<b>1</b>
第一节	研究背景与意义	1
第二节	研究方法思路	3
第三节	本文研究框架	4
第四节	可能的创新	6
<b>第二章</b>	<b>文献综述</b>	<b>7</b>
第一节	政策不确定性相关研究	7
第二节	公司投资相关研究	11
第三节	不确定性与公司投资的相关研究	12
<b>第三章</b>	<b>变量选择与构建</b>	<b>15</b>
第一节	研究样本和数据处理	15
第二节	解释变量	15
第三节	政策不确定性指数与 EPU 指数	20
第四节	被解释变量和控制变量	22
<b>第四章</b>	<b>实证研究</b>	<b>24</b>
第一节	模型与研究假设	24
第二节	回归分析	24
第三节	影响二者关系的因素拓展	29
<b>第五章</b>	<b>稳健性检验和内生性问题</b>	<b>35</b>
第一节	稳健性分析	35
第二节	内生性问题	38
<b>第六章</b>	<b>主要结论、启示与未来展望</b>	<b>39</b>
第一节	主要结论和启示	39
第二节	对未来的展望	40
	参考文献	42
	致谢	47

## CONTENTS

<b>Chapter1</b>	<b>Introduction</b> . . . . .	<b>1</b>
Section1	Research Background and Significance .....	1
Section2	Research Idea and Method .....	3
Section3	Research Frame work .....	4
Section4	Major Contribution and Innovations of Research .....	6
<b>Chapter2</b>	<b>Literature Overview</b> . . . . .	<b>7</b>
Section1	Overview of Research on Policy Uncertainty .....	7
Section2	Overview of Research on Investment of Companies .....	11
Section3	Overview of Research on the relationship of Uncertainty and Investment of Companies .....	12
<b>Chapter3</b>	<b>Selection and Construction of Variables</b> . . . . .	<b>15</b>
Section1	Samples and Data Process.....	15
Section2	Explanatory Variables.....	15
Section3	Policy Uncertainty Index and EPU Index .....	20
Section4	Explained Variable and Control Variables .....	22
<b>Chapter4</b>	<b>Empirical Results Analysis.</b> . . . . .	<b>24</b>
Section1	Model and Research Hypotheses.....	24
Section2	Regression Analysis .....	24
Section3	Further Development on the Relationship of Variables .....	29
<b>Chapter5</b>	<b>Robustness Test and Endogenous issues.</b> . . . . .	<b>35</b>
Section1	Robustness Test on Different construction methods of Variables...35	
Section2	Endogenous issues.....	38
<b>Chapter6</b>	<b>Conclusions and Recommendations</b> . . . . .	<b>39</b>
Section1	Major Conclutions and Policy Recommendations.....	39
Section2	Further Research .....	40
<b>Reference</b> .....		<b>42</b>
<b>Acknowledgements</b> .....		<b>47</b>

## 第一章 导论

### 第一节 研究背景与意义

从 2008 年全球金融危机以来，美国财政悬崖、欧洲主权债务危机、美国量化宽松政策到 2016 年底美联储进入加息周期，全球不断上演经济大片。尤其是被媒体形容为“黑天鹅群舞”的 2016 年更是让未来的经济走势扑朔迷离。

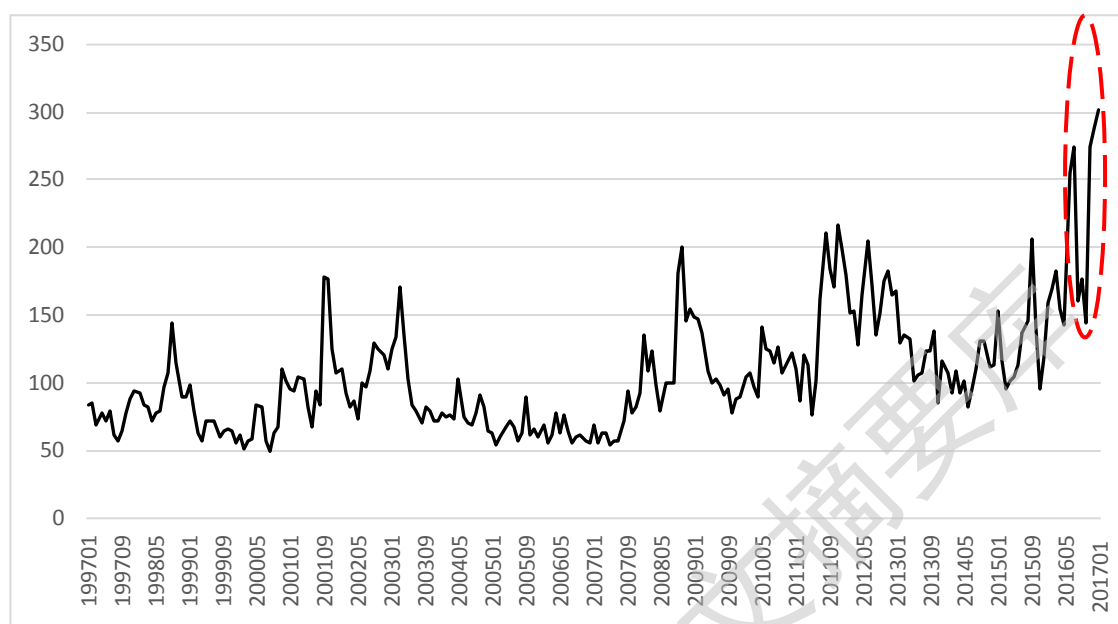
2016 年 6 月 23 日，英国民众通过公投确认退出欧盟。在此之前，许多大数据以及民意调查均显示，英国大概率留欧。而国内许多媒体机构也预测英国不会脱欧。英国意外脱欧引发的全球避险情绪增加了各国政府采取应对政策的可能性，但英国脱欧的后续进程至今仍存不确定，事件带来的影响以及各国对此可能采取的措施也处于猜测中。

2016 年 11 月 9 日，黑天鹅再次发生。特朗普击败希拉里成为第 58 届美国总统。特朗普激进的言论，竞选期间的多次演讲显示出他“迥然不同”的政治风格，特朗普政策的不可预测性成为近期各国面临的主要风险。随着特朗普上台，TPP 是否搁浅，美联储是否加息，是否阻止全球化，是否会出现明显的贸易保护主义，这些问题都是悬在各国政府头上的达摩克利斯之剑。

2016 年 12 月 4 日，意大利宪法改革全民公投失败，总理伦齐公投后提出辞职，欧洲政坛又飞出一只“黑天鹅”。甚至有言论表示，意大利步可能继英国后发起脱欧公投。近几个月的事件使得“欧盟即将完蛋”的说法不在少数。

2016 年 12 月 15 日，美联储在 12 月声明中如期加息 25 个基点，联邦基金利率从 0.25%—0.5%调升到了 0.5%—0.75%。另外美联储的决议声明显示，2017 年预计加息三次。国内各机构纷纷预测加息对国内外经济产生的影响。

展望 2017 年，欧洲将迎来一大波选举事件，已有不少机构和媒体对 2017 年的黑天鹅事件进行预测，动荡的全球还要放飞多少黑天鹅不得而知。各国政府和央行的措施也在这样的环境中变得无法预测，由斯坦福大学和芝加哥大学共同发布的全球经济政策不确定指数（GEPU Index）已经达到历史高峰。



注：数据来源：[www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com) .Baker、Bloom、Davis (2016)<sup>1</sup>。

图 1 全球经济政策不确定指数

以上事件的背后，均反映出一个事实：意料之外的事件接连发生，当今的经济环境已动荡不堪。在全球经济面临下行的背景下，各国政府机构以及监管机构都在全球经济金融中扮演着积极的角色，接踵而来的便是各国频繁地出台各类政策法规。而公司在这种环境中运行，自然面临着不小的政策不确定风险。

为了应对来自国际市场以及国内市场的冲击，处在漩涡中的中国也不免频繁开展大动作。面对愈演愈烈的热点城市房地产泡沫，2016年十一期间，各地方政府紧急出招，旨在缓解由高房价带来的各种矛盾和风险。而有的城市却又在出台各项政策去库存；如今中国GDP增长速度跌破7%，2016政府工作报告更是把经济增长预期目标设定在6.5%至7%，为达成“十三五”期间年均GDP增速6.5%以上的目标，房地产和基建轮番站岗，政府鼓励“PPP”模式，势在保持GDP的高速增长；2016年间，人民币兑美元汇率以“胆战心惊”的速度冲破整点关口。2016年1月初，即期汇率首次挑战6.60，五个半月后突破6.60，7月中，即期汇率挑战6.70，两个半月后突破6.70，面对如此凶猛的贬值趋势，央行出面引导预期：人民币不存在长期贬值的基础，但随后仅用一个月，6.80即失守，现如今已突破6.90，央行似乎已默认了现如今的贬值，加上美联储进入加息周期，人民币

贬值到何处还得看央行和美联储的博弈；再者，银行业不良“双升”，制造业尤其是钢铁行业危机等事件，中国政府及相关机构不得不实施相应对策。但是，实施什么政策，在什么时候实施某项政策以及实施的政策会给市场带来什么样的影响，都不得而知，而这些都是市场参与者面临的不确定性。在“十三五”计划开局之际，为提振市场信心，全面实现“十三五”目标，相信中国以及中国企业接下来的路还很长。

不管是从宏微观理论上还是实务上均有证据表明，不确定性的存在会导致企业减少投资。而本文探讨的政策不确定性将关注点落在了政策身上，探讨了与政策有关的各种不确定对公司长期投资的影响。这在现如今动荡的国际经济环境中具有十分明显的意义。

国内外研究公司投资的文章有很多，但是另一方面，国外学者针对不确定性对经济及经济主体的影响研究是比较多的，而纵观国内，自己构建不确定性指标来研究其对经济各个主体影响的文章很少。尤其是站在一个宏观的角度，建立一个量化的政策不确定指标分析不确定性对公司投资的影响的几乎没有。所以本文的研究借鉴国外研究政策不确定性的方法，构建衡量政策不确定性的指标，探讨其对公司投资偏好的影响。一方面，这丰富了国内关于量化分析政策不确定性的研究，同时也丰富了国内影响公司投资的因素研究；另一方面，给政策制定者以明确的证据表示政策的不确定性对公司长期投资造成的负面影响有可能与实施某项政策的以刺激经济增长的初衷相违背，这对以后政策实施的考量具有一定的指导意义。

## 第二节 研究方法思路

本文通过对现有文献的总结，利用实证分析的方法，研究了我国政策不确定性对公司长期投资的影响。

本文的文献总结部分，首先梳理了本文研究的两个重要变量——公司长期投资和政策不确定性的相关文献，并整理了之前各位学者采用不同的衡量政策不确定性的方法指标以及他们的研究内容与结论。根据他们的理论分析和实证分析的结果，本文提出了政策不确定性与公司长期投资存在负相关关系的假设。最后，针对不同的公司特征，本文还从公司性质，公司所在行业以及投资的不可逆程度

三个角度出发，探讨了公司长期投资对政策不确定性的敏感程度。

本文的实证部分以我国 A 股上市公司为样本，以其 2006 至 2016 年一季度的季度资本支出数据为被解释变量，以政策不确定性指数(PU Index)为解释变量，进行了回归分析。首先本文投入了大量的精力构建了政策不确定性指数，其展现了过去十年以来政策不确定性的变化情况。本文实证部分包括了两部分，分为了全样本和分类样本。第一部分在对相关文献进行总结和梳理后，初步预期公司长期投资与其政策不确定性指数的正负相关性，并依据构建的理论模型进行回归，分析政策不确定性对公司长期投资的影响；第二部分，按照本文的三个调节变量分别对全样本进行分组。分组目的是为了检验政策不确定性对公司长期投资的影响是如何随着不同公司性质，不同行业以及不同的投资不可逆程度变化而变化。

### 第三节 本文研究框架

#### 一、研究内容

本文的主要内容包括两个方面。第一个方面是构建政策不确定性指数（PU Index）。从确定构建方法，下载报纸文章到最后利用机器学习的方法构建出政策不确定性指数，本文花费了大量的精力来构建本文最重要的解释变量，即政策不确定性指数。第二个方面是利用政策不确定性指数，研究了政策不确定性对公司长期投资的影响大小和方向。并在此基础上，进一步探讨了政策不确定性对具有不同特征的公司长期投资的影响程度区别。而不同特征的公司，本文分别根据三个因素对公司进行了分类，包括公司股权性质、所属行业以及公司投资的不可逆程度。

#### 二、研究框架

本文共设置了六个章节。具体内容如下：

第一章为导论。主要介绍了本文的研究背景和意义，研究的思路和方法，以及可能的创新之处。

第二章为文献综述。本部分分为了三小节，分别从三个方面梳理了本文的相关文献。第一节梳理了政策不确定性方面的相关研究，主要为国外学者的研究。第二节梳理了公司投资相关方面的研究，总结了近期有关公司投资方面的研究热点。第三节梳理了国内外学者关于政策或政治不确定性对公司投资投入或投资绩



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库