

靳光辉 著

产业政策不确定性、 投资者情绪与企业投资

——基于战略性新兴产业的实证研究

- 基于战略性新兴产业政策提出的制度背景分析
- 产业政策不确定性影响企业投资的直接作用路径分析
- 产业政策不确定性影响企业投资的投资者情绪中介作用路径分析
- 产业政策不确定性影响企业投资效率的经济后果分析
- 产业政策不确定性影响企业投资及投资效率的实证检验



兰州大学出版社
LANZHOU UNIVERSITY PRESS

本书受国家自然科学基金项目

“战略性新兴产业政策不确定性对企业投资行为影响研究”（项目编号：71402066）资助出版

靳光辉 著

产业政策不确定性、 投资者情绪与企业投资

——基于战略性新兴产业的实证研究

- 基于战略性新兴产业政策提出的制度背景分析
- 产业政策不确定性影响企业投资的直接作用路径分析
- 产业政策不确定性影响企业投资的投资者情绪中介作用路径分析
- 产业政策不确定性影响企业投资效率的经济后果分析
- 产业政策不确定性影响企业投资及投资效率的实证检验



兰州大学出版社
LANZHOU UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (C I P) 数据

产业政策不确定性、投资者情绪与企业投资：基于战略性新兴产业的实证研究 / 靳光辉著. -- 兰州：兰州大学出版社，2017.12

ISBN 978-7-311-05276-8

I. ①产… II. ①靳… III. ①新兴产业—产业政策—影响—企业—投资—研究—中国 IV. ①F269.24
②F279.23

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第310837号

策划编辑 陈红升

责任编辑 佟玉梅 陈红升

封面设计 郇海

-
- | | |
|------|---|
| 书 名 | 产业政策不确定性、投资者情绪与企业投资
——基于战略性新兴产业的实证研究 |
| 作 者 | 靳光辉 著 |
| 出版发行 | 兰州大学出版社 (地址:兰州市天水南路222号 730000) |
| 电 话 | 0931-8912613(总编办公室) 0931-8617156(营销中心)
0931-8914298(读者服务部) |
| 网 址 | http://press.lzu.edu.cn |
| 电子信箱 | press@lzu.edu.cn |
| 印 刷 | 虎彩印艺股份有限公司 |
| 开 本 | 710 mm×1020 mm 1/16 |
| 印 张 | 9.75 |
| 字 数 | 185千 |
| 版 次 | 2018年1月第1版 |
| 印 次 | 2018年1月第1次印刷 |
| 书 号 | ISBN 978-7-311-05276-8 |
| 定 价 | 30.00元 |
-

(图书若有破损、缺页、掉页可随时与本社联系)

前

言

2008年全球金融危机爆发以来,各国政府纷纷通过各种措施干预经济,以提升市场信心促进本国经济尽快走出低迷。其中多个发达经济体制定了发展新兴产业的相关政策,希望借此不仅促进经济更快复苏且为抢占未来经济竞争制高点做准备。在此期间,我国政府最先预期推出九大行业振兴计划,后来演变为十大行业振兴计划,2009年又制定了振兴七大战略性新兴产业的相关政策。

金融危机期间政府政策的密集出台引发了大家对即将出台何种政策的强烈预期,而且即使政策已经制定,在具体实施细则未颁布之前,大家对政策将如何实施以及将产生何种影响都存在很大程度的不确定性预期。很多经济学家认为,正是由于政策的不确定性阻碍了企业投资,从而延缓了经济复苏,然而不确定性也意味着更多投资机会,机会丧失对企业的影响可能同样是致命的。

政策不确定性同时带来资本市场的剧烈反应,导致投资者出现非理性预期,股票出现误定价。面对政策不确定性,管理层也希望从其他个体反应中“感知”增量的政策信息,而资本市场是管理层观测他人政策反应的一个重要媒介。进一步,管理层自身可能受资本市场投资者非理性预期的影响,进而影响其投资决策,即资本市场非理性反应可能是政策不确定性影响企业投资的一个重要路径。本书在政府干预经济较强的制度背景下,结合政府推出振兴七大战略性新兴产业前后所引发的不确定性预期,研究产业政策不确定性影响企业投资行为的直接作用路径、投资者情绪中介路径以及经济后果。

本书共分为七章。第一章为导论,提出了本书的研究问题和研究意义,对本书涉及的主要概念进行了界定,并介绍了研究思路、研究内容、研究方法以及创新之处。第二章为文献综述,对政策不确定性与企业投资行为、政策不确定性与投资者情绪以及投资者情绪与企业投资等方面的文献进行了系统梳理,在此基础上,结合振兴七大战略性新兴产业政策推出的制度背景阐述了本书的

研究视角。第三章为制度背景分析，考虑到产业政策在我国经济发展中的关键作用，分七大产业论述了振兴战略性新兴产业政策可能存在的确定影响因素，并结合战略性新兴产业中具有代表性的光伏产业进行了案例分析。第四章为理论分析与研究假说，基于不确定性影响企业投资行为的基本理论分析以及战略性新兴产业特征，从作用路径和经济后果两个方面提出了基本假设。第五章和第六章对研究假设进行了实证分析。第七章为研究结论与研究展望，对全书研究结论进行了总结，并提出研究局限和未来研究方向。

通过上述理论分析和实证检验，本书主要研究结论如下：

第一，尽管战略性新兴产业政策本身对相关企业提供利好性质，带来投资支出的增加，但是政策不确定性却显著降低了企业投资支出。政策不确定性增加了企业等待期权价值，加剧了企业未来融资约束的预期以及管理层风险厌恶的程度，导致企业短期内投资降低。另外，政策不确定性对企业投资行为的影响存在截面差异，市场化程度越高以及政府效率越高的地区，企业投资受政策不确定性的影响越小；政策不确定性对七大产业影响不均衡，对产业发展中更具基础性、发展相对不成熟或者前期出现结构性失衡的高端装备制造业、新能源产业和新材料产业影响更为显著，对其他产业影响不显著；对融资约束预期较强以及管理层风险厌恶程度更高的企业影响较显著；出于经济或非经济动机，国有企业“等待”投资的动机更强，从而短期内投资降低也更为显著。

第二，投资者情绪在政策不确定性影响企业投资过程中发挥了中介作用。企业决策者不仅受到政策不确定性的直接影响，而且在面临政策不确定性时，希望从资本市场反应中推测其他决策个体对政策的理解和反应，并可能受到资本市场非理性因素影响产生预期偏误，进而影响其投资决策。由于流通市值更低的上市公司受投资者情绪影响更为强烈，因此情绪中介作用只在流通市值较低的上市公司表现显著，在流通市值较高的上市公司作用不显著。

第三，从投资效率来看，政策不确定性没有显著抑制企业的过度投资，但是却显著增加了企业的投资不足。由于我们检验的时间序列较短，仅检验了政策不确定性的短期影响，这种结果可能只预示了战略性新兴产业投资结构的短期性失衡。

本书的创新主要体现在如下方面：

第一，将政策不确定性作为影响企业投资行为的关键变量纳入分析框架，而不只是作为分析背景。拓展了政策不确定性影响企业投资行为的作用路径，

丰富了宏观政策影响企业投资的微观理论基础以及相关文献，有利于我们深入了解政策不确定性影响企业投资行为的作用机理，同时也从微观企业视角对政策实施效果进行了检验。

第二，在投资者情绪研究链条上向前一步，针对我国具体的制度背景，指出政策不确定性是影响投资者情绪的一大主要因素。每一次政策变动及其引发的不确定性，都可能使投资者的预期或信念出现系统性偏误。

第三，为考察在政府行政干预力量较强背景下，政策不确定性对企业投资行为以及投资效率的影响提供了经验证据。最终也证实政策不确定性对企业投资行为的影响因地方政府政策实施不同、产业特征不同以及企业自身特征不同而不同。

编 者

2017年9月

目

录

第一章 导 论	001
第一节 研究问题和意义	001
第二节 主要概念的界定	007
第三节 研究思路、框架与主要研究方法	011
第四节 主要结论和创新	014
第二章 文献综述	017
第一节 政策不确定性与企业投资行为研究述评	017
第二节 政策不确定性对投资者情绪影响研究述评	028
第三节 投资者情绪与企业投资行为文献述评	031
第三章 制度背景分析	035
第一节 国家五年计划与产业政策	035
第二节 战略新兴产业政策与企业投资:基于光伏产业的案例分析	048
第四章 理论分析与研究假说	059
第一节 政策不确定性影响企业投资行为直接路径分析	059
第二节 投资者情绪中介路径分析	073
第三节 政策不确定性影响企业投资行为经济后果分析	076

第五章 政策不确定性影响企业投资行为实证检验	079
第一节 研究设计	079
第二节 实证检验和结果分析	086
第三节 研究结论与启示	116
第六章 政策不确定性影响企业投资行为经济后果实证检验	118
第一节 研究设计	118
第二节 实证检验和结果分析	119
第三节 研究结论与启示	124
第七章 研究结论与研究展望	125
第一节 研究结论与启示	125
第二节 研究局限与未来研究展望	127
参考文献	129
致 谢	146

第一章 导 论

在介绍研究背景的基础上，本书提出要研究的主要问题以及研究意义，然后对本书中涉及的主要概念加以界定，接着总括本书的研究思路、研究框架以及研究的主要方法和技术路线，最后简要说明本书的结论和创新之处。

第一节 研究问题 and 意义

一、研究背景和问题提出

纵观整个经济发展史，每一次危机都伴随着政府重大政策的出台，并预示着更多政策出台的可能性。因此危机期间，人们对政府可能出台何种政策以及政策是否通过存在很大程度上的不确定性预期。即使政策已经出台，不确定性问题同样不可避免。例如：首先，政策出台后政府将如何实施新政策，新政策实施力度（包括可能给予的税收优惠以及扶持力度等），新政策可能带来的管制变化以及政策实施的持续性等存在不确定性预期，我们将政府是否出台新政策、出台哪些新政策以及如何实施这些新政策称之为政策实施不确定性；其次，政策出台带来企业经营环境（包括政治环境、市场环境以及技术环境等）的变化，这些变化会对企业未来经营产生何种影响存在不确定性预期。政策对企业的影响非常普遍，其引发的风险不太可能被完全分散掉，我们将政策对企业经营影响存在的不确定性预期称之为政策影响不确定性。本书所指的政策不确定性主要是指政策实施不确定性与政策影响不确定性。很多经济学家预期政策不确定性阻碍了企业投资，企业希望等待政策更加明朗以后再决定其投资决策。对企业来说，政策不确定性同时也孕育着巨大的投资机会，机会的丧失对企业竞争来说同样也是致命的，现有的研究结论远未达到统一。

政策不确定性影响投资行为的研究文献最早可以追溯到不确定性对投资影

响的理论研究。基于总体政策^①不确定性的研究，Pástor 和 Veronesi（2012）通过理论模型以及 Julio 和 Yook（2012）通过实证研究均证实政策不确定性会降低企业投资。具体到不同政策层面，已有研究发现货币政策（Kormendi 等，1985）、财政政策（Fernandez 等，2011）、贸易政策（Handley 等，2012）、税收政策（Hassett 等，1999）以及利率政策（Ingersoll 等，1992）等不确定性对企业投资存在不利影响。更进一步，Bernanke（1983）认为一项政策本身的性质，能给经济带来利好还是利空的后果也会显著影响政策不确定性对投资的作用。Aizenman 和 Marion（1993）研究发现政策不确定性对投资的影响方向以及影响程度，非常依赖于不同区域以及特定政策本身，即不同政策之间，由于实施不确定性与影响不确定性程度存在非常显著的差异，从而对企业投资行为影响亦显著不同。现有文献也很少具体到政策实施或影响不确定性层面研究对企业投资行为的影响，这可能也是造成目前研究结论不统一的一个主要原因。

在我国具体制度背景下，货币政策、财政政策（包括税收和政府财政支出政策）以及管制政策不确定性会显著影响企业投资行为。除此之外，产业政策^②也是影响企业投资行为的一个关键因素。相比较其他政策来说，产业政策影响范围更为具体，集中体现了政府希望投放资金、吸引人才以及增加创新投资的重点领域。产业政策是各国政府为了弥补市场缺陷，扶持弱小产业初期发展而进行的一种政策干预行为，尤其在政府干预经济较多的新兴经济体中，产业政策成为特定类型企业投资的重要驱动力。产业政策实施需要与其他政策（货币政策、财政政策、土地政策、汇率政策等）协调配合，因而综合体现了这些政策的影响。

现有研究主要侧重产业政策本身对企业决策行为产生的长期影响。例如 Chen 等（2012）发现那些受产业政策支持的企业融资更为便利且融资成本更低。胡鞍钢等（2011）认为中国的五年计划是中国经济发展奇迹的重要手段，不仅促进了经济增长，同时减少了经济波动。而产业政策是每个国家五年计划的重要组成部分，五年计划中受支持的产业投资更多发展也更为迅速。那么作为政府干预经济的一项重要工具，产业政策是否依然存在不确定性，这种不确定性对企业投资决策将会产生何种影响？对于一项政策来说，我们不仅要关注政策所引发的平均效应（政策本身带来的影响），也要关注其引发的不确定性效应（政策是否颁布、如何实施以及影响如何等不确定性影响）。现有研究很

① 对政策类型没有详细具体的区分，针对一般意义上任何政策不确定性的综合。

② 产业政策的定义因研究学派、研究视角的不同而不同，本书所指的产业政策是政府为了实现一定的经济和社会目标而对产业的形成和发展进行干预的各种政策的总和。其表现形式为政府制定的各种以“规划”“目录”“纲要”“决定”“通知”“复函”等命名的文件。

少考虑产业政策不确定性如何影响企业投资行为，这对评价一个产业政策的微观影响来说显然是不完整的。

2008年爆发的全球金融危机迅速蔓延到实体经济，我国经济也出现超乎意料的增速下滑。为了应对本次金融危机，促进经济尽快复苏以及确保2009年经济增长速度保持在8%以上，政府将出台何种政策引发了广大投资者的强烈预期，比如坊间一直预期要实施的“九大产业振兴规划”，随后演化为国务院逐渐颁布的“十大行业振兴计划”，2009年末提出要振兴七大战略性新兴产业的概念到2010年做出振兴七大战略性新兴产业的决定，整个过程中到底哪些产业将受益存在很大程度的不确定性预期。

相比较几乎惠及全部产业部门的十大行业振兴计划来说，振兴七大战略性新兴产业的政策影响范围较为明确，可以具体到资本市场相关上市公司，为我们基于公司层面数据进行实证研究提供了便利。相对成熟产业来讲，战略性新兴产业的风险水平相对较高，政策本身涉及国家经济发展的结构性调整，要调整必然就会有风险，即使预期国家将进行政策扶持也不可避免。另外，尽管振兴战略性新兴产业政策的决定已经做出，但是如何实施该项政策的具体实施规划和实施条例直到2012年才逐渐推出。因此从2008年出现政策预期到2011年这段时间内，针对政府将制定何种政策，扶持哪些产业以及围绕这些政策还将出台何种配套措施，这些政策具体如何实施以及实施结果都存在很大程度的不确定性。这为我们研究政策不确定性如何影响企业投资行为提供了一个很好的自然实验背景。我国属于新兴经济体，相比较发达经济体宏观经济的波动性更大。由于企业生产、贸易等分散化程度更低，金融市场发展更不完善，从而规避风险的机会更加受到限制。在这种背景下研究政策不确定性对企业投资的影响也应该更加显著。

另外，这一背景也为我们检验政策不确定性影响企业投资行为的截面差异提供了很好的研究机会。首先，尽管中央政府制定的政策法规相同，但是各地方政府实施这些政策法规的状况存在很大差异。当地方政府有动机和能力贯彻落实战略性新兴产业政策时，政策所引发的不确定性预期相对较低；相反，当地方政府贯彻落实战略性新兴产业政策的动机和能力较低时，政策所引发的不确定性预期相对要高很多。其一，振兴战略性新兴产业政策在金融危机背景下提出，在此之前，政府为应对危机已经有了4万亿的刺激经济的投资计划，考虑到各地方政府的财政能力，战略性新兴产业政策将如何实施以及实施到何种程度存在巨大的不确定性。其二，战略性新兴产业包含七大新兴产业^①，不同

① 分别为新一代信息技术、节能环保、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等七大新兴产业。

产业之间特征（进入门槛、产业竞争程度）不同，发展阶段不同（比如节能环保产业发展已相对成熟，也初具产业规模；而新材料、部分新能源等产业相对来说发展还处在初期阶段，技术也更不成熟），发展的基础性不同，预期政府的扶持力度也不同，从而政策不确定性对各个产业的影响程度相差也很大。其三，战略性新兴产业相关企业自身特征不同，受政策不确定性影响程度不同，在面临政策不确定性时，其等待投资的动机和能力也不同。总之，这为我们基于产业政策不确定性影响企业投资行为所涉及的不同地方政府行为、七大产业特征以及企业特征等不同视角，深入研究政策不确定性对企业投资行为影响的截面差异提供了一个很好的机会。根据上述分析提出本书要研究的第一个问题，即基于战略性新兴产业政策和我国行政干预力量较强的制度背景，政策不确定性如何影响企业投资决策行为？

我国资本市场具有鲜明的“政策市”色彩，因而产业政策不确定性可能同时引发资本市场的剧烈反应。政策不确定性可能加重资本市场投资者的非理性行为，导致投资者预期或信念出现偏误，加重股票出现误定价的可能性。不确定性影响决策者的信息处理模式。一方面不确定性可能使决策者更为谨慎，从而在信息处理时更多使用系统性的信息加工模式，形成系统性的预期和信念（Tiedens等，2001）；另一方面不确定性可能使决策者更加锚定自身经历，给予先前信息过多的权重，而给予新信息更少的权重，带来预期偏误，而且随着不确定性程度的增加决策者的心理偏误也在增大，从而带来预期或者信念的系统性偏误，对于过度自信的管理层来说更可能如此（Hirshleifer等，2001）。相对来说，我国投资者的投机性更强，加上有限的公司特定信息供给，造成公司层面的股票回报与整个市场股票回报出现高度同步性（Durnev等，2004）。当面临较高的政策不确定性时，考虑到投资者的信息加工模式，更可能如此。Pástor和Veronesi（2012）发现政策不确定性增加了随机折现因子的波动，导致风险溢价上升、股价下跌、股票回报波动性提高以及股票之间的相关性更大。资本市场的高度同步性可能加大投资者预期或者信念系统性偏误的程度，造成整个资本市场股价出现系统性偏误，即政策不确定性会对投资者情绪产生影响。现有行为财务相关研究表明，投资者情绪通过股权依赖渠道（Baker等，2003）、迎合渠道（Polk等，2009）以及管理层乐观渠道（花贵如等，2010）影响企业投资决策。

尽管一般认为企业内部决策者比外部投资者掌握更多关于企业决策的信息，但是面临高度政策不确定性时，企业决策制定者也面临信息不完全（比如政府将制定何种政策、政策实施程度以及政策影响程度等）以及信息不对称（政策变化改变了个体之间的信息分布，每个投资者对政策有自己的理解和感知，并形成自己的信息集，最终影响其信念或预期，这是企业决策者所不知道

的)问题,此时他们也希望获得其他个体对政策的认知,以印证自己对政策的理解或者获得他们“感知”为增量的信息。资本市场中的股价反应为决策者观察其他个体对政策的反应提供了一个很好的媒介。但是资本市场交易个体本身受政策不确定性影响存在预期偏误,而企业决策者无法充分区分投资者反应的理性部分和情绪部分,可能受其影响表现得更为乐观或悲观,进而对其决策行为产生影响。因此本书要研究的第二个问题即投资者情绪在政策不确定性影响企业决策行为过程中是否发挥中介作用。

如果政策不确定性影响企业投资行为的直接路径以及情绪间接路径发挥作用,更进一步,政策不确定性的经济后果如何,这是本书要研究的第三个问题。现有研究表明,引发投资无效率的原因主要有三个方面,分别是代理问题、融资约束问题以及管理层非理性行为。本书分别分析政策不确定性如何影响这三个方面进而影响企业投资效率。

二、研究意义

(一) 理论意义

第一,尝试结合具体政策以及政策不确定性影响的截面差异,研究政策不确定性对企业投资行为的影响。现有不确定性对投资的影响研究,基于技术特征的假定不同(比如资本边际产品收入的凸凹性、资本调整成本的凸凹性、利润函数的凸凹性、投资的可逆性等)以及不确定性指标形式的假定不同(连续性变量还是跳跃性变量,不同的替代指标),不确定性对投资的影响也不同,即研究结论非常受技术因素影响。尽管 Bernanke (1983) 认为不确定对投资影响方向还受到政策性质(利好还是利差)的影响,但是无论是理论研究,还是长时间序列研究,均很少具体到单个政策层面。本书对政策不确定性的具体化以及分别从各地方政府政策实施,七大战略新兴产业特征和企业特征层面对政策不确定性影响程度的区分,进一步加深了政策不确定性影响企业投资行为的研究。

第二,深入分析了政策不确定性影响企业投资行为的作用机理。结合振兴战略性新兴产业政策的具体背景以及新兴产业的具体特征,分析在政府行政力量干预企业投资行为较强的制度环境下,政策不确定性影响企业投资的直接作用路径,在此基础上进一步分析,政策不确定性也可能对投资者情绪产生影响,进而影响企业投资行为,即投资者情绪在政策不确定性影响企业投资行为中发挥了中介作用,由此加深了宏观政策影响企业微观行为作用机理的研究。

第三,从企业投资效率方面分析了政策不确定性的短期经济后果,为评价宏观政策经济后果提供了一个新的维度。现有研究主要侧重政策颁布(政策的一阶矩影响)对经济带来的长期影响,而本书更关注政策不确定性(政策的二

阶矩影响)对经济带来的短期影响,使得对政策变动影响的评价更为全面。

(二) 现实意义

2008年的金融危机掀起了各国政府制定政策干预经济的高潮,即使发达经济体亦是如此,我国振兴战略性新兴产业政策即在这样的全球背景下推出。这些刺激经济复苏的政策到底会对经济发展产生何种影响以及如何影响,已成为监管层以及企业决策者关注的重要现实问题。不过现有文献大都关注新兴产业政策本身对产业发展的影响(江飞涛等,2010),而忽视了政策影响的另一个方面,即政策不确定性对企业投资行为的影响。由此,本研究的现实意义之一有助于我们理解宏观政策不确定性对实体经济影响的微观传导机制,为政策不确定性效应的检验提供理论依据。

政策不确定性是政策制定者普遍关注的一个问题。美国联邦公开市场委员会(FOMC,2010)表明,由于对未来财政和管制政策不确定性的担忧,很多商业合同表明将要缩减雇佣和支持计划。制定政策时决策者要面临政策正确性与果断性之间的权衡。一项政策的适当性当然是决策者首要考虑的问题,但是有时果断性比深思熟虑更重要(即使果断性偶尔会出错)。因为如果犹豫不决,可能产生政策驱动的不确定性(policy-induced uncertainty),此时即使政策本身没有负面性,但是政策不确定性却对经济产生很强的负面冲击。因此政策不确定性研究对政策制定者同样具有重要意义。政策制定者应该认真关注众多文献所证实的政策不确定性对企业投资产生的负面影响所带来的股价波动以及可能带来的不必要的经济波动等负面影响。

在我国,政府通过行政干预经济发展的力量很强(陈信元等,2003),但是不同干预政策对经济影响存在“实质性”差异。一个重要原因是各地方政府预期的政策执行力度会影响政策不确定性程度,进而影响政策实施效果,例如国家颁布了很多促进民营企业发展以及融资的政策,如“非公经济36条”以及“新36条”等,但是由于预期政策执行力度不大,民营企业面临的政策实施以及影响不确定性程度依然很高,从而其融资状况也没有发生根本性改善(于蔚等,2012)。振兴战略性新兴产业政策颁布后,监管层应该考虑通过何种措施降低政策不确定性,从而更好地促进政策的贯彻落实。本书基于各地政府政策实施状况,七大新兴产业特征以及企业具体特征等不同视角分析政策不确定性可能存在的差异以及可能对企业投资带来的影响,这都是战略性新兴产业政策颁布后监管层需要面对的重大问题,对此的深入研究也具有突出的现实意义。

一直以来,我国企业普遍表现出跟随国家政策扎堆投资的现象。其中一个重要原因是迎合国家政策投资可以获得税收、财政补贴、融资等方面的优惠,然而国家政策,尤其是产业政策是政府在一定时期内为了弥补市场缺陷,保护弱小产业发展的一种干预经济的工具,其对相关企业长远发展的影响并非一定

有利,也存在很多不确定性因素。前期鼓励产业发展,随后又限制产能的产业政策在我国并不少见。Amsden (1989) 研究认为产业政策对日本、韩国等新兴经济体经济的飞速发展发挥了重要作用,但是竹内高宏 (2002) 的研究却认为,正是因为产业政策管制过多,限制部门之间的竞争,最终导致了日本鼓励发展的七种产业的失败。Porter (2000) 也认为在日本经济发展过程中,受产业政策干预更多的行业其国际竞争力反而更低。因此面对战略性新兴产业政策,企业不能一味地考虑政策可能给予的各种优惠对企业发展带来的有利影响,也要考虑政策实施可能带来的不确定性影响,在积极利用国家优惠政策的前提下,避免政策不确定性因素给企业长期发展带来的波动。

第二节 主要概念的界定

本节内容主要对文章中涉及的一些关键概念加以界定,这些概念主要包括政策不确定性、投资者情绪和战略性新兴产业。对这些概念的含义进行界定有助于本书逻辑框架的构建和理论分析的严谨,并为后面实证研究章节提供研究基础。

一、政策不确定性

不确定性与风险是两个联系非常紧密而又相互区别的概念。对于不确定性来说,风险概念要更加“确定”。尽管面临风险决策时,人们也无法获知最终决策的结果,但是却拥有相关信息,知道可能出现的结果是什么以及每种结果可能出现的概率。在面临不确定性决策时,人们可能不知道已有结果的分布,也可能不仅不知道最终决策可能出现什么结果,更无法确定每种结果的概率分布 (Knight, 1921)。在某些经济决策下,人们面临的是风险问题,比如一些保险决策,但是在更多经济决策下,人们面临的是不确定性问题。在不确定性问题下,人们无法获知可能出现的结果以及每种结果的概率,但是人们可以对不同结果以及不同结果出现的可能性分配主观概率,进而依据主观概率进行决策分析。

何谓政策不确定性并没有一个明确的界定。一些文献将具体宏观经济变量的波动作为政策不确定性的替代,例如利率波动、汇率波动、税收波动、产出价格和要素成本波动,或者更为宽泛地包含整个货币政策的波动等。

一些文献将政治不确定性与政策不确定性概念交互使用。Feng (2001) 将政治风险分解为三部分,分别为政治自由、政治不稳定以及政策不确定性。其中作者认为政策不确定性主要是指由于政策变化带来的不确定性。Le 和 Zak

(2006)将风险分解为三种类型,分别为经济风险、政治风险和政策风险。其中从政策实施方面作者将政策风险界定为政府落实政策能力的方差;同时作者也认为政策风险可以看作是第二类政治风险,即使没有社会政治不稳定或者体制变化,但是政府有权利采取一种完全不同的政策立场,这种政策变化对企业盈利能力或者投资动机也可能产生影响。这就相当于作者认为的政策不确定性其实包含政策变化以及政策落实对企业盈利或者投资影响两个方面。Julio和Yook(2012)以国家元首选举作为政治不确定性的替代,研究政治不确定性对投资周期的影响。其中政治不确定性的一个重要表现即在政治选举时,政府政策更可能发生改变,而短期内新选举的政府将采取何种新政策以刺激经济,长期内会形成何种管制政策和经济政策均存在巨大不确定性,因此政治不确定性对投资周期的影响实际上是由于政治原因导致的政策不确定性对投资周期的影响,作者在论述过程中并没有严格区分政治不确定性与政策不确定性之间的区别,实际上是将两个概念等同地交替使用。Pástor和Veronesi(2012)基于理论分析政府政策不确定性对股票价格的影响。作者将政策变化广义的定义为政府改变经济环境的一些行为,而政策变化过程中不可避免的会产生不确定性。作者认为政策变化主要包含两种不确定性:一种是政治不确定性(political uncertainty),由于政府政策的变化同时具有经济和非经济动机,出于成本收益的考虑,政府是否改变政策存在不确定性;一种是影响不确定性(impact uncertainty),主要是指一项新政策的实施会对私有部门的盈利能力产生何种影响存在不确定性,也就是政府是否要改变政策存在不确定性,而且政策实施的影响也存在不确定性,无论政治不确定性还是影响不确定性均与政策相关。

参考Hermes和Lensink(2001)以及Le和Zak(2006)对政治不确定性的界定,我们认为政治不确定性更加侧重不稳定的政治或者体制变化,以及这些变化会增加政府通过一些手段(包括政策调整)侵蚀财富持有者资产价值的可能性。而Pástor和Veronesi(2012)界定的政治不确定性更多是由于政治原因政策是否会实施的不确定性。Baker、Bloom和Davis(2012)在构建政策不确定性指数的过程中,将任何与经济不确定性政策方面相关的内容界定为政策不确定性,具体包括未来经济政策将由谁制定的不确定性(如总统或者国会选举,或政治任命),经济政策何时实施和实施内容的不确定性(如税收何时增加以及增加多少)以及过去、现在和未来政策行为影响方面存在不确定性(如某些政策的最终影响如何)。

本书以我国振兴战略性新兴产业政策为背景,研究该项政策对企业投资决策行为带来的不确定性影响,借鉴已有关于政策不确定性的研究思路。本书的政策不确定性主要包含政策实施不确定性和政策影响不确定性两个方面。

政策实施不确定性是指预期政府将制定何种政策,政策是否通过以及即使

政策获得通过，但是政府实施政策的力度，包括将出台何种配套的支持措施、支持的时间长短等存在的不确定性。Chen和Funke（2003）指出，从政策角度考察不确定性对投资影响时，投资者需要关注的一种重要的不确定性形式是政策实施的不完全可信性以及政策实施过程中的未预期反复性，尤其是发展中国家以及经济转型国家。振兴战略性新兴产业政策推出之际，正是2008年金融危机爆发后各国政府为促进经济走出低迷而纷纷出台政策的时期。此时投资者对我国政府将出台何种政策存在不确定性预期；即使战略性新兴产业政策已经制定，围绕这一政策，政府还将出台何种实施条例和实施细则也存在很大程度的不确定性。在我国行政干预经济力量较强的制度背景下，政府干预经济的政策非常多，政策执行力非常影响政策实施效果。政府是出于长远利益考虑，希望通过战略性新兴产业达到经济转型，在国际竞争中获得优势，从而将战略性新兴产业作为一个长远发展的战略产业，并带动整个经济的增长；还是只为了提升经济信心，创造出一个“概念”发挥号召作用，引导人们走出金融危机的悲观预期。这在政策酝酿期间以及颁布之初无法识别，即战略性新兴产业政策将如何实施以及政府实施力度存在较大的不确定性。

政策影响不确定性是指战略性新兴产业政策的推出对企业未来投资以及盈利能力的影响存在不确定性预期。政策的颁布可能改变了企业经营环境，例如预期到政府可能对新兴产业给予支持，会吸引更多企业的进入，从而使产业内部竞争更加激烈；新兴产业技术创新要求比较高，技术更新换代较快，企业面临更大的技术不确定性，这都会增加政策影响的不确定性预期。另外，政策实施不确定性在一定程度上也会显著影响政策影响不确定性。

二、投资者情绪

有关投资者情绪的概念并没有一个统一的定义，不同研究者从不同方面给出了各自对投资者情绪的界定。基于投资者偏好视角，Mehra和Sah（2002）将投资者情绪定义为投资者对未来股价波动以及风险偏好的结构变化，Kumar和Lee（2006）认为投资者系统性的时变偏好为投资者情绪。

从情绪表现形式或者形成原因的角度，Baker和Wurgler（2007）将投资者的边际投资倾向称为投资者情绪。Morck、Shleifer和Vishny（1990）认为不能被证明合理的信念即为投资者情绪。Stein（1996）将投资者对未来预期的系统性偏差定义为投资者情绪。Brown和Cliff（2004）将投资者情绪界定为市场参与者的预期与一种标准的比较，乐观投资者预期的股票回报将高于标准水平，而悲观投资者预期的股票回报将低于标准水平。Antonious、Doukas和Subrahmanyam（2010）将情绪定义为对某种状态过度乐观或者悲观的感觉。国内易志高和茅宁（2009）等也从信念或者预期的异质性角度定义了投资者情绪。