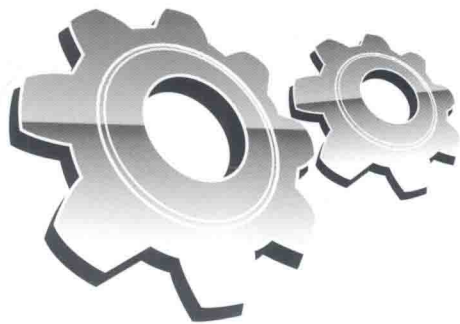


CREDIT
RISKS

信用风险与异质性企业 国际化路径研究

梁 振 钟昌标 © 著



经济科学出版社
Economic Science Press

信用风险与异质性企业 国际化路径研究

梁 振 钟昌标 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

信用风险与异质性企业国际化路径研究/梁振,
钟昌标著. —北京: 经济科学出版社, 2015. 8
ISBN 978 - 7 - 5141 - 5998 - 1

I. ①信… II. ①梁…②钟… III. ①企业信用 - 风险管理 -
研究②企业经济 - 国际化 - 研究 IV. ①F830. 56②F27

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 189124 号

责任编辑: 黄双蓉 黎子民
责任校对: 王肖楠
责任印制: 邱 天

信用风险与异质性企业国际化路径研究

梁 振 钟昌标 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 14. 5 印张 250000 字

2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5998 - 1 定价: 45. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

摘 要

中国已经是国际投资舞台上重要的参与者。继 2012 年首次位列世界第三大对外投资国以来，中国对外直接投资继续保持强劲增长态势，2013 年再创历史新高，达到 1078 亿美元，并且随着国内转型升级和企业竞争力的提高，中国对外直接投资将会持续高速增长。中国企业对外直接投资迅速增长的同时，所受外部风险显著提升。伊拉克电站中方员工撤退失败被困、中铝在秘鲁的铜矿项目被叫停、中国员工在赞比亚受袭、安邦收购纽约酒店被重估等成为投资受阻和失败的典型案例。因此，做好风险预警，进行正确识别并有效应对，是中国企业保持经营稳定性和延续性、提高海外投资成功率的必要保障。

异质性企业贸易理论是国际贸易理论的前沿，企业异质性假设是该理论与先前理论的根本区别，也是这一理论的重要创新。基于微观层面分析，异质性企业贸易理论对当前企业国际贸易以及对外投资的问题具有较大的解释能力。因此，运用异质性企业贸易理论解释各国对外贸易及投资问题成为目前及未来国际贸易学的研究热点。当下，中国对外贸易在国内以及国外经济增长中都显得不可或缺。对外贸易成为国内经济增长的动力和发动机，也在世界贸易中取得了数一数二的位置。同时，2005 年以来，中国对外投资步伐不断加快。2012 年，中国对外直接投资流量总额已经位列世界第三。结合这些经济事实，运用异质性企业贸易理论对中国企业出口以及投资的研究不断呈现。然而，这些研究多集中于生产率角度、融资约束角度以及国内市场分割即贸易成本角度。本书另辟蹊径，认为由于国内商业信用体系不完善导致企业面临的信用风险会出现差异，从而影响企业自身流动性，对企业出口以及对外直接投资的决策都会产生较大的影响。

本书总结了国内外关于企业国际化路径选择的研究，作为本书与已有理论和研究的衔接点，同时作为文章创作的起始点。随后，本书对比了不同类型国家的信用体系状况（包括征信国家与非征信国家），指出中国目

前的信用体系处于建设初期，是信用体制不健全的状态，作为本书创作的体制背景。接着，文章梅里兹（Melitz, 2003）的模型、赫尔普曼等人（HMY, 2004）的模型以及引入融资约束的梅里兹模型（Chaney, 2005）。在此基础上，引入商业信用风险因素，给出信用风险下的梅里兹模型的一般性阐述，作为本书创作的理论基础。

以现有的研究以及文章的信用体系对比分析、理论分析为前提，本书给出关于信用风险、技术水平、市场开拓成本等因素对企业出口决策、出口量以及对外投资决策影响的实证分析。

本书分别用截面数据、面板数据验证信用风险对企业出口决策以及出口量的影响。实证的研究结果表明：面临信用风险较小的企业出口的可能性较大，进一步，在已经进入出口市场的企业中，面临信用风险小的企业出口量也较大；技术水平较高的企业出口的可能性反而较小，同时出口量也是较小的，这是中国企业出口的“生产率悖论”问题，但是我们经过一定的稳健性检验，发现悖论的出现与生产率的构成有一定关系：当我们以全要素生产率（TFP）代替近似全要素生产率（ATFP）以及全员劳动生产率（LP）的时候，所谓的“生产率悖论”消失了。需要指出的，生产率指标的替代都没有改变信用风险指标的稳健性；企业市场开拓投入即营业费用越大，企业出口的可能性是增加的，同时企业的出口量也是较大的；外资企业出口的可能性更大，而国有企业出口的可能性更小。综合信用风险对企业出口决策的影响结果，本书提出应健全信用体系，为企业出口提供更好的信用环境。

本书利用截面数据分析了信用风险等因素对企业对外直接投资决策的影响。研究结果表明：信用风险越大的企业对外投资的可能性越小；技术水平越高的企业对外投资的可能性越大；外资企业对外投资的可能性较小，而国有企业对外投资的可能性大于非国有企业。结合这些研究结论，本书提出应健全信用体系，为企业对外投资提供良好的信用环境，在此基础上，应鼓励更多的民营企业“走出去”。

Abstract

China has been an important participant on the stage of international investment. After she became the world's third largest foreign investor, the foreign direct investment of China has continued to increase strongly. In 2003, the number of Chinese direct investment in foreign countries has been a new high record to 107.8 billion dollar. Chinese direct investment in foreign countries will be rapid growth continually, with the transformation and upgrade of domestic enterprises and improve the competitiveness. Chinese enterprises direct investment in foreign countries is rapid growth, their external risk improve significantly at the same time. The following are the typical case of investment blocked and failure, Thousands of Chinese employees of Iraqi power plant can not retreat and been trapped. China copper Mine project in the republic of Peru has been halted. Employees in China have been hit in Zambia. Acquisition of New York hotel by Am pang was reevaluated. Therefore, it is a necessary guarantee to improve the success rate of overseas investment and maintain the operating stability and continuity of the Chinese enterprises that we should do a good job of warning risk early, have a recognition and effective the correctly.

Trade Models with Heterogeneous Firms (HFTM) is the frontier of the international trade theory, the assumption of firm heterogeneity is the fundamental difference from the previous theories, and also an important innovation of the theory itself. Based on the micro level analysis, HFTM has the most explanatory power to the economic phenomenon of enterprises in international trade and outward foreign direct investment (OFDI). Therefore, using HFTM to explain the international trade and OFDI among different countries has become a spot in the theory of international trade in the near future. Now, in China, foreign trade plays an indispensable role in domestic and foreign economic growth. International trade become the driving force and the engine of economic growth, also

made a very good position in world trade. At the same time, since 2005, OFDI has accelerated the pace in China. By 2012, the flow volume of Chinese OFDI has ranked third in the world. Based on these economic facts, there are lots of research about export and OFDI decision of Chinese enterprises using HFTM. However, almost of these studies focused the view of productivity, financing constraints as well as the domestic market segmentation that enhance domestic trade cost. Finding a new path, this paper believes that the domestic credit system is not perfect which is the very important reason that causing credit risks different among enterprises, thus this situation will affect the liquidity themselves, and hence this will have a greater impact on export and OFDI decision of Chinese firms.

This paper summarizes the research on the choice of internationalization path of firms, as the connection point with the existing theory and research, and also the starting point for the creation. Then, this paper compares the situation of the credit system of different countries, including credit and non credit countries. We points out that the Chinese current credit system which is in the initial construction, is not perfect, these comparative analysis are the system background of the whole article. Then, this paper analyzes the Melitz (2003) model, HMY model (2004) and introduces financing constraints in Melitz model (Chaney, 2005). Based on these theoretical models, we give a general analysis of credit risk under Melitz model, which is the theoretical basis of the whole article.

The existing research, the comparative analysis of credit system, and the theoretical analysis are the prerequisite for this paper. Then we give an empirical research on the effect of credit risk, technical level, market development costs and other factors to the export and OFDI decisions making of Chinese firms.

First, this paper verified the influence of credit risk and other factors on the export decision and export volume using cross section data and unbalanced panel data. The empirical results show that: the smaller credit risk of a firm face, the more possibility it exports, and furthermore the export volume is bigger when it has entered the export market; the possibility of export is smaller when a firm's technical level is higher, and meanwhile the export volume is smaller, this is the "productivity paradox" of Chinese export enterprises according to theories, but

after a certain robustness test, we found that there is a certain relationship between the productivity calculation and productivity paradox: when we use total factor productivity (TFP) instead of the approximate total factor productivity (ATFP) and labor productivity (LP), the so-called "productivity paradox" disappeared. However, replacement process of productivity indicator has not changed the robustness of credit risk; the more of a firm's marketing investment, called sales cost, the possibility of export is larger, at the same time, export volume is larger too; the possibility of wholly foreign-owned enterprises to export is larger, while the state-owned enterprises export less likely. Based on these results, we propose that the government should improve the credit system construction, and provide a better credit environment for enterprises to export.

Then, this paper gives an empirical study about the effect of the credit risk and other factors on OFDI decision of Chinese firms. The results show that: the more credit risk a firm faces, the smaller possibility of OFDI it can; and the larger possibility of OFDI when a firm owns higher level of technology; the possibility of foreign-funded enterprises's OFDI is smaller, and the possibility of state-owned enterprises's OFDI is higher than which are non state owned enterprises. According to these conclusions, the paper proposes that we should perfect the credit system, to provide a good credit environment for OFDI, based on these results, we should encourage more private firms "going out".



第一章 绪论	1
第一节 问题提出	1
第二节 本研究的目的及意义	3
第三节 研究方法	5
第四节 创新及未来需要推进的研究	5
第五节 本书的结构安排	6
本章注释	8
第二章 企业国际化路径：文献述评	9
第一节 异质性企业国际化行为机制研究	13
第二节 不完善金融市场与异质性企业国际化	23
第三节 本章小结	26
本章注释	27
第三章 不同类型国家信用体系对比分析	28
第一节 商业信用的一般描述	28
第二节 征信国家的信用体系	30
第三节 非征信国家的征信制度建设	40
第四节 中国征信制度状况	46
第五节 本章小结	48
本章注释	49
第四章 信用风险与异质性企业国际化理论框架	54
第一节 异质性企业贸易理论	54
第二节 引入商业信用风险	55
第三节 本章小结	69
本章注释	69

第五章 信用风险与异质性企业贸易行为实证分析（上）	70
第一节 信用风险与异质性企业出口或内销行为分析	70
第二节 信用风险与异质性出口企业贸易量分析	108
第三节 本章小结	125
本章注释	127
第六章 信用风险与异质性企业贸易行为实证分析（下）	129
第一节 信用风险与异质性企业出口或内销行为分析	129
第二节 信用风险与异质性出口企业贸易量分析	169
第三节 本章小结	177
本章注释	178
第七章 信用风险与异质性企业对外直接投资行为分析	179
第一节 中国对外直接投资的描述性分析	179
第二节 数据以及变量的说明	185
第三节 模型的构建	186
第四节 结果分析	187
第五节 稳健性检验	190
第六节 本章小结	193
本章注释	194
第八章 结论与政策建议	196
第一节 主要结论	196
第二节 研究结论赋予的政策建议	197
参考文献	199
后记	221

第一章

绪 论

第一节 问题提出

进入 21 世纪以来，特别是 2008 年国际金融危机后，全球外商直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）的格局出现一些新变化，新兴经济体成为世界直接投资的新力量。

中国已经是国际投资舞台上重要的参与者。继 2012 年首次位列世界第三大对外投资国以来，中国对外直接投资继续保持强劲增长态势，2013 年再创历史新高，达到 1078 亿美元，并且随着国内转型升级和企业竞争力的提高，中国对外直接投资将会持续高速增长。自 2003 年中国商务部联合国家统计局、国家外汇管理局发布权威年度数据以来，中国对外直接投资流量实现连续 11 年增长，2002 ~ 2013 年均增速达到 39.8%。未来，随着中国经济转型升级以及企业竞争力逐渐增强，再加上资本项目的渐进加快开放，“海外中国”的量体将更为巨大。

中国企业对外直接投资迅速增长的同时，所受外部风险显著提升。千余伊拉克电站中方员工撤退失败被困、中铝在秘鲁的铜矿项目被叫停、中国员工在赞比亚受袭、安邦收购纽约酒店被重估等成为投资受阻和失败的典型案例。因此，做好风险预警，进行正确识别并有效应对，是中国企业保持经营的稳定性和延续性、提高海外投资成功率的必要保障。

中国对外投资企业从所有制看，国有企业在我国对外直接投资中的确扮演着重要角色，但其相对重要性正在下降。相对于民营企业，国有企业

在海外扩张过程中能够从政府获得更多的资金支持,较少关注盈利性,并且承担了部分实现国家战略目标的责任。而民营企业受制于资金约束以及较少委托代理问题,在海外投资上更为谨慎,投资规模普遍更小。无论是国有企业还是民营企业对外投资风险日益凸显。仅在2014年上半年,中石化子公司 Addax Petroleum 至少支付了4亿美元,用于结束与加蓬政府之间的开采纠纷;中国铝业在秘鲁的一处铜矿被暂停;伊朗政府将取消与中国石油天然气集团公司为开发一处面积庞大的伊朗油田而签订的25亿美元协议。海外资源类投资风险凸显再加上国内经济转型升级的大背景,使得资源行业“走出去”势能下降。

新兴经济体国家对外投资呈现出增长迅速、资源寻求、国有企业主导等不少新特点,给理论研究提供了丰富的素材。众所周知,自1776年亚当·斯密发表《国民财富的性质及其原因的研究》以来,经济学已经历经230多年的积淀和发展。国际贸易理论作为其中重要的一个分支,致力于解释贸易原因、贸易模式和贸易利益等问题。以贸易与投资为主体的国际化研究一直没有逃离经济学家的视野。¹文艺复兴和地理大发现为之后的技术革命奠定相应的基础。第一次科技革命带来了技术的膨胀,使得分工行为由国内社会转向国际世界,从而导致国际化行为由一种偶然性走向必然性、专业性的结果。从贸易理论的更替来看,依次经历了古典、新古典以及新贸易理论;从投资理论看,大致有海默(Hymer)的垄断优势论;维尔森(Verson)的产品生命周期论;巴克利和卡松(Buckley & Casson)的内部化理论;邓宁(Dunning)的国际生产折衷理论;渡岛小岛(Kojima)的比较优势投资理论等。

但需要指出的是,早期的研究都是基于同质性企业的假设,一直到20世纪90年代,经济学家逐渐开始关注企业异质性的问题研究,异质性企业贸易理论成为国际贸易理论的研究热点和主线。基于微观角度出发的异质性企业贸易理论,在解释当下国际贸易以及对外投资行为时 also 具有很大的实用性。

基于国内外的研究,我们发现对企业异质性的认识逐渐多元化(Roberts & Tybout, 1997; Bernard & Jensen, 1999 & 2004; Bernard & Wagner, 2001; Melitz, 2003; Das, 2007; Cole, 2008 & 2010),生产率、企业自身特征、各种要素投入等都被认为是异质性,但是以梅里兹(Melitz, 2003)建立的企业生产率异质性模型为代表。以该模型为理论基础,有关于企业出口以及对外投资的研究层出不穷。研究多集中于生产率角度、融

资约束角度以及贸易成本角度等。

我们认为除这些角度之外,企业所面临的商业信用风险也是影响企业出口以及对外投资决策的重要因素。²由信用体系缺失导致企业面临的信用风险是存在差异性的。企业所面临信用风险的差异,会进一步导致企业自身流动性的不同。在生产技术水平、融资约束以及市场开拓成本相同的情况下,企业同样会因为自身流动性的不同,而做出不同的出口决策以及对外投资决策,从而会出现企业不同的国际化路径选择。因此,理论研究层面,从信用风险角度研究其对企业出口决策、出口量以及对外投资决策的影响显得尤为重要。

从经济现实状况看,中国的贸易和对外投资在国内经济发展以及世界经济中都扮演了至关重要的角色。从国内经济发展看,中国应该鼓励哪些行业、何种企业出口?中国应该营造怎样的商业信用环境来促使企业出口?中国目前对企业“走出去”的呼声越来越高,究竟何种企业更适合“走出去”?政府应该构建何种商业信用体制来推动出口以及投资的战略调整以及转型?这些问题都影响中国对外贸易和投资的继续深化和提升。针对这些问题,本研究在梅里兹(2003)异质性企业贸易理论,赫尔普曼、梅里兹和耶普尔(Helpman, Melits & Yeaple, 2004)(后文简称HMY)以及钱尼(Chaney, 2005)的分析基础上,加入信用风险这一维度,研究商业信用风险对企业出口以及对外直接投资的影响,其现实意义是不言而喻的。

正是基于这样的理论研究以及中国贸易、对外直接投资现状促使了本文选题的产生。

第二节 本研究的目 的及意义

本书的选题的意义体现在两个方面:一是理论研究价值,二是对现实的解释需要。

从理论的研究现状看,传统的跨国投资理论对新兴工业化国家企业投资行为的新问题解释不力,比如,传统的资源观理论认为:资源是稀少的、难以模仿和难以替代的,是企业维持竞争优势关键要素,企业国际化的动因是企业拥有一定的资源优势。资源观认为企业国际化是企业利用已

有资源（包括技术能力，品牌和管理能力等）在海外寻求利润的一种路径。然而，新兴经济体企业并没有与跨国企业一样的企业优势，但是新兴经济体企业在国际化进程中也取得了一定的成功。

异质性企业贸易理论是以微观企业作为研究对象，引入企业异质性假设，分析企业国际化路径选择问题以及全球组织生产选择（企业内生边界理论，Antras, 2003）问题。学术界对企业异质性的认识已经有多元化的趋势，但是还没有分析商业信用环境的不完善所导致的信用风险不同对企业国际化决策的影响。同时，异质性企业贸易理论的出现和发展也仅仅有十几年的时间，其自身的理论构建和逻辑体系还有待进一步完善。因此，以理论的现有研究为前提，加入信用风险维度，对于理论研究的完善具有重要意义。

从现实意义看，异质性企业贸易理论能够解释当下我们看到的国际贸易现象。以加入信用风险角度的异质性企业贸易理论来对中国企业的出口以及对外投资的现状进行解释，具有重大的现实意义。

从贸易现状看：中国已经成为贸易大国。根据世界贸易组织（World Trade Organization, WTO）发布的《2013 年世界贸易发展报告》中的数据 displays：中国在 2012 年的商品贸易出口位列世界第一位，进口位列第二位，总额排名第二，仅仅比美国低 150 亿美元；中国在 2012 年的服务贸易出口位列世界第五位，进口位列第三位，总额排名第三，位于美国和德国之后。在这样的贸易地位现实背景下，探究以信用风险、生产率等因素如何影响中国企业出口决策以及出口量大小显得十分必要。怎样能够使得中国维持贸易大国的地位？怎样能够使得中国由贸易大国向贸易强国转变？这些问题具有重要的现实意义。

从对外投资现状看：根据《2012 年度中国对外直接投资统计公报》以及联合国贸发会议的《2013 年世界投资报告》的数据显示，中国 2012 年对外投资流量达到 878 亿美元，位列世界第三位，位于美国以及日本之后。同样，在如此大的对外投资规模下，探究信用风险、生产率等异质性因素如何影响企业的对外直接投资决策显得极为有意义。当下，中国企业面临由出口向 FDI 的转型，并一直鼓励企业“走出去”；我们应该如何给予更好的体制层面支持？商业信用体系的建立急不可待，从商业信用以及信用风险的角度研究企业国际化路径的决策同样具有重大的现实意义。

第三节 研究方法

本书的研究方法主要有三种，分别是对比分析、理论分析以及实证分析。对不同征信国家的对比分析是本文的描述性前提；对 Melitz 模型及其在此基础上引入信用风险要素的扩展的分析是本文的理论基础；对信用风险影响企业出口决策、对外投资决策的实证分析是本文的落脚点。

在对比分析上，我们对比了征信国家与非征信国家信用体系的差异。在征信国家中，我们描述了美国、欧洲国家以及日本等信用体系的构成；在非征信国家中，我们首先描绘了印度、巴西以及南非等国家的信用体系，并在此基础上，进一步分析中国征信体系的建设情况。最后，我们对比两类国家的信用体系，并指出发展中国家应如何健全信用体系。

在理论分析上，我们首先分析了梅里兹（2003）的理论模型以及 HMY（2004）的基本逻辑，给出了异质性企业贸易理论的基本模型，并对其进行拓展。引入融资约束的 Melitz 模型即钱尼（2005）的研究，对本书的理论贡献是较大的。在这些研究的基础上，我们阐述了引入信用风险的一般理论机制。引入信用风险的异质性企业模型与中国企业的现实状况更为贴近。

在实证分析上，我们集中在两个方面：一是分析信用风险、技术水平等因素对中国企业出口决策以及出口量的影响。我们构建了实证分析模型，以中国工业企业数据库的截面数据、面板数据为研究对象，运用 Logit 方法、Probit 方法以及 Tobit 方法，对信用风险、技术水平、市场开拓成本以及企业的一般特征等因素对其出口决策以及出口量的影响进行分析；实证的第二个方面是分析信用风险、技术水平等因素对企业对外投资决策的影响。运用中国工业企业数据库 2010 年的截面数据以及商务部关于中国对外投资的记录，建立实证分析模型，并运用 Logit 方法以及 Probit 方法得出相应的实证结果。

第四节 创新及未来需要推进的研究

本书的创新主要体现在以下几个方面：一是研究角度的创新。已经有

过一些运用异质性企业贸易理论解释中国贸易和投资的现象的研究，但多集中于生产率角度、融资约束角度以及贸易成本角度。他们的研究集中在中国的出口是否存在“生产率悖论”及其对悖论的相应解释，从生产率的构成方面、融资约束方面以及国内市场结构方面都给出一定的分析。而本文则另辟蹊径，认为由于国内信用体系的不健全导致企业面临一定的信用风险，而且不同企业面临的信用风险是不同的，从而对企业的出口决策、出口量以及对外直接投资决策产生影响。

理论研究方面的创新：文章在分析了梅里兹（2003）的模型，HMY（2004）模型之后，对引入信用风险之后的异质性企业贸易模型给出了一般阐述，形成文章的理论基础。

实证方面的创新：以理论分析为基础，运用中国工业企业数据库的截面数据以及面板数据，分析信用风险、技术水平等因素对中国企业出口决策以及出口量的一般影响；运用中国工业企业数据库的截面数据与商务部的数据，分析信用风险等因素对中国企业对外投资决策的影响。在这些实证结果的基础上，给出了关于中国贸易以及投资方面的政策建议。

但我们需要指出的是，我们的研究是在引入信用风险的情况下，重新阐释异质性企业贸易理论，并将重新构建的框架应用于中国实际，这些都是理论以及实证上的探索以及尝试，在研究层面需要进一步推进点很多，至少有：从理论层面上，可以考虑严格构建模型，给出更一般理论机制的阐释；从实证层面上，如何更深入结合中国情景，采用先进的计量方法，比如对技术水平的处理，我们在应用 LP 方法计算全要素生产率的时候，在指标构成上选用了一些简易替代指标；在对企业对外投资数据的合并上，商务部的数据没有法人代码，我们直接采用法人单位进行合并，当然我们也进行了一定的人工校正。这些技术处理结果可能会存在一定的问题，需要更科学的方法运用在这类问题的研究上。

第五节 本书的结构安排

如图 1-1 所示。全书的结构安排如下：

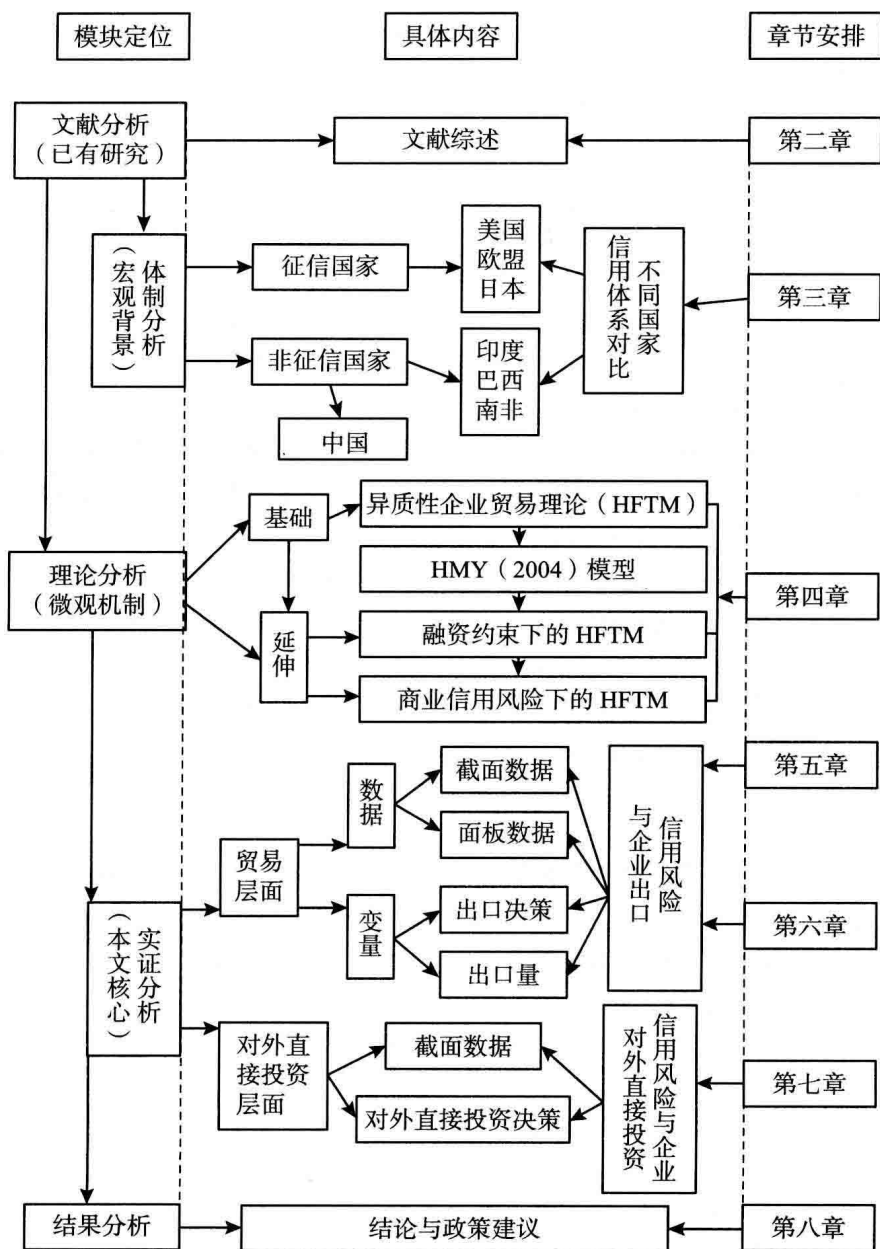


图 1-1 技术路线图

第二章是本文的文献综述。在已有的研究中，我们分析关于企业国际