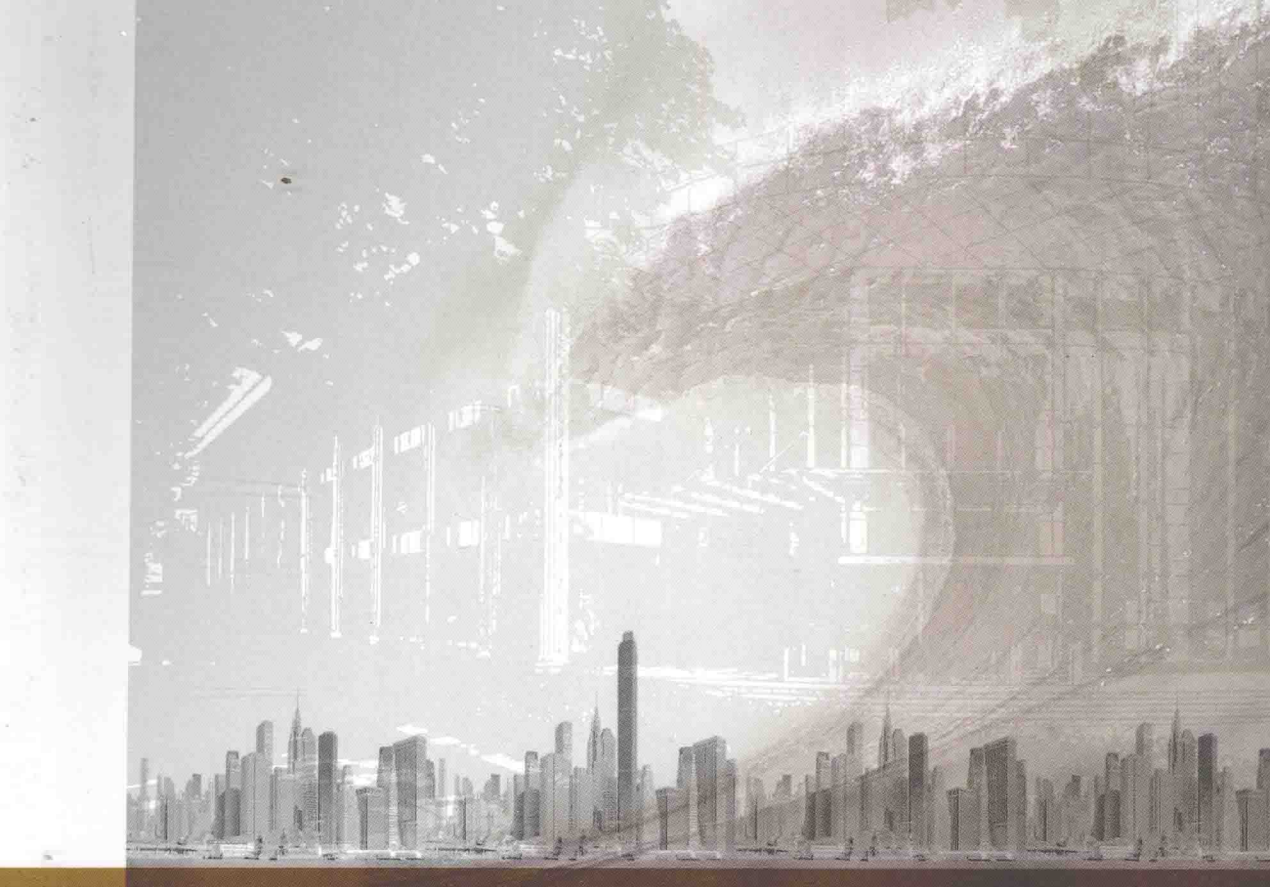




融资约束对中国企业出口的影响与对策研究

孙灵燕 著

中国社会科学出版社



融资约束对中国企业出口的影响与对策研究

孙灵燕 著

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

融资约束对中国企业出口的影响与对策研究/孙灵燕著. —北京: 中国社会科学出版社, 2014. 7

ISBN 978 - 7 - 5161 - 4191 - 5

I. ①融… II. ①孙… III. ①企业融资—研究—中国②企业管理—出口贸易—研究—中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 078102 号

出 版 人 赵剑英
选题策划 刘 艳
责任编辑 刘 艳
责任校对 吕 宏
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2014 年 7 月第 1 版
印 次 2014 年 7 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 11.25
插 页 2
字 数 210 千字
定 价 38.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

前 言

随着以梅里兹（Melitz，2003）为代表的新新贸易理论的发展，越来越多的学者开始从企业的异质性角度分析企业的出口行为，并大多基于完全金融市场的假设。当考虑完全金融市场时，企业可以发现投资者并获得进入国外市场的成本，从而实现出口。一旦考虑到现实中的不完全金融市场，企业必然面临一定程度的融资约束，此时，企业出口需要克服的固定资产投资可能受到融资因素的影响。那么是否融资约束也作为企业异质性的一个重要来源对企业出口行为产生了影响？钱尼（Chaney，2005）最早将流动性约束纳入梅里兹（2003）的异质性企业模型，研究了融资约束对企业出口的重要性，其认为融资约束是异质性的另一个表现，只有融资约束低的企业才能够克服出口沉没成本进入出口市场。

作为发展中国家，中国不仅存在一般意义上的金融抑制，还存在基于所有制性质的信贷歧视，即国有企业能够持续获得稳定的贷款，而民营企业却难以取得与之平等的金融地位。世界银行投资环境调查表明：中国是80个样本国家中融资约束最严重的国家，80%的民营企业将融资约束视为企业发展的主要障碍克雷森斯和兹欧密斯（Claessens and Tzioumis，2006）。融资约束作为企业异质性的一种表现在中国尤为明显，因而，研究企业融资约束对出口的影响，并进一步分析缓解企业出口融资约束的重要因素，对于融资约束比较严重的中国企业尤其是民营企业的出口而言必然具有重要的现实意义。目前仅有极少数学者关注了企业融资约束对于出口的影响，这些研究又多是基于企业出口决策的实证检验，而对于融资约束对企业出口强度的影响的研究相对较少，并且没有统一的定论，也缺乏

相关的机制分析。对此,本书从企业融资约束异质性角度出发,系统分析融资约束对于企业出口扩展边际和出口集约边际的影响机制,并探讨影响企业尤其是民营企业出口融资约束的因素,以期为我国企业出口提供政策上的启示。

本书共分为六个部分。第一章首先给出本书的研究背景及意义,并就有关金融因素与国际贸易的研究进行综述,简要回顾金融因素与出口贸易关系的相关文献,理清从金融发展对出口影响到融资约束对出口影响的发展脉络,以此说明本书研究的意义及理论基础,最后给出研究思路、基本结构。第二章为中国企业出口和融资约束现状分析。本部分将使用统计数据说明中国企业出口的基本概况以及出口在国民经济中的重要地位,并详细介绍中国企业面临的融资约束问题,尤其关注企业在外源融资过程中所面临的“政府所有制信贷配给”问题,为后面的研究提供必要的现实背景。第三章从新新贸易理论出口沉没成本的理论逻辑出发,基于企业层面数据使用 Probit 估计方法详细阐述了融资约束异质性对企业出口参与行为的影响。第四章首先探讨了融资约束影响企业出口扩张的微观机制,在此基础上经验检验了融资约束对不同类型企业以及不同外源融资依赖程度行业出口扩张产生的作用,并进行比较研究。第五章详细考察企业出口融资约束的影响因素及其机制,首先使用微观层面数据进行统计和实证上的佐证,接下来通过使用交叉项的方法,着重分析所有制歧视和外商直接投资通过融资约束的缓解渠道影响民营企业出口的作用。第六章总结全书,提出政策建议。

本书的主要结论如下:

第一,外源融资约束是企业出口参与的重要影响因素。企业出口参与对外源融资约束的依赖程度因所有制不同存在显著差异。其中,国有企业和外资企业外源融资约束的降低对出口参与的影响为正,但统计上并不显著;而民营企业外源融资约束则对其出口参与起到显著的作用,企业的外源融资约束程度越低,越可能参与出口。同时,外源融资约束限制了企业的初始出口,而对于保持出口商地位的作用并不显著。

第二,企业出口规模明显依赖于外源融资约束,外源融资能力越强,企业出口扩张越快。国有企业和民营企业出口对外源融资的依赖程度存在

差异。国有企业外源融资能力对出口的影响在统计上并不显著；而民营企业融资能力则对其出口起到显著的促进作用。当我们考虑到企业所在行业的外源融资依赖特征后发现，外源融资依赖程度较高的行业，外源融资约束对于出口的限制作用要明显高于外源融资依赖程度较低的行业。

第三，金融发展程度和外商直接投资能够通过产品市场和信贷市场对民营企业的融资约束产生作用，进而影响企业的出口。其中，所有制歧视对出口参与和出口增长的融资约束均起到了挤出作用；对出口参与而言，外商直接投资在产品市场和信贷市场均对民营企业外源融资约束产生了一定的缓解作用，而对企业进入出口市场后的出口扩张而言，外商直接投资在产品市场和信贷市场均对民营企业外源融资约束产生了一定的挤出作用。另外，基于所有制的信贷歧视显著地限制了融资依赖程度高的民营企业外源融资的获取以及在此基础上的出口扩张。

本书力求在以下几个方面实现创新：

第一，企业融资约束对于出口的影响部分是全书分析的重点，本书同时吸收了新贸易理论的异质性企业模型和金融经济学的相关研究，基于不完全金融市场的视角，将融资约束与出口的关系结论在一个统一的理论框架中展示出来，从而将之前零碎和分散的研究进行整合。之前只有较少的研究关注了融资异质性对企业出口的影响，其中大部分都是从企业出口扩展边际角度进行的分析，只有少数文献关注了融资约束对企业出口集约边际的影响，对此本书将融资约束对企业出口扩展边际以及出口集约边际的影响纳入分析框架，进行系统、全面的研究。

第二，目前企业融资约束通过影响沉没成本，进而影响出口扩展边际的理论已取得较为一致的结论，而对于融资约束对出口集约边际的影响，目前研究并未达成一致。因此，本书将详细分析企业融资约束对出口影响的机制，并结合中国的现实，首先运用企业层面数据进行统计上的验证，然后采用面板回归方法实证检验中国企业融资约束对于出口集约边际的重要作用。

第三，金融发展程度、外商直接投资能够通过影响企业面临的外源融资约束，进而影响企业的出口。关于金融发展程度指标的构建，本书所采用的方法与之前的相关研究有所不同，本书主要从目前中国所有制歧视问

题严重的现实出发,使用地区行业国有经济比重说明企业面临的所有制歧视,以此作为中国金融发展程度的代理变量,并区分产品市场与信贷市场,对所有制歧视的作用进行综合探讨。

第四,前人研究中所采用的企业融资约束指标并不完全符合中国现实,以往研究大多采用外源融资能力作为度量企业融资的重要指标,但对中国而言,外源融资能力并非是大大部分中国企业从银行借款的主要影响因素,目前企业在获取贷款时存在“政治主从次序”问题。因而,本书采用包含外源融资成本的利息支付变量作为综合考察融资约束的指标,由此得到的实证结论将更为客观与合理。

当然,本书的研究还存在着一些缺点,并有待于今后进一步研究。在金融因素在实体经济发展中的作用日益明显的背景下,积极探讨融资约束对企业发展所产生的重要影响具有重要的理论和现实意义,这也将成为我们继续关注与研究的问题。

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 本书的研究背景及意义	(1)
第二节 概念的界定	(3)
第三节 金融因素影响出口贸易的研究综述	(6)
第四节 研究思路与结构安排	(24)
第二章 中国企业出口和融资约束现状	(28)
第一节 中国企业出口现状分析	(28)
第二节 中国企业融资约束现状分析	(35)
第三章 融资约束对中国企业出口扩展边际的影响	(44)
第一节 导言	(44)
第二节 融资约束影响企业出口参与的估计模型设定	(48)
第三节 融资约束对不同所有制企业出口参与的影响	(57)
第四节 融资约束对不同类型出口企业出口参与的影响	(69)
第五节 本章小结	(71)
第四章 融资约束对中国企业出口集约边际的影响	(73)
第一节 导言	(73)
第二节 融资约束影响企业出口增长的微观机制分析	(75)
第三节 融资约束影响企业出口增长的计量模型构建	(76)
第四节 融资约束对不同所有制企业出口增长的影响	(82)

2 融资约束对中国企业出口的影响与对策研究

第五节 融资约束对不同外源融资依赖程度企业出口增长的影响	(86)
第六节 本章小结	(99)
第五章 所有制歧视、FDI 与民营企业出口融资约束	(101)
第一节 导言	(101)
第二节 企业外源融资约束的影响因素及机制分析	(103)
第三节 所有制歧视、FDI 影响企业融资约束的统计检验	(108)
第四节 所有制歧视、FDI 与民营企业出口融资约束的回归模型确定	(113)
第五节 所有制歧视、FDI 与民营企业出口参与	(120)
第六节 所有制歧视、FDI 与民营企业出口增长	(123)
第七节 外源融资依赖、所有制信贷歧视与民营企业出口结构升级	(130)
第八节 本章小结	(134)
第六章 基本结论及政策建议	(137)
第一节 本书主要结论	(137)
第二节 缓解融资约束促进企业出口发展的政策建议	(139)
第三节 不足与前瞻	(145)
参考文献	(147)
后记	(165)

图目录

图 1.1	各章逻辑结构图	(27)
图 4.1	所有企业外源融资与出口增长关系的散点图	(83)
图 4.2	国有企业外源融资与出口增长关系的散点图	(83)
图 4.3	民营企业外源融资与出口增长关系的散点图	(83)
图 4.4	瑞詹和金格莱斯(1998)外源融资依赖程度高的 行业散点图	(93)
图 4.5	瑞詹和金格莱斯(1998)外源融资依赖程度低的 行业散点图	(93)
图 4.6	外源融资比重高的行业散点图	(94)
图 4.7	外源融资比重低的行业散点图	(94)
图 4.8	民营企业外源融资依赖程度高的行业散点图	(95)
图 4.9	民营企业外源融资依赖程度低的行业散点图	(95)
图 4.10	民营企业外源融资比重高的行业散点图	(96)
图 4.11	民营企业外源融资比重低的行业散点图	(96)
图 5.1	$efin \times soes$ 与 exp 关系的散点图	(124)
图 5.2	$efin \times soed$ 与 exp 关系的散点图	(125)
图 5.3	$efin \times soes2$ 与 exp 关系的散点图	(125)
图 5.4	$efin \times soed2$ 与 exp 关系的散点图	(126)
图 5.5	$efin \times fdis$ 与 exp 关系的散点图	(126)
图 5.6	$efin \times fdid$ 与 exp 关系的散点图	(127)

表目录

表 2.1	1992—2011 年出口统计	(29)
表 2.2	2001—2008 年企业出口的所有制结构	(30)
表 2.3	1981—2008 年出口贸易方式	(31)
表 2.4	2000—2011 年出口产品结构	(32)
表 2.5	1995—2007 年制造业出口产品结构	(34)
表 2.6	2000—2011 年按经营单位所在地分货物出口区域分布	(35)
表 2.7	企业国内银行贷款的资金分布情况	(38)
表 2.8	企业营运资本资金来源统计	(41)
表 2.9	企业新投资资金来源统计	(41)
表 2.10	企业营运资本与新投资资金来源统计	(42)
表 3.1	各变量的统计特征	(56)
表 3.2	企业的行业分布	(57)
表 3.3	企业的区域分布	(57)
表 3.4	国有企业出口参与的变量统计特征	(58)
表 3.5	民营企业出口参与的变量统计特征	(59)
表 3.6	外资企业出口参与的变量统计特征	(60)
表 3.7	出口参与分所有制回归结果	(62)
表 3.8	出口参与分出口企业类型的回归结果	(69)
表 4.1	所有企业出口增长的变量统计特征	(81)
表 4.2	国有企业出口增长的变量统计特征	(81)
表 4.3	民营企业出口增长的变量统计特征	(82)

表 4.4	出口增长分所有制回归结果	(84)
表 4.5	2003—2007 年中国 30 个制造业部门投资资金的来源	(90)
表 4.6	行业外源融资依赖程度	(92)
表 4.7	基于外源融资依赖程度的所有企业回归结果	(97)
表 4.8	基于外源融资依赖程度的民营企业回归结果	(98)
表 5.1	合资与非合资民营企业营运资本和新投资中银行贷款的 比重	(109)
表 5.2	国有参股与非国有参股民营企业营运资本和新投资中银行 贷款的比重	(110)
表 5.3	企业营运资本和新投资中银行贷款的比重	(111)
表 5.4	产业集聚区与非产业集聚区非合资民营企业零部件外包 状况	(112)
表 5.5	民营企业出口参与的统计性描述	(118)
表 5.6	民营企业出口增长的统计性描述	(119)
表 5.7	所有制歧视、FDI 与民营企业出口参与回归结果	(122)
表 5.8	所有制歧视、FDI 与民营企业出口增长回归结果	(128)
表 5.9	使用瑞詹和金格莱斯(1998)行业外源融资依赖指标的 回归结果	(132)
表 5.10	使用行业外源资金比重的回归结果	(133)

第一章

导 论

第一节 本书的研究背景及意义

在经济全球化的今天，金融在经济中的核心地位日益突出，金融因素在国家层面表现为金融发展，而在行业和企业层面则表现为融资约束。目前，为数不多但却日益增多的文献关注了金融因素对出口的影响，其中绝大部分都是从国家和行业层面研究了国家层面的金融发展对出口的重要性，结论充分肯定了金融发展对贸易发展的促进作用。然而，目前有关企业融资约束影响出口的研究相对较少。企业融资约束影响出口的分析主要是源自异质性企业的研究，随着以梅里兹（2003）为代表的新新贸易理论的发展，越来越多的学者开始从企业的异质性角度分析企业的出口行为，并大多基于完全金融市场的假设。然而现实中，由于不完全金融市场的存在，企业的融资约束必然存在差异，因而融资约束可能会成为企业异质性的一个重要表现，并且确实存在一些高生产率的企业由于面临较高的融资约束而不能出口的现象，那么是否融资约束也作为企业异质性的一个重要来源对企业出口行为产生了影响？钱尼（2005）最早将流动性约束纳入梅里兹（2003）的异质性企业模型，研究了融资约束对企业出口的重要性，其认为融资约束是异质性的另一个表现，只有融资约束低的企业才能够克服出口沉没成本进入出口市场。

作为发展中国家，中国不仅存在一般意义上的金融抑制，还存在基于所有制性质的信贷歧视，即国有企业能够持续获得稳定的贷款，而民营企

业却难以取得与之平等的金融地位。世界银行投资环境调查表明：中国是80个样本国家中融资约束最严重的国家，80%的民营企业将融资约束视为企业发展的主要障碍（克雷森斯和兹欧密斯，2006）。将融资约束作为企业异质性的一种表现在中国尤为明显，因而，研究企业融资约束对出口的影响，并进一步分析缓解企业出口融资约束的重要因素，对于融资约束比较严重的中国企业尤其是民营企业的出口而言必然具有重要现实意义。

目前仅有少数学者关注了企业融资约束对出口的影响，这些研究又多是基于沉没成本分析融资约束影响企业出口决策（扩展边际）的实证检验，而对于融资约束对企业出口强度（集约边际）影响的研究相对较少，并且没有统一定论，也缺乏相关的机制分析。因此，本书将从企业融资约束异质性角度出发，系统分析融资约束对于企业出口扩展边际和出口集约边际的影响，从而使得融资约束影响出口的理论更加的翔实而全面。这些无疑又具有重要的理论意义。

本书的研究主要解决以下问题：

（一）融资约束是否限制中国企业的出口参与，这种作用是否会因企业所有制类型不同而存在差异，是否因出口企业类型不同而存在差异。

本书基于新新贸易理论的研究，从企业出口沉没成本的逻辑出发，考察融资约束是否会限制中国企业的出口参与，结合中国企业面临的融资约束现状，进一步划分企业所有制，探讨融资约束对于不同所有制企业出口参与的影响，并考察融资约束对不同出口类型企业作用的差异。

（二）融资约束影响企业出口强度的作用机制是什么，这种作用是否也会因企业所有制类型不同而存在差异，是否因企业所在行业的融资依赖特征不同而存在差异。

本书首先分析融资约束影响企业出口数量扩张的机制，然后利用企业层面数据计量检验融资约束对不同所有制企业产生的作用，并进行比较分析；接下来基于不同行业外源融资依赖特征存在差异的事实，考察在外源融资依赖程度不同的行业，融资约束对出口所产生的影响。

（三）影响企业出口融资约束的内、外部因素有哪些，金融发展程度、外商直接投资等重要外部影响因素，是否通过影响民营企业融资约束，影响企业的出口。

本书重点探讨金融发展程度、外商直接投资对于企业融资约束的影响机制，在此基础上采用微观层面数据进行初步统计佐证，接下来使用交叉项的计量方法给出相关检验，并对它们在产品市场和信贷市场上所起到的不同作用进行比较。

（四）缓解企业尤其是民营企业融资约束的政策建议。

鉴于出口在我国经济中所处的重要地位，结合实证分析得出的结果，提出缓解企业尤其是民营企业融资约束，进而促进出口的政策建议是本书的最终研究目的所在。

第二节 概念的界定

一 企业融资与融资约束

企业在研发和生产过程中，通常需要担负大量的固定成本和流动成本。企业融资是指企业根据自身的生产经营状况、资金拥有的状况以及未来经营发展的需要，利用内部积累或向企业的投资者和债权人去筹集资金，以保证企业正常生产需要与经营管理活动需要的行为。通常来说，企业筹集资金用于扩大企业规模和偿还债务。企业融资方式包括内源融资和外源融资，内源融资，即将本企业的留存收益和折旧转化为投资的过程；外源融资，即企业吸收其他经济主体的闲置资金，使之转化为自身投资的过程。

当金融市场完善时，内源融资与外源融资是完全替代的，企业的投资决策与它的融资环境没有关系 [莫迪利安尼和米勒 (Modigliani and Miller, 1958)]。然而，现实中并不存在真正意义上的完全金融市场，不完全金融市场的信息不对称和代理问题都会提高外源融资的使用成本，从而使企业的内源融资和外源融资是不完全替代的，此时就产生了融资约束问题。如斯蒂格利茨和威斯 (Stiglitz and Weiss, 1981)、格林沃德等 (Greenwald et al, 1984)、梅耶斯和迈基里夫 (Myers and Majluf, 1984) 以及梅耶斯 (1984) 等人研究发现借者和贷者之间的信息不对称问题使得外源融资的成本高于内源融资，伯南克和格特勒 (Bernanke and Gertler, 1989) 以及格特勒 (1992) 等则从代理问题出发，认为代理问题

同样会使得外源融资的成本高于内源融资。

融资约束这一概念是由法扎里等 (Fazzari et al, 1988) 首次明确地定义的: 在资本市场不完备的情形下, 由于内、外源融资成本存在较大差异, 企业无法支付过高的外源融资成本而出现融资不足, 最终导致投资无法达到最优水平, 投资决策过度依赖企业内源资金。融资约束的出现是企业融资渠道不畅的结果, 表现为企业内源资金积累不足、难以获得银行贷款、不能发行股票或债券等。因此, 企业面临的融资约束, 既包括了由于内部流动性约束导致的内源融资约束, 也包括了信贷约束等产生的外源融资约束。

融资约束是发展中国家企业普遍存在的问题, 国家金融发展水平、信贷资金配置的市场化程度等, 都是企业融资约束的重要影响因素。从中国现实国情来看, 政府对金融资源配置起到主导作用, 民营企业面临着融资的“所有制歧视”。中国的金融市场除了存在发展中国家普遍存在的金融抑制外, 还存在基于所有制性质的信贷歧视, 即国有企业持续获得稳定信贷, 而民营企业却难以取得与之平等的金融地位。因此, 本书认为企业融资约束的差异部分原因源于所有制歧视带来的外源融资不同, 在后面的相关研究中, 将综合分析企业的内源融资约束和外源融资约束, 并重点强调外源融资约束, 尤其是信贷约束。

二 贸易二元边际

贸易二元边际是指贸易的集约边际与扩展边际。从现有文献来看, 对贸易集约边际 (intensive margin of trade) 的界定基本一致, 即现有出口企业和现有出口产品在单一方向上量的扩张。但关于贸易扩展边际 (extensive margin of trade), 目前并没有完全一致的定义。赫尔普曼等 (Helpman et al, 2008)、菲尔波梅和科勒 (Felbermayr and Kohler, 2006) 认为, 贸易扩展边际主要是指出口国和其他国家建立新的贸易伙伴关系; 胡梅尔斯和克列诺 (Hummels and Klenow, 2005) 在对贸易总量进行分解之后, 强调扩展贸易边际是出口产品种类的增加 (详见钱学锋和熊平, 2010)。在本书, 贸易的扩展边际, 即出口企业数目的增加或者出口市场数目的增加; 贸易的集约边际, 即某个企业出口数量的增加或者某个出口市场出口

额的增加。

三 所有制界定

目前关于民营企业概念的认识，并没有一个统一的标准，学术界通常从“所有制”和“经营方式”的视角给出划分。“所有制”的划分标准认为非国有即民营，基于这一分析视角，许小年（2003）定义民营企业为非国有或非国有独资和非集体所有的企业。“经营方式”的划分标准则是主要基于非国营的基本逻辑。晓亮（1994）和单东（1997）认为民营企业包含了“国有民营”和“民有民营”两种形式，并不是一个与“私营企业”完全对等的概念。民营的本质并不是特指生产资料由谁所有，而只是一种与资产经营有关的经营形式（刘迎秋，1994）。上述关于民营企业概念的界定，基本上遵循了从强调“经营方式”为主转向强调“所有制”为主的原则。在本书，我们参照“所有制”的划分标准，并借鉴哈瑞森和麦克米兰（Harrison and McMillan, 2003）、海考特和庞斯特（HeriCourt and Poncet, 2009）论文提供的企业所有制划分标准，使用股权比例的划定来确定主要控制权，最终认为本书的民营企业是指国内股权比例占到49%以上的非国有企业，包括有限责任公司、股份有限公司、合伙企业和个人独资企业等各种类型企业。类似地，国有企业是指国有股权比例在49%以上的企业，外资企业则是指外商股权比例在49%以上的企业。

四 金融发展

20世纪60年代末至70年代初，麦金农等西方经济学家提出了金融发展理论，但是关于“金融发展”概念本身并没有形成一个统一的共识。戈德史密斯（Goldsmith）最早尝试有关金融发展理论的研究，认为金融发展是指一个国家或地区金融结构的变化。1973年肖和麦金农（Shaw and McKinnon）对发展中国家经济发展与金融发展进行深入研究后，在各自的著作《经济发展中的货币与资本》和《金融深化和经济发展》中分别提出了发展中国家经济发展中的“金融深化理论”和“金融抑制理论”。他们的概念突出了金融制度和金融政策在金融自身发展以及促进或