

FINANCIAL DEVELOPMENT
AND INTERNATIONALIZATION OF CHINESE ENTERPRISES

金融发展与中国企业的 国际化研究

陈 琳 著

 复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融发展与中国企业的国际化研究/陈琳著. —上海: 复旦大学出版社, 2019. 11
ISBN 978-7-309-14681-3

I. ①金… II. ①陈… III. ①金融事业-经济发展-关系-企业经济-国际化-研究-中国
IV. ①F832②F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 227371 号

金融发展与中国企业的国际化研究

陈琳 著

责任编辑/王雅楠

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853

外埠邮购: 86-21-65109143

上海华教印务有限公司

开本 890 × 1240 1/32 印张 7.625 字数 178 千

2019 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-14681-3/F · 2634

定价: 26.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

作者简介

陈琳，华东师范大学经济学院副教授，上海财经大学经济学博士，复旦大学博士后，美国University of Massachusetts访问学者。研究领域为国际贸易与投资、国际金融。近年来，在 *The Journal of International Trade and Economic Development* (SSCI)，以及《管理世界》《世界经济》《金融研究》《财经研究》《世界经济文汇》《南开经济研究》等高水平刊物上发表论文20多篇。主持国家社科基金一般项目、教育部人文社科基金项目等多项课题，参与国家社科基金重大项目、国家自然科学基金重点项目、国家社科基金重点项目等多项国家级课题。

责任编辑 王雅楠
封面设计 杨倩倩

目 录

引言	1
第一章 绪论	5
第一节 研究背景、研究目的和意义	5
1.1.1 研究背景	5
1.1.2 研究目的和意义	7
第二节 研究思路和主要内容	9
1.2.1 研究的思路	9
1.2.2 主要内容	10
第三节 研究数据、方法和创新之处	12
1.3.1 研究方法和数据	12
1.3.2 创新点	14

上篇 金融发展与中国企业国际化:中观视角

第二章 金融发展与出口贸易	19
第一节 金融发展与高科技产品的出口竞争力:跨国经验与 启示	19
2.1.1 引言	19
2.1.2 文献评述	21



2.1.3	理论模型与研究假说	24
2.1.4	计量模型、数据和变量	27
2.1.5	金融发展影响竞争力的实证分析及作用机制	31
2.1.6	结论及对中国的启示	41
第二节	金融发展与中国各省高科技产业复杂度的提升	42
2.2.1	引言	42
2.2.2	金融发展与出口复杂度提升的文献综述和理论研究	43
2.2.3	金融发展对高技术产业出口复杂度影响的实证分析	49
2.2.4	小结	62
第三节	金融抑制是否促进了中国加工贸易的繁荣	63
2.3.1	文献回顾与理论假说	63
2.3.2	模型设定和变量选择	68
2.3.3	金融抑制与加工贸易的实证检验	71
2.3.4	研究小结	79
第三章	金融发展、汇率与中国的对外投资	81
第一节	金融发展与中国省份的对外直接投资	81
3.1.1	引言	81
3.1.2	文献综述	82
3.1.3	实证检验与回归结果分析	86
3.1.4	研究小结	96
第二节	汇率变动与中国的对外直接投资	97
3.2.1	引言	97
3.2.2	文献回顾	99
3.2.3	变量与数据选取	101
3.2.4	汇率变动、作用渠道及对外投资	104
3.2.5	结论	108

下篇 金融发展与中国企业的国际化:微观视角

第四章 政治关联、融资约束与中国企业的出口	113
第一节 文献回顾	115
4.1.1 有关政治关联和企业出口的文献	115
4.1.2 有关融资约束和企业出口的文献	117
第二节 政治关联、融资与企业出口的理论模型	118
4.2.1 基本假设	118
4.2.2 政治关联的作用	120
第三节 计量模型和数据说明	124
4.3.1 计量模型	124
4.3.2 数据说明	127
第四节 回归结果与稳健性检验	128
4.4.1 经验检验:企业是否出口	128
4.4.2 经验检验:企业出口量	131
4.4.3 稳健性检验	132
第五节 本章小结	138
第五章 融资约束、出口贸易方式转型与中国企业的全球价值链 升级	140
第一节 理论分析与研究假说	144
5.1.1 融资约束与价值链升级	144
5.1.2 两种作用机制	145
第二节 核算国内增加值	148
5.2.1 计量模型设定	148
5.2.2 核算国内增加值(DVAR)	149



5.2.3	融资约束指标	152
5.2.4	数据来源及数据处理	154
第三节	回归结果和分析	155
5.3.1	基准回归结果及分析	155
5.3.2	稳健性检验	157
5.3.3	拓展性分析:企业所有制异质性	161
第四节	作用机制检验	164
第五节	本章小结	167
第六章	全球价值链嵌入与中国企业的对外直接投资	170
第一节	文献回顾与理论机制分析	170
6.1.1	文献回顾	170
6.1.2	嵌入位置影响对外投资的理论机制分析	173
第二节	测算企业的价值链嵌入位置	175
6.2.1	构建行业上游度指数	175
6.2.2	典型事实	177
第三节	模型设定、数据说明和变量选择	180
6.3.1	计量模型和数据来源	180
6.3.2	对各变量的说明	181
第四节	价值链嵌入与企业对外投资的实证检验	184
6.4.1	基准回归结果与分析	184
6.4.2	进一步讨论	187
6.4.3	稳健性检验	188
第五节	全球价值链嵌入与 OFDI 的异质性	192
6.5.1	嵌入位置与 OFDI 动机	192
6.5.2	嵌入位置与 OFDI 区位	197
6.5.3	嵌入位置与 OFDI 频次	198

第六节 本章小结	200
第七章 主要结论和政策含义	202
第一节 主要结论	202
7.1.1 金融发展与高科技产品的出口竞争力	202
7.1.2 金融发展和中国的加工贸易	203
7.1.3 金融发展、汇率和中国的对外投资	203
7.1.4 政治关联、融资约束与中国企业出口	204
7.1.5 融资约束和企业全球价值链升级	204
7.1.6 对全球价值链和企业对外投资的研究	205
第二节 政策建议	205
7.2.1 基于中观层次研究的政策建议	205
7.2.2 基于微观企业研究的政策建议	207
附录 HS 编码和 ISIC 行业分类以及 WIOD 行业分类的对应 信息(部分)	210
参考文献	212

引 言

金融因素作为比较优势引入贸易理论始于 20 世纪 80 年代,随着新新贸易理论的兴起,这一领域的研究深入到企业微观层面,有了一些新进展。Chaney(2005)和 Manova(2013)将金融摩擦引入到 Melitz(2003)的企业异质性模型,阐明了金融摩擦、融资约束的存在抑制了企业的出口,此后,运用各国数据的经验研究纷纷兴起,验证了上述理论研究的结论。世界银行投资环境调查数据表明,中国是 80 个样本国家中融资障碍较大的国家(Claessens 和 Tzioumis, 2006)之一。然而,一个令人吃惊的事实是,尽管国内金融市场效率不高,中国的出口量却在近二十年间出现了一个爆炸式的增长。当我们重新审视中国的出口模式,发现巨额的出口额和这样一些独特的特征事实相关,即“统计假象”意义上庞大的高科技产品出口、加工贸易的高度繁荣、中国企业强烈的选择出口而非内销的“舍近求远”倾向。这也就造成我国贸易规模和贸易获利能力的不匹配,一端是高额贸易顺差引致的贸易摩擦的不断升级;另一端是加工贸易引致的全球价值链低端锁定。本书将从国内金融发展、金融抑制,企业特别是民营企业受到的融资约束等方面对上述现象作出解读。并试图给出提升中国在全球价值链的分工地位,推动中国贸易方式转型,实现从“量”到“质”转变的金融领域配套改革的可行性路径。

企业的国际化行为除了出口,便是对外直接投资。Helpman(2004)的研究表明,随着生产率的提高,企业会由出口转为对外直接



投资,本书同样涉及金融与对外投资的研究,我们讨论了直接金融和间接金融的发展水平与中国各省份对外投资的关系。由于汇率制度是我国金融体制的重要组成部分,本书同样涉及汇率变动和企业对外投资的关系。近年来,随着全球价值链的兴起,生产日益分散化和碎片化,本书上篇讨论了全球价值链和企业出口关系,由于企业的对外投资行为也与价值链密切相关,下篇结合当前企业在国际化进程中面临的这些新问题和新动向,探讨了全球价值链嵌入和企业对外投资的关系。

本书共分七章。第一章为绪论,介绍研究的背景和意义,梳理研究的思路和内容安排,介绍研究采用的方法和数据,并对创新点进行阐述。第二至七章是本书的核心,共分上下两篇。在上篇,通过运用宏观及中观层面的跨国数据、省级数据,考察金融发展对出口和对外投资的影响。第二章的第一节在构建理论模型基础上,采用跨国面板数据,研究了金融发展、金融结构对高科技产品出口竞争力的作用,以期给中国高科技产品的出口提供国际经验和启示。第二节运用中国各省级面板数据进行实证研究,研究表明金融的发展对提升中国高科技产品的出口复杂度的确有重要作用。第三节通过构建多个体现金融抑制的变量,研究表明金融抑制造成了中国加工贸易的繁荣。第三章同样运用省级面板数据,分别考察直接金融和间接金融的规模和效率,对中国各省份对外投资的作用。

宏观上的金融发展和金融抑制,对微观个体企业而言,体现为其受到的融资约束,本书的下篇转到企业微观视角。第四章构建了一个数理模型,在中国独特的制度环境下考察政治关联和融资约束影响企业出口的微观机制,在此基础上,利用世界银行的中国企业微观调查数据,进行了实证检验。第五章采用中国工业企业与海关进出口贸易数据库的匹配数据,运用 Kee 和 Tang(2016)的方法度量了企

业层面的国内附加值,用三种方法来综合衡量企业面临的融资约束,揭示融资约束缓解对提升企业的国内增加值、贸易模式转型升级的意义,并给出可能的作用机制。第六章结合当前全球价值链兴起,企业国际化过程当中分段化、碎片化生产的新态势,研究了全球价值链嵌入对中国企业对外投资决策问题。

通过理论分析和经验检验,本书得到如下结论:

(1) 跨国分析研究表明,一国金融发展水平,不论是直接金融还是间接金融的规模和效率,都显著提升了本国高科技产品的出口竞争力。机制分析显示,金融发展程度越高,研发投入对高科技品出口竞争力的推动作用就越强。

(2) 运用省级面板数据研究得出以下结论,随着金融抑制程度的降低,加工贸易出口占总出口的比重降低,并且来料加工占总加工贸易出口的份额也在下降。金融发展和省级对外投资数据研究同样证明了金融对 OFDI 的重要性,这种作用还存在着东中西部的地区差异。

(3) 微观企业异质性研究表明,由于国内市场分割和市场壁垒的存在,有政治关联的企业乐于服务国内市场,没有政治关系的企业倾向于外销,即“舍近求远”。在金融市场欠发达的情况下,融资约束的存在也不利于企业出口,但是,融资的改善可以鼓励有政治关系的企业走向出口市场。

(4) 融资约束的缓解可以显著提高企业的国内增加值,有两个作用机制:一是融资约束的缓解直接促使企业的贸易方式由加工贸易向一般贸易转型;二是改善企业的融资约束还可以使企业向价值链的上游攀升,即推动其向高价值链环节攀升。

(5) 研究表明,处于全球价值链两端的企业进行对外投资可能性越高,具体而言:进口嵌入位置越上游,企业越倾向于对外直接投



资;出口嵌入位置越下游,企业越倾向于对外直接投资。从全球价值链的视角分析企业对外直接投资决策,在一定程度上揭示了中国企业参与全球贸易和全球生产网络的内在逻辑。

第一章 绪 论

本章就全书的总体情况进行说明。第一节介绍研究背景和研究意义,第二节介绍研究思路和研究的主要内容,第三节介绍研究采用的数据和方法,并对研究的创新点进行阐述。

第一节 研究背景、研究目的和意义

1.1.1 研究背景

从理论研究背景来看,传统的贸易理论认为,各国的比较优势主要来源于要素禀赋差异。Kletzer 和 Bardhan(1987)率先将金融发展作为比较优势引入到传统贸易理论中,开创了研究金融发展对于贸易影响的先河。随后 Beck(2002),Ju 和 Wei(2011)对金融和贸易的话题展开了进一步的深入研究。最近发展起来的新新贸易理论突破了传统贸易理论的分析框架,从全新的视角解释了企业的国际化行为。基于新新贸易理论的企业异质性分析框架,金融因素被重新纳入企业国际化行为的分析。Chaney(2005)和 Manova(2013)将金融摩擦引入到 Melitz(2003)的企业异质性模型,从企业内部现金流流动性和外源融资两方面进行研究,认为金融摩擦影响了企业的出口。由于现实提出的问题以及上述理论的发展,近年来,学者们运用各个



国家各个层级的数据就金融摩擦和企业出口问题展开了经验检验,纷纷证实金融摩擦的存在抑制了企业出口。出口企业相对于在国内市场销售的企业,面临着更高的进入成本。企业在进入国际市场之前先要在国外建立分销网络、进行市场调研、支付广告营销费用等,这些固定成本需要预先支付。因此,企业的融资是否受到约束,能否支付得起国际贸易中的预付成本及可变成本,将直接影响着企业的出口。

Helpman(2004)的研究表明,随着生产率的提高,企业会由出口转为对外直接投资,和出口相比,对外投资要承担更多的固定成本和沉没成本。企业需要有充足的流动性来弥补对外投资的初始成本,依靠自有资金很难支撑其国际化战略,因此一国金融的发展、企业的融资约束同样制约企业的对外投资。

从中国的现实看,世界银行投资环境调查数据表明,中国是80个样本国家中融资障碍较大的国家(Claessens 和 Tzioumis, 2006)之一。既然理论研究和各国的经验检验都证实了融资障碍不利于一国出口,一个令人吃惊的事实是,中国的出口量却在近二十年间出现了一个爆炸式增长。为此,我们重新审视了中国的出口模式,发现巨额的出口额和这样一些独特的特征事实息息相关,即“统计假象”意义上庞大的高科技产品出口、加工贸易的高度繁荣、中国企业强烈的选择出口而非内销的“舍近求远”倾向。我们猜想,金融抑制使得银行信贷资金分配偏向于国有大型企业,那些融不到资金的民营企业和中小企业不得不被迫从事成本低、资金需求少的加工贸易。很多研究认为,中国是一个地区分割壁垒比较严重的国家(朱希伟等,2005),企业进入国内地方市场的固定成本相对于出口可能会更高,这也已经被中国出口企业的“生产率”悖论所证实(李春顶, 2010)。因此,我们猜想,那些没有政治关系的企业,那些融资受到约



束的企业可能更有出口倾向。20 世纪 90 年代,全球价值链兴起,中国在融入价值链分工体系中陷入了贸易规模和贸易获利能力的不匹配,一端是高额贸易顺差引致的贸易摩擦不断升级;另一端是加工贸易引致的全球价值链低端锁定。

当前,推动中国的贸易方式从“量”到“质”的转变,提升中国在全球价值链的分工地位,从“中国制造”向“中国智造”“中国创造”全面转型,成为一个迫切而重大的现实问题。企业选择以何种贸易方式、怎样融入全球价值链,又与其自身的融资能力息息相关,本书试图从推进我国金融发展、缓解企业融资的视角提供中国贸易发展方式转型的可行性路径。

随着中国企业生产率提高和“走出去”战略的实施,近年来,中国企业对外投资额高速增长,中国快速成长为世界上第二大对外投资国。相比于出口,企业对外投资要承担更多的固定成本和沉没成本(Helpman, 2004),中国企业“走出去”的国际化进程能否获得资金支持事关重要,本书同样聚焦金融发展包括直接金融和间接金融对于企业国际化的另一形式对外投资的影响。作为中国金融体制重要组成部分的汇率制度,自 2005 年启动的汇率市场化改革带来了汇率波动,对中国的对外投资产生了重要影响,本书对此也有所涉及。

1.1.2 研究目的和意义

(一) 研究目的

本书旨在研究金融发展、融资约束对中国企业国际化行为的影响,从而为国内金融市场改革促进对外贸易增长方式由量到质的转型,包括提升价值链的地位,实现从“中国制造”到“中国创造”的转变提供决策参考;实现金融发展、汇率制度改革在推进中国企业“走出去”的同时避免非理性投资提供政策建议。具体而言,本书包括以下



几个方面的内容:

(1) 从宏观和微观层面考察了金融发展与对外贸易的关系。特别地,我们聚焦于中国情境下的政企关系、加工贸易和转型升级。具体包括金融发展与高科技产品出口竞争力之间的关系,金融发展与中国加工贸易的繁荣,政企关系、融资约束与中国企业的出口,融资约束与加工贸易,融资约束与中国企业全球价值链的升级等话题。

(2) 研究也涉及金融对企业对外投资决策的作用。具体来说,我们考察了直接和间接融资对于对外投资的不同作用,汇率的水平变动及波动对海外投资的影响。

(二) 研究意义

从理论意义来看:①尽管 Chaney(2005)和 Manova(2013)将金融摩擦引入到 Melitz(2003)的企业异质性模型,探讨了融资约束对于企业出口行为的影响,但是,现有研究在该领域对于中国情境的研究尚不充分。我们的研究结合中国特有的一些模式,诸如政企之间的联系,加工贸易的繁荣,中国高科技品的出口“假象”,从中国金融发展的规模和效率、金融抑制、企业的融资约束等进行了研究和解读,丰富和拓展了金融和贸易相结合领域的研究,并提供了来自中国这一发展中大国、转型大国和贸易大国的经验证据。②本书有关金融发展、全球价值链和对外投资的研究,不仅是对传统 FDI 决定因素研究的深化,也是对金融和贸易研究领域的拓展。金融和贸易之间的关系已积累了丰富的前期成果,然而,金融和对外投资的研究尚不多见,本书尝试在该领域做一些有益的探索。

本书的现实意义在于:中国在融入全球价值链分工体系当中,陷入了贸易规模和贸易获利能力的不匹配:一端是高额贸易顺差引致的贸易摩擦不断升级;另一端是加工贸易引致的全球价值链低端锁定。如何提升中国在全球价值链的分工地位,提升产品品质,从“中