

## 融资约束对中国出口二元边际的影响 ——基于贸易方式分类的实证分析

邹 薇, 李浩然

**摘 要:** 通过整合中国工业企业数据库以及海关数据库, 从微观层面探究融资约束是否以及怎样影响企业出口的扩展边际和集约边际。分别使用流动资产比率、负债比率和现金流比率三种指标刻画企业的融资约束, 根据贸易方式将出口企业分为一般贸易、加工贸易与混合贸易企业。实证研究表明: 全样本下企业的规模与其出口的扩展边际正相关, 但是将企业分类之后, 加工贸易企业的规模与其集约边际负相关, 一般贸易企业的规模与其集约边际正相关; 流动资产比率对于企业出口影响十分显著; 加工贸易企业的出口集约边际与现金流比率关系显著, 且为负值, 表明加工贸易企业受到金融系统的歧视, 它进入国内市场相对于加工贸易市场更困难。

**关键词:** 融资约束; 集约边际; 扩展边际; 贸易方式分类

**中图分类号:** F752 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-0169(2016)01-0144-09

**DOI:**10.16493/j.cnki.42-1627/c.2016.01.014

### 一、引 言

改革开放以来, 强劲的出口作为经济增长的三驾马车之一, 曾经发挥非常突出的作用。然而自 2008 年金融危机以来, 中国的出口增长受到了比较严重的冲击。在 2009 年出口增长率下降到 -16.01% 的谷底 (如图 1 所示), 此后尽管出口有所复苏, 但是复苏的步伐并不平稳。据中国海关总署发布数据, 2014 年 12 月, 中国外贸出口先导指数为 40.1, 连续第三个月下滑, 为自 2013 年 12 月份以来的最低点。同时 2015 年的情况也不容乐观, 2015 年一季度我国进出口总值为 5.54 万亿元人民币, 下降 6%, 其中 3 月份出口大幅下滑达 14.6%; 5 月份出口下降 2.8%, 降幅有所收窄, 然而到 8 月份, 出口下降再次扩大到 6.1%。尽管国际经济不确定性、汇率变化等宏观因素都会对出口产生影响, 但是, 我们认为有必要从企业层面来分析, 中国企业的出口边际发生了什么变化以及导致此变化的因素。

我国出口量的 60% 是由中小企业实现的, 出口的下滑突出表现为中小企业的出口业绩下滑。我国中小企业面临着贸易摩擦加剧、引进外资不足、技术进步瓶颈等多种问题, 但是我们发现, 融资困难已经成为中小企业发展的严重约束。2011 年以来货币政策趋于紧缩, 浙江、广东等大批外

基金项目: 国家社会科学基金重大招标项目“应对‘中等收入陷阱’挑战的综合研究”(11&·ZD006); 国家社会科学基金重点项目“未来十年我国农村扶贫开发战略研究: 基于‘能力开发’的视角”(10AZD013)

作者简介: 邹薇, 经济学博士, 武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师; 李浩然, 武汉大学经济与管理学院硕士研究生

向型中小企业资金链断裂, 生存状况恶化。据工信部统计, 2011年前两个月, 中小企业亏损面达15.8%, 亏损额度增长率高达22.3%; 甚至有企业业主表示由于担心资金问题而减少或者不接受出口订单。本文试图研究的问题是: 融资约束在多大程度上影响了中国企业、特别是中小型企业的出口业绩? 融资约束对于采取不同贸易方式的企业的影 响有怎样的差异?

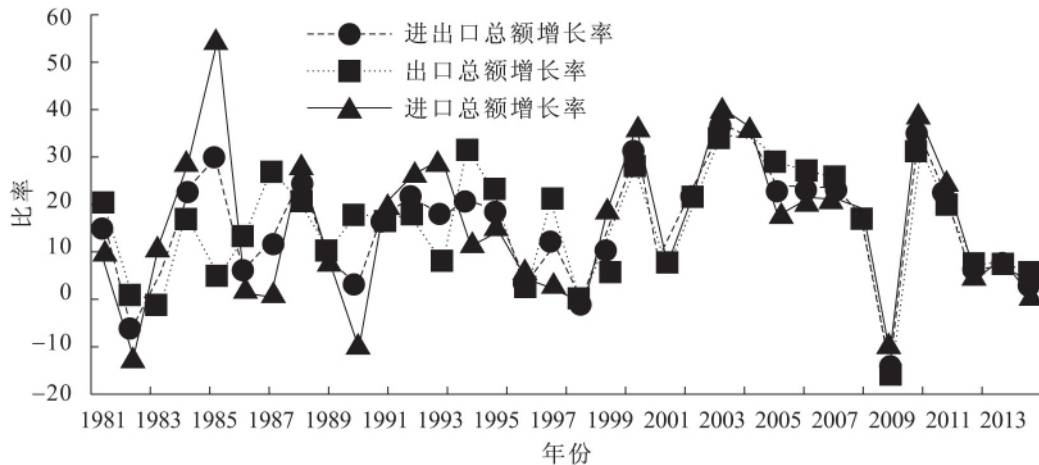


图 1 中国的外贸增速 (1981—2014)

数据来源: 中国海关数据库。

融资约束指的是相对于企业的投资机会, 其获得资金的难易程度, 或者说是指由于融资市场的不完备导致企业外部融资的成本过高, 并因此使得企业的投资达不到最优水平<sup>[1]</sup>。由世界银行投资环境的调查数据表示, 中国是 80 个样本国家中融资约束最严重的, 高达 80% 的民营企业将融资约束视为企业发展的主要障碍<sup>[2]</sup>。Hyytinen 等<sup>[3]</sup>的研究表明中小企业的融资成本普遍偏高。我国不仅存在一般意义上的金融抑制, 还存在着国有控股情况上的信贷歧视, 即国有企业能够较容易地获得稳定的贷款, 而民营企业却难以取得与之平等的金融地位<sup>[4]</sup>。

公司金融理论表明, 融资约束会阻碍公司的投资机会, 这个投资机会包括企业进入新市场的机遇以及在这个市场中扩大投资的机遇。来自多个国家的实证研究表明融资约束问题对中小型企业的影响十分显著, 而且对于小型企业来说, 它在国际贸易市场中的进入或退出决策对固定成本十分敏感。例如 Gilchrist 等<sup>[5]</sup>的研究利用标准普尔 1979 到 1989 年的数据, 实证分析表明由于金融市场的摩擦存在, 企业的现金流对其参与投资有重要影响, 在其线性模型中现金流对企业投资的边际影响为 0.042。Aghion 等<sup>[6]</sup>利用 16 个国家数据的实证研究表明: 融资环境的改善对中小企业参与出口以及参与出口后的进一步成长具有积极作用。Fauceglia<sup>[7]</sup>利用世界银行 2002 到 2005 年关于 17 个发展中国家的企业调查数据证明: 拥有较高流动性资产的企业更容易成为出口者, 在他们的模型中流动资产比率对出口概率的边际影响为 0.212。Bellone 等<sup>[8]</sup>的研究也表明, 财务状况优良的企业更有可能成为出口者, 换言之, 融资约束是影响企业出口的一个不可忽略的因素。此外, Goksel<sup>[9]</sup>的研究给融资约束成为企业出口壁垒提供了理论依据; Egger 等<sup>[10]</sup>则利用中国统计年鉴的数据证明了融资约束对中国企业参与出口 (扩展边际) 有显著影响。

国内研究者也进行了一些类似的实证研究。一些学者研究了中小企业受到融资约束的特征<sup>[11][12]</sup>; 另一些研究者则发现政治关联、银企关系等会影响到企业面临的融资约束<sup>[13][14][15]</sup>。孙灵燕等<sup>[16]</sup>、毛毅<sup>[17]</sup>发现融资约束制约了民营企业的出口。蒋为等<sup>[18]</sup>的研究表明, 融资约束显著影响了企业参与出口的决策, 但是对其是否维持出口份额的影响却不明显。陈琳等<sup>[19]</sup>关于中小企业出

口的研究证明融资约束不仅影响企业出口量,还影响企业能否出口的选择。刘海洋等<sup>[20]</sup>的研究表明,融资约束影响了企业出口,并且有明显的企业规模及所有制偏向。

但是,以上实证并没有考虑到中国出口企业的特殊性。中国的出口企业生产率比非出口企业生产率更低,这与国际实证经验和标准理论不符,被称为“中国出口企业生产率之谜”<sup>[21]</sup>。对于中国对外贸易的研究不能局限于贸易量及其增长速度,而是必须回答中国的出口企业怎样以及为什么与国际实证不相符。戴觅等<sup>[21]</sup>通过研究表明,中国出口企业生产率之谜主要是由于中国存在大量的加工贸易企业引起。这部分企业和中国一般的外贸企业存在巨大的差异,它们的生产率较低,却在中国贸易出口中占有很大一部分份额(这些企业在中国2000—2006年出口贸易中占有约25%的份额)。本文参考戴觅等<sup>[21]</sup>的做法,考虑中国出口企业的异质性,将中国的出口企业分类为一般贸易企业、加工贸易企业与混合贸易企业,进而分别讨论融资约束对不同企业类型出口的影响。

为了剖析融资约束对中国企业出口的具体影响,本文划分和测度了出口的“集约边际”与“扩展边际”。所谓“集约边际”,一般是指现有出口企业和现有出口产品在单一方向上的扩张。关于“扩展边际”,现有文献并没有完全一致的定义。Felbermayr等<sup>[22]</sup>认为,扩展的贸易边际主要是指出口国和其他国家建立新的贸易伙伴关系;而Hummels等<sup>[23]</sup>则是对贸易总量进行了分解,在此基础上强调扩展的贸易边际是出口产品种类的增加。在本文中,我们将“扩展边际”界定为企业对贸易的参与度,并沿用Egger等<sup>[10]</sup>的测算方式,将“集约边际”定义为企业的出口值占总销售值的比率。

本文将对中国工业企业数据库(2000—2006)和海关出口数据库(2000—2005)进行整合来展开研究。通过中国工业企业数据库,能够分解出关于中国企业经营状况、融资方式和生产效率的丰富数据;通过海关出口数据库,可以详细地分析中国各类出口企业的出口贸易状况。与以往研究不同的是,本文的数据处理和指标选取考虑了以下因素:(1)鉴于在公司层面的数据中,很多企业的出口值为0,在有出口的企业中,出口的比率(出口值与总销售值的比值,介于0到1之间)也存在很大差异,为此,本文通过测算出口的“扩展边际”及“集约边际”,把二元边际均纳入考察范畴,以减少实证研究可能出现的偏误。(2)在本文的研究中,分别使用3个指标来刻画企业的融资约束,分别是流动负债相对于销售的比值、流动资产相对于总资产的比值,以及现金流相对于总资产的比值。这三个指标中,第一个指标“流动负债比率”与融资约束有正相关关系,第二个指标以及第三个指标则与融资约束呈负相关关系。(3)本文对于出口企业不是笼统分析,而是基于出口企业的特征进行了分类。在中国的出口企业中,从事加工贸易的企业占很大一部分,而且加工贸易企业具有鲜明特点,例如生产率显著低于一般贸易企业与非出口企业,具有较高的外资参与比率以及较低的资本密集度,工资支付较低,研发投入较少<sup>[21]</sup>。因此,本文将出口企业分为三类:加工贸易企业(只从事加工贸易)、一般贸易企业(只从事一般贸易)、混合贸易企业(同时从事加工贸易和一般贸易)。

Egger等<sup>[10]</sup>的研究使用了中国统计年鉴2001—2007年的数据56810家企业的面板数据。相较于其研究,本文整合了中国工业企业数据库和海关数据库,因而得到的企业涵盖面及其数据更加丰富。本文的主要贡献在于,充分考虑了中国出口贸易中企业本身的异质性问题,通过企业出口方式的不同将中国的出口企业分为三类进行讨论,并且得到了如下新的发现。首先,全样本下企业的规模与其出口的扩展边际正相关。但是将企业分类之后,加工贸易企业的企业规模与其集约边际负相关,一般贸易企业的规模与其集约边际正相关,再次证明了中国出口企业本身结构的特殊性影响了出口业绩。其次,流动资产比率对于企业出口影响十分显著,表明抵押借贷可能是企业的主要融资方式。最后,加工贸易企业的出口集约边际只与现金流比率关系显著,且为负值,表明加工贸易企业长期受到金融系统的歧视,只能偏重和依赖内部融资;而且系数为负表明对于加工贸易企业而

言, 国内市场相对于加工贸易市场更有挑战。

## 二、数据描述

本文选取从 2000 年到 2006 年的中国工业企业数据库, 此调查数据涵盖了中国所有的国有企业以及非国有企业中的总产值超过 500 万元的“规模以上”企业, 2000 年到 2006 年分别普查的企业数为 162 883、171 256、181 557、196 220、276 474、271 835、301 960 (占到了中国制造业总额的 95% 以上)。数据包括来自企业资产负债表、利润表及现金流量表中的多个变量, 并提供了关于企业身份、所有制、出口额、就业人数以及固定资产总额等方面的详细信息。

同时, 本文还获取并整理了中国海关总署的产品层面交易数据。这一数据库记载了 2000—2005 年通关企业的每一条进出口交易信息, 包括企业税号、进出口产品的 8 位 HS 编码、进出口数量、价值、目的地 (来源地) 和交通运输方式。特别重要的是, 对于每一条交易, 海关都记载了其贸易方式, 即加工贸易、一般贸易以及其他贸易类型。因此, 通过这一套数据我们可以直接得到某企业是否为加工企业的重要信息。这一信息在其他大规模企业调查数据中是没有的。本文按照企业进行一般贸易或加工贸易将出口企业分为三类: (1) 一般贸易企业, 这类企业仅从事一般贸易出口; (2) 加工贸易企业, 这类企业仅从事加工贸易出口; (3) 混合企业, 这类企业同时从事一般贸易与加工贸易。

表 1 中“匹配前的分类”列示了源自海关数据, 三种类型出口企业的数目及其占比。虽然加工贸易企业相对于一般贸易企业以及混合贸易企业的数量而言较少, 但是通过对 2000 年到 2006 年的出口细分数据可以得到, 其出口额占到了总出口额的 25% 左右, 是一个不可忽视的群体。同时考虑到混合贸易企业占总出口额的 48% 左右, 加工贸易方式在混合企业出口的出口方式中占比在 58% 左右, 因此加工贸易方式在出口中的重要性得到进一步突出。总体上看, 加工贸易方式在 2000 年至 2006 年间占总出口额的一半以上。

本文将海关数据库与工业企业数据库的相关数据进行合并以便于实证分析。与戴觅等<sup>[21]</sup>的做法不同, 本文的合并主要用到了两种方法: 其一, 使用公司的名称作为识别标准, 由于很多企业在两个数据库中所登记的名称并不完全一致, 导致了匹配后企业数目减少。其二, 使用公司邮编及预留电话号码匹配, 因为在工业企业数据库中的电话号码没有区号, 所以在匹配的时候, 本文使用电话号码删除区号之后的所有号码进行匹配。表 1 中同样列示了“匹配后的分类”的出口企业数目及其占比情况。

表 1 中国各类出口企业数量: 工业企业数据库与海关数据库匹配

|      | 匹配前的分类          |                 |                 | 匹配后的分类          |                 |                 |
|------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|      | 一般贸易企业<br>(占比%) | 加工贸易企业<br>(占比%) | 混合贸易企业<br>(占比%) | 一般贸易企业<br>(占比%) | 加工贸易企业<br>(占比%) | 混合贸易企业<br>(占比%) |
| 2000 | 35 150 (49)     | 13 085 (18)     | 23 099 (32)     | 3 465 (38)      | 885 (10)        | 4 700 (52)      |
| 2001 | 41 356 (52)     | 13 031 (17)     | 24 372 (31)     | 4 801 (43)      | 925 (8)         | 5 418 (49)      |
| 2002 | 48 766 (55)     | 12 585 (14)     | 26 586 (30)     | 6 061 (47)      | 900 (7)         | 5 990 (46)      |
| 2003 | 62 460 (60)     | 12 945 (12)     | 29 351 (28)     | 11 466 (53)     | 1 410 (7)       | 8 806 (40)      |
| 2004 | 81 556 (60)     | 14 553 (11)     | 39 217 (29)     | 15 324 (56)     | 1 637 (6)       | 10 408 (38)     |
| 2005 | 108 359 (64)    | 16 373 (10)     | 45 331 (27)     | 14 685 (56)     | 1 640 (6)       | 9 888 (38)      |
| 2006 | 171 289 (69)    | 19 036 (8)      | 58 628 (24)     | 17 829 (59)     | 1 638 (5)       | 10 745 (36)     |

此外, 本文在数据的清洗过程中对下列几种企业进行了剔除: (1) 出口值为负数的企业; (2)

资产为负的企业；(3) 流动资产大于总资产的企业；(4) 出口值大于总销售值的企业。数据清理后的相关出口企业的主要特征指标统计如表 2 所示。

表 2 中国出口企业的主要特征指标统计

|              | 一般贸易企业   |          | 加工贸易企业   |         | 混合贸易企业   |         |
|--------------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|
|              | 均值       | 方差       | 均值       | 方差      | 均值       | 方差      |
| 企业规模 (对数)    | 5.243 1  | 1.437 4  | 5.268 1  | 1.151 4 | 5.464 4  | 1.431 1 |
| 销售额 (对数)     | 10.642 0 | 1.778 1  | 10.312 3 | 1.489 5 | 10.913 3 | 1.974 2 |
| 人均工业增加值 (对数) | 3.979 2  | 1.120 1  | 3.562 4  | 1.250 5 | 4.020 8  | 1.229 8 |
| 国有企业控股       | 0.092 8  | 0.084 2  | 0.033 6  | 0.032 4 | 0.066 1  | 0.061 7 |
| 外资参与         | 0.443 6  | 0.246 8  | 0.879 8  | 0.105 8 | 0.686 1  | 0.215 4 |
| 流动资产比率       | 0.603 4  | 0.040 6  | 0.642 1  | 0.046 1 | 0.603 2  | 0.041 0 |
| 流动负债比率       | 0.623 2  | 53.148 6 | 0.582 4  | 4.518 4 | 0.552 7  | 1.192 5 |
| 现金流比率        | 0.022 4  | 0.019 5  | -0.004 9 | 0.041 4 | 0.020 7  | 0.022 0 |

观察表 2, 这三类出口企业的差异是明显的。首先, 加工贸易企业的人均工业增加值是最低的, 说明加工贸易行业的生产率水平相对较低。三类企业的规模和销售额的均值差距并不大, 但是在加工贸易企业中, 国有企业控股最低、外资参与度最高。其次, 混合贸易企业的人均工业增加值是最高的, 这可能是因为这种类型的企业同时从事加工贸易和一般贸易, 在两个市场上存在着相关的互补效用。最后, 就本文关注的三个代表融资约束的指标而言, 在外部融资约束中, 可以观察到与一般贸易企业相比, 加工贸易企业拥有较高的流动资产比率及较低的负债比率, 但是其内部融资约束, 现金流比率明显很低, 甚至均值为负值。那么, 这是否意味着加工贸易企业更加依赖于外部金融机构的贷款呢, 本文的实证分析将揭开这个答案。另外, 观察到一般贸易企业的负债比率拥有 53.15 的方差值, 这意味着一部分一般贸易企业具有超级高的负债率, 其中的成因及其影响也是本文实证分析要解决的问题。

### 三、实证分析

参考 Egger 等<sup>[10]</sup>的做法和前文中关于出口二元边际的界定, 本文分别对出口的“集约边际”(Intensive Margin)和“扩展边际”(Extensive Margin)做出定义和测算。出口的“扩展边际”定义为一个企业是否参与了出口市场:  $Ex - extensive = signal(Exports)$ , 具体地:

$$Ex - extensive = \begin{cases} 0 & \text{if } Exports = 0 \\ 1 & \text{if } Exports > 0 \end{cases} \quad (1)$$

出口的“集约边际”定义为一个出口企业出口量在销售值中的占比, 即:

$$Ex - intensive = \frac{Exports}{Sales} \in [0, 1] \quad (2)$$

就全样本而言, 集约边际是一个条件变量, 它是建立在企业参与出口这个条件上的。所以集约边际的完整定义为:

$$E(Ex - intensive \mid Ex - extensive = 1) \quad (3)$$

本中所使用的自变量包括: (1) 公司规模指标, 使用公司的员工数衡量, 取对数。(2) 生产率指标, 使用工业企业数据库中的工业增加值一栏衡量, 即为工业增加值除以该公司雇佣员工数, 取对数。(3) 资本密集度, 即资本劳动比, 使用总资产除以雇佣员工数衡量, 取对数。(4) 是否国有控股为虚拟变量, 来源于工业企业数据库中的控股情况。(5) 是否有外资参与的虚拟变量来源于港

港台资本以及外商资本的合并项, 若总投资不为 0, 则认为存在 FDI, 取值 1, 反之则认为不存在 FDI, 取值 0。(6) 融资约束指标。这是本文研究的重点, 本文选取了三种指标来测算融资约束, 即: 流动资产比率、负债比率和现金流比率。其中流动资产比率为流动资产与总资产的比值, 负债比率为流动负债与总销售值的比值, 现金流比率为现金流与总资产的比值。

本文所使用的线性回归模型分别为:

$$Ex - extensive = \alpha_0 + \alpha_1 * v_1 + \alpha_2 * v_2 + \alpha_3 * v_3 + \alpha_4 * v_4 + \alpha_5 * v_5 + \alpha_6 v_6 \quad (5)$$

$$Ex - intensive = \alpha_0 + \alpha_1 * v_1 + \alpha_2 * v_2 + \alpha_3 * v_3 + \alpha_4 * v_4 + \alpha_5 * v_5 + \alpha_6 v_6 \quad (6)$$

其中变量  $v_1, v_2, v_3, v_4, v_5, v_6$  与上文中的 6 个变量一一对应。在具体的实证回归中, 对应三种不同的融资约束指标,  $v_6$  分别为流动资产比率、负债比率和现金流比率。

表 3 中报告了采用流动资产比率衡量融资约束时, 各项因素对各类企业出口的扩展边际和集约边际的影响。首先, 从全样本来, 企业规模与出口的扩展边际成正相关关系, 但是和出口的集约边际成负相关关系, 即规模越大的企业越有可能参与出口, 但是随着企业规模的增大, 它们会减少出口占其总销售的比例。这个结果可能的原因是随着企业规模的扩大, 企业会在出口的同时更多地挖掘国内市场。但是, 在将中国的出口企业按贸易方式分类之后可以发现, 企业规模对一般贸易企业和混合贸易企业的出口集约边际影响显著为负, 对加工贸易企业的出口集约边际影响却为正, 这从侧面又一次证明了企业贸易方式的不同对其出口有很大影响。之所以出现以上差异, 可能的解释是加工贸易企业大多集中于劳动密集型产业, 具有一定的企业规模可能对其参与加工贸易更加有利, 同时在融资约束等因素使得其参与国内市场具有一定壁垒的情况下, 加工贸易企业的出口比例会随着企业规模的上升而进一步上升。

表 3 融资约束与企业出口的二元边际: 采用流动资产比率衡量

|        | <i>Ex-extensive</i><br>(回归 1) | <i>Ex-intensive</i><br>(回归 2) | <i>Ex-intensive</i><br>of NOR(回归 3) | <i>Ex-intensive</i><br>of PRO(回归 4) | <i>Ex-intensive</i><br>of MIX(回归 5) |
|--------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 公司规模   | 0.078 87(***)                 | -0.018 65(***)                | -0.051 18(***)                      | 0.037 81(***)                       | -0.006 19(***)                      |
| 工业附加值  | 0.004 82(***)                 | -0.035 22(***)                | -0.017 69(***)                      | -0.031 91(***)                      | -0.032 40(***)                      |
| 资本密集度  | -0.001 96(***)                | -0.065 19(***)                | -0.097 62(***)                      | -0.014 08(***)                      | -0.069 00(***)                      |
| 国资控股   | 0.351 73(***)                 | 0.148 52(***)                 | 0.034 00(***)                       | 0.138 73(***)                       | 0.131 18(***)                       |
| 外资参与   | -0.081 74(***)                | -0.136 08(***)                | -0.080 41(***)                      | -0.125 25(***)                      | -0.116 46(***)                      |
| 流动资产比率 | 0.003 01(***)                 | 0.072 57(***)                 | 0.014 79(***)                       | 0.010 71                            | 0.003 25                            |

注: EXPD (1) 代表全样本下的扩展边际; EXPR (2) 代表全样本下的集约边际; EXPR of NOR (3) 代表一般贸易企业的集约边际; EXPR of PRO (4) 代表加工贸易企业的集约边际; EXPR of MIX (5) 代表混合贸易企业的集约边际。\*\*\* 为 1% 显著, \*\* 为 5% 显著, \* 为 10% 显著。

其次, 就全样本而言, 生产率对于出口扩展边际的影响为正, 但是对其集约边际显著为负, 同时将企业按贸易方式分组后, 人均工业增加值对集约边际的影响也全是显著为负。一个符合经验的解释是, 中国国内的市场竞争是极其激烈的, 往往只有那些生产能力高的企业才能在这个市场中存活并扩大自己的市场份额。

其三, 资本密集度对企业出口的集约边际与扩展边际都显著为负。将企业分组之后结果也没有区别, 这与中国出口企业大多集中于劳动密集型企业的经验是相符的。

其四, 不论是全样本还是进行了企业分类后考察, 发现是否国资控股对企业出口的二元边际的影响都显著为正, 但是外资参与却对企业出口的二元边际影响全为负。这一结果的出现可能是由于国内政府鼓励相关企业进行出口, 所以国有企业会倾向于参与出口; 而外资投资中国企业更多的是为了占领中国国内的巨大市场。

最后,就全样本而言,流动资产比率对企业出口的集约边际和扩展边际均有正向影响,即较高企业流动资产比率有助于企业参与出口和提高出口的集约边际。但是在将企业分组之后却发现,流动资产比率只对一般贸易企业的集约边际有显著的正向影响,但是对加工贸易企业和混合企业而言,正向影响并不显著。出现这种现象,可能的原因是加工贸易企业和混合企业通常难以通过自身的财务状况来得到外部融资帮助。

使用负债比率作为融资约束指标进行回归的结果如表4所示。从中可以发现,企业规模、生产率、资本密集度、国资控股和外资参与等五个变量对出口二元边际的影响的参数与表3中的结果基本一致,在此不再赘述。但是,我们可以观察到,以负债比率作为融资约束指标时,就全样本而言,高的负债比率会降低企业参与出口的可能性,但是对其出口集约边际的影响很不显著。进一步地将出口企业分类之后发现,负债比率对一般贸易企业的出口集约边际的影响为正,但很不显著,而负债比率对加工贸易企业和混合企业的出口集约边际的影响均显著为负。这表明对于加工贸易企业而言,良好的财务状况是其参与出口的基础。加工贸易企业参与的外贸订单需要它预付定金或者押金,只有在资金条件允许下,它才会接下订单,参与出口。

表4 融资约束与企业出口的二元边际:采用负债比率衡量

|       | <i>Ex-extensive</i><br>(回归1) | <i>Ex-intensive</i><br>(回归2) | <i>Ex-intensive</i><br>of NOR(回归3) | <i>Ex-intensive</i><br>of PRO(回归4) | <i>Ex-intensive</i><br>of MIX(回归5) |
|-------|------------------------------|------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| 公司规模  | 0.078 79(***)                | -0.020 28(***)               | -0.051 58(***)                     | 0.037 87(***)                      | -0.006 23(***)                     |
| 工业附加值 | 0.004 87(***)                | -0.033 97(***)               | -0.017 08(***)                     | -0.033 47(***)                     | -0.033 21(***)                     |
| 资本密集度 | -0.002 06(***)               | -0.067 40(***)               | -0.098 41(***)                     | -0.012 52(***)                     | -0.068 16(***)                     |
| 国资控股  | 0.351 92(***)                | 0.151 56(***)                | 0.034 55(***)                      | 0.137 98(***)                      | 0.130 99(***)                      |
| 外资参与  | -0.081 95(***)               | -0.136 77(***)               | -0.080 38(***)                     | -0.122 09(***)                     | -0.115 87(***)                     |
| 负债比率  | -0.000 01(*)                 | -0.000 02                    | 0.000 26                           | -0.003 87(**)                      | -0.002 49(**)                      |

注:变量符号的说明同表3。\*\*\*为1%显著,\*\*为5%显著,\*为10%显著。

那么,负债比率和流动资产比率作为衡量企业外部融资约束的指标,为什么对企业的出口边际产生的影响不尽相同呢?可能的原因是国内的借贷方式一般为抵押贷款,所以在拥有好的抵押资产的情况下,企业更容易从金融机构得到贷款。相应地,金融机构对企业财务状况并不重视,所以导致企业纵使有良好的流动资产比率,对其获得融资的帮助也不大。这就造成了表3中流动资产比率对加工贸易企业和混合企业出口集约边际的影响系数不显著,而在表4中,负债比率对这两类企业出口集约边际的影响却比较显著。尽管如此,流动资产比率与负债比率都衡量着外部融资约束的程度(前者与融资约束负相关,后者正相关),在两张表格中报告的结果是一致的,即总体上看,外部融资约束越弱,财务状况越好,则会对企业参与出口以及扩大出口份额产生积极影响。

表5中采用的融资约束代表变量为现金流比率。现金流比率作为衡量融资约束的指标,与前者最大的不同在于它衡量的是企业内部的融资能力。企业规模、生产率、资本密集度、国资控股和外资参与等五个变量对出口二元边际的影响的参数与表3中的结果基本一致,我们着重关注现金流比率对企业出口二元边际的影响。结果发现,就全样本而言,现金流比率对出口扩展边际的影响显著为正,而对出口集约边际的影响却显著为负。对企业分类考察表明,现金流比率对加工贸易企业的出口集约边际比较显著得为负值,而对一般贸易或者混合贸易企业的出口集约边际的影响均不显著。一个合理的解释是,内部资金充裕的企业更有可能进入出口市场,但是内部融资不足以持续推动企业的出口份额上升。此外,由于目前大部分企业都是依靠外部融资来获取新的投资机会,而许多劳动密集型、生产率水平较低、国有控股较低的加工贸易企业往往难以获得外部融资,所以才会在内部融资指标时表现出这类企业自身的特性。这一结果也表明,国内金融机构对加工贸易企

业的融资需求存在歧视倾向, 这类企业只能通过内部融资来满足发展需求。

表 5 融资约束与企业出口的二元边际: 采用现金流比率衡量

|             | <i>Ex-extensive</i><br>(回归 1) | <i>Ex-intensive</i><br>(回归 2) | <i>Ex-intensive</i><br>of NOR(回归 3) | <i>Ex-intensive</i><br>of PRO(回归 4) | <i>Ex-intensive</i><br>of MIX(回归 5) |
|-------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 公司规模        | 0.078 79(***)                 | -0.020 26(***)                | -0.051 57(***)                      | 0.037 67(***)                       | -0.006 27(***)                      |
| 工业附加值(生产率)  | 0.004 88(***)                 | -0.032 87(***)                | -0.017 26(***)                      | -0.030 05(***)                      | -0.031 60(***)                      |
| 资本密集度       | -0.002 06(***)                | -0.068 20(***)                | -0.098 24(***)                      | -0.015 64(***)                      | -0.069 63(***)                      |
| 国资控股        | 0.351 92(***)                 | 0.151 38(***)                 | 0.034 54(***)                       | 0.139 32(***)                       | 0.131 28(***)                       |
| 外资参与        | -0.081 95(***)                | -0.137 17(***)                | -0.080 33(***)                      | -0.125 97(***)                      | -0.116 47(***)                      |
| 融资约束(现金流比率) | 0.000 01(***)                 | -0.014 8(***)                 | 0.000 84                            | -0.030 42(*)                        | -0.010 44                           |

注: 变量符号的说明同表 3。\*\*\* 为 1% 显著, \*\* 为 5% 显著, \* 为 10% 显著。

## 四、结 论

面临 2008 年以来的全球金融危机的冲击, 中国的出口增长面临了前所未有的压力, 2011 年以来, 沿海大量中小企业的资金链断裂加重了出口下滑的态势。本文通过整合中国工业企业数据库以及海关数据库, 从微观层面探究: 融资约束在多大程度上影响了中国企业、特别是中小型加工贸易企业的出口业绩? 融资约束对于采取不同贸易方式的企业的的影响有怎样的差异?

相较于 Egger 等的既有研究成果, 本文的主要贡献在于: 对出口的扩展边际和集约边际分别进行界定和分析; 基于中国企业出口方式的不同, 将企业分为一般贸易企业、加工贸易企业和混合贸易企业分别进行研究; 采用流动资产比率、负债比率和现金流比率等三种指标分别刻画企业的外部与内部融资约束状况, 考察了融资约束对各类企业出口的影响。具体地, 本文的主要结论如下:

其一, 从全样本上看, 融资约束的确构成了中国企业出口的制约因素。融资约束越是得到缓解(流动资产比率上升、负债比率下降, 或现金流比率上升), 越是能够显著地促进各类企业参与出口。同时发现, 在分别采用流动资产比率或现金流比率刻画融资约束时, 对于企业出口的扩展边际和集约边际的影响都比较显著, 而采用负债比率刻画融资约束时, 对出口影响的显著性不足。这也许能从侧面反映出当前中国的金融系统审核贷款所看重的指标, 即需要变现能力高的抵押品。从这一点上看, 那些出口份额比较稳健的企业要么拥有较高的流动资产, 以致在获得外部融资帮助时有相对优势; 要么拥有较高的现金流比率, 以致内部融资充裕。

其二, 鉴于加工贸易企业的出口在中国总出口额中占有较大比重, 我们着力考察流动资产比率、负债比率和现金流比率等三种融资约束指标对此类企业出口的影响。结果发现, 流动资产比率与负债比率对加工贸易企业出口的集约边际的影响并不显著。这从一个侧面反映了当前中国的金融系统对加工贸易企业的融资歧视, 即这类企业即使其财务状况比较优秀, 也很难从外部融资。所以在使用内部融资指标(现金流比率)进行回归的时候, 本文得到了一个显著为负的结果。这表明对于加工贸易企业而言, 其发展和转型的主要资金来源是自身的盈利。

其三, 本文的实证分析揭示出, 融资约束对于加工贸易企业和一般贸易企业的出口集约边际的影响是不一样的。一方面, 这反映了企业对加工贸易和一般贸易两种投资机会的不同态度; 另一方面, 从回归结果可以推断, 对于中国的企业而言, 进入一般贸易市场比进入国内市场困难, 而进入国内市场又比进入加工贸易市场更难。这从一个侧面解释了“中国出口企业生产率之谜”, 即总体上看, 中国出口企业的生产率比非出口企业要低。

本文的研究表明, 要有效地应对我国目前出口的严峻形势, 需要从缓解融资约束上给企业、尤其是中小企业提供帮助以促进其转型。为此, 应当完善当前的金融系统, 避免单一地使用资产抵押

作为贷款的标准,强调从多个方面考察企业的资质,为企业提供贷款;应该消除对企业类型的歧视,尤其要注重对中小企业的金融支持;考虑到加工贸易企业在我国出口中所占的份额,应当对其提供适当的融资帮助,促使这类企业尽快转型升级。

#### 参考文献

- [1] Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Petersen. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, (1).
- [2] Claessens, S. Access to financial services: A review of the issues and public policy objectives[J]. *The World Bank Research Observer*, 2006, (2).
- [3] Hyytinen, A., L. Väänänen. Where do financial constraints originate from? An empirical analysis of adverse selection and moral hazard in capital markets[J]. *Small Business Economics*, 2006, (12).
- [4] 罗党论,唐清泉. 政治关系、社会资本与政策资源获取:来自中国民营上市公司的经验证据[J]. *世界经济*, 2009, (7).
- [5] Gilchrist, S., C. Himmelberg. Investment: Fundamentals and finance[J]. *Macroeconomics Annual*, 1998.
- [6] Aghion, P., T. Fally, S. Scarpetta. Credit constraints as a barrier to the entry and post entry growth of firms[J]. *Econ Policy*, 2007, (10).
- [7] Fauceglia, D. Credit constraints, firm exports and financial development: Evidence from developing countries[J]. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2014, (8).
- [8] Bellone, F., P. Musso, et al. Financial constraints and firm exports behavior[J]. *The World Economy*, 2010, (3).
- [9] Goksel, T. Financial constraints and international trade patterns[J]. *Economic Modelling*, 2012, (6).
- [10] Egger, P. H., M. Kesina. Financial constraints and the extensive and intensive margin of firm exports: Panel data evidence from China[J]. *Review of Development Economics*, 2014, (4).
- [11] 郭丽虹,徐晓萍. 中小企业融资约束的影响因素分析[J]. *南方经济*, 2012, (12).
- [12] 邓可斌,曾海舰. 中国企业的融资约束:特征现象与成因检验[J]. *经济研究*, 2014, (2).
- [13] 于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. *经济研究*, 2012, (9).
- [14] 田利辉,叶瑶. 政治关联与企业绩效:促进还是抑制?——来自中国上市公司资本结构视角的分析[J]. *经济科学*, 2013, (6).
- [15] 张晓玫,宋卓霖,何理. 银企关系缓解了中小企业融资约束吗——基于投资—现金流模型的检验[J]. *当代经济科学*, 2013, (5).
- [16] 孙灵燕,李荣林. 融资约束限制中国企业出口参与吗?[J]. *经济学(季刊)*, 2012, (S1).
- [17] 毛毅. 融资约束、金融发展与企业出口行为[J]. *山西财经大学学报*, 2013, (4).
- [18] 蒋为,顾凌骏. 融资约束、成本异质性与企业出口行为——基于中国工业企业数据的实证分析[J]. *国际贸易问题*, 2014, (2).
- [19] 陈琳,何欢浪,罗长远. 融资约束与中小企业的出口行为:广度和深度[J]. *财经研究*, 2012, (10).
- [20] 刘海洋,孔祥贞,宋巧. 融资约束与中国制造业企业出口:基于 Heckman 样本选择模型的经验检验[J]. *世界经济研究*, 2013, (1).
- [21] 戴觅,余淼杰, M. Maitra. 中国出口企业生产率之谜:加工贸易的作用[J]. *经济学(季刊)*, 2014, (S2).
- [22] Felbermayr, G. J., W. Kohler. Exploring the intensive and extensive margins of World Trade[J]. *Review of World Economics*, 2006, (4).
- [23] Hummels, D., P. J. Klenow. The variety and quality of a nation's exports [J]. *The American Economic Review*, 2005, (6).

(责任编辑 孙洁)