

贸易自由化、实际汇率变动与公司投资

——来自跨国微观数据的经验证据

王万军 郑建明 孙诗璐

摘要：本文以1990—2014年42个国家（地区）的上市公司为样本，从总体关系、作用渠道和跨国异质性等方面考察了实际汇率变动对公司投资的影响。研究发现：实际汇率变动会对贸易公司的投资产生显著影响，实际汇率贬值会显著地促进贸易公司新增投资；而实际汇率变动对非贸易公司投资的影响并不显著。劳动份额对产出贡献越大、融资约束越低和风险承担水平越高的贸易公司，实际汇率贬值对其投资的正向影响越强烈，表明实际汇率变动会通过内源融资、风险承担和融资约束渠道作用于公司投资，且三种渠道中内源融资渠道解释能力最强。贸易自由化越高的经济体，实际汇率贬值对贸易公司投资的正向影响越强烈。

关键词：贸易自由化；实际汇率变动；贸易公司投资

[中图分类号] F832.6 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2019) 11-0159-16

引言

当前国际经济不确定性增大与金融环境冲击增强，各经济体汇率制度改革不断朝着更趋弹性而非完全浮动的方向深化，汇率制度的界限越来越模糊（Ilzetzki et al., 2019）^[1]，实际汇率变动的不确定性增大。汇率变动对经济发展的影响，较多文献从经济增长、国际资本转移、国际贸易、金融监管等方面研究了汇率变动的宏观效应，但难以揭示汇率变动的微观成效。近年来越来越多的研究者开始探索汇率变动对微观企业投入产出的影响，并试图剖析其传导机理。投资决策是公司经营发展的重大决策之一，公司新增投资能扩大生产规模、提高产品质量、实现规模效益和实施战略布局，并且多元化资产配置易分散风险；另外微观公司投资行为的累积，会影响社会资源配置与宏观经济增长。因此，本文研究不同经济体在贸易自由化差异下，其实际汇率变动对贸易公司投资行为的影响及可能的传

[基金项目] 国家自然科学基金应急管理项目“新常态下中国企业对外投资的管治结构研究”（71541005）；对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金资助“‘一带一路’框架下人民币国际化与公司投资决策”（ZD3-09）。

[作者信息] 王万军：上海理工大学管理学院讲师；郑建明（通讯作者）：对外经济贸易大学国际商学院教授、博士生导师 100029 电子信箱 zjm8@126.com；孙诗璐：对外经济贸易大学国际商学院博士研究生。

导机理，这也是学术界所热衷研究的汇率微观效应的前沿问题之一。

宏观层面的研究文献主要从国内信贷（Bruno and Shin, 2015）^[2]、资金自筹（Mulier et al., 2016）^[3]和外资利用（Aghion et al., 2004）^[4]等方面研究汇率对投资的影响。微观层面研究汇率对公司投资行为影响的文献主要包括两大方面：首先，研究金融危机期间汇率巨幅变动对公司投资的影响。Forbes（2002）^[5]、Bleakley和Cowan（2008；2010）^{[6][7]}发现汇率巨幅贬值对公司投资的影响在正反抵消作用下模棱两可；Aguiar（2005）^[8]发现汇率巨幅贬值会使出口公司减少投资；Desai等（2008）^[9]、Kalemli-Ozcan等（2016）^[10]基于内部资本市场理论和债务融资理论，发现汇率变动对不同产权性质和不同融资渠道公司投资的影响存在差异。其次，研究相对平稳期汇率变动对公司投资的影响。Nucci和Pozzolo（2001）^[11]发现汇率变动分别通过收入和成本渠道对公司投资产生不同的影响；Servén（2003）^[12]基于61个发展中国家样本检验发现，实际汇率不确定会显著地负向影响私人投资；Serena和Sousa（2017）^[13]基于资产负债表效应和外源债务融资视角，发现汇率贬值对公司投资的影响依赖发行长期债务币种；Dao等（2017）^[14]基于内源融资理论发现汇率贬值能够提高公司利润、增加销售并推动公司投资；Li等（2015）^[15]基于中国公司层面数据检验发现汇率变动会影响中国企业出口情况；郑建明等（2019）^[16]基于跨国数据检验发现汇率制度弹性增加会通过增大公司需求的不确定性和降低社会学习效应影响公司投资弹性。可见汇率变动会影响公司投资，但基于不同经济体和不同视角下的研究结论存在分歧。

综合已有研究，汇率变动主要通过贸易、金融和公司内部三大方面对公司投资产生影响。首先，贸易视角下的国际竞争效应和替代效应。汇率贬值会降低贸易部门出口产品成本，增加贸易品在国际市场上的竞争力和需求，对国际类似产品产生替代效应，刺激贸易部门新增投资；汇率升值会增加出口产品成本，降低贸易品在国际市场上的竞争力和需求，但也会降低进口产品成本，对当地类似产品产生替代效应，抑制贸易部门投资活动。其次，金融视角下的货币配置扭曲和资产负债表效应。存在外币负债的公司，汇率贬值会降低其资产负债表效应，增大该类公司的货币配置扭曲程度；存在外币负债的金融机构，汇率贬值也会降低其资产负债表效应，缩减该类金融机构货币供给量，从而抑制了当地公司的投资活动。汇率升值对存在外币负债部门资产负债表效应的影响与汇率贬值相反，它能改变国内融资环境，还会使财富从储蓄者向借款者转移，从而刺激当地公司的投资活动。最后，公司内部融资决策的变化。汇率变动下跨国公司能通过内部资本市场进行资源配置，提高集团内部资金使用率，缓解汇率变动对公司投资决策产生的不利冲击；实际汇率变动也会改变公司内源融资能力，汇率贬值会带来公司劳动成本的节约，增强公司内源融资能力，刺激公司新增投资。

实际汇率变动对公司投资的影响可能受到经济体内贸易自由化差异的影响而产生跨国异质性。贸易自由化的提高能优化生产要素的配置以及增加技术投资或引进，从而提高企业生产率与刺激微观企业的投资活力（Bustos, 2011^[17]；Nordin and Nordin, 2017^[18]）；贸易自由化的提高会增强微观金融机构信贷资源配置效率

(Enowbi and Kupukile, 2010)^[19]、促进企业出口参与(毛其淋和盛斌, 2014)^[20]与增高公司资本投资对其盈利能力的反映程度(Chen et al., 2015)^[21];贸易自由化的提高也会致使公司成本加成上升(余森杰和袁东, 2016)^[22]、降低企业生产率分布离散度(耿伟和廖显春, 2017)^[23];贸易自由开放会降低经济体内汇率波动的冲击(Calderón and Kubota, 2018)^[24]。由于各经济体制度背景与经济环境不同,贸易自由化在横向、纵向对比上均存在较大的差异,因此本文进一步检验实际汇率变动与公司投资的关系在不同贸易自由化的国家是否存在跨国异质性。

与已有研究相比,本文的研究聚焦于实际汇率变动对贸易公司投资的影响,并从以下方面在已有文献基础上进行拓展和补充:(1)分析论证了实际汇率变动对贸易公司投资决策的影响;梳理了汇率变动对公司投资影响在贸易、金融和公司内部三方面的传导机制,在此基础上从公司内源融资释放、外源融资约束和公司风险承担方面拓展已有传导机制,并进行了实证检验。(2)本文考虑到各经济体贸易自由化的差异,检验了较高贸易自由化是否增大实际汇率变动对公司投资的影响。在实证分析中,本文扩大了样本期限和样本量,使用1990—2014年42个不同发展程度国家或地区的上市公司数据,将可贸易行业公司作为本文的主要实证检验样本,而使用非贸易行业公司样本进行安慰剂试验,对上述问题进行实证检验。随后进行了一系列稳健性检验,以确保结论稳健可靠。本文研究的潜在贡献体现在:首先,传统汇率均衡理论观点认为,实际汇率向均衡价格短暂偏离会扭曲经济中的相对价格,从而有损经济增长(Cottani et al., 1990)^[25],但以Rodrik(2008)^[26]为代表的新观点认为,汇率均衡本身也存在增长效应,实际汇率贬值会促进经济增长。对于这些宏观视角的结论分歧,本文从微观视角研究实际汇率变动对公司投资行为的影响,而企业投资累积会影响宏观经济增长,为Rodrik(2008)等的宏观研究进一步提供了微观解释。其次,分析了不同贸易自由化的经济体实际汇率变动对贸易公司投资行为的影响,有助于公司纠正资本错配,提高资源配置效率。本文的研究也有助于政府部门理解汇率变动冲击的微观效应,为其完善汇率市场化形成机制改革提供政策参考。余文安排如下:第一部分为模型设定与数据说明,第二部分为实证分析,第三部分为结论与政策内涵。

一、模型设定与数据说明

(一) 检验模型与变量定义

本文参照Julio和Yook(2012)^[27]、Dao等(2017)跨国研究外生冲击对公司投资影响的估计方法,构建如下模型研究实际汇率变动对公司投资的影响:

$$I_{ijt} = \mu_i + \mu_1 \ln(RER)_{ct} + \mu_2 Size_{ict} + \mu_3 Q_{ict-1} + \mu_4 CF_{ict} + \mu_5 Leverage_{ict-1} + \mu_6 \Delta GDP_{ct-1} + \delta_{ct} + \eta_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中*i*、*c*、*j*和*t*分别表示公司、国家、行业和年份。被解释变量*I*为投资,由于本文使用42个国家(地区)上市公司数据进行检验,样本公司所披露的现金流

量表中“本期购建固定资产、无形资产及其他长期资产的支出”项目数据存在较大缺失,本文采用(固定资产净值增加值+本期折旧)/期初固定资产账面价值进行衡量,反映公司新增资产投资情况。借鉴已有研究,本文控制公司规模 $Size$ 、公司现金流 CF 、托宾 Q 的 $t-1$ 期值、期初资产负债率 $Leverage$ 以及实际 GDP 增长率 ΔGDP [为了避免此变量相对汇率变动而言为事后确定 (Post Determination), 本文取其前一期]。模型中 μ_i 、 δ_{ct} 和 η_{jt} 分别为公司个体固定效应、国家—年份固定效应和行业—年份固定效应。

为了实证检验贸易自由化是否增加了实际汇率变动对公司投资的影响,本文构建如下模型:

$$I_{ijt} = \mu_i + \mu_1 \ln(RER)_{ct} + \mu_2 \ln(TL)_{ct} + \mu_3 \ln(RER)_{ct} \times \ln(TL)_{ct} + \mu_4 Size_{ict} + \mu_5 Q_{ict-1} + \mu_6 CF_{ict} + \mu_7 Leverage_{ict-1} + \mu_8 \Delta GDP_{ct-1} + \delta_{ct} + \eta_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

贸易自由化 $\ln(TL)$ 常用进口渗透率、贸易依存度、关税指标和加入 WTO 前后年份设置虚拟变量等间接指标衡量。贸易自由化涉及政府政策、贸易壁垒、市场准入与退出以及产权保护等多方面,而非沙研究所 (Fraser Institute) 和美国传统基金会均考虑了上述方面因素构建了经济自由化指数。前者发布的经济自由化指数 (TL_Fraser) 由政府监管、法律与产权、贸易壁垒、市场自由等 42 个细分指标综合而成,取值范围为 0—10; 后者发布的经济自由化指数 ($TL_Heritage$) 由政府政策、监管效率、贸易自由、投资自由等 12 个细分指标综合而成,取值范围为 0—100, 这两个指数均强调贸易自由开放,取值越大自由化越强,且两者相关性较强 (Pearson 相关系数为 0.873)。因此,本文使用更综合直接的经济自由化指数并取其自然对数来衡量贸易自由化,其他主要变量如表 1 所示。

(二) 数据说明

本文研究使用 1990—2014 年 42 个不同发展水平国家或地区的上市公司数据^①。其中名义汇率、GDP 增长率与 PPP 数据来自 Penn World Table 9.0 数据库,贸易自由化数据来自菲沙研究所 (Fraser Institute) 和美国传统基金会发布的全球各经济体经济自由度指数,公司层面数据来自 Osiris 全球上市公司数据库。剔除营业收入为负、数据残缺以及金融行业公司样本;剔除 1 年上市公司数量少于 30 家的国家样本;对所获得公司层面数据,其中连续变量在 1% 和 99% 分位数进行 Winsor 处理。本文研究主要聚焦于可贸易行业公司,而实际汇率变动对非贸易行业公司的影响模糊不清,本文借鉴 Desai 等 (2008) 使用的行业分类法将全部样本分为贸易行业公司和非贸易行业公司,其中非贸易行业主要集中在建筑业、娱乐业、零售业、交通运输业和公共服务业,详见该文分类明细。

^①42 个国家 (地区): 阿根廷、奥地利、澳大利亚、比利时、巴西、加拿大、瑞士、智利、中国、哥伦比亚、德国、丹麦、西班牙、芬兰、法国、英国、希腊、中国香港地区、印度尼西亚、爱尔兰、以色列、印度、意大利、日本、韩国、卢森堡、墨西哥、马来西亚、荷兰、挪威、新西兰、秘鲁、菲律宾、波兰、葡萄牙、俄罗斯、瑞典、泰国、土耳其、美国、委内瑞拉、南非。

表1 主要变量描述

变量名称	变量代码	描述
公司投资	I	(固定资产净值增加值+本期折旧)/期初固定资产账面价值
实际汇率	$\ln(RER)$	本文借鉴 Dao 等 (2017) 使用名义汇率与 PPP 之比后再取自然对数度量, 该值越大表示汇率贬值程度越高
托宾 Q 值	Q	(总资产账面价值-所有者权益账面价值+市值)/总资产账面价值
现金流	CF	(EBIT+折旧和摊销-利息和税)/期初总资产
公司规模	$Size$	总资产的自然对数
杠杆水平	$Leverage$	总负债/期初总资产
GDP 增长率	ΔGDP	表示 GDP 增长率 (单位:%), 控制一国经济发展状况
贸易自由化	$\ln(TL_Fraser)$ $\ln(TL_Heritage)$	$\ln(TL_Fraser)$ 为非沙研究所构建的各经济体贸易自由化指数, 取自然对数, 详见 https://www.fraserinstitute.org/ ; $\ln(TL_Heritage)$ 为美国传统基金会构建的各经济体贸易自由化指数, 取其自然对数, 详见 http://www.heritage.org/
劳动份额	Emp_Share Emp_D	该指标使用公司就业人数除以该公司所在国家、行业、年份计算的平均就业人数, 再取该比值的自然对数; 由于本文样本量较大, 衡量劳动份额的核心指标为公司人数, 该指标为非财务指标且在 1 年中动态变化, 为防止各经济体公司就业人数披露可能存在精确性问题或 1 年内动态变化较大, 本文将劳动份额 10 等分设置哑变量 Emp_D 并对应赋值 0-9, 该数值越大表明公司劳动份额越高
融资约束	KZI KZI_D	本文借鉴 Lamont 等 (2001) ^[28] 设定的融资约束指数度量公司融资约束状况, $KZ_i = 1.1001CF_i + 3.1397TLTD_i - 39.367TDIV_i - 1.314CASH_i + 0.282Q_i$ (其中, $TLTD$ 表示长期负债/总资产, $TDIV$ 表示现金股利/总资产, 其他见本文说明), 并基于该指标的十分位数由低到高依次设置虚拟变量 KZI_D , 赋值 0-9, 这两个指标越小, 表明公司融资约束越严重
风险承担	RT_Roa RT_MM	该指标反映风险承担水平, 本文借鉴 Boubakri 等 (2013) ^[29] 的衡量方法, 分别使用公司连续滚动 4 年盈余变化的标准差 RT_Roa 和极差 (最大值-最小值) RT_MM
增长潜力	M_Salesg	使用公司过去 4 年滚动的平均销售收入增长率
行业现金流不确定性	$\sigma(Cash_Ind)$	计算该公司所在行业内公司现金持有量的波动率, 反映行业现金流波动情况

(三) 描述性统计

表 2 为贸易行业公司样本的描述性统计。公司投资增长率的均值 (中位数) 为 0.151 (0.043), 标准差为 0.462, 意味着各公司投资增长率具有较大差异。各国 (地区) 实际汇率均值 (中位数) 为 0.396 (0.221), 标准差为 0.581, 实际汇率变动差异也较大。贸易自由化 $\ln(TL_Fraser)$ [$\ln(TL_Heritage)$] 均值为 1.983

(4.195)，标准差为0.101 (0.161)。其他变量均在合理变动范围内。

表2 描述性统计

变量	N	Mean	Median	Min	P25	P75	Max	Std. dev.
<i>I</i>	231 329	0.151	0.043	-0.751	-0.068	0.217	1.923	0.462
Ln (<i>RER</i>)	237 690	0.396	0.221	-0.437	-0.084	0.886	1.607	0.581
<i>Q</i>	163 838	1.522	1.098	0.359	0.862	1.621	9.392	1.347
<i>CF</i>	145 176	0.040	0.060	-0.999	0.018	0.112	0.515	0.192
<i>Size</i>	254 285	11.934	11.986	6.419	10.484	13.397	17.369	2.255
<i>Leverage</i>	254 236	0.501	0.498	0.011	0.295	0.667	1.851	0.299
<i>Emp_Share</i>	160 172	-1.413	-1.209	-11.001	-2.577	0.000	4.051	1.937
<i>KZI</i>	97 173	0.724	0.610	-0.284	0.309	1.032	2.728	0.591
<i>RT_Roa</i>	201 097	0.083	0.033	0.002	0.016	0.071	1.249	0.171
<i>RT_MM</i>	254 201	0.210	0.075	0.000	0.035	0.173	2.572	0.408
<i>M_Salesg</i>	161 144	0.163	0.087	-0.283	0.005	0.211	1.538	0.300
σ (<i>Cash_Ind</i>)	229 764	0.176	0.096	0.006	0.051	0.176	2.154	0.293
Δ <i>GDP</i>	254 242	3.772	3.151	-13.127	1.645	6.224	21.829	3.603
Ln(<i>TL_Fraser</i>)	254 285	1.983	2.004	1.191	1.887	2.058	2.214	0.101
Ln(<i>TL_Heritage</i>)	226 920	4.195	4.233	3.586	4.019	4.335	4.505	0.161

二、实证分析

(一) 汇率贬值对贸易公司投资的影响

此部分使用贸易行业公司样本检验实际汇率变动对贸易公司投资的影响。实证检验结果如表3所示，第(1)列报告了公司投资仅对实际汇率变动进行OLS回归的结果，随后各列增加了公司、国家(地区)、行业 and 年份固定效应，并依次控制了公司规模、托宾Q、现金流、杠杆水平和GDP增长率。表3所有列结果显示，实际汇率变动Ln(*RER*)前的系数均显著为正，表明实际汇率贬值变动会显著增加公司投资增长率。实际汇率变动对外贸行业公司投资的影响在经济意义上也很重要，从第(6)列看，实际汇率Ln(*RER*)前的系数为0.127，且在5%的水平上显著为正，意味着实际汇率增大10%会使公司平均投资增长率提高8.41%。需要说明的是：此检验结果仅反映了样本期间实际汇率平均变化对贸易公司投资的平均影响，而实际汇率变动在不同作用渠道下对公司投资的影响可能存在差异，后文将从内源融资驱动、外源融资约束和风险承担刺激等不同渠道进行验证论述。其他控制变量，公司投资与公司规模*Size*、托宾*Q*值和现金流*CF*均在1%的水平下显著为正，这与已有投资*Q*理论、投资—现金流理论相关的实证检验一致，并且这与以往类似跨国研究公司投资行为将其作为控制变量时的检验结果相一致(Julio and Yook, 2012)。杠杆前的系数在1%的水平下显著为负，表明公司期初高杠杆率会抑制公司当年新增投资。

表3 实际汇率变动与贸易公司投资的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Ln (<i>RER</i>)	0.018 *** (0.002)	0.110 *** (0.037)	0.162 *** (0.046)	0.139 ** (0.049)	0.126 ** (0.051)	0.127 ** (0.051)
<i>Size</i>		0.124 *** (0.013)	0.208 *** (0.024)	0.194 *** (0.025)	0.192 *** (0.025)	0.192 *** (0.025)
<i>Q</i>			0.094 *** (0.007)	0.095 *** (0.008)	0.100 *** (0.008)	0.100 *** (0.008)
<i>CF</i>				0.444 *** (0.036)	0.447 *** (0.035)	0.448 *** (0.036)
<i>Leverage</i>					-0.361 *** (0.034)	-0.361 *** (0.034)
ΔGDP						-0.002 (0.003)
Constant	0.153 *** (0.001)	-1.371 *** (0.152)	-2.606 *** (0.298)	-2.431 *** (0.316)	-2.229 *** (0.307)	-2.220 *** (0.306)
N	215 057	215 004	129 541	98 491	98 490	98 490
R-sq	0.001	0.192	0.266	0.298	0.308	0.309
Firm FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country-Year FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry-Year FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注：被解释变量为投资，本文控制了公司和年份固定效应，*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著（双尾），括号内为标准误，并对公司和年份进行Cluster处理。

（二）安慰剂实验

前面分析及检验主要针对可贸易行业公司，因为实际汇率变动对贸易公司投资会产生明显的影响，对于非贸易公司投资的影响较模糊。对于非贸易公司，实际汇率贬值会导致本国贸易品价格相对于非贸易品价格上升，国内物价水平上升，增加非贸易品生产成本，则会出现供货紧缩，抑制投资扩张。Di Giovanni 和 Levchenko (2010)^[30]发现非贸易品通常作为贸易品的中间产品或半成品，实际汇率贬值刺激贸易品需求增加的同时也会增加非贸易品的需求，从而刺激非贸易公司的投资扩张。可见贸易方面的综合影响是模糊的，主要取决于非贸易品与贸易品之间的投入产出联系程度。另外，贸易公司与汇率有紧密的联系，而非贸易公司与汇率的联系不紧密，实际汇率变动常作为暂时性冲击而非永久性冲击对前者经营与投资产生直接影响，而对后者的影响较弱且存在滞后性。Dao 等 (2017) 从公司内源融资渠道检验发现实际汇率变动对非贸易公司投资的影响并不显著。因此本文使用非贸易行业公司样本进行安慰剂实验，预测实际汇率变动对非贸易公司投资行为的影响微弱或不显著。检验结果如表3所示。表3第(1)列为公司投资与实际汇率变动的OLS回归结果，随后各列的检验增加了公司、国家（地区）、行业、年份固定效应

与一系列控制变量。总体看实际汇率变动前的系数均为正，不考虑固定效应和控制变量影响时该系数显著；考虑这些影响时，第（3）列未控制托宾 Q 时在 5% 水平下显著，投资 Q 理论以及已有实证检验均表明该因素是影响公司投资决策的重要因素，随后控制托宾 Q 后实际汇率变动前的系数均不显著。其他主要控制变量公司规模、托宾 Q、现金流、杠杆水平等前的系数与表 3 的发现基本一致。表明实际汇率变动虽会显著影响贸易公司的投资，但对非贸易公司投资的影响并不显著。

表 4 安慰剂检验结果（非贸易公司）

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Ln (RER)	0.055 *** (0.004)	0.065 (0.044)	0.104 ** (0.047)	0.096 (0.054)	0.081 (0.054)	0.077 (0.054)
Size		0.112 *** (0.014)	0.216 *** (0.021)	0.211 *** (0.028)	0.213 *** (0.027)	0.214 *** (0.027)
CF			0.102 *** (0.007)	0.100 *** (0.007)	0.104 *** (0.007)	0.104 *** (0.007)
Q				0.558 *** (0.063)	0.562 *** (0.064)	0.560 *** (0.064)
Leverage					-0.314 *** (0.048)	-0.313 *** (0.048)
ΔGDP						0.005 (0.004)
Constant	0.149 *** (0.002)	-1.257 *** (0.173)	-2.799 *** (0.272)	-2.717 *** (0.357)	-2.583 *** (0.357)	-2.598 *** (0.364)
N	64 590	64 580	39 425	28 356	28 355	28 355
R-sq	0.004	0.186	0.271	0.302	0.310	0.310
Firm FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country-Year FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry-Year FE	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注：被解释变量为投资，本文控制了公司和年份固定效应，*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著（双尾），括号内为标准误，并对公司和年份进行 Cluster 处理。

（三）实际汇率变动影响贸易公司投资的可能机制

为了检验汇率贬值通过哪些渠道对公司投资产生正向影响，本文从公司内源融资释放、外源融资约束和公司风险承担三个方面检验实际汇率变动如何作用于贸易公司投资。

首先，本文检验实际汇率变动会通过公司内源融资渠道作用于公司投资。由于劳动工资具有价格刚性且常受国内物价水平影响，汇率贬值变动会降低单位产品工资率，即相对稳定期汇率贬值变动会对公司产品成本产生暂时性冲击降低贸易品成

本, 同等情况下则增强公司内源融资能力。劳动份额越高的公司, 实际汇率贬值对其内部融资能力的改变越凸显, 越有利于公司将劳动成本的节约转化为公司投资。本文重点关注劳动份额与实际汇率变动交互项前的系数。表5第(1)列显示, 该交互项系数为0.038且在1%的水平下显著, 表明同等情况下劳动份额越高的公司, 实际汇率贬值对公司投资的正向影响越强。经济意义也同样重要, 实际汇率变大10%, 公司劳动份额每增长一个单位标准差会使得公司平均投资增长率上升4.77%。表5第(2)列使用劳动份额哑变量重复上述检验, 交互项前的系数为0.022且在1%的水平下显著为正, 该发现与第(1)列的结论相一致。表明实际汇率贬值会通过增加公司内源融资能力来刺激公司新增投资。

接着, 本文检验实际汇率变动会通过公司外源融资约束渠道作用于公司投资。汇率贬值通过资产负债表效应会降低公司外源融资能力, 缩减当地金融机构的货币供应量, 本地利率上升也会提高公司外源融资成本。汇率贬值变动, 会增加当地公司融资约束从而限制公司投资; 汇率升值变动, 则反之。本文借鉴 Lamont 等(2001)构建的融资约束 *KZI* 指数衡量公司融资约束状况, 该指标越大表示融资约束越低。实证检验结果见表5中间两列, 第(3)列融资约束与实际汇率变动交互项前的系数为0.042且在5%的水平下显著, 表明同等情况下融资约束越高的公司, 实际汇率贬值对公司投资的正向影响越弱。经济意义上看, 实际汇率变大10%, 公司融资约束每增长一个单位标准差会使得公司平均投资增长率降低1.65%。由于构建融资约束 *KZI* 指数包含现金股利, 但各国(地区)信息披露的要求存在差异, 部分上市公司样本缺失现金股利数据, 做出与上述类似处理, 设置哑变量 *KZI_D* 重复上述检验, 检验结果如表5第(4)列所示, 融资约束与实际汇率变动交互项前的系数为0.008, 在5%的水平下显著, 与第(3)列的研究发现相一致。表明实际汇率变动会通过融资约束渠道影响公司投资。

最后, 本文检验实际汇率变动通过公司风险承担渠道作用于公司投资。汇率贬值变动对贸易公司在贸易方面属于正向冲击, 能获得出口竞争优势和国际产品市场替代, 为公司提供持续不断的现金流。管理者在有利时机下进行实物资产布局既能迅速扩大市场占有率、获得战略先发优势, 又能通过在供应链上下游方向的投资将交易成本内部化获得成本优势, 同时公司资源配置的多元化还能平滑汇率变动带来的公司风险暴露。公司风险承担水平越高, 外部变化对公司现金流产生的正向冲击越易刺激公司新增投资, 已有研究也表明公司风险承担与公司增长率显著正相关(John et al., 2008)^[31]。汇率贬值对贸易公司贸易方面的正向冲击, 可能会刺激风险承担水平更高的公司新增投资。表5第(5)列显示, 公司风险承担水平与实际汇率变动交互项前的系数为0.044且在1%的水平下显著, 表明在同等情况下, 风险承担水平越高的贸易公司实际汇率贬值对公司投资的正向影响越强。经济意义上看, 实际汇率变大10%, 公司风险承担水平每增加一个单位标准差会使得公司平均投资增长率上升0.48%。表5第(6)列该交互项前的系数也在1%的水平下显著为正, 与第(5)列的研究发现相一致。表明实际汇率贬值会通过风险承担渠道影响到公司投资。

上述检验表明实际汇率贬值变动会通过内源融资渠道和风险承担渠道刺激公司新增投资，而通过融资约束渠道则减弱了公司新增投资。为此，本文同时考虑三种渠道的综合影响，结果见表5的最后两列。第(7)列显示，只有内源融资与实际汇率变动交互项前的系数在1%水平下显著为正，与第(1)列相比该系数数值并未发生显著变化，而其他两个交互项前的系数不再显著。第(8)列为分别使用内源融资、融资约束和风险承担的替代变量类似检验的结果，可见内源融资与实际汇率变动交互项前的系数同样在1%水平下显著为正，融资约束与实际汇率变动前的系数仅在10%水平下显著，并且该系数值与第(4)列相比降低了25%，而风险承担与实际汇率变动前的系数依然不显著。表明实际汇率变动通过内源融资渠道对贸易公司投资的影响最强烈，综合表现为实际汇率贬值会促进贸易公司新增投资。

表5 实际汇率变动影响贸易公司投资的机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ln (RER)	0.107** (0.039)	0.111** (0.039)	0.124** (0.045)	0.124** (0.046)	0.125*** (0.012)	0.131*** (0.012)	0.113** (0.040)	0.116** (0.041)
Emp_M× Ln(RER)	0.038*** (0.010)	0.022*** (0.006)					0.039*** (0.012)	0.023*** (0.007)
KZI_M× Ln(RER)			0.042** (0.014)	0.008** (0.003)			0.027 (0.017)	0.006* (0.003)
RT_M× Ln(RER)					0.044*** (0.004)	0.021*** (0.002)	-0.068 (0.099)	-0.001 (0.004)
Emp_M	-0.033 (0.024)	-0.008 (0.009)					-0.072*** (0.023)	-0.006 (0.010)
KZI_M			-0.008 (0.019)	0.000 (0.004)			-0.005 (0.019)	-0.020 (0.036)
RT_M					0.038*** (0.003)	0.018*** (0.002)	0.098* (0.051)	0.040* (0.021)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-2.431*** (0.284)	-2.430*** (0.284)	-2.151*** (0.282)	-2.149*** (0.284)	2.267*** (0.041)	-2.197*** (0.040)	-2.590*** (0.273)	-2.480*** (0.291)
N	61 531	61 531	80 550	80 550	93 652	98 470	51 465	53 847
R-sq	0.316	0.3159	0.3381	0.338	0.3106	0.3097	0.347	0.340
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country-Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry-Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注：被解释变量为投资，本文控制了公司和年份固定效应，内源融资、融资约束和风险承担对应变量中的M在奇数列中为首选变量，而在偶数列中使用对应的替代变量。为了规避多重共线性的影响，本文在计算交互项时均已使用均值中心化处理，*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著（双尾），括号内为标准误，并对公司和年份进行Cluster处理。

(四) 贸易自由化、汇率变动与贸易公司投资

贸易自由化是否增大了实际汇率变动对贸易公司投资的影响? 表6为对此问题检验的结果, 重点关注贸易自由化与实际汇率变动交互项前的系数。回归结果如表6所示, 前两列使用菲沙研究所构建的贸易自由化指标检验, 第(1)列显示贸易自由化与实际汇率变动交互项前的系数在1%的水平下显著为正, 表明贸易自由化越高的经济体, 实际汇率贬值对公司投资的影响越大。考虑到菲沙研究所构建的贸易自由化为综合指数, 其中有部分国际贸易等可能受实际汇率变动影响的宏观指标, 本文使用该经济体前一年发布的贸易自由化指数重复上述检验, 回归结果如第(2)列所示, 贸易自由化与实际汇率变动交互项前的系数仍在1%的水平下显著为正。最后两列使用美国传统基金会构建的贸易自由化指数进行检验, 其中第(3)列该交互项前的系数在1%的水平下显著为正。考虑到该贸易自由化指数构建包括市场开放相关指标可能受到实际汇率变动的影响, 本文再使用前一年数据进行检验, 回归结果如第(4)列所示, 该交互项前的系数仍然在1%的水平下显著为正。经济上看, 贸易自由化增加了实际汇率变动对贸易公司投资的影响也是有意义的,

表6 贸易自由化、汇率变动与贸易公司投资

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$\ln(RER)$	0.123 *** (0.015)	0.179 *** (0.015)	0.169 *** (0.017)	0.159 *** (0.017)
$\ln(TL_Fraser)$	-0.760 *** (0.082)	-0.412 *** (0.077)		
$\ln(TL_Fraser) \times \ln(RER)$	0.461 *** (0.075)	0.625 *** (0.079)		
$\ln(TL_Heritage)$			-0.194 *** (0.067)	-0.035 (0.062)
$\ln(TL_Heritage) \times \ln(RER)$			0.199 *** (0.068)	0.197 *** (0.064)
控制变量	YES	YES	YES	YES
Constant	-2.186 *** (0.040)	-2.177 *** (0.040)	-2.162 *** (0.074)	-2.156 *** (0.074)
N	98 490	98 490	98 490	98 490
R-sq	0.309	0.309	0.309	0.309
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Country-Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry-Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes

注: 被解释变量为投资, 本文控制了公司和年份固定效应, 为了规避多重共线性的影响, 本文在计算交互项时均已使用均值中心化处理。第(1)、(3)列使用贸易自由化指数当期值; 第(2)、(4)列则使用贸易自由化指数的上一年数值替代。*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著(双尾), 括号内为标准误, 并对公司和年份进行Cluster处理。

从表6第(1)列和第(3)列来看,该交互项系数分别为0.461和0.199,意味着同等情况下实际汇率变大10%且贸易自由化增大一个单位标准差时,会使得贸易公司平均投资增长率分别提高3.08%和2.12%。上述检验一致验证了贸易自由化的提高会增大实际汇率变动对公司投资的影响。

(五) 稳健性检验

为了验证上述研究结论的稳健可靠,本文做了如下四个方面的稳健性检验。

第一,核心变量的替代测量。本文借鉴已有研究对公司投资的度量,直接使用实物资产增长量与期初总资产之比;本文使用实际汇率增长率重新度量实际汇率贬值程度,数据来自IMF,实证检验结果如表7前两列所示,与上文的研究发现相一

表7 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Ln(<i>RER</i>)	0.091*** (0.006)	0.451*** (0.020)	0.127*** (0.012)	0.116*** (0.011)	0.116*** (0.011)	0.161*** (0.047)	0.114*** (0.016)
<i>Size</i>	0.119*** (0.002)	0.167*** (0.003)	0.192*** (0.003)	0.196*** (0.003)	0.196*** (0.003)	0.170*** (0.012)	0.249*** (0.009)
<i>Q</i>	0.063*** (0.001)	0.099*** (0.002)	0.100*** (0.002)	0.101*** (0.001)	0.101*** (0.001)	0.113*** (0.009)	0.084*** (0.005)
<i>CF</i>	0.241*** (0.006)	0.451*** (0.011)	0.448*** (0.012)	0.468*** (0.011)	0.468*** (0.011)	0.663*** (0.048)	0.629*** (0.035)
<i>Leverage</i>	-0.175*** (0.005)	-0.320*** (0.009)	-0.361*** (0.010)	-0.351*** (0.009)	-0.351*** (0.009)	-0.324*** (0.037)	-0.326*** (0.023)
ΔGDP	-0.003* (0.000)	0.000 (0.001)	-0.002*** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.004 (0.003)	0.003* (0.001)
<i>M_Salesg</i>							-0.089*** (0.011)
$\sigma(Cash_Ind)$							0.032*** (0.006)
<i>I</i> _{<i>t-1</i>}							-0.128*** (0.006)
Constant	-1.425*** (0.022)	-1.914*** (0.035)	-2.220*** (0.041)	-2.291*** (0.037)	-2.291*** (0.037)	-2.345*** (0.165)	-3.023*** (0.113)
N	98 554	111 033	98 490	126 846	126 846	6 828	70 270
R-sq	0.318	0.298	0.309	0.308	0.308	0.265	0.341
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country-Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry-Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注:第(1)列、第(2)列分别替换被解释变量和解释变量;第(3)列—第(5)列为时间窗口选择,分别为1997年及之前样本,2000—2014年剔除危机期样本,1991—2014年间剔除所有危机期样本;第(6)列为平衡面板样本;第(7)列增加控制变量。*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著(双尾),括号内为标准误,并对公司和年份进行Cluster处理。

致。第二，时间窗口的选择。在本文研究样本期间，部分国家（地区）经历了较大的货币或金融危机^①，为了避免危机对经济体内公司投资行为产生较大的冲击，本文将样本窗口分为1991—1997年间、2000—2014年间且剔除危机期样本、1991—2014年间且剔除所有危机期样本，实证检验结果见表7第（3）列—第（5）列，可见研究结论仍然稳健。第三，平衡面板样本。上述研究中为了尽可能获得更大的样本量而选择非平衡面板样本，为了防止非平衡面板样本对检验结果可能的影响，本文基于平衡面板数据再次检验，实证结果如表7第（6）列所示，前文结论未发生变化。第四，可能的遗漏变量。在原模型基础上本文又考虑了公司过去增长潜力可能会影响公司投资决策，所在行业现金持有量波动情况可能会冲击公司从现金持有向投资转化，以及前一期投资增加值可能会对本期投资的影响，实证检验结果见表7最后一列所示，结论与上述发现相一致。

三、结论与政策内涵

本文考虑了各经济体贸易自由化存在的跨国差异，研究实际汇率变动对公司投资的影响，并使用1990—2014年42个国家（地区）的上市公司数据进行跨国实证检验。研究发现可贸易行业公司投资与实际汇率贬值显著正相关，且一系列稳健性检验均支持该结论可靠。控制了国家特征和公司特征的影响后，实际汇率贬值10%，会使得贸易公司平均投资增长率上升8.41%。使用非贸易行业公司样本进行安慰剂检验，发现实际汇率贬值对该类公司投资的影响并不显著。接着本文通过公司异质性检验分析实际汇率变动对公司投资影响的传导机理，研究发现劳动份额更大、融资约束更低和风险承担水平更高的公司实际汇率贬值对投资的影响更强烈，劳动份额的影响最大，表明实际汇率变动会通过内源融资释放、外源融资约束和风险承担渠道作用于公司投资决策中，且内源融资渠道的解释能力最强。接着本文进一步检验了实际汇率变动对公司投资行为的影响在不同贸易自由化的经济体是否存在跨国差异，研究表明贸易自由化越高的经济体，实际汇率贬值对公司投资的正向影响越强烈。

本文的政策内涵体现在：（1）实际汇率变动会影响贸易公司长期投资决策。实际汇率贬值会通过刺激贸易公司新增投资来推动经济发展。政府部门进行汇率改革或外汇市场干预会影响实际汇率变动，本文的研究有助于政策制定者理解实际汇率变动的微观成效，考虑汇率政策引起的实际汇率变动对公司投资决策的影响，为

^①本文将货币危机定义为一个月内汇率贬值幅度超过10%的事件，20世纪90年代发生货币危机事件的国家有：泰国（1997年7月）、菲律宾（1997年7月）、印度尼西亚（1997年8月、1999年1月）、马来西亚（1997年9月）、韩国（1997年11月）、捷克（1998年2月，该国样本区间上市公司太少，不在本文研究样本之列）、希腊（1998年3月）、南非（1998年6月）、墨西哥（1998年8月）、巴基斯坦（1998年8月）、以色列（1998年10月）和巴西（1999年1月）；2008年、2009年美国次贷危机席卷全球，2009年、2010年发生欧洲债务危机。

我国完善汇率市场化形成机制和制定相关汇率政策提供借鉴。(2) 实际汇率变动会通过内源融资释放、外源融资约束和风险承担渠道作用于公司投资决策中, 公司要基于自身特性在实际汇率变动冲击下做出更理智的投资决策, 以提高资源配置效率。内源融资虽不能视作公司投资增长的“动力源”, 但能作为“润滑剂”来辅助公司投资增长; 高风险承担有利于公司在实际汇率变动正向冲击时把握投资时机, 进行战略布局; 外源融资约束会限制公司过度扩张。(3) 由于各国经济制度和政府政策不同, 贸易自由化存在较大差异。贸易自由化较高的经济体, 实际汇率贬值变动更易刺激贸易公司新增投资。在我国当前深化汇率市场化改革及“一带一路”框架下, 推动自由贸易, 激发我国贸易公司的投资活力与放宽外资准入, 能为我国经济发展注入新的增长动力。

[参考文献]

- [1] ILZETZKI E, REINHART C M, ROGOFF K S. Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor will Hold? [J]. Quarterly Journal of Economics, 2019, 134(2): 599-646.
- [2] BRUNO V, SHIN H S. Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy [J]. Journal of Monetary Economics, 2015, 71: 119-132.
- [3] MULIER K, SCHOORS K, MERLEVEDE B. Investment-Cash Flow Sensitivity and Financial Constraints: Evidence from Unquoted European SMEs [J]. Journal of Banking and Finance, 2016, 73: 182-197.
- [4] AGHION P, BACCHETTA P, BANERJEE A. A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises [J]. Journal of Economic Theory, 2004, 119(1): 6-30.
- [5] FORBES K J. How Do Large Depreciations Affect Firm Performance? [R]. IMF Staff Papers, 2002, 49: 214-238.
- [6] BLEAKLEY H, COWAN K. Corporate Dollar Debt and Depreciations: Much ado about Nothing? [J]. Review of Economics and Statistics, 2008, 90(4): 612-626.
- [7] BLEAKLEY H, COWAN K. Maturity Mismatch and Financial Crises: Evidence from Emerging Market Corporations [J]. Journal of Development Economics, 2010, 93(2): 189-205.
- [8] AGUIAR M. Investment, Devaluation, and Foreign Currency Exposure: The Case of Mexico [J]. Journal of Development Economics, 2005, 78(1): 95-113.
- [9] DESAI M A, FOLEY C F, FORBES K J. Financial Constraints and Growth: Multinational and Local Firm Responses to Currency Depreciations [J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(6): 2857-2888.
- [10] KALEMLI OZCAN S, KAMIL H, VILLEGAS SANCHEZ C. What Hinders Investment in the Aftermath of Financial Crises: Insolvent Firms or Illiquid Banks? [J]. Review of Economics and Statistics, 2016, 98(4): 756-769.
- [11] NUCCI F, POZZOLO A F. Investment and the Exchange Rate: An Analysis with Firm-level Panel Data [J]. European Economic Review, 2001, 45(2): 259-283.
- [12] SERVÉN L. Real Exchange Rate Uncertainty and Private Investment in LDCs [J]. Review of Economics and Statistics, 2003, 85(1): 212-218.
- [13] SERENA J M, SOUSA R. Does Exchange Rate Depreciation Have Contractionary Effects on Firm-level Investment? [R]. BIS Working Papers, 2017.
- [14] DAO M C, MINOIU C, OSTRY J D. Corporate Investment and the Real Exchange Rate [R]. IMF Working

- Paper, 2017.
- [15] LI H, MA H, XU Y. How do Exchange Rate Movements Affect Chinese Exports? —— A Firm-Level Investigation [J]. *Journal of International Economics*, 2015, 97(1): 148-161.
- [16] 郑建明, 王万军, 高凌云. 汇率制度与公司投资弹性——基于跨国数据的实证研究[J]. *国际金融研究*, 2019(1): 46-56.
- [17] BUSTOS P. Trade Liberalization, Exports, and Technology Upgrading: Evidence on the Impact of MERCOSUR on Argentinian Firms[J]. *American Economic Review*, 2011, 101(1): 304-40.
- [18] NORDIN N N, NORDIN N H. The Role of Economic Freedom in Research and Development-Productivity Growth Nexus: Study Based on Different Income Level on Developing Countries[J]. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 2017, 38(1): 1-27.
- [19] ENOWBI M, KUPUKILE B. M. How Can Economic and Political Liberalisation Improve Financial Development in African Countries? [J]. *Journal of Financial Economic Policy*, 2010, 2(1), 35 - 59.
- [20] 毛其淋, 盛斌. 贸易自由化与中国制造业企业出口行为: “入世”是否促进了出口参与? [J]. *经济学(季刊)*, 2014, 13(2): 647-674.
- [21] CHEN C, CHEN P F, JIN Q. Economic Freedom, Investment Flexibility, and Equity Value: A Cross-Country Study[J]. *Accounting Review*, 2015, 90(5): 1839-1870.
- [22] 余森杰, 袁东. 贸易自由化、加工贸易与成本加成——来自我国制造业企业的证据[J]. *管理世界*, 2016(9): 33-43+54.
- [23] 耿伟, 廖显春. 贸易自由化、市场化改革与企业间资源配置——基于生产率分布离散度的视角[J]. *国际贸易问题*, 2017(4): 166-176.
- [24] CALDERÓN C, KUBOTA M. Does Higher Openness Cause More Real Exchange Rate Volatility? [J]. *Journal of International Economics*, 2018, 110: 176-204.
- [25] COTTANI J, CAVALLO D, KHAN M. Real Exchange Rate Behavior and Economic Performance in LDCs[J]. *Economic Development and Cultural Change*, 1990, 39(1), 61-76.
- [26] RODRIK D. The Real Exchange Rate and Economic Growth[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008, (2): 365-412.
- [27] JULIO B, YOON Y. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles[J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(1): 45-83.
- [28] LAMONT O, POLK C, SAAÁ-REQUEJO J. Financial Constraints and Stock Returns[J]. *Review of Financial Studies*, 2001, 14(2): 529-554.
- [29] BOUBAKRI N, COSSET J, SAFFAR W. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-taking: Evidence from Privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641-658.
- [30] DI GIOVANNI J, LEVCHENKO A A. Putting the Parts Together: Trade, Vertical Linkages, and Business Cycle Comovement[J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2010, 2(2): 95-124.
- [31] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate Governance and Risk-Taking[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679-1728.

(责任编辑 武 齐)

Trade Liberalization, Real Exchange Rate Fluctuation
and Corporate Investment—Empirical Evidence from
Cross-country Micro-data

WANG Wanjun ZHENG Jianming SUN Shilu

Abstract: By sampling listed firms across 42 economies from 1990 to 2014, the study focused on investigating the impact of real exchange rate fluctuations on corporate investment in terms of the overall correlation, ways of influencing and transnational heterogeneity. The findings are as followings: Real exchange fluctuation significantly impacts corporate investment, that is, the depreciation in the real exchange rate will promote average investment growth rate; such impact, however, is insignificant for non-tradable sector firms. Real exchange depreciation does have a stronger positive correlation with the investment of corporates which are more labor-driven, less financially constrained, and have higher level of risk-taking, indicating the real exchange rate fluctuations impact on the investment through internal financing, financing constraints and risk taking channels. Of the three mechanisms, the internal financing channel has higher explanatory power than the others. The higher level of the trade liberalization, the more positive correlation between real exchange depreciation and corporate investment.

Keywords: Trade Liberalization; Real Exchange Rate Fluctuation; Corporate Investment