

外部冲击、信贷扩张与中国企业 对外直接投资

——基于2008年国际金融危机的研究启示

张海波

摘要：本文以2008年国际金融危机爆发为外部冲击的典型事件，通过合并《中国工业企业数据库》和《境外投资企业（机构）名录》构建2004—2013年企业数据集，研究国际金融危机爆发前后信贷扩张对中国企业对外直接投资的差异化影响效应，结果显示：（1）信贷扩张能促进中国企业对外直接投资，国际金融危机爆发强化了这种投资促进效应，在考虑了内生性问题以及稳健性检验的情况下，信贷扩张的对外投资促进效应与国际金融危机的强化效应仍然稳定；（2）进一步地，针对不同投资动机、不同所有制以及不同来源地区企业的异质性检验结果显示信贷扩张的对外直接投资促进效应以及国际金融危机的强化效应存在明显差异性；（3）信贷扩张主要通过“生产率提升效应”和“投资固定成本降低效应”影响企业对外直接投资行为。本文的研究结论对于外部冲击下信贷扩张政策的精准实施以及推进中国企业对外投资稳定有序发展具有重要启示。

关键词：外部冲击；信贷扩张；对外直接投资；国际金融危机

[中图分类号] F740 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2021) 03-0158-17

引言

2020年以来，为纾解新冠肺炎疫情的巨大冲击，中国实施了一系列“降准”、“降息”的货币政策：LPR贷款利率从2020年2月份开始下降，4月7日起将超额存款准备金率从0.72%下调到0.35%，这是继2008年后的第一次调整，5月22日第十三届全国人民代表大会第三次会议发布的《政府工作报告》再次提出要“综合运用降准降息等手段，引导货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。考

[收稿日期] 2020-06-07

[基金项目] 国家社科基金项目“跨国企业OFDI网络构建与出口技术含量提升问题研究”（19FJLB024）；浙江省自然科学基金项目“资源观视角下中国跨国企业OFDI网络构建及其对企业加成率影响研究”（LY20G030006）；宁波社会科学研究基地项目“全球生产网络构建视角下宁波本土跨国公司成长机制与对策”（JD5-FZ04）；宁波大学龙元建筑金融研究院年度课题“我国民营建筑企业走出去的融资风险与金融支持研究”（LYZDA2006）

[作者信息] 张海波：宁波大学商学院教授 315211 电子邮箱 haibo12500@163.com

虑到国内的货币政策主要依托银行信贷计划作为实施工具（龚刚和林毅夫，2007）^[1]，因此货币供给增长必然意味着信贷扩张。

根据经典的凯恩斯理论，信贷扩张能够增加企业投资需求，这一基本逻辑已经获得广泛的经验研究支持（Bernanke, 1988^[2]；Kathleen and Rene, 2013^[3]；罗知和张川川，2015^[4]；张前程和杨光，2016^[5]），但前期研究主要关注信贷扩张对企业国内投资的影响，忽略了全球化背景下信贷扩张的投资促进作用可能产生外溢效应，即信贷扩张也可能影响企业对外投资。为进一步获得直观证据，本文使用2004—2013年中国各省（自治区、直辖市）的银行信贷规模和对外直接投资规模的宏观数据对两者之间的关系进行初步拟合（见图1）^①，发现信贷扩张与对外直接投资之间表现出明显正相关关系，可见，信贷扩张可能是推动中国企业开展对外直接投资的重要因素，但相关研究并未触及，这一发现促使本文开展接下来的理论和实证研究。

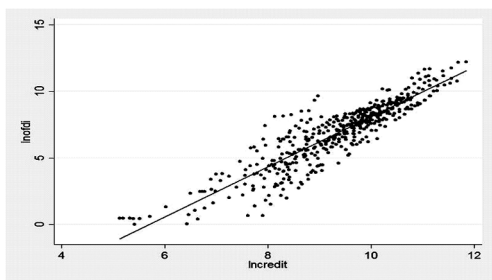


图1 各省份信贷扩张与对外直接投资拟合结果

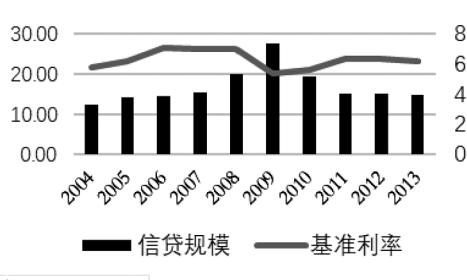


图2 2004—2013年信贷规模和基准利率变化趋势

近年来，随着“走出去”战略和“一带一路”倡议深入实施，中国企业对外直接投资出现了令人瞩目的跨越式增长，已经吸引社会各界广泛关注，是目前国内经济学相关领域研究的热点问题。那么，是什么因素推动了中国企业对外直接投资的快速增长呢？相关学者从多个领域进行了卓有成效的研究，大抵可以分为企业自身的微观因素和外部环境的宏观因素两个层面，微观层面的研究主要涵盖企业生产率（Helpman, 2004^[6]；田巍和余淼杰，2012^[7]；蒋冠宏，2015^[8]）、企业规模（赵伟和卢侃，2019）^[9]、出口经验（崔远森等，2018）^[10]、融资约束（吕越和盛斌，2015^[11]；蒋冠宏等，2020^[12]）等领域，宏观层面的研究主要涉及东道国制度环境（阎大颖，2013）^[13]、金融发展水平（王忠诚等，2018）^[14]、母国政策变动（Kiss and Danis, 2008^[15]；陈胤默等，2019^[16]）市场特征（周经，2019）^[17]、汇率变化（田巍和余淼杰，2017）^[18]以及母国与东道国之间的双边关系（孙楚仁和刘雅莹，2017^[19]；吕越等，2019^[20]）等领域。总体来说，前期研究为本文提供了广阔的理论视角和扎实的经验依据，但相关文献尚未触及“信贷扩张如何影响企业对外直接投资”这一问题。

①之所以选择2004—2013年进行数据拟合是与本文的研究期间保持一致。

正如前文所述,信贷扩张可能是推动中国企业“走出去”非常重要的因素,而迄今为止鲜有研究从理论和实证层面揭示信贷扩张对企业对外直接投资的影响机制和作用效果。本文以2008年爆发的国际金融危机为外部冲击的典型事件,研究“外部冲击、信贷扩张与企业对外直接投资之间的关系”,主要是因为2008年国际金融危机爆发前后中国信贷扩张政策发生较大程度变化,从2008年开始银行信贷规模出现上升趋势,同时贷款基准利率开始下降,直到2011年后逐渐恢复平稳(见图2),这为本文的研究提供了合适的实证检验场景。

与以往文献相比,本文的边际贡献在以下两个方面:一是尝试将信贷扩张与企业对外直接投资结合起来开展研究,前期关于信贷扩张方面的文献仅关注到其对国内投资的影响,而关于企业对外直接投资决定因素的文献也尚未触及信贷扩张方面,本文基于企业异质性理论框架,从生产率和投资固定成本两个层面分析信贷扩张对企业对外直接投资的影响机制,并运用企业层面的面板数据进行多角度实证检验,揭示信贷扩张对企业对外直接投资的影响机制与作用效果;二是尝试将2008年国际金融危机作为外部冲击的典型事件,研究国际金融危机爆发前后信贷扩张对中国企业对外直接投资的差异化影响效应,探讨国际金融危机如何影响信贷扩张对企业对外直接投资的作用效果,能够为外部冲击下中国信贷扩张政策的精准实施以及推进企业对外投资稳定有序发展提供研究启示。

一、影响机制与理论假设

(一) 理论框架:异质性理论框架下企业对外直接投资的决定因素

Melitz (2003)^[21]改变了传统国际贸易理论的同质企业假设,提出生产率异质性是企业国际化模式的决定因素,在此基础上 Helpman 等 (2004) 构建了企业异质性理论的一般均衡模型,其基本观点是:由于企业海外生产经营所面临的固定成本较高,当该固定成本大于企业出口的贸易成本时,同一行业内不同生产率的企业参与国际市场的方式会有所不同,只有高生产率的企业才能克服这一固定成本从而致力于对外直接投资,生产率较低的企业只能选择出口或国内生产。之后,大量的理论和实证研究均证实了这一观点,即生产率水平是决定企业对外直接投资的关键因素,例如 Eaton 等 (2004)^[22]针对法国企业的研究表明:企业生产率越高,越倾向于对外出口与直接投资;Yeaple (2009)^[23]通过对美国企业的经验研究发现:生产率较高的企业对外直接投资规模较大;田巍和余淼杰 (2012)、蒋冠宏 (2015) 针对中国企业的研究同样发现生产率越高的企业对外直接投资概率越高,对外直接投资的规模也越大。

另一方面,Ronald 等 (2010)^[24]认为 Helpman 等 (2004) 构建的企业异质性理论仅关注生产率的异质性,忽略了固定成本可变的问题,他们在修正 Markusen (2000)^[25]的不完全竞争模型基础上,进一步证明当投资固定成本降低时,同样生产率的企业可以有更高概率开展对外直接投资。Gao 和 Tvede (2013)^[26]构建了一个异质性固定成本的理论模型来解释固定成本变动对企业出口和对外直接投资的影

响,得到与 Ronald 等(2010)相似的研究结论。与生产率异质性的研究不同,国际市场上投资固定成本涵盖范围广泛,难以准确估算,但相关学者仍基于不同视角进行了实证研究,例如, Castro 等(2012)^[27]认为各企业所处的行业和地区有所差异,其出口时所面临的固定成本也各不相同,他们构建了基于“行业—地区—年份”而变化的出口固定成本测算指标,邱斌和闫志俊(2015)^[28]基于 Castro 等(2012)的测算方法,证明出口固定成本负向影响中国企业的出口倾向。Buch 等(2014)^[29]认为企业在对外直接投资时不仅考虑生产率门槛的作用,融资成本导致的投资固定成本过高显著抑制企业对外直接投资倾向。

综合来看,基于企业异质性的理论框架,生产率水平和投资固定成本是企业能否开展对外直接投资的决定因素,生产率水平提升和投资固定成本降低都能有效促进企业对外直接投资。因此,本文从生产率和投资固定成本两个层面分析信贷扩张对企业对外直接投资的影响机制。

(二) 信贷扩张与企业生产率

企业生产率提升需要大量持续的研发投入,与固定资产投资不同,研发投入具有高风险、信息不对称和投资周期长等特点,容易遭受外源融资短缺的难题(Hall and Lerner, 2010)^[30],尤其是现代社会技术创新门槛普遍提升,仅靠企业内部资金投入的小规模技术创新无法持续推动生产率水平的提升,外源融资已经成为现代企业研发投入的重要来源(Czarnitzki and Hottenrott, 2011)^[31],鉴于中国金融市场的基本特征,银行信贷是中国企业获取外源资金的最主要来源(马光荣等, 2014)^[32],并且相比于其他外源资金,银行信贷对推动企业生产率提升具有更明显的优势:一是银行信贷能够产生有效的信息揭示机制,缓解研发投入由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险问题,减少企业的外部融资成本(Benfratello et al., 2008)^[33];二是银行能够利用自身的金融网络以更低的成本识别那些更有能力引导创新的企业家;三是银行信贷有利于保护企业的商业机密,避免股权融资的强制信息披露,将企业的研发成果泄露给竞争对手(Sahaym, 2010)^[34]等。因此,当信贷政策宽松时,银行能够为研发类项目、科技类企业提供规模更大的信贷支持,例如中国政府在2008年国际金融危机之后出台了四万亿投资计划和十大产业振兴规划,督促各商业银行积极为列入《国家中长期科学技术发展规划纲要》的“重大领域及优先主题”、“重大专项”和“前沿技术”项目提供资金支持,这在一定程度上降低了研发类项目和科技类企业的债务成本,缓解了技术创新领域的融资约束,有利于企业增加研发投入和提升生产率水平。相反,当信贷政策紧缩时,商业银行出现“惜贷”和“抽贷”等现象,由于信贷资金更倾向于预期收益明确的固定资产投资项目和具备抵押资产的大企业,对研发类项目和科技类企业的信贷支持将大幅度减少,从而会抑制企业技术创新和生产率的提升。结合上述分析,本文提出如下假设:

假设1:信贷扩张有利于企业生产率水平的提升,进而促进企业开展对外直接投资。

(三) 信贷扩张与投资固定成本

与国内投资项目相比,海外投资项目前期准备时间长、资金投入多、市场不确定性风险大,因此企业在开展对外直接投资过程中需要克服较高的固定成本。如前文所述,生产率提升有助于企业克服这一固定成本,但从另一个角度来说,降低固定成本同样能提升企业对外直接投资概率(Ronald, 2010; Gao 和 Tvede, 2013)。信贷扩张可以从三个渠道降低企业对外直接投资固定成本:第一,缓解企业融资约束,降低融资成本,由于对外直接投资项目,尤其是大型跨国并购项目资金规模大,需要大量外源融资,在这种情形下融资成本就成为企业对外直接投资固定成本中最为重要的组成部分。根据 Moyen 和 Nathalie (2004)^[35]等提出并被广泛证明的企业融资“啄食次序理论”(Peking Order Theory),银行信贷的融资成本仅高于内源资金,低于股票融资、债券融资等其他外源融资模式,因此当信贷政策宽松时,一方面银行可配给的信贷资源多,此时企业更易获得大规模的银行贷款,相对来说其他外源融资比例下降,由于信贷资金融资成本更低,因此有利于降低企业对外投资项目的固定成本。第二,信贷扩张能够通过资产负债表效应影响企业投资固定成本。宽松的信贷政策借助货币市场和资本市场的价格传递效应能够带动企业股票价格和名义资产价值上升(Bernanke, 1988),改善企业资产负债表状况,使得企业对外直接投资的固定成本支出相对于名义资产规模下降。第三,信贷扩张可以促使银企合作更加紧密,进而降低海外经营风险。对外直接投资固定成本较高的另外一个原因是海外市场不确定性风险更大,信贷扩张意味着商业银行能够为企业提供更多的资金支持,为保证信贷资金安全性,商业银行需要对企业和投资项目进行更加详尽的审查和长期跟踪,有利于形成更加紧密的银企合作关系,一方面可以降低银企之间信息不对称导致的资金链断裂风险,另一方面银行系统的信息资源和网络优势有助于企业对投资项目进行准确评估,降低企业海外经营风险和投资固定成本。因此,本文提出如下假设:

假设2:信贷扩张有利于企业降低海外生产经营的固定成本,进而促进企业开展对外直接投资。

(四) 国际金融危机冲击、信贷扩张与企业对外直接投资

根据异质性企业的对外直接投资决定因素理论框架:只有高生产率的企业才能克服海外生产经营的固定成本,从而具备开展对外直接投资的能力,但企业对外投资行为除了具备投资能力之外,投资意愿同样重要。2008年爆发国际金融危机能够从两个途径强化中国企业对外直接投资的意愿:一是海外资产价值大幅下降“诱使”中国企业开展对外直接投资。国际金融危机爆发后美国、西欧、日本等发达经济体的部分企业生产经营遭遇困境, Murillo (2009)^[36]根据对来自于美国、欧洲和日本的1050家企业调研数据发现,国际金融危机期间86%的企业资金流动性出现了问题,其中78%的企业愿意出售更多的资产项目以换取现金流。在这种情形下,海外资产价值大幅“缩水”,从而刺激中国企业纷纷“抄底”海外市场。例如,“吉利收购沃尔沃汽车项目最初于2007年提出,当时沃尔沃项目报价为60亿美元,但是在2008年国际金融危机爆发后由于沃尔沃亏损严重,其母公司福特集团亟需变卖资

产增加资金流动性,2009年吉利集团仅以18亿美元就获得了沃尔沃项目的全部股权^①。第二,国际贸易保护主义盛行“倒逼”中国企业“走出去”。2008年国际金融危机爆发后很多国家为了应对贸易账户恶化,都实施了贸易保护措施,而在各国实施的歧视性贸易保护措施中,有40%把中国作为实施对象,居世界首位(GTA,2013)。面对主要出口市场设置的贸易壁垒,企业为避免国际市场份额损失,往往会通过对外直接投资在东道国设置商贸型子公司或生产型子公司进行直接生产或销售,即开展所谓的“补偿投资”(Bhagwati and Dinopoulos,1992)^[37]。从中国的实际情况看,市场寻求型投资一直是中国企业“走出去”的主要形式(阎大颖,2013),这些企业开展对外直接投资的主要动机是绕开东道国设置的贸易壁垒,因此东道国贸易保护措施的加强会加快中国企业开展对外直接投资的速度(余官胜等,2018)^[38]。综合来看,异质性理论框架下信贷扩张能够增强企业对外直接投资的能力,国际金融危机爆发又进一步强化了企业开展对外直接投资的意愿,因此本文提出如下假设:

假设3:国际金融危机冲击能够放大信贷扩张对企业对外直接投资的正向促进效应。

二、模型设定与数据说明

(一) 模型设定

为检验国际金融危机冲击下信贷扩张对中国企业对外直接投资的影响效应,本文构造了如下计量模型:

$$ofdi_{it} = \alpha_1 \ln credit_{it} \times pre2008 + \alpha_2 \ln credit_{it} \times post2008 + \alpha_3 \ln X_{it} + \varphi_i + \varphi_t + \varphi_{it} + \delta_{it} \quad (1)$$

其中, $ofdi_{it}$ 是二元虚拟变量,若企业*i*在年份*t*开展对外直接投资,则 $ofdi_{it} = 1$;若企业没有开展对外直接投资,则 $ofdi_{it} = 0$ 。变量 $credit_{it}$ 代表企业*i*在年份*t*的信贷规模,借鉴李志远和余森杰(2013)^[39]的测度方法,本文采用企业当年利息支出总额测度企业的信贷规模,利息支出越多的企业,表明了其获得的信贷规模越大,信贷扩张程度越高。虚拟变量 $pre2008$ 和 $post2008$ 用以刻画国际金融危机的冲击效应,若在2008年之前(包括2008年), $pre2008 = 1$;若在2008年之后, $pre2008 = 0$;虚拟变量 $post2008 = 1 - pre2008$,若在2008年之后, $post2008 = 1$,若在2008年之前, $post2008 = 0$ 。

X_{it} 代表控制变量,用以控制企业对外直接投资决策的其他影响因素,本文借鉴蒋冠宏(2015)和王欢欢等(2019)^[40]的研究, X_{it} 包括企业层面和企业所在城市层面的控制变量,企业层面的因素包括:企业生产率、企业规模、资本密度、是否出口和企业年龄,其中,企业生产率采用LP方法进行测算;企业规模用企业从业人数表示;资本密度用企业固定资本存量与从业人数之比表示;企业是否出口根据出口交货值确定(如果出口则取值为1,否则为0)。城市层面的控制变量包括:城市信贷规模、人均GDP、物价水平和固定资产投资,其中,信贷规模采用各地级市的年度新增贷款余额作为测度指标;物价水平用固定资产投资价格指数与居民消费

^①资料来源于2010年央视网对吉利集团董事长李书福的专访 <http://jingji.cntv.cn/20100331/102373.shtml>。

价格指数之比测度；固定资产投资用当年城市的全社会固定资产投资规模测度。

φ_i 代表企业固定效应，用以刻画信贷扩张程度变化引起同一企业不同年份对外直接投资概率的变化； φ_t 代表年份固定效应，用以捕捉相同年份不同企业对外直接投资概率的变化特征；此外，本文进一步引入了所有制—年份固定效应 (φ_{ot})，用以捕捉相同所有制类型企业共同的时变特征 (Gan et al., 2016)^[41]。

(二) 数据说明

本文基于《中国工业企业数据库》和《境外投资企业（机构）名录》合并的企业层面数据进行计量检验。《中国工业企业数据库》包括全部国有企业以及主营业务收入超过 500 万元的非国有企业，并涵盖了企业层面基本信息，如所有权结构、员工、资本存量、总产量、出口交货值以及三大会计报表的完整信息。借鉴田巍和余森杰 (2012)、李磊等 (2018)^[42]的方法，本文对企业样本进行如下处理：第一，剔除企业名称重复的样本；第二，剔除关键变量数值小于或等于 0 的样本；第三，剔除从业人数小于 8 的样本；第四，剔除总资产小于流动资产或总固定资产的样本。《境外投资企业（机构）名录》包括了投资主体名称、投资年份、投资东道国（地区）、经营范围等企业对外直接投资的基本信息，本文剔除了向“避税天堂”进行投资的信息条目。然后，本文对上述两个微观数据库按照年份和企业名称进行合并，获得企业层面的基本数据信息。

三、实证分析与结果

(一) 基准检验

为检验前述理论假设，本部分采用计量方法分析 2008 年国际金融危机爆发前后，信贷扩张对中国企业对外直接投资影响的变化。本文利用计量模型 (1)，以二元虚拟变量 $ofdi_{it}$ 为被解释变量，以企业层面的信贷扩张水平和国际金融危机冲击的交叉项 $credit_{it} \times pre2008$ 、 $credit_{it} \times post2008$ 为关键解释变量，运用面板数据 Logit 回归分析方法进行计量检验，检验结果见表 1。其中，列 (1) 仅加入关键解释变量，并控制了企业固定效应和年份固定效应，列 (2) 进一步加入了城市层面和企业层面的控制变量，列 (3) 和列 (4) 分别在 (1) 和 (2) 基础上加入了企业所有制—年份固定效应，可以发现两个关键解释变量的估计系数在列 (1) — (4) 中均通过显著性检验，并且系数为正，说明信贷扩张能够显著提升中国企业对外直接投资的概率，计量结果初步支持假设 1 和假设 2，但需要后续研究的进一步佐证。为进一步检验国际金融危机的冲击效应，本文需要对比两个关键解释变量估计系数的差异性，发现变量 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数在列 (1) — (4) 中都明显大于变量 $credit_{it} \times pre2008$ ，并且显著性水平更高，说明相比于国际金融危机爆发前，危机爆发后信贷扩张能更明显地促进企业对外直接投资概率提升。本文以列 (4) 的估计结果为准进行更详细地阐述，变量 $credit_{it} \times pre2008$ 的估计系数为 0.00502，表明国际金融危机爆发前，信贷扩张水平每上升 10%，企业对外直接投资概率增加 5.02%；变量 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数为 0.00671，表明国际金融危机爆发后，信贷扩张程度每上升 10%，企业对外直接投资概率增加 6.71%，两个变量的

估计结果相差 0.00169，进一步说明国际金融危机能放大信贷扩张对中国企业对外直接投资的促进作用，放大效果达到 33.7%，研究结果支持理论假设 3。

表 1 基准检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$credit_{it} \times pre2008$	0.00672*** (0.00232)	0.00626*** (0.00234)	0.00565** (0.00251)	0.00502** (0.00257)
$credit_{it} \times post2008$	0.00855*** (0.00271)	0.00731*** (0.00243)	0.00697*** (0.00256)	0.00671*** (0.00264)
$\ln loan_{ct}$		0.00158*** (0.00044)		0.00135*** (0.00037)
$\ln pgdp_{ct}$		0.00085*** (0.00035)		0.00078** (0.00038)
$\ln asset_{ct}$		0.00073*** (0.00022)		0.00065*** (0.00021)
$price_{ct}$		-0.00022 (0.00032)		-0.00015 (0.00061)
tfp_{it}		0.02362*** (0.00781)		0.02285*** (0.00645)
$\ln scale_{it}$		0.00236** (0.00118)		0.00217*** (0.00071)
$export_{it}$		0.01402*** (0.00486)		0.01216*** (0.00476)
$\ln age_{it}$		-0.00042 (0.00166)		-0.00065 (0.00348)
$\ln capital_{it}$		0.00047** (0.00021)		0.00035** (0.00017)
年份固定效应	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
所有制—年份固定效应	否	否	是	是
Pseudo R ²	0.453	0.471	0.478	0.486

注：***、**、* 分别代表相应的估计系数通过了 1%、5% 和 10% 的显著性水平检验；系数下面括号（）中数字为稳健标准误；后续表格与此相同。

（二）内生性问题

为获取更稳定的研究结论，本文需处理两个潜在的内生性问题，一是“企业的信贷规模与企业是否开展对外直接投资之间可能存在双向因果关系”，本文借助工具变量法进行内生性检验。本文采用同一城市其他企业平均信贷规模作为工具变量^①，

^①正如前文所述，即使是同一省份的异地信贷也会受到国家监管政策、银行风险监控等方面的限制，中国企业的信贷融资主要来源于本地金融机构。

一方面,企业对外直接投资决策不应受到同城市其他企业信贷规模的显著影响,而另一方面,由于中国特殊的金融监管体制,信贷扩张程度在同一城市具有相似性(王国刚,2012)^[43],因此某一企业信贷规模会受到同城市其他企业的直接影响。本文运用两阶段最小二乘法(2SLS)对计量模型(1)进行估计。表2中列(1)—(2)呈现出估计结果。其中,变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 的系数均显著为正,并且后者的系数更大,这与表2中的估计结果一致。另一个潜在的内生性问题是遗漏变量导致,我们采用差分法进行处理,本文将每个企业 $ofdi_{it}$ 的测算值减去当年同一行业内企业 $ofdi_{it}$ 的平均值,这样可以最大程度避免由遗漏变量引发的内生性问题,检验结果见表2的列(3)—(4)。其中,两个关键解释变量的估计系数均通过1%的显著性检验,且 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数明显大于 $credit_{it} \times pre2008$,说明基准检验不存在明显的内生性问题,估计结果可信。

表2 内生性问题检验结果

变量	工具变量检验		差分检验	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$credit_{it} \times pre2008$	0.00512 ** (0.00237)	0.00489 ** (0.00244)	0.00298 *** (0.00103)	0.00280 *** (0.00093)
$credit_{it} \times post2008$	0.00588 *** (0.00192)	0.00567 *** (0.00189)	0.00353 *** (0.00111)	0.00347 *** (0.00110)
企业层面控制	否	是	否	是
城市层面控制	否	是	否	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
所有制—年份固定效应	否	是	否	是
F值/Pseudo R ²	81.825	83.164	0.467	0.484

注:工具变量检验法中R平方没有实际意义,因此报告了F值;差分检验报告了Pseudo R平方。

(三) 稳健性检验

本文进行下述稳健性检验:第一,重新测度被解释变量 $ofdi_{it}$,基准检验采用二元虚拟变量进行测度,稳健性检验采用企业累计对外直接投资次数进行测度,考虑到被解释变量为计数数据,计量方法选择泊松回归方法,检验结果见表3中列(1)—(2)。两个关键解释变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数显著为正,说明信贷扩张能够促进中国企业对外直接投资次数的增加,进一步支持理论假设1和假设2,并且后者的估计系数显著大于前者,与基准检验的结果一致。第二,进行分组检验,主要检验国际金融危机冲击是否能稳健地放大信贷扩张对企业对外直接投资的作用效果,本文将研究样本分为2004—2008年和2009—2013年两个时间周期,检验结论见表3中列(3)—(6)。其中,列(5)和(6)中变量 $credit_{it}$ 的估计系数明显大于列(3)和(4),且显著性水平更高,说明国际金融危机爆发后信贷扩张对中国企业对外直接投资的促进作用更强,与基准检验结论一致,进一步支持理论假设3。

表3 稳健性检验结果

变量	重新测度 $ofdi_{it}$		2004—2008		2009—2013	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$credit_{it} \times pre2008$	0.02855 *** (0.01070)	0.02660 ** (0.01199)				
$credit_{it} \times post2008$	0.03328 *** (0.00928)	0.03135 *** (0.01047)				
$credit_{it}$			0.01904 ** (0.00898)	0.01882 ** (0.00942)	0.02617 *** (0.00873)	0.02452 *** (0.00819)
企业层面控制	否	是	否	是	否	是
城市层面控制	否	是	否	是	否	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
所有制— 年份固定效应	是	是	是	是	是	是
Pseudo R^2	0.418	0.434	0.370	0.386	0.391	0.406

四、进一步研究

(一) 异质性检验

1. 不同投资动机的检验

本文将企业对外直接投资按照不同动机分为贸易型、生产型、研发型、资源型和综合型，主要依据《境外投资企业（机构）名录》中“境外投资机构”的“经营范围”进行确定。其中，贸易型投资是指在东道国进行市场销售、产品推广和贸易服务；生产型投资是指在当地生产、加工、制造和销售；研发型投资是指在发达国家或新兴市场国家进行研发、设计和产品开发等活动；资源型投资是在油气和矿产资源丰富的国家建立境外机构以获得自然资源；综合型投资是指涵盖研发、生产和销售的全产业链投资。表4的估计结果显示国际金融危机前后信贷扩张对中国企业不同动机的对外直接投资影响效果差异明显，变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 仅在列（4）中没有通过显著性检验，说明信贷扩张对资源型对外直接投资没有明显影响，这可能是因为资源型对外投资承担一定的国家战略行为，主要由国有大型企业进行，受信贷约束影响有限。其他各列的估计系数均显著为正，其中列（1）的估计系数最小，列（5）的估计系数最大，说明信贷扩张对贸易型对外直接投资影响程度较弱，而对综合型对外直接投资影响较强，这是因为贸易型投资一般不需要大规模固定资产设备，员工数量有限，无需克服高昂的“沉没成本”，因此企业开展贸易型投资面临信贷约束较小，而综合型投资属于全产业链投资，企业需要大量的资金投入，因此信贷扩张能在较大程度上提升企业开展综合型投资的概率。从变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 的差值来看，除列（4）中系数不显著外，其余各列的估计系数均表现为后者大于前者，这与表1—3的检验结果一致，其中，列（1）和列（2）差值较大，而列（3）差值相对较小，说明国际金融危机对贸易型和生产性投资的放大效应相对较强，可能的原因是中国企业开展对

外直接投资的主要目标是寻求市场，在后危机时期东道国贸易保护措施不断增强的情形下，通过贸易型和生产型投资可以更有效地开拓国际市场和绕开贸易壁垒（阎大颖，2013），相比来说，国际金融危机对研发型投资的放大效应相对较弱，这是因为企业是否设立境外研发机构主要依据自身的发展需求，信贷扩张虽然能够促进企业开展研发型投资（估计系数显著为正），但国际金融危机爆发属于外部冲击，没有明显改变中国企业的长期研发战略。

表4 不同投资动机的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	贸易型	生产型	研发型	资源型	综合型
$credit_{it} \times pre2008$	0.00382 ** (0.00177)	0.00510 ** (0.00256)	0.00572 *** (0.00206)	0.00316 (0.00368)	0.00590 *** (0.00179)
$credit_{it} \times post2008$	0.00538 ** (0.00215)	0.00674 *** (0.00251)	0.00647 *** (0.00217)	0.00329 (0.00688)	0.00693 *** (0.00194)
Pseudo R ²	0.476	0.453	0.407	0.394	0.429

注：表4中各列均加入了企业、城市层面的控制变量，也加入了企业、年份和所有制年份固定效应，为节约篇幅没有列出，后续表5和表6与此相同。

2. 不同所有制企业的检验

为检验2008年国际金融危机爆发前后信贷扩张对不同所有制企业对外直接投资的影响，本文将样本企业区分为国有企业、民营企业和外资企业三种所有制类型，回归结果见表5。列（1）中两个变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数均显著为正，且后者的系数更大，但两者之间的差值相对较小，说明国际金融危机爆发前后信贷扩张均能有效促进国有企业对外投资，但国际金融危机对信贷扩张的对外投资促进效应影响有限，可能的原因是长期以来，中国国有企业依靠政治关联和隐性担保能够获得大量的信贷支持（Borisova and Megginson, 2015）^[44]，尤其在国际金融危机爆发后银行的信贷扩张更倾向于国有企业，这导致国有企业掌握更充裕、相对廉价的信贷资金，从而推动企业加快对外投资步伐，但因为国际金融危机的冲击主要体现为国际市场需求端的冲击，而中国国有企业整体来说仍主要立足于国内市场，因此国际金融危机对国有企业的冲击作用相对较弱。列（2）中变量 $credit_{it} \times pre2008$ 的估计系数没有通过显著性检验，变量 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数显著为正，并且相比于列（1）和（3）数值更大，说明国际金融危机爆发之前信贷扩张没有明显促进民营企业对外投资，但危机爆发后信贷扩张的对外投资促进作用相比于国有企业和外资企业更为强劲，可能的原因有两个：一是银行信贷在2008年之前对于民营企业的资金支持有限，而危机爆发后信贷扩张程度加大，在相关政策引导下信贷资金开始从国有企业外溢到民营企业；二是民营企业在2008年之前主要立足于国内市场或者通过出口进入国际市场，对外直接投资意愿不强，但危机爆发后国内市场产能相对过剩、国际市场贸易保护加剧，因此民营企业开展市场寻求型对外投资的意愿增强。列（3）中两个变量的估计系数均不显著，说明国际金融危机爆发前后信贷扩张均不能显著影响外资企业的对外直接投资，这是因

为国内商业银行对外资企业贷款项目审核尤其谨慎,存在“信贷歧视”问题(曾亚敏和张俊生,2016)^[45],再加上外资企业在中国市场上面临的信贷融资约束较小(李志远和余森杰,2013),因此计量结果表现为信贷扩张对外资企业的影响不明显。

表5 不同所有制企业的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	国有企业	民营企业	外资企业
$credit_{it} \times pre2008$	0.00548 ** (0.00243)	0.00473 (0.00311)	0.00408 (0.00399)
$credit_{it} \times post2008$	0.00637 *** (0.00246)	0.00686 *** (0.00211)	0.00437 (0.00377)
Pseudo R ²	0.473	0.468	0.421

3. 不同地区企业的检验

依据 Dunning (1981)^[46]的投资发展路径(IDP)理论,不同发展水平地区的企业对外直接投资处于不同的发展阶段,考虑到中国地区发展以及信贷政策的不平衡性特征,本文有必要检验不同发展水平地区国际金融危机爆发前后信贷扩张对企业对外直接投资的差异性影响,进而为中国信贷政策的精准实施提供研究启示。本部分将样本企业所处省份(直辖市、自治区)按照研究期间人均GDP平均值划分为高发展水平地区、中等发展水平地区和低发展水平地区^①,进而利用计量模型(1)进行检验,检验结果见表6。列(1)和列(2)中两个变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数均显著为正,其中列(1)的数值更大,列(3)的估计系数没有通过显著性检验,说明信贷扩张对中国企业对外直接投资的促进作用随地区发展水平呈现出“阶梯式分布”特征:高发展水平地区的促进作用最为明显;中等发展水平地区促进作用相对较弱,而低发展水平地区促进作用不明显。这主要是因为高发展水平地区集中于中国东部沿海区域,企业生产率水平明显高于中西部地区(吴延兵,2008)^[47],信贷扩张能够进一步降低投资固定成本从而明显地促进企业对外直接投资,而低发展水平地区企业生产率水平相对较低,信贷扩张的影响效应无法有效带动企业生产率克服投资固定成本,因此对企业对外投资的促进作用不明显。进一步观察两个变量估计系数的差值,发现列(1)的差值最大,列(2)的差值相对较小,说明无论是在高发展水平地区还是中等发展水平地区,国际金融危机都能放大信贷扩张的投资促进效应,但在高发展水平地区放大效应更为明显,可能是因为高发展水平地区的企业外向度更高,危机爆发后国际贸易保护主义更能增强企业对外直接投资的意愿。

^①借鉴 IDP 理论的区域发展水平评价指标,采用人均 GDP 的标准,具体划分的结果为:高发展水平地区包括上海、北京、天津、浙江、江苏、广东、内蒙古、山东、辽宁、福建;中等发展水平地区包括河北、湖北、黑龙江、河南、湖南、四川、安徽、广西、陕西、吉林、重庆;低发展水平地区包括山西、新疆、宁夏、海南、青海、江西、西藏、云南、甘肃、贵州。

表6 不同来源地区企业的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	高发展水平地区	中等发展水平地区	低发展水平地区
$credit_{it} \times pre2008$	0.00535 *** (0.00152)	0.00516 ** (0.00239)	0.00460 (0.00435)
$credit_{it} \times post2008$	0.00724 *** (0.00174)	0.00632 *** (0.00247)	0.00572 (0.00511)
Pseudo R ²	0.483	0.468	0.394

(二) 影响机制检验

根据前述影响机制分析，信贷扩张可以通过“生产率提升效应”和“固定成本降低效应”影响企业对外直接投资，为进一步检验信贷扩张对企业对外直接投资的影响机制，本文将检验信贷扩张是否能显著影响企业生产率和投资固定成本。本部分采用的计量模型如下：

$$tfp_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln credit_{it} \times pre2008 + \beta_2 \ln credit_{it} \times post2008 + \beta_3 \ln X_{it} + \varphi_i + \varphi_t + \varphi_{ot} + \delta_{it} \quad (2)$$

$$fc_{it} = \chi_0 + \chi_1 \ln credit_{it} \times pre2008 + \chi_2 \ln credit_{it} \times post2008 + \chi_3 \ln X_{it} + \varphi_i + \varphi_t + \varphi_{ot} + \delta_{it} \quad (3)$$

企业生产率 (tfp) 测算方法与前述基准检验相同，对外直接投资固定成本 (fc) 的测算，我们借鉴邱斌和闫志俊 (2015) 的研究思路，通过计算基于“产业—地区—年份”固定效应回归系数来测度企业对外直接投资需要克服的固定成本。分两步实现：第一步，通过回归方程得到企业成本中不随对外直接投资变化的固定因素，并且将其区分为与产业、地区、年份相关的三组固定因素；第二步，在总样本企业中，将上述三种固定效应进行加总，并计算出企业对外直接投资固定成本。建立回归方程如下：

$$\ln cost_{it} = \gamma_1 \ln invest_{it} + \gamma_2 \ln (int \times ofdi_{it} \times invest_{it}) + \sum \delta_t year_t + \sum \lambda_r reg_r + \sum \xi_i ind_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中， $year$ ， reg 和 ind 分别代表单个样本所在的年份、地区和行业，以虚拟变量的形式出现在回归方程 (4) 中，由此我们可以估计出 δ_t ， λ_r 和 ξ_i 这三类系数的值。另外两个变量 $\ln invest$ 和 $\ln (int \times ofdi \times invest)$ 出现在方程中的目的是分离企业成本随对外直接投资而变化的部分（这一部分属于可变成本）。变量 $\ln cost$ 代表企业成本，用企业主营业务成本测度；变量 $\ln invest$ 代表企业投资，用企业长期投资规模测度； $ofdi$ 用企业累计对外直接投资次数测度^①；变量 int 代表企业获得信贷资金的利率水平。通过回归方程 (4) 可得到回归系数 δ_t ， λ_r 和 ξ_i ，企业开展对外直接投资需要克服的固定成本的值可通过三个系数相加而得： $fc = \delta_t$ ， λ_r 和 ξ_i 。这一变量不仅可以衡量对外直接投资企业的固定成本，而且具有相同特征（即有相同的地区、行业和年份）的非对外直接投资企业若开展对外直接投资，也需要克服同样的固定成本。

根据表7的估计结果，在列 (1) 和 (2) 中首先检验信贷扩张是否能够促进

^①因为依据现有数据库我们无法获取中国工业企业对外直接投资的规模数据，所以本部分采用累计对外直接投资次数代表企业对外直接投资发展情况。

企业生产率水平提升,发现变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数均显著为正,其中后者的估计系数更大,说明信贷扩张能明显促进企业生产率水平提升,并且国际金融危机爆发后信贷扩张的生产率提升效应更为明显,这是因为后危机时期中国实施了更大范围的信贷扩张政策,研发类项目和高科技企业无需通过“隐性成本”较高的“信贷寻租”就能够获得更大规模的信贷支持,从而更有利于企业创新(张璇等,2017)^[48]。列(3)和(4)检验信贷扩张对投资固定成本的影响效应,结果显示变量 $credit_{it} \times pre2008$ 和 $credit_{it} \times post2008$ 的估计系数均显著为负数,说明信贷扩张能够显著降低企业对外直接投资的固定成本,并且变量 $credit_{it} \times post2008$ 估计系数的绝对值明显大于 $credit_{it} \times pre2008$,表明国际金融危机后信贷扩张对企业投资固定成本的降低效应更为显著,这主要是因为基准利率下降和信贷环境宽松,降低了企业对外直接投资的融资成本,因此企业对外直接投资需要克服的固定成本“门槛”显著下降,检验结果进一步支持了假设1和假设2。

表7 影响机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	生产率效应		投资固定成本效应	
$credit_{it} \times pre2008$	0.01361 *** (0.0532)	0.01320 ** (0.00594)	-0.00816 ** (0.00385)	-0.00783 *** (0.00306)
$credit_{it} \times post2008$	0.01780 *** (0.00593)	0.01737 *** (0.00574)	-0.00947 *** (0.00328)	-0.00915 *** (0.00311)
企业层面控制	否	是	否	是
城市层面控制	否	是	否	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
所有制-年份固定效应	是	是	是	是
Pseudo R ²	0.341	0.384	0.310	0.362

五、主要结论与研究启示

本文以2008年国际金融危机爆发为外部冲击的典型事件,通过合并《境外投资企业(机构)名录》和《中国工业企业数据库》,构建了2004—2013年间包含企业详细信息和对外直接投资情况的数据集,考察国际金融危机爆发前后信贷扩张对中国企业对外直接投资的差异化影响效应,研究发现:第一,信贷扩张能够显著促进中国企业对外直接投资,国际金融危机爆发强化了信贷扩张的对外直接投资促进效应,具体而言,国际金融危机爆发前信贷扩张程度每增加10%,企业对外直接投资概率提升0.0502,危机爆发后信贷扩张程度每增加10%,企业对外直接投资概率提升0.0671,相比于危机前提升了33.7%,本文的基准检验结果在内生性问题处理和稳健性检验后仍然表现出一致性。第二,本文进一步针对不同投资动机、不同所有制以及不同来源地区的企业进行异质性检验,结果表明信贷扩张对于全产业链的综合型投资促进作用最明显,国际金融危机对贸易型和成本型对外投资的正向冲击作用最大;危机爆发后信贷扩张对于民营企业对外直接投资的作用效果强于国有企业和外资企业;分区域来

看,无论国际金融危机爆发前后,信贷扩张对于高发展水平地区企业对外直接投资的促进效果强于其他地区,而对低发展水平地区企业对外直接投资无明显促进作用。第三,影响机制的理论和实证检验结果显示信贷扩张能够通过“生产率提升效应”和“固定成本降低效应”促进中国企业对外直接投资。

本文的研究结论能够为我国信贷扩张政策的精准实施以及推进企业对外投资稳定有序发展提供研究启示:第一,信贷扩张是促进中国企业“走出去”的重要手段,“走出去”有利于企业获取国外先进技术和各类战略资源,是中国构建“双循环”新发展格局的重要方式,本文的研究显示信贷扩张能够明显促进中国企业对外直接投资,因此,各级政府部门应鼓励金融机构向符合产业发展导向的具备“走出去”意愿的企业提供信贷支持,这有助于企业提升生产率,降低对外直接投资固定成本的“门槛”,培育本土跨国公司成长。第二,通过信贷扩张促进中国企业“走出去”需要精准施策,本文研究表明信贷扩张对于研发型和综合型境外投资项目以及民营企业和高发展水平地区的企业对外直接投资促进效果更明显,这为我们精准实施信贷资金的引导政策提供研究参考,从促进企业对外投资和参与全球竞争的视角来看,加强对研发型和综合型境外投资项目以及民营企业 and 经济发达地区企业的信贷支持能够表现出更明显的政策效果。第三,外部冲击可能是中国企业“走出去”的“催化剂”,本文的研究结果显示2008年国际金融危机爆发后信贷扩张能更明显地促进中国企业对外投资,因此,我们应该树立“化危为机”的思想意识,正确看待各类外部冲击事件,通过信贷扩张政策的精准实施,促进中国企业稳定有序“走出去”。

[参考文献]

- [1] 龚刚,林毅夫.中国经济增长之解释[J].经济研究,2007(4):53-68.
- [2] BERNANKE, BLINDER. Credit, Money and Aggregate Demand [J]. American Economic Review, 1988, 78 (5): 435-449
- [3] KATHLEEN, RENE. Access to Capital, Investment, and the Financial Crisis [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110 (2): 280-299.
- [4] 罗知,张川川.信贷扩张、房地产投资于制造业部门的资源配置效率[J].金融研究,2015(7):60-75
- [5] 张前程,杨光.产能利用、信贷扩张与投资行为[J].经济学(季刊),2016,15(4):1507-1532.
- [6] HELPMAN, MELITZ, YEAPLE. Export Versus FDI with Heterogeneous Firms [J]. American Economic Review, 2004, 94 (3): 300-316.
- [7] 田巍,余森杰.企业生产率和企业“走出去”对外直接投资[J].经济学(季刊),2012(1):383-408.
- [8] 蒋冠宏.企业异质性和对外直接投资[J].金融研究,2015(12):81-97.
- [9] 赵伟,卢侃.中国企业对外直接投资究竟依托什么样的优势[J].浙江学刊,2019(11):111-122.
- [10] 崔远森,方霞,沈璐敏.出口经验能促进中国对“一带一路”国家的直接投资吗[J].国际贸易问题,2018(7):66-79.
- [11] 吕越,盛斌.融资约束是制造业企业出口和OFDI的原因吗[J].世界经济研究,2015(9):13-36
- [12] 蒋冠宏,曾靓.融资约束与中国企业对外直接投资模式[J].财贸经济,2020(2):132-146
- [13] 阎大颖.中国企业对外直接投资的区位选择及其决定因素[J].国际贸易问题,2013(7):128-135.
- [14] 王忠诚,薛新红,张建民.东道国金融发展对中国企业对外直接投资的影响[J].南方经济,2018(1):24-41.
- [15] KISS D. Country Institutional Context, Social Networks and New Venture Internationalization Speed [J]. Euro-

- pean Management Journal, 2008, 26 (6): 388-399.
- [16] 陈胤默, 孙乾坤, 文雯, 黄雨婷. 母国经济政策不确定性、融资约束与企业对外直接投资 [J]. 国际贸易问题, 2019 (6): 133-144
- [17] 周经, 王旭. 国内市场分割影响了中国对外直接投资吗 [J], 国际贸易问题, 2019 (11): 61-76
- [18] 田巍, 余森杰. 汇率变化、贸易服务与中国企业对外直接投资 [J]. 世界经济, 2017 (11): 23-46
- [19] 孙楚仁, 刘雅莹. 外交伙伴关系战略与中国企业对外直接投资区位选择 [C]. 新兴经济体论坛论文集, 2017: 473-488
- [20] 吕越, 陆毅, 吴嵩博, 王勇. “一带一路”倡议的对外投资促进效应 [J]. 经济研究, 2019 (9): 187-202
- [21] MELITZ M J. The Impact of Trade on Intra-industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity [J]. *Econometrica*, 2003, 71 (6): 1695-1725
- [22] EATON J P, KORTUM S, KRAMARZ F. Dissecting Trade: Firms, Industries, and Export Destinations [J]. *American Economic Review*, 2004, 92 (2): 150-164
- [23] YEAPLE. Firm Heterogeneity and the Structure of US Multinational Activity [J]. *Journal of International Economics*, 2009, 78 (3): 206-215.
- [24] RONALD B. Fixed Costs, Foreign Direct Investment and Gravity with Zeros [J]. *Review of International Economics*, 2010, 18 (1): 47-62.
- [25] MARKUSEN, ANTHONY. The Theory of Endowment, Intra-Industry and MultiNational Trade [J]. *Journal of International Economics* 2000, 52 (2): 209-234.
- [26] GAO B, TVEDE. Heterogeneous Fixed Export Cost: Explaining the Existence of Export-only Firms [J]. Newcastle University, 2013.
- [27] CASTRO L, B LI, K MASKUS. Fixed Export Costs and Firm-level Export Behavior [J], Working Paper, No. 4697, 2012.
- [28] 邱斌, 闫志俊. 异质性出口固定成本、生产率与企业出口决策 [J], 经济研究, 2015 (9): 142-155
- [29] BUCH M, KESTERNICH. Financial Constraints and Foreign Direct Investment: Firm-level Evidence [J]. *Review of World Economics*, 2014, 150 (2): 393-420.
- [30] HALL, LERNER. The Financing of R&D and Innovation [J]. *Handbook of the Economics of Innovation*, 2010, 172 (1): 609-639.
- [31] CZARNITZKI, HOTTENROTT H. R&D Investment and Financing Constraints of Small and Medium-Sized Firms [J]. *Small Business Economics*, 2011, 36 (1): 65-83.
- [32] 马光荣, 刘明和杨恩艳. 银行授信、信贷紧缩与企业研发 [J], 金融研究, 2014, 7: 76-93
- [33] BENFRATELLO, SCHIANTARELLI F. Banks and Innovation: Microeconomic Evidence On Italian Firms [J], *Journal of Financial Economics*, 2008, 90 (2): 197-217.
- [34] SAHAYM A, STEENSMA, BARDEN. The Influence of R&D Investment On the Use of Corporate Venture Capital: An Industry-Level Analysis [J], *Journal of Business Venturing*, 2010, 25 (4): 376-388.
- [35] MOYEN, NATHALIE. Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained versus Unconstrained Firms”, *The Journal of Finance*, 2004, 59 (5), 2061-2092
- [36] MURILLO J, GRAHAM Campbell. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence From A Financial Crisis [J]. NBER Working Paper, No. 15552, 2009.
- [37] BHAGWATI, JAGDISH N., ELIAS DINOPOULOS. Quid Pro Quo Foreign Investment [J]. *American Economic Review*, 1992, 5: 186-195
- [38] 余官胜, 范朋真. 东道国贸易保护会提升中国企业对外直接投资速度吗 [J], 财贸经济, 2018 (3): 109-122.
- [39] 李志远, 余森杰. 生产率、信贷约束与企业出口: 基于中国企业层面的分析 [J]. 经济研究, 2013 (6): 85-98.

- [40] 王欢欢, 樊海潮, 唐立鑫. 最低工资、法律制度变化和企业对外直接投资 [J]. 管理世界, 2019 (11): 38-51
- [41] GAN, LI, MANUEL. The Higher Costs of Doing Business in China: Minimum Wages and Firms Export Behavior [J], *Journal of International Economics*, 2016, 100: 81-94.
- [42] 李磊, 洗国明, 包群. “引进来”是否促进了“走出去” [J]. 经济研究, 2018 (3): 142-156.
- [43] 王国刚. 中国货币政策目标的实现机理分析: 2001-2010 [J], 经济研究, 2012 (12): 4-14.
- [44] BORISOVA G, MEGGINSON W. Government Ownership and the Cost of Debt: Evidence from Government Investments in Publicly Traded Firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118 (2): 168-191.
- [45] 曾亚敏, 张俊生. 外资企业在中国信贷市场中的境遇 [J]. 会计研究, 2016 (2): 29-35.
- [46] DUNNING J H. Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach [J]. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1981, 117 (1): 30-64.
- [47] 吴延兵. 自主研发、技术引进与生产率——基于中国地区工业的实证研究 [J]. 经济研究, 2008 (8): 51-64
- [48] 张璇, 刘贝贝, 汪婷, 等. 信贷寻租、融资约束与企业创新 [J]. 经济研究, 2017 (5): 161-174

(责任编辑 蒋荣兵)

External Impact, Credit Expansion and Outward Direct Investment of Chinese Firms —A Research Implications Based on 2008 International Financial Crisis

ZHANG Haibo

Abstract: Based on the 2008 international financial crisis, this paper constructed a 2004-2013 firm-level data set to study the different impact of credit expansion on Chinese firms' outward direct investment before and after the international financial crisis. The results show that credit expansion can promote outward direct investment of Chinese firms, and the outbreak of the international financial crisis has strengthened the promotion roles. After considering the endogenous issues and the test of robustness, the results remain stable. Furthermore, the heterogeneity test results for different investment motives, different ownership, and different source regions show that there are significant differences in the effect of credit expansion on outward direct investment promotion and the moderating effect of the international financial crisis. Finally, this research finds that the influencing mechanism of credit expansion on Chinese firms' outward direct investment is based on the “fixed cost reduction effect” and “productivity improvement effect”.

Abstract: External Impact; Credit Expansion; Outward Direct Investment; International Financial Crisis