

国际经济冲击、集团内部融资能力与企业出口表现

逯建¹ 张琳若²

(1. 南京大学, 江苏 南京 210093; 2. 中国建设银行远程智能银行中心, 四川 成都 610000)

摘要: 企业的集团化发展不仅为企业带来了更多的生产合作, 也为企业带来了集团内部融资便利以应对国际不确定性风险。本文以 2008 年国际经济危机作为研究对象, 以上市集团公司子公司为实验组构建 PSM-DID 研究方法, 研究在突发的危机冲击下, 集团公司的内部资本市场是否更能帮助出口企业更好地应对危机。分析结果表明, 拥有集团内部资本市场的出口企业在面对危机时具有更好的出口表现; 集团公司的独资子公司、大型子公司在面对国际经济危机时出口表现更好。这些结果在更换冲击时间、变换对照组样本以及使用 Bartik 工具变量的检验中仍然显著。说明内部资本市场确实能帮助出口企业应对突发危机, 维持经营稳定。据此我们提出建议: 中小出口企业加强内部合作或组建外贸集团公司, 发展内部资本市场; 对突发的国际经济系统性风险做出充分的风险预案, 确保企业出口平稳健康地运行。

关键词: 集团公司; 经济危机; 内部融资能力; 企业出口

中图分类号: F742

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2024) 05-0001-16

一、引言

集团化发展是企业发展中十分常见的现象。集团内部的企业能相互分享商业信息, 更加方便地与内部企业进行生产销售合作, 对外则能形成规模优势、品牌优势, 从而降低成本取得竞争优势。不仅如此, 企业集团还存在内部金融市场, 企业能在内部金融市场进行资金借贷、产品服务往来、股权和资产转让等资本运作 (魏明海和万良勇, 2006), 以及内部企业相互提供担保 (王琨等, 2014), 从而在很大程度上缓解企业的融资约束 (Hoshi et al., 1991; Almeida et al., 2015), 降低企业运营不确定性, 增强对抗各种风险的能力。

集团公司对企业的发展具有重要的影响。集团公司不仅能够通过更有效的管理

作者简介: 逯建, 南京大学长江产业发展研究院教授, 博士, 研究方向: 国际贸易、产业经济; 张琳若, 中国建设银行远程智能银行中心, 硕士, 研究方向: 国际经济理论。

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“铁路建设、生产效率与产业平衡发展” (项目编号: 71873106); 教育部高校人文社会科学重点研究基地重大项目“统一大市场建设与长三角区域高质量一体化发展研究” (项目编号: 22JJD790033); 国家社科基金重大项目“我国制造业低碳化发展的理论体系、政策框架与实践路径研究” (项目编号: 22&ZD102)。

提高企业效率，还能给予企业更大的规模增长空间。更重要的是，集团内部的金融市场向企业提供融资机会，从而可能降低企业出口融资成本，缓解出口资金压力。因此，出口的中小企业或者中小贸易型企业加入集团公司或者组建集团型贸易企业成为一个新趋势。如江苏采用集团公司的形式整合江苏纺织品的对外贸易，^①其他不少省份也通过商业投资集团控股的方式整合本省国有进出口公司，势必对隶属于集团公司的企业对外贸易金额及对抗风险能力产生重要影响。

当经济处于正常运行时，企业是否隶属于集团、为企业带来出口稳定性一般难以观察，但在国际经济危机的背景下，不同企业的表现差异就容易进行比较。国际经济的负向冲击无疑构成了企业运营的重大不确定性。1933 年大萧条、1997 年亚洲金融危机、2008 年国际经济危机都对国际市场中的出口企业造成极大影响。2020 年新冠疫情又是一场突发的国际性“黑天鹅”事件，全球国际贸易晴雨表降至 84.5。^②由于国际贸易具有周期长、资金回收慢的特点，导致出口贸易企业对融资高度依赖。国际市场一旦出现突发性危机，企业往往难以获得经营性现金流，还将面临较大的违约风险，陷入融资困境。

对此，本文选取 2008 年国际经济危机对国际经济冲击的事件，使用海关数据和企业微观数据，重点研究集团公司的内部资本市场对出口企业应对国际经济冲击的支持作用，并根据所有制类型、企业规模、所属地区对企业进行异质性分析。本文还通过内部融资和外部融资的考察研究影响机制。我们的研究结论对企业面对国际经济危机时如何拓宽融资途径获得稳定资金支持、确保出口平稳健康发展具有现实意义。

二、文献综述与研究假说

（一）文献综述

集团公司是企业管理研究的重要对象，国内外有关集团公司的研究文献汗牛充栋（Bloom and Reenen, 2012），不过大多数研究聚焦跨国公司（吕源等，2005）或新兴国际集团公司（Khanna and Yafeh, 2007）。尽管集团公司的母子公司有不同的分权模式（杨阳等，2015；谭洪涛和陈瑶，2019），但与独立企业相比，集团成员企业更倾向于选择实施国际化战略（郭晨曦和吕萍，2017），集团公司也会显著提升固定资产投资（倪婷婷和王跃堂，2016）。由于有更多的应用前景，企业集团化经营还促进了企业的研发和专利产出（黄俊和陈信元，2011；蔡卫星等，

① 如江苏省苏豪控股集团源自江苏省丝绸进出口集团股份有限公司，现重组整合了原苏豪、海企、汇鸿、惠隆和舜天5家集团，成为了一家以国际贸易为龙头、实业发展为基础、内外贸并举的大型综合性国际贸易产业集团公司。

② WTO. 世贸组织货物贸易晴雨表（2021年度）[EB/OL]. 2021, WTO. [https://www.wto.org/english/news_e/archive_e/wtoi_arc_e.htm.\[2021-03-11\]\[2023-05-08\]](https://www.wto.org/english/news_e/archive_e/wtoi_arc_e.htm.[2021-03-11][2023-05-08]).

2019), 以及通过关联企业的产能转移, 缓解中国产业节能政策对企业带来的短期冲击 (Chen et al., 2021)。

集团企业与独立企业最大不同之处是集团企业的成员能够利用内部资本市场降低交易成本、缓解企业的融资约束 (Gertner et al., 1994)。Williamson (1975)、谢军和黄志忠 (2014) 的研究表明, 企业的集团化发展为内部公司提供了融资平台, 集团内部成员之间以低于外部市场的成本获得内部融资, 促进集团企业的投资与生产活动。李焰等 (2007) 的案例研究表明, 集团化运营能有效提高企业整体融资能力, 缓解融资约束, 有利于降低企业融资信息不对称问题, 减少逆向选择成本。蔡卫星等 (2015) 发现, 因为存在内部融资市场, 企业集团控制的公司的现金持有都会小于非企业集团控制的公司。企业还会因为集团化程度的提高 (黎文靖和严嘉怡, 2021) 或内部企业之间地理距离的缩短 (杜立等, 2020), 使得集团各公司现金持有水平发生显著下降。

国内外关于经济危机对全球经济与贸易影响的文献分析了国际经济危机对全球贸易格局的影响。李向阳 (2009) 认为, 国际经济危机在美国爆发, 从发达国家蔓延到发展中国家, 从金融领域蔓延到实体经济。文建东和李思璇 (2020) 总结认为, 类似的危机事件在历史上发生了 3 次: 1929~1933 年大萧条、20 世纪 70 年代中后期的经济滞胀和 2008 年国际经济危机。从宏观视角来看, 国际经济冲击导致国际贸易规模减少。Iacovone 等 (2019) 认为, 信用崩溃可能是国际经济危机导致贸易减少的决定因素。Chor 和 Manova (2012) 通过实证研究证明, 在 2008 年国际经济危机发生期间, 银行贷款利率有所提高, 导致对外部融资依赖较强的企业对美国出口显著下降。田苗 (2009)、阳佳余 (2012) 发现国际经济危机导致中国的出口贸易量减少。金碚等 (2009) 从行业视角研究发现, 国际经济危机导致中国工业企业利润大幅下降, 工业增加值、工业对外投资放缓。胡求光和李洪英 (2010) 还进一步发现, 成品油、集成电路、自动数据处理设备等出口明显下降。

从微观视角看, 国际经济冲击给出口企业带来了融资约束, 而融资约束是影响企业出口的重要因素。Amiti 和 Weinstein (2011)、Robert 等 (2011) 提出, 企业国际化代表着更高的融资成本和违约率, 面临突发的国际市场变化, 相比于一般企业, 出口企业的经营状况变化更易受到影响。程玉坤和周康 (2014) 通过实证研究发现, 融资约束会影响企业的出口规模、出口广度和出口深度。杨连星等 (2015) 构建企业运营资本投资敏感性指标, 证明了融资约束对企业出口进入边际、集约边际、扩展边际这三元边际产生影响。Fan 等 (2015) 的研究发现, 融资约束较大的企业还会通过降低生产质量, 从而降低其最优出口价格。

经济危机会给企业带来融资约束, 本地金融市场的发展会在很大程度上缓解企业融资约束, 从而对企业的对外贸易产生影响。孙兆斌 (2004) 和阳佳余 (2007) 研究发现, 金融业发展程度影响一国对外贸易模式。齐俊妍 (2005) 研究表明, 国

家的金融发展水平越高，其依赖外部融资来源较强的行业出口份额越多。尹烨天等（2021）认为国际上高收入国家的经常项目余额对金融发展更加敏感。金融发展越完善，国家的金融资产配置效率越高，储蓄率将会降低，导致经常项目发生逆差，也就是扩大了进口。

因此，当面临国际经济冲击带来的融资约束时，集团公司内部资本市场就是一个好的选择。王琨等（2014）、韩鹏飞等（2018）发现，正是由于集团公司能够提供更好内部信用担保，或者财务状况良好的子公司能够向资本不佳的子公司提供资金支持，集团公司下属的子公司才具有更好抵御外部风险的能力。鉴于国内外有关集团公司如何影响企业出口表现的研究还不多，过往研究出口企业融资能力时主要侧重对企业外部融资环境的分析，忽略了集团公司内部资本市场也是企业重要的融资途径。本文将从出口企业的微观视角，重点关注出口企业集团内部资本市场的融资能力对企业出口有怎样的影响，并利用国际经济冲击这一外生冲击，尽量控制研究的内生性，以期在实证分析和政策建议上做出边际贡献。

（二）研究假说

根据以上文献讨论，我们将针对企业融资能力应对国际经济冲击对企业出口的影响进行分析。国际贸易多以赊销赊购方式进行，以信用证等延期付款的方式结算，导致出口企业经营周期长、资金回收慢，对贸易融资高度依赖，资金链较为脆弱。在外部资本市场不发达的国家和地区，或是国际经济形势一旦出现下行趋势，企业不仅难以获得经营性现金流，还将面临较高的违约风险，此时企业就会陷入融资困境。经济危机的发生也降低了出口目的地的进口消费需求，使得出口企业经营状况恶化、融资约束上升，需要及时的资金帮助渡过难关。在集团公司内部，企业的融资成本更低，集团内部能为出口企业提供贷款、租赁、抵押等资本运作方式，是企业获得及时资金支持的优质选择。基于资金供求双方特征，本文提出以下假说。

假说1：在国际经济冲击的背景下，具有内部融资能力的企业出口表现更好。

集团公司影响企业出口的机制。当国际经济冲击突然发生时，国际需求下降使得进口方无力支付货款，导致企业资金无法正常回流，使得企业的资金流陷入困难或者断裂；在经济危机情况下人人自危，企业难以获得新的外部融资，企业融资约束变得严峻；突发性的国际经济冲击还对国内经济产生间接影响，影响企业的国际国内销售，造成企业盈利能力下降。相比没有内部金融市场的企业，集团公司存在内部金融市场，在企业的资金支配能力、偿付能力和盈利能力等方面都可能有更好的表现，也就是企业的资金调动能力会有更好的表现。基于此，本文提出以下假说。

假说2：面临国际经济冲击时，具有集团公司背景的企业因为有更好的资金调配能力、偿债能力和盈利能力，能相对容易地克服经济冲击的影响。

三、数据与模型设定

(一) 数据来源与处理

本文以 2000~2013 年中国上市企业的母子公司出口为研究对象。为满足研究对象的可比性,本文合并使用了中国上市企业数据库、中国工业企业数据库和中国海关进出口数据库,并且仅对 3 种数据库均存在的上市企业的母公司或子公司进行分析。为与研究时间段相符合,我们还剔除了上市时间晚于 2013 年的母公司样本,以及成立(被收购)时间晚于 2013 年的子公司样本。上市公司子公司名单来自对上市公司年报数据的整理,子公司设立时间和企业上市时间也来自年报信息。母子公司的绝大多数经营数据来自中国工业企业数据库,出口交易的细节数据来自中国海关进出口数据库。为保证研究的顺利开展,本文还使用了一些来自 CSMAR 经济金融数据库以及中国统计年鉴数据库的控制变量。

本文的研究目标是对上市企业的母子公司出口情况与非上市企业的出口情况进行对比,由于上市企业数目较少且出口额一般偏大,因此需要为上市企业母子公司匹配出口特征相似的非上市企业。为更加精准地比较企业出口的变化,本文根据中国海关进出口数据库中企业的详细出口信息为上市企业母子公司寻找对照组公司。具体是根据企业总贸易额、贸易城市数量、一般贸易比重、单笔最大出口额、平均进口额、企业笔均进口额、附营交通运输业这 7 个维度,使用 PSM 方法在中国海关数据库和中国工业企业数据库都存在的企业中匹配对照组样本。考虑到海关数据库和工业企业数据库的企业数目远远大于上市公司,因此在基本 PSM 上先按 1:10 选择对照企业。由于海关数据库的多维指标对于工业企业数据库中的财务信息相对独立,因此此举也可以尽可能避免在回归分析中再以企业财务信息为控制变量产生样本选择内生性问题。经上述方法处理后,得到出口子公司样本实验组 2,897 家,样本对照组 32,186 家;母公司样本实验组 1,245 家,样本对照组 17,783 家。

(二) 模型设定

本文以 2008 年国际经济危机为研究对象,研究国际经济危机对上市企业子公司和普通公司的出口有怎样的不同影响。因此,本文拟采用 DID 倍差法,对外部进口需求变化产生的影响进行实证分析。具体的实证分析方程形式为:

$$\ln exp_{it} = \alpha + \beta sub_i did_t + \theta_i + \mu_t + \gamma Z_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$\ln exp_{it}$ 表示企业 i 在 t 年的出口金额; sub_i 为企业是否为上市企业子公司虚拟变量,若为上市企业子公司,则为处理组取值为 1,否则为对照组取值为 0; did_t 为国际经济危机冲击变量,若年份大于 2008(即从 2009 年开始),则冲击变量赋值为 1,其余年份冲击变量取值为 0;将 sub_i 与 did_t 相乘得到 $sub_i did_t$,构成 DID 倍差法核心变量,因此 β 是本文关注的核心变量系数; Z_{it} 是控制变量的矩阵, θ_i 和 μ_t 分别表示企业和年份固定效应; ε_{it} 为误差项。

本文基于以下原因选择控制变量。施炳展（2012）研究发现，补贴能明显提高企业出口概率，提高企业出口规模，对企业出口带来正面影响，这种正面影响在中国加入 WTO 以后更加明显。阳佳余（2012）研究发现，企业规模对企业出口额影响显著，资产规模是银行对企业放贷的重要指标，资产规模影响企业的融资条件，进而影响出口规模。袁其刚等（2014）还提出员工数量、资本金是衡量企业规模的重要指标。孙灵燕和崔喜君（2011）研究发现，在经济发展水平高、对外投资较多的省份，经济开放程度更高，出口企业会有更好的发展环境。同时，FDI 也可视为企业获得外源融资的途径之一，而外源融资也是影响企业出口的重要因素。因此，参考以上文献，结合数据可得性，最终选择资产规模、员工数量、资本金从不同维度衡量企业规模；采用分省份 GDP 和 FDI 数据衡量企业所在省份的营商和外贸环境。所有的变量和描述如表 1 所示。为消除异方差，对出口总额、资本金、员工数量、资产、地区 GDP 和对外直接投资取对数处理。

表 1 变量指标解释及描述统计

变量	观测值	均值	标准差	解释
ln _{exp}	80,999	14.48	2.510	企业总出口额；本文研究的核心变量
subdid08	80,999	0.0896	0.2856	上市集团企业子公司 2008 年后虚拟变量
ds _{ub}	80,999	0.0713	0.257	补贴；该指标衡量企业是否接受政府补贴
ln _{capital}	27,246	10.22	1.842	资本金合计；该指标衡量企业规模，资本金越多，越有利于企业扩大出口
ln _{worknum}	27,159	5.922	1.285	员工数量；该指标衡量企业规模，员工数越多，越有利于企业扩大出口
ln _{asset}	27,246	11.70	1.809	年末资产合计；该指标衡量企业偿债能力，资产越多，说明企业偿债能力越强，信用越好
ln _{gdp}	80,997	10.42	0.705	地区 GDP；企业所在省份 GDP，衡量企业所在省份营商环境
ln _{fdi}	80,997	7.749	1.132	对外直接投资；企业所在省份对外投资总额，衡量企业所在省份的外贸经营情况

四、实证分析

（一）基准回归

表 2 报告了基准回归结果。从列（1）~ 列（6）依次增加控制变量进行逐步回归，核心解释变量 *subdid08* 的系数在 1% 的置信水平上均显著为正，说明在面对突发的国际经济危机时，集团公司的子公司出口表现会更好。随着控制变量不断增加，解释变量的系数保持显著为正，相关系数一直大于 0.3，即上市企业子公司与非上市企业的出口有比较明显的差异。由于实验组和对照组的企业在危机之前的出口水平大致相等，因此当面临经济危机冲击时，集团公司拥有内部金融市场就成为了实验组的独特优势。由于内部金融市场能为子公司提供更多的资金支持，使出口企业能更好地应对外部经济冲击，这是导致集团公司子公司有更好出口表现的重要原因。从控制变量的系数看，企业员工数量、企业资产的回归系数显著为正，说明企业规

模越大，出口规模就越大，这与前文参考文献的结论一致。财政补贴可能为企业提供了更多的资金渠道，但它对企业出口的影响显著程度不一致。企业所在省份的 FDI 规模也会对出口企业产生影响，但本文的回归结果表明 FDI 规模与企业出口有一定负相关性。

表 2 基础回归：国际经济危机对不同企业出口的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp
subdid08	0.632*** (19.00)	0.641*** (19.25)	0.384*** (8.310)	0.311*** (6.804)	0.309*** (6.781)	0.309*** (6.761)
dsub		0.206*** (4.380)	0.101** (2.150)	0.0336 (0.724)	0.0348 (0.750)	0.0339 (0.730)
lnworknum			0.612*** (16.58)	0.474*** (12.59)	0.473*** (12.58)	0.469*** (12.44)
lnasset				0.451*** (13.60)	0.452*** (13.62)	0.493*** (11.47)
lngdp				0.143 (0.622)	1.623* (1.787)	1.607* (1.768)
lnfdi					-1.909* (-1.684)	-1.895* (-1.672)
lncapital						-0.0539 (-1.548)
常数项	14.13*** (1,954)	14.11*** (1,779)	10.99*** (51.88)	5.200** (2.141)	4.640* (1.894)	4.790* (1.954)
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	49,247	49,247	16,138	16,135	16,135	16,115
R-squared	0.028	0.029	0.084	0.120	0.120	0.120
公司数量	36,488	36,488	11,570	11,567	11,567	11,554

注：系数下方括号中为 t 值；*、** 和 *** 分别表示系数在 10%、5% 和 1% 水平下显著；下表同。

（二）安慰剂检验

倍差法的基本前提是确保事件冲击仅在发生的时刻有效，即处理组和对照组之间在政策冲击年前，变化趋势不应存在差异。为此我们假设危机发生在 2005 年、2006 年、2007 年，分别构造假设危机发生在这 3 年的国际经济冲击虚拟变量，再分别进行回归。表 3 的回归结果表明，危机分别提前 1 年、2 年和 3 年，核心解释变量系数并不一致显著，即集团公司的出口企业实验组与非集团公司对照组的出口没有明显差异。只有到 2008 年，实验组的出口优势才变得显著。因此，倍差法的安慰剂检验通过，国际经济危机对不同企业的差异化影响仅开始于 2008 年。

除了变换事件冲击的稳健性检验以外，本文还需要随机变换对照组，以检验实证结果是否不依赖对照组的选择。通过重复 500 次随机排列对照组顺序的基本回归分析，得到图 1 的估计系数分布结果。图 1 显示，变换对照组后国际经济冲击 (subdid08) 的回归系数呈现以 0 为中轴的对称分布，且与表 2 列 (6) 的回归系数 0.309 有相当大的差距。随机变换对照组能得到显著差异的结果，由此可以排除存在其他不可观测

因素的干扰。

表 3 危机发生时间提前的安慰剂检验

变量	2005 年 发生危机	2005 年 发生危机	2006 年 发生危机	2006 年 发生危机	2007 年 发生危机	2007 年 发生危机
	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp
subdid05	-0.110* (-1.854)	-0.0391 (-0.540)				
subdid06			-0.175*** (-3.135)	-0.0433 (-0.630)		
subdid07					-0.0826 (-1.593)	-0.0297 (-0.455)
常数项	14.20*** (2,274)	4.152* (1.686)	14.21*** (2,271)	4.169* (1.693)	14.20*** (2,269)	4.148* (1.685)
控制变量	否	是	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	49,247	16,115	49,247	16,115	49,247	16,115
R-squared	0.000	0.111	0.001	0.111	0.000	0.111
公司数量	36,488	11,554	36,488	11,554	36,488	11,554

(三) 工具变量分析

尽管对于中国出口企业而言，国际经济危机是外生的，但由于各个企业的出口产品和出口目的地不同，每个企业会因不同国家或产品受到的实际冲击大小不同而受到当期差异化的负向冲击，进而在较长时期内有较大的影响。为此，本文参考 Bartik (1991) 工具变量的设立思路，构建“国家”层面、“国家—二分位产品”层面、“国家—四分位产品”层面的经

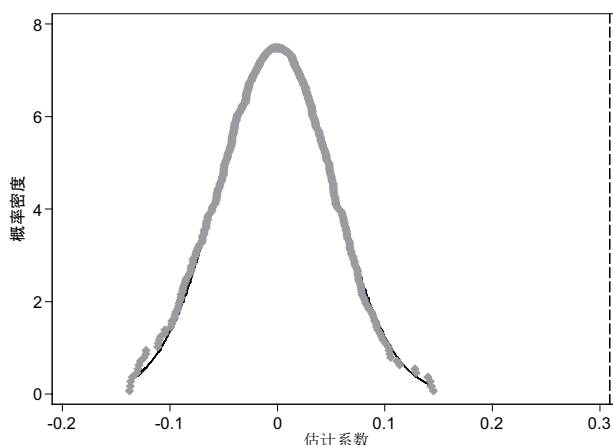


图 1 随机变换对照组的估计系数分布

济危机冲击指标计算 2008~2009 年的出口变动率，再乘以相应的出口权重，得到 3 种测量国际经济危机冲击的连续变量，3 个指标具体计算如表 4 所示。很明显，涉及国际经济危机越深的国家和产业，进口需求下降最多，这些国家和产业出口最多的企业受到国际经济危机长期影响的可能性会更大，从而对危机发生后企业的长期出口有更大的影响。

表 4 我们使用 3 个连续型指标 (*shock*、*shock2*、*shock4*) 分别衡量不同产业层面的国际经济危机大小，并在实证分析中分别用这 3 个指标作为国际经济冲击的虚拟变量 (*subdid08*) 的工具变量，进行 Bartik 工具变量回归分析。回归结果如表 5 显示，使用国家层面、国家—二分位产品层面工具变量的回归结果在 1% 的置信

水平下显著，但国家—四分位产品层面工具变量的回归结果并不显著，说明在危机发生后，四分位产品层面受到的冲击并不能解释企业的出口变化。国家层面、国家—二分位产品层面的工具变量回归结果进一步说明了国际经济危机冲击发生后，有集团公司背景的企业出口表现更加稳定。

表 4 Bartik 工具变量含义及计算

变量	含义	计算方式
<i>shock</i>	国家层面危机冲击变量	先计算中国对每个国家的出口额变动率（2008~2009 年），再根据每个企业 2008 年对各国出口额的比例，加权求和变动率，得到国家层面的冲击指标
<i>shock2</i>	国家—二分位产品层面危机冲击变量	先计算中国每个 HS 2 分位产品对每个国家的出口额变动率（2008~2009 年），再根据每个企业 2008 年对各国—HS 2 分位产品出口额的比例，加权求和变动率，得到国家—HS 2 分位层面的冲击指标
<i>shock4</i>	国家—四分位产品层面危机冲击变量	先计算中国每个 HS 4 分位产品对每个国家的出口额变动率（2008~2009 年），再根据每个企业 2008 年对各国—HS 4 分位产品出口额的比例，加权求和变动率，得到国家—HS 4 分位层面的冲击指标

表 5 Bartik 工具变量回归分析

变量	国家层面	国家层面	二分位产品层面	二分位产品层面	四分位产品层面	四分位产品层面
	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp
<i>shock</i>	1.063*** (16.75)	0.676*** (7.559)				
<i>shock2</i>			1.670*** (10.00)	0.777*** (4.584)		
<i>shock4</i>					107.9 (0.198)	4.488 (1.323)
常数项	14.23*** (1,646)	5.617** (2.242)	14.17*** (868.0)	5.844** (2.303)	4.719 (0.0972)	14.12 (1.622)
控制变量	否	是	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	41,328	14,636	41,328	14,636	41,328	14,636
R-squared	0.0093	0.0428	0.0093	0.0428	0.0093	0.0428
公司数量	30,206	10,439	30,206	10,439	30,206	10,439

（四）异质性分析

本文还需要进行回归样本的异质性分析。根据两种分类标准，可以将出口企业样本进行分组。在第一种分组中，本文根据企业资本来源，将企业分为独资企业和合资企业；在第二种分组中，本文按照企业规模将样本分为大型企业、中型企业和小型企业。表 6 展示了独资企业和合资企业的不同出口表现。回归结果表明，独资企业组的集团企业子公司比非集团企业公司有更好地应对国际经济冲击的出口表现，但对于合资企业组，集团企业子公司的出口稳定性优势并不明显（仅在 1% 水平下显著）。产生这种现象的原因很可能是合资企业的资本方能相互为对方提供资金支持，相较于独资企业，合资企业能较为平缓地应对国际经济冲击对出口的负面影响。

表 7 展示了不同规模出口企业面对国际经济危机的差异。回归结果表明，从各种规模出口企业组内比较看，集团公司子公司出口并没有太明显的优势。大型出口企

业组的集团公司子公司出口更好，很可能是因为相对于国际经济危机背景下大型非集团公司出口企业更难筹措到足够的资金，使得集团公司子公司有更大的出口优势。从中小出口企业组内相比来看，集团公司子公司并不具有一致显著优势，集团公司子公司的出口优势更多来自组间差异，如大规模子公司企业的出口稳定性比中小型出口企业表现更好。

表 6 不同控股模式企业出口表现

变量	独资企业		合资企业	
	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp
subdid08	0.612*** (12.81)	0.319*** (4.700)	0.542*** (8.999)	0.141* (1.955)
常数项	14.26*** (1,651)	3.081 (1.081)	14.22*** (844.8)	14.92* (1.926)
控制变量	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是
观测值	26,614	8,269	8,996	4,747
R-squared	0.026	0.151	0.023	0.127
公司数量	20,449	6,325	5,550	2,977

表 7 不同规模企业出口表现对比

变量	大型企业	大型企业	中型企业	中型企业	小型企业	小型企业
	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp
subdid08	0.527* (1.765)	0.505* (1.728)	4.55e-06 (4.34e-05)	-0.199** (-1.990)	-0.0706 (-0.616)	-0.199* (-1.734)
常数项	14.68*** (434.2)	4.455 (1.596)	14.88*** (727.9)	-5.270* (-1.748)	13.81*** (802.9)	7.412 (0.837)
控制变量	否	是	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	1,421	1,420	3,172	3,164	4,832	4,823
R-squared	0.015	0.171	0.000	0.162	0.001	0.062
公司数量	1,216	1,215	2,337	2,331	4,165	4,156

（五）变化实验组和对照组的进一步分析

为进一步分析国际经济冲击下集团公司对企业的影响，我们以集团公司母公司为实验组，采用同样的匹配方法为母公司找到相应的对照组。为确保结果的稳健，我们还综合使用集团公司母公司和子公司为实验组，并将两者的对照组混合成为新的对照组。表 8 展示了以子公司、母公司、母子公司分别为实验组的 3 组样本选择方案。

子公司、母公司、母子公司及对照组的回归结果如表 9 所示。结果显示，集团公司母公司、子公司以及母子公司在 2008 年国际经济危机冲击以后若干年的出口表现比相应的非集团公司对照组企业更好。母公司与相应对照组企业的出口差距要比子公司与对照组企业的差距更大，^①母子公司共同样本的 subdid08 系数居于母公司

① 即国际经济冲击subdid08的列（3）回归系数0.922大于列（1）回归系数0.632，列（4）回归系数0.461大于列（2）回归系数0.309。

与子公司之间。造成这一结果的原因一方面可能是母公司和相应对照组公司的出口额比子公司及其对照组更大，另一方面可能是长期而言集团公司母公司更具有内部融资优势和资金综合管理能力，使得企业能长期维持更为良好的出口优势。

表 8 变换实验组、对照组的样本选择方案

组别		各组企业	描述
第一组	实验组	子公司	隶属集团公司且有出口业务的子公司
	对照组	子公司对照组	符合 PSM 匹配标准的子公司对照组
第二组	实验组	母公司	有出口业务的集团公司母公司
	对照组	母公司对照组	符合 PSM 匹配标准的母公司对照组
第三组	实验组	母公司和子公司	有出口业务的集团公司母公司和子公司
	对照组	母公司和子公司的对照组	符合 PSM 匹配标准的母公司和子公司对照组

表 9 国际经济冲击对子公司、母公司、母子公司及对照组企业出口的不同影响

变量	子公司及 对照组	子公司及 对照组	母公司及 对照组	母公司及 对照组	母子公司及 对照组	母子公司及 对照组
	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp
subdid08	0.632*** (19.00)	0.309*** (6.761)	0.922*** (25.45)	0.461*** (8.340)	0.757*** (28.96)	0.397*** (10.69)
常数项	14.13*** (1.954)	4.790* (1.954)	14.87*** (1.658)	5.456*** (3.214)	14.37*** (812.6)	4.592*** (3.056)
控制变量	否	是	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	49,247	16,115	28,954	9,992	17,695	8,083
R-squared	0.028	0.120	0.079	0.176	0.055	0.131
公司数量	36,488	11,554	21,363	7,032	3,419	2,068

国际经济危机冲击不仅会在较长时期对企业出口造成影响，还会在危机发生当年产生比较明显的影响。为此，我们采用类似倍差法的分析方法，将危机发生年份 2008 年的实验组设置为 1，其余年份设置为 0，以此考察国际经济冲击的短期影响。表 10 的回归结果表明，在危机发生当年，集团公司母公司的出口并不比其对照组的出口有更大优势。母公司在面临国际经济危机冲击时，短期可能面临更大的资金压力，需要损失一定的贸易规模以维持公司整体运转。而短期内子公司能从上市集团公司获得较多的资金支持，从而提高抗风险能力，更好应对突发的国际经济冲击。因此，尽管长期来看，母公司能较好地维持出口优势，但冲击的较短时期内集团公司母公司应对危机的优势不明显。

本文研究的对照组是根据实验组的出口细节指标，按照 PSM 方法 1:10 的比例选择的，但如此也会造成对照组样本数目过多的问题，需要调整对照组选择的比例以检验结果的稳健性。表 11 的实证结果显示，虽然集团公司子公司的对照组数目缩小了 50% 和 70%，但国际经济冲击 subdid08 的系数仍显著为正，且回归系数与基础回归系数十分接近。说明本文的分析结论基本稳健。

表 10 国际经济冲击对 3 种实验组、对照组企业出口的短期影响

变量	子公司及 对照组	子公司及 对照组	母公司及 对照组	母公司及 对照组	母子公司及 对照组	母子公司及 对照组
	lnexp	lnexp	lnexp	lnexp	lnexp	lnexp
subdid08	0.136*** (2.763)	0.197*** (3.143)	-0.0572 (-1.076)	0.137* (1.955)	0.0467 (1.212)	0.155*** (3.130)
常数项	14.20*** (2,266)	4.099* (1.667)	15.00*** (1,879)	3.431** (2.017)	14.78*** (1,287)	3.063** (2.030)
控制变量	否	是	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	49,247	16,115	28,954	9,992	17,695	8,083
R-squared	0.001	0.113	0.000	0.158	0.000	0.115
公司数量	36,488	11,554	21,363	7,032	3,419	2,068

表 11 1:5 和 1:3 选择对照组的回归结果

变量	1:5 比例对照组		1:3 比例对照组	
	lnexp	lnexp	lnexp	lnexp
subdid08	0.633*** (19.36)	0.301*** (6.682)	0.633*** (19.00)	0.319*** (6.986)
常数项	14.26*** (1,551)	5.024** (2.240)	14.22*** (1,217)	3.616 (1.426)
控制变量	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是
观测值	33,419	11,816	24,422	9,018
R-squared	0.026	0.126	0.029	0.120
公司数量	19,371	6,666	12,523	4,490

五、机制分析

国际经济危机对企业的生产销售当然会产生负面影响，但在集团企业内部，由于子公司能够凭借集团公司内部的资本市场进行融资，从而会有更好地应对国际危机的表现。具体来说，通过内部融资影响企业表现的途径可能有 3 种。

途径一：资金调配能力（以企业流动资金的对数值衡量）。突发危机将会对企业的流动资金产生直接影响，外贸需求缩减或买方无力支付货款，将导致企业资金无法正常回流，可自由调配资金减少，进而陷入资金链断裂，无法继续生产。具有内部融资能力的企业能从集团内部资本市场调配到资金，增加了一条流动资金融资途径，从而能继续维持生产，保持更好的出口。

途径二：偿债能力（以流动资金占企业总资金的比例衡量）。国际经济危机突然发生时，企业营业收入受到冲击，偿债能力受到影响，已发生的负债难以偿还，由于贷款人收紧信用额度，企业难以获得新的外部融资以缓解企业融资约束。因此，企业面临突发性危机时，具有内部融资能力的企业能从集团公司内部获得融资，维持偿债能力，避免企业信用受损，比没有集团公司背景的企业有更好的出口表现。

途径三：盈利能力（以企业应缴所得税额的对数值衡量）。突发性危机对出口

企业的营业收入带来负面影响，已产生的订单可能无法正常交付，由于国际经济危机冲击，进口国企业偿付能力整体降低，可能无法正常收到付款。具有内部融资能力的企业能获得集团公司资金和技术支持，继续维持生产，保持企业的盈利能力，从而具有更好的出口表现。

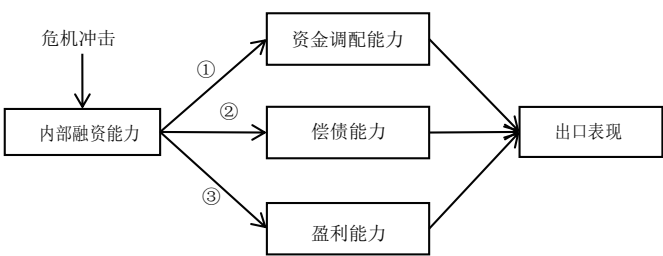


图 2 机制传导路径

3 种影响途径均可以被看成集团公司内部融资能力对企业影响的具体表现，当国际经济危机发生后，企业的资金调配能力、偿债能力、盈利能力都可能会发生改变，进而可能会对企业的出口表现产生影响（图 2）。

为检验国际经济危机对企业出口可能的影响途径，我们拟分两步进行检验。第一步，检验危机冲击下具备内部融资能力的企业在资金调配能力、偿债能力和盈利能力 3 个方面是否有优势。将企业资金调配能力、偿债能力和盈利能力的指标作为被解释变量，采用基准回归中的样本数据，使用相同的回归方法，回归结果如表 12 所示。列（1）和列（2）的核心解释变量系数虽然在 1% 水平下显著，但回归的正负性并不一致，也就是危机冲击发生时，具有内部融资能力的集团公司企业拥有的流动性资产并不一致；列（3）和列（4）的回归结果一致显著为正，说明面临突发性危机，具有内部融资能力的集团公司企业流动性资金占比相对更高，即集团公司子公司面临的流动资金压力会更小；列（5）的回归结果显著为正，但列（6）添加所有控制变量后回归结果并不显著，说明国际经济危机背景下集团公司子公司的盈利能力并没有明显提升。

表 12 国际经济危机对企业资金调配能力、偿债能力和盈利能力的影响

被解释变量	资金调配能力		偿债能力		盈利能力	
	流动资产		流动资金占比		应缴税额	
变量	<i>lncurass</i>	<i>lncurass</i>	<i>curate</i>	<i>curate</i>	<i>lntaxpayab</i>	<i>lntaxpayab</i>
<i>subdid08</i>	0.115*** (4.494)	-0.066*** (-3.470)	0.273*** (9.706)	0.365*** (15.72)	0.238*** (4.661)	-0.0272 (-0.605)
常数项	10.75*** (1,561)	0.512 (0.479)	0.623*** (81.94)	6.563*** (5.034)	6.733*** (453.9)	-8.464*** (-3.219)
控制变量	否	是	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	17,369	17,280	17,374	17,285	10,812	10,768
R-squared	0.004	0.483	0.017	0.379	0.006	0.290
公司数量	11,911	11,852	11,913	11,854	7,435	7,404

第二步，检验资金调配能力、偿债能力和盈利能力对企业出口的影响，回归结果如表 13 所示。列（1）和列（2）显示流动资产累计与出口相关系数为正且显著，说明流动资产与企业出口规模正相关；列（3）和列（4）显示流动性占比与出口相

关系数显著，说明偿债能力与企业出口高度相关；列（5）和列（6）显示企业应缴税额与出口规模相关系数并不显著为正，说明企业盈利能力与企业出口的相关度不高。3组回归结果表明，企业资金调配能力和偿债能力提升能比较显著地提升企业出口。考虑到第一步中面对国际经济冲击时，集团公司子公司的流动性资金占比相对更高，因此，可以得到结论：面对国际经济危机的冲击时，拥有内部融资优势的集团公司子公司主要通过偿债能力也就是确保流动性资金占比的途径稳定了对外出口。

表 13 资金调配能力、偿债能力、盈利能力对出口的影响

变量	资金调配能力		偿债能力		盈利能力	
	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp	Intexp
lncurass	0.379*** (15.78)	0.128*** (3.941)				
curate			0.0377* (1.714)	0.223*** (8.773)		
Intaxpayab					0.122*** (6.688)	-0.0064 (-0.309)
常数项	10.53*** (40.87)	3.935 (1.602)	14.57*** (827.2)	2.759 (1.128)	13.92*** (113.2)	3.347 (1.103)
控制变量	否	是	否	是	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	16,191	16,111	16,195	16,115	10,029	9,990
R-squared	0.052	0.116	0.001	0.126	0.016	0.101
公司数量	11,608	11,552	11,610	11,554	7,193	7,164

注：系数下方括号中为 t 检验的 t 值；*、**、*** 分别系数表示在 10%、5% 和 1% 水平下显著。

六、结论与政策建议

本文采用 PSM-DID 研究方法，以 2008 年国际经济危机为研究对象，对国际经济冲击下集团公司企业是否有更好的出口表现进行了分析。实证回归结果表明，在国际经济危机发生后，拥有内部融资环境和更佳内部融资能力的集团公司下属企业的出口额比曾有相似出口水平的对照组企业更好。说明内部资本市场确实能帮助出口企业应对突发危机，维持经营稳定。通过分组回归发现独资企业、大型企业在集团化运营下的优势都更加明显，在国际经济危机发生的年份，集团化运营的优势只在子公司中体现，如果延长危机影响的年限，则会发现集团公司母公司、子公司的出口优势都能长期保持。

通过对企业的资金调配能力、偿债能力、盈利能力的机制进行检验发现，国际经济冲击下集团公司子公司有更好出口表现的原因是，拥有内部融资优势的集团公司子公司主要通过相对提升流动性资金占比的途径稳定了对外出口。本文的研究证明企业通过拥有内部资本市场能帮助稳定资金的流动性，有利于企业在面对国际经济危机时维持稳健经营和出口表现。

基于以上分析，本文对出口企业发展提出以下建议。（1）面对可能的国际经济

冲击, 中小出口企业应加强合作, 以内部资源合作或外部协会的方式, 加强同行业或同产业链企业之间的合作, 增强企业共同抵御风险的能力。(2) 可以考虑由地区主管部门或行业协会牵头, 合并或联合形成外贸集团公司, 以发挥内部资本市场对企业外贸的稳定作用; 集团公司也能在销售、谈判、报关、退税、结汇等方面为下属企业提供更加专业的服务, 从而促进企业出口业务的增长。(3) 出口企业面临着错综复杂的国际形势, 需要密切注意国际经济危机给企业带来的影响, 对突发的系统性风险做出充分的风险预案, 从贸易长远布局上化解风险, 确保企业出口平稳健康运行。

参考文献:

- [1] 蔡卫星等. 企业集团、货币政策与现金持有 [J]. 金融研究, 2015, (2).
- [2] 蔡卫星等. 企业集团对创新产出的影响: 来自制造业上市公司的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2019, (1).
- [3] 程玉坤, 周康. 融资约束与多产品出口企业的二元边际: 基于中国企业层面的分析 [J]. 南方经济, 2014, (10).
- [4] 杜立等. 地理距离、契约设计与企业内部资本市场借贷风险防控——来自中国企业集团内部借贷交易的证据 [J]. 金融研究, 2020, (8).
- [5] 郭晨曦, 吕萍. 集团成员企业的国际化战略: 资源折价溢价效应的视角 [J]. 中国工业经济, 2017, (3).
- [6] 韩鹏飞等. 企业集团运行机制研究: 掏空、救助还是风险共担? [J]. 管理世界, 2018, (5).
- [7] 胡求光, 李洪英. 金融危机对中国出口贸易影响的实证分析 [J]. 国际贸易问题, 2010, (3).
- [8] 黄俊, 陈信元. 集团化经营与企业研发投入——基于知识溢出与内部资本市场视角的分析 [J]. 经济研究, 2011, (6).
- [9] 金碚等. 国际金融危机冲击下中国工业的反应 [J]. 中国工业经济, 2009, (4).
- [10] 黎文靖, 严嘉怡. 谁利用了内部资本市场: 企业集团化程度与现金持有 [J]. 中国工业经济, 2021, (6).
- [11] 李向阳. 国际金融危机与世界经济前景 [J]. 财贸经济, 2009, (1).
- [12] 李焰等. 集团化运作、融资约束与财务风险——基于上海复星集团案例研究 [J]. 管理世界, 2007, (12).
- [13] 倪婷婷, 王跃堂. 增值税转型、集团控制与企业投资 [J]. 会计研究, 2016, (1).
- [14] 齐俊妍. 金融发展与贸易结构——基于 HO 模型的扩展分析 [J]. 国际贸易问题, 2005, (7).
- [15] 施炳展. 补贴对中国企业出口行为的影响——基于配对倍差法的经验分析 [J]. 财经研究, 2012, 38(5).
- [16] 孙灵燕, 崔喜君. FDI、融资约束与民营企业出口——基于中国企业层面数据的经验分析 [J]. 世界经济研究, 2011, (1).
- [17] 孙兆斌. 金融发展与出口商品结构优化 [J]. 国际贸易问题, 2004, (9).
- [18] 谭洪涛, 陈瑶. 集团内部权力配置与企业创新——基于权力细分的对比研究 [J]. 中国工业经济, 2019, (12).
- [19] 田苗. 全球经济危机对我国出口贸易的影响 [J]. 国际贸易问题, 2009, (9).
- [20] 王琨等. 集团关联担保与公司融资约束 [J]. 金融研究, 2014, (9).
- [21] 魏明海, 万良勇. 我国企业内部资本市场的边界确定 [J]. 中山大学学报 (社会科学版), 2006, (1).
- [22] 文建东, 李思璇. 新冠疫情与去全球化背景下的中国经济前景: 镜鉴三次重大经济危机 [J]. 华南师范大学学报 (社会科学版), 2021, (1).
- [23] 谢军, 黄志忠. 区域金融发展、内部资本市场与企业融资约束 [J]. 会计研究, 2014, (7).
- [24] 阳佳余. 金融发展与对外贸易: 基于省际面板数据的经验研究 [J]. 经济科学, 2007, (4).
- [25] 阳佳余. 融资约束与企业出口行为: 基于工业企业数据的经验研究 [J]. 经济学 (季刊), 2012, 11(4).
- [26] 杨连星等. 金融发展、融资约束与企业出口的三元边际 [J]. 国际贸易问题, 2015, (4).
- [27] 杨阳等. 集团化企业决策权配置研究——基于母子公司智力距离的视角 [J]. 中国工业经济, 2015, (1).
- [28] 尹烨天等. 金融发展、人口结构与经常项目余额研究 [J]. 西南大学学报 (自然科学版), 2021, 43(1).

- [29] 袁其刚等. 出口、创新影响民营企业自生能力的实证分析——基于融资约束视角[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报), 2014, (5).
- [30] Almeida, H., et al. Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis[J]. Journal of Finance, 2015, 70(6).
- [31] Amiti, M., Weinstein, D. E. Exports and Financial Shocks[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2011, 126(4).
- [32] Bartik, T. J. Who Benefits from State and Local Economic Development Policies?[M]. Kalamazoo: Upjohn Press, 1991.
- [33] Bloom, N., et al. The Organization of Firms across Countries[J]. Quarterly Journal of Economics, 2012, 127(4).
- [34] Chen, Q. Y., et al. Regulating Conglomerates in China: Evidence from an Energy Conservation Program[R]. NBER Working Paper, 2021, 29066.
- [35] Chor, D., Manova, K. Off the Cliff and Back? Credit Conditions and International Trade During the Global Financial Crisis[J]. Journal of International Economics, 2012, 87(1).
- [36] Fan, H., et al. Credit Constraints, Quality, and Export Prices: Theory and Evidence from China[J]. Journal of Comparative Economics, 2015, 43(2).
- [37] Gertner, R. H., et al. Internal versus External Capital Markets[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4).
- [38] Hoshi, T., et al. Corporate Structure, Liquidity, and Investment[J]. Quarterly Journal of Economics, 1991, 106(1).
- [39] Iacovone, L., et al. Banking Crises and Exports: Lessons from the Past[J]. Journal of Development Economics, 2019, 138.
- [40] Khanna, T., Yafeh, Y. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites[J]. Journal of Economic Literature, 2007, 45(2).
- [41] Robert, C., et al. Exports and Credit Constraints under Incomplete Information: Theory and Evidence from China[J]. The Review of Economics and Statistics, 2014, 96(3).
- [42] Williamson, O. E. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization[M]. New York: Collier Macmillan Publishers, 1975.

International Economic Shock, Internal Group Financing and Enterprises' Export Performance

LU Jian ZHANG Linruo

Abstract: The grouped development of enterprises not only brings greater production cooperation, but also facilitates internal financing within the group to cope with international uncertainty risks. This paper takes the research of international financial crisis in 2008, and takes the subsidiaries of listed group companies as the experimental group to build PSM-DID model. It is studied whether the internal capital market of group companies can better help export enterprises cope with sudden international economic crisis. The results show that the export enterprises with the group's internal capital market have better export performance when facing the economic crisis. The solo-owned and large subsidiaries of the group company have better export performance in the face of international economic crises. These results stay steady in changing the impact time, changing the control group samples, and using Batik instrument variables. All these results show that the internal capital market can indeed help export enterprises cope with sudden crises and maintain business stability. So we provide our suggestions. The first is small and medium-sized export enterprises need to strengthen internal cooperation, or establish international trade group companies to develop internal capital markets. The second is making adequate risk plans for sudden systemic risks of the international economy to ensure the smooth and healthy operation of enterprise exports.

Keywords: group company; economic crisis; internal financing; firm export

(责任编辑: 张建华)