

北大汇丰现代金融丛书

PKU-HSBC Finance Series

丛书主编 海闻

中国资本账户开放 问题研究

Study on China's Capital Account Opening

施建淮 等著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



中国资本账户开放 问题研究

Study on China's Capital Account Opening

施建淮 等著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国资本账户开放问题研究/施建淮等著. —北京:北京大学出版社, 2017. 4

(北大汇丰现代金融丛书)

ISBN 978-7-301-28073-7

I. ①中… II. ①施… III. ①资本—金融开放—研究—中国 IV. ①F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 024364 号

- 书 名** 中国资本账户开放问题研究
ZHONGGUO ZIBEN ZHANGHU KAIFANG WENTI YANJIU
- 著作责任者** 施建淮 等著
- 策划编辑** 张 燕
- 责任编辑** 王 晶
- 标准书号** ISBN 978-7-301-28073-7
- 出版发行** 北京大学出版社
- 地 址** 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址** <http://www.pup.cn>
- 电子信箱** em@pup.cn QQ:552063295
- 新浪微博** @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
- 电 话** 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
- 印 刷 者** 北京宏伟双华印刷有限公司
- 经 销 者** 新华书店
- 730 毫米×1020 毫米 16 开本 18.25 印张 347 千字
2017 年 4 月第 1 版 2017 年 4 月第 1 次印刷
- 印 数** 0001—3000 册
- 定 价** 48.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

总序

随着经济的发展和全球化的加深,金融业的改革和发展越来越成为中国以及世界关注的焦点。许多危机是由金融引发的,不少国际冲突是围绕金融的;推动一些国家发展的是金融,阻碍一些经济发展的也是金融。世界金融体系如何改革?中国金融行业如何发展?怎样开发和管制好金融衍生工具?如何推动人民币的国际化进程?越来越多的金融问题摆到了我们面前。

为推动对中国与世界金融问题的研究,在汇丰慈善基金的支持下,北京大学于2008年12月成立了“汇丰金融研究院”(Peking University HSBC Finance Research Institute,简写HFRI)。作为北大汇丰商学院的重要组成部分,金融研究院旨在加强国内外著名高校、研究机构、政府部门以及知名学者之间在金融研究方面的交流,构建开放的学术交流平台,促进金融研究的发展,为政府决策提供理论与实证依据。

除了举办“北京大学汇丰金融系列讲座”,召开每年一度的“北京大学汇丰金融论坛”,资助学者开展相关的金融研究项目以外,汇丰金融研究院还组织出版了“北大汇丰现代金融丛书”。丛书主要收录研究院的优秀研究成果,也包括其他学者撰写的优秀金融学术专著。在当前中国改革与发展进入深层次的阶段,衷心希望这些专著的出版,能为中国学界的金融研究做出贡献。



前 言

资本账户开放^①是中国面临的一个非常重要的问题。早在1996年,中国就实现了经常项目可自由兑换。多年来,中国在贸易自由化方面的努力,特别是2001年加入世界贸易组织,极大地推动了中国的对外贸易和跨境资本流动,促进并加快了中国经济与世界经济的国际化。目前中国已发展成为全球第一大货物贸易国。对外贸易日益自由和跨境资本流动规模不断扩大对中国的资本管制体制产生了巨大的冲击和进一步开放的客观要求。中国“十二五”规划中,已明确将“加速资本账户开放”提上日程,近年来中国在资本账户开放方面已经取得了显著的进展。

在经济学界,资本账户开放一直是一个具有争议的论题。资本账户开放的理论基础源于这样一些观点:资本的自由流动能够促进储蓄在全球范围的有效配置和更好的风险分散,从而促进经济增长和福利提高;资本账户开放提供了国内金融领域加快改革的激励,从而有助于提高国内金融机构的国际竞争力和改善国内金融体系的效率;此外,由于国际资本流动对宏观经济政策,以及经济和政治发展高度敏感,资本账户开放能够强化开放国宏观经济政策执行的纪律。而相反的一种观点则认为,在国际金融市场上,信息不对称相当严重,所以资本的自由流动并不必然导致资源的最优配置;由于存在各种各样的道德风险问题,资本账户开放往往导致银行信贷扩张、私人部门过度负债,货币错配和资产负债表恶化,使得爆发金融危机的风险增大;还有一种观点则强调资本账户开放条件下,投资者的从众行为(羊群效应)引起的跨境资本流动的突然逆转,会加剧经济的波动。

事实上,资本账户开放的收益与风险并存,一国在资本账户开放的过程中需要在两者之间进行权衡。一种假说认为,只有超过制度发展的阈值水平,资本账户开放带来的收益才会大于成本,制度发展水平越高,资本账户开放的好处越大,同时,相关的成本和风险也越低。这一假说可以解释为什么实证研究中经济增长和净外部融资之间在工业化国家存在显著正相关性,而在低收入国家则并非如此。已有的研究表明,资本账户开放的积极影响仅限于那些具有相对发达的金融体系、良好的会计准则、债权人的权利受到强有力保护的法治国家。因此,只有在制度和经济

^① 资本账户开放也称为资本项目开放、资本项目可自由兑换或资本账户自由化,本书不加区别地使用这些术语。

发展达到一定的水平时,一国才可以期望从资本账户开放中获益。

资本账户开放与中国金融领域的其他改革密切相关。在推进资本账户开放的同时,中国也一直在有序推进利率市场化和人民币汇率形成机制的改革。利率市场化不仅能够提高国内资金配置的效率,而且通过市场机制的自发调节,利率可以发挥抑制资本大量流入和阻止资本外逃的作用,从而提高金融体系的抗风险能力,为资本账户开放提供良好的环境。随着中国经济日益融入全球经济,其面临的外部冲击在不断增加;同时,经历了30多年的高速增长,中国已经发展成为全球第二大经济体。这些因素都提高了中国拥有货币政策独立性的重要性。货币政策的独立性使得中国央行能够不受外部约束,自主地利用市场化的手段,如利率变动来控制经济活动。如果人民币汇率缺乏弹性,其形成机制不完全由市场决定,那么在资本自由跨境流动的情况下,不仅会使爆发金融危机的风险增大,而且使得央行保持货币政策的独立性变得困难。市场化的人民币汇率形成机制改革将使得跨境资本流动的自我调节能力增强,央行货币政策的独立性提高,从而为中国资本账户开放添加一道保障,使资本跨境流动对宏观经济稳定的破坏作用减少到最低程度。

值得注意的是,2008年的全球金融危机引发了新一轮有关资本账户自由化的收益和风险的辩论。这一次,国际货币基金组织(IMF)摒弃了反对资本管制的立场,主张部分已经实施适当宏观经济政策的新兴市场国家可以实施审慎性的资本管制措施,以应对大规模资本流动对金融和宏观经济稳定造成的威胁。具体而言,IMF提出一个“宏观经济政策第一”的方针;因为对资本流入或流出实施管制的代价昂贵,而且可能无效,因此,政策制定者在诉诸资本管制之前应按以下顺序实施宏观经济政策:为应对大量资本流入,首先让汇率升值到均衡水平;然后,在经济没有过热威胁的情况下降低国内政策利率,或者对外汇市场进行冲销性干预;再次,考虑紧缩财政政策以应对信贷扩张。换句话说,资本管制是上述宏观经济政策手段用尽后,才加以考虑的工具。此外,IMF所言的资本管制措施更倾向于诸如托宾税、特别存款准备金、无息准备金等影响跨境资本流动成本的间接管理措施,这些措施并不会影响资本账户开放的性质。传统的对资本账户交易进行直接限制的资本管制措施只能在万不得已的情况下,作为一时性的工具加以使用。

应该认识到,对于加快推进资本账户开放,中国已经没有选择的余地。一方面,从务实的角度看,不断增长的贸易一体化和跨国公司经营活动以及金融创新开辟了很多规避现有管制的方法,中国现有资本管制的有效性在不断下降,但管制的存在会产生可能进一步强化管制的不确定性,因而会阻止正常的资本流入和诱导超出政策当局设想水平的资本流出。另一方面,作为人民币国际化战略的一个重要步骤,人民币将于2016年10月正式被纳入IMF的特别提款权货币篮子,这意味着人民币将成为可自由兑换的货币,这要求中国资本账户进一步开放直至实现

完全开放。事实上,加入特别提款权货币篮子后的国家无一例外地完全开放了其资本账户。因此,我们需要做的是加强中国资本账户开放问题的研究,推进相关的各项金融改革和制度建设,为中国资本账户进一步开放创造条件。

本书的写作正是在这一背景下展开的。本书分十章对中国资本账户开放的相关问题进行了研究。第一章从成本收益的角度对资本账户开放的学术文献进行了较全面的综述,包括最新的基于微观视角的资本账户开放研究文献;第二章对中国资本管制是否有效这一具有争议的问题进行了实证研究;接着,本书分两章分析了资本账户开放对中国证券市场的影响,第三章分析了资本账户开放对中国债券市场的短期影响和在债券市场长期建设方面发挥的作用,第四章从中国证券市场工具、主体、结构和监管方式等视角考察了资本账户开放的影响,并对资本账户开放对中国股票价格传导机制的影响进行了实证分析;银行体系的效率和稳定对于经济良好运行和金融稳定至关重要;第五章探讨了资本账户开放下中国银行业面临的机遇和挑战,并实证分析了资本账户开放对中国银行业效率的影响;第六章和第七章转向资本账户开放的宏观层面问题,第六章探讨了资本管制程度与包含汇率稳定目标的货币政策框架的绩效之间的关系,第七章从理论和实证上探讨了资本管制对通货膨胀和产出的影响;第八章梳理了金融危机文献,并对资本账户开放下我国金融安全问题进行了分析;第九章介绍了亚洲新兴市场国家和地区资本账户开放的经验;人民币国际化已经取得了一定进展,但进一步能走多远,一个决定因素是资本账户自由化的程度,本书最后一章,第十章,分析了资本账户开放对人民币国际化的影响。

本书的写作由施建淮主持,北京大学经济学院的部分教师和研究生参与,各章的作者依次是:第一章,施建淮、杨镇瑀;第二章,宋芳秀、施建淮、闫欣、吴琼;第三章,王一鸣、郑文焯;第四章,吕随启、江舟;第五章,刘宇飞、刘宇;第六章,李连发;第七章,李连发、赵康;第八章,何小锋、雷滔;第九章,胡坚、肖润华、王堃、游丽萍;第十章,宋敏、赵廷辰。

本书系北京大学汇丰金融研究院资助的研究课题“中国资本账户开放问题研究”的研究成果,得到北京大学汇丰金融研究院的大力支持和赞助,北京大学经济学院金融系主任、香港大学经济金融学院中国金融研究中心主任宋敏教授对本书的框架和写作提出了许多宝贵意见,北京大学出版社张燕编辑和王晶编辑为本书的出版付出了辛勤劳动,在此一并表示诚挚的谢意!由于作者水平有限,书中难免存在疏漏和错误,欢迎读者批评指正!

施建淮

2016年6月于北京大学

目 录

- 第一章 资本账户开放的收益与成本 / 1**
 - 第一节 资本账户开放的收益 / 1
 - 第二节 资本账户开放的成本 / 11
 - 第三节 资本账户开放的“临界”条件 / 17
 - 第四节 资本账户开放的类型及其次序 / 21
 - 第五节 银行部门对外开放的条件性 / 24
 - 第六节 总结 / 26

- 第二章 中国资本管制的有效性 / 33**
 - 第一节 资本管制的概念及衡量 / 33
 - 第二节 中国资本管制的历史沿革及现状 / 37
 - 第三节 资本管制有效性的衡量 / 42
 - 第四节 中国资本管制有效性:基于利率平价理论的实证检验 / 48
 - 第五节 中国资本管制有效性的分阶段检验:
1999.1—2013.1 / 61

- 第三章 资本账户开放对中国债券市场的影响 / 77**
 - 第一节 中国债券市场的历史和现状 / 77
 - 第二节 资本账户开放对中国债券市场的短期影响分析 / 81
 - 第三节 资本账户开放对中国债券市场的长期影响分析 / 84

- 第四章 资本账户开放与中国证券市场发展 / 103**
- 第一节 中国资本账户开放的现状 / 103
- 第二节 资本账户开放对中国证券市场的影响——证券市场对象的视角 / 104
- 第三节 资本账户开放对证券市场的影响——汇率市场化与利率市场化视角 / 110
- 第四节 资本账户开放对中国股票价格影响的传导机制的分析 / 114
- 第五章 资本账户开放与中国银行业发展 / 116**
- 第一节 资本账户开放下中国银行业面临的机遇 / 116
- 第二节 资本账户开放下中国银行业面临的挑战 / 118
- 第三节 资本账户开放对中国银行业影响的计量分析 / 119
- 第四节 总结 / 125
- 第六章 资本管制、货币政策与汇率稳定 / 127**
- 第一节 引言 / 127
- 第二节 我国实际有效汇率、通胀率与产出缺口关系的数据特征 / 130
- 第三节 关于实际汇率、资本流动与经济周期的动态模型 / 132
- 第四节 最优“双目标、双工具”政策的福利分析 / 133
- 第五节 放松资本管制与最优政策估计 / 141
- 第六节 结论与政策建议 / 148
- 第七章 资本管制的价格效应与产出效应 / 151**
- 第一节 引言 / 151
- 第二节 模型结构 / 154
- 第三节 模型分析 / 156
- 第四节 实证研究 / 159

- 第五节 结论及政策建议 / 162
- 第八章 资本账户开放下的中国金融安全 / 165
 - 第一节 金融危机的发生机制 / 165
 - 第二节 全球资本流动下的宏观审慎监管体系 / 171
 - 第三节 审核监管制度——《巴塞尔协议》 / 175
 - 第四节 风险预警机制——基于横截面维度的审慎监管 / 179
 - 第五节 逆周期的监管——基于时间维度的审慎监管 / 185
 - 第六节 国际审慎监管的组织架构 / 189
 - 第七节 国际宏观审慎监管对我国的启示 / 191
 - 第八节 总结 / 196
- 第九章 资本账户开放:亚洲新兴市场经济国家和地区的经验及启示 / 204
 - 第一节 资本账户自由化概述及一般经验 / 204
 - 第二节 资本账户自由化的全面推进与配套措施——韩国的经验和启示 / 207
 - 第三节 开放直接投资和合格境外机构投资者的引进——中国台湾地区的经验和启示 / 216
 - 第四节 国际短期资本流动的规模和影响因素分析——泰国的情况和启示 / 232
- 第十章 资本项目开放与人民币国际化 / 246
 - 第一节 引言 / 246
 - 第二节 资本项目开放是推动人民币国际化的关键因素 / 254
 - 第三节 货币国际化历史经验 / 264
 - 第四节 总结 / 276

第一章

资本账户开放的收益与成本

本章导读

“资本账户开放”是一个具有重要现实意义的问题,尤其是对发展中国家来说。从“有效市场理论”出发,资本管制会造成经济的扭曲,而资本账户开放能消除这些扭曲,是发展中国家获得增长源泉的重要途径之一。但同时,资本账户开放是一个“收益—成本”之间的权衡,资本账户开放能够带来实实在在的收益,但同时也会带来成本,净收益既取决于制度、金融、经济政策的发展,也与资本开放的类型和次序密切相关。本章重点综述了资本账户开放能带来收益的若干微观证据、危机与资本账户开放之间的关系、资本账户开放的“临界”条件、资本账户开放的类型及其次序、银行部门对外开放的条件性等方面的文献。

第一节 资本账户开放的收益

贸易自由化能够促进经济增长、增进社会福利,这一主张已获得广泛的认可。但“资本账户自由化能够促进经济增长”这一命题却相对缺乏共识,尤其是危机的频繁发生使关于这一问题的认识分歧加深。

按照索洛的新古典增长模型,资本账户自由化能够促进资源在国际范围内得到更有效的配置。资本账户自由化后,资本会从资本充裕的、回报率低的发达国家向资本匮乏的、回报率高的发展中国家流动,发展中国家因而得以降低资本成本,增加投资和促进经济增长,提高人均收入水平。

在20世纪80、90年代,很多发展中国家相继开放本国资本账户,希望以此提高本国经济增长水平。但随后危机的发生让更多的人对资本账户自由化的收益产生怀疑,建立在多国宏观表现基础上的回归分析也并没有得到稳健的、一致的结果,让争议更加明显。Rodrik(1998)利用包括发达国家和发展中国家在内的将近100个国家或地区在1975—1989年期间的宏观数据进行分析研究,最终的结论是经济增长与资本账户开放之间并没有显著的关系。与此同时,Quinn(1997)改进了

资本账户开放度量指标,同样利用多国宏观变量回归分析框架,得出资本账户开放对经济增长有正向促进作用的结论。在相同的回归分析框架下,不同学者的结论也并没有取得完全的“一致性”^①,似乎说明资本账户开放对经济增长的作用具有“偶然性”。

关于结论不一致的原因,学者们进行了探讨。其中,Quinn和Toyoda(2008)认为不一致性的原因有度量误差、自变量的共线性以及样本差异。比如,Rodrik(1998)使用的资本账户开放指标是基于一个二元虚拟变量计算而来,包含的信息过少,并不能准确地衡量资本账户开放程度,因而回归结果具有系统性偏差。回归方程中使用的资本账户开放指标与其他自变量存在共线性,当把这些具有共线性的变量共同放在回归方程的右边时,资本账户开放指标系数估计值可能就会变得不显著。

Forbes(2004, 2005)、Kose(2009)等学者认为不一致的原因除了度量误差等因素外,还与国内金融市场运行效率、国内制度质量、政府监管能力、资本账户开放类型、资本账户开放次序等因素有关。例如,只有当一国金融市场运行效率、制度质量、政府监管能力这些因素发展到一定程度以后,资本账户自由化可能才会在整体上促进该国经济的增长;外商直接投资(foreign direct investment, FDI)和证券组合的开放对经济增长的促进作用可能高于银行借贷尤其是短期银行借贷的自由流动;对资本流入控制的效果可能要好于对资本流出的控制;在开放本国股票市场之前允许银行部门进入境外市场进行借贷可能更容易引起一国经济的不稳定;等等。

方法上的修正或改变,使结论不一致性得到了一定程度的协调。Quinn和Toyoda(2008)编制了度量更精细的资本账户开放指标和使用更长时段的数据,分别重复了Grilli等(1995)、Quinn(1997)、Rodrik(1998)、Edwards(2001)、Arteta等(2001)、Edison(2004)、Bekaert等(2005)的工作,发现当用新的指标和时间更长的数据代替后,无论是在发达国家还是在发展中国家,回归结果均显示资本账户开放对经济增长存在一个显著的正向促进作用:新的资本账户开放指标对应的系数估计值最小为0.02,最大为0.051,平均值为0.035,表示新指标衡量的资本账户开放度提高28%,经济增长率大致提高1个百分点。

Henry(2007)则认为,按照索洛新古典经济增长模型,资本账户自由化是暂时性地促进经济增长,而不是永久性地提高经济增长率,即资本账户自由化对经济增

^① Kose等(2009)汇总了26篇此类文献并总结到,有4篇得出“资本账户开放对经济增长没有显著影响”的否定性结论,4篇得出“资本账户开放与经济增长呈现显著正向关系”的肯定性结论,18篇得出“资本账户对经济增长的正向作用取决于其他因素(如金融发展水平、人力资本、研究样本)或者不稳健”的模糊性结论。该汇总结果似乎更倾向于认为资本账户开放对经济增长的促进作用是有条件的。

长的作用更多的是水平效应,而非增长效应。而已有文献中多国宏观变量回归分析框架实际上是在检验资本账户开放对经济增长率具有永久性作用,与模型本身的含义并不一致。因此,为了检测到这种暂时性效应,应该考虑采用其他的分析方法,例如政策实验的方法,或者利用微观数据。

Henry(2003, 2007)就采用政策实验的方法,比较 20 世纪 80、90 年代期间 18 个发展中国家或地区在股票市场自由化前后一段时间的表现,认为至少在中短期内,股票市场自由化能够促进经济的增长:第一,平均股息率下降 240 个基点——从自由化前五年 5.0% 的平均水平下降到自由化后五年 2.6% 的平均值;第二,资本存量增长率上升 1.1 个百分点——从自由化前的年平均增长 5.4% 上升到自由化后的年平均增长 6.5%;第三,人均产出增长率上升 2.3 个百分点——从自由化前的年平均增长 1.4% 上升到自由化后的年平均增长 3.7%。

Mitton(2006)利用来自 28 个国家的 1141 家企业的微观数据研究了股票市场自由化对企业经营业绩的影响,发现在股票市场自由化时期,可投资股票的企业的经营业绩要显著好于不可投资股票的企业^①;相对于不可投资股票企业,可投资股票企业的销售规模增长率平均高 2.3% 左右,投资率平均高 2.2% 左右,息税前利润率平均高 2.4% 左右,经营效率水平(每雇员销售额)高 9.9% 左右以及杠杆率平均低 2.2% 左右,说明股票市场自由化能够显著提高企业的经营业绩,降低企业负债水平。除此之外,微观数据的运用在很多具体方面也取得了较为一致的结论(详细内容在下一部分陈述),认为资本管制会增加资本成本、减少投资、损害资源配置效率、弱化市场约束,进而损害经济,而资本账户开放则有助于消除这些扭曲行为。

一、资本账户开放促进经济增长的微观机制

根据经济增长会计方程式,人均产出的增长来自人均资本存量的增加和全要素生产率的提高两个方面。根据 Henry(2003)的估算结果,资本存量的增长不足以全部解释同时期的经济增长^②,不能解释的部分则要归功于全要素生产率的提高。全要素生产率的提高既可来自技术的进步,也可来自资源配置效率的提高。资本积累通常被视为资本账户开放促进经济增长的一条重要途径,但除了会通过资本积累,资本账户开放也有可能(至少在中短期内)会通过提高国内资源配置效率或者(间接)推动技术进步来影响经济增长。

^① 可投资股票指股票市场自由化后,可以被国外投资者购买的那部分上市企业股票,不可投资股票则是仍旧受到限制而不能被国外投资者购买的股票。

^② 产出对资本的弹性通常取 0.33,资本存量增长 1.1 个百分点,那么资本对人均产出增长的贡献是 $0.33 \times 1.1 = 0.363$ 个百分点,远远小于人均产出增长率 2.3% 的估计值(Henry, 2003)。

(一) 资本管制会抑制跨国公司在东道国的直接投资活动

Desai, Foley 和 Hines(2006)研究了资本管制和跨国公司行为之间的关系,发现资本管制会从以下几个方面影响跨国公司的活动:

第一,资本管制会使东道国本地借贷成本上升,而跨国公司有很大一部分信贷来自东道国当地,因此在资本管制下,跨国公司总的借贷成本会上升。利用美国跨国公司的微观数据进行回归,其结果显示,在其他条件相同情况下,资本管制会使跨国公司总的借贷成本上升 5.25%,而且,当跨国公司债务有更大比例来自东道国时,其借贷成本上升更快,间接证明了资本管制会使东道国借贷成本上升这一假定。

第二,资本管制下,跨国公司会更倾向于少报利润以及增加向母公司返还股利的频率,而这些规避行为会产生组织成本、监管成本等成本,会致使跨国公司减少在东道国的投资活动。首先,通过转移定价、母子公司内部借贷等多种转移利润的手段,跨国公司可以达到少报在东道国的利润的目的。一般地,东道国对跨国公司征收高税率也会导致跨国公司少报当地利润的行为增加,而资本管制在此方面起到了与征税相似的作用。根据回归结果粗略估计,资本管制对跨国公司少报利润行为的影响程度相当于对公司多征收 26.6% 的税收的效果,意味着资本管制对跨国公司行为造成的扭曲程度很大。其次,在资本管制下,跨国公司在东道国的留存收益的效用会较低,跨国公司将股利返回母公司的概率会因此增加 9.8%。同样地,东道国税率越高,跨国公司返回股利的可能性就越大。再次,以回归结果为参考依据,资本管制对跨国公司返回股利倾向的影响程度相当于东道国向跨国公司多征收 35% 的税收的效果,再次证明资本管制对公司行为的扭曲程度之大。

第三,在资本管制下,由于借贷成本上升以及规避行为产生的多种成本,跨国公司在东道国的投资意愿会减少。相应的回归结果也表明,资本管制对跨国公司资产规模、销售规模、在东道国的净财富、工厂、设备以及各自的增长率均产生了负向作用,意味着资本管制会抑制跨国公司在东道国的直接投资活动。

(二) 资本管制会增加企业尤其是中小企业的融资约束^①

Forbes(2007)认为资本管制会带来“增加中小企业融资约束,进而减少有利投资”的成本,这种成本在新兴市场国家可能会显得很重要,因为在新兴市场,中小企业和新建企业往往充当就业创造和经济增长的引擎。Forbes 在欧拉方程框架基础上实证研究了智利不同时期企业面临的融资约束和企业规模之间的关系,得出如下结论:在智利实行资本流入管制(encaje 计划)期间^②,国内中小上市企业遭受

^① 此处融资约束是指“企业投资对企业现金流的敏感性”。

^② 为了应对资本流入的激增,智利政府在 1991 年开始实行一系列的资本账户管制。其中的关键措施之一是实行无息存款准备金制度(un-remunerated reserve requirement, URR),要求某些类型的资本流入必须有一定的比例在智利央行的无息存款账户中存放固定期限。然而,在 1998 年,由于流入新兴市场的资本规模缩减,该制度停止实行。

了显著的融资约束,并且融资约束程度随着上市企业规模的增大而减小;然而,在资本流入管制措施实施之前和停止实施之后的时期,中小企业并没有受到明显的融资约束,而且融资约束程度和企业规模之间也不具有关系。Forbes指出,资本流入管制会增加中小企业融资约束的原因有如下四点:第一,在智利对资本流入征税后,国内企业会寻求其他不受征税覆盖的融资资源,一方面这些融资资源的成本要比征税前高,另一方面中小企业也往往因自身信誉缺乏而无法获得这些资源。第二,资本流入管制存在数量众多的漏洞,发现并利用这些漏洞需要预付一定的固定成本,大企业因为较大的融资数量而能够更好地分摊这些固定成本,因而发现和利用漏洞的回报会更高。因此,大企业更有可能去搜寻并利用资本管制漏洞,从而获得成本相对较低的资本。第三,由于银行受到政府监控的程度较高,银行规避资本管制的灵活性往往较小。结果造成银行的借贷成本上升程度要高于能够更容易规避资本管制的机构的借贷成本。因为中小企业的融资往往比大企业更依赖于银行信贷,所以银行上升的额外借贷成本会更多地落在中小企业身上,特别是在中小企业获得其他融资资源的可能性减少时。第四,对资本流入征税会导致资本流入期限延长。而中小企业融入长期资金时会比大企业面临更多的困难,因而资本流入期限的延长会更多地影响中小企业融资的能力。

相应地,Harrison、Love、McMillan(2004)和Mitton(2006)利用企业微观数据获得了企业融资约束在资本账户开放后会得到减轻的证据。Harrison、Love和McMillan(2004)利用38个国家的7000多家企业数据研究了全球资本流动对企业融资约束的影响,最终发现:无论是外管制企业,还是非外管制企业,外商直接投资的流动均降低了这些企业的融资约束;外商直接投资的流动让高收入水平和低收入水平国家的企业的融资约束都得到降低,其中低收入水平国家的降低程度更大。Mitton(2006)发现,当企业股票成为可供国外投资者投资的股票后,股息支付率低的企业的经营业绩会增长更快。由于支付高股息的企业不大可能会遭受严重的融资约束,因此,Mitton(2006)的发现意味着融资约束大的企业在股票市场自由化后表现更好,即股票市场自由化会通过降低企业融资约束而让企业有更好的发展。

(三) 股票市场自由化可以通过增加风险分担来降低企业股票的风险溢价

Chari和Henry(2004)认为股票市场自由化可以增加企业股票的风险分担,降低股票的风险溢价和必要收益率(或者说,提高股票价格),进而降低资本成本和增加企业投资。一国股票市场自由化后,其股票必要收益率一般会下降,促其下降的因素可能来自无风险利率的下降,也有可能来自风险分担的增加,或者来自二者的共同作用。具体来说,根据资本资产定价模型,股票必要收益率由无风险利率和风险溢价两部分组成,其中风险溢价由股票和市场组合二者收益率的协方差决定。

当一国股票市场自由化后,由于国外投资者可以投资该国股票以及该国投资者可以投资海外股票市场,因此本国产生的风险就会由国外投资者和国内投资者共同承担。此时在资本资产定价方程中使用的无风险利率和市场组合由自由化前的本国无风险利率和本国市场组合转变为自由化后的世界无风险利率和世界市场组合。一般来说,封闭经济的无风险利率要高于世界无风险利率,世界市场组合会比本国市场组合更为分散,因此平均来说,股票收益率与世界市场组合的协方差要小于其与国内市场组合的协方差。^① 无风险利率下降对所有企业股票来说是相同的,可以视为共同冲击;而股票收益率与世界市场组合的协方差则因企业的不同而不同,可以视为企业特定冲击。

Chari 和 Henry(2004)利用 11 个新兴市场国家或地区的企业数据来识别这两种冲击带来的效应。Chari 和 Henry(2004)将企业股票分为两类,即可投资股票和不可投资股票,前者是指股票市场自由化后,可以被国外投资者购买的那部分上市企业股票,后者则是仍旧受到限制而不能被国外投资者购买的股票。由于可投资股票能够被国外投资者购买,能更好地融入世界股票市场,因此,相对于不可投资股票来说,可投资股票风险被分担的程度就会更大,其价格修复程度与 DIFCOV^② 之间的关系也就更紧密(更进一步讲,由于不可投资股票不能被国外投资者购买,因此意味着它们没有国际风险分担,其股票价格修复程度与 DIFCOV 无关)。也就是说,如果证明了在股票市场自由化时期,可投资股票的价格修复程度与 DIFCOV 之间的关系更紧密,那么意味着股票市场自由化会通过风险分担机制降低股票必要收益率,即降低资本成本。

实证结果表明,在各种回归方程设定中,DIFCOV 对可投资股票价格修复程度具有显著的正边际效应,而对不可投资股票价格修复程度没有显著的边际效应,这意味着股票市场自由化确实通过风险分担机制影响了可投资股票的必要收益率。同时,Chari 和 Henry 也识别出了无风险利率对两类股票的共同冲击作用,验证无风险利率变化对两类股票价格修复程度的作用不存在显著差异,表明模型可以成功分离出无风险利率和风险分担各自对股票价格的影响,进一步验证了风险分担机制^③的存在。根据回归结果,经粗略计算,在股票市场自由化时期,可投资股票的价格平均向上修复 15.1%,其中通过风险分担机制而向上修复的部分大约为 6.8%,占总修复程度的五分之二左右。

^① Chari 和 Henry(2004)统计出,可投资股票平均收益率与国内市场组合的协方差大约是其与世界市场组合的协方差的 185 倍,而不可投资股票对应的倍数则仅为 10 倍。

^② DIFCOV 定义为企业股票收益率与本国市场组合协方差减去其与世界市场组合协方差。DIFCOV 越大,意味着股票市场自由化使企业风险被分担的程度越大。

^③ 衡量风险分担程度的 DIFCOV 会体现在企业股票价格中,但 Chari 和 Henry(2004)却发现,虽然企业投资与企业效益、无风险利率、股价显著相关,但并没有得到企业投资与 DIFCOV 显著相关的证据。

(四) 股票市场自由化可以提高股票市场定价的有效性

Li、Morck、Yang 和 Yeung(2004)认为资本账户开放与一国股票市场定价的有效性有关。个股收益总波动可以分解为特异性波动和系统性波动两部分^①,其中特异性波动与总波动之比可以用来衡量股票市场定价的有效程度,该比值越高,说明市场定价有效性越高。换句话说,当股票价格变化更多地由企业特有的因素和信息驱动,而不是由总体的、国家层面的事件和信息来驱动时,股票价格会更多地包含了企业特有信息,意味着市场定价更有效。此外,系统性波动可能会与泡沫或羊群行为有关,因此从这个角度来说,系统性波动成分越小,也意味着市场有效性越高。Li、Morck 等人利用 1990—2001 年 17 个新兴市场国家或地区的数据研究了资本账户开放与股票特异性波动成分大小(或系统性波动成分大小)之间的关系,发现当一国或地区的制度质量(例如政府对法律法规的尊重程度、法律体系的有效性、腐败等)提高到一定程度时,资本账户开放程度越高,股票特异性波动成分比例会越高,意味着一国或地区资本账户开放程度越高,该国股票市场定价的有效性越高。

(五) 资本管制会强化国内的“关系资本主义”

Johnson 和 Mitton(2003)认为资本管制会导致政府“任人唯亲”这种低效率行为的增加。他们以马来西亚为例,研究了资本管制和政府“任人唯亲”行为之间的关系,推断“资本管制会增加政府‘任人唯亲’行为”的结论在企业层面会表现出如下可检测的现象:第一,考虑到宏观冲击会减少政府为企业提供特权和补贴的能力,与政府联系更强的企业在宏观冲击时遭受的损失就会更大;第二,资本管制的强制实施会使补贴水平增加,从而,与政府联系更强的企业就会受益较多。

基于上述两点推断,Johnson 和 Mitton(2003)利用马来西亚的企业层面数据进行实证分析,结果显示,相对于没有政治联系的企业来说,具有政治联系企业的市场价值(股票价格)在亚洲金融危机早期遭受了更大的损失,然而在资本管制措施实施之后,这些具有政治联系企业的市场价值则具有更好的表现。该实证结果与上述两点推论一致,验证了“资本管制会导致政府‘任人唯亲’行为增加”的观点。并且,在他们的实证结果中,具有政治联系的企业内部也存在显著差异:实施资本管制之后,与 Mahathir 相联系企业的股票价格恢复程度要远远高于与 Anwar 相联系的企业^②,进一步说明了资本管制会导致政府更多地为他们青睐的企业提供补贴等方式的支持,甚至会对那些与失败的竞争势力相联系的企业给予惩罚。

^① 特异性波动指与个股特性相关的那部分波动,属于个股特有的;而系统性波动则是指可以用市场组合收益来解释的那部分波动。

^② 当时马来西亚国内经历了重大的政治调整,Mahathir 是政治调整中获胜的一方,而 Anwar 则是失败的一方。