

西方资本逃避理论述评

李晓峰

摘要: 对资本逃避,有不同的理论阐释。本文评析了国民效用说、违背社会契约说、动因说、不对称风险说、资产组合说等关于资本逃避的主要理论。

关键词: 资本逃避 西方 理论 述评

资本外逃现象的发生已有漫长的历史,尤其是在发展中国家,资本外逃的现象更加普遍。如 20 世纪 70 80 年代拉丁美洲国家发生的大规模的资本外逃就加剧了其债务问题的严重性,使各国利率、汇率失衡,国际储备地位下降,并导致国内经济领域的资金匮乏,投资下降,生产萎缩,失业人数增加,人均实际收入下降,继而引起社会动荡和政局不稳。又如 90 年代以来,俄罗斯等一些转轨经济国家也出现了大量资本外流的现象,并使其国内经济改革和发展更加步履艰难,政治经济局势更加动荡不安。进入 90 年代以来,中国的资本外流问题也日益突出。发展中国家资本外逃问题的日趋严重,引起了国际金融机构、各国政府和学术界的极大关注,人们试图对发展中国家资本外逃的原因和后果进行深层的透视,由此出现了资本逃避理论的不同流派。本文将介绍并简要评析几种主要的流派。

一、国民效用说

国民效用说也称福利损失说,是 80 年代拉丁美洲债务危机之后,世界银行专家和一些“民族主义”经济学家^①提出的。该理论通过将国内资本的流出所造成的资本损失与国民效用的降低相联系来定义资本外逃。如世界银行将资本外逃定义为“债务国的居民将其财富转移到国外的任何行为”。他们认为:资本逃避虽然可能提高国内和国外私人投资者的福利水平,但将导致债务国社会福利及国民效用的降低。托尼尔(Tomell 1992)则将资本外逃定义为“生产资源由贫穷国家向富裕国家的流失”^②。卡丁顿(Cuddington, 1986)则进一步阐明了资本外逃降低社会福利及国民效用的主要原因:(1)资本流出会对国内金融市场如汇率、利率的稳定及货币政策的实施效果产生不良影响。(2)资本外逃可能反映出个人对在国内投资所产生的国内收益的评估低于这种投资所产生的实际社会效益。(3)流失的资本可能永远无法流回,因此可能会减少国内投资,从而损害国内的税基。(4)资本外逃将提高对外借款的边际成本。因为资本外逃损害了国内税基,从而增加了公共部门的赤字。如果一国政府可以对该国居民的外国资产或收入征税,则国际贷款者可能将这些资产作为其对政府贷款的抵押品,那么借款成本将取决于一国的净外债额。如果一国政府无法对外国资产或收入征税,则借款成本将取决于该国的外债总额。(5)资本外逃损害了混合经济的合理性。因为在很多情况下,私人外债最终要由公共部门来承担,而私人部门的外国资产则始终是私有的。银行

保密法和对外资银行的税收政策实际上鼓励了避税和资本外逃,这使得发展中国家政府通过对国民财富征税以偿还巨额外债的活动更加困难,从而降低了政府为偿还外债而努力的政治合法性,并使人们对私人部门在发展中的合法地位问题产生疑问。

国民效用说具有非常严格的假设前提:(1)发展中国家国内投资的社会边际收益率大于私人投资的边际收益率。所有外流的国内资本如果投资在国内,将产生较高的社会收益率。(2)居民资本流出与国内投资呈负相关的关系,即资本流出增加,则国内投资减少。(3)国内投资的减少将导致效用的下降。

国民效用说是从资本外逃对发展中国家所造成的影响这一角度来研究资本外逃这一现象的,这有利于引起人们对资本外逃这一问题的高度重视。而且这一定义将所有的资本流出视为资本外逃,因而所采用的测量方法在实践中较易实现。但该理论也存在一些难以解决的问题:

(1)国民效用说与传统的西方经济学原理相矛盾。传统的经济学原理认为:在一个自由市场经济体系中,消费者遵循效用最大化的行为和生产者追求利润最大化的行为以及资源的有效配置将导致社会福利的最大化。而按照国民效用说的观点,发展中国家私人资本输出者的效用最大化却可能导致国民效用的低下和社会福利水平的下降,这显然与传统的经济学原理相悖。

(2)由于社会收益是一个主观性很强的概念,因此要证明国内投资的社会收益大于私人投资的收益是十分困难的。

(3)国民效用说将所有的资本流出都视为资本外逃,显然有失偏颇。尤其是在全球经济日趋一体化的今天,发展中国家的国际贸易和国际投资规模也日趋扩大,其重要性日益提高。发展中国家的企业出于降低生产成本,扩大经营规模,开拓海外市场,更好地利用海外资源的动机所产生的对外贸易信贷和对外投资活动不能一概视为经济上的“不合理”,也未必就一定导致国民效用的降低,因此国民效用说未能将正常的资本流出与非正常的资本流出(即资本外逃)相区别。

二、违背社会契约说

该理论是由英格·沃尔特(Ing Walter, 1986)提出的,他将资本外逃看作是私人投资者对一种隐含的社会契约的违背。这种隐含的“社会契约”是指政府和私人部门之间达成的一种默契。从政府的角度看,它具有多重的宏观经济目标,

包括经济增长、充分就业、抑制通货膨胀率、国际收支平衡以及相关的汇率水平、收入分配和物价等。而从私人投资者的角度来看,其目标函数是由预期收益、风险、信息和交易成本等因素组成。当私人投资者的资产再调配威胁到政府目标或增加了其实现成本时,即被认为是违背了社会契约。“资本外逃正是因与其他国家持有的资产相比,在特定国家持有的资产组合的风险收益发生了不利的变化而进行的资产再调配”^②,它反映了微观经济目标与宏观经济目标的冲突,使政府增加了发展经济的代价,对政府目标的实现构成威胁,因此违背了“社会契约”。这种违背行为可能是非法的,比如逃避了当局的外汇管制,也可能不涉及违法的范畴,而仅仅是“不道德的”或是“不负责任的”。

违背契约说从全新的角度解释了资本逃避这一现象,但“社会契约”的含义比较模糊,具有主观性,“社会契约”的内容是什么,什么情况下违背了“社会契约”,以及“社会契约”的合法性问题都不甚明确。因此,“违背契约”说缺乏可操作性。

三、动因说

从资本外逃的动因来定义资本外逃,是一种最传统,也最常见的定义方法。动因说着重考虑经济体输出资本的原因。它将资本外逃视为与普通投资者的资产分散化(即为了降低投资风险,通过在外国的投资增加收益等)无关,而是因国家风险的增加(政治经济不稳定性的增加、宏观经济基础的恶化)和(或)因政府可能采取不利的经济政策(国有化风险、贬值、增加税收、加强资本控制等)而引起的资本流出。

动因说最早是在1937年由金德伯格在其经典著作《国际短期资本流动》一书中提出的。他将资本外逃定义为:资产所有者因害怕其资产受到损失而导致资本从一国的“异常”流出。此后,杜利(Dooley, 1986)、莱沙和威廉森(Lessar & Williamson, 1987)、多布什(Dornbusch, 1990)、迪普勒和威廉森(Deppeler & Williamson, 1987)等人进一步对此定义进行修订。杜利认为资本外逃是因为“居民希望获得不受本国当局控制的金融资产和收益的愿望所推动的资本流出”。莱沙和威廉森则认为“资本外逃现象反映了一种判断,即部分或所有的居民观察到的国内风险水平是导致(资本)流出的不正常因素”。但由于在现实中,经济学家很难区分何为正常的流出,何为异常的流出,因此该定义缺乏可操作性。此外,促使资本外逃的动因在不同的国家也有所不同,对于特定的国家而言,在不同的时期也会有不同的动因,因此不能一概而论,应根据特定的国家、特定的历史时期进行分析。

四、不对称风险说

资本逃避的传统解释是指因政治经济的不确定性而产生的资本单向流出,这将导致资本的真正转移。而政治经济的不确定性包括:财政赤字、通胀、政府职能未能有效实现、贬值、金融压制、政治不稳定、土地征用威胁等。

但与过去资本外逃的一般情形不同的是,许多拉丁美洲国家和一些发展中国家经历了同时进行的资本双向流动,即外债流入与私人资本流出同时发生。因此,不能因资本流入而认为资本的异常流出部分很小或者甚至为零。相反地,这些流入的资本很可能正是外逃资本的来源。传统的资本逃避理论无法解释这一新现象,由此便出现了“不对称风险”说。

“不对称风险”说认为资本外逃是由于国内外投资者所

获得的信息不对称,或所面临的经济政治风险不对称而产生的。具体表现为以下几种情况:

1. 所获得的信息不对称

双向资本运动可以部分的用外国投资者和国内投资者因所获取的信息不对称而造成对政治经济环境变化的预测和期望不同来解释。哈伯格(Haberger, 1985)曾对拉丁美洲债务危机进行了详尽描述,他引用了一些证据说明在外国银行家之前,国内投资者就已很好地预测到危机即将爆发了。拉丁美洲国家资本外逃的规模和持续时间本应使银行更早地改变其贷款策略,但由于信息不对称最终使国际银行机构面临严重的坏帐。

2. 风险-收益不对称

导致发展中国家居民与对该国居民拥有债权的非居民之间风险收益的不对称的因素很多。首先,一国的宏观经济管理政策可能使国内私人投资者与外国投资者的收益出现偏差,并且使国内私人投资者的收益与整个经济体系的收益出现不一致。投资者将利用这种风险和收益的差异进行套利,其结果将导致双向资本流动,即国内投资者想方设法将资本输出,然后再以外国投资者的身份,将资本投向国内,以获取较高的投资收益。例如发展中国家为了吸引更多的外资,促进其经济的快速发展,往往采取优惠的政策吸引外资。但与此同时,将使本国资本受到的歧视性待遇,这必然会导致国内资本为寻找更有利的环境而向国外转移。这种歧视性待遇的例子不难发现,其中一个就是国内投资者与外国投资者之间的税收差异,此外在诸如国家风险、担保的提供、利率上限、持有外汇资产等方面都存在着类似的差异。杜利(Dooley, 1986)曾在一个实证研究中概述:居民因通货膨胀负担而产生的收益差异,使资产持有者企图通过这一差异进行套利。非居民可通过对居民持有外币债权来逃避这一负担。他们还可以获得居民所不能得到的或明或暗的政府担保。由于非居民可以通过居民无法采用的方式来避税,因此可以预料到资本外逃正是这种激励机制的结果。其次,由于本国投资者与外国投资者承担风险的能力不同,也可能使两者的风险和收益产生不对称性。通常,外国投资者持有的是在国际间分散化的资产,而本国投资者则主要投资于国内资产。当国内经济风险增大时,外国投资者所受到的影响较小,因而处于较有利的地位。而且承受风险能力的大小,并不完全是因为实际经济能力所造成的,还可能是政府吸引外资的优惠政策而人为地造成的。例如,外国投资者可以持有外汇资产,可不象本国居民那样受利率上限的影响。因此,当出现金融危机时,外国投资者资产损失的风险比国内投资者小。

3. 政治风险影响的不对称

政治风险影响的不对称性是决定国内外资产替代程度的基本因素。80年代以来,开放经济中的政治风险对资产替代的影响日渐受到重视。坎和魏·哈奎(Khan and Ull-Haque, 1985)、迪旺(Dewan, 1986)和奥提兹(Oritz, 1987)已研究了政治风险对国内外投资者的不对称影响。政治风险与没收风险、政府决策的信用、违约风险、外汇管制以及政治经济体制的重大变化有关。其中某个因素或几个因素的存在,将增加国内投资的交易成本,促使资本撤离该国。可以用一个例子说明这点,当发生财政危机时,持有国内资产的投资者关注着国家债券潜在的损失,因为政府更有可能对内债违

约而不是对外债违约。国内投资者为了保护其财产的安全性,便会将资本转移到国外。由于可能只是对国内债务的持有者违约,所以外国投资者不会受这种违约行为的影响。

总而言之,“不对称风险”说认为资本外逃是对国内资本所受到的歧视性待遇的反应。它是私人资本流出中的一个部分,可能与大规模的资本流入并存。而且实际上这些流入的资本可能成为外逃资本的来源。

“不对称风险”说的贡献在于较好地解释了发展中国家债务国经常发生的外债与资本外逃同时增加的新现象,弥补了传统资本逃避理论的不足。但无法解释资本的单向流出。

五、资产组合说

资产组合说认为资产持有者总是从全球的角度来分配其资产,进行资产组合,以使得在一定的风险水平上的收益极大化。对于资产持有者而言,资本外逃意味着持有国外的财富增加,这与持有其他资产的决策一样,反映了一种投资组合选择。通常,持有某种特定资产数量的决策取决于该种资产的相对吸引力和投资者的财富总量。因此持有国外资产的数量(即资本外逃的数量)是由国内和国外资产的相对吸引力和财富总量所决定。而资产的相对吸引力主要从预期收益率和风险程度来考察。

内森·需兹(Nathan Sheets, 1995)建立了一个解释资本外逃的投资组合模型。假设一经济体欲使其持续的相对风险回避(CRRA)的效用函数 $U(W, \sigma, \sigma^2)$ 最大化。该经济体将其财富的一部分 a 投资于国内资产,预期收益为 r ,方差为 σ^2 ,将另一部分财富 $(1-a)$ 投资于外国资产,预期收益为 r^* ,方差为 σ^{*2} 。这两种资产的协方差为 σ_{12} 。

该投资组合的协方差为

$$\sigma_p^2 = [\alpha^2\sigma^2 + (1-\alpha)^2\sigma^{*2} + 2\alpha(1-\alpha)\sigma_{12}]$$

该经济体最优化问题可以通过求出国内资产的需求函数来加以解决:

$$D_1 = \left[\frac{\sigma^{*2} - \sigma_{12}}{\sigma_p^2} + \frac{r - r^*}{\theta\sigma_p^2} \right] W_1$$

此处的 θ 是相对风险回避的系数,风险系数越大,表明对风险的回避程度越高。由上式可见,对国内资产的需求随财富的增加呈线性增加;随风险回避系数的增加而减少;随本国利率与世界利率差异的增加而增加。

如果国内资产的预期收益和方差等于外国资产的预期收益和方差,将持有国内资产和国外资产各一半,以 D_1 表示。当两种资产的预期收益和方差不同时,可将对本国资产的需求以一阶泰勒展开式表示如下:

$$D_1 = D_1 \left[1 + \frac{1}{\sigma_p^2 - \sigma_{12}} \left[\frac{(r - r^*)}{\theta} - \frac{1}{2}(\sigma^2 - \sigma^{*2}) \right] \right]$$

从该式中可以看出:可以通过两个渠道来增加对外国资产的需求,减少对本国资产的需求:首先,当一国政治经济形势不稳定时,将使持有国内资产的风险相对于持有国外风险上升,即上式中的第三项增大,因为此项的符号为负,因此将减少投资者对国内资产的持有;其次,当政府对国内资产征收或明或暗的税收时,将使国内资产的预期收益率相对于国外资产的预期收益率下降,即上式中的第二项减小。由此可见,正是由于国内政治经济形势和经济政策的影响,使持有国内资产的收益率降低,风险上升,从而促使投资者增加了对国外资产的持有,即资本外逃。

保罗·科利尔等人(Paul Collier, Anke Hoefler, and

Catherine Pattillo, 1999)也根据资产组合说的原理,提出决定资本外逃的模型。他们认为:投资者在资产组合中持有海外资产的比例 f 取决于国内资产相对于国外资产的收益 r 和风险 v ,即 $f = f(r, v)$ 。而 r 又是由资本与劳动力之比 k 、资本税率 t 、预期实际汇率的变化 e 以及政策环境 p 所决定的,即 $r = r(k, t, e, p)$ 。当资本与劳动力之比(k)较高,资本税率(t)较高,预期汇率变化(e)较大,政策环境(p)较不利,风险(v)上升时,投资者所持有的国外资产的比例(f)也上升。

资产组合说运用资产组合理论,从微观的角度来考察资本外逃发生的必然性和合理性,而不考虑其可能造成的宏观经济影响。这种分析方法有利于各国政府从调整经济政策,保持政治经济的稳定方面去看待资本外逃,从根本上调整资本外逃产生的经济背景,而不是一味地采用管制、堵截的方法来解决资本外逃问题。

六、小结

资本外逃的产生有其复杂的政治经济背景,所造成的影响也是多方面的,这增加了对资本外逃研究的难度。上述理论从不同的角度对这一现象进行了总结和概括,在一定程度上解释了资本外逃产生的原因和影响。但也应看到这些理论多从某一个侧面来看待资本外逃,缺乏将宏观与微观相结合的综合研究,这种“只见树木,不见森林”的研究方法是不够全面的。而且鉴于资本外逃的复杂性和隐蔽性,我们在研究中还必须根据特定国家在特定阶段的特点进行考察分析,才能提出相应的解决对策。

注释:

① 如 Bennet (1989), Duwenday (1986), Dooley (1983) 和 Ebe (1985)等。

② Inge Walte (1986), "The Mechanisms of Capital Flight", paper presented at a conference in Capital Flight and Third World Debt, Institute for International Economics, October, 1986, pp. 2-4.

主要参考文献:

1 Cuddington, J. T., (1986), "Capital Flight: Issues, Estimates and Explanations", Princeton Studies in International Finance, No. 58, December.

2 Dooley, M., (1986), "Country Specific Risk Premiums, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries", M.F. Department Memorandum 86/17.

3 Kindleberger C., (1937), "International Short-term Capital Movement", Columbia University Press.

4 Paul Collier, Anke Hoefler, and Catherine Pattillo, 1999, "Capital Flight as a Choice of Investment", World Bank Working Paper.

5 Sheets N., (1995), "Capital Flight from the Countries in transition: Some Theory and Empirical Evidence", International Finance Discussion Paper No. 514 (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System).

6 Tomell A., and A. Velasco (1992), "The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why does Capital Flow from Poor to Rich Countries?", Journal of Political Economy, 100 (6), pp. 1208-1231.

7 Vamann - Schneider Benu (1991), "Capital Flight from Developing Countries", 1991, Westview Press Inc.

8 宋文兵:《中国的资本外逃问题研究:1987-1997》,载《经济研究》,1999(5)。

(作者单位:厦门大学财政金融系 厦门 361005)

(责任编辑:一夫)