

资本账户开放、制度质量与资本外逃： 基于“金砖五国”的研究

喻海燕 范晨晨

内容摘要：本文利用面板数据对“金砖五国”资本账户开放、制度质量与资本外逃进行了研究，从总体开放度、资本流入方向和资本流出方向的开放度三个角度考察了过去16年“金砖五国”资本账户开放、制度质量与资本外逃的关系。研究表明：资本账户总体开放度的提高并没有导致资本外逃的增加，相反起到了抑制作用；跨境资本流出方向开放度的提高会促进资本外逃，跨境资本流入方向开放度的提高会抑制资本外逃，由于“金砖五国”较好地控制了流入、流出方向资本开放的速度和程度，使得总体上抑制效应大于促进效应；在资本账户开放进程中，制度质量的完善，特别是有关合同保护、产权保护的法律制度质量的提升，能够有效减少资本外逃。

关键词：资本账户开放 制度质量 资本外逃

中图分类号：F831.7 **文献标识码：**A

引 言

长期以来，发展中国家资本外逃现象引起大量学者的关注。一方面，许多发展中国家经历了经济的高速增长，“金砖五国”在过去的几十年里以明显高于世界经济增长速度的水平快速发展，其中，中国1990—2015年GDP平均增速为9.96%，印度、俄罗斯、巴西和南非在过去的一二十年里也实现了经济快速增长；另一方面，伴随经济增长，这些国家已经或正在实施资本账户开放，资本账户管制的放松给资本自由流动带来了便利的同时，也为资本外逃创造了条件。近十余年来，“金砖五国”国际收支平衡表的“净误差与遗漏项”长期为负值。虽然我们不能完全把净误差与遗漏都归类为资本外逃，但一定程度上意味着记录在国际收支平衡表的资本流入超过了资本流出，即存在隐蔽的资本流出。这反映出这些国家遭遇了一定规模或比较频繁的资本外逃。

过去几年，我国加快了资本市场开放的步伐，先后降低QFII、QDII门槛，同时放开了RDII，提高了RQFII额度。2016年6月21日，央行发布的《中国人民银行年报2015》明确提出，在未来一段时间将重点推动境内个人投资便利化，推进资本市场双向开放，适时推出合格境内个人投资者

作者简介：喻海燕，经济学博士，厦门大学经济学院金融系副教授；范晨晨，厦门大学经济学院金融系硕士研究生。

* **基金项目：**本文获中央高校基本科研业务费专项资金项目“人民币离岸金融市场发展研究”（20720161053）资助。

境外投资制度 (QDII2) 试点, 允许符合条件的优质外国公司在境内发行股票。2016 年 12 月 5 日, 我国开通了深港通。但伴随资本账户开放的推进, 我国外汇储备规模从最高 2014 年的 3.99 万亿美元急剧下降到 2017 年 1 月底的 2.99 万亿美元^①。这引发了学者对我国资本外逃现象的担忧, 也引起各界对于我国是否需要继续加速开放资本账户的讨论。

那么, 为什么在经济增长的背景下“金砖五国”仍然遭遇了资本外逃? 资本账户开放是导致资本外逃的主要原因吗? 虽然这些问题的答案涉及许多方面和因素, 但一国在法律、政治等方面的基本制度特征不应被忽略。基于此, 本文将研究重点放在制度质量与资本账户开放、资本外逃的关系上。本文将回答两个问题: 一是资本账户开放程度的提高是导致“金砖五国”资本外逃的原因吗? 二是在考虑资本账户开放及其他经济因素的前提下, 一国的制度质量会对资本外逃起到显著的影响吗? 如果有, 其作用的方向如何?

一、文献综述

(一) 资本账户开放与资本外逃

资本外逃通常是指由于经济、政治、战争等因素, 导致资本从境内大规模流到境外的现象。对资本外逃的影响因素研究早期主要集中在经济因素, 如利差、汇率变动、通货膨胀率等因素。伴随各国资本账户的逐渐开放, 开始出现资本账户开放对资本外逃影响的相关研究。在这些研究中, 一部分文献认为, 资本账户开放度的提高会减少资本外逃规模。持有这种观点的学者认为, 在一个封闭的经济体中, 居民只能采用一些非法手段将资本转移到国外, 而资本账户开放让资本流动渠道和方式变得更为便捷自由 (Mody & Murshid, 2002), 而且居民会将资本账户开放视为一国政府对掌控该国经济有信心的一种信号, 从而减少资本外逃 (Kose, 2008); 一些文献也指出, 资本账户开放体现了一国政府具有能够合理运用财政政策和货币政策调节外部失衡的能力 (Obstfeld, 1998; Stiglitz, 2000)。因此, 资本账户开放度提高, 资本外逃规模会减少。另一部分文献则认为, 资本账户开放度的提高会引发资本外逃规模的扩大, 这主要是从资本账户开放所带来的风险角度考虑。资本账户开放会给国内经济稳定带来很多不确定性, 发生金融危机的可能性大幅提高。这引发投资者担忧, 从而导致资本外逃增加 (Epstein, 2004)。

一些学者运用实证方法对资本账户开放是否影响资本外逃进行了研究, 但目前没有得到一致的研究结论。这与选择的资本账户开放指标以及样本有关。在采用名义测算法衡量资本账户开放度方面, 采用 Chinn-Ito 指标^②的研究都得出资本外逃规模与资本账户开放度无关的结论, 包括利用格兰杰因果检验对包括中国在内的 21 个新兴经济体的面板数据进行的检验 (Yalta, 2012)、利用线性面板模型对 18 个非洲国家的年度数据进行的研究 (Hermes & Linsink, 2014); 而采用其他名义开放度指标得出的结论则不尽相同。Cheung & Qian (2010) 用一个二元虚拟变量来指代中国资本管制政策, 通过格兰杰因果检验发现中国资本外逃规模与资本账户管制程度没有显著统计关系; 但同样是二元虚拟变量指代资本管制政策, 何娟文 (2005) 发现资本管制对中国资本外逃有显著抑制作用。在采用事实测算法衡量资本账户开放度方面, Lensink et al. (1998) 将外逃资本作为一种资产, 构建了一个资产组合模型, 并利用线性面板数据对 9 个非洲国家进行实证检验, 发现资本账户开放加大能减少资本外逃规模, 但影响作用小; 黄蔚和彭真善 (2006) 将经济开放度分解为经常账户下的商品贸易和服务贸易开放度、资本账户下的直接投资与间接投资开放度四项, 运用向量自回归方法

^①自 2016 年 6 月以来, 短短 7 个月时间我国外汇储备规模持续下降, 减少了 1 万亿美元。截至 2018 年 4 月, 外汇储备规模为 3.125 万亿美元。

^②Chinn-Ito 指标是衡量一国资本账户开放程度的指标, 是基于 IMF《汇兑安排与汇兑限制年度报告》(AREAER) 中的跨境金融交易限制虚拟变量计算出的。

(VAR) 实证检验, 发现这四项开放度的提高均明显引起资本外逃规模的增加。

(二) 制度质量与资本外逃

制度因素如何影响资本外逃, 理论上认为政治制度、法律制度的质量高低会影响投资者对未来回报的预期, 进而对资本外逃产生影响。但是对制度质量与资本外逃关系进行实证研究的较少, 尤其是在对中国资本外逃研究中, 涉及的制度因素寥寥无几。

在有限的文献中, 研究政治制度质量与资本外逃关系、政府对经济活动的管控制度与资本外逃关系的相对较多, 涉及产权保护等法律制度的非常少。Lensink et al. (1998) 运用 84 个发展中国家数据对政治风险与资本外逃关系进行了实证检验, 通过设置暗杀率和革命、政治权利等虚拟变量, 发现大多数政治风险变量与资本外逃保持显著的统计关系。一部分文献认为, 政治风险通过造成与投资相关的保险费损失以及资产损失, 而造成资本外逃 (Davies, 2008; Ndikumana, 2014)。Hermes & Lensink (2001) 考察了政府对经济行为管控与资本外逃的关系, 认为政策的不确定性是造成资本外逃的重要原因, 如果政府政策意图模糊, 国内居民就会倾向于将资本转移到资产回报更加确定的国外。他们利用财政支出、税收支出、政府消费、通货膨胀和实际利率的数据, 通过时间趋势扩展的二阶段自回归 (Second-order Autoregressive) 方法构建了五个政策不确定性指标, 发现除通胀外其他四个不确定性指标都同资本外逃显著正相关, 即政策不确定性越高, 资本外逃规模越大。

综合考虑多种制度因素研究的有 Cerra et al. (2008), Asongu & Nwachukwu (2016) 等。Cerra et al. (2008) 运用面板数据研究制度质量与资本外逃关系时, 引入了多个数据库中的制度指标, 包括银行治理指标、腐败行为管控指标、政策制定和执行质量指标、政治稳定指标、法律法规指标, 结果表明制度质量越低, 资本外逃越高, 并且制度质量通过影响波动性与不确定性影响资本外逃; Asongu & Nwachukwu (2016) 利用 37 个非洲国家的面板数据研究制度质量对资本外逃的影响, 在考察了六种制度质量后, 发现政治稳定、言论自由与选举投票权自由、腐败行为管控质量三个指标对资本外逃起到显著抑制作用, 在所有指标中, 腐败行为管控质量与资本外逃的负相关关系最为稳健。

我国学者对制度质量与资本外逃关系的研究。曹元涛 (2005) 对我国 1985—2002 年资本外逃的影响因素进行了分析, 采用国际透明组织 (Transparency International) 的清廉指数 (Corruption Perceptions Index) 衡量我国政治清廉程度, 用公有制经济的工业总产值与社会工业总产值之比粗略衡量我国产权制度的变革。结果表明, 政治越清廉, 资本外逃越少; 产权制度显著影响资本外逃, 如果产权制度不能满足厂商对产权保护的要求, 则出现资本外逃。潘镇和金中坤 (2008) 采用逐步回归法检验了 1982—2006 年我国制度约束与资本外逃的关系, 以居民持有有价证券价值在居民金融资产价值中占比作为我国私有产权保护程度的测算指标, 其他制度约束还包括内外资差别待遇政策、腐败程度、外汇管制、市场化程度等。结果显示, 我国政府对私有产权保护程度、外汇管制程度、市场化程度与资本外逃呈显著负相关; 腐败程度、内外资差别待遇与资本外逃呈显著正相关。但这两个研究样本量都小, 结论还有待进一步检验。

从现有研究资本账户开放对资本外逃影响的文献看, 考虑制度因素, 尤其是有关合同保护、产权保护等法律制度的非常少, 并且几乎是采用资本账户开放的总体指标, 没有区分资本流入或流出。这使得我们无法了解流入方向和流出方向的资本账户开放分别对资本外逃起到了怎样的作用。鉴于此, 本文以“金砖五国”为研究对象, 分别以总指标、流入方向指标、流出方向指标来刻画资本账户开放度, 考察资本账户开放、制度质量与资本外逃的关系, 揭示制度质量是否会对资本外逃产生影响。本文主要贡献在于: 第一, 将资本外逃影响因素从经济因素层面拓展到制度因素层面, 丰富了研究视角; 第二, 有助于进一步厘清新兴市场国家资本账户开放与资本外逃之间的关系, 特别是资本账户不同方向开放度与资本外逃的关系, 为寻找资本外逃的动因及有效抑制资本外逃提供新的理论支撑; 第三, 对我国资本账户开放下如何抑制资本外逃提供可借鉴的思路。在稳定经济发展的同时, 注重资本账户开放的方向、程度和速度, 不断完善制度质量, 特别是法律制度质量。

二、资本账户开放、制度质量对资本外逃的影响机理

(一) 资本账户开放影响资本外逃的机制

资本账户开放是指放松，甚至取消跨境交易和资金转移的管制，放松，甚至取消与资本交易相关的外汇管制的一系列政策行为。资本账户开放既可以对一国经济发展起到积极的作用，也可能对一国的经济发展造成损害，可能对资本外逃产生抑制作用，也可能加大资本外逃。

资本账户开放对一国经济可能产生积极的影响。资本账户开放可提供便捷的跨国投、融资渠道，促进了资本跨国流动。对发展中国家或新兴市场经济体而言，国际资本通过直接投资或间接投资促进了境内外生产和技术的交流，先进的技术和生产工具有利于企业改进生产流程、提高劳动生产率；资本跨国流动还扩大了国内金融市场的交易主体，丰富了金融交易的需要和供给，促使国内外金融市场的相互融通，有利于提高国内金融市场运行效率；此外，境外投资需求促进了金融产品创新和发展，有利于提高金融资源配置效率。从这方面看，资本账户开放对经济的积极影响一定程度上会抑制一国的资本外逃。

资本账户开放也可能对经济发展和金融稳定产生消极影响，继而引发资本外逃。当一国国内金融市场资产定价能力不足，境内投资者又存在非理性投资行为，资本账户开放后涌入资本容易集聚在某些短期趋利性行业（例如，房地产市场或股市），从而诱发资产泡沫，损害国内实体经济发展。一旦遇到国际投资环境突变，或本国经济出现问题，短期投机资本会逆向外逃；一旦境外投机性资本对本国货币进行攻击，势必导致本币面临贬值压力，大量资本外逃又会加剧本币汇率贬值。如果政府要维持汇率稳定，势必运用外汇储备干预外汇市场。这又会导致本国外汇储备大量流失和耗尽，最终引发货币危机，甚至国际金融危机。1997年亚洲金融危机始于泰国的过早资本账户开放，就是典型的例子。

(二) 制度质量影响资本外逃的机制

制度是一系列用来建立生产、交换与分配基础的基本政治、社会和法律基础规则，构成了人们交易行为的激励机制。制度质量是指制度所代表的行为准则被人们接受的程度及其约束力程度。制度质量越高、人们对制度的遵守程度越高，交易中的机会主义行为越不容易出现，交易后果的不确定性减小，交易主体的预期就越稳定。由于对法律相关的制度质量影响资本外逃的研究极少，因此，此处主要分析法律制度质量影响资本外逃的机制。

在法律制度影响资本外逃的传导机制中，交易成本是一个非常重要的要素。良好的产权保护制度通过以下两个途径能够降低交易的成本：第一，降低交易的不确定性。良好的产权保护制度对产权界定清晰，对市场中摩擦纠纷事件的发生起到提前预防作用，因此，能降低市场交易成本，促成交易行为，提高交易效率；第二，减少机会主义的发生。机会主义是指人们通过不正当的手段谋取个人利益的最大化。良好的产权保护制度通过交易合同的合理安排为产权交易建立起准则和规范，对交易过程中出现的种种机会主义行为予以约束与惩治，明确交易双方各自的权利和义务，促使各方遵守合约规则，降低不遵守合约带来的交易成本。

投资效益也是法律制度影响资本外逃的一个重要要素，完善的投资者保护制度能够为投资者进行跨市场资本投资，享受金融机构信息咨询等金融服务提供相应的制度保护，为投资者提供良好的金融投资环境，从而提高投资效益。文献显示，投资者保护制度质量越高，投资者进行投资的效果更佳。La Porta et al. (1997, 1998) 发现，在投资者保护较强的国家，金融市场相对更发达，这能够为投资者提供更多可选择的金融工具，更好地分散投资组合风险；La Porta et al. (2000) 发现，在投资者保护较强的国家，投资者能够获得较高的红利。

完善的产权保护制度和金融法律制度从立法层面对降低交易成本、提高交易效率与投资收益起

到积极的作用，高质量的司法制度则从执法层面保障各项立法有效执行。丰富的律师资源、高水平的法院队伍、健全的审判体系为执法的效率与公正提供坚实的保障，具备公信力的司法体系也为各项经济往来提供激励。

综上，本文认为，高质量的法律制度可以提供明确的产权、有效保护投资者、保障执法的效率，并有效降低交易往来中的信息不对称，提高交易结果的可预见性，降低交易成本；同时，良好的法律制度还可以提高投资效益。因此，一国的法律制度质量越高，资本越少流出或不容易发生外逃。

三、实证检验

(一) 模型的设定

“金砖五国”资本账户开放程度、制度质量与资本外逃关系的基准模型（1）表达式为：

$$CF_{it} = \beta_1 OPEN_{it} + \beta_2 IQ_{it} + \beta_3 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

1. CF——资本外逃规模/GDP

本文认为，资本外逃不在于它的路径有多少，而在于其是否具有投机性质，资本外逃的典型特点是一旦预期收益或者风险有变动便迅速地转移至国外，因此，短期投机性资本是外逃资本的重要组成部分。本文采用 J. Cuddington (1986) 的直接测算法来计算资本外逃规模^①：

资本外逃规模 = - (扣除统计误差的净误差与遗漏项债券和股权投资规模)

公式中的项目符号与国际收支平衡表一致。其中，扣除统计误差的净误差与遗漏项代表了隐蔽的资本流动。正常统计误差以美国和日本两个国家国际收支平衡表中净误差与遗漏项目占贸易总额的比例为参考估算得到，因为美国和日本的国际收支统计制度相对比较完善（任惠，2001）；在资本账户开放下，债券和股权投资作为一种重要的对外投资手段，本身流动性和投机性都较高，短期大规模的流动会影响一国金融市场稳定，因此本文将作为短期投机性资本的代表。

2. OPEN——资本账户总体开放程度

衡量资本账户开放程度常用的指标有两种：一种是 Chinn-Ito 构建的 KAOPEN 指标，该指标属于法规开放度；另一种是利用资本存量或流量占 GDP 的比值进行衡量，属于事实开放度。由于 KAOPEN 指标下中国 1993—2014 年得分一直为 -1.188756943^②，维持不变，没有体现我国资本账户开放稳步推进的事实，因此，本文采用资本账户事实开放度。OPEN = (直接投资资产 + 直接投资负债 + 证券投资资产 + 证券投资负债) / GDP。

3. IQ——制度质量 (Institutional Quality)

一直以来，制度质量的数字化衡量存在难度，因此，确定一个适用于跨国数据研究的制度质量指标体系非常重要。实证中有一些制度指标体系常被采用，包括 Kaufmann et al. (2011) 提供的全球治理指标 (Worldwide Governance Indicators, WGI)，EFW 数据库 (Economic Freedom of the World) 提供的政府规模与产权保护等多个制度质量指标，PRS 集团 (Political Risk Services Group) 提供的国家整体风险指数 (International Country Risk Guide, ICRG)、Marshall & Jagers (2002) 提供的政体数据库 (Polity IV) 等。

EFW 数据库和 WGI 指标体系是衡量制度质量的、较全面的综合数据库，既提供政治制度质量，又提供法律制度质量；而 ICRG 数据库指标和 Polity IV 数据库指标虽然也被广泛采用，但是一般适用于研究政治制度质量。在所有指标体系中，使用频率最高的是 WGI 指标（邵军和徐康宁，

^①J. Cuddington. Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations[M]. Princeton, NJ: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1986.

^②http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

2008)。这是因为 WGI 指标在所有同类指标体系中，严谨性与综合性更高、覆盖的国家更广。严谨性高是因为 WGI 指标比较注重统计学上的精确性，除了公布制度质量的估计值，还强调并计算了估算带来的误差 (Standard Error)；综合性更高是因为 WGI 采用的数据来源更加丰富，既包括了政府官方组织公布的数据，又包括了商业机构的分析数据与调查数据，并且吸收了其他已公布指标体系的指数。例如，WGI 指数中的 Rule of Law 指标就提取了 ICRG 指标中与法规制度相关的信息进行综合。同时，WGI 指数覆盖的国家或地区范围更广，目前 WGI 指数覆盖了 213 个国家和地区，而 ICRG 等指标只覆盖了 100 多个国家和地区。基于 WGI 指标的以上优点，本文采用 WGI 指标衡量“金砖五国”的制度质量。WGI 指标体系有三个维度，每个维度下有两个子指标，两个子指标的相关性较大，一共六个子指标。WGI 指标体系中所有指标数值越大，相应维度的制度质量越高。WGI 指标体系衡量制度质量的三个维度和六个子指标 (见表 1)。

表 1 WGI 体系各指标说明

维度	子指标	具体解释
维度一： 政府被选择、被监督以及被替代的过程	话语权和问责： Voice and Accountability (简写为 VA)	测量一国居民自由选择政府，以及言论自由的程度
	政权稳定性： Political Stability and Absence of Violence/Terrorism (简写为 PV)	测量现有政府政权的稳定性和控制暴乱能力
维度二： 政府有效制定与有效实施政策的能力	政府有效性： Government Effectiveness (简写为 GE)	测量行政服务、公共服务质量不受政治施压影响的程度，以及政府承诺实施相关政策的可信度及政策执行力度
	管制质量： Regulatory Quality (简写为 RQ)	测量政府实施提高私人部门发展的政策及监管的能力
维度三： 民众及社会尊重并遵守经济规则、社会规则等一系列法律法规的程度	法治程度： Rule of Law (简写为 RL)	测量民众信任并遵守法律法规 (尤其有关合同执行、产权保护以及司法体系的法律法规) 的程度
	腐败控制： Control of Corruption (简写为 CC)	衡量对公共权利被用于获取私人利益的控制力度，包括狭义和广义的腐败

资料来源：World Bank

本文认为，有关合同保护、产权保护等法律法规对投资活动具有非常重要的作用，直接影响了投资效果和投资行为，因此对制度质量的主要关注点在 WGI 指标体系中的“RL”指标，同时，在 WGI 指标体系其他两个维度下依据数据可得性，各选择了一个指标“PV”“RQ”。具体而言，IQ 包括：RL—测量民众信任并遵守法律法规的程度，尤其是有关合同执行、产权保护以及司法体系的法律法规；PV—测量现有政府政权的稳定性和控制暴乱能力；RQ—测量政府为允许和提升私人部门发展而形成的政策及监管的能力；RL、PV 和 RQ 得分范围为 0—100，数值越大表示相应的制度质量越高。

4.X——其他控制变量

其他控制变量包括：

(1) 国家 i 与国际市场利率的利差 (RD_i)。等于国家 i 的货币市场利率减去国际市场利率，国际市场利率以伦敦同业拆借利率 (Libor) 替代。利差越大，则投资者在国家 i 能获得的收益更大，资本外逃应该相应减少。

(2) 国家 i 的汇率变动率 ($Exchange_i$)。等于国家 i 的 (当期汇率-上期汇率) / 当期汇率。汇率都采用美元标价法，因此， $Exchange_i > 0$ 表明该国货币贬值。

(3) 通货膨胀率 ($Inflation_i$)。等于 (当期 CPI-上期 CPI) / 上期 CPI。

(4) 经济增速 ($Growth_i$)。等于 (当期 GDP-上期 GDP) / 上期 GDP。

本文所有数据来自国际货币基金组织 (IMF) 和世界银行 (World Bank)，基于数据的可得性和完整性，时间跨度为 2000—2015 年。

(二) 实证过程及结果分析

1. 面板单位根检验

我们首先对数据进行 ADF 面板单位根检验，各变量的检验结果如表 2 和表 3 所示。

由表 2 和表 3 可知，所有变量都在 1% 显著水平下平稳。

2. 模型回归

根据豪斯曼检验结果，模型 (1) 应选择随机效应模型，为了克服可能存在的异方差问题，所报告的标准误都经过了异方差修正，即标准误对异方差稳健。模型 (1) 的回归结果见表 4 第 (1) 列。

模型 (1) 检验结果表明，在控制相关变量之后，资本账户总体开放程度 (OPEN) 的系数为负且在 1% 水平上显著，这说明资本账户总体开放程度的提高能够显著地减少资本外逃。法律制度质量 (RL) 前的系数为负且在 1% 水平上显著，说明法律制度质量的提高能够有效减少资本外逃规模，这也许是因为一国法律制度质量越高，在产权保护、投资者保护方面做得越好，从而有效降低了交易过程中的不规范行为，交易主体对交易结果的预期越稳定，从而带来交易成本的降低和投资收益安全性的提高，进而对资本外逃起到抑制作用。政治制度质量 (PV) 和私人部门发展制度质量 (RQ) 则对资本外逃的作用不显著。

3. 稳健性检验

为确保实证结果的可靠性，对模型 (1) 结论进行稳健性检验。首先，采用替换指标方式，将 EFW 数据库 (Economic Freedom of the World) 提供的产权保护法律制度质量指标 (Protection of Property Rights, 简称为 PP) 作为法律制度质量的另一种度量，在模型 (1) 中设定 IQ 为 PP 指标，作为模型 (2)，表达式为：

$$CF_{i,t} = \beta_1 OPEN + \beta_2 PP + \beta_3 X_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

PP 指标数值在 0—10 之间，数值越大，代表制度质量越高。数据时间区间为 2000—2014 年。PP 指标经过面板单位根检验后显示平稳，豪斯曼检验结果显示，模型 (2) 选择固定效应模型，

表 2 主要变量 ADF 面板单位根检验结果

变量 统计量	CF	OPEN	RL	PV	RQ
chi2 (10)	39.77	37.47	27.74	29.72	24.23
Prob>chi2	0.000	0.000	0.002	0.001	0.007

表 3 控制变量 ADF 面板单位根检验结果

变量 统计量	RD	Exchange	Inflation	Growth
chi2 (10)	30.65	24.99	25.25	33.49
Prob>chi2	0.001	0.005	0.005	0.000

表 4 模型回归结果

估计方法 模型	RE (1)	FE (2)	System GMM (3)
CF _{it-1}			0.0465 (0.0383)
OPEN	-0.308*** (0.0585)	-0.215** (0.0872)	-0.397*** (0.0799)
RL	-0.000928*** (0.000124)		-0.000954*** (0.000149)
PV	1.56e-05 (0.000188)		-0.000229 (0.000312)
RQ	2.13e-05 (0.000244)		0.000593 (0.000410)
PP		-0.00474*** (0.00145)	
RD	-0.000416* (0.000232)	-0.000679** (0.000294)	-0.000744*** (0.000274)
Exchange	0.000327*** (8.22e-05)	0.000434*** (0.000129)	0.000178 (0.000229)
Inflation	0.000249 (0.000425)	0.00101* (0.000529)	0.00113* (0.000606)
Growth	6.40e-07 (0.000106)	6.44e-05 (0.000156)	-0.000307** (0.000151)
Constant	0.0479*** (0.0101)	0.0253** (0.0103)	0.0315** (0.0125)
Hausman 检验卡方 统计量	10.92 [0.206]	21.50** [0.0003]	
观测值	80	75	75
R ²	0.598	0.687	
Arellano-Bond test for AR (1)			-1.894* (0.0581)
Arellano-Bond test for AR (20)			-1.0662 (0.2863)
Sargan test			9.69067 (0.2068)

注：() 内为标准误；[] 内为相应统计量的 P 值；***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的水平下显著；下同。Arellano-Bond 检验括号内的数为 Prob>Z 的值，Sargan 检验括号内的数为 Prob>x² 的值。

回归结果见表 4 列 (2)。

由于模型 (1) 可能因为遗漏变量导致内生性的存在，为检验估计结果是否受到内生性影响，且考虑到资本外逃可能存在一定的惯性，本文采用动态面板模型进行进一步的稳健性检验，动态面板模型 (3) 设定如下：

$$CF_{it} = \beta_1 CF_{it-1} + \beta_2 OPEN_{it} + \beta_3 IQ_{it} + \beta_4 X_{it} + e_{it} \quad (3)$$

模型 (3) 包含被解释变量的一阶滞后项，若采用一般的面板 OLS 回归，会因内生变量的存在而导致估计值上偏与不一致 (Upwards Biased and Inconsistent)，而 GMM 估计 (Generalized-Method-of-Moments) 可以有效地应对动态面板数据中的内生性问题。GMM 估计方法分为系统 GMM 和差分 GMM，相比差分 GMM 方法，系统 GMM 估计能够提高模型估计的精确度，并减少有限样本造成的偏差 (Baltagi, 2013)，因此，此处采用系统 GMM 方法对模型进行估计。模型 (3) 的回归结果见表 4 列 (3)。

两种稳健性检验结果均显示，核心解释变量资本账户开放 (OPEN)、法律制度质量 (PP、RL) 前的系数符号与显著性都没有发生改变，回归结果保持稳健。这表明，法律制度质量的提高，稳健地对资本外逃起到了抑制作用；资本账户总体开放程度的提高能够显著地减少资本外逃规模。

4.对资本账户开放抑制资本外逃的深入分析

由于资本账户开放涉及资本流入的开放和资本流出的开放，为深入研究不同方向的开放对资本外逃会产生什么影响，本文将资本账户开放分解为流入和流出两个方向，分析流入方向资本账户开放程度、流出方向资本账户开放程度以及制度质量对资本外逃的影响。

模型 (4) 设定如下：

$$CF_{it} = \delta_1 OUT_OPEN_{it} + \delta_2 IN_OPEN_{it} + \delta_3 IQ_{it} + \delta_4 X_{it} + e_{2it} \quad (4)$$

其中，OUT_OPEN 代表流出方向的资本账户开放程度， $OUT_OPEN = (\text{直接投资资产} + \text{证券投资资产}) / GDP$ 。IN_OPEN 代表流入方向的资本账户开放程度， $IN_OPEN = (\text{直接投资负债} + \text{证券投资负债}) / GDP$ 。IQ 仍取 WGI 指标体系中 RL、PV、RQ 三个指标。根据豪斯曼检验结果模型 (4) 选择固定效应，回归结果见表 5。

实证结果显示，OUT_OPEN 前的系数在 10% 的水平上显著为正；IN_OPEN 前系数在 1% 水平上显著为负，并且系数的绝对数值更大；法律制度质量前的系数仍然在 1% 水平上显著为负；其余两个制度质量回归系数仍旧不显著。这表明：第一，跨境资本流出方向的开放程度与资本外逃呈正相关关系，即跨境资本流出方向开放程度的提高会促进资本外逃；第二，跨境资本流入方向的开放程度与资本外逃呈负相关关系，说明跨境资本流入方向开放程度的增加会抑制资本外逃；第三，在资本账户开放进程中，由于较好地控制了资本开放的方向、程度和速度，使资本流入方向开放对资本外逃带来的抑制效应大于资本流出方向开放带来的促进效应，这也是“金砖五国”资本账户总体开放程度的提高能够显著地减少资本外逃的一个重要原因；第四，法律制度质量对资本外逃起到了稳健的抑制作用。

表 5 分解资本账户开放回归结果

估计方法	FE
模型	(4)
OUT_OPEN	0.345* (0.185)
IN_OPEN	-0.608** (0.119)
RL	-0.00110** (0.000375)
PV	-4.36e-05 (0.000344)
RQ	-6.75e-05 (0.000302)
RD	-0.000784** (0.000322)
Exchange	0.000228* (0.000120)
Inflation	0.00146** (0.000551)
Growth	-0.000113 (0.000134)
常数项	0.0713** (0.0197)
Hausman 检验卡方 统计量	19.83** [0.019]
观测值	80
R ²	0.687

四、结论与建议

基于上述研究，本文得出以下结论及建议：

第一，资本账户总体开放度的提高不是资本外逃加大的原因。从“金砖五国”的实证结果来看，资本账户开放对资本外逃还起到一定程度的抑制作用。一方面，“金砖国家”通过扩大资本账户开放向人们展示了一个信号，即政府对维持本国的经济发展和金融稳定是有充分信心的；另一方面，作为全球最大的五个新兴市场经济体，它们具有巨大的经济增长潜力，近年来在国际舞台上的影响力也日益提高，这些因素对国际资本投资具有很大的吸引力。早在2011年IMF对新兴市场国家调研时就指出，“趋势性的规模资本流动是由国际金融市场外部条件变化引发的，外部因素具有不可控性；内部因素，如经济增速、国际收支、国际市场参与度等对资本流动发生趋势性变化作用较小，但可以决定本国资本流动的规模”。因此，归根到底，在资本账户开放过程中，促进本国经济稳健发展，保持国际收支适度顺差，维护本国汇率的相对稳定，才是根本上抑制资本外逃的重要因素。

第二，在资本开放进程中，合理控制资本账户开放的方向、程度和速度，对抑制资本外逃起到关键的作用。近年来，人民币国际化有条不紊地进行，目前我国新一轮的改革开放序幕也已经拉开，包括资本项目在内的进一步开放是必然的，但也会带来新的问题与风险。就资本项目的进一步开放而言，在注意资本账户开放的顺序、步骤外，要高度重视资本流入、资本流出方向开放程度与速度的匹配，重视资本开放与金融监管、金融法律等制度的建设水平相匹配，由此做到既引入了国际资本为我所用，又可以最大程度地防范资本外逃及由此引起的对金融市场的冲击。

第三，制度质量的提升将显著抑制资本外逃。法律制度质量的提升意味着法律执行成本的降低与法律执行效果的加强。良好的产权保护制度可以使投资者的投资成果得到有效保护，确保投资资产的安全；完善的金融法律制度是保障金融市场上投资行为（保护股票、债券、金融衍生品等金融工具投资）的基础，也是构成成熟、有效的金融市场的重要组成部分。因此，在我国新一轮的金融开放中，健全法律制度，尤其是有关合同保护与产权保护的法律法规以及有关投资者保护方面的金融法律制度十分必要。此外，提高行政服务和公共服务质量，控制腐败等其他制度建设也应该同步进行。这些措施对抑制资本外逃或防范大规模的资本异动将起到积极的作用。

第四，注意改革措施的配套与协调。由于控制变量中利差和经济增速对资本外逃至少在5%显著水平上显著，通货膨胀率在10%显著水平上显著。因此，建议必须注意配套改革，资本项目的进一步开放与利率、汇率市场改革，与人民币汇率制度改革，与人民币国际化战略的实施，与我国整体金融监管制度的改革及法律制度改革等配套、协调地进行，由此提高我国资本项目开放的效率与效果。

（责任编辑 边卫红）

参考文献：

- [1] 曹元涛. 中国资本外逃问题宏观决定模型分析[J]. 南开经济研究, 2005 (3): 35-41
- [2] 何娟文. 资本管制能否抑制资本外逃——关于中国的案例分析[J]. 财经理论与实践, 2005 (5): 60-64
- [3] 黄蔚, 彭真善. 我国资本外逃与经济开放度的实证研究: 1982—2004年[J]. 国际贸易问题, 2006 (12): 108-114
- [4] 潘镇, 金中坤. 制度约束与中国的资本外逃: 1982—2006[J]. 南京师大学报社会科学版, 2008 (6): 44-52
- [5] 任惠. 中国资本外逃的规模测算和对策分析[J]. 经济研究, 2001 (11): 69-75
- [6] 邵军, 徐康宁. 制度质量、外资进入与增长效应: 一个跨国的经验研究[J]. 世界经济, 2008 (7): 3-14
- [7] Asiedu Elizabeth, Donald Lien. Democracy Foreign Direct Investment and Natural Resources[J]. Journal of International Economics, 2011 (1): 99-111

- [8] Asongu Simplice, Jacinta Nwachukwu. Fighting Capital Flight in Africa: Evidence from Bundling and Unbundling Governance[M]. Social Science Electronic Publishing, 2016: 1-19
- [9] Cerra Valerie, Meenakshi Rishi, Sweta Saxena. Robbing the Riches: Capital Flight, Institutions and Debt[J]. The Journal of Development Studies, 2008, 44 (8): 1190-1213
- [10] Cheung Yin-Wong, XingWang Qian. Capital Flight: China's Experience[J]. Review of Development Economics, 2010, 14 (2): 227-247
- [11] Davies Victor. Postwar Capital Flight and Inflation[J]. Journal of Peace Research, 2008 (4): 519-537
- [12] Epstein Gerald, Ilene Gabel. Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from The 1990s and Lessons from the Future[N]. United Nations Conference on Trade and Development, 2004: 13-14
- [13] Kaufmann Daniel, Aart Kraay, Massimo Mastruzzi. The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues[J]. Hague Journal on the Rule of Law, 2011 (3): 220-246
- [14] Kose M., Ayhan, Eswar S. Prasad, Macro E. Terrones. Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? [J]. Journal of International Money and Finance, 2008 (4): 554-580
- [15] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal Determinants of External Finance[J]. Journal of Finance, 1997 (3): 1131-1150
- [16] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998 (6): 1113-1155
- [17] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Agency Problems and Dividend Policies around the World[J]. The Journal of Finance, 2000 (1): 1-33
- [18] Maurice Obstfeld. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? [J]. Journal of Economic Perspectives, 1998 (4): 9-30
- [19] Mody Ashoka, Antu Panini Murshid. Growing up with Capital Flows[J]. Journal of International Economics, 2002 (1): 249-266
- [20] Ndikumana Léonce. Capital Flight: Measurement and Drivers[M]. Social Science Electronic Publishing, 2014: 1097-1103
- [21] Niels Hermes, Lensink Robert. Capital Flight and the Uncertainty of Government Policies[J]. Economics Letters, 2001 (3): 377-381
- [22] Niels Hermes, Robert Lensink. Financial Liberalization and Capital Flight: Evidence from the African Continent [J]. Journal of the Physical Society of Japan, 2014 (9): 2522-2523
- [23] Okada Keisuke. The Interaction Effects of Financial Openness and Institutions on International Capital Flows[J]. Journal of Macroeconomics, 2013 (1): 131-143
- [24] Robert Lensink, Niels Hermes, Murinde Victor. Capital Flight and Political Risk[J]. Journal of International Money and Finance, 1998 (1): 73-92
- [25] Stiglitz Joseph. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability[J]. World Development, 2000 (6): 1075-1086
- [26] Yalta Ayse Yasemin, Talha Yalta. Does Financial Liberalization Decrease Capital Flight? A Panel Causality Analysis [J]. International Review of Economics and Finance, 2012 (1): 92-100

Abstract: This paper uses the representative system quality index and the panel data of the BRICS countries to study the relationship between and among the capital account openness, the institutional quality and the capital flight. The study shows that the increase in the overall openness of the capital account does not lead to the increase of capital flight, but has played an inhibitory role. The increase in the openness of the cross-border capital outflow will promote capital flight. The increase in the openness of the cross-border capital inflow will inhibit the capital flight. The openness speed and depth of the capital account, which is better controlled by the “BRICS Five”, makes the overall inhibition effect greater than the promotion effect. In the process of opening up the capital account, the improvement of the quality of the system, especially the improvement of the legal system of the contract protection and the protection of property rights, can effectively reduce the capital flight.

Keywords: Capital Account Openness; Institutional Quality; Capital Flight