

# 中国资本项目下的资本外逃研究

牛晓健, 姜波克

(复旦大学金融研究院, 上海 200433)

**摘要:** 文章在把握资本外逃实质性内涵的基础上, 重新定义了中国经济转型时期的资本外逃, 将脱离国内监控、不向政府纳税的对外投资纳入资本外逃的范围, 在国内首次深入研究了资本项目下的资本外逃问题, 借鉴并改进了多利法(Dooley Method), 在相关数据有限的条件下首次测算了中国改革开放以来资本项目下的资本外逃的规模, 分析资本项目下资本外逃的负面效应, 并就如何治理资本项目下资本外逃提出了对策建议。

**关键词:** 对外投资; 多利法; 经济转型; 国有资产流失

**中图分类号:** F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2005)10-0014-08

## 一、资本项目下资本外逃的形式及特征

近年来, 伴随着我国改革开放的不断深化, 国内企业掀起了一股对外投资的热潮。据国家商务部统计, 2003年经商务部批准和备案设立的境外非金融类中资企业510家, 中方协议投资额20.87亿美元, 同比增长45.7%和112.3%。其中, 境外加工贸易企业70家, 中方协议投资额1.45亿美元<sup>①</sup>。目前在海外投资的7000多家企业, 部分是为了利用国外的资源, 开辟国际市场, 拓宽经营渠道, 这对我国企业走向世界, 提升国际竞争力无疑是大有裨益的。但也有部分企业却假借对外投资、合资的名义, 将国有资产转移到境外, 再通过一些隐蔽的方式, 将国有资产转变为私人财产, 从而演化成为“假投资, 真外逃”。尽管我国对资本项目实行较为严格的管制, 我国境内企业对外投资需要经过商务部的批准, 原则上要对投资项目“逐笔审批”。但是理论分析和实践调研都表明, 仍然有一部分资本在“合法投资”的外衣掩护下“外逃”。

这一问题在数年前的外贸公司体制改革中就已经暴露, 有关部门发现一些中资外贸企业出现了严重的资不抵债的问题, 在企业宣布破产前, 已经有大

收稿日期: 2005-06-27

基金项目: 上海市哲学社会科学规划课题(2005BJB006)

作者简介: 牛晓健(1971—), 男, 新疆阿克苏人, 复旦大学金融研究院博士后流动站研究人员;

姜波克(1954—), 男, 上海人, 复旦大学金融研究院教授, 博士生导师。

量的优质资产和企业的利润被转移到境外，落到某些私人名下（王军，1996）。一些企业在对外投资的同时注册了由企业管理者或其亲属私人所有的关联企业，在经营活动中，如果企业出现了盈利就通过关联交易的方式将利润转移到私人企业中，如果私人企业发生了亏损，就通过关联交易将亏损转移到国有企业中。在这种交易方式下，国有企业很难有盈利的机会，而且资产在不断地被损耗<sup>②</sup>，但是这些国有企业国内的母公司还想方设法疏通有关管理部门不断增加对外投资。一些对外投资的国有企业治理结构不完善，对外投资的项目和经营状况由企业的主要领导人直接掌管，其对外投资不经董事会研究，由此滋生了企业管理者在境外贪污挪用国有资产的现象，对外投资成了高层管理者“致富”的“提款机”（潘波，2003）。

企业通过资本项目进行外逃的主要形式有：（1）国内企业在对外投资过程中，擅自改变国内批准的投资方向和投资计划，在国外从事投机活动，并且隐瞒、截留境外投资收益和资产溢价收入，用再投资的名义滞留于境外。（2）我国企业在境外发行股票或债券后，私自改变募集资金的用途，或通过有关金融机构改变证券认购与包销的条件，隐瞒或截留一部分资金于境外。（3）部分国有企业以境外投资的名义，将国内资本转移至境外，再将这些资金以个人名义在国外注册成立公司。（4）境外投资企业将应当汇回国内的投资收益以外商投资的名义投入国内的母公司，再以外商投资收益的名义将国内资产转移出国。（5）跨国经营企业通过内部价格转移，抬高从国外公司进口的设备，原材料和中间产品的价值，压低国内出口产品的价格。有学者研究认为在美国和日本的许多中国企业，其盈利主要是靠赚取国内公司的钱，而国内一些外贸企业之所以亏损甚至资不抵债，很大程度上就是为了转移资金才长期做如此“亏本”的生意（王军，1996）。（6）一些企业为了绕过国内的资本管制，采用平行贷款或互换贷款的方式，以外资企业或者外资金融机构为中介，国内企业为对方提供国内人民币融资，国外企业向国内企业的国外分公司提供外汇贷款；或者与外商串通高估外商投资的进口设备和技术的价值，低估中方对外投资资产的价值。

由以上资本外逃的种种形式可以看出，对外投资已经演变成为国有资产流失和资本外逃的一个重要渠道，应当得到理论界和实务部门的重视。从实践中看，资本项目下的资本外逃有以下特征：一是投资项目处于政府有关部门和国内企业的监控之外，投资项目的透明度不高，企业治理结构存在缺陷，决策缺乏民主；二是境外投资蓄意隐瞒投资的收益，不向国内企业如实申报，不向我国政府上交相关税收；三是对外投资的国有资产存在非投资性、经营性流失的问题。从实质上看，这些对外投资同政府审批的初衷背道而驰，投资者为了获取小集团或某些管理者个人的私利，严重地违背了同政府的“契约”。反映这些问题的一个迹象就是我国对外投资项目申报的利润率异常低下，例如在1998年仅为1%。尽管理论界和实践部门都意识到这一问题的严重性，但是迄今未能测算出资本项目下资本外逃的规

模,这也是制约理论界对此进行深入研究的重要因素。本文试图在这方面有所突破,尽可能准确地测算出这部分资本外逃的规模。

## 二、资本项目下资本外逃规模的测算

国内学者如宋文兵(1999)、李庆云和田晓霞(2000)、李晓峰(2000)等在测算资本外逃时普遍采用了游资法(Cuddington, 1986)和余额法(World Bank, 1985),但是这两种方法的共同缺点是不能测算出资本项目下的资本外逃。多利(Dooley, 1986)和罕(Khan, 1987)突破了传统测算方法,提出了“多利法”(Dooley Method),与余额法计算过程相反,多利法计算的思路是先求得一国总的资本流出额,然后再减去被认为是正常的资本流出部分从而得到资本外逃数额。根据他们的观点,应当将“所产生的投资收益是否被准确地记录”作为区分资本流出正常与否的标准。他们首先将可以识别的(Identified)资本外流部分加总,得出一国对外债权总额,然后从中减去“正常的”对外债权存量的变动数,得出资本外逃的规模。这种方法将资本外逃与正常的资本外流区别开来,在思想上有较大的创新。

但是需要明确的是,首先,根据多利法测算的资本外逃不能涵盖我国资本外逃的全部,经常项目下和非法方式的资本外逃不向我国政府申报并纳税,也不在我国对外投资的统计范围之内,因而无法用这种方法来测算,因此,多利法仅仅适用于我们测算资本项目下的资本外逃,而这只是资本外逃中的一个部分;其次,由于统计口径不一致,多利法并不能直接用于测算我国的资本外逃,本文在对其修改的基础上用于测算资本项目下的资本外逃。在相关数据有限的情况下,本文将通过中国对外投资申报的投资利息(利润)的倒算,来测算资本项目下的资本外逃。其基本思路是:首先假定我国对外投资的企业能够获得国际平均利润水平,根据对外投资企业申报的收益(利润)倒算出我国对外投资的真实数额,然后与国家批准的对外投资进行比较,其差额就是我国企业利用对外直接投资方式进行的资本外逃的测算值。用公式表示为:

$$CF_{DDI} = IP_i / RW_i - DDI_i \quad (1)$$

公式(1)中, $CF_{DDI}$ 表示利用对外直接投资进行的资本外逃, $IP_i$ 表示*i*年对外投资企业向国内申报的投资收益, $RW_i$ 表示*i*年国际市场的平均收益率, $DDI_i$ 表示经过国家批准的在*i*年对外投资的总额。

目前在国际金融市场比较通用的基准资产回报率主要有两种:美国财政部的国库券(US Treasury Bill)的收益率和伦敦银行业同业拆借市场的利率(LIBOR)。国际金融市场的预期投资回报率一般都是以LIBOR或US Treasury Bill为基准,根据投资项目风险加上一定的风险溢价(Risk Premium),如国际金融市场上发行债券利率的确定,一般是根据相应期限的LIBOR在上浮一定比例。如果一项投资活动的预期回报低于LIBOR,那么这

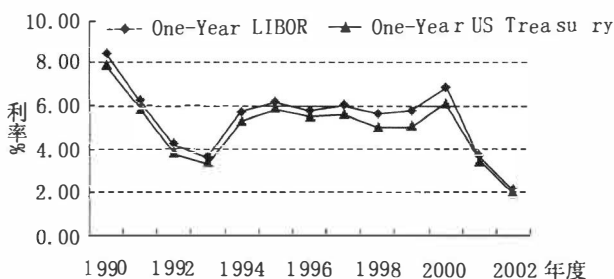
项投资在理性的投资者的决策中是不大可能被实施的。由图 1“1990~2002 年两种基准利率的比较图”可以看出,1990~2002 年一年期美国国库券的利率和 LIBOR 的利率非常接近,并且变化趋势完全一致,只是美国国库券的收益率略低于 LIBOR,因而可以认为,国际金融市场的投资活动的投资平均回报率至少应当达到美国国库券的水平。本文以  $R_{truei}$  表示我国企业在  $i$  年对外投资的实际回报率。为了不至于高估资本项目下的资本外逃,本文采用了相对较低的美国财政部一年期债券的收益率作为标准(以  $R_{USTi}$  表示)来测算其规模。根据以上分析有:

$$R_{truei} \geq R_{USTi} \quad (2)$$

在投资收益( $IP_i$ )一定的情况下,由实际投资回报率  $R_{truei}$  推算出的实际投资额不会大于根据  $R_{USTi}$  推断出的投资额,即

$$IP_i / R_{truei} \leq IP_i / R_{USTi} \quad (3)$$

式(3)的含义是:根据我国企业对外投资的收益和美国财政部一年期债券倒算出来的我国对外正常投资数额应当高于(至少不低于)实际正常投资额,否则意味着我国经过有关部门审批的对外投资额超出了本文测算的正常投资额,超出的部分应当属于本文定义的资本外逃。即这些投资收益没有向国家有关部门申报,也没有汇回国内,没有向政府缴纳相应的税收,而“流失”在境外(Missing Money Oversea),其收益权不受国内政府的控制。



资料来源: <http://www.hsh.com/indices/tsec00.shtml>, <http://www.hsh.com/indices/tsec90.shtml>, <http://www.hsh.com/indices/tsec80.shtml>, “Comparison Graph: One-Year TCM vs. Fannie Mae LIBOR”整理后得到。

由上分析可见,这种倒算方法是对正常对外投资的高估,即对资本项目下资本外逃的低估,这就不会夸大实际外逃的数量。具体计算过程如下:

(1)如果有:

$$DDI_i \leq IP_i / R_{USTi} \quad (4)$$

本文认为在  $i$  年资本项目下没有出现资本外逃。

(2)如果有:

$$DDI_i > IP_i / R_{USTi} \quad (5)$$

本文认为在  $i$  年资本项目下出现了资本外逃,其数额为:

$$CF_{DDI} = IP_i / R_{USTi} - DDI_i \quad (6)$$

在企业对外投资收益的数据采集过程中,我们遇到以下问题:我国的国际

收支平衡表的编制分为两个阶段:1982~1996年我国采用国际货币基金组织制定的《国际收支手册》第四版的主要原则和条款进行编制。尽管国际货币基金组织在1993年5月就颁布了《国际收支手册》第五版,但是我国从1997年才正式按照第五版的要求编制国际收支平衡表。由于这两个版本的很多项目都不相同,一些名义上一致的项目也赋予了新的内容,对本文的数据采集造成很大不便。1982~1996年的国际收支平衡表中“一、经常项目(Current Account)”中的“(二)非贸易往来(Services and Income)”项目中的“4. 投资收支(Investment Income)包括三个项目:利润(Profit)、利息(Interest)和银行收支(Transaction Fees),其中利润就是本文所说的对外投资的收益。但是,在1997年采用新版国际收支平衡表后,在“一、经常账户(Current account)”的B项“收入(Income)”中的第二项“投资收入(Investment Income)”不再细分。在我国公开发行的各种统计年鉴、对外经济贸易年鉴和政府的网站上也无法找到我国企业对外投资所获取的确切的投资利润。因而,本文采用以下办法解决这一问题:根据1982~1996年投资利润占投资收入总额的平均比例,并假定在1997~2002年这一比例相对稳定,据此计算出该时期我国企业投资利润的近似值。由表1可见,只有1982年、1983年两年资本项目下没有出现资本外逃,而其余19年均存在资本外逃,其总规模达到343.98亿美元。

表1 资本项目下的资本外逃测算(CF<sub>invest</sub>) 单位:亿美元

年度	我国企业对外投资利润	投资收入总额	国际市场平均收益率(US TCM)	实际对外投资额	账面投资额	对外投资中的资本外逃测算
1982	0.2000	10.17	12.19	1.64	0.44	0
1983	0.3100	14.53	9.57	3.24	0.93	0
1984	0.0200	19.22	10.89	0.18	1.34	1.16
1985	0.0600	13.87	8.43	0.71	6.29	5.58
1986	0.0000	9.01	6.46	0.00	4.5	4.5
1987	0.1000	9.76	6.78	1.47	6.45	4.98
1988	0.0000	14.69	7.65	0.00	8.5	8.5
1989	0.0600	18.94	8.54	0.70	7.8	7.1
1990	0.0000	30.18	7.88	0.00	8.3	8.3
1991	0.0000	37.19	5.88	0.00	9.13	9.13
1992	0.0005	55.96	3.89	0.01	40	39.9
1993	0.0037	43.91	3.43	0.11	44	43.89
1994	0.0100	57.38	5.31	0.19	20	19.81
1995	0.0100	51.91	5.95	0.17	20	19.83
1996	0.0700	73.17	5.53	1.27	21.14	19.87
1997	0.1227	30.08	5.63	2.18	27.24	25.06
1998	0.2239	54.88	5.05	4.43	28.16	23.73
1999	0.4253	104.25	5.08	8.38	23.77	15.39
2000	0.5038	123.49	6.11	8.25	22.39	14.14
2001	0.3710	90.92	3.48	10.66	70.92	60.26
2002	0.3130	76.71	2.00	15.64	28.49	12.85

资料来源:中国国际收支平衡表(1982~2002), <http://www.hsh.com/indices/tsec90s.html>, <http://www.hsh.com/indices/tsec80s.html>, <http://www.hsh.com/indices/tsec00s.html>。

### 三、资本项目下资本外逃的负面效应

1. 使国家损失了大量的税收收入。由于我国对于税收管辖权的原则是

同时按照地域税收管辖权和居民税收管辖权进行征管，国家对居民在境外投资的收益拥有税收权。资本项目下的资本外逃不向我国政府如实申报对外投资项目和所得利润，一个重要的目的就是为了逃避国内的监管、减少投资的税负。尽管这些投资形式上经过政府的审批，但是流到国外以后，政府失去了对这些投资所得的收益权，从而减少了政府的税基，在政府支出水平和税收目标既定的情况下，必然会增加对现有国内投资的税收负担，可能会导致资本外逃进一步增加。这种情形在伊顿(Eaton, 1987)的资本外逃模型被形象地刻画出来：假定一国的税收总量是固定的，税率取决于国内资本投资量的大小，若私人资本都选择在国内投资，那么税率是较低的；若相反，国内的投资量不足，对现有国内投资的税率将会很高，对经济的悲观预期会导致该国出现“爆发性、整体性”的资本外逃，国内资本都慌不择路竞相外逃，形成“高税率—资本外逃—更高的税率”的恶性循环，税收的减少迫使减少公共投资，这一措施也会对经济的长期稳定增长产生不利影响，并导致投资者对国家的经济发展前景的悲观预期，会进一步诱发资本外逃，从而对一国的政治经济构成致命的冲击。

2. 导致国有资产流失。资本项目下资本外逃的另一个严重后果是造成了国有资产的流失。事实上，国有企业对外投资中虚设项目，资本到国外后擅自更改投资项目，或者企业向国内的总公司、税务部门、对外经贸管理部门隐瞒对外投资的收益而形成的资本外逃也是滋生贪污、腐败和国有资产流失的温床。一部分国有资产在出境之后，由于缺乏严密的监督和控制，在企业管理者操纵之下，其资产属性发生了根本性变化，由“国有资产”变成了“私人财富”，成为企业管理者小集团的“小金库”，企业的对外投资成为瓜分和侵吞国有资产的“安全”且“隐蔽”的方式。这也可以解释为何我国对外投资的企业总体上处于亏损，但一些企业总是乐此不疲。总之，资本外逃导致的国有资产的流失使国有企业和金融体系的深化改革更加困难，长此以往会对中国经济的总体稳定与持续发展造成负面影响。

3. 阻碍我国企业“走出去”战略的实施。我国自改革开放 25 年来，已经从一个从资本极为稀缺的国家成为资本相对充裕的国家，企业的竞争力也在不断提高，一些企业在国内已经受到资源瓶颈的限制，要求到国外开办企业充分利用国外的资源。由于长期出于经常项目、资本项目和外汇储备的“三顺差”，我国政府积累的大量外汇储备，客观上也具备对外投资的基础。但是，如果资本项目下的资本外逃不能得到有效控制，就会危及我国企业“走出去”战略的实施。可以设想，在我国目前对于资本项目严格管制，对外投资逐笔审批的情况下尚且存在为数不菲的资本外逃，如果进一步放宽对外投资的管理，放松对于对外投资的审批，资本外逃会呈现更加难以控制的局面。因此，资本项目进一步开放的前提是资本项目下的资本外逃已经得到有效管理，企业的对外投资纳入了正常的发展轨道。

企业对外投资产生错位的原因既有内部治理结构的问题,也有外部约束机制的问题,从外部管理来看,就在于我国现有的对外管理体制已经不能适应当前实践的需要,因此改革我国对外投资管理体制已是刻不容缓的一件大事。

#### 四、政策建议

首先应当加快我国对外直接投资的国内立法工作。政府应尽快出台《对外直接投资管理条例》等法规,内容应包括企业对外投资的管理程序、事后监管,对外投资的促进、服务措施以及国有企业、私营企业和三资企业对外投资的监管、监控、监测,以便有关部门有法可依,切实可行地全面地推动我国企业的对外投资活动。从总体上看,今后政府对外投资的管理内容应当从微观的项目分析与审批转向宏观的投资指导与服务;管理的方式应当从直接的行政干预转向间接的市场引导、监测;对外投资企业的性质应当从国有企业拓展到包括私营企业、股份制企业、三资企业在内的所有的企业类型;管理的程序从多部门多环节不透明的审批转变为单一部门少环节的公开性指导与规劝的“窗口式管理”。

其次,加强对外投资的管理。(1)事前管理。认真审核对外投资项目的真实性,在审批中不能局限于投资项目本身,还要考察企业在境内的经营活动是否合规合法,必要时应当查阅该企业以往对外投资的经营管理状况。(2)事中监控。一旦企业的对外投资获得了批准,并不意味着对外投资管理部门的任务的终结,而是实际监控的开始。要同人民银行密切配合、相互沟通,对资本项目下外汇资金的流入流出进行实时监控、全程跟踪,保证外汇资金的流动在正常范围之内。(3)事后监督。企业对外投资的资金划拨到境外以后,还要继续对企业的投资活动进行事后监督:企业的投资计划是否按期进行,是否出现变更投资项目的问题,是否脱离了实体投资而进入金融投机领域;企业对外投资的资产收益如何,是否如实向境内的管理部门申报并缴纳相应的税收等。

#### 注释:

- ①资料来源:商务部网站(www.mofcom.gov.cn)发布的《2003年我国对外经济合作业务简明统计》。
- ②据对外经贸部统计,目前中国海外企业盈利户数约占35%,亏损户数约占65%,海外投资整体效益较差,对外投资企业的利润水平远低于国内平均利润水平和国际投资平均收益率(王彦华,岳晓华,2003)。其原因很可能是这些企业隐瞒投资收益,以达到长期滞留于境外的目的。

#### 参考文献:

- [1] Cuddington, J. T. Capital flight: Estimates, issues and explanations[J]. Princeton Studies in International Finance, No. 58 (Princeton, N. J. Princeton University): 1~40.
- [2] Dooley, M. Country-specific risk premiums, capital flight, and net investment income

- payments in selected developing countries[M]. Mimeo, Washington, D. C. , IMF, 1986.
- [3] Eaton, J. Public debt guarantees and private capital flight[J]. World Bank Economic Review, 1987, 1(3): 377~395.
- [4] Fitz, G V & Cobham, A. Capital flight: Cause, effects, magnitude and implications for development[M]. FTPRC, Queen Elizabeth House. University of Oxford, 2000, August.
- [5] Tornell, A & A Velasco. The tragedy of the commons and economic growth: Why does capital flow from poor to rich countries[J]. Journal of Political Economy, 1992, 100(6): 1208~1231.
- [6] Walter, I. Secret money[M]. London, George Allen & Unwin, 1985.
- [7] 姜波克. 国际金融学[M]. 北京: 高等教育出版社, 1999.
- [8] 牛晓健. 中国经济转型时期资本外逃研究[D]. 南京: 南京大学 2004 年经济学博士论文.
- [9] 牛晓健, 郑祖玄. 资本管制、外商投资与最优税差: 对中国转型时期过渡性资本外逃的研究[J]. 经济研究, 2005, (4): 108~115.
- [10] 宋文兵. 中国的资本外逃问题研究: 1987~1997[J]. 经济研究, 1999, (5): 39~48.
- [11] 李庆云, 田晓霞. 中国资本外逃规模的重新估算: 1982~1999[J]. 金融研究, 2000, (8): 72~82.
- [12] 李晓峰. 中国资本外逃的理论与现实[J]. 管理世界, 2000, (4): 123~133.
- [13] 王军. 外贸公司争相破产有“鬼”. 改革[J]. 1996, (3): 11~12.
- [14] 王彦华, 岳晓华. 政策调整: 推进“走出去”战略的重中之重[J]. 国际经济合作, 2003, (4): 4~8.
- [15] 潘波. 对外投资为何一去不回[J]. 山东审计, 2003, (4): 66.

## A Study on the Capital Flight in the Capital Account in China

NIU Xiao-jian, JIANG Bo-ke

(*Institute for Financial Study, Fudan University, Shanghai 200433, China*)

**Abstract:** Based on the definitions of capital flight, this paper redefines the capital flight in China in the transition period, and takes the overseas investment, which gets rid of the control of the government and taxes, into the range of capital flight. Using the Dooley method for reference, it estimates the capital flight in the capital account in China for the first time, and analyzes its reason and effect. At last, it gives some advice on how to control the capital flight in capital account.

**Key words:** overseas investment; Dooley method; economic transition; erosion of state assets

(责任编辑 许 柏)