

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2023.04.002

发展中国家国际资本流动的经济效应分析 ——基于国际债务资本和国际股权资本的对比^{*}

高 禄¹ 葛 菲²

(1. 上海工程技术大学管理学院, 上海 201620; 2. 上海师范大学旅游学院, 上海 200234)

摘 要: 资本账户的各子项目对发展中国家的经济效应具有异质性, 研究国际资本的差异, 有助于采取有效的监管政策。国际资本根据企业融资模式的差异可以分为国际债务资本和国际股权资本, 本文通过对两类国际资本进行对比分析, 认为不同的国际资本流动对发展中国家经济效应的作用机制存在差异: (1) 国际债务资本流入为一国的经济增长提供了流动性支持, 促进利率下降, 产生流动性冲击, 当国内私人信贷较高时, 国际债务流出会提高金融风险, 因此政府债务水平制约着国际债务资本的经济效应; (2) 国际股权资本直接介入企业的投融资活动, 当一国市场不完善时, 道德风险等问题对国际股权资本产生影响, 引发金融市场的同质性问题, 造成市场的波动, 特别是制度质量制约着国际股权资本的经济效应。因此, 资本账户开放过程中应建立一定的微观应对机制, 针对发展中国家资本流动的监测, 仅仅对金融机构进行监测和审慎监管可能是不足的, 也应对企业尤其是大型企业对外负债存在的不确定性可能带来的风险与冲击加以关注和监管。

关键词: 资本账户开放; 国际债务资本; 国际股权资本; 国内债务; 制度质量

中图分类号: F831.7

文献标识码: A

文章编号: 2095—8072(2023)04—0021—14

20世纪70年代中期, 发达国家通过开放资本账户, 推动了国内的经济增长和金融发展, 然而发展中国家的资本账户开放却遭遇了波折, 一些国家如墨西哥、智利等, 以及东南亚地区爆发金融危机, 金融市场出现大幅波动。当今世界经济低迷, 发展中国家采取了一系列的经济金融自由化措施。自由化措施促进国际资本流动, 容易导致国内经济受到外部冲击, 而同时出现的“逆全球化”趋势, 以及疫情后全球金融市场的动荡, 也给发展中国家的宏观政策设计和实施带来挑战。与其他发展中国家一致, 中国在新发展阶段继续提高对外开放程度, 推动资本账户进一步开放, 但是金融领域的开放具有较高的复杂性和风险, 金融领域的国际资本对资本输入国的国内条件变化更加敏感, 国际资本对任何波动都会迅速反应甚至反应过度, 非传统货币政策的实施使得国际资本流动的规模更大, 传染效应更强, 对一国经济的冲击效应更大。因此, 从深层次上梳理国际资本流动的特征以及不同国际资本的差异性对于包括中国在

^{*}基金项目: 本文受上海哲学社会科学规划一般课题“组织期望与企业跨国战略——基于上海民营企业的分析”(项目编号: 2019BGL026)资助。

内的发展中国家具有实践价值和意义。

根据国际资本对一国流动性的影响，可将国际资本分为国际债务资本和国际股权资本。国际债务资本包括债务资本项目、货币市场工具以及信贷项目，租赁的形式类似于国际债务资本。国际股权资本主要涉及FDI项目和证券投资项目(FDI项目是存续期在一年以上的长期类投资工具，证券投资项目多为短期类的投资)。基于这两类国际资本的不同作用机制，本文从微观和宏观的角度对国际资本的结构差异性进行分析，有利于在更深和更广的层面上理解其对发展中国家经济效应的影响。首先，在微观层面上对企业行为进行分析，企业是社会经济活动的主体，其不同的融资方式和差异化的金融结构与国际资本的结构性差异具有重大的关系，而国际资本最终会强化一国微观上的差异性；其次，宏观分析中，国际债务资本对一国流动性和利率存在直接影响，国际股权资本对一国利率和流动性存在间接影响，这两种国际资本对国内经济效应存在结构性差异；最后，由于国际资本在选择目的地时会考虑社会稳定、产权保护等因素，在新兴市场国家和发展中国家资本流动自由化的实践中，即使开放路径和开放策略类似，但开放的效果也存在巨大差异，因此制度质量对国际股权资本流动具有重要作用。本文结合微观的企业行为与宏观的国际资本流动问题进行探讨，将有助于更深入地理解国际资本流动的长期影响机制。

一、文献综述

资本账户开放的结构效应认为国际股权形式的资本如FDI等长期性国际资本，有利于促进经济增长（盛松成，2012；江小涓，2002），国际债务资本流动则存在不确定的关系，甚至导致金融危机或债务危机。如国际债务资本的流入可能导致金融过度 and 投资繁荣，从而为金融稳定埋下隐患（第一代货币危机模型和第二代货币危机模型）。^①短期国际资本流动和剧烈波动的国际资本容易引起经济脆弱性上升并提高风险，过度借贷会造成一国的资产错配、货币错配问题等等，均会对本国的金融体系造成冲击，诱发金融危机，对本国经济不利。但是，Ostry et al.(2010) 认为即使是金融行业的FDI流入也不利于经济增长和金融稳定，即使是那些采取资本流动管理和重新实施管制的国家，也在危机中由于资本流动的传染效应而受到影响。

但是，经济危机和资本账户开放之间在计量上的关系还不是很明确，一些文献关注一国是否满足资本账户开放之前的条件，近期的金融风险表明，即使是金融体系发达的国家和经济具有高度开放性的国家，也难以承受资本流动大规模剧烈波动带来的冲击，发达国家“有效”的金融监管并没有阻止资产泡沫的发生。金融监管的无效并不是要否定资本账户开放，而是提示政策制定者对开放的风险保持警惕。

^① 第一代货币危机模型阐述了开放型经济中由于国内基本面变动导致国际资本大规模迅速流出，冲击发展中国家的固定汇率从而引起本币贬值最终酿成危机的过程（Krugman, 1979），第二代货币危机是货币贬值的预期最终也会导致货币危机（Obstfeld, 1996），第三代货币危机模型主要考察包括汇率在内的资产价格波动如何影响资产负债表恶化，从而导致危机。

微观上的分析认为金融开放有利于企业融资, 间接效应上有利于提高资本输入国的金融效率, 从而促进企业价值提高。Rajan & Zingales(1998)通过微观数据实证分析认为, 随着金融发展一国内部依靠外部融资的企业能够获得更快的发展。资本账户开放对一国的金融发展有重要的影响, Eichengreen et al.(2011)认为资本账户开放会促进与金融关系密切的企业和行业的发展, 但这一积极效应依赖于资本输入国的政策强度和制度建设等基础条件, 包括完善的金融体系、公司体制和会计标准、信贷市场和法律制度等。Prati et al.(2012)通过实证方法验证了资本账户开放对微观企业的效应, 如企业进入退出、风险分散和信贷渠道等。

国际组织和学者大多认为一国只有达到一定的条件才能从资本账户开放中获益。一些研究表明收入和经济水平、种族语言文化差异、金融发展差异、制度质量差异以及开放次序的适当性都会影响资本账户开放的效应。学者Kose et al.(2009)认为资本账户开放需要一系列初始条件, 金融发展程度较低、金融监管体系不健全、制度质量不高以及缺乏稳健宏观经济政策的经济体容易受到冲击并导致危机, 同时本国贸易自由化程度的提高也会为资本账户开放的平缓进行创造有利条件。在相关的实证分析方面, 一些学者采用了门槛回归的方法, 如雷达和赵勇(2007)将一国的初始人均国民收入水平、金融发展和贸易自由化状况作为资本账户开放的初始条件进行门槛回归, 而邓敏和蓝发钦(2013)则采用“双门槛”回归进行分析, 认为当金融发展、制度质量、贸易自由化和宏观经济政策等变量处于一定范围时, 资本账户开放能够促进该国的经济增长。

金融发展对资本账户开放具有重要影响。金融发展可以提高对国际流入资本的运用能力, 也关系到对国际资本流入的承受能力, 因此对资本流入结构产生影响, 故而金融发展程度低和金融结构不合理是金融开放的重大风险隐患。金融监管的不完善也是金融开放的潜在风险。资本账户开放的结构主义发现了不同的国际资本流动具有不同的效应, 认为FDI投资能够促进经济增长, 债务项目投资和短期股权投资对经济增长不利, 提高了开放的风险, 但忽视了不同项目资本的门槛效应, 当国内的初始条件在一定水平上时, 债务项目投资和短期股权项目投资也能促进经济增长, 一些学者做了实证分析, 但是并没有阐述影响机制和原因。本文从微观企业的国际融资和投资出发, 分析国内因素对国际资本流动的制约效应, 进而延伸到国际资本流动对发展中国家的宏观经济效应。本文结合资本账户开放的结构效应和门槛效应进行讨论, 主要的创新点体现在: (1)将宏观经济研究和微观的公司金融研究结合起来, 从企业的角度分析国际资本流动, 将对国际资本流动的分析建立在微观分析的基础上。(2)通过对比分析的方法研究了不同的国际资本对资本输入国经济效应的差异。(3)分析了不同的国内因素对国际资本流动的制约效应。

二、国际资本的结构差异和影响机制

国际资本的特征是其根本属性的客观反映, 是理解其影响机制的基础。国际债务

资本和国际股权资本在特征上具有明显区别,首先表现在对一国的流动性和利率影响的不同上。国际债务资本流入增加了对一国债券等金融产品的投资,对利率产生直接影响,国际股权资本流入直接介入一国企业的投融资和生产经营活动,宏观上对一国的流动性不产生直接影响。其次,其流通渠道不同。一国债务资本的交易和清算主要通过金融中介进行,股权的交易和清算主要在金融市场和股权交易中心进行。再次,其依赖的法律基础和制度不同。债务资本交易中由于债务人享有更多的信息优势,因此法律更注重对债权人的保护。而股权交易的主要风险是股东和管理层之间的矛盾,由于企业经营者具有信息优势,因此法律更倾向于保护股东的利益。最后,其收益和风险不同。国际债务资本需要承担债务人无法还本付息的风险,而国际股权资本则需要承受破产清算甚至投资无法收回的风险。

(一) 国际债务资本的影响

国际债务资本对发展中国家的影响类似于流动性冲击。现代经济是信用经济,经济体系运行过程中产生大量的证券产品,企业通过商业银行将证券产品进行贴现,从宏观角度上分析,债权类金融工具提高了经济的流动性。国际债务资本的流入有利于提高资本输入国的流动性,国际债务资本介入一国的货币发行和回笼过程。在金融空转的情况下,国际债务资本流入导致资产价格上升。同时,国际债务资本也可以影响国内的债务期限,从而导致债券的久期改变。

微观上看,国际债务资本的运用提高了企业的资金使用。斯蒂芬·罗斯等认为,当企业的资产回报率大于债务利率时,财务杠杆的运用能够提高净资产收益率(罗斯等,2013)。对发展中国家来说,由于国际金融市场的贷款利率较低,企业会较多的从国际债券市场上融资。当本国经济处于上升期时,这样的财务操作有利于促进企业发展,提升企业的盈利性和市场价值。但是当本国经济下行时或者基本面出现问题时,债务负担会使得企业的价值被重新定义。国际债务资本的周期与国内经济周期叠加会加剧国内经济波动,因此国际债务资本的运用应根据经济周期的不同而采用差异性政策。

根据现代货币理论,次贷危机后多国央行实行量化宽松货币政策,央行直接购买长期国债和企业债券等金融产品来释放流动性,在零利率下,资产价格不断提高,由于企业投资意愿和居民消费意愿较低,长期流动性的释放导致资产价格上升来替代高通胀的出现。在此情况下,国际债务资本流入也表现为这种情况,即除了输入性通货膨胀外,也带来了资本价格的上升。具体到中国市场的状况,随着中国深层次开放的推进,以及汇率改革的持续进行,中国不再实行盯住美元的政策,金融资产的锚不再唯一,不确定性增强,债务的波动性增大,国际资本流动对中国经济的冲击会增强。海外债务融资比例过高的企业极容易受到国内流动性变化的影响。

(二) 国际股权资本的影响

国内和国外的经济结构、发展程度都存在差异,国内外投资者对于投资产品的

偏好不同,国际股权资本投资者进入本国市场,增强了投资者异质性,国际股权资本对发展中国家的影响是金融市场的拓展。国际股权资本在资本输入国的金融市场上交易,推动了国内外金融市场的联系,加强了国内企业和国外企业的金融联系。因此,国际资本将发展层次差别较大的国内外金融市场联系起来时,既存在原有国内金融特征的强化,也存在对本国市场的冲击。国际资本将全球的资本市场联系在一起,全球风险承担水平逐渐趋于一致,当无风险利率改变时,无论是国际股权资本还是国际债务资本都会出现剧烈波动,在正常市场波动中都存在“跷跷板”效应,这使得两种资本出现一定的背离,并且国际股权资本的变动在一定程度上滞后于国际债务资本变动。

微观层面上,国际股权资本对资本输入国的影响主要包括企业经营、盈利性和资本成本等方面。根据托宾Q理论,当公司的重置成本低于公司市值时,企业会扩大投资。国际股权资本也会加入国内的资本循环,当公司市值低于公司总值时,就会进行股权购买,从而出现产业兼并收购和重组产业链的高潮;当公司市值高于私人企业公司总值,公司的调整方向就是抛售其股票。国际股权资本流动有时与国内的资本循环不一致,从根本上说,国际股权资本流入可以是一种股价高估现象,但是这种股权操作有助于市场重估公司本身和目标公司的市场价值。

从微观企业层面来看,大规模国际资本流动的内部原因在于企业依托国际市场的利润最大化行为,主要包括产业转移和升级过程中的企业经营行为、盈利活动、资本结构决策与技术升级活动、海外资源能源和劳动力技术的利用,以及经济波动甚至经济危机中修复资产负债表的行为;外部原因是国际经济秩序下的宏观经济政策的变化,以及基本经济格局的变化。由于国际经济大环境,企业为了自身经济利益的同质性行为决定了国际资本流动的方向。国际股权资本流入从企业经营、盈利性、资本结构等方面影响企业的估值。例如,从企业财务的角度看,国际股权资本增加了企业现金来源的多样性,改善自身的融资环境,有利于企业利用资金推动新项目。企业所自由支配的现金是企业进一步发展的基础,关系到企业的成长,因此从国际市场融资提高了企业的融资来源,若能获得稳定的外部资金来源,企业就能获得进一步的发展。相对于国际债务资本,国际股权资本有利于跨国企业建立全球生产链和价值链,能够为母公司创造更高的利润和更稳定的生产体系,从而国际股权资本在将来拥有更重要的地位。公司到国外金融市场尤其是英美资本市场融资,会促进公司治理方面的提升,尤其是英美资本市场的信息披露和对股东的保护等要求比较严格,因此,国际股权资本从投资和融资两方面对企业产生影响,同时还会附带制度层面的效应。

(三) 国际债务资本流动和国际股权资本流动的经济效应的比较

国际债务资本和国际股权资本对发展中国家经济影响的差异主要包括以下几方面:

第一,从企业融资模式来看,传统产业、成熟产业的企业更倾向于国际债务融资,企业财务稳健的情况下能够还本付息。到国外金融市场从事国际股权融资的大多

是中小型企业 and 新兴产业，对于获取高收益的投资者更有吸引力。

第二，从对宏观经济的冲击来看，国际债务资本首先对一国的流动性产生影响；债务违约和展期行为使国际债务资本的投资更注重时间效应。金融市场在经济繁荣时导致国际股权资本流入，推高资产价格，使得金融体系具有相似的投资行为，同质性投资行为上升，从而导致严重失衡甚至增加系统性风险。但当国际股权资本流出时，由于杠杆效应存在，资产价格会产生扩张性的下跌，因此产生更大的冲击。

第三，从对流入国的流动性来看，国际债务资本流入为一国的经济增长提供了流动性支持。国家为缓解财政赤字而发行债券，债券发行减少了市场上流动的货币，造成流动性紧张，利率上升。利率上升有两个效应：一是利率上升，本币升值，为追求货币升值收益，国外资本流入；二是债券价格下降，因此引起投资资本的流入。国际债务资本的流入缓解了一国的流动性偏紧状态，利于利率下降。但是，国际债务资本流入激增会对一国国内的宏观经济造成冲击，当一国经济出现过热和通货膨胀情形时，国内政府就会推行紧缩的财政政策，这会造成资本外流，而国际债券集中清算会造成国际债务资本的风险累积，考验一国的金融风险承受能力。因此，对国际债务资本流动的监测需要注重其利率期限结构和时间效应。

国际股权资本流动直接介入一国企业的投融资过程，可以缓解企业的融资需求，并不直接对流动性产生冲击。当一国市场不完善，道德风险、逆向选择、信贷约束普遍存在的情况下，国际股权资本流入被诱导选择风险较高的项目，在一国经济基本面发生逆转之后，国际股权资本会迅速撤离，引发金融市场的同质性问题，即金融市场和股权市场上只存在卖方而造成价格持续下跌，导致市场的波动。从影响机制来看，国际股权流动相当于金融市场功能延伸，能够在国际上起到“优胜劣汰”机制的作用，促进企业并购重组，与国际接轨。同时也是对一国投资建设的“选择”机制，当一国经济表现良好时，呈现出大规模资本流入。

(四) 国内因素对开放效应的制约性

根据既有文献的研究，影响国际资本效应的门槛因素包括金融发展、制度质量、宏观经济政策等，前文从微观层面分析了国际资本的效应，国际资本的经济效应从微观层面到宏观层面传导时，会受到一国中观层面的金融中介和金融市场的制约。金融中介和金融市场是联结微观企业和宏观经济的重要节点，“金融加速器”理论就阐述了从微观到宏观的影响。金融发展指金融规模的扩大以及随之而来的金融结构的改变，国际资本流动效应的制约因素与一国固有的金融发展和金融结构有关联。一国的金融发展会影响企业的融资成本和资金使用效率等，国内外金融市场发展的差别导致国内外存在利率差，发展中国家的利率更高，资金成本更高，资本使用效率更低。金融行业的发展和效率决定了国际资本的效益和方向，从而一国的金融发展状况影响该国对国际资本的吸收和利用能力。

金融结构的差异主要指金融中介主导和金融市场主导两种模式各有优势和弊端。

金融中介利用自身的规模优势和专业优势可以在克服信息不对称、参与公司治理方面发挥重要作用,通过对信贷抵押物的掌握、对公司投资项目的选择和实施过程中的监督等一系列措施,可以降低代理人的道德风险。金融中介还能够更好地发挥委托监督的职能。银行拥有大量相关信息,金融中介存在对金融市场的某些替代功能。金融市场一般难以参与被投资公司的治理,对企业的监督功能较弱,但金融市场对企业的披露要求较高,对信息的分析和使用也非常频繁。从信息的处理和使用看,金融市场更有效率,同时金融市场更加注重股东权益的保护。

从管理风险的角度看,金融中介能够提供跨期风险分担,长期投资收益较高但流动性较弱,对个人投资者的吸引力较差,金融中介以负债形式收集个人资金,并通过跨期安排而持有长期投资品。而金融市场是个人进行投资的场所,投资者可根据已有信息来进行投资,在既定的时点上,不同的投资者可以进行风险互换。在以金融中介为主的金融结构下,风险管理可以借助跨期平滑来实现,金融中介可以通过积累风险低、流动性强的资产来减少跨期风险。在以金融市场为主的金融结构下,金融市场承担的横向分担功能则至关重要,并需要一个发达的衍生金融市场来对冲风险。

发展中国家金融体系的突出特征是金融中介和金融市场发展不同步,这导致发展中国家的国际债务资本流动与国际股权资本流动具有明显差异。例如,海外债务融资会存在更高的融资成本,国际股权融资则有可能因为企业发展更快而获得高溢价率,发展中国家金融市场发展滞后导致企业估值存在偏差等。

由此可见,金融中介主导的金融结构可能更有利于国际债务资本的开放,金融市场主导的金融结构由于产权制度更完善,因此更有利于国际股权资本的开放,尤其是证券投资项目的开放。

金融中介和金融市场是同时存在并综合发挥影响的。Borio et al.(2001)通过研究发现,金融中介具有明显的顺周期特征。金融加速器效应、金融机构的非理性行为、金融外部监管、非对称的货币政策操作强化了金融体系顺周期效应。国际投资者对于一国市场并不熟悉,可能会加剧该国金融市场的顺周期,在经济扩张时期会增加一国的资金供给,在经济衰退时则率先外逃,引起一国经济的加速下滑。

从前文国际资本流动效应和国内制约因素的分析来看,资本账户开放对发展中国家经济存在门槛效应,但国内因素对国际债务资本和国际股权资本的重要性存在差别。国际债务资本流动对一国经济的影响依赖于对利率的影响,一国的宏观经济政策,尤其是债务水平,对利率和国际资本流动存在影响,国际债务资本流动对经济增长的门槛效应与一国的国内债务水平相关。国际股权资本流动是对一国金融市场功能的强化,由于市场体系的完善与否以及制度质量的影响,在制度质量较高的情况下,国际股权资本流入能够促进一国经济增长,因此国际股权资本流动由于一国的制度质量状况而产生门槛效应。总之,一国的金融发展和宏观经济政策对国际债务资本流动的经济效应有制约性影响,而一国的金融市场和制度质量状况对国际股权资本流动的经济效应有制约性影响。

三、实证分析

(一) 实证模型设立

根据理论分析,资本账户开放的门槛变量可关注的指标包括:一是本国的债务水平,包括私人债务和公共债务,私人债务通过私人信贷占GDP的比重来表示,公共债务通过政府支出占GDP的比重来表示;二是制度因素,包括金融市场发展和制度质量,金融市场规模的扩大也可以认为是保护投资者的法律制度完善的结果,可通过金融市场的年交易规模占GDP的比重来表示,而制度质量则通过世界银行数据库的WGI指数来表示。

本文使用Hansen(1999)和Wang(2015)的门槛回归模型,通过各国面板数据考察初始条件的门槛效应,它具有克服线性模型解释能力不强的特点。

为实证分析资本账户开放对经济增长的效应,本文根据前文分析建立如下实证模型:

$$GDP_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 capflow * 1(q \leq \gamma) + \lambda_2 capflow * 1(q > \gamma) + \lambda_3 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式中 GDP 为因变量,表示发展中国家在一定时期的经济增长率,本文样本中对于发展中国家的选择指的是不属于发达国家组织OECD(经济合作与发展组织)的成员; $capflow$ 表示一国的国际资本流动状况,本文采用事实开放指标来代表资本流动的开放程度; $1(\cdot)$ 为示性函数,即括号中的表达式为真,则取值为1,反之,取值为0; q 为门槛变量, γ 为具体的门槛值。当 λ_1 与 λ_2 不相同,表示在不同的初始条件下,资本账户开放对经济增长的效应不同。

参考前人的研究,经济增长模型的因变量采用人均GDP增长率作为经济增长率指标。 X 为控制变量,经济增长与一国的初始人均GDP、人口增长率等相关,因此控制变量包括初始人均GDP、人口增长率、预期寿命和投资率,这些变量的数据源自世界银行数据库。 ε 为随机扰动项。

(二) 数据描述和检验

门槛回归模型的参数估计和检验与一般回归模型有较大区别,两个关键的问题分别是估计门槛值和检验门槛效应是否存在,参考Hansen(1999)的做法,通过固定效应转换消除个体的固定效应,再得到解释变量系数。

固定面板门槛效应需要平衡面板数据,本文通过世界银行等数据库收集了1980~2020年的数据,^①通过平衡面板操作后,本文所使用的是时间为1990~2010年

① 这些数据库(及链接)主要包括:世界银行的世界发展指数(WDI)数据库(<https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037712>)、金融结构数据库(Financial Structure Database, FSD)(<http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>)和世界治理指数(WGI)数据库(<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=worldwide-governance-indicators#>),以及国际资本流动的事实开放指数数据库(<http://www.philiplane.org/EWN.html>)。

的数据, 每个变量包含1050个观察值, 包括50个发展中国家。^①

表1显示了样本数据的特征, 包括平均值、最小值和最大值以及数据来源。本文实证分析的被解释变量为经济增长率, 即人均GDP的增长率, 其最低值为-28.10%, 最大值为38.20%。解释变量为资本账户开放以及各个子项目的开放程度。

门槛变量包括信贷/GDP、金融市场、制度质量以及政府支出占GDP的比重四个指标。信贷占GDP的比重实际上表示的是私人信贷的比重, 平均值为35.40%; 金融市场是指金融市场的年交易规模占GDP的比重, 平均值为11.13%; 制度质量的数据源自WGI指数, 该指数是一种法定测度指标, 其平均值为-1.94, 表明发展中国家的制度质量水平较低; 政府支出占GDP比重的平均值为13.69%。信贷/GDP和金融市场的数据来源于世界银行金融结构数据库(FSD)。

控制变量包括初始人均GDP、人口增长率、预期寿命和投资率。初始人均GDP的具体数值显示的是通过自然化后处理的数值; 人口增长率的平均值为1.77%; 投资率显示的是一国固定资产投资占GDP的比重, 平均值为3.92%; 预期寿命的平均值为65.79岁。控制变量、被解释变量以及门槛变量中政府支出数据均来源于世界银行的WDI数据库。

表 1 门槛回归数据描述

	变量	观察值数目	平均值	最小值	最大值	数据来源
被解释变量	经济增长率	1,050	4.11	-28.10	38.20	WDI数据库
解释变量	国际债务资本流动	1,050	95.23	8.37	961.28	Lane & Milesi-Ferretti (2007)
	国际股权资本流动	1,050	38.86	0.53	300.25	
门槛变量	信贷/GDP	1,050	35.40	0.87	165.86	世界银行FSD
	政府支出占GDP的比重	1,050	13.69	0.00	43.48	WDI数据库
	金融市场	1,050	11.13	0.00	160.45	世界银行FSD
	制度质量	1,050	-1.94	-10.26	7.64	WGI数据库
控制变量	初始人均GDP	1,050	7.95	6.01	10.01	WDI数据库
	预期寿命	1,050	65.79	9.08	44.25	
	人口增长率	1,050	1.77	-0.82	5.64	
	投资率(投资/GDP)	1,050	3.92	-7.98	30.08	

(三) 实证结果的对比分析

表2是国际债务资本开放和国际股权资本开放的经济效应的回归结果, 采用的是面板固定效应回归, 被解释变量是人均GDP 增长率, 解释变量是资本账户开放, 包括国际债务资本开放和国际股权资本开放。模式1和模式2的解释变量是国际债务资本, 模式3和模式4的解释变量是国际股权资本。模式1和模式3的回归没有控制时间效应, 模式2和模式4的回归控制了时间效应, 即在采用面板固定效应回归时加入时间虚拟变量。根据表2的回归结果, 无论是国际债务资本, 还是国际股权资本, 资本账

^① 这些发展中国家包括: 阿尔及利亚、安提瓜和巴布达(岛国)、阿根廷、伯利兹城、贝宁、玻利维亚、博茨瓦纳、巴西、喀麦隆、中非共和国、乍得、智利、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、科特迪瓦、埃及、加蓬、加纳、格林纳达、几内亚比绍共和国、圭亚那、洪都拉斯、印度、印度尼西亚、牙买加、约旦、肯尼亚、韩国、黎巴嫩、马来西亚、马耳他、毛里求斯、墨西哥、尼加拉瓜、尼日利亚、巴基斯坦、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、菲律宾、塞内加尔、斯里兰卡、斯威士兰、泰国、多哥、汤加、特立尼达和多巴哥、突尼斯以及土耳其。

户开放对发展中国家的经济增长效应为负，且在1%的水平上显著。控制了时间效应后，资本账户开放的经济效应并没有发生大的变化，这与现有文献的研究结果比较一致，大多数文献的实证结果为负，这也从侧面反映了资本账户开放的经济增长效应需要依赖其国内条件。

表2 国际债务资本和国际股权资本开放的面板固定效应回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	(国际债务资本)		(国际股权资本)	
被解释变量	经济增长率	经济增长率	经济增长率	经济增长率
国际资本流动	-0.005*** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.016*** (0.005)	-0.015*** (0.005)
初始人均GDP	2.829*** (0.932)	3.592*** (1.088)	3.693*** (0.967)	3.935*** (1.090)
人口增长率	0.421 (0.315)	0.187 (0.324)	0.321 (0.317)	0.181 (0.324)
预期寿命	-0.129* (0.078)	-0.094 (0.080)	-0.080 (0.079)	-0.070 (0.080)
投资/GDP	0.062 (0.043)	0.100** (0.042)	0.069 (0.043)	0.106** (0.041)
_cons	-10.467* (6.326)	-17.571** (8.710)	-20.177*** (6.891)	-21.995** (8.748)
时间效应	未控制	控制	未控制	控制
R ²	0.019	0.120	0.022	0.123
N	1050	1050	1050	1050

注：* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ ，括号内为标准误。后表同。

表3和表4是国际债务资本开放和国际股权资本开放的门槛效应模型，采用的面板门槛回归，选定的是双门槛，因此门槛变量的取值分为低区间、中区间和高区间。表3和表4的模式1和模式2是国际债务资本开放的门槛效应回归结果，模式3和模式4国际股权资本开放的门槛效应回归结果。表3的门槛变量是债务水平，包括私人债务水平和公共债务水平。表4的门槛变量是制度质量，包括金融市场交易规模，以及WGI指数表示的制度质量。一般认为金融市场的制度越完善，其年交易规模就越大，因此金融市场交易规模也可以表示一国的制度质量。表3和表4的回归结果显示，国际债务资本的开放和国际股权资本开放对发展中国家的经济增长存在门槛效应。

表3的门槛变量是债务水平，其模式1和模式3的门槛变量是私人债务水平，模式2和模式4的门槛变量是公共债务水平。模式1和模式2的解释变量是国际债务资本开放，模式3和模式4的解释变量是国际股权资本开放。

从表3的回归结果来看，国际债务资本开放的经济效应为负效应，由于国内债务水平对国际债务资本的影响更大，因此从门槛效应来看，无论国内债务水平处于何种水平，国际债务资本开放的经济效应为负。模式1的门槛值是7.29和7.55，单门槛的显著性为0.34，双门槛的显著性0.014，双门槛显著性更高，模式1的回归结果表明当国内私人信贷占GDP的比例低于7.29%时，国际债务资本对经济增长的效应为-0.003，但并不显著，随着国内私人信贷水平的提高，即私人债务水平处于中区间(7.29% < 私人信贷水平 < 7.55%)和高区间(私人信贷水平 > 7.55%)时，国际债务资本开

表 3 国际债务资本和国际股权资本的债务水平的门槛效应的差异

被解释变量 解释变量	经济增长率			
	国际债务资本开放		国际股权资本开放	
	(1)	(2)	(3)	(4)
门槛变量	信贷/GDP	政府支出比重	信贷/GDP	政府支出比重
低区间	-0.003 (0.009)	-0.005** (0.002)	0.167*** (0.025)	0.140*** (0.029)
中区间	-0.078*** (0.015)	-0.015*** (0.003)	0.037** (0.018)	-0.008 (0.005)
高区间	-0.004*** (0.002)	-0.003 (0.002)	-0.021*** (0.005)	-0.038*** (0.007)
初始人均GDP	2.703*** (0.923)	2.620*** (0.929)	3.714*** (0.942)	2.853*** (0.955)
人口增长率	0.398 (0.311)	0.453 (0.314)	0.150 (0.310)	0.225 (0.311)
预期寿命	-0.121 (0.077)	-0.123 (0.077)	-0.051 (0.077)	-0.030 (0.078)
投资/GDP	0.050 (0.043)	0.057 (0.043)	0.080* (0.042)	0.057 (0.042)
_cons	-9.844 (6.306)	-9.063 (6.306)	-22.213*** (6.733)	-16.580** (6.763)
门槛值	7.2900**	15.6330	4.34	5.6285***
	7.5500**	18.4679	12.55	15.5510***
单门槛显著性	0.3410	0.7030	0.0000	0.0060
双门槛显著性	0.0140	0.2130	0.1750	0.0100
R ²	0.046	0.031	0.075	0.066
N	1050	1050	1050	1050

放对经济增长的效应为负，且处于显著水平。模式2的回归结果表明无论公共债务处于何种水平时，国际债务资本对经济增长的效应为负。国内债务水平的过快增长，会提高国内经济的脆弱性。

表3的模式3和模式4是国际股权资本开放的门槛回归结果。私人信贷水平的门槛值为4.34和12.55，公共债务水平为5.63和15.55，从门槛显著性来看，单门槛更加有效。模式3的回归结果表明，当国内私人信贷占GDP的比例低于4.34%时，国际股权资本开放有利于促进经济增长，能够提高经济增长率0.167，且在1%的水平上有效。当公共债务水平低于5.63%时，国际股权资本开放有利于促进经济增长，能够提高经济增长率0.14，且在1%的水平上显著。

从表3模式1~模式4的回归结果来看，国际债务资本开放对国内债务水平具有较强的敏感性，国内债务水平提高，不利于发挥国际债务资本对发展中国家的经济增长效应，但国际股权资本开放对国内债务水平的敏感性较弱，股权投资并不会直接影响一国的流动性，在国内债务水平处于较低水平时，国际股权资本的开放具有经济增长正效应。

表4是分析制度质量对国际债务资本开放和国际股权资本开放的经济效应影响的回归结果。表4的门槛变量是制度质量，其模式1和模式3的门槛变量是金融市场交易规模占GDP的比重，模式2和模式4的门槛变量是制度质量WGI指数。模式1和模式2的解释变量是国际债务资本开放，模式3和模式4的解释变量是国际股权资本开放。

表 4 国际债务资本和国际股权资本的制度质量的门槛回归结果对比

被解释变量 解释变量	经济增长率			
	国际债务资本开放		国际股权资本开放	
	(1)	(2)	(3)	(4)
门槛变量	金融市场	制度质量	金融市场	制度质量
低区间	-0.006*** (0.002)	-0.057*** (0.012)	-0.020** (0.009)	-0.039 (0.029)
中区间	0.078*** (0.009)	0.007 (0.004)	-0.040*** (0.008)	0.089*** (0.017)
高区间	0.010 (0.011)	0.005*** (0.002)	-0.012** (0.005)	0.017*** (0.005)
初始人均GDP	3.243*** (0.908)	2.969*** (0.920)	3.440*** (0.965)	3.561*** (0.948)
人口增长率	0.791*** (0.306)	0.451 (0.311)	0.306 (0.315)	0.225 (0.311)
预期寿命	-0.104 (0.075)	-0.133* (0.077)	-0.074 (0.079)	-0.077 (0.077)
投资/GDP	0.020 (0.042)	0.042 (0.043)	0.062 (0.043)	0.066 (0.042)
_cons	-15.866** (6.257)	-11.306* (6.273)	-18.425*** (6.894)	-19.286*** (6.754)
门槛值	57.96***	-8.759	0.52	-8.2933**
	64.68***	-6.156	1.30	-6.4869**
单门槛显著性	0.0000	0.0050	0.1240	0.0000
双门槛显著性	0.0020	0.3030	0.5620	0.0290
R ²	0.098	0.047	0.036	0.065
N	1050	1050	1050	1050

表4模式1的门槛值是57.96和64.68，单门槛的显著性为0.000，双门槛的显著性0.002，单门槛和双门槛都比较有效，模式1的回归结果表明当金融市场年交易规模占GDP的比例高于57.96%但低于64.68%时，国际债务资本对经济增长的效应为0.078，且在1%的水平上显著；金融市场年交易规模占GDP的比例高于64.68%时，国际债务资本对经济增长的效应为0.010，但不显著；当金融市场年交易规模占GDP的比例低于57.96%时，国际债务资本开放的经济增长效应为负，且在1%的水平上显著。模式2的回归结果表明，当制度质量越高时，国际债务资本对经济增长的效应为正。当制度质量高于-6.156时，国际债务资本对经济增长的效应为0.005，且在1%的水平上显著。

表4模式3和模式4是国际股权资本开放的门槛回归结果。金融市场交易的门槛值为0.52%和1.30%，制度质量为-8.29和15.55，从门槛显著性来看，单门槛更加有效。模式3的回归结果表明，金融市场对国际股权资本开放的经济增长效应是不利的，但当金融市场指标更高时，国际股权资本对经济增长的负向效应变小。模式4的回归结果表明，制度质量提高，有利于促进国际股权资本开放并促进经济增长。当制度质量高于-8.2933时，国际股权资本开放有利于促进经济增长，能够提高经济增长率0.089，且在1%的水平上显著。

从表4的模式1~模式4的回归结果来看，国际股权资本开放对制度质量具有较强的敏感性，制度质量提高，有利于发挥国际股权资本对发展中国家的经济增长效应；在金融市场和制度质量处于较高水平时，国际债务资本的开放具有较好的经济增长效应。

四、结论和政策建议

本文分析了开放过程中国际债务资本和国际股权资本的差异性, 结论认为国际债务资本和国际股权资本对发展中国家经济的影响机制存在差异。

国际债务资本的流入缓解了一国的流动性紧张, 有利于利率下降, 促进信贷扩张和投资, 但国际资本流入激增会导致一国经济过热。最终当一国经济出现过热和通货膨胀情形时, 国内宏观部门调整经济, 国际资本会加速外流, 造成债务资本的风险累积, 提高一国的金融风险, 并带来宏观经济冲击。

国际股权资本流动直接介入一国企业的投融资和生产过程, 缓解信贷需求, 但并不直接对流动性产生冲击。然而, 当一国市场不完善时, 道德风险、逆向选择和信贷约束普遍存在会导致国际股权资本投资于风险较高的项目, 在一国经济基本面发生问题之后, 国际股权资本会迅速撤离, 从而引发金融市场的同质性问题, 造成市场的波动。国际股权资本是对一国金融市场功能的强化, 一国的制度质量制约着国际股权资本流动的效应。在制度质量较高的情况下, 国际股权资本流动有利于促进经济增长。

总之, 对国际资本流动结构性差异的分析研究, 有助于更加深入了解国际资本的特性, 并为像中国这样的发展中国家在金融开放中采取更有效的监管措施提供重要的启示和实践指导。

首先, 资本账户开放过程中应建立一定的微观应对机制。经济自由化改革的立足点应是建立市场经济体制, 提高企业效率和企业效益, 促进竞争, 提高全要素生产率, 提高经济增长的质量。资本账户开放过程中也应注重微观层面的经济安全, 如拉美国家在开放中将关系国民经济命脉的重要企业和金融机构实行私有化并允许外国资本控股, 导致其在债务危机时采取的宏观措施由于没有微观的支撑而无法产生有效作用。又如韩国大型企业的负债率过高也是其受到东南亚金融危机波及的重要原因。因此, 本文认为一国在开放过程中, 尤其是对中国这样的发展中大国来说, 必须注重微观层面的改革, 提高企业的竞争力, 在微观层次上提高经济安全性。企业是现代经济的主体, 只有提高企业的经济效率和经济效益, 才是在对外开放中增强风险抵御能力的根本。

其次, 企业的债务问题, 尤其是对外负债存在不确定性, 叠加宏观政策调整将会产生较大的冲击。中美贸易摩擦也影响到了中国企业的外债融资, 在对外开放中, 不仅应该对金融机构的资产负债问题进行监管, 而且对重要大企业审慎经营也应给予关注。大企业的负债问题不仅导致金融机构的坏账和不良资产, 而且大企业“大而不能倒”也会导致企业经营盲目扩大投资。

最后, 企业和金融机构的密切联系也值得关注, 日本的“主银行制度”也是造成日本泡沫经济的重要原因。欧美国家的企业发展历史悠久, 竞争力强, 大多使用内部融资进行项目投资, 但是发展中国家的企业竞争力较弱, 内部资金不足, 与金融机构的关系密切, 并且由于政企关系而使得“预算软约束”普遍存在, 这会影响金融机

构,政府对企业的保护和干预会削弱企业的竞争力。企业和金融机构联系的加深会造成发展中国家经济周期波动并加大波动幅度。因此,针对发展中国家资本流动的监测,仅仅对金融机构进行监测和审慎监管可能是不足的,也应关注对大型企业的监测和监管,因为企业的财务困境也会对金融机构产生不小的影响。同时,针对国际资本的结构差异,在应对措施上也应具有一定的差异性。由于国际债务资本流动通过利率渠道影响一国经济,因此,对于国际债务资本流动的应对措施主要为宏观经济政策调整,而国际股权资本对一国的制度质量要求较高,在市场功能缺乏的时候,政府应加强监管,并提供救助措施,在某一时间承担市场的某些功能。

参考文献

- [1] 邓敏,蓝发钦.金融开放条件的成熟度评估:基于综合效益的门槛模型分析[J].经济研究,2013(12):120-133.
- [2] 江小涓.跨国投资、市场结构与外商投资企业的竞争行为[J].经济研究,2002(9):31-38.
- [3] 雷达,赵勇.门槛效应、资本账户开放与经济增长[J].中国人民大学学报,2007(6):25-33.
- [4] 罗斯,韦斯特菲尔德,乔丹,等.公司理财[M].北京:人民邮电出版社,2013.
- [5] 盛松成.中国加快资本账户开放的条件基本成熟[J].中国金融,2012(5):14-17.
- [6] Borio, C., C. Furfine, & P. Lowe, Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options, BIS Papers No.1, 2001:1-57.
- [7] Eichengreen, B., R. Gullapalli, & U. Panizza, "Capital Account Liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View", *Journal of International Money & Finance*, 2011, 30(6):1090-1106.
- [8] Hansen, B. E., "Threshold Effects in Non-dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference", *Journal of Econometrics*, 1999, 93(2):345-368.
- [9] Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff, & S. J. Wei, "Financial Globalization: A Reappraisal", *IMF Economic Review*, 2009, 56(1):8-62.
- [10] Krugman, P., "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1979, 11(3):311-325.
- [11] Lane, P. R., & G. M. Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, 2007, 73(2):223-250.
- [12] Obstfeld, M., "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*, 1996, 40(3-5):1037-1047.
- [13] Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, et al., "Capital Inflows: The Role of Controls", *IMF Staff Position Notes*, 2010, 12(23):135-164.
- [14] Prati, A., M. Schindler, & P. Valenzuela, "Who Benefits from Capital Account Liberalization? Evidence from Firm-level Credit Ratings Data", *Journal of International Money & Finance*, 2012, 31(6):1649-1673.
- [15] Rajan, R. G., & L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 1998, 88(3):559-586.
- [16] Wang, Q. Y., "Fixed Effect Panel Threshold Model Using Stata", *Stata Journal*, 2015, 15(1): 121-134.

【作者简介】高 禄: 上海工程技术大学管理学院讲师, 经济学博士。研究方向: 国际贸易、国际金融。

葛 菲 (通信作者): 上海师范大学旅游学院副教授, 管理学博士。研究方向: 战略管理、组织行为。

(下转第87页)

The Ladder Structure and Path of Metacosmic Empowerment for Public Participation in Social Governance

RUAN Hong-fang

(1. Institute of Education, Xiamen University, Xiamen 361005, China; 2. School of Marxism, Zhejiang Tongji Vocational College of Science and Technology, Hangzhou 311231, China)

Abstract: In the era of big data, improving the social governance structure through information digital technology has become a crucial mission for contemporary artificial intelligence. The metaverse, as a set of AI technology developments, is playing an increasingly important role in the field of technologically empowered public participation. Arnstein's ladder theory of public participation provides a scientifically sound analytical framework for metaverse-empowered public participation in social governance. This paper reshapes the theory into three types: the low-level dominant and marginal model, the mid-level passive and superficial model, and the high-level cooperative and collaborative model. The social governance relationship between the public, the government, and data platforms varies drastically under different participation models. Considering certain shortcomings in current metaverse-empowered public participation, it is necessary to strengthen the conceptual guidance, improve the logical chain, construct the normative order, and enhance the ethical constraints of metaverse-empowered public participation. These efforts will bring metaverse-empowered public participation onto a healthy and sustainable track in the future.

Keywords: metaverse; technology empowerment; social governance; public participation

(责任编辑: 吴素梅)

(上接第 34 页)

The Economic Effect of Developing Countries' Capital Account Liberalization —— Comparison between International Debt Capital and International Equity Capital

GAO Lu¹ & GE Fei²

(1. Shanghai University of Engineering Science, Shanghai 201620, China; 2. Shanghai Normal University, Shanghai 200234, China)

Abstract: The economic effects of capital account's sub items are heterogenous. And studying the differences in international capital can help to adopt effective regulatory policy. We divide international capital into international debt capital and international equity capital, according to the difference of channel and effect of international capital flows. We combine the research of micro corporate finance and international economics. We analyze the characteristics and the influence mechanism of two forms international capital flows. This paper believes that there are structural differences in the effects of international on the domestic economy. The international debt capital inflows can provide liquidity support, but international equity capital inflow make directly credit not liquidity. Domestic debt level leads to international debt capital flows have threshold effect, while institutional quality leads to international equity capital flows have threshold effect. So, we should pay attention microeconomic agents (corporates) while opening capital account. And we should construct financial and institutional infrastructure to be prepared to taking capital flow liberalization and establish the framework of capital flow management measures to avoid the risks. Studying the structural differences in international capital flows is of great practical significance for gaining a deeper understanding of the characteristics of international capital and taking effective regulatory measures.

Keywords: capital account liberalization; international debt capital; international equity capital; debt level; institutional quality

(责任编辑: 山草)