



哥伦比亚国际投资展望

哥伦比亚大学维尔国际可持续投资中心

FDI 热点问题的观点

系列 111 2013 年 12 月 23 日

总编辑: Karl P. Sauvant (Karl.Sauvant@law.columbia.edu)

执行编辑: Shawn Lim (shawnlwk@gmail.com)

少数规则：国家所有权和外国直接投资风险消减策略

Barclay E. James 和 Paul M. Vaaler*

企业研究人员、高管以及监管部门可能认为企业中的国家所有权引起了私人投资的风险。毕竟，私人投资是追求利润而政府是谋求福利的。都给予它们股权只会混淆投资项目的目标，使投资项目经理的工作复杂化并且使投资项目失败的总体风险增加。但是，这些假设都不符合已在几十个国家的数百个投资项目中得到证实的一个著名的风险观测指标：我们发现，在初始投资方面容易受到东道国政府重新谈判的国家，东道国所进行的非控股的但仍然实力雄厚的股权投资这一“少数规则”能够起到消减风险的作用。

面临国外（和国内）私人投资，最古老的政治风险之一是，针对采矿业、制造业和电力行业的长期投资项目的最初的、往往也是相当有利的条款可能会被东道国政府单方面的逆转。政府官员可能会觉得对项目利润规定低税率的初始条款太过慷慨了，又或者当地的就业目标太低了。在苛刻的重新谈判中，东道国政府是有优势的。私人投资者往往有

大量的物业、厂房以及设备容易被套牢，甚至被公然剥夺，如果他们不能满足投资要求的话。

对此，私人投资者应该考虑争取东道国政府作为一个少数的联合投资者，但是其中投资政策变动的风险是巨大的。我们的团队建议来自于对 53 个国家在 1990 至 2006 年公布的 900 多个以融资为基础的外国直接投资（项目）交易的项目分析。它们通常不是之前经历私有化的国有企业；相反，它们更像是新的绿地投资项目，例如墨西哥的安迅能风电场项目，被项目融资杂志称为 2012 年的年度交易，又或是 20 世纪 90 年代印度的安然 Dabhol 电力项目灾难。在安迅能和安然以及其他的案例中，项目资本结构为项目风险提供了一个窗口。股权在总资本中占更大百分比的项目，我们推断其在近期会有更多的项目风险。这是因为项目的债权人，大型商业银行如巴莱克银行、花旗银行和东京银行，通常会对容易遭受短期失败的项目贷款更少。

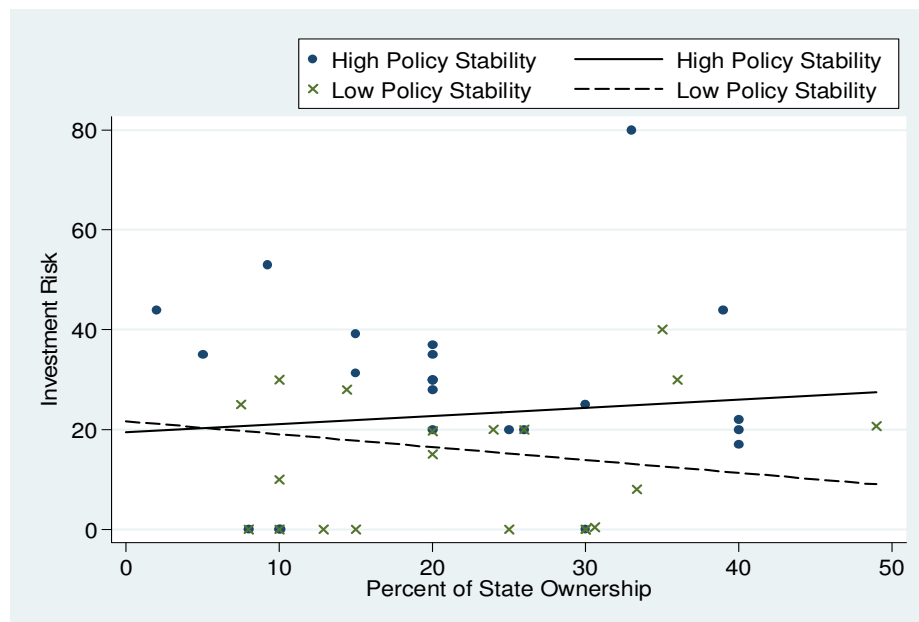
在我们回顾过的项目中，那些突然改变政策的国家已公布的项目，其股权占总资本的百分比有不断增加的倾向。随着政策不稳定性的增加，项目风险也不断增加，这是很有意思的。或许更有趣的是我们所观察到的国家所有权所具有的不同的风险消减作用。项目股权作为总资本的一部分，只有当政府实体拥有少数（少于 50%）的股权时，项目风险才会在那些政策稳定性低的国家有所下降。当没有政府股权或者政府拥有较大（超过 50%）股权时，项目的股权比例和风险就又回到原来的水平了。当政府拥有的少数股权的比例在 21% 至 30% 之间变动时，其风险消减的效果是最好的。

项目中的国家所有权至少对私人投资者传递了两个信号。一个信号是担保初始政策条款不会被逆转以免国有股从政策的逆转中遭受损失。另一个信号涉及到项目中的政府干预，其目的是为了更广泛的福利目标，例如减少失业。在政策逆转可能性更大的国家，

由政府进行的少数联合投资向私人投资者传递了这种混合的信号：一个确保私人投资者的初始协议条款得到维护的强信号，但是也有一个在这些初始协议条款下政府干预的弱信号。总的信号是有利的并且可以降低风险。

那么在实质上政策稳定国家的项目又怎样呢？在这些国家，初始项目条款在整个项目周期中不太可能发生重大的改变。在该条件下，政府股权只会增加整体项目的风险，即使是在较低（少于 5%）的股权水平上。此时，担保的强信号是多余的。稳定的政策为私人投资者提供了同样的担保。剩下的是在初始条款下政府干预项目经营的更强信号。总的信号是不利的并且增加了项目风险。

图 1：投资风险与政策稳定性高和低的国家中国家所有权所占比例之间的关系
(1990-2006)



从我们的研究中可以得到如下的结论：1) 政策突然转变的国家会对当地主要项目的投资者施加更大的风险；2) 在那些政策突然改变的国家，项目中东道国政府的股权可以通过给予政府一个不需要重新谈判的理由来降低总体项目风险；3) 国家所有权的风险

消减作用有赖于能否把政府在项目中的股权限制在一个大量的但仍占少数的“最佳有效点”上，即占总项目股权的 21%至 30%；4）在不稳定的（通常是发展中的）国家中给予政府大量的股权可能促使他们维持初始投资条款，但仍然可能在这些条款下引起一些对项目经营进行干预的威胁。我们的少数规则能够帮助消减项目风险，但是它们不能完全消除风险。

（南开大学国经所侯亚美翻译）

* Barclay E. James (bjames@lsu.edu) 是路易斯安那州立大学 Ourso 商学院的管理学助教；Paul M. Vaaler (vaal0001@umn.edu) 是明尼苏达大学卡尔森管理学院的国际商务副教授，并且是明尼苏达大学法学院和牛津大学的赛德商学院的附属教员。本文是基于他们题为“少数规则：可信的国家所有制和世界各地的投资风险”的工作底稿成果创作而成，详见：

http://www.csom.umn.edu/faculty-research/vaal0001/Paul_M_Vaaler.aspx。作者非常感激 Persa Economou, Theodore Moran 和 Louis Wells 的同行评审。作者在本文中所表达的意见并不代表哥伦比亚大学或其合作伙伴及支持者的观点。**哥伦比亚国际直接投资展望 (ISSN2158-3579) 是同行评议刊物。**

转载请注明：“Barclay E. James 和 Paul M. Vaaler, ‘少数规则：国家所有权和外国直接投资风险消减策略’，哥伦比亚国际直接投资展望, No. 111, 2013 年 12 月 23 日。”转载须经维尔哥伦比亚可持续国际投资中心授权。转载副本须发送到维尔哥伦比亚中心的 vcc@law.columbia.edu。

如需详细信息请联系：维尔哥伦比亚可持续国际投资中心，Shawn Lim, shawnlw@gmail.com 或者 shawn.lim@law.columbia.edu。

哥伦比亚维尔可持续国际投资中心（VCC），是哥伦比亚大学法学院和地球研究所联合建立的研究中心，也是致力于对可持续国际投资加以研究、实践与讨论的应用研究中心和论坛。为扩大国际投资对可持续发展的影响，VCC 通过跨学科研究、项目咨询、多方利益相关者对话、教育项目、资源和工具开发，承担着研究并推广实用方法和解决方案、分析热点政策性议题的重要使命。如需更多信息，请访问：
www.vcc.columbia.edu.

最新哥伦比亚国际直接投资展望文章

- No. 110, Gus Van Harten, “Beware the discretionary choices of arbitrators,” December 9, 2013.
- No. 109, Xavier Carim, “Lessons from South Africa’s BITs review,” November 25, 2013.
- No. 108, John Gaffney and Janani Sarvanantham, “Achieving sustainable development objectives in international investment: Could future IIAs impose sustainable development-related obligations on investors?,” November 11, 2013.
- No. 107, Nikia Clarke, “Go out and manufacture: Policy support for Chinese FDI in Africa,” October 28, 2013.
- No. 106, Karl P. Sauvart, “Three challenges for China’s outward FDI policy,” October 14, 2013.

所有之前的《FDI 展望》可通过以下网站获得：<http://www.vcc.columbia.edu/content/fdi-perspectives>.