

论当代国际直接投资领域中的新现象

卢 汉 林

(武汉大学 经济学院, 湖北 武汉 430072)

作者简介 卢汉林 (1954-), 男, 湖北武汉人, 武汉大学经济学院副教授, 从事投资融资管理与国际经济研究。

关键词 直接投资 投资融资化 直接投资无股化

内容提要 当代国际直接投资领域中出现了“投资融资化”和“无股化”这两大引人注目的新现象。前者以投资额大于资本金, 以自有资金低于两者之差的事实表明, “利用外资”与“被外资利用”是国际资本流动效应在东道国和投资国的不同体现。后者是指与股权脱钩, 且从外部对企业产生实际影响的一种新的直接投资形态。从直接投资与经营权的内在联系来看, 无股化不仅为对外开放过程中的对外直接投资和引进外商直接投资提供了新的选择, 而且对于探求我国除股份制以外的体制改革模式与建立企业之间的联系有着重要的参考价值。

中图分类号 F831.6 文献标识码 A 文章编号 1000-5374 (1999) 03-0035-04

战后尤其是 70 年代以来, 国际经济中表现出的以下现象已经为人们所认识: 一是世界经济总体发展的区域集团化与多极化并行的趋势, 即各种形式的经济一体化相继发展和美国、日本、欧洲三足鼎立于世界经济的格局并存; 二是在世界经济相互联系的纽带中即在商品国际化、资本国际化等方面, 国际贸易以高于国民生产总值的速度发展, 而国际投资又以远快于国际贸易的速度大大增长; 三是人们对于直接投资快于间接投资的发展以及由其带来的生产要素和产品可在国际间全面转移的重要功能也颇有认定。

问题在于, 较多的论著对于直接投资形态的认识还多限于其与经营权, 进而又与以资本金为基础的股权控制紧密联系这一初始阶段之内, 并未随着时代的进展体察到当代国际直接投资领域中出现的“投资融资化”和“直接投资无股化”这两大新现象的重大意义。显然, 这与当代国际直接投资发展的新趋势和跨国公司经营的特征不相适应, 看不见新现象对国别经济、区域经济乃至世界经济产生的深远影响, 同时也容易将以资本为纽带的“一股就灵”的单一改革思路绝对化。为此, 本文试图从国内外经济的实际出发, 对上述有关问题作些初步探讨。

一、直接投资领域中的投资融资化现象

在现实的经济活动中, “投资”常被分为直接投资与间接

投资两种方式, 与此同时, “融资”也有直接融资与间接融资之分。投资与融资的组合, 不但使得投资额与资本金分别成为两个具有不同含义的概念, 而且会形成一种新的经济现象, 这可由对从事直接投资活动的国际企业进行考察得以体现: 即多数企业的投资额往往大于资本金, 其超过资本金的投资又是以债务债权途径的融资形态实现的。此类投资的特点不在于数量之大, 其特定含义在于所超过部分已大于企业自有资本的状况。这种以资金贷付为特点的“非出资”形态所形成的投资, 可谓“投资融资化”现象。

日本是对外投资增长最快的国家, 投资融资化现象在不同时期, 不同行业有着不同的表现 (详见表 1):

由表 1 可知, “债权获取”形态在日本对外直接投资中所占的比重较大, 这在资源开发业和商业服务业中表现得更为突出一些。例如, 在 1982~1985 年, 此种形态在资源开发业领域中的比重分别为 82%、73.8%、85.4% 和 74.2%, 在以后的世界经济衰退、一次产品价格下降的情况下, 这一比重在 1986 年仍然占到 64.3%。除个别年份外, 该比重在商业服务中也已经超过一半以上。这种状况表明, 同资本金相比, 资金贷款形态已经成为其对外直接投资的资金主体。另外, 在 1988 年 1~9 月之间, 日本对泰国申请的投资金额为 2688 亿日元, 而资本金不过为 736 亿日元, 后者仅为前者的 27%。

表 1 日本对外直接投资动向 (单位: %)

年份	制 造 业			资 源 开 发			商 业 服 务		
	证券获取	债权获取	合计	证券获取	债权获取	合计	证券获取	债权获取	合计
1982	59. 8	40. 2	100	18. 0	82. 0	100	42. 2	57. 8	100
1983	58. 7	41. 3	100	26. 2	73. 8	100	42. 9	57. 1	100
1984	71. 0	29. 0	100	14. 6	85. 4	100	39. 7	60. 3	100
1985	68. 6	31. 4	100	25. 8	74. 2	100	47. 1	52. 9	100
1986	75. 6	24. 4	100	35. 7	64. 3	100	54. 8	45. 2	100

资料来源: (日)《世界经济评论》1989年 2月。

改革开放以来,我国引进了大量外资。就国外对我国的直接投资而言,投资融资化现象不仅同样存在,而且还有较

快发展,这可从我国引进外资的有关数据资料中看出 (见表 2):

表 2 中国引进外资概况 单位: 亿美元

年 份		1979~ 1982	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
对外借款		106. 9	26. 88	65. 34	68. 88	79. 11	111. 89	92. 67	103. 27	126. 69
直	协议金额			65. 96	119. 77	581. 24	1114. 36	826. 80		736. 48
接	实际利用	11. 66	16. 61	34. 87	43. 66	110. 07	275. 15	337. 67	375. 21	417. 26
投	资金到位率			52. 87%	36. 45%	18. 94%	24. 69%	40. 84%		57. 21%
资										

资料来源:《中国经济年鉴》

表中的数据显示,随着我国利用外资规模的扩大,外商直接投资总额超过同期在我国注册资本金的数额也日益扩大。它们分别利用国外和我国银行贷款在我国从事直接投资的活动也越来越多。这种通过银行融资而并非由投资者直接拿出资本金的现象已经成为当代国际直接投资的重要特征。由上表不难看出以下几点:第一,以 1992年为界,在此以前,对外借款是我国引进外资的主要形态。在此以后,虽然直接投资的规模大于对外借款,但是这种方式的资金到位率却很低,1992年仅为 18. 94%;第二,中国引进外商直接投资的实际金额与协议金额之间的差距很大,一般情况下,后者是前者的若干倍数;第三,以资金到位率作为反映我国利用外资水平的指标仍有一定的水分,因为即使是实际利用外资这一指标中并未排除外资企业向中国金融机构的借款。

国际直接投资的实践表明,投资融资化现象的形成与发展,既有利用外资与对外投资的宏观背景因素,也与跨国公司在经营管理策略方面的原因密切相关。

就宏观方面而言,对外直接投资与引进外资是同一事物在投资国和东道国两方面的反映。以实现工业化为目标的发展中国家由于缺乏资金和技术积累,需要从经济发达国家引进资金、技术和设备。引进外资作为资金投入不需要增大国内储蓄来抵补,作为实物追加从国外进口不需要扩大出口来抵补的特殊意义,已被发展经济学作了精彩描述。从投资国看,为了保证对国内外投资资金的需要,也鼓励发展出口主

导型产业,这也必须从发达国家引进技术和设备。孤立地看,这笔引进的外资是“出资”还是“融资”表现的很清楚,而当投资与设备进口相结合的时候,从事直接投资的跨国公司便能以低利的制度金融或欧洲市场为媒介来推动资金的筹措,把通过融资购买的设备作为投资放在东道国。这样一来,投资融资化现象便有了客观的基础。例如,日本进出口银行除了提供买方信贷和卖方信贷的传统贷款业务以外,近年又开展了所谓不规定用途、经由对方政府机构向民间企业的融资,即“两步贷款”业务。融资对象既有日本国内的设备出口企业,又含当地的日资企业、合资企业甚至东道国企业。

从另一个角度看,从事出口生产而需要引进设备和技术的发展中国家如果以出口货款作为抵押进口投资设备,也意味在事前未“出资”的情况下从事了新的投资活动。另外东道国的出口生产企业以其土地、建筑物作为抵押也往往能得到来自国外的融资。因此,投资融资化现象与出口型企业对外直接投资的联系较为密切一些。

投资融资化现象还表明:单纯从东道国角度看,这种引进的外商直接投资方式与弥补由东道国投资大于储蓄所形成的资金缺口的引进外资初衷不尽相同。因为就其形成的投资额的组成而言,与其说是外资,还不如说是内资。而从东道国和投资国双重角度看,“利用外资”与“被外资利用”是国际资本流动这一现象的两个不同侧面。

从微观方面看,与日益扩大的国内外市场和经营规模相

比,企业自有资本的不足和当今世界现成发达的信用系统无疑是投资融资化的重要原因,但是跨国公司实施的投资资产流动化和负债经营战略无疑是促进投资融资化的一种自觉行为。

首先,如果对外直接投资以全额的“出资”方式进行,则由出口带来的对外债权就全部被保留在接受投资的东道国内。但是,如果当地的独资企业、合资企业以融资方式来进行生产设备的投入,则这些企业可以用出口产品所收货款来归还借款。这样,用途专门化的固定资产便可留在国外。因此,在产业结构日益变化和实施变动汇率机制下,若将海外生产的场所固定在一个国家,并由此对该国以出资方式进行大规模的投资,被认为是在承担投资后因突发事件而蒙受损失的国家风险。与之相反,尽可能避免投资资产固定化则是跨国公司特定的财务战略。

其次,投资融资化现象的形成与发展,在于跨国公司追求负债经营方式所产生的“杠杆效果”。所谓杠杆效果是指以借入资金为道具,凭借他人资本来提高自有资本的利润率。例如,100万元投资能带来10万元利润,如果全部用自己的资本,资本利润率为10%;如果其中50万元为借款,便意味着利润率达到了20%的水平。当利息率低于借入资本利润率的情况下,借款越多,自有资本利润率就越高,负债经营所发挥的杠杆效果作用也就越强。

二、直接投资领域中的无股化控制模式

在迄今为止的相当长一段时期内,关于企业经营控制的问题基本上是从企业内部进行的,即一般分为“所有者控制”和“经营者控制”两种方式。从外部研究对企业的控制,是区别于“所有权与经营权分离”和“内部人控制”的又一研究成果,是对于“直接投资”~“经营权”~“股权”的研究发展到“直接投资”~“经营控制”~“无股化”研究的新尝试。直接投资以控制经营权为标志区别于间接投资是一些论著对国际投资基本形式所作的一般描述。问题在于,当代实践中的新现象,使得人们必须对于经营权被“控制”的含义与途径有着不同于传统定义的理解。我认为,直接投资无股化是指与股权脱钩,且从外部对企业产生实际影响的一种新的直接投资形态。它显然不同于经营权源于股权的原则,也有异于契约式合营的方式。在此,只有通过对于经营控制的理论和直接投资形态之间关系的比较分析,才能对“无股化”这一新现象有一个明确的认识。

对于投资者而言,“出资”对企业经营的支配可分为实质性和象征性两种类型,具体到企业内部来说,无非也相应表现为“所有者控制”和“经营者控制”的两种形式。与前一类型相联系,直接投资形式有独资经营和合资经营两种。独资经营形态所体现的所有权与支配关系为“完全所有支配”,即是指一人或同一家族占有整个公司全部或80%以上股份,并由此有权选举董事会进而完全支配整个公司。在这种形式下,所有权和支配权统一于一人或一个家族之下。合资经营的直接投资形态体现出的所有权和支配权之间的关系就复

杂一些。之所以如此,是因为这种形态既坚持“出资者支配”的前提,又脱离了“多股多权”的原则而形成了不同的控制模式。

首先是过半数支配。这是指一人或一个家族占有的股份在全公司股份总数的51%~79%的范围内而具有相应选举董事会成员的一种支配方式。这种情况下,公司的支配权掌握在过半数股份的股东手中,其余股东已丧失对公司的支配能力。这样,所有权和支配权就自行分离了。

其次是法定手段支配。这是在股份不过半数情况下支配公司的一种特殊方式。其含义在于将股份与经营管理权限之间的关系通过法定形式规定下来。这种支配通常有两条途径:一是将股份投入到金字塔型的控股公司,达到层层控制其他公司为目的。由于金字塔型的控股公司能使少量资本起到控制较多企业的作用,因此只要某一所有者拥有A公司的过半数股份就支配了这个公司,而A公司又拥有B公司的过半数股份也支配了B公司。如此类推,在维持金字塔型的层层控制关系下,一个人或者同一家族只需要整个股份的1/4(两层控制关系为0.52)、1/8(三层控制关系为0.53)甚至更少,就能支配一系列公司企业;另一条途径是预先对股份作出有决策权和无决策权的规定,即在出资资本构成中,如果有决策权和无决策权的份额相等,而某一股东只要具有决策权股份的一半,即总资本的1/4,就能支配整个公司。

第三是少数支配。这是指一人或同一家族在仅占有股份总额20%~30%的情况下支配公司的一种形式。这种方式的存在,是由于伴随着经营规模扩大后的股票分散化所引起的,只要是最大股东,这个企业的决策权就控制在该股东手中。

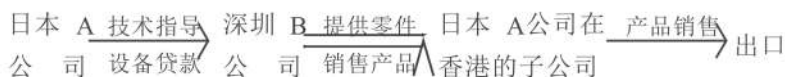
与股权式经营控制的独资经营和合资经营方式相比,契约式经营控制体现在合作经营的直接投资方式上。表现得最充分的是经营者支配,这是凭借专门知识、技能而并非依靠对企业财产的占有来管理生产,支配企业的形式。在经济活动日益发展、企业规模不断扩大的情况下,经营者支配方式中所有权和经营权的分离也最为彻底。

随着国际经济联系程度的加深,各国交易方式的日益多样化,使得构成直接投资的资产和途径也具有多样化特征。前者表现为非货币资产的投资形态,例如土地、厂房、设备、技术以及无形资产等等。后者则表现为非股权化、非内部控制的途径,而注重从外部对于企业产生的实际影响。例如,在涉及到出资与支配企业经营的联系问题时,海默认为,一个拥有某企业50%股份的公司,同持有25%股份或与其保持着密切技术合作关系的企业相比,不能认为前者较后者有着对企业更强的支配力。这无非表明,同独立或共同组建企业从事直接投资活动所不同的是,从外部对企业进行实际的控制,是无股化的直接体现。

日本外汇法曾于1980年从证券获取型和债权获取型两方面来定义直接投资。前者的含义为以下任何一种情况:(1)取得外国法人10%以上的股份或出资份额;(2)若出资不满10%,但如果有:a,获有与外国法人长久性经济关系的股份

和份额; b,与外国法人缔结有长期的契约(提供技术、派遣人员、原材料及产品供应和设置总代理店等) 后者的含义为以下其中一种情况: (1)对持有 10% 以上股份和份额的外国法人的长期贷款; (2)对持有股份份额在 10% 以下或不持有股份,但与其有长期经济联系的外国法人的长期贷款。

OECD关于资本自由化准则对直接投资的定义则强调以下两个方面。一是以与企业建立长期性的经济关系为目的,二是注重对企业经营具有的实际影响力。该定义表明,对于直接投资的立足点从注重企业在法律方面的独立性,转向以树立长期经济关系为目的而进行的投资方面。这样一来,基于证券而来的经营支配只不过是企业经营具有影响力的一种形态而已,而决非唯一形态。



上图所示的关系,由于显然不是股权式的合资经营,因此自然不属于所有者支配的范畴。

同时,它也不是通过契约规定双方参与产品或利润分配的合作经营方式,当然也不是作为内部控制的经营支配范畴。作为从事直接投资活动的日本公司,对于中国企业实际的控制是通过以下途径实现的:

第一是技术方面的控制。日本 A公司向深圳 B公司提供了设备并对其进行技术指导,这使得深圳 B公司在生产设备和生产技术方面不得不依赖于日本 A公司,由此被控制。

第二是金融方面的控制。日本公司向深圳企业提供购买设备的资金,不同于银行对一般企业提供的不予干预其用途的贷款。在这里,由于资金的用途已被严格限定而显示出介入经营的浓厚色彩。另外,日本 A企业在香港的子公司与深圳企业之间的另部件和货款按合同价格折算,由此日本跨国公司对深圳企业的资金、成本和利润均有控制。

第三是物资方面的控制。日本跨国公司通过在港子公司向深圳企业供应另部件,经由深圳企业加工成产品后又被指定返给香港子公司,由其向欧美国家出口。这表明对深圳企业在供、产、销渠道方面的全面控制。

以上分析不难看出,直接投资无股化现象是一个十分值得令人关注的新问题,尤其在以下方面具有广阔的研究前景:

首先,直接投资无股化现象不仅对于认识当代生产国际化的发展途径、趋势和跨国公司经营的新特点有着理论和实

国际直接投资领域中的无股化控制模式,在日本对华直接投资中体现得较为充分。我们知道,日本企业进入中国始于“三来一补”(来料加工、来样加工、来件装配与补偿贸易)。随着中国经济和中日关系的不断发展,合作生产、合作经营以及独资经营的形式虽各有发展,但合资经营曾在相当长一个时期内为其对华直接投资的主要形式。在此之后,日本对华直接投资中的独资经营形式有上升趋势。

值得注意的是,在近年来中国的外资政策进一步松动,极其有利于股权式经营,尤其是外商独资经营的情况下,对华投资的日本企业却推出了以“非出资”为特征的投资融资化方式,且从外部对企业生产产生影响的直接投资无股化方式(见下图):

践的意义,而且由于这一研究反映出股权对于控制企业经营并非唯一途径的成果,因而使得我们在对外开放过程中能更好地运用对外直接投资和引进外商直接投资的新形式。

其次,直接投资无股化方式不仅是实现低成本或无成本控制企业的最佳途径,而且还因其对于企业的控制更为灵活而具有调整经济景气的功能。从微观角度来说,建立新企业的成本最高,而实现控股目标的途径不外乎是换股或支付现金,其代价仍然很大。而无股化途径恰恰可以在避免收购方式所必须付出巨大代价的情况下,从外部实现对另一企业的控制。另外,同以“大鱼吃小鱼”为内容的“兼并论”相比,以“无股化”为内容的“并存论”强调以大企业和中小企业并存的“二重结构”为基础。当经济景气时,大企业可将另部件扩散给中小企业而获得利益;当经济萧条时,大企业又可通过压低另部件加工价格或自制另部件以最大限度减少损失。一般认为,经济周期是客观的,但即使在处于危机阶段,只要大企业不受重创,整个国民经济就不会伤筋动骨。

最后,国际直接投资研究过程中形成的无股化概念,由于在经营支配和投资方式的相互关系这一重大的理论与实践问题方面取得了突破性进展,因此,与“控股”和“参股”所不同的是,“无股化”方式对于探求我国除股份制以外的体制改革与建立企业之间的联系有着重要的参考价值。

(责任编辑 邹惠卿)