



## 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 114 2014 年 2 月 3 日

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

执行编辑: Shawn Lim ([shawnlwk@gmail.com](mailto:shawnlwk@gmail.com))

### 政府在外国投资项目中持有股份：对东道国有利吗？

Louis T. Wells\*

一篇近期的《展望》得出这样的结论，在政策不稳定的国家，“在项目中拥有股权的东道国将不再要求重新谈判，这样会降低项目的风险。”<sup>1</sup> 投资者无疑将由此获益，但是东道国有利可图吗？在我看来，几乎没有。

长期以来，许多东道国政府坚持要求在采掘业项目中持有股份。在 1953 年关于拉姆科铁矿石采掘项目的协议中，利比里亚政府以免除收入所得税为交换获得了项目 50% 的“免费”股权。今天，许多亚、非国家政府要求在采掘业项目中持有少量股份（免费或者支付一些费用），同时也放弃某些权利作为补偿。

政府寻求股份主要因为它们期望获得经济收益、政治利益、出席董事会带来的控制权以及地方由于得到资金而给予政府的支持。

然而，期望中的经济收益很少实现。股份持有者分享的是红利，而不是应税所得。除通常的操纵转移定价外，大股东以向附属机构借债的方式进行投资（在拉姆科案例中 90% 为债权投资），转移现金流去支付利息并向自己偿还本金，通过这些方式最大限度减少红利。他们可将留存收益转化为后续投资，这就迫使政府加入其中。大股东甚至决定将多余的现金借给其他地方的附属机构而不会宣

布股利。除了法定的利息支付外，这些“费用”在计算应税所得时不能免除，但依然是占用现金流的。

税收立法通常提供保护措施以对抗针对附属机构的超额利息扣除（例如，常用的方式是将扣除额限制在应税所得的某个百分比上或者以税收目的限制债务产权比率），同时控制着采购、管理费用和市场费用的转移定价，但税法很少能使小股东免受上述伤害。不出所料的是，拉姆科项目支付给各附属机构的管理费用和运输、市场费用占用了大量现金流，而这些现金流本是政府期望得到的。于是，从收益的角度看，35%股权带来的价值比35%的税收要少得多，而这一点经常被政府忽视。

股权的稀释也是一个问题。当新股发行的时候，政府很少有所行动。为了保持其权益比例，政府可能会被要求出资，尽管其初始的股权是免费的。但是政府的资源投资于其他领域可能会得到更好地利用，比如投资于稳定商品价格的项目。诚然，一些协议（例如，安赛乐米塔尔在利比里亚的采掘协议在2006年7月重新谈判的结果）保证政府权益稀释的同时，在不增加投资的前提下得到最低收益保障。

对控制力的寻求同样令人失望。尽管持有少数股份使政府有权向采掘公司委派董事，但大股东可以在董事会议召开前做出重要决定。此外，政府委派的常为官员。他们很少在董事会议召开前获得充分信息，同时也缺乏时间、专业知识和专职人员去评估或提出议题。再者，这些官员究竟是代表公司的利益还是本国政府的利益亦未可知。<sup>2</sup>最后，投资者还可以通过与政府委派的董事建立友好关系、提供旅游机会甚至是行贿等方式对其进行收买。

外国投资者通常认为政府委派的董事的投票意味着政府的认可。这种观点是站不住脚的，尤其是因为那些董事甚至不是来自掌握相关专业知识的部门或者管理机构。

理论上讲，这些潜在的问题可以通过一个精心拟定的股东协议加以解决。但是，我从未见过哪国政府在一个发展中国家签订这样一个综合性协议。即使经过了谈判，我也对这样的协议能否被恰当地执行表示怀疑。

幸运的是，政府的股份并不是必要的。税收和使用费是更稳定的收益来源。如果政府委派董事具有重要的政治原因，政府可以坚持拥有这项权利但并不持有股份，尽管我认为这不是个好主意。如果资金对地方来讲非常重要，掌握特许权往往比所有权更好，因为地方常会发现所有权最终带来的资金收益很少甚至没有。

另一种可能是在外国投资项目中一个拥有专业财务知识的国有企业作为普通股东持有股权，这种情况在石油开采行业较为普遍。然而石油领域的模式尚未在采掘业得到广泛采纳。

James 和 Vaaler 认为政府所有权意味着更稳定的协议，这没有错。但一个稳定的协议在情形有变（例如，矿产价格上升）或是进行原始协议谈判的官员腐败或不称职的情况下对东道国政府十分不利。BIT 和 FTA 应向投资者提供充分的保护措施。

（南开大学国经所李峻睿翻译）

---

\* Louis Wells ([lwells@hbs.harvard.edu](mailto:lwells@hbs.harvard.edu)) 是哈佛商学院赫伯特.F.约翰逊国际管理学名誉教授。本文作者感谢 Joseph Bell, Natty Davis, James Otto 和 Perrine Toledano 给与的专业意见与帮助。**本文作者观点不代表哥伦比亚大学或其支持者的观点。哥伦比亚国际直接投资展望 (ColumbiaFDI Perspectives) (ISSN 2158-3579) 是同行评议刊物。**

<sup>1</sup> Barclay James 和 Paul Vaaler, “少数规则：国家所有权和外国直接投资风险消减策略” *哥伦比亚国际投资展望*, 系列 111, 2013 年 12 月 23 日。

<sup>2</sup> James 和 Vaaler 假定他们代表公司利益。如果事实是这样，他们就不可能保护东道国的利益。

转载请注明：“Louis T. Wells, ‘政府在外国投资项目中持有股份：对东道国有利吗？’哥伦比亚国际直接投资展望, No. 114, 2014 年 2 月 3 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](mailto: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](mailto:shawnlw@gmail.com) 或者 [shawn.lim@law.columbia.edu](mailto: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](http://www.vcc.columbia.edu)。

### **最新哥伦比亚国际直接投资展望文章**

- No. 113, Anthea Roberts, “Recalibrating interpretive authority,” January 20, 2014.
- No. 112, Sheng Zhang, “The China-United States BIT negotiations: A Chinese perspective,” January 6, 2014.
- No. 111, Barclay E. James and Paul M. Vaaler, “Minority rules: State ownership and foreign direct investment risk mitigation strategy,” December 23, 2013.
- 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.

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>.