

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

为什么中国对外国股权资本有如此大的需求？

——制度及政策的前景预测

黄亚生  
哈佛商学院

No.199905

1999年10月

Working Paper

National Center for Economic Research

At  
Tsinghua University, Beijing

# 为什么中国对外国股权资本有如此大的需求？

——制度及政策的前景预测

黄亚生

副教授

哈佛商学院

Morgan Hall 267

Boston MA 02163

Yhuing @ hbs.edu

## 摘要:

外国投资企业（Foreign—invested enterprises 简称 FIES）在当今的中国经济中已经形成了一股具有重要意义的力量，它们的规模、业绩以及在最重要的工业行业中所取得的地位足以说明这一点。本文对影响 FIES 增长速度的因素提出了许多与传统看法不同的新观点，通过制度及政策前景展望，分析得出中国对外国股权资本有着高的需求。基本原因是相对于国内企业而言，FIES 的优势已经不仅局限于资本和技术的优势，在中国经济机构组织方式上又产生了一些额外的、独有的、特殊的优势。这类优势有两种来源：一是 FIES 在许多国内企业由于规章或制度因素的限制而不能涉足的领域发挥了重要作用；二是 FIES 的组织形式具有更高的激励性。这些由于政策、规章制度导致的特定的优势赋予了 FIES，从而使国内企业将会产生同样取得这些优势的动机——把企业转换为 FIES。产生这两个额外的、独有的、特殊的优势的条件导致了中国对外国股权资本的大量需求，如果是相反的制度和政策环境的话，将不会出现这种情况。

## 为什么中国对外国股权资本有如此大的需求？（1）

1997 年，中国官方统计外国资本流入 644 亿美元，国外直接投资（FDI）流入量为 453 亿美元。1998 年，尽管东南亚发生了大范围的金融风暴，但中国的外国直接投资仍然强有力的增长，削弱了西方商业团体对中国渐增的悲观态度。在 1998 年前 9 个月中，FDI 仍然保持 314 亿美元，与去年同期相比没有变化。（Smith 1998）

从 1980 年开始，FIES 就开始在中国经济中起到相当大的作用，它们积累了巨大的资本，并且进行投资活动，从而成为中国资本结构中日益增加的一个组成部分。它们雇佣了大量的中国劳动力，并且以其优厚的报酬和灵活的雇员结构吸引了受过教育的最优秀的中国劳动力。它们快捷地筹集资金，输入输出资本的能力强有力地影响着中国的宏观经济。逐渐地，FIES 使中国成为亚洲的制造业基地。它们实际上遍布于中国每个部分和每个经济领域。在许多领域内，FIES 已经建立了自己的垄断地位，尤其是软件料、玩具、化妆品和汽车行业等。FIES 的对外贸易额占中国全部贸易额的很大一部分，1996 年占全部贸易额的 40%，全部出口额的 30%。（2）

在中国经济中，FIES 所扮演着的金融和经济角色还在不断加强，这一现象被称为“FIES 现象”。本文将通过两种途径来解释这一现象。一是现在存在的大多数解释，经不起进一步的详细研究，对这一问题需要更加充分的前景展望；二是在理解 FIES 现象之时，设计一种分析体制来加强对中国制度及政策重要性的说明。我称这种体制为“制度及政策因素”方法（institutional and policy factors approach 简称 IPF 方法）。同传统的解释相比，主要有两点不同：一是 IPF 方法目标是揭示一部分国内公司（中国人持股的公司）的同盟动机和一些特征，这与外资公司的动机及特征正好相对。我认为根据 FIES 现象，中国公司的动机和它们的有效约束是问题的关键。另一点是 IPF 方法构筑了一个宏观问题来解释

机和它们的有效约束是问题的关键。另一点是 IPF 方法构筑了一个宏观问题来解释 FIES 的增长及业绩。这一典型的方法将以宏观因素（比如经济原理和 FDI 规章的演变）作为解释的基础。

本文包括四个部分。第一部分更加详细地描述了中国在改革年代尤其是二十世纪 90 年代“FIES 现象”意味着什么；第二部分简要说明了一些传统的解释方法并指出存在的问题；第三部分介绍了 IPE 方法并且讨论了一些实际的例证；第四部分总结并且提出一些政策暗示。

## FIES 现象

当国外投资加强外方对国内资产的控制权时，我们通常称此类投资为“直接”投资，因此根据国际货币基金组织的定义，“FDI 是指在一种经济中，通过对企业的操作运营，取得持续的利益收入的投资，它与那些为了对企业管理产生有效影响的投资者不同（effective voice）。”在美国，商业部规定当某一外国投资者股权占到 10% 之时，就算为 FDI，在中国，规定的合法的下限水平更高，为 25%。表面上是为了防止伪装 FIES 来享受许多政策上的优惠，但是在中国想对“企业形成有效影响”也需要更高的股权比例，因为大部分中国的合资企业（joint venture）的合伙人是国有企业（简称 SOES），这部分股权是不靠 FDI 流入量作为观察 FDI 的手段。正如字面意义所讲，FDI 流入量指主权国家在一定时期内所接收的 FDI。这与 FDI 证券（FDI stocks）相区别，后者指在给定时间点 FDI 流入量的积累值。表 1 统计了批准的 FDI 流入量的申请书的数额和已批准及实际流入的 FDI 流入量。

从 1979 年到 1997 年，具体到位或实收的总 FDI 证券金额为 \$2,200 亿美元。从 1992 年起，这些证券的大部分已经被投资使用。1992 年到 1997 年，总的 FDI 流入量高达 1968 亿美元。从而使中国成为发展中国家之中接收 FDI 最多的国家，接收额仅次于美国。到 90 年代中期，FIES 已经成为中国经济中具有重要意义的一支力量。它们所扮角色的重要性首先体现在它们的增长率上。1990 年到 1997 年之间 FDI 平均每年增长 44%。在 1992 年和 1993 年是最高戏剧性的增长时期，分别为 142% 和 146%。

FDI 快速的增长率说明 FIES 已成为中国经济一个具有重大意义的投资融资源泉。1981 年中国的 FDI 仅占全国固定资产投资的 3.78%；到 1997 年，这比例上升为 12%。在 1992 年，FDI 约占中国 GNP 的 2%，到 1997 年上升为 5%（3）。很显然，FDI 在中国所扮演的提供资金的角色比在其它东南亚国家更加有影响力，新加坡除外。就拿 FDI 占 GNP 的份额来说，在 90 年代初期，韩国仅为 0.2%，台湾为 2%，印尼为 1.5%（4）。在 80 年代，经过一段时期的持续增长的直接投资资本的供给，中国的 FDI 占国内总资本的份额增长了五倍强，而韩国和台湾只增长了 3 倍，印尼仅为 30%。

在很大程度上，FDI 占国内资本的比率会给人造成错觉，不能真实反映中国对外资的依赖程度。中国的一些窗口城市，尤其是中国的海岸区域，吸收了大量的投资。在 90 年代，FDI 流入量占广东资本结构的 1/4，福建为 20%。在广东的一些地方，比如深圳，此值超过 50%（5）。FIES 已经在中国的一些地区经济中成为工业的领导者，下表列举了一些这样的地区和公司，信息来源于一篇国家计委的研究报告。FIES 抢占市场份额在中国仍然是一个敏感的问题，国家计委以一种尖刻，批判的态度说明表 2 的数据。另外，同一篇报告中显示：在轻工业、电子和化学行业中，FIES 的销售份额也已超过 30%。

FDI 占国内资本结构比率从另一方面低估了中国对 FDI 的依赖程度。原因是国外和国内的投资活动可以相互作用，或替代或补充。在国家之间进行 FDI 流入量占总资本的比率的比较也会产生错觉，因为 FDI 流入量在一些国家可以替代国内投资而在另一些国家却引诱国内投资。因此分母的值应该是分子的一个函数。替代效应会使 FDI/资本的值更大一些，而当两种投资活动形成相互补充之时，此份额会变得小一些（6）。判断二种效应哪一

而当两种投资活动形成相互补充之时，此份额会变得小一些（6）。判断二种效应哪一种占主导地位时，需要一些关于国内和国外投资决策如何相互影响的知识。在中国，认为 FDI 与国内投资比率有点低估 FDI 流入量的重要性似乎是合理的。FIES 的相当多的财政、资金和经营激励措施引诱了一部分国内的投资，否则这些国内投资不会实现。同时“一拥而上”的现象也比较少，因为国有企业在软预算约束下经营，而且在政府管辖区域内强烈投资的愿望冲淡了一些大量 FDI 流入的抑制效应。

FIES 在中国改革进程中起了独一无二的作用。许多的关于中国经济改革的研究都集中于非国有公司的兴起，比始乡镇企业（township and Village enterprises），思想是中国可以通过允许建立新的私营企业而不需要明确的私有化计划就可以走出计划经济体制。（7）然而，FIES 所起的作用有更重要意义，更具争论性，原因有两点：一是中国经济的所有权形式在公司这一层次上多样化，FIES 就是这种情况；而不象乡镇企业只处于行业或地区层次上。根据定义，FIES 属于独立的合法实体，中国方面的绝大部分股权属于 SOES。如此一来，国家所有权被直接消减，而且外资公司的管理实践经验对传统的 SOES 产生强有力的影响，而乡镇企业对国有企业的的影响仅限于产品，劳动力的竞争，有时会在资产市场上产生竞争。（8）

第二个原因是 FIES 直接同最大的，重要的国有企业竞争。从竞争方面来看，FIES 的兴起同乡镇企业和其它非政府公司的出现相比，是一个非常重要的经济现象。FIES 正吵嚷着进入那些中国最重要的经济领域，比如汽车、电信、石化和机器制造业，同其中的大型国有企业展开竞争。相比较而言，乡镇企业和其它公司主要在国家传统上认为是边缘产品的轻工业领域内同国有企业展开竞争，它们的活跃的成长是建立在牺牲中小型国有企业基础之上的。

外资企业在充满着国家和政治象征性的行业中日益成长的经历是一个情感扭转的过程，每个国家都如此，中国也不例外。这已不再是通常的商业竞争，通过汽车工业就可看出一个忧虑的中国政府。在中国政府所认为的四个支柱行业中，FIES 在其中两个行业有出色的表现。在电子和通信行业中，FIES 的股权份额早已超过了国内比例，1997 年为 53%。FIES 拥有总资产的 47%，税前利润的 67%。在汽车行业中，国有企业比在电信行业受到了更多的政府保证，政府尝试限制小批量的外资股权介入，到 1997 年，外资企业在此行业中占的比重已相当可观，为 21%。在最大的 7 家汽车制造公司中，外资所占的份额为 16%，其余全部被国家垄断（9）。

FIES 有巨大的盈利。1996 年，中国国际收支平衡表记载的利润支付数为 116 亿美元，比去年有大幅度增长。利润支付代表了分配给外国投资者的利润。如果我们不只限于考察 FIES 本身，而是将其业绩同中国最主要的公司组织形式——国有企业相比，这些利润数字将会更为深刻。可以通过数字的大小来说明二者的巨大差别。最简单的数字就是 FIES 的成长数，在 18 年前还一无所有，而今却成为中国经济中一支具有重要意义的力量。在 1996 年，共有 43,542 家工业 FIES，和总共 240,447 家 FIES。其中工业 FIES 占工业增加值的 16%，占总行业资产的 17%。

也许最能够区别 FIES 和国有企业的是二者的财务业绩。1996 年，43542 家工业 FIES 实现税后利润为 407.9 亿元人民币，而 86982 家国有企业生产出 50 亿美元多一点，折合人民币 412.6 亿。其余财务指标也说明同样的问题。所有这些比较可能低估 FIES 的成功和国有企业的失败，FIES 被怀疑利用转移价格隐藏利润；国有企业，从另一方面，夸大利润和销售数字来吸引银行的注意。

## 现有解释

尽管在中国经济中 FIES 的重要性越来越明显，但是大多数的学术作品却没有能尝试解释这里定义的“FIES 现象”，即没能解释导致 FDI 长时期的增长和 FIES 在中国经济中日益增加的重要性的原因。中国的学术著作集中于相关的目标课题上。(11) 例如，经济学家主要注意 FDI 生产的经济效益，比如出口和经济增长对产品和市场竞争产生的影响。因此这些作品都从发展的目光来着手考虑 FDI，而且都关心一个所有发展中国家的经济学家所关心的问题——经济增长。FDI 是如何变得如此重要恰恰通常在这些讨论中不被提及。他们不是把 FIES 的财务和经济角色作为分析的出发点，而是将注意力集中于发现他们的影响。政治学家从一个完全不同的出发点来研究 FDI，他们关心的原则是持续增长的 FDI 对国家保持自己经济政治章程的能力的影响。这种方法应用于关于 FDI 协商谈判的作品中。回过头来，为什么中国对 FDI 有一个很高的需求量呢，为什么 FIES 成长的如此之快却被忽视呢？抛开中国方面的研究，在经济学中，关于 FDI 最具权威的理论是企业协会（industrial organization 简称 IO）的观点。IO 观点的出发点是国外公司（foreign firms）会招致一些国内公司不需要花费的成本。这些成本包括跨国经营的困难和在国外投资所带来的成本，比如语言和文化环境的不同，还有法律和政策的不确定性。为了补偿这些额外的成本，一家国外公司一定拥有超过国内对手公司所特有的优点。这些优势表现在软件和硬件方面，比如技术、组织技巧和市场营销方面的专业知识等，而这些却不被国内公明礪拥奋 IO 观点未说明的前提是很关键的，资本市场是竞争的而且市场有效地分配金融资产。这些前提可使 IO 观点作出两个说明：一是外国公司所独有的优势，而不是其它因素，使其出价高于国内公司，比如购买国内资产可以溢价购买。二是这此特有的优势是严格界定的，指那些通过简单的重新组织就可以无成未交易的资产。这些资产包括商标，专利和关键的专业技巧（know-how）。按照 IO 推理预测，跨国公司将在那些对这些资产有重大运用的行业中盛行。资产市场有效的前提在许多发展中国家不成立，在改革计划经济的国家比如中国来说也不成立。公司资产的购置是一个带有严重官僚色彩的过程，制度和政策因素可以放大或缩小这些特有的优势。这就暗示了 FDI 的方式可以在 IO 观点基础上预测的结果相完全分离，跨国公司可以获得额外的，特殊的优点或缺点，这些优点和缺点或者增加或减少 IO 理论所提出的小范围的、特有的优势。在中国，两种以经验为主的 FDI 现象显而易见与 IO 观点所违背。首先，FDI 流入的一个重要部分包括所谓的“双程 FDI”（round-trip FDI），双程 FDI 指资本首先输出来获取外国定居权，然后再输入中国建立 FIES。所有可能方式的双程 FDI 都不会使资本流入量的净值增加，也许是一种小程度的技术转让。然而所有论述均认为双程 FDI 是一个重要的现象。中国的国际收支平衡表中错误与遗漏项的巨大负值说明了它的重要性，保守估计，我认为中国 1992 年的双程 FDI 占 FDI 流入量的比重将近 20%，世界银行估计将近 25%。(13)

IO 观点将会预示所有其它方面将会保持一致，跨国公司在那些资本密集型的行业中起主导地位，因为金融和物质资本被假设是构成跨国公司的独有的、最重要的优势之一。然而，就中国的资料来说，运用固定资产周转率来作为资产密集度的衡量方法，不会马上出现明显的结果。如果其它条件不变，FIES 的股权份额同资产密集度成负相关关系。固定资产周转率是销售额同净固定资产的比率。它表示平均每单位净固定资产所发生的销售额，同时衡量了一个行业的资本密集度，高比率表示低的资本密集度，低比率表示高的资本密集度。表 3 列出了 8 个行业中 FIES 的权益比率和固定资产周转率，在其中四个行业中，FIES 有最高的权益份额；在另外四个行业中，有最低的权益份额。高权益的 FIES 的资产密集度要比低权益的 FIES 的资产密集度低，为 3.17 和 2.09。烟草制造业和石油加工业的资本密集度很高，还没有 FIES 介入。这就意味着 FIES 在低资本密集行业处于更高的统治地位。考察所有行业的数字，都可以得出相同的结论。1996 年，固定资产周转率和 FIES 的行业权益份额的简单二元相关多数为正的，而且比较大，为 0.70。

许多有关 FIES 现象和中国公司同国外公司相联合的动机的中国式文章都来自于中国政策出台和商业压力之下。总体上来说，这些论述不能经得起进一步的仔细研究。要了解中国企业的动机，从中国方面来考虑组织 FIES 所能获得的利益是必要的。乍一看，关于 FDI 所带来的好处的问题似乎是显而易见的，而且是乏味的。正如中国官方经常声称，FDI 的进入可以带来资本和技术是最显而易见的好处。

官方的道理恰好与我们所熟悉的发展经济学中提到的外国资本的“储蓄与投资之间的缺口”理论完全吻合。所有的官员和持储蓄投资缺口论者均认为进口国外资本，而不只是国外股权资本。一个国家同公司一样，可以在国际资本市场上发行债券或股票，选择其中任何一种方式都是许多因素的一个函数，比如一种形式同另一种形式相比较的成本和风险因素。中国更加喜欢股权资本而不是债务资本这一论述同中国的资本充足或短缺无很大关系，而是与这两种形式给中国所带来的利益，与这两种融资方式的多种特征有很大关系。

在吸收 FDI 和放开市场及放弃国家对国外企业的控制之间有很重要的利益权衡关系，说明这一点是很重要的。一些政府，比如韩国和日本政府，传统上不情愿作出有利于 FDI 的权衡，而其它国家，新加坡和中国，却更加倾向于作有利于 FDI 的权衡。因此，相似的问题则不是一个政府是否需要资本和技术，而是这一政府是否愿意作出放弃对国家市场和公司的控制权的代价。更加全面的解释需要首先阐明中国政府引进外资和技术所获得的收益要大于所有吸引 FDI 所带来的成本。

对于 FDI 而言，储蓄—投资缺口意味着资本的短缺。然而资本短缺却引起许多经验的反常。如果吸引 FDI 是出于增加投资率的动机，那么为什么对中国国内资本尤其是非有资本有繁重的限制就更加神秘了。众多的 *de jure* 和 *de facto* 的规章性的限制强有力地约束着国内非国有公司，其中包括它们同中国银行系统的联系和高利润投资项目的接触，然而国外投资者则被积极给予许多具有吸引力的诸如税收等好处。因此，就更加偏好于“外国”股权资本，而不是偏好于任何的股权资本。这一偏好于 FDI 不能够用通常的思维方式来解释，至少很不明显。国外控制权对中国经济的社会主义性质没有起到丝毫削减作用，然而中国控制权则不然。国际资本竞争仅仅是部分上的解释。尽管国外资本的聚集导致了政策方面更好的待遇，但是令人迷惑的是为什么强烈的资本地区间的竞争却没有赋予国内资本同样的权利？在供给方，外国投资者在中国投资并不是因为政府对待国内资本的态度更坏，而是因为在中国投资，可以比在其它地区获得更高水平的收益。

另一个反常是中国对 FDI 的依赖程度在一个特殊时期更加深入，这个时期中资本短缺正在减缓。所有的指标表明中国被资本的浪潮所冲击。中国的储蓄率上升到改革年代最高的水平。1986 年到 1992 年，储蓄率在 30%徘徊，但是 1993 年到 1997 年之间，储蓄率上升到 40.6% (17)，储蓄率的上升同 FDI 的激增相一致，同时对 FDI 的控制也经历了一个重要的自由化过程。因此，当中国储蓄很多时，它却要引进大量的资本，当储蓄不多时，却只需要少量资本的进入。中国国际收支平衡表的统计数证实这一疑点。在二十世纪 90 年代，中国仅在 1993 年出现流动帐户上的赤字，简单的经济逻辑推理应该是在其它流动项目盈余的年份里，中国是净资本出口者，而非进口者。然而恰恰发生了后者，在 90 年代大多数年份里，在巨大的流动项目盈余基础上，同样伴随着巨大的 FDI 流入量，致使外汇储备剧增加，到 1996 年 6 个月为止，已经到达了 1409 亿美元。外汇储备是中国政府对美元资产的所有权。

当 FDI 流入量使中国的外汇储备增加之时，FDI 的数量却不能够有效地应用于中国经济的发展。根据华尔街期刊，中国大约将 40%的外汇储备投资于美国的国库券 (Smith 1998) 如 40%是合理估计的话，实际上中国是资本净出口者。从 FDI 资本短缺的观点来看，这一结果相当奇怪。中国政府努力奋斗，进而放弃对经济的控制权，仅仅是为了用多余的资本在美国投资于低收益的政府债券。作为一个贫穷的农业国家，中国同世界上其他

在美国投资于低收益的政府债券。作为一个贫穷的农业国家，中国同世界上其他国家一样，大量举债将其应用到工业化国家中，以满足政府融资。一位前中国央行行长也称这一结果“令人愤慨”。（18）所有指标显示，中国是低套利者，国家要对外债平均支付 8% 的利息，而仅能得到 5% 的海外投资收益。很难来强迫一个人去认为这里有经济理由，但是如果确有，资金短缺也决不是其中之一。

“科技进口”的讨论同样建立在一些不牢固的基础上。当技术脱离资本不能存在之时，股权投资就会是更优的选择，就如私有财产商标、专利的情形，或者是关键的管理技能。不可否认在中国的一些实际操作中有引进私有技术的情形，而且因此股权投资就不可避免了，但是保持安全距离的组合的设计与实施是有困难的，在中国数量巨大的 FDI 案例中，相对于任何现实的私有资产的供给和为了吸引股权投资所作出对 FIES 大规模的让步，这一难题就微不足道了。这否定了通常的看法，即中国所有的 FDI 情形均包含有私财产，这些私有财产不能够通过公司结合的其它形式来取得，比如许可方式。指出这一点很重要，那就是中国为数众多的 FIES，是由香港和台湾的小公司组成的，这些小公司通常进行的是简单的房地产交易，同它们业务联系的没有任何技术因素。尽管也许有管理技巧转移到了 FIES，但却也不能够马上理解为什么管理技能的这种方式不能够同资本的进口相分离。第二种流行的解释经常被关于 FIES 在中国的成长的经济评论所援用，它随便地指出中国经济基础的诱人之处——尽管人口众多却有快速的收入增长，廉价、守纪律的劳动力等等。这种解释把重点放在经济基础之上是正确的，也不难想象如果这些经济基础对投资公司不能构成充分的吸引力的话，FDI 流入量一定会为数不多。然而，很重要想起中国的国外公司的快速成长就是在最近几年之内。真正的 FDI 汹涌而入发生在 1992 年之后。FDI 流入量在 1992 年到 1997 年间的积累量占到 1979 到 1997 年 FDI 股权的 89%。在二十世纪 80 年代，尽管在这一时期中国经济的增长已经非常巨大，使 FDI 稳步增长，没能以一个高的比率增长。因此如果我们接受经济基础对 FDI 有推动作用的观点，在时间上的这一差距就需要解释。

经济基础解释提出其它一些难题。好的经济基础本身不能自动地推进 FDI 的流入。有一点，国外公司或许更喜欢在国外投资，这些投资任何当出口受到限制之时。另外，主权国家关于 FDI 政策可能是激励性的，也可能是限制性的，这些政策对 FDI 的水平有很大影响。当我们审查一下东亚新的工业化经济过程中 FDI 的历史的话，这一点就非常清楚，这些国家在 70 和 80 年代发展极其迅速，但却没有大量的国外股权资本的参与。Amsden 1989 年指出韩国跨国公司的数目要低于其他工业化过程较晚的国家。Hill 1985 指出韩国的 FDI 占总国内投资的份额要低于大多数其它发展中国家，一个主要的原因就是政策对 FDI 的限制。在 1980 年的一篇调查中，韩国的 23% 的国外执行长官指出“不方便的官方程序”是首要的阻碍（Stallings 1990）。日本，世界上第二大经济，FDI 流入量的水平低于希腊（Graham 1994）。因此，经济基础解释仅是 FDI 的“必要条件”，而非充分条件，也就是说，那些有高水平 FDI 的国家一定有好的经济基础，但是也存在有好的经济基础，FDI 水平却很低的国家。这一 FDI 增长的充分和必要条件的差别经常在一些商业评论中被忽视。在很大程度上，经济基础解释提出问题的出发点就是错误的。即使是好的经济基础导致 FDI 的流入量，核心问题也不只是 FDI 流入量的成长。核心问题应该是 FDI 流入量相对于国内投资增长的增长。好的经济基础吸引更多的投资这是肯定的，但是为什么有更多的“国外”投资呢？国外公司在成长的机会上有高出国内公司的边际优势？严格来讲，FDI 增长的说法不仅仅是指 FDI 单个的增长，它应该是指为什么国外公司要比国内公司投资更多（正如逐渐增加的 FDI 占国内资本份额所示）。因此我们的问题就不得不从解释如下问题开始：为什么经过一段时间，国外公司就积累了高于国内公司的优势，而且导致优势的有利因素又是什么？

另一类普遍的商业评论强调中国 FDI 的自由化过程。FDI 流入量在 90 年代上升，同时中国政府从 80 年代对 FDI 许可的政策转变为 90 年代的 FDI 激励的政策。这种解释的困惑之处是它同“资本短缺”和“经济基础”两种解释没有职能意义上的差别，因此存在着同其它解释一样的不足之处。90 年代 FDI 的汹涌而入一定意味着在 80 年代对 FDI 更加限制的政策环境下，存在着一个潜在的、未饱和的 FDI 需求。90 年代取消 FDI 的政策限制，因此 FDI 的潜在需求就同实际的供应量相吻合。如此解释的话，FDI 自由化假设告诉了我们一些关于 FDI 需求和供给相匹配的机制过程，但是真正有兴趣的问题是为什么 FDI 的需求量如此之高？

FDI 自由化假设忽视了 FDI 需求量这一问题，它假设在取消 FDI 政策障碍和 FDI 流入量的增加之间存在着自动的联结关系。也许存在这一联结机制，但是需要更加充分的逻辑说明。我们可以很容易想到一个这种联系不能自动完成的情形。在日本，自从 80 年代后期以来，经过具有重要意义的资本市场自由化之后，几乎不存在任何限制 FDI 的障碍，但是几年来，FDI 的流入量仍然保持低水平。一个计量研究表明公司“内部锁定”持有股份的 Keiretsu arrangement 假设抑制了日方公司的 FDI 需求，这一结论有大量的实际资料证实（Lowrence 1993）。这一系列的调查提出了正确的问题而且作出了正确的解释。市场的结构和公司的组织形式能够对公司的合并决策施加独立的影响。更加完全的解释应该是在给定的 FDI 需求量下，90 年代 FDI 的增长归因于政策的自由化。FDI 自由化假设并不是不正确，而是缺少了说明中国 FDI 需求这一关键的中间步骤。

## IPF 方法

我的基本前提是：FIES 在中国经济中所扮演的逐渐重要的角色，不仅是由国外投资者股权资本的供给所驱使，而且与中国对外国股权资本的需求有很大关系。需求方的问题导致发现同国外股权资本结合所获得的利益和中国方希望同国外公司结合的动机。本文章的中心思想是对资本和技术的需求不是构成中国公司合资动机的唯一因素，中国公司合资的动机是中国经济制度和政策的局部函数。因此我把研究 FIES 的这一方法称为“制度和政策因素方法”在下面的篇幅中，我考虑四种 IPF——国家所有权、经济分散化、金融市场非有效性和政策利益。

### 国家所有权（State Ownership）

中国和其它正在改革的社会主义经济中的国有企业行为的重要特征是他们有无法满足的投资欲望。尽管中国取得了经济改革的瞩目成绩，但仍保留部分改革的 CPE。1994 年，国有企业雇佣了 67% 的城市雇员，而且占总固定资本的 57%，相比较而言，在 70 年代后期，台湾和韩国的国有成份占总固定资本结构的比例分别为 32% 和 23%（20）。国有企业的投资需求在正在改革或是部分改革的 CPES 中被认为是无效率和过剩的。在 CPES 中，过度的投资需求暗示了两类国有企业独有的行为方式。事前的（Ex ante）、过度的投资需求意味着对投资需求缺乏自我强制约束；事后的（ex post）意味着固定的投资需求超过了潜在的投资资源的供给，比如资本，中间产品或者是外汇。过度投资需求的上升是因为在一个 CPE 中进行投资活动会产生成本与收益发生率的基本不对称，当投资成本大部分是由于社会而产生之时，收益—高名誉和更高的财务回报会不断返回给投资者，这同市场经济中“负的外部效应”的情形相似，而且结果也相似：同社会最优成本相比，受影响活动的成本要低；因此进行这些活动的动机就比当计算外部成本之时更加强烈。正如 Kornai(21) 所言：扩张的欲望是官僚生活的一个事实。而且因为这一系统仅有官方机构而无真正的所有人，因此几乎完全缺乏内部的、自我约束的机制来抵制这种倾向。



另一个紧密相关的特征是国有企业所操作的财政预算环境。国有企业被称作面对着“软预算约束”，指最后会有官方出面提供金融援助来防止企业破产（22）。预算软约束，精髓之处在于它暗示着 SOES 所实行的投资活动是无风险的，这也就是为什么 SOES 不能自我强制执行对投资需求约束的第二个理由。

缺乏对破产的可靠处置深刻地形成了企业联合的动机和行为。指出一点，这一点是完全有可能的，那就是合资企业的形成是国有企业一方过度的投资需求的延伸，但是这里有更加细微的联系。组建合资企业（joint venture）是一项成本高的提议，尤其对于不能熟练地利用现金的国有企业来说，更为昂贵。有两科最普通的筹资渠道：一是当国有企业的现金储备较低时，将其业绩最好的固定资产和劳动力注入到新的合资企业中；另一种是国有企业大规模借债来对注入新企业的权益资本进行融资。事实证明，在外国股权占很高比例的行业中，国有企业趋向于高杠杆比率，即负债占权益和负债占资产的比率（24），SOES 的债务水平和 FIES 部分的股权水平的简单二元相关关系很高。负债占资产比例为 0.74，负债占权益比率为 0.72。四个具有最高外国股权比例的行业是电信设备（55%），皮革及相关产品（52%），服装和纤维（49%）和食品制造业（47%）。在这四个领域内，国有企业负债与资产的比率分别为 0.76、0.86、0.71 和 0.77。所有工业领域的平均负债与资产比率为 0.68。（25）

这些股权注资的方法，在资产负债表和收益表中都有表现。通过组建合资企业，国有企业基本上将他们的固定资产转化为资产负债表上的长期金融资产——股票，极端的情况，正如我所考察的一个 SOES，SOES 当把其所有的固定资产注入到合资企业之时，它已处于技术破产的地位而且它不能够创造任何收益来偿还现在存在的债务。在稍微不太夸张的情形，由于留给 SOES 股本的是生产能力最差的资产和劳动力，在合资企业建成之后，它们的利润开始下滑。那些注入现金的 SOES 则成为高负债者而且承担沉重的利息支付任务。这里 SOES 合资行为的关键趋动因素是政府的事前预期，因此 SOES 的管理者为了前边提及的组建合资企业的融资方法，而倾向于不重视成本或者甚至真正的破产危胁。由于贷款责任是非硬性的，或者是困境中的 SOES 早已有计划中的财政补贴，SOES 的管理层则不会感到过度的资产转换和扩张所带来的紧迫感。（26）SOES 同时也非常积极地增加新项目。一个世界银行的研究发现在中国的 SOES 之间存在一个尤其强烈的“工程技术化”的动机（Byrd 1987），“工程技术化”动机是指生产优秀产品或采用最新技术的欲望。利益既是心理上的也是真实的。一套根据企业技术密集度为企业进行评级从而改变分配红利、薪水和信用待遇政策的机制加强了企业引进新技术的欲望。

强烈的“工程技术化”动机对 FDI 的影响可以通过此问题的需求方或供给方来说明。在需求方，它使对同技术紧密结合资本类型的需求更加明显。在供给方，中国方的高技术需求增加了跨国公司拥有的独特的优势。许多国外投资者将准备进一步加强它们中国合伙人方面所要求的技术转化的需求，而且常常这类需求是经济上的浪费，因为中国方通常不需要或不理解最新的技术。在我对合资企业中中方负责人的采访当中，当问及为什么他们要同外国公司组建合资企业之时，几乎所有的回答均为为了取得最新的技术，这在几年以前也是一样的，SOES 很大程度上投资于设备和技术的升级和更新，同国外公司进行联盟。（27）在一份哈佛商学院的研讨案例中（1997.8），一个 Otis 高级长官对此问题发表了看法：我们发现中国的雇员总是保持着强烈的学习和提高他们操作技巧的愿望，但是我们在转移技术之时仍然面临许多困难。工厂里有极少的工程技术人员，训练有素人员严重短缺。当我们转让我们的图纸之时，中国天津 Otis 电梯公司通常什么都不知道。然而这并没有阻止他们强烈要求我们转让最新技术的行动。

国家所有权和对外国股权资本需求之间的第三个联系与赋予 SOES 和 FIES 严格不同的经营自主权相联系。尽管许多国外负责人报怨政府对它们的经营作出的限制，同 SOES 相

比，FIES 享受更大的自主权。SOES 的管理者由政府指定，而且特别是由中国共产党组织部任命。任命的过程通常是一个政治过程。另外，SOES 通常遭受指令性的官方干扰和缴纳掠夺性的税收及各项费用。因此 SOES 管理者的内心存在着一个成为 FIES 的强烈愿望。他们要求自主权，抵制一些掠夺性的官方政策。我采访的许多管理者明确指出这一点是将公司由 SOES 转变成 FIES 带来的附属利益中的重要一项。

政府和 FIES 的保持安全距离的关系在许多方面得到证实。首先，同 SOES 相比，政府对 FIES 的政治控制要弱，这一点并不是口头上默认的，而且有一个相当明确的政策计划。关于 FIES 法律没有任何明确提及中国共产党的地方，而且没有命令在 FIES 内建立党的组织。在一定程度上，这是与中国共产党章程相抵触的，章程要求只要超过三个共产党员，就必须建立党组织。在外经贸部发行一本册子中，简短地提到了 FIES 中党的作用，即党的作用是监督违法行为和教育 FIES 员工的意识形态，其中不扮演生产管理的角色。（28）相比较而言，1986 年颁布的管理 SOES 的工厂指导规章赋予了中国共产党广泛而又特殊的权利，比如那些保证“管理的社会主义性质”，遵守法律和在国家、企业和工人之间合理分配利益的规定等等。（29）这些规定将直接影响管理者的生产和工资、奖金回报等政策的制定。1998 年 SOES 法关于共产党的条款更加简略：承担监督和管理职能，确保遵守党和国家的政策及规章制度（第 8 条）。有趣的是，几乎完全相同的关于共产党的条款出现在 1991 年关于集体所有制企业的法律中（第 10 条），而 1990 年关于乡镇企业的法律却没有相似的规定。1979 年股权合资企业法确立了 FIES 脱离其持有人的独立的法人地位，而且公司的结构同市场经济中的公司相比，在很大范围内有相似之处。FIES 是股份有限公司，董事会代表公司股东的利益，所有权利益被转移了。因此从对外开放政策一开始，FIES 就取得了公司的形式，而 SOES 直到 1993 年公司法承认它的合法和独立于政府的法律地位之时，才取得公司的形式。公司法颁布之后，SOES 获得了一整套组织上和公司形式上的特性，而这些 FIES 早在 14 年前就已获得。

作为一个独立的法律实体，若不是今天，至少在 80 年代，FIES 被赋予了一系列 *de jure* 决策权利，而 SOES 则没有。政府和企业之间决策权的分离对公司经营自主权产生了很大的影响。也许最重要的控制权利就是任命管理者的权利。1979 年股权合资企业的法律和其它各式各样关于 FIES 组织形式的法律把此权利赋予了董事会。对于 SOES 而言，是到 1993 年公司法出台，也为 SOES 建立了董事会，这一权利属于上面的局或部委。

对于 FIES 和 SOES 不同的 *de jure* 待遇确实对公司的实际操作产生明显的影响。80 年代和 90 年代，几轮的 SOES 改革的目标就是如何使 SOES 管理者承担起具有重要意义的忠实的职责。1988 年 SOES 法赋予了 SOES 管理者广泛的权利，其中包括资产处置权。然而，许多调查显示 SOES 的管理者甚至在它们被明确赋予自主权的领域内操作也非常棘手。一篇关于 1994 年 156 家 SOES 的世界银行调查显示，大于 60% 的被调查企业表示它们没有取得在贸易、资产的处置和合并与兼并方面的决策自主权。共产党在人事问题上掌握相当大的权力。同样，上述提到的世界银行研究表明绝大多数的 SOES 没有充分的投资权，人事决定权利和发放工资的权利。研究的结果是 1998 年 SOES 法所规定的 14 种权利当中的绝大部分仍然保持在直属的官方机构中。（31）

调查数字显示 FIES 要更加独立于政府。在 1995 年的一次调查中，中国的美国公司将“官方干涉”作为排列于通货膨胀和日益增加的应收帐款之后的第三个重要问题（32）。虽然如此，但是就在前些年，若要同中国政府磋商一个投资项目，也要例行地花上好几年的时间。在 90 年代初期，上海首先推出“只停一次机构”（one stop agency）来批准 FDI 申请，其它许多地区也极力效仿。然而，却没有处理国内投资申请的相似机构。1995 年，10 个政府部门对它们经营自主权的评价作了一个综合的调查。不象前面提到的那篇研究，这次调查包括 SOES、COES、FIES 和私营企业，进行了适当的直接比较（33）。调查以一种令人相信的方式透露，非国有企业的管理者享受经营自主权的程度很大，至少他们主

相信的方式透露，非国有企业的管理者享受经营自主权的程度很大，至少他们主观上这么认为。当被问及提高企业管理的困难之时，SOES 管理者认为最大的三个阻碍是（降序排列）1），错误的管理选择机制 2），不完全的关于劳动力和人事问题的代表权力 3），太多的闲置工人。所有这三个因素在本质上是由政府和商业之间的关系结构所决定的。

相反，FIES 管理者认为最大的三个障碍均集中在公司的内部经营上，1）管理者的低素质，2）缺乏先进的管理技巧，3）不能有效地进行资产管理（34）。想想许多 FIES 是 SOES 的同盟，值得注意的是这一排列顺序同私营企业管理者给出的结构完全一致，这就意味着 FIES 已经同私营企业享受了相同水平的经营自主权（35）。同样是这一调查显示，67.3%的 SOES 管理者反映将“上级权威人士的评价”作为他们首要关心的问题，而只有 39.7%的 FIES 管理者如此反应。当被问及什么是花费他们大部分时间和精力之活动时，14.5%的 SOES 管理者的回答是“同政府机构协调好关系”。而只有 7.9%的 FIES 管理者如此回答。

### 经济分散化

值得讨论的是，当代中国最显著的特征之一是对经济的分散化管理。同其它发展中、改革中央集权计划经济的国家而言，中国的地方官员不仅控制数目巨大的经济资源，而且自治于中央政府作出许多决定和制定了许多政策。一个近似的——尽管不是完全准确的指数是地方政府的税收份额。在 90 年代前期，地方政府征集了大约 66%的总共的税收收入，而行政开支则占总开支的 67.4%。1995 年，自从 1994 年重新财政集中化之后，在收入方地方政府的份额变为 47.8%，而在支出方却仍然为 70.7%（36）。

经济分散化的首要的最重要的表现就是绝大部分 SOES 直接在地方政府的控制之下。这里的“控制”意味着广泛的 de facto 所有权利——重要决策的权利，吸收剩余的现金流和处理资产的权利。1995 年，工业行业中有 87,905 家 SOES，其中 83,167 家为地方政府所有。地方政府所有的 SOES 占总共 SOES 资产的 65%，其中占 64%的销售额（37）。地方政府掌握在手中的广泛的政府权力补充了他们的所有权功能。尽管有中央政策的禁止，但是地方政府设置障碍阻止地区间的贸易，同样限制资本出口。这就意味着由于资本的限制对于一家地处于省份 A 的公司，在省份 B 投资通常是很困难的。

地方政府手中的所有权和政策功能的结合对地区间的投资方式产生了巨大的影响，考虑上海汽车工业公司（SAIC）和吉林省长春第一汽车制造厂（FAW）的差别。在 1997 年，SAIC 有 360 亿元资产，大约是 FAW 的 4 倍，FAW 资产为 94 亿元，然而它的 38 家子公司和关联公司仍然都在上海。FAW，尽管规模小，在吉林省外部积极进行兼并。它的子公司和关联公司分布于北京、新疆、山东、青海等等。SAIC 和 FAW 的基本差别就是前者被上海市政府控制而后者则被北京的机械工业部所控制，不属于吉林省管制范围。

地方政府所有权格局意味着国外资本将起到独一无二的作用，而如果是相反的所有权格局，则国外资本扮演的角色将被忽视。因为对外国股权资本没有相类似的出口限制，外国公司为资本短缺省份的公司提供资金。由于国内资本的非流动性，地区间资本的竞争就与在国际间资本竞争没有分别。这就似乎合理地解释了为什么中国有世界最高储蓄率的同时，又有高的 FDI 流入量。资本充足的地区或公司将资本出口到国外赚取大的贸易盈余，这是因为规章制度和政策限制了国内的投资机会。资本不足的省份从国外进口资本来弥补资本的不足。总的影晌就是外国公司已经扮演了一个套利的角色（这一点在国内金融市场上缺乏），在中国经济中起到了更大的融资作用，尽管地区间的金融市场存在着非常大的非效率性（38）。

跨国公司不仅是跨国的，而且它们在中国是跨地区的，这是首要的、重要的。Motorola, Schindler, Otis Volkswagen, Food Nabisco 等等这些公司都在中国范围内建立了经营条件，而且逐渐地，西方跨国公司在创立一种公司结构来协调他们子公司或关联公司之间复杂的活动和相互关系，同时更加经济化地分配经常管理费用。这 500 家公司可以进

活动和相互关系，同时更加经济化地分配经常管理费用。这 500 家公司可以进行地区间的投资和兼并活动。一个突出的例子就是香港中国战略投资有限公司（Hong Kong based China Strategic Investment Ltd）。中国战略投资，1992 年的销售收入仅为 8400 万美元，在 1992 年到 1994 年两年的时间里，收购了 200 家中国公司，它的合资企业遍布于中国 9 个省份。经过在 5 个省份收购轮胎制造厂家，中国轮胎实业(China Tires Holdings)在 1994 年就成为中国最大的轮胎制造商（Lim 1994）。

经济分散化同 FDI 需求的第二个联系就是地方保护主义。中国的地方政府，均追求一种“进口替代战略”的方式，这一战略同 70 年代拉丁美洲国家所采取的相似，它对 FDI 的影响也完全一样。由于贸易被隐含的或明确的关税或定额方式所限制，在保护墙之后为进入市场创造了良好的厂房和生产设施条件。在这种情况下，地区间的贸易限制同国家水平的贸易限制起到相同的作用：它们都能使投资活动所得的收益比贸易高，因此引导那些在贸易保护之下的投资类型进入市场。同国内股权资本相比，国外股权资本具有流动性，地区层次上的进口替代战略吸引了更多的国外投资。第二个影响更不直接。在经济学中，进口替代战略创造租金，吸引那些“收取租金”的活动。（Krueger 1974）

租金加强了国内资本的不流动性，地方政府不仅厌恶将资本出口到其它地区，他们同时也不愿意进口其它地区的资本，以防他们地区所创造的租金被分配掉。这就会意味着地方政府将需要一些不只是资本的东西，才会不同意同外部人士签订现金分配的协议。外国公司是地方政府这一偏好的受益者，因为它们拥有“技巧”（Know how）和技术，而且 FIES 本身就拥有溢价。哈佛商学院关于中国 Otis 的案例为此提供了具有魅力的陈述。在 1984 年，Otis 和天津电梯公司（TEC）同意组建一家合资企业，中国天津 Otis 电梯公司（CTOEC）。当业务扩展时，由于市场分段性，Otis 感觉到有必要在中国的其它部分建立另外的合资企业。然而，这一尝试被天津市政府破坏，天津市政府认为 Otis 的这种想法是在增加竞争。在 1988 年它驳回了 Otis 计划在江苏省苏州市建立另一个合资企业的申请，甚至 CTOEC（其中 TEC 占 65%的控股权）将在新的企业中占 50%的股份也不行（39）。另有一件事，Otis 努力试图在广州建立一个合资企业来追逐那里日益兴起的市场，这次广州政府由于建议中包括有 TEC 股份的进入而拒绝了申请。

这些插曲都说明了中国地方保护主义的程度。天津和广州政府把 Otis 的行为看作是将租金转移到其它地区，结果是造成纯粹意义上的资金再分配。任何一个政府都不反对 Otis 的参与，但都对使其竞争者获益和允许竞争者占有一部分市场方面十分谨慎。上边广州这件事说明了这方面因素的考虑是多么的强烈，广州政府愿意在同 Otis 的合资企业中拥有少数股权，条件是 Otis 丢掉 TEC 的参与。

第三，地区级别的资本竞争侵蚀了国家对 FDI 进入的障碍。显为人知的是中国的地方政府通过降低税率、土地使用费和提供便利条件来相互竞争吸引 FDI。在一定程度上，这同 1987 年一场昂贵的在 Ohio, Pennsylvania 和 Ontario 三州之间建立本田生产工厂的竞标大战相似。在美国，这类招标大战改变了地区间的 FDI 分布，却没有使全国的 FDI 量上升（40）。在中国，FDI 流入量在国家层次上确实在增加，这主要归因于两个不同于美国的关键之处。一是中国地方政府支配的政策资源要比美国地方州政府多得多，同时它们可以提供远远多的引诱条件。另一点是中国同美国不同，中国开始对 FDI 流入量有严格的限制和控制，地区性的资本竞标的结果就在全中国范围内减弱了对 FDI 的阻碍作用，主要是通过使政策和税收待遇降低到同自由开放地区相同的水平。这可以通过四个经济特区和 14 个沿海开放城市的例子很容易的说明白，这些地方同其它省份相比，开始都被赋予了更大的批准大规模资金的 FDI 项目的权利。当这些特权地区开始吸到大额的 FDI 流入量时，其它地区开始要求得到同样的批准权。渐渐地，中央政府也就将审批权扩展到了其它地区。同样许多 FDI 自由化措施在部分地区试行之后，也被中央政府采纳，比如允许 FDI 进入零售业、通讯、房地产等等。

通讯、房地产等等。

### 金融市场非有效性

造成金融市场非有效性的原因之一早已经是指地区间的片段性的资本供给，因此吸引了一定水平的国外资本需求，而如果国内资本被允许更加自由的流动的话，这种情形不会出现。另一个原因就与周所周知的中国的银行在指导信用贷款用于最富生产成效的用途上的失败有关。主导的偏好通过两种方式产生作用，一是信用贷款中绝大部分直接给 SOES，尽管 SOES 的产量份额降到 40%，但其却占有银行贷款的 70%。非国有企业，生产效率更高，盈利也更大，却在整个改革年代缺少信用融资，这种情况一直到最近政府在 1997 年取消信用贷款的定额制之后才得到改善。主导的偏见同时也意味着银行正在起着跨地区重新分配资本的作用，而中国中央政府却不能恰当地提供这种功能。有强有力的证据表明中央银行的重新融资措施——通过对专业银行收取保证金来推行——将金融资源从储蓄资金富余的地区重新分配到储蓄资金贫乏的地区。储蓄资金贫乏的地区，也就是贷款多于储蓄的地区，典型的是东北省份，这里有大型 SOES，亏损非常严重。储蓄资金富余的地区典型的是南方省份，比如江苏、浙江和广东；这里的非国有经济部分成长迅速。如果存在这种主导性偏见，国外公司就成了那些基础很好却遭受外部强加的流动性危机的公司的资本供给者。这就很好地解释了为什么富有活力的非国有企业需要国外资本。我在苏州采访的一家非国有企业拥有很先进的技巧，它制造精密机器，而且产品出口到许多国家。由于它是非国有企业，它不能够从中国的银行取得任何的信用贷款，因此它为了取得需要资本，同香港一家贸易公司组成了合资企业，这家香港公司的产品在国外占有很大市场而且含有少量科技技巧。另一个例子是国外公司通过进口需要资本而不将所得出口的方式为那些国内公司提供外汇。因为，至少在 80 年代的大部分时间内，没有联系外汇供给和需求的外汇交易市场，FIES 成为取得外汇的一种工具。外国公司扮演的这类融资角色纯粹由金融市场的非有效性作用产生，没有后者，前者将不会发生。

### 政策利益

也许最容易理解的需要外国股权资本的 IPF 原因就是赋予 FIES 的政策性利益要高于赋予 SOES 的政策性利益。最为广泛提到的利益是税收待遇。FIES 享受免税政策，税收水平总体上要低于 SOES。另外，FIES 在办公和生产设备的进口上享受减免关税的好处。外国观察家认为中国同其它政治制度相同的 FDI 主权国家相比，税收政策更加自由化，这就导致了 FDI 流入量的高水平。（Dean 1988）

这种说法似乎很有道理，但它却没有通过完全的方法来说明，甚至带有轻微的误导性。发生在 1993 年的一件事，中国对国内公司和 FIES 实行了同样的税收待遇，从而税收利益作为投资行为驱动原因的重要性在下降。国际上的事实证明税收待遇在总体上对 FDI 在国家间的分配产生较弱影响。对于美国公司来说，美国政府要以全球为基础对其收税，因此在中国投资节约税收的结果将会被美国增加税收的效果相抵消。值得强调的是低税收带来的利益主要落在了中方的股权持有人身上，因而这就增加了他们将公司转为 FIES 来取得更好税收待遇的动机。因此如果是这种情况，对国外股权资本的需求就很高，而且将会出现国外公司更加有融通资金的情形。例如，很自然会想到如果中国股权持有人不能获得税收利益，他们将会抵制外方在合资企业中的控股权的要求。

同时也有赋予 FIES 不太引人注意的政策利益。有改革阶段的大部分时间里，外汇构成了公司一部分有价值的资产，一方面是因为人民币被高估了许多年，另外是因为在贸易的保护主义政策下，进口被高估了。这里 FIES 和国内公司有关键不同之处。首先，出口的话，FIES 可以取得 100% 的外汇收入，而国内企业只能取得一部分，必须以官方的汇

率将乘除部分出售给中央银行。因此对于任一笔出口多易，FIES 使盈余同高估了的人民币相等。从 90 年代早期，这种情形开始变化，而在 80 年代它是一个很重要的相关因素。

其次，严格来说，国内的出口公司被允许取得的不是外汇而是外汇授权。FIES，却是取得外汇。这一点对保留外汇产生细微的、却重要的影响。将授权转化成外汇，需要外汇的公司必需经过细致的官方审察，因此就限制了外汇保留的“选择权”价值。另外，将授权转化为外汇并不意味着是肯定的过程。1986 年，政府因为大量的贸易赤字，限制了这种转化，而 1993 年，这种限制稍有放松。因此对于拥有外汇授权公司内公司来说，它们承受着额外的风险，而 FIES 却不承担这些风险。

## 结论

IPF 方法对于所谓的“FIES 现象”作出了不同于广泛流传的观点的解释，它抓住了“FIES 现象”的业绩表现方面。在中国过去 20 年中的深度经济转变时期内，FIES 和 SOES 通常被看作是两个相对的事物。FIES 目光长远，富有效率，以市场为目标导向，是令人生畏的商业竞争者；而 SOES 是中国看似遥远的集中的计划经济体制的遗留产物，它们不仅没有效率，而且强烈抵制变化。尽管经过了许多轮公司改革的努力，SOES 仍然在挣扎而且浪费了无法计算的资本，在全国范围内，平均每一 SOES 取得的收入仅为几百美元。

一个关于 SOES 稍微更加仁慈看法就是它在 FIES 成长过程中起到了极为重要的创建和融资作用，同时这种融资作用对它们自身的业绩施加了严重的压力。SOES 在中国经济中逐渐主要发挥社会和福利功能，而失去他们的经济角色。在创建合资企业的过程中，SOES 负担了最差的固定资产，没有生产力的劳动力和高杠杆比率的资本结构。这一长时期存在于 SOES 和 FIES 业绩之间的差异不单纯地归因于这两种公司组织形式的特征，实际上，它们不同的财富是同样现象的完美翻板是很有道理的。IPF 方法最基本的观点是 FIES 领先国内公司的质量超越了它们所拥有的资本和技术优势，这些额外的——独有的——特殊的优势来源于中国经济制度组织方式。有两种这些优势的来源，一是国外公司提供了一系列国内公司未提供的功能，因为国内公司被政策和规章制度限制提供这些功能。为进口资本的地区提供资本就是这些功能中的一种；另一个来源是 FIES 的组织形式本身具有溢价。FIES 拥有规章制度和政策产生的特定优势，因此国内公司通过一个简单的公司转型过程来取得这些优势。溢价包括更好的对外汇的所有权，更大的经营自主权和防止官方掠夺等等。例如，这种 FIES 的观点将会同传统的根据公司的效率来解释 FIES 出口表现存在着严格的分歧，传统的观点认为这是由于 FIES 的有效性和竞争。IPF 方法认为中国的产品出口公司有强烈的转型为 FIES 的动机，从而使特权价值最大化而且保护外汇资产的安全。或许，这种溢价存在的最好证据是所谓的双程 FDI——这种 FDI 不提供任何的资本和技术的净流入量。

IPF 方法同政策有重要的牵连关系。中国政策制定者和顾问们，在最近几个月内，增加了引入注目的经济民族主义。中国开始对过度地放弃对外国投资者的控制权而感到担忧，已经采取措施来限制外国公司将它们的产品直接销售到中国的权力，而且在一些领域，比如通信业，政府已经禁止了许多改革方案来恢复政府的全面控制。一些中国的政策顾问正在报怨 FIES 的市场能力和失去了的政策统治权。

值得注意的是是一些 FDI 需求是由于前面提到过的 SOES 的预算软约束和他们努力要求澄清他们所有权地位造成的。中国金融市场和制度的扭曲是外国公司在国内公司也能取得优势的领域内取得显而易见优势的根源。正确的方向应该是加深改革，包括出台明确的私有化计划，使地方政府制定规章制度的功能简化并更有效益，同时影响全国待遇，目的是为了削减“过度的”公司转型的动机。

政策制定者也应该清楚认识到一个 FDI 通常隐藏的好处——在公司层次上冲淡了国家所有权的影响和建立了公司统治结构，而这种结构在很大范围内同市场经济中的一样。这一政策带来的好处仅仅来自于国外公司的进入，而非国内企业和非国有企业。从那个观点来看，我们根据 FDI 本身所具有的软件技术——组织和管理技能，不应该低估 FIES 的贡献，很可能这将成为 90 年代汹涌而入的 FDI 流入量的更加持续长久的遗留产物。

## 表及数据

**表 1 FDI 流入量的度量：申请数目 批准的和实收的 FDI (1979—1997)**

年份	批准的 FDI 申请数目	批准的 FDI 流入量 (单位：10 亿美元)	实收的 FDI 流入量 (单位：10 亿美元)
1979-1982	922	6.01	1.17
1983	470	1.73	0.64
1984	1856	2.65	1.26
1985	3073	5.93	1.66
1986	1498	2.83	1.87
1987	2233	3.71	2.31
1988	5945	5.30	3.19
1989	5779	5.60	3.39
1990	7273	6.60	3.49
1991	12978	11.98	4.37
1992	48764	58.12	11.01
1993	83437	111.44	27.52
1994	47549	82.68	33.77
1995	37011	91.28	37.52
1996	24556	73.28	41.73
1997	21001	51.00	45.26

资料来源：国家统计局 1998，138 页

**表 2 FIES 占国内总销售额和总公司数的百分比的估计**

行业	国内销售额百分比	公司数百分比
婴儿食品	20	
化妆品	30	18.8
玻璃制品	30	3/5 <sup>a</sup>
公司		
Xerox	42	
Motorola	70	

<sup>a</sup>: 5 家最大企业中的 3 家是 FIES

资料来源：国家计委 1994

**表 3 1996 年 8 个工业行业中 FIES 的股权比例和资产密集度**

行业	FIES 的股权份额	固定资产周转率
领先的 4 个行业		
电子与通信	0.55	3.21

皮革产品	0.52	3.87
服装	0.49	3.64
食品制造业	0.47	1.94
平均	0.51	3.17
底层的 4 个行业		
烟草加工业	0.02	2.69
石油加工业	0.03	1.36
冶炼和压制铁金属	0.03	2.28
特殊用途装备	0.10	2.03
平均	0.05	2.09

备注:

此表中选择的行业均属于制造业，采矿业和公用事业限制 FDI 的进入；

FIES 股权份额是一个行业中 FIES 的股权占整个行业股权总额的比例；

固定资产周转率等于销售额除以净固定资产；

资料来源：国家统计局 1997

## 参考资料

- “Otis Elevator Company (A): China Strategy” Trans. .Boston 1997 年哈佛商学院出版
- “企业家对宏观经济形势和改革的判断与建议” Almanac of China’s Economy 1996  
Beijing : 1996 年《中国经济年鉴》，943-960
- Amsden, Alice. Asia’s Next giant: South Korea and late industrialization New York 1989 年牛津大学出版社
- Caves, Richard E. Multinational Enterprises and Economics Analysis. Cambridge 1996 年剑桥大学出版社
- Dean, Genevieie. “Investment incentives throughout Asia” 1988 年《中国商业评论》49-51
- Emmott, Bill. “A Survey of Multinationals.” Economist March 27 1993
- Graham, Edward M. Krugman, Paul R..美国的国外直接投资 Washington DC: Institute for International Economics ,1994
- Hill, Hal Johns, Brian. 国外直接投资在东南亚发展中国家所起的作用 Weltwirtschaftliches Archiv (1985):335-381
- Huang Yasheng. FDI in China : An Asian Perspective. Singapore : Institute of Southeast Asian Studies,1998
- Hymer, Stephen H.. The International Operations of National Firms. Cambridge:MIT,1976
- Kamath, Shyam J.. 发展中的计划经济中的国外直接投资 Economics Development and Cultural Change 39. 1 (1990): 107-30
- Krueger, Anne O. “The political economy of the rent-seeking society.” 《美国经济评论》LXIV.3 (1974):291-303
- Lawrence, Robert Z. “Japan’s Low Levels of Inward Investment : The Role of Inhibitions on Acquisitions.” Foreign Direct Investment. Ed. Kenneth A. Froot.Chicago: 1993 年芝加哥大学出版社 85-112
- “中国利用外资基础知识” 李岚清 北京 1995 年中国中央党校出版社和中国对外贸易出版



社

Lim, Soon Neo. "China Strategic's profit surges to 138 pc to HK\$ 153 m." Bussiness Times May 17 1994

McKinnon, Ronald I. "Financial growth and macroeconomic stability in China, 1978-1992: Implications for Russia and other transitional economies ." Journal of Comparative Economics 18 (1994):438-469

Naughton, Barry. Growing out of plan .New York: 1996 年剑桥大学出版社

Stallings, Barbara. "The role of foreign capital in economic development " Paths of industrialization in Latin American and East Asia . Ed. Gary Wyman Gereffi, Donald L..Princeton: 1990 年普林斯顿大学出版社 55-89

“我国利用外国直接投资问题的研究报告” 国家计委 《经济研究参考》 (1994) : 2-59

“一个中国的统计调查” 国家统计局 1998 年北京: 1998 年中国统计出版社

国家统计局 1998 年《中国统计年鉴》北京 1998 年中国统计出版社

国家统计局 1997 年《中国统计年鉴》北京 1997 年中国统计出版社

World Bank. China's Management of Enterprise Assets: The State as Shareholder. Washington DC: The World bank, 1997

World Bank . Managing Capital Flows in East Asia. Washington DC: The World Bank ,1996

**通信地址:**

北京 清华大学

中国经济研究中心

电话: 86-10-62789695      传真: 86-10-62789697

邮编: 100084

网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: [ncer@em.tsinghua.edu.cn](mailto:ncer@em.tsinghua.edu.cn)

**Adress:**

**National Center for Economic Research**

**Tsinghua University**

**Beijing 100084**

**China**

**Tel: 86-10-62789695      Fax: 86-10-62789697**

**Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>**

**E-mail: [ncer@em.tsinghua.edu.cn](mailto:ncer@em.tsinghua.edu.cn)**