

# 中国自然垄断产业融资制度改革的必然趋势

周小梅

(杭州商学院 经济学院, 浙江 杭州 310012)

**摘要:**通过20多年的改革开放,中国竞争性领域融资制度的改革已经取得了较大的进展。而对于以自然垄断产业为主的基础设施领域的融资制度改革却相对滞后。十六届三中全会明确提出应“允许非公有资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域”。主要对通过股票和企业债券市场为自然垄断产业融资问题的分析,说明自然垄断融资制度改革的趋势。

**关键词:**自然垄断产业;融资制度;改革

**中图分类号:**F276.8

**文献标识码:**A

**文章编号:**1001-7348(2004)11-0023-03

## 0 前言

为提高自然垄断产业的经营绩效,许多发达国家从20世纪80年代起,对自然垄断产业进行了民营化改革,在诸多民营化的途径中,主要是通过融资制度改革进行的。完整的资本市场应由国债、股票和企业债券市场等部分组成。从融资的绩效来看,股票上市和发行企业债券等要好于通过国债融资。我国在国有企业改革过程中,一些竞争性领域的企业融资方式由国家融资向企业融资转变,其中主要是企业进行股份制改革,通过股票市场融资;而在自然垄断产业中,基本上仍以国债融资为主。改革的步伐相对迟缓,力度也显得不大。因此,垄断产业融资制度应该从由以国债为主向股票和企业债券市场等融资方式转变。

## 1 通过股票和企业债券市场融资的基本条件

### 1.1 现代企业制度逐步健全

企业在运用资本市场融资特别是股票融资时,必须建立现代企业制度,要实现股份制改造,建立董事会、监事会和股东会等,完善公司治理结构。

由于受计划经济体制的影响,我国自然垄断产业中的经营企业长期按行政手段管理。自然垄断产业是国家垄断控制的,政府管制部门既是生产部门又是产业管理部门,这种典型的政企不分的经营方式,已经完全不适合现代经济的需求。为把企业改造成真正意义上的现代企业,必须按照《公司法》的要求重新组建企业的经营、管理模式,把国有企业改造成新型的现代化的企业财团。

目前,我国自然垄断产业的体制改革正在不断深化,特别是在企业产权缺位的改革上有所突破,现代企业制度正在形成和确立。当然,我国目前的现代企业制度建设还有待完善,公司制改革不够规范,经营机制尚未根本转换。要通过资本市场融资,必须在企业制度上进一步完善。而要真正建立起现代企业制度,又必须在企业的所有权和经营权方面实现民营化。

### 1.2 资本市场正在趋向成熟

随着改革的不断深入,我国的资本市场开始成长起来。迄今为止,证券市场已走过了13年的历程,成为社会主义市场经济体系中不可缺少的重要组成部分。

以《证券法》的出台为标志,中国资本市场的功能作用不断增强,资本市场建立以

来,为企业发展筹集了大量资金。在股票市场上,从1991年至今,筹资总计9252.30亿元。截至2003年8月,境内上市公司总数为1268家,上市公司总股本6198.58亿股。总体来看,我国股票市场已经具备了一定的规模,并且,上市公司治理结构日渐改进,信息披露标准显著提高,市场准入和退出机制均在不断完善。证券公司等中介机构和自律组织的内部管理得到了初步规范,功能和作用逐渐发挥。

### 1.3 自然垄断产业的收益趋向市场化

由于自然垄断产业属于基础设施领域,社会生产和居民生活必须以其提供的产品和服务为基本条件,市场需求稳定,并且投资具有收益上的稳定性和长期性,可以保证投资者持有证券的保值和增值,这对于资本融资的发展是极为有利的。

由于受价格体制的影响,我国自然垄断产业经营产品的价格长期以来被人为地压低了。在这种情况下,自然垄断产业很难面向市场融资,特别是从资本市场融资。随着价格关系的进一步理顺,自然垄断产业所提供的产品和服务的价格因其短缺仍会进一步上涨,所以其收益率还会提高。当然,随着价格体制的改革,包括自然垄断产业在内的

收稿日期:2004-02-17

基金项目:国家自然科学基金项目(7037056)

作者简介:周小梅,江西南昌人,经济学硕士,杭州商学院经济学院副教授,主要从事自然垄断产业改革问题的研究,发表论文20余篇。

各产业利润率趋向平均化,为自然垄断产业融资奠定了坚实的基础。

## 2 通过股票和企业债券市场融资的现状

虽然我国资本市场已经有了较大的发展,但是,从现实来看,目前我国以自然垄断产业为主的基础设施领域通过股票融资比例还很低,附表的部分基础设施企业上市情况显示,自然垄断产业上市公司的数量在上市公司总数中的比例普遍偏低。而在阿根廷和墨西哥等国家中,基础设施企业上市公司在资本市场上的份额达到 20%~40%。

附表 2003 年部分基础设施产业上市公司数量

产 业	上市公司数(家)	比例(%)
电力、蒸气及水的生产及供应业	50	3.97
交通运输、仓储业	55	4.29
信息技术业	74	5.72
所有产业合计	1 268	100

资料来源:中国证监会网站(www.CSTC.gov.cn),截止于 2003 年 8 月的资料。

值得注意的是,如果资本市场(例如股票市场)低迷,那么通过股票市场融资就很难成功。所以,融资体制改革应该是考虑资本市场的条件、国内外的环境以及就业状况而分阶段地加以推进。

在我国的资本市场中,企业债券市场的发展相对滞后。从企业债券市场来看,我国从 1984 年开始出现企业债券的萌芽,一些企业自发地向社会或企业内部发行不同形式的有价证券进行集资活动。1987 年 3 月,国务院开始对企业债券进行统一管理,颁布实施了《企业债券管理暂行条例》;1993 年 3 月,国家修订颁布了《企业债券管理条例》,我国企业债券发行基本走上正轨。至 2001 年企业债券的余额达到 1 008.63 亿元。在我国,由于资本市场的非均衡发展,导致企业融资结构不合理。目前与股票融资相比,企业债券融资比例过低。

在 20 世纪 80 年代中期以后,企业债券融资已成为发达国家企业融资的主要手段之一,远远高于股票市场的融资。

在亚太新兴市场国家,债券融资也表现出不断扩大的趋势。以市值计算,泰国企业债券在整个债券市场中的比重,1992 年仅为 3%,1994 年即达到 26%;马来西亚企业债券 1998 年占有未清偿债券的比重是 1.5%,到 1994 年则为 12.3%。

事实证明,企业债券市场与股票市场作为资本市场正常发育的两个市场,一起构成资本市场的有机整体,不可偏废。我国股票市场自 20 世纪 90 年代初全面发展以来,得到了快速发展。与其相比,企业债券市场发展较为缓慢。究其原因,一方面,是受政府政策的影响。目前,政府对企业债券的发行控制比较严格。这是因为,从企业偿债能力来说,受政策的影响较大,这些年我国国有企业整体效益不好,亏损面大,发行债券不能如期偿还加大了债券市场管理的难度。虽然在债券发行审核中都有对企业财务状况的报告,但由于诸方面因素的影响,往往预测的效益达不到,使企业不能如期偿还债券。这就使公众对企业债券的信任程度大为降低,也影响了债券的发行。另一方面,是有关方面没有把企业债券作为我国资本市场的有机组成部分,没有认识到债券与股票是企业进行市场融资的两种基本方式,各有利弊,都要协调发展。因此,应从全面的、客观的、发展的观点来提高发展企业债券市场的认识,积极推进企业债券市场健康有序发展,充分发挥企业债券在自然垄断产业融资中的作用。

### 3.1 通过股票市场融资

目前,我国自然垄断产业的改革大多数仍在保留国有独资的资产关系前提下,通过两权分离实行的改革,这只是一种浅层次的制度边际调整,企业的经营活动不时地要受到来自经营活动偏离市场化运营轨道。而公司股份制的出现,改变了国有独资的企业组织形式,通过吸纳非国有股东,引进民间非政府力量来制衡国有股东的权力以牵制国有独资的管理行为。因此,在自然垄断产业中,必须积极推行产权改造,按国际惯例试行股份制,进行市场化经营和股票市场融资。应当充分估计股份制改造在促进民营经济进入自然垄断产业中的重要作用。并采取切实可行的改革措施和步骤,通过股份制改革,尽快打破自然垄断产业国家控制、产业垄断、效率低下的局面。

纵观自然垄断产业的发展历史,铁路就是靠股份制发展起来的。例如,在日本,电信电话股份公司由原来的政府全额出资的公共法人向股份公司的转化过程中,根据公司

法,将公司资本的 1/3 归政府所有,向民间出售其余 2/3 的股份。由此将政府所得收入分别用于偿还国债,以及公共事业和其它公益事业。由此,一方面政府每年能从企业盈利中确保所持股份的分红收入,另一方面在民营化后采用一系列降低成本(包括减员)的措施影响下,1987 年决算公司出现了大约 5 000 亿日元的巨额经济利润。现实中,在中国民营经济比较发达的先进省份,股份制形式已经成为民间资本投入基础领域的重要选择。

这些年来,自然垄断产业中各行业均有多家上市公司直接从资本市场上募集资金,实现了投资主体多元化,并获得了高速发展。根据 1998 年年报统计,34 家从事基础设施建设的上市公司(不含能源电力)平均每股收益 0.37 元,平均净资产收益率为 13.8%,分别比沪深两市平均水平高出 87% 和 73%。因此,近年来国内外自然垄断产业的改革实践证明,自然垄断产业在长期内具有稳定的投资价值 and 收益。

从国内资本市场情况来看,包括股票上市在内的扩股融资,越来越多地成为自然垄断产业的融资手段。但也存在一些问题,即国内股市口碑不佳、容量不大,对强化企业治理结构作用有限,所以业绩较优的大型企业(包括基础产业的大型企业)多到国外上市。1997 年 9 月 29 日,中国电信(香港)集团有限公司在香港上市,首次发售共募集 40 亿美元,这是中国电信在国际资本市场融资走出的一步。截至 2003 年 8 月,境外上市公司总数已达到 82 家。当然,扩股之路不能越走越宽,关键要看企业的经营效益。

我国已经加入 WTO,对于自然垄断产业国有股权的比重,应该灵活掌握。事实证明,国有股权的比重少一些,更有利于自然垄断产业的竞争和发展。当然,与一般竞争性产业不同的是,由于自然垄断产业属于关系到国计民生的基础性产业,政府对其应有一定的控制,而控制程度取决于不同领域中特定产业业务的竞争程度。像电力、电信、铁路运输、管道煤气和自来水产业等自然垄断产业,其网络的运营具有典型的自然垄断特点,国家应重点控制;而对于其他竞争性业务,政府应尽量减少控制或完全退出。

由于股票市场对于迅速筹集资金、改善企业经营机制有重大的推动作用,为此,必

须对自然垄断产业中的企业按现代企业制度要求运作,条件成熟时进行股份制改造,让更多的企业通过股票市场融资,以建立国有经济的退出机制。

### 3.2 通过企业债券市场融资

我国自然垄断产业发展资金需求巨大,不充分利用各种融资渠道不足以弥补资金缺口,债券市场应是自然垄断产业融资的重要渠道。

自然垄断产业通过发行企业债券有着比通过发行国债融资更高的效率。这是因为,企业债券的市场价格可以反映出企业的经营业绩,也可以反映企业的实力和竞争能力。为了获得投资者的信任,经营者必须促使企业不断提高技术,改善内部经营管理,并重视企业投资效益的提高,靠提高企业的内在实力,把握债券价格的变动,获得企业的发展资金。

从资本市场的结构来看,与亚洲其它国家相似,我国资本市场以股票市场为主。如以投资回报来衡量,股票投资的收益可能很高。但若按投资的稳健程度分析,债券比股本投资更能获得长期稳定的现金流,减少投资带来的风险,便于资产组合的风险管理。因此,在许多发达国家成熟的资本市场中,债券发行和交易都占有相当重要的地位。

在目前的融资环境下,企业债券融资的成本相对低廉。与股票承销相比,企业债券承销费率较低,这为企业债券的发展提供了良好的基础。这是因为,由于债券融资具有避税功能,债券利息在所得税前列支,这无疑降低了所得税计税金额,也降低了企业融资成本。近几年来,我国资本市场发生了较大的变化,银行利息已经降到历史低点,股市的低迷等都使企业债券融资方式更具优势。并且,从现在的情况来看,股权融资审批程序的复杂性、融资条件的苛刻性远高

于债券融资方式,无形中加大了股票融资成本。而向社会发行企业债券,因为直接用的是居民的钱而不是国家的钱,企业债券期必须还本付息,因而对企业会形成硬约束,迫使企业改善经营行为,增强企业活力。

因此,从企业的融资效率来看,应加大自然垄断产业的企业债券融资比例。在统一规则下,公共工程建设单位可以直接向社会公众发行长期、中期、短期债券的专项建设债券,用于加强水利建设、水电建设、电信、铁路与公路建设等自然垄断产业的建设。政府对关系国计民生的一些大工程应给予必要的担保,利用政府的信誉,公共工程建设就可筹集到足够的资金。我国在这方面已有较成功的例子,像长江“三峡”建设债券发行,极大地促进了“三峡”工程的建设;1998年12月24日宣布正式发行的中国铁路建设债券(16亿元),有效缓解了铁路建设资金的不足,使我国的路网综合能力、整体能力和现代化水平有显著提高。

我国企业债券近期和未来的发展方向是国家将加大企业债券在资本市场的地位,从世界范围来看,企业债券在资本市场中的份额越来越大。

### 4 结论

比较而言,通过国债融资,在对国债资金的运用过程中,其委托代理缺乏内在的约束,而通过股票和债券市场获得的资金,其委托代理关系受到市场内在的约束作用。因此,这种融资方式的改变将极大地提高资金的使用绩效。并且,由于股票和债券市场的本质是流动性,无疑可促进资金不断由低效益产业流向高效益产业,保证了资本的优化,最终达到提高资源配置效率的目的。可见,自然垄断产业的融资方式由国债融资为主转变为通过股票和债券市场融资是大势

所趋。

#### 参考文献:

- [1]迟福林.走进WTO的中国基础领域改革[M].北京:中国经济出版社,2002.
- [2]黄少军,何华权.政治经济学[M].北京:中国经济出版社,1998.
- [3]胡家勇.一只灵巧的手:论政府转型[M].北京:社会科学文献出版社,2002.
- [4]世界银行.1994年世界发展报告:为发展提供基础设施[M].北京:中国财政经济出版社,1994.
- [5]杨艳.对自然垄断理论的评价与再认识[J].经济科学,2002,(2)
- [6]Alfons J.Weichenrieder,1999,No.186.How efficient is a contestable monopoly?CESifo Working Paper Series.
- [7]Graene A.Hodge,2000,Privatization:An International Review of Performance,Westview Press.

(责任编辑:焱 焱)



## On the Trend of Financial System Reform of China's Natural Monopoly Industries

**Abstract:**With reforming and opening over the past years in China,the reforms of financial system of competitive fields have make a great progress.But the reforms of financial system of natural monopoly industries are comparatively lagged.The natural monopoly industries must be financed in the capital market.This paper analyzes the trend of financial system reform of natural monopoly industries.

**Key words:**natural monopoly industries; financial system; reform