中国联通多元化融资的实践分析

韦秀长

（中国联通广西分公司　南宁　530028）

【摘要】本文以中国联合通信有限公司（简称“中国联通”）的融资实践为案例，探讨其境内外上市融资模式、内源融资的拓展和融资租赁等方面的问题，以探寻我国电信企业多元化融资创新策略和方式。

【关键词】多元化融资　资本　中国联通

电信企业无论是在网络建设还是项目投资上，都面临着庞大的资金需求，随着电信企业持续快速的成长和市场化、全球化进程的进一步深化，资本取代技术成为推动发展的首要因素。同时，在用户持续增长、竞争日趋激烈的情况下，电信企业必须投入更多的资金，满足用户多层次、差异化的需求。

研究中国联通的资本需求，我们可以发现电信企业具有高资本投入特性。而正是这一庞大资金需求的激励，为电信企业铺设了寻求多元化融资的道路。

一、多元化融资的理论依据及现实应用

权衡融资成本和风险建立最佳融资结构，实现企业价值最大化，是现代融资理论研究的重要内容。其研究对象是市场化程度相对完备的经济体。在现实中，研究企业资本结构或融资模式至少受到以下三个方面的影响：一是企业所处的制度环境；二是企业所在的行业特征；三是企业自身的特点（如股权结构、经营者能力、企业规模大小等）。而我国大量实证研究也证明了企业在融资偏好方面与理论是有所偏离的。

对于我国实际情况而言，资本市场、公司治理结构相对于西方国家的运作效率本身存在很大差距，融资制度和企业管理水平等因素对企业融资方式和融资策略的选择影响更大。作为新兴运营商的中国联通，在进入初期的资本积累更是无法满足上千亿资金的网络建设要求。因此，研究融资策略更应当结合宏观政策环境和企业成长历程来进行，融资策略的演变是渐进的、与时俱进的。

二、中国联通多元化融资策略的实施

1. 1994～1998年初创期的单一融资模式阶段。此时的中国联通正处于资金饥渴期：利用各种融资渠道都难以筹集到大量资金用于网络建设，而内部资金积累又因业务量过小而不能提供充裕的资金。在内外交困的情形下，尤其引人注意的是“中中外”的融资策略模式。即由中国联通股东单位所属的一家中方企业与境外公司设立中外合作或合资企业，后者再

的资金额，不考虑负债筹措的资金（即全部原始投资－债权人的投入）。一般用股东报酬率进行贴现分析，评价该投资项目能否给企业股东带来超额收益。

4. 风险评估不同。在实体现金流量法下，进行风险评估时一般只考虑投资项目自身的经营风险，而不考虑企业为投资项目筹措资金所带来的财务风险，比股东现金流量法的风险小；在股东现金流量法下，进行风险评估时不仅要考虑投资项目自身的经营风险，还要考虑企业为投资项目筹措资金所带来的财务风险，比实体现金流量法的风险大。但不论采用哪种方法，计算净现值时应该使用与该投资项目相关的折现率，或者说折现率应当反映现金流量的风险。

5. 简捷程度不同。因为股东要求的报酬率不但受经营风险的影响，而且受财务杠杆的影响，所以估计起来十分困难。而只考虑企业或者投资项目的加权平均资本成本相比较而言较为简捷。因此，进行投资项目评估时，不如将投资和筹资分开考虑，首先评价投资项目自身的经济价值而不管筹资的方式如何，如果投资项目有正的净现值，再去考虑筹资的细节问题，因为筹资只是如何分配净现值的问题。

二、实体现金流量法与股东现金流量法的相同点

实体现金流量法与股东现金流量法虽然在经营现金流量的内涵、所采用的折现率、原始投资额等方面存在很大差异，但两者也有相同点。

第一，不论是采用实体现金流量法还是股东现金流量法对投资项目进行分析，所采用的贴现分析方法是相同的，两者均采用净现值法、内含报酬率法、现值指数法等方法进行分析。

第二，实体现金流量法和股东现金流量法对同一个投资项目的评价结果一般来说是一致的，即对独立项目进行评价时两者的结果是一致的。但在评价互斥项目时，两者的结果有时会出现一定的差异，即使用内含报酬率法或现值指数法评价互斥项目时，由于实体现金流量法和股东现金流量法在营业现金流量、折现率等方面的差异，可能会影响项目的先后顺序。

主要参考文献

中国注册会计师协会.财务成本管理.北京：经济科学出版社，2008

与中国联通签订项目合作合同,合资(合作)公司提供资金,双方在一定区域内联合投资通信网络,建成后由中国联通经营,双方按约定的比例分享现金流。中国联通凭此融资约10亿美元,初步实现了“跑马圈地”式的全国性网络覆盖。

然而,“中中外”到底算不上过得硬的融资模式。由于收入和潜在利润大都被投资方在短时间内分掉,中国联通并不能通过自身运作完成积累。另外,项目产权模糊、管理分散更不利于中国联通快速、持续的发展,也不利于保障合作方的正当权益。更重要的是,在政企合一的体制下,1998年之前的中国联通手机几乎无法接入原中国电信的固网或移动网,只能在一个自我封闭的网络系统中使用。从本质上来看,1998年之前中国联通的融资模式是单一的银行贷款模式,清理“中中外”偿还的本金加补偿金146亿元也全部由银行贷款解决,较高的贷款利率增加了企业的财务成本,到1998年年底,中国联通仍然没有“发育”起来,净资产只增长了不到10亿元,资产负债率却高达87%,财务费用压力骤然上升,资产负债率与资金成本居高不下。

2. 1999~2002年扩张期的融资结构优化阶段。在各个政策层面的扶持日益明朗的前提下,中国联通实际上已经进入了高速发展的阶段。此时,巨额融资也成了制约或者推动公司发展壮大的关键因素。2000年6月,中国联通抓住国际资本市场的良好机遇,中国联通红筹公司在香港、纽约两地成功上市,融资56.53亿美元,成为香港资本市场有史以来上市公司股票首次公开发行规模最大的,并进入全球股票首次公开发行史上的前十名。2002年10月,中国联通在上海证券交易所成功上市,融资115亿元,成为第一家进入国内A股市场且流通股规模最大的基础电信运营企业。2002年12月和2003年12月,公司又先后两次完成向上市公司注资。至此,中国联通基本实现了核心业务的整体上市。

此时,中国联通的净利润以10%以上的速度增长,而内部折旧摊销等资金的再投入能力达到了200亿元以上,如何有效运筹资金,为公司的发展提供强大的经济支持成为各阶层管理者的主要关注事项,在广东、海南、山东、浙江等省的省级分公司,探索了多种资金管理之路,这其中以资金管理为核心的收支两条线管理成为众多省级分公司的必然选择。

股权融资解决了中国联通网络建设的大规模资金需求,以收支两条线为核心的内源融资提高了内部资金的流动性。上述工作给中国联通公司后几年的发展奠定了坚实的基础,同时也优化了融资结构,使原来过高的资产负债率得到改善,降低了财务压力。

3. 2003年到目前稳定期的多元化融资模式构建阶段。以CDMA 1X网络全面建成、核心业务实现“整体上市”、移动用户突破1亿户为标志,中国联通进入了新的发展阶段。

从融资需求角度看,一方面,这一时期大规模网络建设的需求已经减少,但网络扩容和网络优化仍在持续进行,同时股权融资和债权融资因融资结构和难易程度方面的考虑不适宜继续进行。另一方面,一些特定项目也迫切需要有其他资金来源。此时,进行不同融资方式的组合,形成多种融资方式相互配合共同起作用的格局显得尤为重要,通过不同融资方式筹措的资本的有机搭配以及合理设置各种资本所占的比例来不断优化融资结构。此阶段,中国联通选择了融资租赁、资产证券化等多种新兴融资方式,在获取资金的形式、手段和渠道上有了更大的突破。

2001年年底,中国联通采用手机补贴的方式推出CDMA网络,以获得更多的移动用户。中国联通总部与新世纪国际租赁有限公司就合作销售CDMA手机方案进行探讨,并选择部分分公司进行试点,推出融资租赁手机终端的项目。到2007年年底,中国联通公司CDMA用户已达4 193万户。中国联通实施的手机终端融资租赁方案带来以下好处:通过租赁公司为用户提供“通信服务包”的形式合理增加当期部分通信收入;实现流动资产投资灵活分期;提高净资产回报率,增加资产流动性,优化资产结构。

在资产证券化方面,随着用户数量的增加,CDMA网络租赁费由中国联通有限公司定期支付,资金来源稳定,并呈现逐季稳定增长的趋势,十分符合典型的资产证券化基础资产类型。而在外部政策上,2003年9月,证监会颁布《证券公司客户资产管理业务试行办法》,证监会成立专门的资产证券化领导小组和资产证券化工作组,对在中国开展资产证券化业务进行研究,“金融国九条”也明确要求积极探索并开发资产证券化品种,至此,国内已经讨论多年的资产证券化取得实质性突破。于是,中国联通在2005年8月开始推出CDMA网络租赁费资产证券化产品,以公司拥有的能够产生稳定、可预测现金流的基础资产作为支持,拓展出一条全新的直接融资渠道,显著降低了企业融资成本,进而克服了在目前利率管制环境下企业融资成本无法体现企业质量与信用差异的局限性。

2003年以来,中国联通通过短期融资券、资产证券化、银团贷款、可转换债券、委托贷款和信托贷款等创新债务融资,为公司业务发展提供了融资成本低、风险小的折合人民币435亿元的资金,年节省公司利息支出5亿元人民币以上。

三、多元化融资的成效及启示

大致回顾中国联通的发展历程,我们可以对中国联通的融资规模、融资结构有一个整体的认识(见表1)。

表1　中国联通融资情况分析　　单位:亿元

资金来源＼年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	合计
股权融资	467		115		45			627
债权融资:	507	295	270	377	381	382	429	2 641
其中:银行贷款	507	295	270	319	340	240	117	2 088
非银行贷款				58	41	142	312	553
内源融资	110	146	220	300	311	355	395	1 837
合　计	1 084	441	605	677	737	737	824	5 105

资料来源:根据中国联通2000~2006年相关资料整理。

表1中:①股权融资指从资本市场(包括境内外资本市场)通过发行股票募集的资金。②非银行贷款包括短期融资券、资产证券化融资、融资租赁、银团贷款、委托贷款、信托贷款等。③内源融资包括:净利润+折旧+摊销-股利(现金)。

中国联通的融资历程实际上蕴含着两个逻辑。第一,最优融资结构并不是一蹴而就的,而是经历了不断的试验、优化和完善的渐进式过程,这不是由单一因素所决定的,也无关融资偏好,而是与外部政策和融资环境、内部成长周期等一系列因素相关的。从表1可见,中国联通从最初的倚重银行贷款到以内源融资和债权融资为主导,历经10年,最终的方向是朝着优序融资理论的定律靠近的。第二,融资结构优化和公司成长是相辅相成的,这实际上是一种典型的自我增强机制。我们可以从表2中国联通营业收入和净利润的增长趋势中洞察融资规模扩大及结构优化带来的成长效应。一方面,不断扩大的融资规模促使中国联通的营业收入和净利润得以稳定增长;另一方面,公司增长的再生机制又在不断优化融资结构,而中国联通多元化融资最直接的成效也在于此。

表 2　　中国联通 2000~2007 年财务业绩　　单位:百万元

项目\年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
营业收入	23 692	29 393	40 577	67 636	79 087	87 049	95 347	99 539
净利润	3 324	4 602	4 598	4 217	4 493	4 931	3 801	9 301
净利润率	14.00%	15.70%	11.30%	6.23%	5.68%	5.66%	3.99%	9.34%

资料来源:根据中国联通(香港)2000~2007 年年度报告整理。

多元化融资对中国联通的影响是多方面的,无论是对业务和市场能力的促进、对治理结构和管理水平的改善,还是对电信行业竞争环境的颠覆,对3G格局下竞争能力的构建都起到了良好的促进作用。

1. 提高企业管理水平、增强竞争力。通过上市实现股权多元化,引进先进技术和管理经验,优化内部治理结构,造就高效率的企业经营机制是公司上市要达到的最终目的。为适应公司上市和内部管理的需要,中国联通吸收国际成功电信运营企业的先进经验,依照《公司法》修订了公司章程,建立健全了股东大会、董事会、监事会和高级经理层,形成了规范的法人治理结构。同时,撤消了部分不规范的分支机构,在国内电信运营商中创新采用一级法人的管理体制,实现了公司对省级分公司的统一管理,使中国联通的经营管理体系的结构更加紧凑,达到了政令畅通、反应快捷的效果。为满足资本市场规范和相关法律对上市公司的要求,中国联通创新建立了多级控股结构。

中国联通上市部分的债务融资如短期融资券、银团贷款等,不需要设立任何第三方担保,完全依靠企业信用保证偿付,因此真实、及时、准确的公司信息披露对投资者届时收回投资、获取收益至关重要。为此,中国联通理顺了信息归集渠道,建立了信息持续披露机制,强化了财务信息管理。中国联通非上市部分的债务融资如资产证券化等,投资者要求项目投资成本按时、完整地偿还,对此,中国联通根据资产证券化对于基础资产现金流收集、划转的特有要求,强化了对各地租赁费收入的管理,进一步理顺了内部操作流程,降低了操作风险,优化了财务管理机制,提高了中国联通的财务管理效率。

现代企业制度的基本建立,使中国联通的综合竞争力得到了巨大提升。多元化融资使中国联通引入国际先进的经营管理经验、提高公司管理水平的同时,使公司的竞争实力得到了迅速的提升。

2. 带动了公司的业务发展。中国联通审时度势确立了整体上市、分步实施的资本运营战略,实现了国内企业三地上市跨越式发展的资本运营。同样,通过多元化融资,使公司负债结构更加合理化,强化了公司财务管理,为公司业务的健康发展创造了空间。如资产证券化项目,由于租赁费收入与CDMA业务收入直接挂钩,因此CDMA业务的健康发展将直接影响到资产证券化的实施工作。这对中国联通进一步深化营销模式转型,强化CDMA终端的管理与调控,突破CDMA手机供应瓶颈,充分发挥CDMA网络的技术优势,推进品牌营销战略,加强增值业务的开发和应用,维系及挽留客户等起到推动作用。通过资产证券化项目的实施,对拥有GSM和CDMA两种网络且同时开展G网业务和C网业务运营的中国联通而言,也是有效推动两网协调并进,促进G、C两网业务有效开展,真正将"两网运营"转变为公司发展的积极因素,进而实现既定发展战略的重要一环。再比如融资租赁项目,对推动CDMA业务规模化发展起到了关键的促进作用。

3. 解决了业务发展所需资金,控制了财务费用增长。中国联通这几年业务稳定发展,资金的保障起了积极作用。另外,多元化融资的直接效果便是降低了财务费用。据统计,2006年中国联通上市公司的财务费用相对于2005年下降了60.6%。2007年,中国联通财务费用同比减少14.9%(在同期中国人民银行五次调整利息的情况下)。多元化融资战略的实践为公司价值的提升起到了积极的作用。

4. 强化市场竞争,拓展市场空间。从资本的运营效率来看,由于社会资本对资本回报率的要求要远高于国有资本和企业自留资本,因此无论是采用项目融资还是资本市场融资,电信企业都必须改善管理、提高效率以达到更高的资产利润率。这无疑直接促进了更激烈、层次更高的市场竞争,近年来正是由于有了中国联通的存在,电信市场的竞争活力才相应得到了快速提升。

3G等新业务即将投入运营,给通信行业带来了更大的变数,尤其是3G对资金投入的需求将进一步扩大,这对如何充分合理规划融资、建立梯次性资金准备、提升资金调度能力提出了更高要求。因此,现在的融资结构只是新的市场格局下的开端。

主要参考文献

1. 吴洪,梁雄健.电信融资新途径——电信业的资产支撑证券化.通信企业管理,2002;10

2. 赵蒲,孙爱英.产业竞争、非理性行为、公司治理与最优资本结构——现代资本结构理论发展趋势及理论前沿综述.经济研究,2003;6

3. 胡泳.电信赢家.北京:机械工业出版社,2006

4. 张瑞君,邹立,封雪.资金集中管理成功因素的实证研究.会计研究,2006;11