

发挥资本市场功能 促进高等教育投资体制改革

刘志文

摘要 投资活动市场化是高等教育投资体制改革的重要目标,其核心是资源配置市场化。资本市场是实现资源配置市场化的最根本的途径。培育教育资本市场,发挥资本市场的融资功能、资本流动功能、资源配置功能、风险定价功能和经营监管功能,可以明晰高等学校产权、形成新型高校经营管理制度、建立市场化的融资渠道、提高教育资源配置效率,从而促进和推动高等教育投资体制改革。

关键词 资本市场 高等教育 投资体制

高等教育投资体制改革、教育观念改革与高等教育管理体制,是我国高等教育体制改革的三个重点。高等教育投资体制改革涉及投资体制的三个方面,即实行投资主体的多元化、投资方式的多样化和投资活动的市场化。20世纪80年代中后期,我国通过推行非义务教育的成本分担和补偿制度,^[1]以及大学生收费制度改革、财政拨款制度改革,鼓励高校自筹办学经费,允许民间资本投资办学等措施,初步形成以“财政拨款为主、其他多种渠道筹措高等教育经费为辅”的多元化和多样化的高等教育投资体制。当前高等教育投资体制改革的重点是高等教育投资活动的市场化,其核心是建立资源配置市场化机制,提高资源配置效率。

资本市场本质上是在市场环境下资本所有者与使用者之间的关系契约,是确定资本占有条件、进行风险定价、交换的制度安排。^[2]资本市场是资本资源市场化配置的最通用也是最根本的途径,高等教育投资活动市场化也必须借助资本市场来实现。因此,我们必须分析资本市场的基本功能,并利用资本市场促进高等教育投资体制改革的深化。

一、资本市场功能的一般理论分析

资本市场即长期投资的资金市场,是指资金偿还期限为一年以上的市场,包括长期存放市场和长期证券市场。从一定意义上讲,资本市场是股票、债券发行和交易的场所及产权交易场所(实物资产交易场所)。资本市场的主体是长期资金的需要者(使用者)和资金的供应者(投资者),它们通过各种金融工具的交易及直接的实物资产的转让实现资本转让。资本市场的功能主要有:市场融资功能、资本流通功能、资源配置功能、经营监管功能和风险定价功能等五个方面。^[3]

1. 市场融资功能。市场融资方式分为直接融资与间接融

资两种方式。间接融资主要通过商业银行进行,直接融资主要通过股票市场、债券市场和票据市场等资本市场进行。^[4]融资功能是资本市场的主体功能。一般来说,企业可以通过股份改造,发行企业债券,以及通过各种投资基金和资产重组等方式直接在市场筹集资金。(1)股份制改造融资是指企业通过改造成股份公司,向社会公众、内部职工发行股份,进入资本市场筹集资金。(2)企业债券是指企业作为债务人,为筹集资金,经主管部门批准向社会发行的一种标准化债务凭证。企业债券作为资本市场的重要组成部分,是企业很重要的一种直接融资手段。“八五”期间,我国通过发行企业债券共筹集资金820多亿元,对于支持国家重点建设,调整产业结构,缓解企业资金紧张状况起到了积极作用。(3)投资基金是指通过发行基金份额(或受益凭证),把分散的个人及机构投资者的资金集中起来,进行专业化管理,并将投资收益分配给基金持有人的一种投资方式。通过投资基金融资,在西方发达国家的资本市场中占有很大比重。(4)资产重组筹集资金指在资产重组中,运用“实物资本”(实物、产权、技术、土地使用权等)或无形资产,通过对企业存量资产的转让,换取企业发展所需的资金。目前不少企业在并购中都采取了以无形资产或实物资产折价入股的方式,既减轻了企业的资金压力,又盘活了企业存量资产,获得了企业发展所需的大量资金。除此之外,企业上市之后,还可以选择留存收益、配股、增发新股等方式进行再融资。

2. 资本流动功能。资本流动功能是指资本市场使各种金融产品进行转让和流通的一种作用。资本流动功能既是资本市场固有的一项基本功能,又是其它功能发挥的前提。资本市场是资本所有者与使用者之间交易关系的总和,实质上是资本所有者与使用者之间关系的契约。资本的流动性和可交易性,是资本市场得以建立的前提条件。资本市场是在明晰

收稿日期:2004-02-19

作者简介:刘志文,厦门大学高等教育科学研究所博士生。(厦门/361005)

的产权制度和现代企业制度（股份制公司）基础上发展起来的。在西方现代企业制度建立之前，企业主要由单个投资或少数几个投资者出资办企业，资本无法在市场上进行流动和交易。自从股份公司出现以后，这种情况才发生了变化，众多的投资者可以成为公司的股东。资本市场出现后，代表产权的股份证券化了，而证券又可以在资本市场流通，这就使得资本的社会化和公众化迅速地发展起来，众多的公众都可以、有能力通过证券市场参与投资。资本市场的建立为社会闲散资金转化为生产经营的资本提供了畅通的投资渠道。这种转化，扩大了上市公司的资本，从而大大扩大了资本的功能，使其能吸纳更多的生产要素，并组合成新的生产力，从而创造更多的价值。

3. 资源配置功能。在成熟的市场经济中，资本市场是保持高效率资源配置的主要方式。一个有效运作的资本市场，其资源配置效率在于其价格机制。资本市场上的资本品种的价格产生于资本的平均利润及独立的市场主体之间的竞争，因此资本品种的价格充分反映了投资者对资本报酬预期收益及其稀缺程度。由于资本的趋利本性，使得市场上交易的资本品种能在价格的诱导下流向预期收益最高的企业部门。譬如证券市场通过发行证券、公布证券的价格和收益、披露相关的信息，诱导货币资本所有者自主地选择投资目标。趋利的经济动机驱使投资者自主地选择能为他带来最大收益性、完全性和流动性的投资对象，促使资金需求者选择期限性结构合理、融资成本最低的融资工具和方式。通过公平、公开的竞争，在资本市场上形成合理的证券比价结构，引导社会资本流向资本收益率高的产业、部门和企业。这意味着稀缺资本被合理配置在最能发挥效能的地方。

4. 风险定价功能。风险定价具体是指对风险资本的价格确定，它所反映的是资本所求的未来收益与风险的一种函数关系。资本市场的风险定价功能在资本资源的积累和配置过程中发挥着重要作用。首先，它决定了风险资本的占有条件，只有能够支付得起一定风险报酬的融资者，才能获得资本资源的使用权，这点也保障了稀缺的资本资源只流向使用效率最高的企业或部门。其次，企业收益的自留或分配部分地反映了它们对预期收益和企业风险资本在资本市场中的价格（比如说股票价格）的考虑，对于能够获得超过平均利润率的企业，往往有发行新股票的资格和条件，而低于一般平均利润率的企业，则要么将其可用于投资的收益分配出去，以维持现在的股票价格水平，要么使股票贬值。

5. 经营监控功能。在成熟的资本市场上，有一整套旨在保护投资者利益的市场监管法规，对市场准入及退出有着严格的规范，只有满足和按照这些市场规范运行的企业，才能获得和保持在资本市场上的融资权。否则监管当局就会将其逐出资本市场，这在无形中对企业的经营起着监控的作用。同时，由于资本市场是公开性、竞争性的市场，要求企业按照市场规则向社会公众详细披露公司的经营状况和财务状况，这样就为投资者了解和监督企业的经营状况提供了可能性。投资者还可以通过资本交易使企业发生所有权的转移，并进而导致公司控制权的转移和管理层改组，达到经营监管

的目的。由于资本市场提供了一种从公司外界对公司经营者的监控机制，是一种使资本的所有者能对资本经营者更有效率地进行评价、遴选、约束和激励的制度安排，所以资本市场对构建公司科学的、高效率的治理结构起着关键性的作用。

二、培育教育资本市场，促进高等教育投资体制改革

资本市场的融资功能已为大家所了解和熟悉，培育教育资本市场对于开拓融资渠道、筹措教育经费、增加教育投入的作用，也得到比较广泛的认同。但是我国教育资本市场并没有建立起来，原因何在呢？根本的原因在于教育资本市场的建立必须与教育投资体制改革同步。教育资本市场与高等教育投资的市场化运行机制是互为基础，相互促进的。具体来说，明晰、分散和可交易的产权制度和现代经营管理制度是建立资本市场的基础，资本市场的建立又可以通过筹资功能、资本流动功能、资源配置功能和经营监管功能扩大高校的经营资本，促进高校资源的市场化配置，推动产权制度和经营管理制度进一步改革。因此，培育教育资本市场，发挥资本市场的功能，可以明晰高等学校产权，形成新型高校经营管理制度，建立市场化的融资渠道，提高教育资源配置效率，从而促进和推动高等教育投资体制改革。

1. 明晰高等学校产权，实现所有权与经营权的分离

高等学校的产权关系是指各投资主体与高等学校之间形成的责、权、利关系，主要是指高校财产所有权与经营权的关系，即高校产权归属与产权支配（使用权、处理权和收益权）的关系。从1985年启动高等教育投资体制改革以来，我国高等教育投资由单一的政府主体转变为政府、企业法人和个人多元主体，投资主体多元化的结果促进并推动了产权结构的多元化。我国高校按投资主体分为国有高校、国有民营高校和民办高校三类。它们的产权关系各不相同，总体上存在产权不清、归属不明，并由此导致产权所有者的使用权、处理权和收益权难以明确的问题。

国有高校，政府作为投资者举办高校，拥有高校的财产所有权，校长作为政府代表经营和管理高校，存在财产所有权与经营权不分的问题。民办高校，企业或个人作为投资者举办高校，由投资者组成的董事会选任校长经营管理高校。民办高校的产权关系存在的主要问题是明确了学校的法人财产权，没有明确投资者的收益权；缺乏产权交易和资本流动机制，只有投资进入渠道，缺乏投资退出渠道。如《民办教育促进法》第35条规定：“民办学校对举办者投入民办学校的资产、国有资产、受赠的财产以及办学积累，享有法人财产权。”第36条规定：“民办学校存续期间，所有资产由民办学校依法管理和使用，任何组织和个人不得侵占。”^[5]这就是说投资者举办民办高校的资本，投资者不能转让也不能变卖，没有处置权。虽然第51条规定出资人可以从办学结余中取得合理回报，但因具体办法没有出台，投资者的收益权不明。国有民营高校，既有政府投资，又有企业法人或个人投资者，产权关系更为复杂。总体上看，产权不明，归属不清，产权所有者的使用权、处理权和收益权则很难明确。这是当前高校产权关系中最需解决的问题。^[6]

资本市场要求产权明晰,所有权与经营权相分离。按照这一原则,可以推动高校产权制度进行改革。具体来说包括三个方面:一是实现投资者的个人财产和高校的法人财产权的分离。政府、企业和个人向高校投资的财产通过股权的形式独立化,使股权能够逃出高校之外自由运动;通过法人财产权的独立化,使高校以真正的法人成为完全独立的市场主体,而且高校拥有了法人财产权,形成了其对外承担责任的基础,从而阻断了股东与高校在责任上的连带关系。二是实现财产所有权与控制权的分离。投资者只以其投入高校的资本额为限对高校负有限责任,所有权的权能移交给股东权力代表机构即股东会,由其选举董事会作为常设机构行使所有权,所有权与控制权从此分离。三是通过资本市场实现资本的流动和产权的交易。投资者的财产所有权(股权)以票证形式在证券市场和产权市场中运作,投资者既可以通过资本流动和交易获得其合理的收益,也可以通过红利和股息等方式获得高校经营管理效率带来的收益。通过这种所有权与经营权的产权分离的改革,不仅有利明晰高校的产权关系,也有利于拓宽高校融资渠道,使高校成为融资主体,为高校资源配置的市场化打下基础。

2. 进行股份制改造,建立新型高校经营管理制度

众所周知,股份制作为一种企业所有制形式,最早是在经济活动中出现的,并且发展成为现代公司制度中最典型的一种企业组织形式。实践中,股份制在转换企业经营机制、筹集发展资金、提高资源配置效率方面发挥了独特的作用,得到广泛的认同和推广。那么,高校能不能进行股份制改造呢?笔者认为可以从高等教育产业属性和资源配置方式两个方面来分析。从高等教育产业属性来看,公共经济学理论认为教育是一种准公共产品,特别是高等教育兼具公共产品和私人产品的属性。根据经济学理论,公共产品的投资主要由政府承担,私人产品的投资主要由市场方式配置。因此,高校的投资特别是具有私人产品性质的民办高校投资主要依靠市场投资,民办高校应该进行股份制改造并进而建立与之相适应的经营管理制度。同时,股份制作为一种产权制度则不受产品性质的影响,在各种所有制形式的组织中都有重要意义。比如,我国基础设施、交通、电力等提供公共产品的企业也实行股份制。

股份制改造的目的在于建立明晰的产权制度和现代经营管理制度,使高校真正成为资本市场的融资主体,为高校实现资源配置市场化打下基础。股份制的主要特征是产权主体多元化、资金来源多样化、治理结构法人化和投资收益合理化。在股份制高校中,产权主体包括政府、参与投资的自然人或企业法人;资金来源包括自然人或企业法人投入、政府政策资助投入、学生缴费、银行贷款、社会捐赠和资本市场筹集的资金等部分;学校的治理结构由股东大会、董事会、校长和经营人员构成;投资的合理收益通过资本市场的运作和对高校的经营监控获得。股份制既能回避办学的资本风险,又能保证高校办学自主权;既能调动社会参与办学的积极性,又能解决学校公益性与资本寻利性之间的矛盾。

通过股份制改造进而建立教育股份公司进入资本市场的

例子,在西方发达的市场经济国家比比皆是。比如2000年美国已有77家上市教育公司,所拥有的资本总额达330亿美元。^[7]我国高校的股份制改革也在悄然进行。比如上海师范大学奉贤校区就是一所股份制高校。上海师大按奉贤校区的资产评估的实际现值(4个亿左右)入股,由上海师大代表国家控股并担任董事长。由各合作办学参股出资单位组成董事会,由董事会推荐校长,报有关行政领导部门同意后任命。对各参股出资单位除社会效益、广告效益和社会信誉度上的回报外,学校将按至少略高于银行同期存款利率予以资金回报。5年以后,经董事会同意,可按学校运行的实际利润分红。各参股出资单位除享有决定学校办学方针之权外,有优先参与学校后勤校产社会化的权益,并可优先选用学校毕业生和享受员工培训、定向委培等教育服务。^[8]

3. 建立教育资本市场,开拓市场化的融资渠道

我国高校市场化融资渠道狭窄,经费来源主要依靠高校举办者(包括政府、企业法人或个人)的办学经费和学校经营收入(学费和服务收入),国有高校的融资渠道主要是通过银行的间接贷款,民办高校通过银行贷款的渠道也不畅通。由于法律规定高校办学属于公益事业,不得以营利为目的,高校的举办者的投资收益难以保障,继续投资的意欲不强,而社会其他投资者因缺乏市场渠道难以参与高校的投资活动,导致高校特别是民办高校和国有民办高校经费短缺,难以做大做强,成为制约高校可持续发展的瓶颈因素。

解决的根本办法是建立教育资本市场,开拓市场化的融资渠道。根据国外的情况,教育资本市场可以发展以下几种形式:(1)高校经过股份制改造后上市,通过资本市场直接融资;(2)发行教育债券,企业法人或个人可以购买债券参与高校投资;(3)建立教育发展公司,教育发展公司上市融资后投资高校;^[9](4)建立教育投资基金,企业和个人购买投资基金,由投资公司对高校进行投资;^[10](5)成立教育发展银行,高校通过贷款向银行融资。这样教育资本市场可以为社会资本进入和退出高校的投资活动提供更广泛的市场渠道。

教育资本市场的建立,不仅有利于解决高校发展的资金短缺,而且有利于解决投资者的收益回报问题,保证高校的公益性。教育资本市场作为投资者与学校经营者产权交易的中介,有效地实现了投资者的资本所有权与学校法人财产权的分离。投资者的资本一方面通过资本市场进行交易和流动,实现其收益回报,达到收益最大化;另一方面可以根据高校经营的效益状况,通过红利或股息的方式获得合理的回报。高校法人则可以有效地使用法人财产权,保证高校的有形资产和无形资产不流失,同时可以规定高校红利和股息的比率保持在合理的水平,比如控制在比存款利率略高的水平,以保证高校的公益性。

4. 加强经营监管,提高教育资源配置效率

目前,社会、企业和个人向高校的资本投资,不能以比较的方式配置在高效率的高校。即使是在较为合理的选择下进行初次投资,也不能在经营不善或效率低下时进行再配置。这是导致社会、企业和个人不愿向高校进行资本投资的重要

原因。资本市场可以在一定程度上解决高校资本运行效率较低时资本投资的再配置问题,从而促进高校提高资源利用率,现实资本配置的最优化。资本市场的风险定价功能和资源配置功能使得高校资源高效率配置有了可能。在资本市场的交易过程中,资本交易主体以追求资本得利为动机的交易行为,使得高校的资本在价格机制的诱导下流向有效率、能够产生最大资本得利的高校。

资本市场的资本流动功能和经营监管功能,使得高校的治理结构改良和经营效率的提高成为可能。资本的流动与形态转化,意味着高校产权结构的开放与流动。它既是资本市场运行的前提,又是资本市场运行的结果。产权结构的开放流动形成了具有多元化产权主体的高校。在这一类型的高校中,为高校引入社会监督,有更多的投资者来关心和监控高校的经营。在高效率的资本运营体制建立之前,这一改良尤为有意义,因为这使得不同的资本在同一高校中,可以充分享受高校其它投资者对高校经营状况的监控而带来的经营业绩提高的成果,同时,又无须付出过高的监控成本。

总之,资本市场是实现资源市场化配置的制度安排,它不仅可以为生产企业提供资本的市场化流动,也可以为高校资本的流动和交易提供市场渠道,从而实现高校资源的高效率配置,促进高等教育投资体制的改革。但是,教育产业与其他生产性产业相比,既特殊又复杂,教育产业与资本运作是否存在冲突,这些冲突如何解决等问题需要深入的理论探讨。同时,我国的资本市场还属于不完全的资本市场(政府过度介入和管制),存在市场主体行为失范、法制健全程度低、市场监管水平不高等缺陷。^[11]潜在的金融风险极大,高校介入资本市场的操作方式和风险预防机制的建立等问题

也需要进行具体的研究。

参考文献:

- [1] 刘亚荣.我国普通高等教育投资体制改革过程的动态分析(J).教育研究,2002(8)
- [2] 余甫功,中国资本市场制度分析与机制研究(M).中国财政经济出版社,2001.12
- [3] 边宝林,马正吉.论资本市场的功能与发展途径选择(J).现代财经,2000(3)
- [4] 直接融资发展趋势研究课题组.我国直接融资方式发展趋势与政策(J).管理世界,1999(6)
- [5] 国务院.中华人民共和国民办教育促进法.全国人民代表大会常务委员会2002年12月28日通过
- [6] 武毅然.明晰高校产权促进高等教育投资体制改革(J).中国高等教育研究,2003(8)
- [7] 王伟.美国教育产业发展现状及其特点(J).比较教育研究,2002(5)
- [8] 陈晓红,何鹏.我国高校能否实行股份制改造(J).现代大学教育,2003(1)
- [9] 厉以宁.关于教育产业的几个问题(J).高教探索,2000(4)
- [10] 张济琳.利用资本市场为高校融资问题初探(J).上海改革,2001(12)
- [11] 苑德军,任志宏.强化中国资本市场功能的理论思考(J).财贸经济,2002(3)

(上接第25页)再比如校董事会与学校股东大会之间的权利划分问题。在一所运作规范的高校中,董事会实际上能够使哪些权利受许多因素影响。如果学校的股权比较集中,一个或几个股东绝对地控制着学校,他们可能而且能够加强对董事会的控制;而在股权非常分散的条件下,股东对学校的控制程度相对较低,董事会就容易得到更多的权力。此外,董事会自身的情况也会对董事会的权力产生影响。比如一所学校的董事会,在过去经营管理学校的过程中展示了令股东们非常满意的业绩,那么对于这样的董事会,股东们就会尽可能地给予它权力,无须过多的防范、控制。这就是说,优秀的经营管理业绩可以使董事会获得更多的权力。类似的要素还有:学校所面临的市场形势、董事长在学校中的威望、各董事与学校股东之间关系密切的程度、学校经营管理人员的工作能力等。总之,董事会最终能够使哪些权利,取决于董事会与股东会、政府、学校的经营管理阶层、学校的教职员工等各种主体在不同的条件下进行交易的结果,而不仅仅限于法律和学校章程的规定。

综上所述,明晰公立高等学校内部各方之间的产权关系,以完善其治理结构,不仅要依据法律办事,还需要通过

各方平等自愿的交易。而要使交易顺利进行并取得成功,首先就是要确立有关各方平等的法律地位,或者在谈判过程中逐步建立起这种平等地位,这是明晰公立高等学校产权的最根本的条件。

参考文献:

- [1] [5] 罗玉珍.民事主体论.中国政法大学出版社,1992.239,242
- [2] [3] 魏杰.现代产权制度辨析.首都经济贸易大学出版社,2000,80011
- [4] 江泽民.全面建设小康社会,开创中国特色社会主义事业新局面.中国共产党第十六次全国代表大会文件汇编.人民出版社.2002
- [6] 洪虎.关于企业法人财产权的思考.中国工业经济,1997(1)
- [7] 青木昌彦.比较制度分析(中译本).上海远东出版社,2001,81~88