

# 对高等教育介入资本市场的反思

## ——营利与非营利的视角

◆ 邬大光 王建华

国际上,无论公立大学还是私立大学,与资本市场的结合,主要以基金的形式在资本市场进行融资。但随着私立营利性高等教育机构的崛起,高等教育与资本市场的结合发生了很大变化,即学校自身开始作为一个组织,通过发行股票进行融资或营利。与国外相比,我国公立高校介入资本市场采取的主要方式是校办企业上市。目前,也开始有个别民办高校试图通过上市发行股票开辟新的融资渠道。对上述现象,如何在国际比较视野中去理解与解读,可能会关乎我国整个高等教育改革与发展的走向。

作为高等教育的一种融投资渠道,高等教育与资本市场的结合,在以美国为代表的西方市场经济体制国家已经有相当长的时间。细究起来,可以发现,国外高等教育介入资本市场发轫于一些一流大学对“学校发展基金”的“投资管理”;而高等教育“实质性”地进入资本市场进行融资,则是近些年营利性高等教育机构的做法,其中以凤凰城大学为代表。中国高等教育介入资本市场,源于校办企业,方式是校办企业上市。目前我国民办高等教育领域,由于受到法律与政策的规制,其与资本市场的“实质性”结合尚不明朗。但值得注意的是,由于利益的驱动,资本市场进入民办高等教育领域,目前已成为较为普遍的选择。

### 一、高等教育介入资本市场的发轫

从历史上看,高等教育介入资本市场,最初源于市场体系极为发达的美国高等教育实践,发轫于美国部分一流大学的投资管理。在美国,高等教育系统中部分一流大学有着数额较为庞大的发展基金。为了更好地进行融资,只好通过购买股票的形式将学校的发展基金投入资本市场,其目的就在于获取比银行利息更高的“利润”,保证基金增值,以用于大学未来的发展。当然,由于这些学校的“非营利”组织定位,这种进入更多的还只是一种形式上、程序上、广

义上的。以美国为例,由于美国政府对于大学的财务运作采取比较开放的态度,大学基金投入股市是比较普遍的现象。美国的一些大学是美国股市乃至其它国家股市、金融市场的大买主,在国内外股票市场比较活跃,许多学校甚至成立了资产管理公司,委托专业人员来管理庞大的学校基金。例如,哈佛大学的基金1998年达130亿美元,资产报酬率达20.5%。其中占基金规模1/2的国内股的投资报酬率为38%;地产投资及处置收益报酬则高达44%。<sup>[1]</sup>截止到2003年,哈佛大学发展基金已高达190亿美元。普林斯顿大学2001年学校基金规模也已高达82亿美元,主要投资于股票、债券、风险投资和房地产业,其年平均回报率高达15.3%。目前此项收入已成为学校经费的主要来源之一。<sup>[2]</sup>

需要指出的是,此时的高等教育介入资本市场还只是间接的,即大学的发展基金通过投资管理公司,或自己的资产管理公司到资本市场购买股票,从而在形式上介入资本市场,但构成大学主体的教学、研究与社会服务并不与资本市场发生关系。当然,作为非营利组织的大学,它所参与的投资活动与企业的投资活动有本质的不同,其所获收入必须用于大学的发展,而不是分红。

具体而言,大学作为非营利组织进行投资活动必须遵循三个基本原则:一是安全低风险,二是有一

邬大光/厦门大学高等教育发展研究中心 教授 博导(厦门 361005) 王建华/南京师范大学教科院 讲师 博士(南京 210097)

定的投资回报率,三是保证基金的增值。<sup>[3]</sup>在确定投资策略时,还要具体考虑投资目标、投资期限、风险极限、要求的回报率、要求的流动性、支出的原则、须签订的契约和法规的限制等问题。目前,世界上许多国家为体现非营利组织投资管理的上述三个原则,一般都通过立法给予特别规定。比如在美国,法律就允许基金会投资于股票和债券,但必须遵循《一般谨慎投资者法》(Uniform Prudent Investor Act)。按照这个法令,基金会的投资不是为了营利目的的“投机”,而是在确保操作稳健、风险合理的基础上的“投资”。为此,法律规定基金会的理事必须承担投资的责任。例如,为了减少风险,美国许多大学的基金会通常将其资金的60%投资于股市,30%投资于债券,10%作为存款。

综上所述,传统公立大学的投资管理,还不是真正意义上的“高等教育介入资本市场”。投资管理与高等教育自身直接介入资本市场的区别在于:其一,进行投资管理的主体不是大学,而是大学的基金会或其他投资管理公司;其二,投资管理所获利润归大学基金会,而大学基金会属于非营利组织,其资金主要用于大学自身的发展,而非分红;其三,在高等教育介入资本市场的范畴内,资本寻利性与市场的风险性很难克服,营利在很大程度上源于“投机”,而在大学的投资管理活动中,资本的寻利性与市场的风险得到了较妥当的处理。

## 二、高等教育介入资本市场的新践行

如果说传统的公立大学或私立非营利大学通过投资管理的方式介入资本市场是“间接的”、“程序性的”、“不以营利为目的”、所获利润完全用于学校发展的话,那么,随着营利性高等教育机构的出现,高等教育介入资本市场的方式与目的都已发生了质的变化。在方式上,从大学购买股票到学校发行股票,在目的上,则从“非营利”(获利用于学校发展)到“营利”(获利用于股东分红)。换言之,在营利性高等教育机构所主导的高等教育介入资本市场的实践中,学校就象企业一样直接上市,明确以营利为目的,所获利润股东分红,或说必须营利以用于股东分红。

在美国高等教育系统中,营利性大学的历史几乎与美国最古老的哈佛大学一样久远。在过去10余年间,由于经济发展对职业培训的需要,营利性高等

教育机构发展迅速。据马里兰州贝塞斯达市的教育咨询顾问约翰·李介绍,美国现有4500余所营利性高校,大约有近800所院校可以授予学位(它们几乎全都获得了政府授权),而1990年时仅为316所。<sup>[4]</sup>与传统的营利性学校相比,新一代营利性大学是美国高等教育领域中的新生力量,凤凰大学便是这些高校中的佼佼者。美国公开上市的10所最大的营利性大学所吸收的学生人数已超过了50万。波士顿市场调查公司(Eduventures)的统计结果显示,如果把数百家小型营利性大学也计算在内的话,那么营利性大学今年的招生总数将增加6.2%,这个发展速度大约是传统大学的5倍。与此同时,在股票市场普遍处于熊市的时候,这些营利性大学还成为股市上表现最为出色的一个板块。在《商业周刊》评选的2003年度增长最快的公司中,其中就有5所营利性大学进入了排行榜的前20名。营利性大学作为传统大学的一种“变异”也从饱受争议到慢慢地被接受。著名高等教育学者阿特巴赫就曾指出,毫无疑问,营利性高等教育已成为一个重要的全球现象,而且它还会继续扩张。高等教育体系应该加以调整以适应这一发展趋势。在营利性和非营利学校都被允许的地方,它们能够共存。他们提供的服务需求大,而且收益不菲。<sup>[5]</sup>截止到目前,世界上已有一些国家,如美国、印度、马来西亚、澳大利亚、巴西、加拿大、新加坡等,在法律层面允许营利性高等教育机构存在,部分国家已有营利性高等教育机构成功上市。

## 三、我国高等教育介入资本市场的实践原形

就我国而言,高等教育与资本市场的结合只有十几年的时间,但发展很快,实践模式也多种多样。概括来讲,大致包括以下几种方式:其一,大学高科技产业进入资本市场,如北大方正等;其二,以“借壳上市”的方式与其他产业“捆绑上市”,如英豪科教;其三,以教育服务产品为主体介入资本市场,如科利华;其四,已经在资本市场上的上市公司把高等教育当作教育产业,把举办高等学校作为一个新的投资方向。<sup>[6]</sup>就以上四种模式而言,高校借助自身科技产业进入资本市场无疑占最大比例,也最具中国特色。

据统计,1996~2001年,我国高校企业经营收入年增长率超过30%。高校企业与资本市场的关系也越来越密切。1993年初,第一家高校控股的上市公

司——复旦复华在上海证券交易所正式挂牌。截止到2002年11月,全国20所高校或高校全资、控股企业作为第一大股东的上市公司已达40家。其中:沪市20家,深市12家,香港主板2家,香港创业板6家。与此同时,高校参股的上市公司还有几十家。<sup>[7]</sup>不过,值得注意的是,尽管从数字来看,高校上市公司发展迅猛,但对其“合法性”仍有很大的争议。

当大学神秘的光环消失后,众多的高校“概念股”已开始下滑。作为一种应对,国务院体改办、教育部会同国家经贸委、财政部等8个部委共同制定了《关于北京大学、清华大学规范校办企业管理体制试点指导意见》,“除学校资产经营公司外,今后其他校办企业原则上不得冠用校名”;“对现有冠用校名的企业,学校应抓紧组织清理”,“学校清理社会企业擅用校名有困难的,可报请教育部会同国务院有关部门和地方人民政府进行处理”。教育部也明确表态,大学校名是宝贵的无形资产,为了保护高校声誉,保护高校利益,原则上不应将高校校名用在企业冠名上。可以说,高校概念股正面临新的挑战,或者说公立高校通过校办企业(上市公司)介入资本市场这条路将面临新的挑战。

#### 四、我国高等教育介入资本市场的新探索

与公立高校概念股的衰落相反,在与资本市场的结合上,我国民办高等教育开始了新的探索。<sup>[8]</sup>目前,资本市场(上市公司)正在以一种“反哺”的方式与民办高等教育相结合。所谓“反哺”,即一批上市公司进军民办高等教育领域,或说是“投资办学”。根据中国证券报的相关报道,目前国内上市公司进军教育产业,兴办民办高校的近40家。

与大量的“反哺”模式不同,国内民办高校通过“海外上市”,从而实现曲线融资,同时,营利的“高等教育介入资本市场”的模式也开始进入人们的视野。2002年8月28日,重庆海联学院与澳大利亚阿姆奈特(Amnet)上市公司正式在澳大利亚成功上市,海联学院以校舍和土地等资产作价3.4亿,占新上市公司51%的股份。可以说,海联是以被阿姆奈特收购的方式变相上市的。由此,海联打通了一条海外融资新渠道,而阿姆奈特则成为既有信息技术、网络服务又具教育背景的上市公司。<sup>[9]</sup>

纵观我国民办高等教育与资本市场的种种实践

探索,可以说,无论是“反哺”模式还是海外上市,到目前为止,还都是通过“借壳”的方式,实践民办高等教育与资本市场的结合。与“反哺”模式不同,海外上市显得更为彻底一些,但就其效果而言,到底何者更优还很难料。另外,海外上市是否与我国法律对民办高等教育“不以营利为目的”的规定相冲突,以及如何处理股东分红等问题都值得进一步深入思考。

#### 五、对我国高等教育介入资本市场的展望

以上分别以中国与美国的高等教育实践为例,对高等教育与资本市场的结合做了一个相对全面的描述。那么,这些高等教育的新践行对于高等教育投融资体制改革的意义何在呢?对于未来高等教育发展的影响如何呢?回答这些问题,直接源于对“高等教育介入资本市场”新践行的解读。

目前国内普遍有一种观点,认为我国高等教育介入资本市场根本不可能,现有的做法只是在钻政策与法律的空子。笔者却以为,这些看似“钻空子”、“擦边球”的做法,可能正是将来引发制度创新的重要推动力。如果将眼光放得更长远一些,我国高等教育介入资本市场“可能性”远比“不可能性”的概率要大。对此,可以从两个方面进行分析。

其一,我国民办高等教育领域营利与非营利两种制度框架正在形成中。以现有法律条文为准,在《民办教育促进法》里面,虽没有对“营利与非营利”进行区分的字眼,但存在类似的逻辑。具体而言,举办者可以通过工商注册,成立营利性高等教育机构,举办非学历教育。在此逻辑下,投资者不享受公益用地及各方面的税收优惠,并依法纳税。在此基础上,按企业的形式运作,产权明晰,上市与否完全合乎法律规范,由投资者自己选择。与之相反,如果“投资者”要举办非营利性的学校,或要进行学历教育,必须通过民政部注册为“非企业法人”,这就意味着这种办学不以营利为目的,享受和公立高校同等的政策优惠。2004年4月1日正式实施的《民办教育促进法实施细则》第38条明确规定:“捐资举办的民办学校出资人不要求取得合理回报的民办学校,依法享受与公办学校同等的税收及其他优惠政策。出资人要求取得合理回报的民办学校享受的税收优惠政策,由国务院财政部门、税务主管部门会同国务院有关行政部门制定。民办学校应当依法办理税务登记,

并在终止时依法办理注销税务登记手续。”由此观之,这实际上是把是否要求取得合理回报当成了区分营利与非营利性民办学校的标准,并依此给予不同政策(税收政策)待遇。

总之,《民办教育促进法》虽然还没有明确地将我国民办高等教育区分为营利与非营利两种,但我们不能坐等法律环境的改善,而应该和法律制度的改进保持一种良性互动。只有私立大学进行了成功的试验,才可能争取到进一步修改法律的机会。退一步而言,即便就我国目前情况而言,在法规、政策层面,虽然尚没有真正的营利性大学,但无论是在实践中还是在学术界,我国私立大学已开始区分为营利与非营利两种制度类型。

其二,由于法规、政策不够明朗,操作不够规范,我国“不以营利为目的”的民办大学普遍存在“营利性”行为。具体而言,由于《教育法》以及《民办教育促进法》的规定中存在着诸多不完善的地方,比如,允许自然人办学、允许营利性法人办学。其结果,这些机构在“民办非企业单位”的旗下,享受大量国家税收优惠政策。又如,上市公司或未上市的企业投资举办民办高等教育,明显就是遵循“资本寻利”的逻辑。其结果,那些“不以营利为目的”民办大学利用税收方面的优惠政策往往比“以营利为目的”民办教育机构能赚取更多的利润。针对这种现实,根本的解决办法就是通过修改法律或法律解释,对民办大学做出营利与非营利的有效区分。在此区分的基础上,非营利的享有税收优惠政策,营利性的可以按照企业规制介入资本市场。在此制度框架下,不但可以确保国家税收不会流失,而且可以达到多元化提供高等教育产品的目的。

与我国民办高等教育领域的混乱相比,我国公立大学投资管理中的问题更为突出。一方面我国绝

大多数公立大学并不拥有可以用于“投资”的巨额发展基金。另一个方面,我国很多公立大学经常会动用国家经常性拨款用作营利性投资,而对于这种投资的监管却严重滞后。例如,在公立大学举办校办企业或高科技企业的过程中,很多资金来源于财政拨款的办学资金,而这些企业多半又无利可图。在很多大学,企业上交学校的钱远远少于学校投入企业的钱。更有甚者,有时为了向学校上交一定“利润”,这些企业还以学校的名义向银行贷款。有鉴于此,通过法律和制度建设进行规范是必要的。

当然,目前在世界范围内,高等教育作为一种“准公共产品”,不但政府、非营利组织可以提供,市场机制同样可以提供。这方面,营利性大学在越来越多的国家取得合法性地位就是一个最好的例证。立足于这种大的背景,对于高等教育介入资本市场不应有恐惧心理,而应通过法律进行规范。目前民办高校之所以想介入资本市场,无不源于“资金的饥渴”,而“资金的饥渴”又源于规模的不断膨胀。资金对于学校的发展固然重要,但制度的建设同样重要,或说更为重要。客观而言,依我国民办高等教育现有的制度安排,还很难适应股市的震荡。基于这种情况,相关制度建设应是高等教育选择介入资本市场之前必须完成的工作。

最后,必须要强调指出的是,即便在法律层面做出了营利与非营利的区分,即便我国法律允许高等教育介入资本市场,也不是所有营利性高等教育机构都要上市,上市只是一种融资渠道,而且风险与机遇并存。现在问题的关键在于政府放松管制,给予它们选择的机会,营利性民办高校可根据自身的定位与市场的情况作出自己的选择。

(责任编辑 孙昌立)

#### 参考文献

- [1] <http://www.usacn.com/usa/economy/education/education04.htm>
- [2] <http://campus.etang.com/html/academic/usa/news/news088.htm>
- [3] 王名. 非营利组织管理概论[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002. 109.
- [4] [http://chinadaily.com.cn/gb/doc/2003-12/29/content\\_294204.htm](http://chinadaily.com.cn/gb/doc/2003-12/29/content_294204.htm)
- [5] 阿特巴赫. 私立高等教育: 比较视角下的主题与变化[J]. 比较教育研究, 2000, (5).
- [6] [8] 鄢大光. 民办高等教育与资本市场的联姻——国际经验与中国道路选择[J]. 教育研究, 2003, (12).
- [7] <http://www.cutid.com/2j/lstd/1-2.asp>
- [9] 阳光下的无奈——民办教育投资解困[EB/OL]. [http://www.ep-china.net/content/news/a/20030726140221\\_5.htm](http://www.ep-china.net/content/news/a/20030726140221_5.htm)