

ZhongGuo DianXin YunYingShang
RongZi WenTi De Liun Yu ShiJian

“垄断”的中国电信运营企业也需要融资吗

一本关于中国电信运营企业融资的理论和实践系统思考

一本关于中国联通、中国移动、中国电信和中国网通融资的真实纪录

一本关于中国联通6次大规模融资的经验总结

一本作者或主持, 或参与的融资实践报告……

◎ 韦秀长 / 著

中国电信运营商 融资问题的理论与实践



经济科学出版社
Economic Science Press

“垄断”的中国电信运营企业也需要融资吗

一本关于中国电信运营企业融资的理论和实践系统思考

一本关于中国联通、中国移动、中国电信和中国网通融资的真实记录

一本关于中国联通6次大规模融资的经验总结

一本作者或主持，或参与的融资实践报告……

中国电信运营商融资 问题的理论与实践

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国电信运营商融资问题的理论与实践/韦秀长著.
北京: 经济科学出版社, 2009. 6
ISBN 978 - 7 - 5058 - 8095 - 5

I. 中… II. 韦… III. 电信 - 邮电企业 - 融资 - 研究 - 中国 IV. F632

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 048708 号

责任编辑: 刘怡斐
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 代小卫
技术编辑: 王世伟

中国电信运营商融资问题的理论与实践

韦秀长 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京三木印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 18.25 印张 290000 字

2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8095 - 5 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

本书是韦秀长博士在其博士论文的基础上经过修改补充而成。作者通过实证考察和吸收消化大量的中外理论文献，并结合自己多年的工作经验，针对中国电信运营商长期存在的融资成本过高、融资结构不合理和融资渠道单一等问题，从理论和实证层面开展研究，并给出中肯的改进建议。立意颇佳，视野开阔，内容充实，呈现时代要求，对于期望深层次了解电信运营商融资问题的读者来说，是一部值得重点关注的著作。

2008年5月24日，我国工业和信息化部、国家发展和改革委员会和财政部联合发布了《关于深化电信体制改革的通告》（以下简称《通告》），《通告》称：鼓励中国电信收购中国联通CDMA网（包括资产和用户），中国联通与中国网通合并中国卫通的基础电信业务并入中国电信，中国铁通并入中国移动。这标志着中国电信业的第三次重组正式拉开序幕，这次重组一个重要的特征便是资本运作，无论是中国联通CDMA网的出售，还是中国联通和中国网通的合并，资本已经深入到电信行业的运作，电信行业需要大范围的资本运作来解决创新、和谐和竞争的均衡性问题，



才能实现信息化同工业化结合推进社会的进步，这是政府主导的大方向和环境问题。另外，这也表明随着中国电信行业的持续快速发展，技术竞争和市场竞争已经不再是电信运营商获取竞争优势的决定性因素，取而代之的是企业主导的资本层面的竞争，如不能及时筹集到经营、投资所需的资金，电信运营商在电信市场上的竞争地位将可能被严重削弱。长期以来，中国电信运营商在融资实践方面的发展虽然十分迅速，但仍然存在着融资成本过高、融资结构不合理、融资渠道单一等诸多缺陷，尤其是如何提高融资效率和融资能力、优化融资结构和融资策略等，已成为其获取竞争优势急需解决的问题。

有鉴于此，作者以中国电信运营商融资结构、效率与策略为研究对象，通过对中国电信运营商融资行为的演变及特征的实际考察，借鉴电信运营商融资国际经验和模式，对中国电信运营商的融资效率、融资与产品竞争的互动关系以及融资策略优化等问题进行系统分析。同时，作者还就中国主导的四大运营商的一些融资实践，以及从股权融资、融资租赁、资产证券化、内源融资和多元化融资策略等五个方面，对中国联通的融资决策、策略选择与操作等实际运用问题进行了深度案例分析。具体是：

第一，着重对中国电信运营商的资本结构与融资效率问题进行了实证分析，结果表明：（1）中国四大电信运营商^①的资本结构对其融资效率产生了弱的负作用。这说明四大电信运营商的资本结构对其融资效率没有起到积极的促进作用。（2）中国四大电信运营商的资本结构不大合理。（3）四大电信运营商债权融资、股权融资的效率较低。上述结论的现实意义在于：在目前其负债水平已经造成对其融资效率、企业价值产生负作用的情况下，四大电信运营商应注意根据外部融资环境的变化选

① 笔者按：中国四大电信运营商是指中国电信、中国网通、中国移动、中国联通。

择融资渠道，并注意保持债权融资和权益融资的合理比例，以提高其融资效率和企业总体价值。

另外，为考察中国电信运营商的融资决策或融资行为是否具有效率，作者还对其融资效率状况进行了模糊综合评价，评价结果表明：（1）与其他行业相比，中国电信运营商内源融资的效率较高。（2）与其他融资方式相比，中国电信运营商债权融资的效率不高，有待进一步挖掘。（3）尽管中国电信运营商近年来比较偏好股权融资，但其融资效率相对其他融资方式最低。因此，从提高融资效率的角度出发，优化我国电信运营商资本结构的融资顺序应该是：拓宽直接融资渠道，提高股权融资效率；健全间接融资体系，提高债权融资效率；保持内源融资效率优势。

第二，通过数理模型分析了产品市场竞争对中国电信运营商资本结构的影响效应以及中国电信运营商资本结构对产品市场竞争的影响效应。结果表明：（1）产品市场竞争对电信运营商的融资能力主要有两种不同的效应——利润下降效应和参照效应，并且产品市场竞争对电信运营商融资能力的最终影响取决于这两种效应之间的比较。（2）电信运营商债务往往决定其在产品市场竞争中的策略优势或劣势。原因在于：给定竞争企业的债务水平，企业债务水平的提高对其产品市场价格的影响取决于不确定性的不同来源。

第三，通过对电信运营商资本结构的影响因素分析，提出了中国电信运营商资本结构优化或合理的标志、目标、优化路径以及中国电信运营商进行资本结构优化的思路、方法和综合模型。电信运营商资本结构优化或合理的标志是：企业价值最大化，负债的风险性和收益性相协调，财务风险与经营风险相匹配，有利于公司治理结构的优化，负债和企业的盈利能力相匹配。优化目标是：以公司发展战略为导向，促进企业转换经营机制，实现自身良性循环；建立多元化的融资渠道，保持资

本结构弹性化；以债权性融资和股权性融资互补优化资本结构。优化路径是融资方式种类结构优化，融资成本优化，融资期限结构优化，融资利率结构优化，融资货币币种结构优化，融资方式可转换。同时，根据本研究提供的综合优化模型，通过一个案例对中国电信运营商优化资本结构的思路和分析方法进行了实际例证。这为中国电信运营商优化自身资本结构提供了一个可操作的分析模型和方法。

第四，作者还从股权融资、融资租赁、资产证券化、内源融资和多元化融资策略等五个方面，通过中国联通案例分析了电信运营商的融资决策、策略选择、操作方法与效果等问题。案例分析对于中国电信运营商融资的启示是：（1）在境外股票融资方面。准确把握上市时机对融资是否成功非常重要；公司治理机制的改造是企业上市的根本保证。（2）在境内股票融资方面。中国电信运营商境内股票融资要重视融资方案的论证与选择；股票发行结束后，要加强信息披露和公司运作。（3）在融资租赁方面。多渠道融合、价值链整合运作将是未来企业发展的一个方向；资本运作的能力、金融产品的创新使用将是提高电信运营企业竞争能力的一个有力武器；创新是现代电信运营企业融资租赁的关键。（4）在资产证券化融资方面。资产证券化融资的前提是选择合适的基础资产；提供组织保障和业务保障是资产证券化融资的保证。（5）在内源融资方面。从深化内源融资制度的角度看，建立以资金结算中心为核心的资金运用平台是电信运营商提高内源融资效率的基础；实行全面预算管理和收支两条线运作模式，加强经营过程监控，是电信运营商提高内源融资效率的重要保证。（6）在多元化融资方面。电信运营商应该根据不同的发展时期、不同的市场环境和不同的业务特点采取不同的融资方式，不断寻求资本结构、融资方式选择的优化；积极加强渠道创新，不断拓展新的融资渠道，构筑并完善其多元化融资模式。

对于韦秀长同志在这本新著中所提出的理论和观点，读者也许认同，也许反对，但不可否认的是，本书至少可以成为我们认识和进一步研究中国电信运营商融资问题的素材，并且也许将成为业界和学术界重点关注的素材。

作为导师，我希望作者对中国电信运营商的融资问题投入更多的研究，在优化我国电信运营商的融资实践方面做出自己的贡献，故为序。

李非 教授

中山大学博士生导师

2009年1月21日

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 研究背景及意义	(1)
1.2 研究思路、研究方法和技术路线	(4)
1.3 研究结构和基本内容	(6)
1.4 本研究的可能创新之处	(8)
1.5 电信运营商融资研究的概念基础	(9)
第 2 章 文献综述	(12)
2.1 MM 定理及其修正和缺陷	(13)
2.2 信息传递理论与企业融资结构	(14)
2.3 代理成本理论与融资结构优化	(18)
2.4 激励理论与企业融资结构	(21)
2.5 控制权转移与融资结构	(24)
2.6 简评	(26)
第 3 章 电信运营商融资的理论分析框架	(29)
3.1 企业融资与融资结构、资本结构的概念框架及相互关系	(29)
3.2 企业融资方式与融资成本、融资风险的理论关系	(32)

3.3	企业价值与资本结构理论	(36)
3.4	公司治理与资本结构理论	(43)
3.5	最优资本结构决策理论与决策方法	(45)
 第4章 中国电信运营商融资的演变和实际考察 (51)		
4.1	电信行业的经济特性与电信运营商融资的内在动因	(51)
4.2	中国电信运营商融资的发展阶段及特征	(57)
4.3	目前中国电信运营商融资的方式、渠道、 规模及效率	(59)
4.4	中国电信运营商目前融资存在的主要问题及困难	(63)
 第5章 电信运营商融资的国际比较：模式与经验 (67)		
5.1	主要发达国家电信业发展的三阶段	(67)
5.2	英国、美国电信运营商的融资模式及特点	(72)
5.3	德国、日本电信运营商的融资模式及特点	(79)
5.4	国外运营商融资模式的比较分析和借鉴	(81)
 第6章 中国电信运营商资本结构与融资效率：理论与 实证研究 (87)		
6.1	企业资本结构与融资效率	(87)
6.2	中国电信运营商资本结构与融资效率的实证分析	(89)
6.3	中国电信运营商融资效率的模糊综合评价	(93)
 第7章 中国电信运营商融资与产品市场竞争： 一个分析框架 (106)		
7.1	资本结构与产品市场竞争的相关研究	(106)
7.2	中国电信运营商产品市场竞争现状	(109)

7.3	中国电信运营商资本结构与产品市场竞争的关系分析	(113)
7.4	产品市场竞争对中国电信运营商资本结构的影响效应	(115)
7.5	中国电信运营商资本结构对产品市场竞争的影响效应	(118)

第8章 中国电信运营商融资的影响因素与策略

优化研究	(124)
------------	-------

8.1	电信运营商资本结构影响因素的理论分析	(124)
8.2	电信运营商资本结构优化或合理的标志	(127)
8.3	电信运营商资本结构优化的目标及优化路径	(128)
8.4	中国电信运营商资本结构的优化模型及分析	(131)
8.5	电信运营商资本结构优化的求解与分析： 一个例子	(137)

第9章 中国电信运营商融资现状：四大运营商

比较	(139)
----------	-------

9.1	电信行业资本开支特性及融资效率的初步假定	(139)
9.2	当前中国电信运营商融资环境分析	(141)
9.3	中国电信运营商的融资与发展	(149)

第10章 中国电信运营商融资策略选择：中国联通

融资案例分析	(169)
--------------	-------

10.1	中国联通简介	(169)
10.2	中国联通融资策略	(170)
10.3	中国联通境外股票融资策略	(179)
10.4	中国联通境内股票融资策略	(188)
10.5	中国联通融资租赁策略	(196)

中国电信运营商融资问题的理论与实践	
-------------------------	--

10.6 中国联通资产证券化策略	(205)
10.7 中国联通内源融资策略	(216)
10.8 中国联通多元化融资策略	(224)
10.9 解析中国联通 CDMA 出售事项	(235)

第 11 章 主要结论、研究的局限和研究展望

(248)

11.1 本研究主要结论	(248)
11.2 本研究的局限和进一步研究展望	(251)

附录 1：中国电信业重组大事记	(254)
-----------------------	-------

附录 2：中国电信市场开放安排	(256)
-----------------------	-------

附录 3：中国联通发展大事记	(258)
----------------------	-------

主要参考文献	(261)
--------------	-------

后记	(276)
----------	-------

与热点问题曾给予了广泛的关切，但由于以往的研究大都采用个案分析的方法，从现象上对中国电信运营商融资的渠道、方式、风险等问题进行描述性分析，缺乏深入、全面的理论和实证研究，因而得出的结论缺乏说服力。因此，目前迫切需要对中国电信运营商融资问题进行系统、深入的分析 and 研究。

有鉴于此，本研究以中国电信运营商融资结构、效率与策略为研究对象，通过对中国电信运营商融资行为的演变及特征的实际考察，在借鉴电信运营商融资国际经验和模式的基础上，从理论和实证层面对中国电信运营商的融资效率、融资与产品竞争的互动关系以及融资策略优化等问题进行了较为系统、深入的分析。最后，本研究以前文分析为基础，从股权融资、融资租赁、资产证券化、内源融资和多元化融资策略等五个方面，以中国联通为例对电信运营商的融资决策、策略选择与操作等实际运用问题进行了案例分析。

上述问题的研究，不仅将丰富和拓展电信运营商融资的理论和研究思路，还将为中国电信运营商融资能力和融资效率的提高、资本结构和融资策略的优化提供重要的参考和应用价值。

1.2

研究思路、研究方法和技术路线

1.2.1 研究思路

在研究思路方面，本书首先对企业融资的现有文献进行梳理和评述，确立分析中国电信运营商融资问题的理论框架。然后，通过对中国电信运营商融资行为的实际考察，从理论和实证层面系统研究中国电信运营商的融资效率、资本结构与产品竞争的互动关系以及融资策略优化等问题。最后，以本研究分析为基础，就中国主导的四大运营商的一些融资实践，以及从股权融资、融资租赁、资产证券化、内源融资和多元化融资策略等五个方面，以中国联通为例对电信运营商的融资决策、策略选择与操作等实

际运用问题进行案例分析。

1.2.2 研究方法

本研究的基本方法是理论分析与实证分析相结合,还结合比较分析方法与系统分析方法对中国电信运营商融资相关问题进行了深入研究。在研究中,笔者强调运用实证和数理模型以及计量分析、案例分析等方法对提出的基本假设进行研究分析。

1. 理论分析

本书在大量掌握融资理论相关文献资料基础之上,着重对MM定理、信息传递理论、代理成本理论、激励理论、控制权转移理论等跟融资相关的理论和文献进行评述,并针对电信运营商融资的特点深入探讨电信运营商融资的理论分析框架,从中梳理出这些理论与企业融资结构、融资结构优化、融资成本、融资风险和融资决策等概念的相关关系,为本书的理论分析搭建坚实的理论分析框架。还结合中国电信运营商的特点和现状,通过国际电信运营商融资模式的比较等,着重从理论上分析我国电信运营商资本结构与融资效率的关系,为进一步实证分析构建理论模型。

2. 实证分析

在理论分析的基础上,利用数理模型分析方法为在理论分析阶段构建的理论模型提供实证论据支持,为中国电信运营商资本结构与融资效率之间的关系提供了实证论据,并以此利用模糊综合评价的数理分析方法对中国电信运营商融资效率进行了总体评价;同时还建立数理模型对中国电信业产品市场与中国电信运营商资本结构的相互影响效应进行了实证分析。

还以中国联通为例,采用深度案例分析的研究方法,对中国联通融资策略选择进行深入分析,以此为中国电信运营商的融资策略提供启示与引导,同时也为理论分析阶段提出的理论框架提供了强有力的个案论据支持。

在全书的研究中,笔者还采用大量的数据、事件和事实情况进行了充分的描述性统计分析,为本书的理论分析和理论观点提供实证证据。