

## 城市水业资本战略初探

傅涛 陈吉宁 常杪

城市水业进入资本拉动时代

城市水业是城市基础设施的重点投资领域,以其投资量大、沉淀性强的投资特征在城市投资结构中占有相当的比重。城市水业的投融资机制的设计是政府部门的世界性难题;城市水业的企业资本战略的优劣则是从业企业的核心竞争力所在。

目前,中国城市水业表现出旺盛的投资需求。一方面,随着中国经济的快速发展,城市化水平迅速提高,同时用水水质标准以及水环境要求也逐步攀升,水业设施尤其是污水设施出现能力不足的巨大供需矛盾,建设和维护资金缺口巨大,投资不足已经成为目前城市水业发展的主要障碍;另一方面,伴随着传统水业企业的改制和产权改革的全面展开,针对水业企业,尤其是供水企业的产权投资逐渐成为资本市场的新宠。

总体上讲,城市水业的投资来源分两大类:一是不需要考虑资本收益的政府公益性投资,主要指来自税收和行政性收费的投入,二是社会资本通过资本市场对水业的投入。而社会资本的商业性融集与使用又有两类实施主体,一是政府,二是企业。

随着城市水业市场化工作的推进,城市水业的投融资正发生结构性变化。以各级政府财政为主导的公益性投资模式逐渐被以社会资本为主导的市场收益性投资模式所代替。城市水业发展也由原先计划体制下的技术引导转型为投资拉动。

投资不足成为城市水业发展的主要制约

城市水业的投融资结构主要由四方面的因素所决定:一是国家的经济发展阶段和行政管理水平,二是国家的政治经济体制和财政税收

体系,三是资本市场以及金融服务机构的发育程度,四是水业投资供需矛盾的激烈程度。

伴随中国城市水业市场化的逐步推进,中国水业投融资结构的沿革可分为三个阶段:

第一阶段,20世纪90年代中后期以前,城市水业投资以政府,尤其是城市政府的财政收入、借贷以及由政府主导的行政事业性收费为根本支撑。这一时期市场化改革的政策尚未形成共识,投资需求比较旺盛,政府因过去的投资惯性和水业公益性属性,主要靠地方政府的财政收入勉力支撑水业的投资需求。

第二阶段,90年代后期以来,随着城市化进程的加快,城市水业出现巨大的投资缺口,城市政府财力已无以为继。根据规划,城市水业2010年前的建设需求超过5000亿元,如果加上已有资产产权改革对资本的需求,总需求超过10000亿元。水业巨大的供需矛盾实质性地决定了城市水业的市场化方向,某种程度上,引入资本是地方政府推进水业市场化的根本动力。同时,伴随着中国政治经济体制逐步向市场经济转型,城市水业逐步走出纯公益性范畴。随着水价政策的逐步出台,资本市场和金融服务机构亦有所发展,以企业为主体的项目融资(如BOT、TOT等)和政策性融资(如政府开发专项基金、政策性银行信贷等)成为这一阶段水业融资的主要形式。

第三阶段,随着市场机制趋于完善,政府角色转变的逐步到位,中国城市水业必然逐步进入投融资结构的成熟阶段。规范的、市场化的资本市场将会优化城市水业的投融资结构,企业和政府将由此融得大量低成本的资金,尤其是通过债券和基金市场。近年来,以首创为代表水业集团,采取产权收购的形式实现投资扩

张,已在某种程度上说明,至少从资本战略上,中国水业个别主流企业已经开始局部利用第三阶段的资本市场资源。另外一点,随着市政债券等以政府为主体的低成本商业融资工具的逐步推开,城市政府可能会一定程度地重返水业投资主角。

目前,中国正处于经济体制和管理体制的转型期,水业投融资结构总体上处于第二阶段。在体制上中国明确了城市水业的市场化、产业化的改革发展方向;在财政税收体系上,保持了中央政府的强大调控权力,而城市政府几乎不具备任何有效的商业融资能力;在资本市场方面,则总体呈现为:金融工具单一、融资手段缺乏、投资保障薄弱。

基于中国投融资机制的现状,我们不难理解,目前发展迅速、资金需求巨大的城市水业,为什么会在各个层次上长期受到投资不足的困扰。事实上,水业投融资机制与水业市场化的进程密切相关。融资能力不足,是目前城市政府在水业市场化改革中出现许多普遍性问题的主要根源,表现为:低价变现水业存量资产;推卸和转嫁政府投资责任于公众,致使水价不合理攀升;通过企业债券等形式违规变相发行市政债券;通过行政干预,不合理侵犯商业投资人利益;侵占国有资产的管理者收购等等。投融资问题已经成为水业市场化推进中的主要矛盾。

#### 政府在水业投融资中的困境

由于城市水业资金量大、沉淀性强的投资特征以及水资源的战略地位,加之水业与公共利益、环境保护的紧密关联,政府投资(包括以政府为主体的商业投资)在投融资结构中举足轻重。市场化并不排斥政府投资,相反,健全的市场体制将使政府更有效地利用资本市场获得大量的低成本社会资金,并以合理的投资结构与企业主体共同投资水业。

在几乎所有国家中,政府投资在城市水业建设中都起着主导作用。政府不仅可以通过财政直接投资水业,更重要的是通过各种政策性投资手段,对企业主体的水业投资进行政策引

导、补贴和担保;同时,政府作为商业融资的主体,由于信誉度相对较高,可以有效降低融资成本;另一方面,中央政府投资还可以发挥平衡地区差异的作用。

随着中国水业市场化的推进,社会资本以各种形式大量进入,政府投资因此释放了部分财政直接投资的供需压力。但是,决不意味政府从投资主体中退出,相反政府投资的引导、担保、补贴作用将更加需要强化。

政府资金具有两大来源,即财政收入(包括行政事业性收费)和政府为融资主体的针对社会资本的商业融资。目前,在中国城市水业投融资结构中,政府投资所面临的困境可概括为:财政能力不足、中央政府商业融资低效(如国债)、地方商业融资手段缺乏。

政府在城市水业的直接财政投入的不足,是伴随着水业迅速发展、要求日益提高的必然。财政能力有限的政府在城市水业的公益性和收益性之间做出了收益性的选择。以收益性特征为基础,政府投资部分更多地求助于社会资本的商业性融集也就成为必然。

就商业资本而言,城市水业投资具有基础设施投资的基本特征,利好的一面有:对资本有一定的垄断保护、市场风险小、现金流稳定;不利的一面有:投资巨大、资本沉淀性强、回收期长、回报率较低、政策风险大。同时,水资源战略地位在中国的逐渐提高,以及人类经济生活对水的日益紧密的依赖关系,使城市水业更加表现出优于一般性基础设施的,更加长效的投资吸引力。

从投资特征我们看到,长期、稳定、融资成本低的资金如长期闲置的社会资本-养老金、保险金等是城市水业寻求的资本对象。理论上讲,抛开不计投资收益的政府财政投入外,适于水业的资金来源最好运用以政府信誉为基础的成本低、周期长的国债、市政债券和政府专项基金,以及政策性项目融资、国际金融组织和政府援助项目的低息贷款。因此,政府实际上是水业融资最有效的主体。

但是,政府作为投融资主体面临效率和体

制上的两大制约。首先,中央政府广阔的融资渠道与水业项目的地方性特征严重脱节,致使资金使用效率低下。以国债为例,地方项目从立项到得到资金,需要上下多次多级的反复,层层审批,周期过长、规模失控、责任主体缺位、地方针对国债的专项配套资金到位率较低、项目前期准备工作不足、管理不规范,根本上是由于中国缺乏有效的中央与地方协调发展、分工负责的投融资机制。其次是财税体制限制,《预算法》严格限定了地方政府的预算权限,使本来国际上作为通行的地方政府水业融资手段——市政债券、地方专项基金不能发行,从而大大消减了地方政府的商业融资能力。

财税体制与国家宏观经济形势密切相关,受中国市场经济体制发育不健全的限制,中国市政债券推进缓慢。2003年以来,中国经济趋于通胀的形势,使本来有望在试点城市突破的市政债券在短期内更加趋于停滞。

#### 商业融资出路何在

市场化转型期的中国,地方政府,尤其是城市政府在投融资体制中的能力缺位,严重制约了城市水业的健康发展,影响了市场化的合理推进。

如何为城市政府开辟科学合理的融资渠道呢?根本上讲,需要建立一个有竞争力、高信用、健全的水业投融资市场。从长期来看,城市政府的资金来源根本上将求助于市政债券的放开。

但是,从现阶段而言,必须根据不同区域的特点,设计各自的投融资结构。这个结构框架包括两部分:一是政府作为投资主体的资金渠道的优化和拓宽,包括申请中央政府的国债、专项基金、增加财政投入、通过产权改革盘活现有存量资产,同时积极争取市政债券的发行。其二是引导企业投资与政府投资的共同参与,针对企业投资的引入,政府必须加强三个方面的工作,一方面,改善水业融资环境,使企业融资主体可充分利用多渠道商业融资手段;另一方面,政府需要理清现有的水业资产的产权关系和水业投资结构,清晰界定政府投资与企业投

资的组成和收益关系;更为重要的方面,是需要及时建立行业特许经营制度以规范政府与投资人的责、权、利关系,以及建立科学规范的政府监管体系,尤其是服务和成本的监管,以保证公众利益。

另外,中国正启动酝酿已久的南水北调专项基金,这种利用目前水费的涨价空间,依托国家的重点项目,在水费中直接加收水资源费的方法,是一种以省和城市政府为主要使用主体的政府专项基金,会在政府融资体制上有所创新。推而广之,将会改变目前的水费结构,解决城市水业政府性投资奇缺的燃眉之急。

地方财税自治能力的逐步加强,最终实现市政债券的发行,将是地方政府水业投融资的根本出路。可以选择部分经济发达城市进行市政债券的发行试点,积累经验,为市政债券今后在全国的全面开放积累经验。

#### 企业投资主体的市场机遇

政府投资主体的困境虽不意味政府将退出投资主体,但是却为企业主体的商业资本投融资带来巨大的发展机会。

党的十六届三中全会,明确了包括城市水业在内的垄断行业的市场准入,鼓励社会资本的进入;同时国家大力推行金融体制改革,鼓励商业金融的创新,客观上将为企业主体开辟了广阔的融资天地。

同时,以建设部为主导的国家有关部门对水业市场化的大力推进,使商业投资在城市水业有了更加完善的赢利机制。改革弱化了水业的公益性特征,强化了城市水业,尤其是供水项目的收益性特征。同时市场化有序地推进,通过一些规范性政策,如建设部即将出台的特许经营办法,较大程度地削减了水业投资的政策风险。事实上,面对巨大的政策风险,水业投资的利好特征得以发挥的根本前提,是政策环境和行业竞争环境的规范性。

2003年展开的针对传统城市水业企业的产权改革,产生了两方面的重大意义:一方面,“政资分离”将理清政府与企业在城市水业的资产关系,为政府资本和市场资本的补贴关系的

建立打下基础,可以使资本市场的投资者避免与政府主体的低成本或无成本资金形成直接竞争;另一方面,也为社会资本对传统企业的产权收购扫清了障碍。

城市水业板块因此成为 2004 年证券市场上最具吸引力的成长性板块。

投融资能力是城市水业竞争的核心能力

从企业市场竞争角度而言,投融资能力已经成为城市水业竞争的核心能力。资金成为拉动水业发展的核心动力和产业纽带。投资不仅是开拓水业市场的决定性砝码,也是串起技术、工程、产品、运营产业链的有效手段。

城市水业在巨大需求背景下的投资拉动特征,使来自国际、民营、其他社会资本得以迅速进入城市水业并成为主角。国家对城市基础设施领域资本进入的放开,市场金融工具的丰富,以及传统企业的产权多元化的全面实施,将进一步加强资本在水业中的权重。

企业投融资主体比政府投融资主体多了一道致命的政策风险,虽然在市场化的机制和管理的高效上具有优势,但仍不足以化解与政府投资的竞争劣势。因此必须处理好与政府投资的定位与分工。

中国城市水业投资的市场机会恰恰来自于中国经济的迅速发展、经济体制的市场化转型。水业投资向社会资本的全面开放,在以市政债券为代表的政府融资工具合法化全面推开之前,是不可阻挡的潮流。但是当市场条件具备,致使市政债券形成融资主流,以企业主体的商业资本对水业投资的拉动时代的也将迎来阶段性的终结。

历史上的英国、法国、美国等许多国家都曾出现水业私营与公营的多次反复,其原因有政府运营的效率因素,但其根本动机则是城市水业发展的资本需求与政府资本供给能力的失衡。当然,有信用的政府不会因为自己融资渠道的畅通而改变原来基于融资需求的特许经营的承诺,但确实意味着投资竞争的加剧。随着投资供需失衡的逐步减小,主要发达国家的水务集团在本土投资机会在减少。因此,不唯理

解,它们在经济转型国家的大规模投入,尤其是上海、北京、深圳等战略性城市的投入,以及它们对特许经营期限越长越好的战略性企求。

基于中国的水资源现状,缺水问题已经成为制约经济发展的瓶颈。水资源问题的战略地位在中国逐渐提高,政府对水权和经营权的控制将会逐步上升到政治上的考虑,不久的将来政府迫于政治和公众的压力,重新界定政府与企业的关系并不另人惊异。

现代水业企业的资本战略

从业于城市水业的中国企业,源于三种主体,具有不同的投资形态。一是传统国营自来水公司、排水公司,基本属运营型企业,只有资本存量,除极少数外基本无投融资能力;第二类是原来工程、技术性企业,多属民营企业,部分企业涉足水业投资,在水业领域的投融资方式以中小型项目的 BOT 形式为主;第三类是来自资本领域的战略投资性公司,它们以企业整体产权收购和 TOT、BOT 为主要投资形式。

支撑目前中国水业企业主体的投融资体系存在金融工具单一、融资成本过高等问题,难以适应水业投资特征的要求。在融资结构上,水业融资过度依赖以商业银行为主导的间接融资,利率过高,周期过短,难以适应水业设施的收益低,周期长的特点。企业直接融资渠道不畅,不利于降低融资成本。企业主体可利用的政策性融资的量与渠道有限、企业债券和股市融资的门槛过高、股本融资经验不足,融资问题已经成为众多水业企业发展的障碍。

资金因素已经成为战略性项目竞争获胜的关键。对于处在资本拉动时期的中国城市水业来说,从业企业的决定性因素在于其融资成本的高低。因此决定水业投资企业资本战略的核心就是如何有效降低融资成本,并保证供给量。

在市场化的进程中,由于市场参与所带来的城市水业投资主体多元化,已呈趋势,同时,国内资本市场的不断发展、商业融资手段的不断完善,为融资手段的多样化创造了条件。从目前水业产业现状和竞争形式来看,多种投资工具的有效组合将成为实现现代水业企业资本

战略的主要手段。通过长效与短期融资工具的有机结合,用结构化融资来为产业整合与扩张提供稳定的、低成本、大规模的资本,保证产业战略目标的顺利实现。从业企业需要积极利用我国鼓励金融创新的时机,灵活运用商业性融资手段如银行融资、信托融资、资本市场融资、战略联盟融资、资产证券化、产业基金等。

在设计企业资本战略时,需重点考虑资本成本、资本结构、资本流动性三者之间的平衡。用融资渠道及工具多样化来适应投资巨大的要

求;用合理的资本结构(如,采用中长期贷款、股本融资、表外业务等),来适用投资回收期长的要求;用多种金融衍生工具,降低融资成本,来适应回报率偏低的要求;同时,针对水业投资资本沉淀大的特征,必须保证融资工作持续性,需将融资工作上升到公司战略高度。

在城市水业目前投资拉动的背景下,对水业企业而言,建立适应水业资本特征的投融资战略,已经成为在新一轮的竞争中胜出的先决条件。(说明:该文为清华水业蓝皮书之三)

www.cnki.net