

# 推进非金融企业去杠杆的建议

朱尔茜

非金融企业是我国杠杆率高的部门,面临着严峻和迫切的去杠杆任务。2015年以来,我国将去杠杆作为供给侧结构性改革“三去一降一补”的重点任务之一,印发了《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》,同时出台不良资产转让、地方资产管理公司政策调整等去杠杆配套文件。但总体上看,去杠杆才刚刚破题,在理论上还缺乏对改革重点、路径、目标的清晰把握,特别是对非金融企业财务杠杆率的结构分析不多,即从行业、地区、所有制等角度来看,究竟是谁在推高企业财务杠杆率、导致这些企业负债率上升的原因是什么、应该综合采取哪些方法有效降低企业杠杆率等,这些问题都尚待解答。考虑到上市公司的财务数据披露较为规范,因此本文重点选取沪深两地非金融企业上市公司财务杠杆率数据,即总负债与总资产的比率进行分析,时间跨度为2005—2015年。

## 分行业非金融企业上市公司杠杆率

第一,农林牧渔业上市公司约有超过40家,整体杠杆率大致波动在35%—40%的水平。第二,采矿业上市公司约有70余家,整体杠杆率大致波动在35%—50%的水平,从2009年起杠杆率自低位缓慢抬升,最高达到2012年的近45.7%,之后又逐步降至2015年的42.5%。第三,制造业上市公司近1800家,涵盖纺织、医药、冶炼、化工、汽车等超过30个门类,整体杠杆率大致波动在40%—50%的水平,2008年以后总体呈阶梯式下降趋势,从50.5%的最高

点降至2015年的43.6%。如果再作细分研究,黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、造纸和纸制品业杠杆率总体呈上升态势,特别是黑色金属冶炼和压延加工业杠杆率持续上升,从2005年的45.8%升至2015年的64.3%,在全体上市公司中处于较高水平。第四,建筑业上市公司近80家,整体杠杆率大致波动在40%—60%的水平,体现出与房地产市场运行趋势一致的特点。随着我国GDP在2007年之后出现下降,建筑业杠杆率也快速降低,到2009年达到39.7%的最低点,之后随着稳增长一系列政策措施出台,行业杠杆率又在不断上升,2014年达到57.1%。第五,房地产业上市公司近150家,整体杠杆率呈上升态势,从2005年的45.5%升至2013年的64.6%,近两年略有下降。第六,文化体育和娱乐业上市公司近40家,整体杠杆率呈下降态势,从2005年的51.6%降至2010年的23%,随后在25%左右小幅波动。第七,传统服务业上市公司近270家,具体包括交通运输、仓储和邮政业,批发和零售业,住宿和餐饮业等三个门类。前两类行业杠杆率总体稳定,分别保持在52%和48%左右,住宿和餐饮业总体在25%—40%之间波动,特别是2010年后呈明显上升态势,2015年达到约40%的最高点。第八,现代服务业上市公司近190家,具体包括信息传输、软件和信息技术服务业,水利、环境和公共设施管理业,租赁和商务服务业等三个门类。前两类行业杠杆率总体稳定,分别保持在

25%和38%左右,租赁和商务服务业总体在45%—55%之间波动,特别是2012年后呈明显上升态势,2015年达到50%以上的最高点。

## 分地区非金融企业上市公司杠杆率

第一,东部地区整体杠杆率大致波动在40%—50%的水平。整体上看,东部是我国经济最为发达的地区,特别是从上世纪90年代开始,在天然的地理区位优势 and 率先发展的区域政策推动下,东部地区企业在资金、技术等方面明显优于其他地区,使得东部地区上市公司杠杆率总体保持在良性水平。第二,中部地区整体杠杆率大致波动在46%—54%的水平,总体上高于东部地区。其中2005—2007年经历一轮快速上升,从46.2%的较低水平升至53.4%的最高水平,经历了3年左右的高位震荡后,杠杆率逐步下降,2015年已降至47.9%。第三,西部地区整体杠杆率大致波动在47%—52%的水平,最高点是2006年的51.5%,最低点是2011年的48.8%。与东中部相似,西部地区最近两年杠杆率出现下降趋势,2015年已降至47.9%。第四,东北地区整体杠杆率大致波动在43%—54%的水平,杠杆率从2007年的最低点43.6%逐步攀升至2012年的53.6%,其后又降至2015年的48.6%。

## 分所有制非金融企业上市公司杠杆率

第一,国有上市公司整体杠杆率大致波动在45%—50%的水平。总体上看,国有上市公司在资本市场上的融资

能力要远高于民营企业，这既是由于国有企业整体偿债能力较强，事实上普遍具有政府隐性担保条件，也是由于银行基于自身利益最大化考虑，相比于民营企业，更容易优先考虑贷款规模大、安全性高的国有上市公司。第二，民营上市公司整体杠杆率大致波动在40%—50%的水平，与国有企业截然不同的是，民营上市公司杠杆率基本处于持续下降趋势。自2005年的最高点51.1%开始，逐步降至2011年的最低点40.4%，其后经历小幅起伏，2015年杠杆率为41%。融资难始终是制约我国民营企业发展的障碍，这既体现在民营上市公司杠杆率整体低于国有上市公司，也体现在民营企业杠杆率的趋势性下降。第三，中央企业整体杠杆率大致波动在45%—50%的水平，近年来呈现下降趋势，2015年杠杆率为46.7%。之所以波动频率较高，很大程度上由于央企是国民经济的重要支柱，其经营领域主要是关乎国计民生的重要行业，如军工、电信、石油等，较易受政府宏观调控的影响。第四，地方企业整体杠杆率大致在45%—50%之间，与中央企业的波动变化不同，地方国有上市公司杠杆率自2005年44.7%的低点起，持续升至2009年的49.5%，其后大体稳定在50%左右。近两年来，地方国企的杠杆率要高于央企水平，特别是央企的杠杆率已出现下降趋势，而地方国企总体上仍在上升。由于地方国有上市公司的大股东一般是地方政府，出于就业、政绩和社会影响等因素考虑，地方政府往往会给地方国企债务维持刚性兑付。同时，地方国企与当地银行、政府等部门的密切关系又为企业的融资带来较大便利，这些因素都加大了地方国企去杠杆的难度。

### 结论与建议

基于上述分析，提高非金融企业去杠杆的针对性、有效性，在行业上应重

点把握以钢铁、煤炭为主的制造业，以及建筑业和房地产，在地区上应重点把握中西部和东北地区，在所有制上应重点把握地方国有企业。按照中央提出的关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见，建议重点从以下五方面入手：

第一，积极有序实行重组整合。对杠杆率较高的行业重点推进重组整合，结合去产能和去库存，加快钢铁、煤炭、有色金属、水泥、船舶、医药等行业重组整合。在此基础上，按照规范程序推动企业破产。供给侧结构性改革重在推进淘汰落后产能，加快转型升级，对于那些因为体制与历史原因已不能继续正常经营仅依靠债务或者政府资助存活的“僵尸企业”，要坚决“断奶”、断贷，避免长期侵占经济资源，增加系统性金融风险。在重组整合中，最重要的是企业职工安置和债务问题，可考虑将钢铁、煤炭去产能经验推广到其他产能严重过剩行业，防止产生大规模阶段性失业，波及社会稳定。同时，应严格坚持以市场化原则推进重组整合，杜绝指令性指标和“一刀切”。

第二，健全完善现代企业制度。推动深化国企改革可以使我国国有资本横向、纵向布局更加合理，企业内部经营管理趋于完善，从根本上增强国有企业的盈利能力、竞争能力、服务能力，提高国有资本回报率，降低经济杠杆率。特别是地方国有企业，应根据战略定位和发展目标，区分商业类和公益类属性，对于必保的公益类国企，确立社会服务、提供公共产品的目标，引入市场机制，提高公共服务的效率和能力。具体方法是推进股份制改革，健全公司治理结构，建立适合国企的领导人分类分层管理制度，实行合理的薪酬分配制度与用人制度，实行以管资本为主的国有资产监管制度，改进考核体系和办法，提高监管的科学性、有效性。

第三，着力盘活企业存量资产。对土地、厂方、设备等闲置资产以及各类

重资产，采取出售、转让、租赁、回收、招商合作等多种形式盘活，重点推进企业资产证券化。随着我国金融市场的深化发展，各种股权、债权、远期，甚至违约债务等都可以做成资产证券化产品，帮助企业将存量资产以证券化的形式移出表外，改善现金流与资产负债表。资产证券化尤其适合一些负债率偏高，但未来又有稳定收入来源的企业，通过收益权的证券化，可以合理调整企业债务结构，降低资产负债率和财务费用，此外还能帮助企业提前回收部分未来收入，缓解前期投资资金压力，有效降低企业融资成本。

第四，不断优化企业债务结构。通过大力发展债券等直接融资，切实解决企业资金拖欠问题。目前我国资本市场总体不够发达，资本市场在整个金融体系当中、直接融资在全社会融资当中所占比重都偏小。大力发展直接融资渠道和市场，发展多层次的资本市场，关键是全面提升股市融资功能，加快研究推出股票发行注册制改革，形成差异化的上市机制安排，规范发展区域性股权市场，完善相关法律法规，继续加大对违法违规行为的打击力度，从而解决当前股市融资增量较低和市场层次失衡问题。此外，应支持政府性融资担保机构发展，推动设立国家融资担保基金。

第五，组织开展市场化债转股。充分发挥市场机制作用，以市场调节为主推进债转股，不仅要实现债权银行和债务国企之间的债转股，更要推进所有的债权人和债务企业之间债转股，这对于降低企业杠杆率意义重大。政府主要是指导和监督银行、实施机构和企业自主协商有序开展市场化债转股试点，中央财政可通过发行特别国债的方式支持债转股，地方政府也可以探索适当的支持方式，通过机构审批与业务权限、财税政策、职工安置等方式实施激励。□

（作者单位：北京语言大学商学院）

责任编辑 廖朝明