

选题（20%）	说理（60%）	文笔（20%）	总分

作者：曹诗韵

学号：W18194070

学校院系：北京大学国家发展研究院校外经济学双学位

提交日期：2020 年 12 月 19 日

从永煤违约看中国国企

11 月 10 日，永城煤电控股集团有限公司，因未能按期兑付“20 永煤 SCP003”（超短期融资券）到期应付本息，构成实质违约，涉及本息金额共 10.32 亿元。这是继 10 月华晨集团债券违约后，国企 AAA 评级债券再度出现违约，引起市场波动。

虽然今年整体违约情况有所好转，但国企违约数量已达 7 家¹，与历史最多的 2016 年持平。一般说来，国企背后的大股东都是国资委或政府，人们会默认即使违约也有政府兜底。而今年 10 月下旬以来，信用环境持续恶化，沈阳盛京能源、沈阳华晨再到毫无预警的永煤，国企信仰被打得稀巴烂，也可能会引发后续的系统性金融风险。永煤和河南能源的存续债还有近 500 亿，且多数带有交叉保护条款，违约事件可能会触发这些债券提前到期，触达更大的违约本息。“永煤”违约对后续“弱国企”、“弱地方政府”的信用债发行都造成了巨大影响，政府兜底的刚性兑付被打破，一些本就债务重重、盈利薄弱的国企与地方政府融资会更加困难。永煤事件后的一周内，有数据统计，约 200 亿的境内债券发行计划被取消了。

今年上半年为了紧急应对疫情，国家财政发力，金融机构出了大笔资金支持，允许企业宏观杠杆率上升。但在生活回归常态及去杠杆的大背景下，货币政策和财政政策应该回归合理。今年第三季度，非金融企业部门杠杆率下降了 0.4 个百分点，从二季度末的 164.4%下降至 164.0%²。在企业高杠杆时去杠杆，可预期的结果是“不良贷款率”将上升。央行曾在化解包商银行、恒丰银行、锦州银行等三家中小银行风险时也表示“有序打破刚性兑付，打破规模和牌照信仰”，最终促使市场流动性合理分层。

中国的国企，存在着一系列历史遗留问题——庞大冗余、效率低，却又因为“刚性兑付”信仰，在市场上能以较低价格获得大量融资，获得 AAA 评级。最初的中国国企并非私人产权在市场里自由缔结形成的，而是遵循列宁理论和斯大林模式，通过国家机器建构而成的计

¹ 数据来源：Wind、申万宏源研究

² 数据来源：《NIFD 季报》2020 年 3 季度报告

划经济组织。一旦企业陷入困境，政府会从预算中拨出援助款项，或是由国有银行提供贷款。但市场上低端产品总量过剩，高端产品供给不足的问题愈发凸显，不适应市场需求的生产力必须压缩和淘汰。地方财政和金融系统开始停止向国有企业输血，国企也开始了放权让利等一系列所有制改革。

很多人谈到国企问题，都会将其归因于“公有制”和“产权不明”。那么，如果公有制是问题的根源，解决方案就是走私有化路线，通过国退民进解决。回顾西方国家全盘私有化的过程，产生了大量内部人控制，利用信息优势掌控公司，损害国民利益的行为。私人老板通过低价买入国企，抑或是国有资产直接落入原企业领导手中，企业原有的资产被数倍的缩水，国有资产大量损失。人民成为各大利益集团博弈牺牲的产物，被下岗、被剥削、苦不堪言。因此，鉴于西方国家的经验，一味地全盘私有化是断然不可取的，况且基础设施与公益性产业是绝对不能全盘私有化的。而且，为了保障基础设施建设，国企利润的减少必定要求税收的增加，而税收具有很大的交易成本，即使私有化真的能提高企业效率，效率是否能抵消税收成本是有待商榷的。

在我看来，国企的效率低下主要有两个原因：一是员工的薪酬没有与绩效挂钩，二是国企的市场化程度较低。难点在于能否建立起适应市场竞争需要的现代企业制度，包括内部治理及市场机制等。当企业由居民所有时，资本市场就会引导居民行为，确保企业的投资决策与居民的偏好一致。因为居民的偏好在资本市场上体现为对储蓄回报率的要求，这也是资本市场对投资项目回报率的要求。当投资回报率未达到居民对储蓄回报率的要求时，该投资行为就不会进行。而对于国有企业，国资委最核心的考察指标是国有资本保值增值率和主营业务收入平均增长率，对应着企业规模的增长率，因此国企的目标是“做大做强”，用高杠杆模式运转，经营不善时可能会出现还债困难的情况。国企应当承担经营不善的后果，但是这样的后果不能由全体债权人承担损失。

破除刚性兑付一定是必须，也是未来，但如何在打破刚性兑付和损失承担错位之间达到平衡是重点，对于一些“让利于民”的公司和行业应该给予一定的刚性兑付保护。■

WORD 批量转 PDF 工具-未注册 注册码购买 QQ: 3049816538(注册后本文字和以下内容消失)

成都购房咨询, 大专本科成都落户咨询, 成都社保代缴咨询 QQ: 3049816538

2000 字