

130 多万亿的企业债务,才是去杠杆的重中之重

黄奇帆

对我国来说,去杠杆,除了实体经济的各类企业去产能、去库存、去杠杆和各类金融机构去杠杆、防风险之外,还有一个整体上的国民经济的去杠杆。目前,我国的宏观杠杆率是比较高的,去年的统计数据表明,包括政府的债务、居民的债务和非金融企业的债务加在一起差不多是 GDP 的 250%, 在世界上处在较高的位置。

政府的债务大家说得比较多,中国政府去年底包括地方和中央政府的总债务是 29.95 万亿元人民币, GDP 是 80 多万亿元, 占比约 36%。我们

中国政府债,是包含地方政府的, 通通算在一起没超过 GDP 的 50%。所以,从总体上说,我们的政府债不是最危险的事,只要对今后的增量包括地方政府潜在的债务能够防控、管制得好一些,这个不是最大的问题。

居民的债务包括老百姓买房子的按揭贷款,过去几年增长得比较快,目前加在一起是 47% 左右。今后,我们不要像过去三五年那样高速增长,把这个增长势头往下压,在今后相当长时期内保持居民部门负债率在 GDP 的 50% 以内,是比较安全的、合理的。

所以, **中国经济真正成问题、需要着力去解决的是非金融企业的债务,这个债务占 GDP 的 160% 左右,这个量是非常大的。**我们的 GDP 是 80 多万亿元,企业债务有 130 多万亿元,这个 160% 和政府的、居民的债务率加起来,总的宏观杠杆率接近 250%, 是世界上较高的水平。如果我们能把企业的债务率降一部分,比如能降 50 个百分点,那么中国的宏观杠杆率就能降到 200% 以内,就会好得多。所以,宏观经济去杠杆的要害,在于去企业的债务。

企业去杠杆更要靠提高股权融资比例

那么,怎么解决这件事呢?

一方面,在微观上、在结构上,我们对各类工商企业要按照党中央供给侧结构性改革的要求,狠抓“三去一降一补”,帮企业去过剩的产能、去库存、去杠杆、促使企业增加利润、降低成本,有效地降低具体企业的债务。

另一方面,在企业管理上要更多地从财务上考核和要求企业家,做好每个企业的现金流管理,不能弄得资金链断了;强化每个企业的资产负债率管理,不能总是 80%、90% 地负债,不能盲目地为了扩张、为了收购兼并,甚至到了 8000 亿元、9000 亿元债务,还敢千亿、千亿地举债,在世界各地

疯狂地收购兼并,最后把自己搞到资金链断掉,这类高杠杆冒险应该受到严格的约束和管控。不仅是金融机构要约束管控这类杠杆贷款,企业家、董事会自己也该留有余地,要有这方面充分的意识,管控好现金流、管控好资产负债率,管控好自己的亏损或者效益。

再一方面，**干做万做，赔本的生意别做，产能过剩的生意别做。**一个企业千万不能以为自己聪明能干、竞争能力强，过剩的恶果都是别人承担，我的企业在过剩的领域里照样能够跑马圈地，能够拔得头筹，能够取得良好效益，这都是过分自信的表现。在市场经济里，一个行业有10%~20%的过剩是正常的，这个百分之十几、二十正好是优胜劣汰、动力所在，促使一些劣势企业、劣势产品被淘汰出局。但是如果这个行业有30%以上的过剩，比如有40%、50%的产能过剩，就会出现全行业亏损。覆巢之下，安有完卵。**对企业家来说，千万不要在产能过剩行业再去增资扩产。**总之，要在财务指标上，在发展的前景上，控制好自己的业务的方向、业务的范围，使自己处于不败之地。这是讲微观，是讲具体的产业行业结构中企业去杠杆、防风险的一些问题。

从宏观上说，**我们企业部门高杠杆有一个根本性的原因，就是中国的**

资本市场目前还处在不成熟状态，尽管从上世纪90年代开始已经跑了27年，但目前还处在不健康、不健全、不理想的状态。中国的资本市场是中国金融的一块短板，金融市场一方面在银行理财业务、非银行金融企业资管业务等方面发展过度，另一方面资本市场发展不足，目前还是短板，是瓶颈。

由于资本市场发展的短板、瓶颈，使得我们国民经济的宏观融资比例出现了问题，比如去年全社会新增的融资，债权融资占90%还多一点，股权融资10%不到。这样的市场融资结构如果长期存在，我们的国民经济的高杠杆、非金融企业的杠杆还会越来越高。如果现行非金融企业的负债率是70%，而这些企业每年新增的融资量总是90%的债务、10%的股权，由此类推，这些企业几年后的资产负债率就不是70%，而是80%甚至90%。

讲这段话的意思就是，**我国国民**

经济的融资结构在体制机制上缺少股权融资，抓好资本市场发展、提高直接融资特别是股权融资比例，是国民经济去杠杆、防风险的关键措施。

2013年的十八届三中全会的决定一共16章60个条款，其中第四章讲到资本市场、金融市场改革时，特别讲到了一句话，就是**要解决好中国工商企业股本的市场化补充机制，这句话深刻地指出了解决国民经济高杠杆率，特别是企业高杠杆率的关键所在。**

这是我们的心病，是要害之处、瓶颈之处，必须着力去解决。解决这个问题既要靠工商企业自身的利润积累，滚成资本，从微观结构上去解决一些问题，更要靠资本市场、股权融资市场的发展，从国民经济融资的整个体制机制上解决问题。整体上讲，如果每年全社会新增融资中股本融资能占50%以上，形成债务融资、股本融资各50%的格局，企业融资高杠杆问题就能有一个根本性的好转趋势。

退市制度到位，注册制就能顺理成章出台

从2009年到2017年的最近七八年，在美国全社会每年融资里，企业融资的70%来自股权融资、30%是债权融资，我们却正好倒过来。所以，

解决这一问题的根本办法是发展健全的资本市场，不光是A股市场，还包括场外的、场内的多层次资本市场，总之是股本融资市场。这个市场的龙

头是什么呢？当然是A股这个主板市场，包括私募基金、OTC在内的各类股权投资，投资的目标最终还是要上市的。所以，主板市场如果不健全，

其他多层次的场外市场也不会发展顺利。总之，提高股权融资比例的关键在于资本市场必须健康地发展好。

大家看我国资本市场，不管是 20 多年来，还是最近几年来，都会看到一个非常头痛的问题，就是很多的拟上市企业压在那里，曾经有六七百个企业排队要上市，形成堰塞湖。**IPO 一启动，发行了三个月或者半年，发行的量多了，资金抽水抽得多了，股票指数就往下掉，掉得受不了就停下来。停下来以后半年一年又启动，周而复始。**最近十几年，已经有过 7 次停发整顿、开开关关的情况。

仔细想想，也不是不想 IPO 正常运转，谁不想呢，都希望正常发行。但是一旦发行上去以后，过了一阵子，股市跌了个百分之二三十，股民也好，公司也好，社会各方面又会感觉到受到了发行的压力，不得不倒逼证监会停止发行。**这样周而复始的现象不是谁聪明不聪明的问题，也不是管理者能力强和弱的问题，本质是一个体制机制的问题，就是我们的股市发行缺少两个基本制度——一个是注册制，一个是退市制度。**

在资本市场的制度建设中，除此还包括投资者保护制度、信息披露制

度、各种违规案件严厉惩戒制度等许多制度。在所有的制度中，有的是树根、树干性的，有的是树枝树叶性的，而注册制和退市制度就是根基性制度。在这两个制度中，注册制是方向，退市制度是前提。

对比美国上市公司一年退市有百分之八到十，中国只有百分之零点几、百分之一，甚至有些年几乎没有退市的。自 1990 年上证所成立以来，全部退市的股票数量只有 100 多个，2009 年后有些年一个都没退。尽管证券法有退市这个要求，但实际操作中没有真正到位，缺少具体的规章制度法规、操作的程序。总之，市场化的退市不存在，市场化的上市也无法推进。只进不出、只吃不拉，人活不了，退市制度不建立好，企业上市也无法正常制度化。目前，**注册制出台最大的障碍就是退市制度还没有到位，什么时候退市制度到位了，注册制就能顺理成章地出台。**

成熟的资本市场往往有两个情况：一是每年上市的企业和退市的企业大体相当；二是每年退市企业中，主动退市和被动退市企业大体相当。纽约华尔街上市的股票，上世纪 80 年代就有 3000 多个，美国每年上市有两三百

个企业，十年就有两三千个，20 年就四五千个，长此以往会不会变成一万个？没有，现在还是 3000 个。为什么会这样？因为进退大体相当。有些年退市数量大于上市数量，若干年后累计，退市和上市的大体相当。比如，2009 年退市 200 多个企业，上市 100 多个，退得多了点，但从过去 10 多年来看上市和退市差不多。

看到这样的场景，你就会想象，每年的 3000 多个上市企业中，垃圾一点的，效益不好的，经过长期考验指标不达标的，就会退出市场。然后不断有优秀的新的企业上市，这些新企业有的哪怕现在还没盈利，但它往往是前景很好、日长夜大的独角兽企业。这样的股市年年进行结构调整，越调越好，股市市值也会越做越大。国民经济的最有效的利润都集中在上市的企业中，股市也就成了国民经济的晴雨表。

从这个意义上讲，**优胜劣汰、有进有出、有呼有吸是股市健康发展的生命之基。**如果只重视上市方面怎么快速健康有效的发展措施，在退市方面不下功夫、不啃硬骨头，市场就不会健康发展。

退市怎么退

刚才着重讲了退市制度建设的重要性 and 它的意义。那么大家又会问，退市怎么退？

前面谈到，成熟的市场有一个现象，就是它既有强制的退市，又有主动的退市。退市企业的总数里，主动

退市和强制被迫退市的数量大体相当。经常出现的场景是主动退市大于强制退市，对主动申请退市的，也

是注册制管理,只要合法、没有猫腻,退市方便有效,退得光明磊落,干净利落。

在强制退市方面,三种情况要无条件地强制退市。

第一种,上市过程中造假的。凡在新股 IPO 过程中造假的,上市以后一旦发现,采取零容忍措施,无条件退市。这没有任何人会同情,一票否决。相关联的证券公司、会计师事务所、律师事务所也要“陪绑”,受到相应的惩罚。

第二种,你已经上市了,每年都有年报,都有信息披露,披露时如果造假、欺瞒,最后查实信息披露的造假问题,涉及刑事犯罪性质的,董事长、总经理等关键的当事人被依法处理了,只要这个案子的信息披露案件犯错性质达到了刑事案件的档次,这个企业就要强制退市。

第三种,企业本身连续若干年经济指标达到退市标准,依法强制退市。

这三种强制退市,无条件执行,任何企业碰上就退市。长此以往,形成惯例,形成习惯,不会吵架,不会不稳定。关键是执法的力度,制度规定的明确。

那么另一方面,主动退市这一环呢?当然也很重要,它是降低退市成本、保持退市制度常态化运行的重要手段。

这方面,也有三类,一种是董事会根据企业某种特殊情况,比如考虑从这个市场退出到另一个市场上市,只要没有违法,申请之后该退就退。第二种它可能意识到自己今后几年随着经营发展,它的行业趋势、企业状

况已无法达到上市要求,与其被强制退市,不如主动退市,改弦更张,另起炉灶。还有一种主动退市是,自己的企业要退,有人愿意收购、借壳上市也是主动退市的一种,就是说原来垃圾企业退市了、退出了,优质没上市的企业借壳以后上市,也是原企业的主动退市。

总之,主动退市有各种类型,强制退市也有各种类型,只要把这些类型企业退市过程法治化、市场化、公开化、制度化,而且非常严格地推进,每年就会有两三百家企业正常退市,也有两三百家企业正常上市。资本市场优胜劣汰的基础生成了,注册制和退市制度的法治形成了,再加上信息披露制度、对各种违法违规行为严厉打击制度、对投资人的保护制度、上市公司上市和退市的审查不再由证监会审查而是由交易所作为市场的管理机构来审核,整套配套制度匹配到位,整个资本市场法规体系中树根、树干、树枝、树叶性质的制度也就完整丰富了。

总之,资本市场法治最重要的制度就是注册制的法制和退市制度的法制,以及投资人保护制度的法规、违法违规打击的法规、信息披露的法规、证交所对上市企业退市审核监管的规章。做好这些,资本市场就会健康发展。

我们欣喜地看到,这两年,证监会和国家有关部门,按照中央的要求,对推行注册制相关联的投资人保护制度、上市公司正常化常态化上市制度、信息披露制度以及交易所怎样加强交易监督管理,都进行了不懈的努力。

在上市公司审查方面,最近请了一批交易所的管理人员一起参加证监会的发审和审查,这就为今后最终实施注册制由证交所承担上市公司注册上市的业务审查管理工作,创造了无缝对接、平滑过渡的条件。**可以说,证监会最近两年为注册制最终推出做了许多卓有成效的基础性工作。**

特别是在退市制度方面,大家注意到,最近几个月证监会对退市制度的管理也出台了若干基础性规章文件。所以,相信再过两三年时间,到2020年时,我国一系列重要的资本市场制度体系和管理的措施将会系统到位,注册制和退市制度也会同步生效。由此,今后10年,中国企业股权融资比重会出现大比例的提升,国民经济证券化率将从现在的50%左右提升到100%左右,企业债务杠杆率会大幅下降,中国宏观经济杠杆率也将会有较大幅度下降,建立中国企业股本的市场化的补充机制这个十八届三中全会提出的目标也一定会实现,中国的资本市场一定会成为全球资本市场中最重要的市场之一。

(本文系作者在今年3月底举办的亚布力论坛理事张家港行暨第四届“港城合伙人”峰会上的主题演讲整理稿,标题为编者所加。)