

推动结构性去杠杆 防范化解系统性金融风险

谢德仁

(清华大学经管学院)

一、结构性去杠杆的界定与意义

进入 2018 年以来，AA 级债券违约和债券发行失败似乎成了新常态。2018 年 5 月 21 日，东方园林公告其发行 10 亿元信用评级为 AA+ 的债券，发行规模最终只有 0.5 亿元，可以算是发行相对失败，更是将此“新常态”推向一个新高点。这也引起了股票市场的强烈反应，该日东方园林股价一度逼近跌停，收盘跌 4.01%。也许是为了对此类事件做出回应，缓解国内债券市场发行的紧张气氛，2018 年 6 月 1 日，央行下发通知，宣布将不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券等等纳入中期借贷便利（MLF）的担保品范围。央行此举实质上是为这些类别债券的信用提供了一定程度的背书，有助于降低了这些类别债券的流动性风险，从而也有助于它们的发行。

央行的上述举措其实可以看成是监管机构推动结构性去杠杆的一种尝试。因为央行的上述举措使得这些类别的企业或者公司得以更高成功概率地发行债券，从而使得这些企业不会因为债券发行失败而只得直接动用存量现金去偿还到期债务被强制去杠杆甚或进入财务困境状态，进而使得这些企业实质上实现稳杠杆乃至加杠杆，而不是去杠杆。而这些企业之外的 AA+ 和 AA 级信用债券则可能因为面临着更高概率的发行失败而被迫去杠杆。为此，央行的上述举措一定程度上是在实践着结构性去杠杆，尽管其初衷并非结构性去杠杆。

在笔者看来，结构性去杠杆就是指，在我国严监管、去杠杆的大金融环境下，对于不同特征的企业要区别对待其去杠杆工作，不是一刀切地强制所有企业去杠杆，即对符合某些特征的企业，要稳杠杆乃至允许其加杠杆，而对于另外一些特征的企业，要坚决地利用市场和监管的力量强制其去杠杆。

无疑，正确地打开“结构性去杠杆”才是去杠杆的正解。只有正确地打开结构性去杠杆，才真正有助于一方面防范化解我国系统性金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线，另一方面促进我国企业与经济转型升级，实现高质量发展。对具备持续盈利能力的企业，帮助其稳杠杆乃至在风险可控条件下加杠杆，而对于包括僵尸企业在内的不具备持续盈利能力的企业，及早通过去杠杆促其重组乃至停业清算，这样的结构性去杠杆既会使得非系统性金融风险早日释放，从而有助于防范化解系统性金融风险，又会使得节约出来的金融资源被用于具有持续盈利能力的企业，使其有资源支撑去实现转型升级和高质量发展，这反过来又会促进我国经济持续健康发展，为防范化解金融风险奠定基础与提供巨大助力。

二、结构性去杠杆的正确打开方式

虽然结构性去杠杆有着以上的意义，但是，如果结构性去杠杆被错误地“打开”，那么，结构性去杠杆反而会加剧我国的系统性金融风险，有害于我国企业与经济的高质量发展。例如，若结构性去杠杆之实施结果是僵尸企业得以继续加杠杆，进而得以被“输血”存活下去，而具有持续盈利能力的企业反而被去了杠杆，进而可能因资产端和负债端的时间错配而死掉了，那么，这就是结构性去杠杆的错误打开方式。

1、正确打开结构性去杠杆所须遵循的原则

在笔者看来，正确打开结构性去杠杆必须遵循的原则是“市场化”。市场化原则首先要求政府只驻留在制定去杠杆这一宏观战略性政策层面，而不要进入战术层面进行操作，即不要亲自进入金融市场针对不同特征的企业直接指定哪些具体企业需要去杠杆，哪些具体企业需要稳杠杆乃至增杠杆。就此而言，前述央行具有一定结构性去杠杆特征的举措也是不妥当的，不利于结构性去杠杆的正确打开。当然，央行的初衷未必是结构性去杠杆，所以央行指定的这些类别企业肯定不会都具有持续盈利能力。提出这一要求的主要原因在于，政府并没有能力来识别具体企业是否具备持续盈利能力，且因为政府官员并不对决策结果直接负责，故很容易发生道德风险。其次，市场化原则要求去杠杆工作中的主体（债权债务关系主体）围绕去杠杆（债权债务关系的发生和存续等）相关决策都是市场化决策，各自追求自身长期经济利益的最大化和长短期经济利益的适度平衡。最后，市场化原则既要求政府在选择结构性去杠杆的债务人主体等微观战术层面“不作为”，又要求法院和相关政府机构在保障债权债务关系主体（包括债权人、债务人、担保方、信用评级公司及其他市场中介、不良资产收购方等）的去杠杆效率这一微观层面“有作为”，使得结构性去杠杆有序高效进行，使之能够成为一个高度可置信的市场信号。

2、如何正确打开结构性去杠杆：去杠杆的债务人主体选择标准之探

按照正确打开结构性去杠杆的市场化原则，商业银行和债权投资者等现有或潜在债权人自然会选择那些具有持续盈利能力的企业作为稳杠杆抑或风险可控情形下的加杠杆目标企业，针对那些不具有持续盈利能力的企业则坚决去杠杆。那么，在微观层面，具备什么特征的企业算是具有持续盈利能力的企业呢？

笔者 2013 年在探讨实业企业的持续分红能力时曾提出一个权责发生制视角的自由现金流量指标，即“经营活动净现金流量—利息支出—折旧与摊销（含资产减值损失）”。这个指标反映了企业税后营业利润或者净利润（假如没有投资活动的损益）实现“真金白银”的程度，采用这个自由现金流量除以税后营业利润

或者净利润，才是真正的税后营业利润或者净利润的“含金量”指标。如果这个自由现金流量是负值，则说明企业的税后营业利润或者净利润都是纸面富贵，没有多大实质性的经济意义（当不得真、作不得数！），在此情形下，用息税前利润除以利息所得到的“利息保障倍数”指标在反映企业偿债能力方面其实毫无意义。究其原因，正如笔者 2013 年所指出的，净利润数字是由包括大股东、管理层、审计师等在内的企业主要利益相关方吵着架“算”出来的一个“不假”的数字，是主要利益相关方达成共识的一种意见而已，因此，利润是无法用来投资、分配和花费的。企业真正可用来投资、分配和花费的是现金，经营活动现金流量及自由现金流量才是真正“赚”出来的。因此，就如何正确地结构性去杠杆而言，应该从自由现金流量视角来科学评估企业的持续盈利能力。

假如一个实业企业不做任何“不务正业”的投资（从而投资活动净现金流量要么为负值，要么为零或为很小不具有重要性的正值），那么：

（1）当这个企业的经营活动净现金流量（经营活动现金流入减去经营活动现金流出后的差额）比利息支出还要小时，意味着这个企业随时会陷入财务困境，这个企业要么靠筹资活动现金流入来支付利息，要么依靠存量现金“坐吃山空”。在此情形下，这个企业的投资成本（在权责发生制上表现为折旧与摊销、资产减值损失等）完全收不回来，那么，企业创办时为了构建固定资产与无形资产等而形成的融资性负债（如银行借款）将来到期时，靠什么去还本？要么违约，要么陷入不断借新还旧且需增量负债融资的“庞氏”状态。这个企业就是结构性去杠杆的目标企业！

当然，如果这个企业的经营活动净现金流量也是负值，要么说明这个企业已接近或者处于僵尸状态，应成为结构性去杠杆的目标企业！要么说明这个企业处于发展的早期阶段，本身就不适合负债融资，只适合高风险的 VC/PE 股权融资，如果存在较高财务杠杆，自然也是结构性去杠杆的目标企业。

（2）当这个企业的经营活动净现金流量比利息支出要大，但比“利息支出+折旧与摊销（含资产减值损失等）”要小时，说明这个企业靠卖产品与服务等经营活动实现的净现金流入是收不回投资成本的。同上所析，连投资成本都收不回的企业，要么处于高速成长早中期（所谓“烧钱”阶段），此时期的企业本就不适合负债融资（利用负债融入现金支撑发展，可是连投资的“本”都收不回，靠什么去还负债的“本”呢？更遑论付息？），只适合高风险的 VC/PE 股权融资，自然也是结构性去杠杆的目标企业；要么处于衰退阶段，则是应该结构性去杠杆的目标企业！

（3）当这个企业的经营活动净现金流量大于“利息支出+折旧与摊销（含资

产减值损失等)”时，说明其卖产品卖服务等经营活动实现的净现金流入能够完全收回投资成本，并能够支付利息，那么，这个企业就不应该成为结构性去杠杆的目标企业，反而应该是稳杠杆的目标企业（如果其杠杆相对不高，且有持续增长空间，则可以成为加杠杆的目标企业）。在此情形下，如果由于该企业资产端的现金流入和负债端的现金流出的时间错配导致其因流动性风险而面临财务困难，商业银行等债权人应该通过债务展期、债务置换（包括借新还旧而非还旧借新）和债转股等方式去尽力拯救这个企业，资本市场还可以通过资产证券化或者定向增发股份等方式来帮助其解财务之困，而不是主动或者被动对其实施去杠杆！其实，这类资产质量高（不存在经营之困）而仅仅因为现金流量的时间错配存在财务之困的企业也是优质并购标的。

（4）当这个企业长期处于依靠筹资活动融入的现金去偿还负债，去支付利息，去给股东分红，那么其基于收付实现制的累计自由现金流量（经营活动现金净流量+投资活动现金净流量-利息支出）必然为负值，就可以称之为“双庞氏企业（庞氏利息与庞氏分红）”。如果一个企业长期依靠资产负债表右边筹资活动现金流量的庞氏循环而生存，这应该是结构性去杠杆的目标企业！

当然，在实践中，还需要仔细去分析企业经营活动净现金流量的来源，如果是来自于政府补贴、关联交易等未必具有可持续性的现金流量，则应该予以剔除或者打个折扣后再重新做上述分析。此外，还需结合客户需求、行业技术变迁和市场竞争格局变动以及跨界商业模式创新的冲击等因素来综合评估企业的持续盈利能力。需再次指出的是，本文上述甄别结构性去杠杆目标企业的分析方法主要适用于实业企业，对于金融行业企业，需要按照金融企业业务实质重构其现金流量表后加以改进才适用。

三、结语

本文提出，去杠杆的正解是——正确地打开结构性去杠杆。而正确地打开结构性去杠杆之关键在于正确评估债务人主体的持续盈利能力。本文进而提出和分析了如何基于自由现金流量视角来剖析企业的持续盈利能力，以及如何基于此来确定结构性去杠杆的目标企业。需指出的，本文的分析和结论对于上市公司抑或非上市企业、国有企业抑或民营企业是同等适用的。本文的分析还意味着，高质量发展包括 VC/PE 在内的多层次权益资本市场对处于高速增长早期乃至中期却有着较高财务杠杆的企业实现结构性去杠杆是非常关键的。

*本文发表于《中国证券报》，2018年6月16日“前沿视点”栏目（A07版）。（参考文献：谢德仁，2013，企业分红能力之理论研究，《会计研究》第2期：22-32。）