

Adjustment and Improvement of Leverage Ratio in Chinese Enterprises

中国企业杠杆率的调整与优化

■ 徐枫 姚云 郭楠

进入新常态以来,我国企业杠杆率偏高风险逐渐凸显。为防控金融风险,全国金融工作会议明确提出要推动经济去杠杆,要把国有企业降杠杆作为重中之重,抓好处置“僵尸企业”工作。但是,从近20年看,我国企业实际上处于“结构性加杠杆、整体性去杠杆”进程中,主要是一些重工业和公用事业部门企业在加杠杆。从需求端看,民营企业杠杆率变化是随基本面演变的市场选择结果,基本因素大致包括运营风险上升、有形资产减少、盈利能力提高、营业规模扩大和所得税率下降等;但国有企业杠杆率变化受基本面的影响要明显弱于民营企业。从供给端看,在以银行信贷融资为主的模式下,由于受政府隐性担保、企业抵押物充足和银行承担政策性责任等因素影响,资金错配表现为偏好国有企业以及“僵尸企业”。未来优化企业杠杆率需要保持战略定力理性应对“去杠杆”压力,依据企业基本面特征采取市场化路径调整杠杆率,按照利润原则优化信贷配置等方面多措并举,稳妥化解杠杆率可能偏高的金融风险。

中国企业杠杆率的演变

近年来,企业去杠杆问题陡然成为热门话题。任何“杠杆率过高”或“杠杆率过低”的结论均可能有失偏颇,因为这些观点的证实或证伪都依赖于最优负债率。与其追寻最优负债率这种并不存在的理论意义上的“均衡点”来判断企业杠杆率的高低,不如从历史演变角度来弄清一些基础事实:中国企业杠杆率如何变化;什么特征的企业在加杠杆;什么特征的企业又在去杠杆。

考察中国企业杠杆率演变过程的第一个视角是采用规模以上工业企业为观测样本,呈现如下规律:总体来看,中国企业杠杆率逐年下降。2016年规模以上工业企业平均负债率为56.25%,比2008年和1998年分别下降2.11个百分点和8.35个百分点。分期限结构看,短期负债率小幅上升、长期负债率大幅下降。2015年企业平均短期负债率为46.32%,较1998年上升3.41个百分点;平均长期负债率为11.18%,较1998年下降10.35个百分点。其中,超过50%的规模以上工业企业始终无法获得长期负债。

考察中国企业杠杆率演变过程的第二个视角是采用非金融上市公司为观测样本,呈现如下规律:总体看,中国企业杠杆率不断下降。2016年A股上市公司加权平均资产负债率为59.89%,较2010年和2006年分别下降1.72个百分点和4.62个百分点。分期限结构看,短期负债率先降后升、长期负债率持续上升。2016年上市公司加权平均流动负债占总资产比例为41.82%,较2010年和2006年分别上升0.55个百分点和0.21个百分点;加权平均非流动负债占总资产比例为18.07%,较2010年和2006年分别上升1.72个百分点和4.62个百分点。其中,2016年非流动负债总额500万以下的上市公司合计321家,占全部上市公司的10.85%。

那么,什么特征的企业分别在加杠杆和去杠杆呢?以规模以上工业企业为观测样本,呈现如下规律:分规模看,大中型企业杠杆率小幅下降,小型企业显著下降。按照2003年《中小企业标准暂行规定》划分,2015年大中型企业平均负债率为57.94%,比1998年下降5.16个百分点;小型企业平均负债率为53.29%,比1998年下降12.45个百分点。分行业看,公用事业企业杠杆率显著上升,重工业次之,轻工业大幅下降。以典型行业为例,2015年电力、热力、燃气及水生产和供应企业平均负债率为55.68%,比1998年上升16.26个百分点;煤炭开采和洗涤企业平均负债率为67.47%,比1998年上升7.54个百分点;农副食品加工企业平均负债率为50.46%,比1998年下降21.85个百分点。分地区看,中部地区企业杠杆率显著下降,东北和西部次之,东部小幅下降。1998年东北、中部和西部地区企业平均负债率约为69.32%,到了2015年,中部地区下降8.28个百分点,东北和西部地区下降6.19个百分点。东部地区平均负债率从1998年的63.43%下降到2015年的59.37%。分产权看,国有企业杠杆率显著下降,民营企业小幅下降。2015年国有企业平均负债率为62.24%,比1998年下降2.33个百分点;民营企业平均负债率为52.45%,比1998年下降9.61个百分点。其中,民营企业融资难在亚洲金融危机后就已显现,2008年国际金融危机后矛盾更加严重。分期限看,长期存续的企业杠杆率降幅更小。1998~2015年,存续3年以上的企业杠杆率下降17.32%,而存续15年以上的

企业杠杆率仅下降4.35%。以存续15年以上企业为例,1998~2015年,国有企业杠杆率提高3.43个百分点,民营企业杠杆率却下降4.17个百分点。

以非金融上市公司为观测样本,呈现如下规律:分规模看,主板企业杠杆率显著下降,中小板和创业板企业杠杆率小幅下降。2016年主板上市公司平均负债率为47.61%,比2012年下降8.83个百分点;中小板上市公司平均负债率为37.09%,比2012年上升1.16个百分点;创业板上市公司平均负债率为30.08%,比2012年上升3.44个百分点。分行业看,重工业企业杠杆率显著上升,轻工业企业杠杆率大幅下降。以典型行业为例,2016年电力、热力、燃气及水生产和供应企业平均负债率为62.21%,比2006年上升5.13个百分点;农副食品加工企业平均负债率为38.36%,比2006年下降11.11个百分点。分产权看,国有企业杠杆率显著下降,民营企业小幅下降。2016年国有上市企业平均负债率为50.69%,较2010年和2006年分别下降6.16个百分点和8.89个百分点;民营企业平均负债率为36.32%,较2010年和2006年分别下降4.06个百分点和19.38个百分点。分期限看,长期存续企业显著去杠杆,短期存续企业加杠杆。上市存续超过10年的企业,2016年平均杠杆率为50.14%,较2010年下降16.55%;而上市存续6~10年的企业,2016年平均杠杆率为39.17%,较2010年上升10.40%。

简而言之,中国企业整体在去杠杆,但杠杆率风险主要在于两个方面:一是杠杆结构变化带来短期流动性压力,企业平均短期负债率有所上升。二是重工业和公用事业部门企业在加杠杆,其中有的可能已经成为“僵尸企业”,只能依靠加杠杆融资来“续命”。

企业杠杆率变化是否有基本面支持

从需求端看,企业杠杆率变化主要是基本面演变的市场选择。例如,固定资产增加可以允许企业负债上升,因为银行能持有更多抵押物应对损失。随着我国经济转型加速推进,企业基本面特征和杠杆率都在变化,那么整体杠杆率下降是否有基本面支持呢?参考钟宁桦的分析框架,分别对杠杆率变化的企业基本面因素逐一分析。

基本面变化之一是运营风险上升。运营风险上升意味着企业违约概率和破产风险增加,获得外部负债资金机会减少。以近3年净资产收益率的标准差衡量企业经营风险,采用规模以上工业企业为观测样本统计发现,续存期3年以上企业运营风险从2000

年的4.93%上升到2015年的9.61%,其中2008年后运营风险迅速增加;采用非金融上市公司为观测样本统计发现,企业运营风险从2006年的5.84%上升到2016年的7.56%。按产权性质将样本划分为两类,实证研究表明:民营企业经营风险上升导致杠杆率显著下降,但国有企业经营风险上升对杠杆率影响不显著。

基本面变化之二是有形资产减少。有形资产可以充当企业债务融资抵押物,比例越高意味着更易获得债权融资。采用规模以上工业企业为观测样本统计发现,2015年企业有形资产占总资产比例为47.38%,比1998年下降14.79个百分点。其中,固定资产占总资产比例为34.16%,比1998年下降9.25个百分点;存货占总资产比例为13.22%,比1998年下降5.54个百分点。采用非金融上市公司为观测样本统计发现,2016年企业有形资产占总资产比例为40.82%,比2010年下降14.02个百分点。其中,固定资产占总资产比例为23.79%,比2010年下降12.58个百分点;存货占总资产比例为17.03%,比2010年下降1.44个百分点。按产权性质将样本划分为两类,实证研究表明:民营企业有形资产减少导致杠杆率显著下降,但国有企业有形资产减少对杠杆率影响不显著。

基本面变化之三是盈利能力提高。盈利能力提高意味着企业可支配内部资金更多,从而降低外源融资需求。我国企业盈利能力整体持续上升,并在2000~2011年达到局部高点,之后开始缓慢下降。以规模以上工业企业为例,2011年国有企业平均销售利润率为3.16%,比1998年增加4.05个百分点;民营企业平均销售利润率为6.43%,比1998年增加3.09个百分点。以非金融上市公司为例,2016年国有企业平均销售净利率为6.11%,较2010年和2006年分别下降3.09个百分点和0.64个百分点;民营企业平均销售净利率为11.06%,较2010年和2006年分别下降2.54个百分点和上升3.46个百分点。按产权性质将样本划分为两类,实证研究表明:国有和民营企业盈利能力提高均会导致杠杆率显著下降,但民营企业利润效应超过国有企业两倍。

基本面变化之四是经营规模扩大。经营规模扩大意味着信息披露更透明和破产机会更低,从而更易获得债务资金。以规模以上工业企业为例,1998~2015年国有企业平均总资产规模扩大17.38倍,民营企业平均总资产规模扩大7.56倍,混合所有制企业平均总资产规模扩大6.42倍。以非金融上市公司为例,2006~2016年国有企业平均总资产规模扩大4.09倍,民营企业平均总资产规模扩大4.52倍,公众企业平均总资产规模扩大6.77倍。按产权性质将样本划分为两类,实证研究表明:民营企业经营规模扩

大推动杠杆率显著下降,但国有企业经营规模扩大反而抑制杠杆率下降。

基本面变化之五是所得税率降低。债务融资利息税前支出可以抵扣部分税收,相当于变相增加税盾收益。采用应缴所得税/利润总额衡量企业所得税税率,以规模以上工业企业为例,2006年之前企业所得税平均税率基本稳定在27%,2007~2008年大幅减税后,保持在22%左右。以非金融上市公司为例,2016年盈利性企业所得税平均税率为18.99%,较2006年减少1.96个百分点。按产权性质将样本划分为两类,实证研究表明:减税均会抑制国有和民营企业杠杆率下降,但民营企业减税效应为国有企业1.5倍。

银行信贷资源错配如何形成

从供给端看,企业杠杆率变化是信贷资源配置的自然反映。信贷资源配置理应符合效率原则,流向基本面良好、急需资金的企业,但金融体系资金配置偏差使得一些缺乏基本面支撑的企业仍会获得大量信贷支持。那么,银行信贷资源是否出现错配,以及如何错配呢?错配原因又是什么,是否有基本面支撑呢?参考钟宁桦的分析框架,分别对杠杆率变化的银行资源配置因素进行分析。

错配表现之一是资金偏好国有企业。充分控制企业基本面因素,研究产权差异对银行信贷资源配置的影响。采用规模以上工业企业为观测样本统计发现,2004年之前国有企业和民营企业负债率差异不大;2006~2008年国有企业比民营企业平均负债率高出3.24%;2009年后差距显著扩大,2015年差距竟然高达9.94%。采用非金融上市公司为观测样本统计发现,2006年国有企业比民营企业平均负债率低2.02个百分点,而后民营企业杠杆率迅速下降,2010年国有企业平均负债率超过民营企业12.72个百分点,至2016年时两者差距扩大到13.41个百分点。换句话说,仅因为所有制差异,银行信贷配置导致国有企业负债率比民营企业高出10~13个百分点。

错配表现之二是资金偏向僵尸企业。2008年前,信贷资金配置明显偏向国有僵尸企业。以“扣除非经常损益后每股收益连续3年为负”来测度僵尸企业,研究发现:2005~2008年期间国有僵尸企业平均获得银行贷款规模超过盈利性国有企业2倍,民营僵尸企业平均获得银行贷款规模仅为盈利性民营企业的1.2倍。2008年后,信贷资金配置偏向各种所有制僵尸企业。以非金融上市公司为样本,地区信贷扩张对盈利性企业负债率没有显著影

响,但国有和民营僵尸企业杠杆率都显著增加。

多因素共同促成银行信贷资源错配:一是政府隐形担保。国有企业普遍承担社会责任也享受政府隐形担保,即使无法偿还银行贷款,政府也会出台相应的救助措施,因此对国有企业放贷是银行的理性选择,也可以解释为具备基本面支持。二是企业抵押物充足。国有企业固定资产投资规模通常较大,可以充当商业银行抵押物,即便暂时不符合利润为正的放贷原则,也能保障银行资产安全,可以解释为具有基本面支持。三是银行承担政策性责任。国有银行信贷政策需要履行金融支持国家发展战略义务,信贷资源配置投向政策鼓励性行业,其中部分行业净资产收益率为负,可能不符合利润原则,也缺乏基本面支持。

多措并举优化中国企业杠杆率

保持战略定力理性应对“去杠杆”压力。我国企业长期处于“整体性去杠杆、结构性加杠杆”进程中,政策制定需要避免“全面去杠杆”舆论裹挟。一是控制存续期较长的国有企业杠杆率。重点关注存续期在15年以上的国有企业,考虑实施更严格的信贷标准和发债条件。二是控制公用事业行业杠杆率。降低社会资本准入要求,加快充实股权资本。三是控制国有上市企业杠杆率。鼓励上市公司利用定向增发、公开增发和配股等补充股权资本。四是提高企业长期负债率。降低银行中长期贷款条件,创新资本市场中长期融资工具。

依据企业基本面市场化调整杠杆率。针对民营企业,综合参考企业运营风险、有形资产比例、盈利能力水平、经营规模状况和所得税税率高低,按照市场化原则自由调整杠杆率。针对国有企业,重点关注非理性加杠杆行为。尤其要防止国有企业借道银行贷款脱实入虚,以委托贷款或应收账款形式参与影子银行投资。

按照企业利润原则优化信贷资金配置。一是弱化所有制歧视。减少政府对国有企业隐性担保,打破刚性兑付,必要时允许国有企业破产重组。二是减少信贷资源流向僵尸企业。建立僵尸企业识别和评级体系,作为银行信贷投放参考标准。三是建立信贷分账管理制度。针对国有企业履行社会责任,国有银行金融支持促发展义务,建立政策性信贷账户,与商业信贷分账管理。^⑥

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

责任编辑:董治
yjh_dz@126.com