DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2018.03.008

供给侧结构性改革下的企业去杠杆研究

王 旭(副教授)

【摘要】企业供给侧结构性改革是整个供给侧结构性改革的核心内容,去杠杆是企业供给侧结构性改革的首要环节。通过界定需要去杠杆的企业范围,对去杠杆在企业供给侧结构性改革中的定位进行深入分析。在此基础上对三种企业去杠杆方法进行分析与评价,认为通货膨胀去杠杆在国有企业中缺乏可行性,通过家庭加杠杆实现企业去杠杆目前不具备可行性,而通过提高股东权益报酬率,促进企业可持续增长是实现企业去杠杆的唯一正确选择。

【关键词】供给侧结构性改革;去杠杆;股东权益报酬率;总资产报酬率

【中图分类号】F234.3 【文献标识码】A 【文章编号】1004-0994(2018)03-0048-5

当前我国经济增长下行现象既是全球经济失衡、增长放缓和需求疲软等外部因素作用的结果,还是国内生产成本上升、产业转型滞后、经济发展不平衡等程度扩大和产能过剩等内部因素作用的产物。我国经济中的具体内部矛盾主要是总量问题与结构性问题,而结构性问题比总量问题更加突出。结构性问题主要表现为,低端(或无效)供给过剩与中高端(或有效)供给不足之间的矛盾。因此,国家主席习近平在2015年11月10日召开的中央财经领导小组会议上提出了"供给侧改革"的新政策,即:在适度扩大总需求的同时去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板,提高供给体系的质量和效率。企业作为供给侧结构性改革最为重要的参与主体,其改革的成效直接决定了供给侧结构性改革整体的成败。而去杠杆作为企业供给侧结构性改革中必不可少的重要环节,哪些企业应纳入去杠杆的范围,去杠杆在企业供给侧结构性改革中的定位以及企业去杠杆的方法等问题的研究,具有重要的理论意义和实践价值。

一、界定需要去杠杆的企业范围

目前,我国一些行业的企业产能过剩、库存过多、杠杆率过高的问题非常严重,这三者之间又是相互影响、相互作用的。一方面,在经济发展的高速阶段,旺盛的市场需求和宽松的财政、金融政策使企业忽视市场需求的结构性变化,盲目扩大投资规模,为追求高投资收益率而导致负债率过高;进入经济下行阶段,直接导致的结果是企业产能过剩、库存过多、杠杆率过高,面临严重的财务风险,而进一步紧缩的财政、金融政策更使企业经营举步维艰。另一方面,产能过剩、库存过多导致企业的经营效益和内部创造现金流的能力急速下降,为维持生存,企业不得不在承担高昂债务成本的条件下进一步增加杠杆率。因此,去产能、去库存、去杠杆、降成本("三去一降")成为我国在整个"十三五"时期的重要任务,而要实现"三去一降"的目标,其关键在于去杠杆。对银行而言,去杠杆有助于降低不良贷款率和提高拨备覆盖率,从而提高银行潜在的投资收益率;对企业而言,负债率的降低增加了企业的净营运资金,可使其轻装前进,提升企业的可持续增长能力;对整个国民经济而言,去杠杆有利于减少潜在的金融风险,增强经济发展的动力。

经营风险和财务风险应该是逆向选择的,即:高经营风险对应低杠杆率,而低经营风险则与高杠杆率相匹配。所以,在当前经济下行阶段,需要去杠杆的企业应是那些提供的低端(或无效)供给过剩的产

【基金项目】广西高校人文社会科学重点研究基地基金资助项目

业里负债率高的企业。这些企业由于产能过剩、库存过多使企业面临过高的经营风险，同时高负债率又使企业面临过高的财务风险。

20世纪90年代，我国结束了短缺经济时代，一些行业逐渐转向饱和乃至过剩。2007年美国次贷危机爆发之后，政府出于稳增长目的，实施了4万亿元经济刺激计划，2015年1月政府又批准了总投资逾10万亿元的七大工程项目。在过剩经济条件下，刺激政策的效果进一步加剧了本已严重的无效供给问题。十八大以来，中央对此做出了“三期叠加”的明确判断。前期刺激政策是结构调整阵痛的部分原因，结构调整阵痛则是经济增长速度换挡的部分原因。也就是说，在过剩经济条件下，刺激政策是低端（或无效）供给过剩和经济下行的重要原因。刺激政策会扩大产出，具体会扩大哪些部门的产出既取决于政策刺激领域或产业选择，还取决于产业中企业与政府的关系，或者说是企业的产权结构。从结果来看，产业政策与产权制度的结合使国有企业成为刺激政策的主要受益者，而国有企业通常涉及钢铁、煤炭、电解铝、采矿和石油等传统产业。此外，在地方政府官员晋升机制与经济增长密切关联的背景下，被扶持企业还要具有很强的短期经济拉动效应。导致铁路、公路、机场和房地产等行业超越教育、医疗、科技和环境等行业，成为首选的刺激对象。

可见，在过剩经济条件下，上述因素的共同作用使钢铁、煤炭、电解铝、采矿和石油等传统产业以及具有短期经济拉动效应的铁路、公路、机场和房地产行业的低端（或无效）供给增多和绝对过剩，具体表现为这些行业的企业（尤其是国有企业）产能过剩、库存过高、杠杆率过高的现象明显。因此，钢铁、煤炭、电解铝、采矿和石油等传统产业以及具有短期经济拉动效应的铁路、公路、机场和房地产行业的企业，尤其是这些行业里的国有企业应作为去杠杆的对象。

二、去杠杆在企业供给侧结构性改革中的定位

1. 企业供给侧结构性改革的相关内容剖析。供给侧结构性改革是指从提高供给质量出发，从供给侧推进结构性调整，矫正要素资源配置扭曲，扩大中高端（或有效）供给，减少低端（或无效）供给，以提高供给结构对需求结构变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，促进经济社会持续健康发展。企业供给侧结构性改革涉及的各项内容的实现途径、驱动力、改革目的以及绩效指标如表所示。

企业供给侧结构性改革相关内容

供给侧改革	实现途径	驱动力	改革目的	绩效指标
去库存	产品组合重组	基于顾客价值需求的产品创新	优化产品结构、增加有效供给	销售收入增长率、变动成本降低率
去产能	资产重组	资产剥离、分立和合并等资产重组方式创新	优化资产结构、提高资产的投入产出率	资产周转率、固定成本降低率
去杠杆	负债重组与产权重组	债转股、债务主体转移、股权调整与转让流通等债务重组方式创新	优化资本结构、完善公司治理机制、提高投资决策效率与效益	财务杠杆收益率、交易成本降低率

广义的企业去杠杆是指针对资本总额中债务资本与股东权益资本所占比例不合理、不同性质的债务资本以及不同性质的股权资本内部结构不合理等各种企业资本结构不合理情形，通过债转股、债务主体转移、股权调整与转让流通等重组方式进行资本结构的优化调整。狭义上的企业去杠杆仅指针对资本总额中债务资本所占比例过高的情况，通过债务减免、债转股、拓展股权融资渠道和融资方式等降低负债率，优化资本结构，完善公司治理机制，提高公司治理效益。对目前需要去杠杆的企业，尤其是国有企业而言，其高负债率进一步加剧了企业所面临的较高经营风险的问题，而且企业产能过剩、库存过多导致经营效益低下，而高负债所引起的财务杠杆负效应则进一步加速了企业经济效益的下降。目前在企业去杠杆的过程中，要以降低负债率作为首要任务，同时还要从广义上把握去杠杆的深刻内涵，将降低负债率与企业债务资本内部结构和股东权益资本内部结构的优化相结合，促使企业资本结构的全面优化。

因此，负债重组和产权重组是实现企业去杠杆的基本途径；债转股、债务主体转移、股权调整与转让流通等债务重组和产权重组方式的不断创新是实现企业去杠杆的直接驱动力；优化资本结构、完善公司治理机制、提高投资决策的效率与效益是企业去杠杆的目的。在产权明晰的基础上，从股东利益出发，企业去杠杆的直接财务目标就是最大化地发挥财务杠杆正效应，提高财务杠杆收益率以及通过完善公司治理机制和投资决策机制，减少经营者的道德风险和逆向选择行为，以降低交易成本。故财务杠

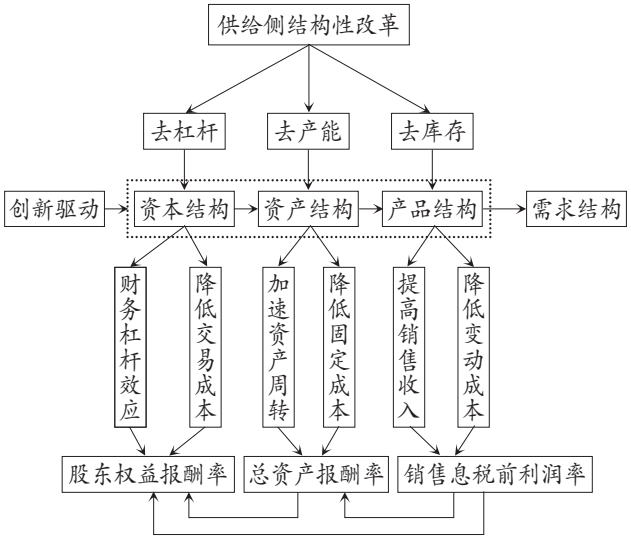
杆收益率和交易成本降低率可作为考核企业去杠杆改革绩效的核心财务指标。

从企业角度出发，强调全部资产的充分有效运用，提高企业有限资产的投入产出率是去产能的核心目标。通过对资产尤其是固定资产进行合理配置、重组和有效使用以优化资产结构，加速资产周转，使企业闲置的资产充分发挥作用，提高效率低下资产的利用率，进而提高企业总资产的报酬率。而产能过剩企业意味着资产配置不合理，存在闲置资产和利用率低下的资产。因此，资产重组是实现企业去产能的基本途径；资产剥离、分立和合并等资产重组方式的不断创新是实现企业去产能的直接驱动力；优化资产结构、提高资产的投入产出率是企业去产能的目的。不考虑企业产权关系，从企业角度出发，资产周转率和固定成本降低率可作为考核企业去产能改革绩效的核心财务指标。

去库存是指企业基于顾客价值需求，不断进行产品创新，优化产品组合结构，增加中高端（或有效）供给，减少低端（或无效）供给，提高供给结构对需求结构变化的适应性和灵活性，进而提高产品销售息税前利润率。产品过剩意味着企业所生产的产品因不能满足顾客的中高端需求或者超过了顾客的低端需求而导致企业产品积压，产品价值得不到实现，造成资源浪费。而产品组合重组正是以顾客价值需求为导向，根据市场竞争状况、销售及利润变动情况，在对未来发展趋势进行分析和预测的基础上，采取扩大、缩减产品组合以及产品延伸等方式，对现有产品组合进行适时调整，以生产与销售尽可能多的社会需要的商品。因此，产品组合重组是实现企业去库存的基本途径；基于顾客价值需求的企业产品的不断创新是实现企业去库存的直接驱动力；优化产品组合结构、增加有效供给是企业去库存改革的目的。从产品角度出发，产品销售收入增长率和单位产品的变动成本降低率可作为考核企业去库存改革绩效的核心财务指标。

2. 去杠杆是企业供给侧结构性改革的切入点和出发点。去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板等供给侧改革的各项内容不是各自独立的，而是相互联系、相互影响的一个严密的逻辑整体。企业供给侧结构性改革相关内容的内在逻辑关系如图所示。

从融资的角度来看，企业的预算约束要受到企业的资本结构（或产权结构）的制约。目前需要去杠杆的国有企业所存在的预算软约束现象正是由其特



企业供给侧结构性改革相关内容逻辑关系图

有的资本结构（或产权结构）造成的。其主要成因如下：一是由于国有企业的负债主要依赖于银行贷款，而我国银行体制改革还比较滞后，银行对其债权的管理不严且管理能力有限，国有企业所特有的产权制度使银行贷款对企业经理人员的行为约束有限；二是由于国有股权缺乏终极意义上的委托人，导致股权单一化的国有企业存在严重的内部人控制。因此，作为拥有国有企业实际剩余控制权的内部经理人，必然会从自身利益出发，采取诸如增加在职消费、过度投资等损害股东利益以及转移债权人收益、投资不足等伤害债权人利益的道德风险和逆向选择行为。而要控制经理人的道德风险和逆向选择行为，降低由于企业产权结构不合理所带来的交易成本，就必须构建强有力的预算约束机制。这就要求企业除了要有合理的产权制度安排，还需要建立和完善对内部人的约束监督机制。企业去杠杆的实质就是调整优化企业的资本结构（或产权结构），完善公司治理机制，解决企业存在的预算软约束问题，提高公司的治理效益。科学合理的资本结构（或产权结构）一方面使企业能够最大限度地获得财务杠杆正效应，取得负债经营的最大好处；另一方面也使企业能够最大限度地降低由于产权结构不合理、公司治理机制不完善所产生的过高的交易成本。

从投资的角度来看，企业产权制度安排是影响其投资决策效率和效益最核心的因素。企业对投资方向、投资方式、投资时机的选择以及在不同产业或不同业务领域投资额的分配等，在一定程度上体现了企业的产权制度安排。需要去产能的国有企业之

所以产能严重过剩，根源在于其拥有容易引起内部人控制的特有的产权结构。如：拥有剩余控制权的企业经理人为了自身利益而偏好具有短期效益但长期效益不佳的投资项目，或者不考虑投资效益，片面追求企业规模的扩张而进行过度投资、重复投资，从而导致企业产能严重过剩。所以，企业去产能问题实质上就是对过去投资决策所形成的存量资产，尤其是固定资产进行重新优化配置的问题。而不论是对过去投资决策所形成的存量资产，还是对未来投资决策所形成的增量资产进行优化配置，都必须以企业拥有科学合理的资本结构（或产权结构）和完善的公司治理机制为前提。由此可见，通过调整优化资本结构使企业投资决策更为科学合理，是优化企业资产结构的前提条件。企业资产结构的优化配置加速了资产的周转速度，降低了企业的成本，尤其是由于固定资产的合理配置降低了企业所生产产品的固定成本。

从生产经营角度来看，企业在哪些产业或者业务领域从事生产经营活动、所生产的产品类别以及各类产品生产规模的大小等取决于企业对各业务或各类产品进行生产性投资规模的大小。需要去库存的国有企业之所以某些产品严重过剩，其根源在于过去对该类产品的生产进行了盲目的过度投资而导致生产规模过大。因此，依赖于科学的投资决策使企业在不同产业、不同业务或不同产品领域进行合理投资所形成的资产配置结构的科学化、合理化，是优化企业业务组合和产品组合结构的前提条件。只有这样，企业才能减少低端（或无效）供给，增加中高端（或有效）供给，使企业所生产的各种不同产品或服务的数量与消费者对各种不同产品或服务的需求数量相匹配。对任一产品而言，产品设计、生产、交付乃至售后服务都要以所服务的目标顾客对产品的价值需求为出发点。这样不仅能使企业在保持一定竞争力价格的基础上增加产品的销售量，还能够降低单位产品的生产成本，尤其是降低单位产品的变动成本。产品销售收入的提高和单位产品变动成本的降低使产品销售息税前利润率得到稳步提升。

进一步建立和完善有关投资者权益的保护、金融市场以及经理人市场等相关法律法规制度，构建科学长效的政府官员业绩评价机制，进一步提高政府的工作效率以及加大对各类市场的监管力度，力求为企业供给侧结构性改革提供良好的外部宏观治理环境。微观层面的企业产权制度、内部治理机制、投资决策机制、产品生产技术以及产品生产经营模式等的创新和完善则是促进企业供给侧结构性改革取得成功、提高全要素生产率的直接驱动力。

一定时期内反映企业可持续增长能力的股东权益报酬率的增长可作为衡量该时期企业供给侧结构性改革成效的定量考核财务指标。而一定时期内企业股东权益报酬率的增长正是去杠杆所导致的杠杆收益率提高和交易成本下降，去产能所导致的资产周转率提高和固定成本下降以及去库存所带来的产品销售收入增长和变动成本下降三者综合作用的结果。它们之间相互作用、相互影响的关系可用以下公式体现：

总资产报酬率=总资产周转率×产品销售息税前利润率

股东权益报酬率=[总资产报酬率+（总资产报酬率−负债利息率）×杠杆比率]×（1−所得税税率）

综上所述，只有首先通过去杠杆优化企业资本结构和完善公司治理机制，然后才能通过投资决策的优化使企业的资产结构和产品组合结构得到优化，最终才能实现企业所生产的产品或服务的数量和结构与消费者对产品或服务需求的数量和结构相匹配。可见，去杠杆是企业供给侧结构性改革的出发点和切入点，在企业供给侧结构性改革体系中处于极为关键的地位。

三、企业去杠杆方法的选择

企业供给侧结构性改革的首要任务是去杠杆，企业去杠杆的方法主要有三种：通货膨胀去杠杆；通过家庭加杠杆实现企业去杠杆；通过不断提高股东权益报酬率，促进企业可持续增长以实现去杠杆。

1. 通货膨胀去杠杆。这种方法的基本逻辑思路是：通货膨胀增加了企业盈利，使净资产得到增长，提高了企业的偿债能力，进而降低了企业的资产负债率。运用该方法可使企业在债务名义价值不减少的条件下，通过增加分母（资产总值）来降低资产负债率，稀释债务负担。该方法实际上是一种收入再分配过程，即通过货币幻觉把财富从债权人向债务人转移，降低后者的债务负担。但对需要去杠杆的国有企业而言，这种方法缺乏可行性，其原因在于：一是实施该方法会严重伤害债权人的利益，促使企业未来债务融资的成本急剧上升。尤其是对于目前债务融资十分困难、具有低负债率和轻资产特征的中小型技术创新型企业而言，其将来进行债务融资的成本将进一步上升，债务融资的难度进一步增强。二是

对于高杠杆率的国有企业和房地产企业而言，如果通过信用扩张来推升膨胀，在信贷和作为抵押物的重资产、房地产等紧密相连的背景下，信贷扩张的结果可能会刺激泡沫被进一步吹大，杠杆率不降反升。

2. 通过家庭加杠杆实现企业去杠杆。这种方法的基本逻辑思路是：通过提高家庭的负债率来推动消费需求的增长，消费需求的增长使企业盈利增加，企业的净资产得到增长，提高了企业的偿债能力，进而降低了企业的资产负债率。这种观点看似很有道理，但目前仍不具备可行性，其原因在于：杠杆主要加在收入较低的家庭，而高收入的家庭因现金流较为充裕，举债消费的意愿较低，从而造成家庭收入分布与杠杆高低错配。而且，收入和债务的结构性错配可能会导致系统性金融风险。比如：美国次贷危机的源头就是低收入家庭通过高杠杆参与房地产市场，低收入家庭加杠杆既是房地产泡沫尾端的推动者，同时也是泡沫破裂后的主要受害者。

3. 通过不断提高股东权益报酬率，促进企业可持续增长以实现去杠杆。这种方法的基本逻辑思路是：要从根本上降低企业的负债率，就必须持续提升企业净资产的增值能力，而要提升净资产的增值能力，就必须从特定企业的资产和权益两个层面出发，不断优化资本结构、资产结构和产品结构，提高企业产品的销售息税前利润率、总资产报酬率，并在风险可控的条件下发挥财务杠杠的正效应，最终提高企业的股东权益报酬率。只有这样，才能使企业的净资产保持可持续性增长，最终达到去杠杆的目的。

仅从企业权益的角度出发，运用债转股、鼓励社会资本积极参与债转股、持续加快企业股权融资、打通融资通道等方式，优化企业资本结构、降低企业资产负债率只能达到短期去杠杆的效果。而要实现根本意义上的企业去杠杆，除采取上述优化企业资本结构、降低负债率的措施外，还必须积极推动企业兼并重组，鼓励不良资产证券化等业务的开展，以盘活企业的存量资产；同时，通过加强基础理论和应用技术的创新研究，提高新产品创新率；通过加强国际市场开拓、采取全球化战略等，提升企业产品的竞争力需求。可见，通过优化资本结构，降低资产负债率只是使企业实现了短期去杠杆，是企业供给侧结构性改革的切入点和出发点；而只有成功的企业供给侧结构性改革所带来的企业股东权益报酬率的提升，才是企业去杠杆的根本保证。因此，不断提高股东权益报酬率，促进企业可持续增长是从根本上实现企业去杠杆的唯一正确选择。

此外，企业去杠杆应坚持市场化原则。比如：在选择债转股国有企业时，那些产能严重过剩、库存严重过多、产品服务过于落后还占据大量信贷资源的“僵尸企业”，不应列入债转股企业名单。只有坚持市场化标准，才能避免债转股操作中的道德风险，防止国有资产流失和银行不良贷款增加。债转股是供给侧结构性改革下企业的一项重要产权制度创新。只要符合债转股的市场条件，不论是国有企业还是民营企业，都应一视同仁纳入债转股企业名单。

主要参考文献：

贾甫. 供给结构失衡、信贷约束扭曲与金融改革[J]. 财经科学，2016(10).

彭文生. 为什么房价不跌难以去杠杆?[J]. 财经，2017(6).

党印. 供给侧改革拷问公司治理[J]. 董事会，2016(6).

单蕊，关八一. 供给侧改革背景下可比产品降成本因素分析[J]. 财会月刊，2017(25).

周文渊. 资本从“脱实入虚”到“脱虚入实”[J]. 财经，2016(36).

孙亮，石建勋. 中国供给侧改革相关理论探析[J]. 新疆师范大学学报(哲学社会科学版)，2016(3).

谭洪波. 供给侧改革中“去”工业与“补”服务业的统筹[J]. 江西社会科学，2017(9).

权飞过，王晓芳. 供给侧结构性改革与金融创新选择[J]. 财经问题研究，2017(1).

张先治. 高级财务管理[M]. 大连：东北财经大学出版社，2015.

张先治，陈友邦. 财务分析[M]. 大连：东北财经大学出版社，2014.

作者单位：广西科技大学西部地区产业与城市发展研究中心，广西柳州 545006