

退出是市场发挥决定作用重要环节

张晓晶

国家金融与发展实验室 副主任

面对近期不断出现的债券违约、企业破产，市场上开始弥漫着一种紧张的气氛，表现出一种极度的不适应。尽管对于债券违约的蔓延和传染要保持警惕，但不能因此“阻止”违约或破产发生。事实上，以违约、破产方式完成的退出，是市场出清的必要步骤，是风险缓释的正常过程，更是打破刚兑、让市场发挥决定性作用的重要环节。

退出障碍成为诸多问题与风险积累的重要根源

改革开放 40 年，也是市场经济大发展的 40 年。对于市场经济的规则和逻辑，我们从认识、了解到遵循，经历了一场“洗礼”。从这个意义上，市场经济不啻是一场深刻的教育。然而，对于发展了几百年的市场经济而言，我们这几十年的市场经济“教育”还显得不足，对市场机制的认识也还比较片面，较为典型的是对退出机制还缺乏真正的理解。

中国的哲学，大体上是入世的。对于“出世”或所谓“退出江湖”，总觉得是一种消极的态度。如果以这种人生哲学来比照市场经济，就会看到，对于如何进入市场、如何攻城略地占领市场，往往褒扬有加；而对于破产清理、退出市场、放弃“阵地”，则往往缺乏相应的心理准备，当然更加缺少的是整个社会对于退出的理解和支持。

由此，退出在中国变成一件很困难的事情，也是非常“没有面子”的事情。很多国有企业，是典型的能进不能出。即使变成了僵尸企业，也还要“赖”在那里，并且是出于各种高大上的理由（比如社会稳定之类），需要银行进一步来输血。再比如，政府实施救助积极但退出却困难。本轮危机以来，各大主要经济体都有政府救助。如美国政府向汽车巨头提供援助贷款，造成部分国有化。但企业恢复一定的盈利能力后，政府就会主动退出。退出安排可以说是救援计划的一个有机构成。在中国，政府也通过注资等方式实施救助，但往往缺少退出的安排，以致深陷其中，并可能造成一定程度上的“国进民退”。

事实上，自由进入和退出，是市场经济的一个必然要求。没有退出，就没有新旧的循环，没有新旧的循环，这个系统就会退化，就会老死。生命体如此，经济体也是如此。没有自由进入和退出，也就不可能产生有效的市场定价机制，进而也就不可能形成资源的优化配置。这就是为什么，我们强调退出机制是市场发挥决定性作用的一个重要环节和重要的实现机制。

退出难，根子在体制上。当前国有企业与地方政府部门是去杠杆的重点，是最难啃的骨头，原因就在于它们的退出难。国企与地方政府的共同特点是：都享有软预算约束和隐性担保这一“结构性优势”，从而加杠杆易、去杠杆难。国企与地方政府既承担了经济建设的任务也还有重要的社会性功能，从而可以享受中央政府的隐性担保；国企与地方政府的软约束问题一直没有得到实质性的解决，从而在扩张的

时候可以无所顾忌。这两个问题的存在，使得这两个部门的杠杆率配置未能从效率角度出发，也未能充分考虑效率与风险之间的匹配。

因此，杠杆之困不过是体制之困的一个镜像而已。只进不出或退出障碍，可以说是当今诸多问题与风险积累的重要根源。

债券违约、企业破产重整是正常的退出机制

2018 年以来，债券违约案例显著增加，这一方面是由于进入偿债高峰期，另一方面是经济去杠杆与金融强监管带来的再融资渠道受阻。鉴于债券违约频现，市场上出现了一定的紧张情绪，甚至一度被认为再这样下去会出现“金融恐慌”。

违约破产，这在成熟市场经济中司空见惯，是市场出清的必然选择。只有通过可控的风险缓释过程，才能有效避免系统性风险的形成和爆发。从长远看，这有利于建立合理的风险定价体系，提升金融市场的资源配置效率和市场的健康发展。对于中国债券市场而言，违约是走向成熟的必经阶段，通过违约事件的信用风险暴露，也有利于有序打破刚性兑付，建立起市场化、法治化的风险分担机制和违约债务处置机制。没有健康的退出机制，市场定价就是扭曲的，而由扭曲的价格所指引的资源配置也会是扭曲、低效甚至是无效的。

如果仅从违约破产角度来衡量我国市场经济发育程度，可以说当前的违约破产案例不是太多了，而是太少了。国际比较看，市场经济越发达的国家，破产数越多；市场经济越不发达的国家，《破产法》适用就越少。2016 年，英国破产案例是 1.8 万件，德国 2.2 万件，法

国 5.6 万件，日本 10.2 万件，美国 79.5 万件。而中国 2016 年才只有 5000 多件，2017 年也还不到 1 万件。根据世界银行 2017 年的各国营商环境排名，全球 200 多个国家，中国目前排在 78 位，其中一个重要影响因子是企业破产处理的程度。

有了以上对于退出机制重要性的认识，对于债券违约与企业破产重整，就不会有抵触情绪，更不会有恐慌情绪；相反，对于市场清理机制的发挥作用要欢呼才对。

完善退出机制是存量改革的必由之路

改革之初，我们是以“进入”的方式来推进增量改革(或渐进式改革)。无论是私营经济、乡镇企业还是外资企业的进入，都是在传统计划经济和国有经济一统天下的格局中，打开一片新天地。“进入”带来了新鲜的血液，为传统体制注入了新的活力。40 年后的今天，尽管我们仍然需要有新鲜力量的进入，但同时，我们不得不认真考虑从增量改革到存量改革的转换，并进而要考虑，以什么样的方式来实现存量改革。退出可以说就是存量改革的基本实现方式。没有退出，僵尸企业的资本存量就会不断积累；只有退出，才能逐步减少无效的资本存量，从而迈向高质量发展。因此，对于当前的退出机制，需要从改革开放 40 年这样更长时段、更高站位来看。也正因为如此，完善退出机制既是发挥市场决定性作用的重要环节，也是未来存量改革的重要实现机制。

首先，加快推进僵尸企业的清理。从债券违约来看，尽管已经有

了一些退出，但主要还是民营企业，国企退出还较少。下一步，需要加快推进国有僵尸企业的清理。这是去杠杆的基本途径。毕竟，目前国有企业债务占到整个企业债务的六成左右。企业去杠杆的重点在于国企，国企业去杠杆的重点在于僵尸企业。

其次，逐步推进地方政府的破产重整。尽管按现行的体制，我们还做不到像美国那样让地方政府破产。但是，我们可以通过必要的重整程序，给地方政府形成压力和硬约束，取消中央政府的隐性担保或兜底。这一点，实际上在《地方政府性债务风险应急处置预案》中已有所体现。《处置预案》规定，地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央实行不救助原则。市县债务管理领导小组或债务应急领导小组认为确有必要时，可以启动财政重整计划。在重整计划中，特别指出，可以处置政府资产；指定机构统一接管政府及其部门拥有的各类经营性资产、行政事业单位资产、国有股权等，结合市场情况予以变现，多渠道筹集资金偿还债务。上述举措已经揭示出了相当完备的政府破产重整流程。唯其如此，地方政府才可能遏制举债的冲动，而投资者才可能以市场化原则判断地方债的收益和风险，在市场化定价的原则下，很多实力不足的地方政府将失去举债的能力。

第三，适时推出《个人破产法》。个人破产制度让经营失败的个体户、农户和企业家更好地了结过去，重新开始，从而更好地处置和清理整个社会的债权债务。随着市场经济的快速发展，个人及家庭参与炒股、炒房、信用卡和贷款消费、大额透支造成个人资不抵债的情

况时有发生。由于缺乏《个人破产法》，个人资不抵债后，往往出现债主想方设法苦心追债、债务人如惊弓之鸟四处跑路的情况。如果有了《个人破产法》，债务人在资不抵债情况下，就可以依法申请破产保护，在生活受到极大限制、个人声誉受损的条件下，债务可以得到一定免除，并得到重新做人的机会。从这个意义上，《个人破产法》实际上是对债务人的一种保护。从破产实践看，国际上个人破产案件的数量增长迅速，在整个破产案件数量比例上，个人破产占了绝大部分。因此，可以考虑适时推出《个人破产法》，补充完善我国只有企业破产未涉个人破产的“半部破产法”。