



“搭便车理论”据说最早由美国经济学家奥尔森在《集体行动的逻辑》中提出，但也有学者认为首提者不是奥尔森。其实此理论由谁最早提出并不重要，重要的是“搭便车理论”到底是不是科学的理论。上周我在本专栏写了《用事实验证理论》，这里就用事实对“搭便车理论”作验证吧。

这几天我查阅文献，发现不同学者对“搭便车”概念有不同的解释，但各种解释的含义大同小异。大致是说：有人未支付成本却获得了由他人支付成本所带来的收益，或者支付较少成本，获得了与自己支付成本不对称的更多收益，而由于这种“搭便车”现象的存在，往往导致市场失灵。读者也可将“搭便车”理解为“坐享其成”，当然不完全准确，而意思差不多。

经济生活中真有“搭便车”这回事么？从研究经济规律的角度看，我认为不可能存在；可不少经济学家却认为存在。下面是学界为证明存在搭便车常举的例子，让我择要列举：

案例一：某交通路口由于没有红绿灯，交通十分拥堵。现在已知安装红绿灯的成本为5万元，一年有1万辆车通过。这样，假设车主每人肯出5元钱，便可安上红绿灯，而安

上红绿灯后每个车主皆可节省10元堵车成本。显然，安装红绿灯是有效率的选择。可是有的车主却不肯出钱，而等别人出钱安装红绿灯后他也跟着受益，于是出现了搭便车行为。

案例二：某公司员工希望加工资，雇主置若罔闻、迟迟不予理睬。无奈之下，工会决定组织罢工逼雇主就范。工会发出动员后，多数员工参加了罢工，而有个别员工未参与罢工。后来举行了罢工，雇主答应了员工加工资的要求。结果不仅参加罢工的员工加了工资，那些未参与罢工的员工也加了工资。有学者说，后者搭了前者的便车。

案例三：某寺庙起初只有一个和尚，那个和尚每天自己挑水吃；后来又来了一个和尚，于是两个和尚一起抬水吃；过了不久第三个和尚来了，结果三个和尚却反而没水吃了。想来

# 搭便车是个假问题

□ 王东京

有趣，这本来是中国民间的一句俗语，不知经济学家为何会将此作为搭便车的证据。而且解释说，由于每个和尚都指望别人挑水而自己不劳而获，人人都想搭便车，所以才导致三人都没水吃。

案例四：甲乙两人相邻而居，甲从保险公司购买了房产保险，乙未购买保险；某一天乙的房子发生了火灾，请问保险公司要不要救火？若不救，火势蔓延会烧到甲的房子；要是救，那么甲会想，既然不买保险保险公司也救，何不让别人买保险而自己搭便车？如此一来，救火反而会令保险公司少卖保险。

读者是否觉得以上案例能证明“搭便车理论”成立？我可不这样看。若用事实作验证，它们皆是而非。如案例一的红绿灯，这例子无非想证明公共品的存在会导致搭便车。要知道，红绿灯的例子是由穆勒1848年提

出的“灯塔”演化而来，穆勒当年举灯塔的例子，是证明公共品消费不排他，既无法收费，也无法定价，所以灯塔需政府提供。这是说，政府提供灯塔并不是为了避免有人搭便车，而是私人不投资公共品。

从验证的角度看，我认为案例一不成立是因为让车主出钱安装红绿灯的“假设”不真实。我说过，验证理论首先要看“假设”是否是事实，若“假设”不是事实，推断则无法验证。请问读者，不论中国外国，你们有谁见过红绿灯是由车主出钱安装的呢？如果谁都没见过，那么案例一的“假设”就是学者虚构出来的。“假设”不真实，推断当然不足为信。

再看案例二。罢工的例子是要证明集体行动会导致搭便车。此例子的假设是：有人参加罢工而有人不参加罢工；而推论是罢工后雇主给员工都加了工资。在我看来，案例二的“假

设”是事实，但推论却不是事实。事实是，雇主是否加工资取决于企业对员工的需求，而不是看员工是否参加了罢工。

我所知道的，中关村就曾有公司员工集体罢工要求雇主加薪，并表示不加薪就辞工走人。可雇主只同意给部分员工加薪而不同意给所有人加薪。你道为什么？因为有些员工市场供给充足，可随时找到替代。相反，有的员工虽未参加罢工雇主却给加了工资，读者不要以为这些员工是搭了罢工者的便车。雇主不蠢，真正的原因是这类员工供给稀缺，雇主不希望他们辞工。

案例三是说私人品也会出现搭便车。我认为这完全是个虚构的例子，假设和推论皆非事实。一个和尚自己挑水吃，但两个和尚未必一定抬水吃。当年在人民大学念书时两人合住一屋，可同学们打开水要么各自

打，要么轮流打，不会一瓶开水两人一起打。再有，“三个和尚没水吃”的推论也不是事实，我曾到过一些规模较大的寺庙，里面和尚肯定不止三个，可从未听说有哪家寺庙和尚没水吃，说明寺庙中并不存在搭便车的事。

案例四也是讲私人品，不过错得更离谱。甲购买保险而乙未买保险，乙发生火灾会危及甲的房产安全，保险公司当然要救。可若说保险公司给乙救火会导致甲想搭便车而不再买保险，这推论绝对是错的。买保险与不买保险的区别在于：前者发生损失保险公司赔偿，后者发生损失保险公司不赔偿。甲要是需要保险公司赔偿怎么会不买保险呢？

分析至此我的结论是，搭便车是个假问题。虽然人们会有搭便车的想法，但想法归想法，真实世界不可能容许这现象存在。天下没有免费午餐，只要不限制竞争，没有人可以长期搭便车。也正因如此，我认为经济学者不应在这话题上白费工夫。



## 去产能中的债务风险积极化解

□ 潘文轩

### 高度重视去产能中的债务风险

近年来，我国加快推进去产能并取得了初步成效，促进了产业结构调整与资源配置优化。然而，在去产能的过程中，由于限产、减产、停产、重组等原因，产能过剩企业面临不同程度的经营困难，财务状况恶化、现金流更趋紧张，无法及时偿还到期债务。一些资不抵债企业的破产倒闭，使银行直接面临坏账损失。由于产能过剩行业债务规模大，总负债接近9万亿元，如发生大范围的债务清偿危机，会给金融稳定带来较大负面影响。

自2016年以来，钢铁、煤炭等产能过剩行业的债务违约事件频发，呈现出数量众多、增长较快的特点。其中，部分事件所涉金额还相当庞大且债权人也较多，成为影响当地金融、经济健康发展的一大风险隐患。特别值得注意的是，由于产能过剩行业融资中的担保行为较多，如大中型企业互保、小型企业联保、上下游企业担保、集团公司内部隐性互保等，交错复杂的担保关系网使债务风险的传染性显著加大，极易引发债务违约的“多米诺骨牌效应”。另外，在陷入经营危机、濒临破产的民营企业中，还出现了不少企业主逃债的现象，更是加剧了市场恐慌、扰乱了金融秩序。

可见，当前产能过剩行业的债务风险问题较为突出，在某些行业和部分地区，债务风险已呈现出高度集聚的状态。如对此处置不当，不仅会导致产能过剩行业债务违约的大规模爆发，还会波及金融机构及其他众多行业，甚至可能发生区域性、系统性的金融风险。这不能不引起我们的高度重视与警惕。

### 优化调整现行政策，避免去产能债务风险不当扩大

尽管产能去过程中相关行业债务违约的增加有其客观必然性，但从近期我国产能过剩行业债务风险上升、违约事件频发的成因看，除了客观规律性因素外，也有不少现行政策方面的原因。

一是去产能方式不当。近两年来，各地去产能的力度较大，不少地方政府制定了去产能的约束性指标并层层下达落实。某些地区还对目标层层加码，出现了去产能过度化的趋势，加剧了产能过剩行业的债务风险。在具体执行中，一些基层政府将去产能简单理解为压缩产量、减少产能，过于偏重“量”上的压减；有时为完成规定指标，过多采用了行政指令方式，甚至脱离实际不加区分地实行“一刀切”。这导致不少经营状况尚可的企业尤其是中小民营企业被“误伤”，导致债务风险骤升。

二是银行信贷过度紧缩。为配合去产能，各商业银行全面收紧了对产能过剩行业的信贷政策，大幅压缩授信额度、严格控制贷款发放，一些银行还实行了停贷和抽贷。钢铁、煤炭、水泥等主要产能过剩行业的贷款已连续两年负增长，资金链普遍吃紧。不少企业为缓解资金短缺，转而通过发债、民间借贷等途径融资，进一步推高了融资成本和债务风险，并导致整个资金链条更显脆弱。

三是政府弱化刚性兑付。近一时期，政府为确保去产能的成效，对企业债务违约的容忍度上升，更倾向于利用市场化手段予以处置，对债务违约的救助责任趋于弱化。由此，债务风险更加高度集中于产能过剩行业，出现了“债务风险上升—获得贷款难度增加—寻求其他途径融资—推高融资成本—债务风险进一步加大”的恶性循环。

为此，有必要对现行相关政策加以适当优化调整，避免产能过剩行业债务风险被不当扩大：首先，去产能的方式应更加科学合理。不能单纯从数量上评价与考核去产能的成效，要更精准地识别去产能对象、防止盲目扩大去产能范围；还要充分考虑地方对去产能的实际承受力，采取循序渐进的推进方式，避免因力度过大导致部分地区压力和风险在短期内过度集聚。其次，信贷政策需更好体现有扶有控、区别对待，不能简单“一刀切”。对于已经完全失去清偿能力的“僵尸企业”应坚决停贷以避免风险进一步扩大，而对于骨干企业、有发展潜力的企业，仍应满足其合理的融资需求。可研究通过一定的激励机制鼓励和引导商业银行践行绿色信贷标准，为产能过剩企业技术改造、设备更新提供更针对性的信贷支持。再次，适当加强政府

在债务处置中的财政责任。考虑到相关市场机制尚不够成熟等因素，在当前产能过剩行业债务处置问题上，各级政府不宜过度“甩包袱”交给市场解决。适当运用财政资金为不良债务买单，有助于稳定市场情绪、减轻企业与金融机构的风险压力。

### 划分三种债务形态，分类施策降低债务风险

对于通过破产途径清偿的债务，重点是将债务损失的不良影响降至最低限度，相应的对策措施为：第一，在法院为产能过剩行业专门设立破产处置绿色通道，借鉴日本经验建立过剩设备交易市场，尽可能减少破产清算企业资产处置中的税费及其他制度性交易成本，促进抵债资产顺利、公允处置；第二，地方政府设立“僵尸企业”债务清理专项基金，对于资不抵债差额巨大、影响本地金融稳定的破产企业，对其债权人给予一定的补贴以减少经济损失；第三，充分落实并研究适当放宽金融机构坏账损失税前扣除的政策，减轻坏账对金融机构的冲击。

对于兼并重组后债权人发生转移的债务，最主要的是增强重组后企业的债务偿还能力，为此：要鼓励和支持资金实力雄厚、债务率较低的企业实施并购，并给予其财税、土地等方面的政策优惠与支持；引导商业银行在风险可控条件下为兼并重组企业提供并购贷款，缓解兼并重组的融资难问题，进一步放宽对并购贷款的限制；成立债权人委员会，由债权份额较大且有较强协调能力的银行作为委员会主席单位，统筹协调处理债务相关问题；综合采用债转股、分期偿付、财政补贴、发行优先股、产业基金等方式提高企业重组后的债务偿付能力。

对于由原企业继续承担偿付责任的债务，关键是建立合理的债务风险分担机制。首先，就企业自身而言，在改善经营的基础上要优化融资结构、加强债务管理，制定合理的偿债计划。对于面临短期资金困难但长期发展前景较好的企业，可与债权人、股东在平等协商基础上实行债转股。其次，从商业银行角度看，可采取贷款展期、分期偿还、调整还款计划、减免部分贷款等多种手段，适当缓解企业的短期偿债压力；积极创新信贷方式，如对于应收账款较多但回收困难的企业，可提供应收账款质押贷款等；用好核销政策，加快产能过剩行业不良贷款核销进度；在风险可控前提下，还可通过贷款证券化途径分散金融风险。再次，对于各级地方政府，应支持银行向资产管理公司打包转让不良贷款，使银行风险适当向外释放；要牵头建立健全产能过剩企业、商业银行、资产管理公司等债务相关方的沟通协调机制，及时处理和化解由债务引发的各种矛盾；同时，还要严厉打击故意逃废债务的行为。最后，在中央层面，需进一步完善针对产能过剩行业的债务风险监测，促进发改委、财税、金融、工信、行业协会等部门的信息共享，提高预警的及时性和准确性；对债务风险集中、地方财力较弱的省区给予必要的财政专项转移支付，帮助地方渡过难关。

## 治理金融企业参与地方建设投融资乱象

### 核心阅读

金融企业参与地方建设的投融资乱象是地方政府隐性债务堆积的重要助推因素。为打赢防范化解重大风险攻坚战，必须大力整治金融企业对地方政府和国有企业的各类投融资乱象，从资金来源渠道发力，铲除隐性债务堆积的温床。

### □ 封北麟

金融企业参与地方建设的投融资乱象是地方政府隐性债务堆积的重要助推因素。地方政府的各类违法违规融资和变相举债是我国地方政府隐性债务的重要根源。地方政府为规避法律、法规以及政策约束，在金融企业的协同下，运用各类金融工具，安排复杂交易结构，嵌套多层债权债务关系，达到隐藏地方政府违法违规举债、变相融资的目的。其典型形式包括地方政府融资平台公司获得的各类委托贷款与信托融资、政府或国有企业“劣后”的分级投资引导基金、不合规的政府购买服务、带回购条款或保底承诺的政府与社会资本合作以及借道国有企业或事业单位的各类其他融资等。地方政府要完成这一系列的复杂融资结构设计和金融交易，没有金融企业的专业支持，很难实现。

地方政府违法违规融资和变相举债的主要资金来源渠道就是银行理财资金以及信托、证券、基金、保险机构等非银金融机构开发的各种非标类资管计划，而这些资管计划主要投资于信托贷款、委托贷款、收/受益权、私募债权、带回购条款的股权性融资等。通过估计非标资管计划的规模及其主要资金流向，可以大致推断这一类地方政府隐性债务规模。根据中国证券投资基金业协会在线数据显示，2017年四季度末，我国券商非标投资规模约为11.38万亿元，基金公司非标投资约为6.35万亿元，信托公司非标规模（银信合作+信政合作+私募合作）约为7.46万亿元，银行理财产品非标投资规模约为4.79万亿元，保险机构非标投资约为5.995万亿元，非标投资总规模合计约为35.975万亿元。由于非标投资资金主要流向房地产企业、地方政府投融资平台、“两高一剩”产业以及“双创”领域，其中投资到地方政府融资平台的比例大概在16%—26%之间。可以推算，地方政府通过金融企业违法违规融资和变相举债的规模。

当然，在如此庞大的地方政府隐性债务背后，潜藏着金融企业最大最切实的利益：通过捆绑住地方政府与国有企业这两大“安全资产”，融入政府信用背书，将原本应当由金融企业承担的风险损失转嫁给了地方政府，实现了“无风险”收益的最大化。然而，由于此类隐性债务多发生于政策法律意识淡薄且融资能力有限、但融资需求巨大的基层政府，这些基层政府的隐瞒不报以及债权债务关系的不直接、不公开透明，导致债务通常难

以得到及时有效的风险揭示与处置，积弊良久而埋下了巨大的财政与金融风险。因此，治理此类地方政府隐性债务必须从金融企业入手，从资金来源渠道发力，才能有效抑制乃至根除地方政府违法违规融资的温床。

坚持“穿透”原则强化资本金审查与底层资产管理，规范金融企业参与地方建设的投融资行为。地方政府“隐性”债务的重大风险在于这一部分债权债务关系的不公开、不透明，财政金融风险被隐匿，集中表现为金融企业参与地方政府违法违规融资项目的“高杠杆”风险以及相应配套设计的结构化融资安排的严重错配风险。

在经济高速增长长期，杠杆风险往往被掩盖，不容易暴露出来。但是，一旦经济增速明显回落，杠杆风险必将迅速凸显。根据国际清算银行数据，我国非金融部门债务负担率（债务余额/国内生产总值GDP）、非金融企业部门、家庭部门负债率与非金融部门偿债率（债务本息偿付/收入）呈现持续上升趋势，至2017年三季度末，分别达到256.8%、162.5%、48%和20%。我国非金融部门债务负担率高于新兴市场国家143.2%的平均水平，也高于美国的250.9%。因此，“积极稳妥去杠杆，控制债务规模”是当前深入推进“三去一降一补”供给侧结构性改革的重要内容，也是防范化解重大风险的关键内容。

然而，在近年金融企业参与的地方政府违法违规融资项目中，由于一些金融企业的有意放水、推波助澜，存在国有企业与政府的“高杠杆”融资行为，例如以“承诺回购社会资本方的投资本金、承担社会资本方的投资本金损失、向社会资本方承诺最低收益、回购劣后级份额”等为典型模式的“明股实债”，以“公益性资产、储备土地、小股大债”等为代表性做法的违规出资或出资不实，以“股东借款、借贷资金”等为主要方式的债务性资金出资等等，显著推高了以国有企业为主的社会资本方以及地方政府的“杆杆率”，极大加剧了国有企业、地方政府、金融企业的违约风险和流动性风险。这些现象充分说明，在金融企业参与的一些地方政府投融资项目中，杠杆融资功能被发挥到了极致，积聚了巨大的杠杆风险。

除“高杠杆”风险之外，在金融企业参与的地方政府投融资项目中，还存在严重的错配风险，突出表现为期限错配与过度集中风险。一些金融企业为了规避信贷规模限制、降低资本消耗和风险拨备监管压力等因素考

虑，将理财资金通过购买信托、券商、基金、保险等机构设立的资产管理计划投资非标资产，间接为一些处于政策限制行业和领域的“优质”客户（例如地方政府融资平台公司、“两高一剩”国有企业）提供融资支持。在这一过程中，当理财资金期限较短而底层投资项日期限较长以及理财资金预期收益与项目投资回报不能合理匹配时，资管产品通过设立具有“滚动发行、集合运作、分离定价”特征的资金池强行抹平了资金来源与资金运用的时间错配和成本—收益错配以此满足特定政府投资项目的融资需求，一旦出现项目经营不善或投资失败导致现金流断裂极可能引发系列连锁反应，潜在风险巨大。此外，为满足政府投资项目的大额融资需求，金融企业往往通过设立多个理财产品或资管产品对应单一投资项目，变相突破投资人数限制或者其他监管要求，人为制造了较高的集中度风险。

加强监管统筹协调，实现对地方政府违法违规融资监管的“全覆盖、零容忍”。随着我国金融业的快速发展，经济金融化的特征已经十分明显，这充分反映出我国社会资源配置程度的显著提高，金融对实体经济的全面渗透与互动已经相当普遍和深入。我们应高度警醒金融风险与实体经济风险的相互传导叠加也由此变得更加紧密与剧烈。其中，财政风险的金融化与金融风险的财政化是其最集中的体现。当前，金融企业已经全面介入到地方政府的投融资活动中。从地方政府债券的定价、发行与流通，到政府与社会资本合作、政府投资基金的设立与运作，再到城投债、项目收益债等“类政府债”的发行与流通，从不缺少金融企业的身影，而且发挥了极为重要的作用。财政与金融的联系已经密不可分。因此，在处置地方政府违法违规融资和变相举债、防范化解重大金融风险的过程中，财政部门与金融部门的协调配合必不可少。

从资金需求侧，财政部近年通过立法明确地方政府债券是地方政府唯一举债融资方式，从加强地方政府债务限额管理、预算管理、应急处置机制建设以及日常监督管理等方面规范了地方政府的投融资行为，取得了遏制地方政府违法违规融资和变相举债的阶段性胜利。但是，在资金供给侧方面，此前一直没有进行过系统性地规范，这也正是财政部出台《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号）的背景。同时，还需要金融监管部门和金融企业自身积极协调配合、强化内控，实现监管的无缝对接与全覆盖，从资金源头遏制地方政府违法违规融资和变相举债行为。

