

# 中国僵尸企业的分布特征与分类处置

黄少卿, 陈彦

**[摘要]** 基于一种综合方法,本文对中国工业企业和上市公司中存在的僵尸企业予以识别。结果表明,2001—2007年工业企业中僵尸企业数量占比为10.1%—19.7%,2000—2015年上市公司中僵尸企业数量占比为12.1%—26.0%。中国工业企业中的僵尸企业具有以下分布特征:总体上,数量和资产规模占比与经济周期存在相关性;分地区看,东部地区数量和资产规模占比皆为最低,西部地区数量占比最高,东北地区资产规模占比最高;分行业看,政府垄断定价和国有企业为主的行业数量占比较高;分所有制看,国有企业中僵尸企业数量和资产规模占比始终最高。进一步,本文根据资产负债率水平对僵尸企业加以分类,把那些应进入破产程序、将剩余控制权转移给债权人的企业,与股东可以继续掌握剩余控制权的企业区别开来,这一分类有助于对僵尸企业进行差别化处置。本文认为,僵尸企业现象既是由于政府补贴的“滋润效应”,同样不容忽视的可能还有破产成本过高导致的“阻碍效应”。处置僵尸企业,除了改善公司治理、推动股东采取改组董事会或经理层以及资产重组等,本文还建议修改《企业破产法》以纳入简易破产程序,并且各级政府要严格财经纪律,防止僵尸企业继续增加对生产要素的占用并恶化整体经济生产率。

**[关键词]** 僵尸企业; 识别方法; 分布特征; 分类处置; 简易破产程序

**[中图分类号]**F120 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)03-0024-20

## 一、引言

在理想的市场竞争状态下,生产率低下、竞争失败的企业退出市场,资源转配给生产率高的竞争成功企业,由此改进经济的资源配置效率。然而,现实中的企业尽管出现亏损、甚至资不抵债,却由于可以获得政府或金融机构的补贴而得以维持经营,或者由于本国破产程序成本过高而阻碍企业控制权发生转移,困而不死、僵而不死,从而变成“僵尸企业”。僵尸企业不但降低了资源配置效率,而且阻碍了市场机制发挥作用,甚至出现逆淘汰现象。例如,Nishimura et al.(2005)发现,1996—1997年间日本制造业和建筑业中选择退出的企业,相比于活下来的企业反而生产率更高,甚至新进入的企业竟然比现有企业的生产率还要更低。Caballero et al.(2008)把僵尸企业在经济中产生的一系列负外部效应概括为:挤压健康企业投资和就业的增长空间;加剧企业之间生产效率的分化;导致产能过剩现象严重,市场无法出清。从一国行政当局和宏观当局的视角看,要克服这些问

**[收稿日期]** 2016-12-27

**[基金项目]** 国家社会科学基金重点项目“现代产业体系发展的理论与政策研究”(批准号11AZD080)。

**[作者简介]** 黄少卿(1972—),男,江西新余人,上海交通大学安泰经济与管理学院副教授,博士生导师;陈彦(1992—),女,江苏泰州人,上海交通大学安泰经济与管理学院硕士研究生。通讯作者:黄少卿,电子邮箱:sqhuang@sytu.edu.cn。感谢匿名审稿专家和编辑部的修改意见和建议,文责自负。

题,就必须对僵尸企业的控制权做调整或对其资产予以清理,将生产要素释放给高效率使用者,恢复市场竞争机制,从而激活整体经济活力。然而,由于不少僵尸企业获得信贷补贴或地方政府补贴,表面的财务数据通常是正常的,损益状况也会显示为盈利。因此,需要借助会计方法对企业财务数据做处理后,才能大体对其是否为僵尸企业给出判断。

2008年,Caballero、Hoshi和Kashyap提出了以是否获得信贷补贴为核心的判断标准,进而构建了识别僵尸企业的方法,即CHK方法,该方法根据目标公司是否获得信贷补贴,而不是其生产率或盈利状况来判断被研究对象是否是僵尸企业(Caballero et al.,2008)。此后,Fukuda and Nakamura(2011)提出了识别僵尸企业的复合判断标准,即盈利标准(Profitability Criterion)和持续贷款标准(Evergreen Lending Criterion),也称为FN识别法。但该方法仅仅根据一年的数据来判断目标公司的盈亏并不准确。为此,Imai(2016)对FN识别法中的盈利性标准进行了调整,考察连续 $T+1$ 年内税前利润与最低应付利息差额的整体情况。此外,Hoshi and Kim(2012)针对韩国的情况,特别指出在识别僵尸企业时要考虑财务费用率指标,即财务费用与销售收入的比率,以避免使用FN法时对优质企业误判。

结合中国的政策和制度环境,国内学者提出了识别本国僵尸企业的一些改进方法。朱舜楠和陈琛(2016)按照中国政府官方标准,把持续亏损三年及以上的企业界定为僵尸企业。朱鹤和何帆(2016)首先给出五种识别僵尸企业的原则性方法,在此基础上拓展出四种综合性方法,以提高测度的科学性和准确性。聂辉华等(2016)则提出,如果一个企业在第 $T$ 年和第 $T-1$ 年都被FN-CHK方法识别为僵尸企业,那么该企业在第 $T$ 年被识别为僵尸企业。张栋等(2016)则在CHK方法和FN修正法的基础上,再增加扣除政府补贴来考察被识别企业的盈利状况,如果这时该企业的盈利水平落在CHK方法给出的模糊集合内,则需要进一步根据企业对政府补助的依赖度来给出判断。

在僵尸企业处置方面,根据美国、日本和韩国的经验,被识别出的僵尸企业并不能简单地破产清算了事。对于那些有潜力扭亏为盈、恢复活力的僵尸企业,政府应该采取适当的救助手段,鼓励股东进行资产重组、改组董事会及经理层;或者支持债权人展开破产重整,让它们转变为健康企业,从而最大化实现公司既有资产的经营价值。考虑到对不同状况的僵尸企业需要采取不同的处置措施,在识别过程中,不仅要能够将僵尸企业从健康企业中识别出来,还要将那些应该进入破产程序<sup>①</sup>、向债权人转移剩余控制权<sup>②</sup>的僵尸企业,与股东可以继续保持剩余控制权的僵尸企业区别开来。

2013年以来,中国经济进入经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”阶段,经济困难和风险显著提升。在此阶段,陷入经营困难乃至出现严重亏损的企业越来越多。为了维持经济和社会的稳定,地方政府通过直接财政补贴或间接贷款贴息,让大量难以持续经营、本应退出市场的企业,其中尤其是国有企业逐步沦为僵尸企业。大量僵尸企业的存在导致市场出清功能受阻、产能过剩现象严重,由此也拖累了健康企业的经营状况,恶化了中国经济的整体效率。

① 按照各国破产法的规定,破产程序包括破产清算、破产和解和破产重整三类情形下的程序。

② “剩余控制权”是由Hart在不完全合同理论中提出的一个重要概念。他强调,不同要素所有人签约组建企业时,一部分要素所有人获得合同中明示的特定权利,而另一部分要素所有人则取得当现实世界出现合同没有写明的情形时进行决策的剩余权利,即剩余控制权,按照Hart的观点,剩余控制权应该给在生产过程中作用最重要的生产要素所有人。掌握合同权利的要素所有人在分配中获得合同收入,而掌握剩余控制权的要素所有人获得剩余收入。这也意味着,它提供生产要素的同时要具有对公司清偿债务的“兜底”能力。因此,Hart认为,企业的剩余控制权应该配置给公司的股权资本提供者。但是,一旦公司经营出现资不抵债的情形时,由于实际承担公司经营业务“兜底”责任的签约人变成了债权资本提供者,因此,这时公司的剩余控制权就必须要从股东向债权人发生转移。相关内容参见Hart(1995)。

2014年6月,国务院发布《关于加强金融监管防范金融风险工作情况的报告》,要求严格控制对高耗能、高排放企业和产能过剩行业的贷款,对经营难以为继且产品缺乏竞争力的僵尸企业和项目,要实施破产或兼并重组。2015年12月,李克强总理在国务院常务会议上首次对僵尸企业提出了具体的清理标准,即“要对持续亏损3年以上且不符合结构调整方向的企业采取资产重组、产权转让、关闭破产等方式予以‘出清’”。由此,去产能成为2016年中国经济的五大结构性改革任务之首。2016年初,国务院国有资产监督管理委员会(简称“国资委”)再次明确表示,要用三年时间基本完成中央企业中345户大中型僵尸企业的清理。

要实现上述目标,理论和经验上首先需要解决一系列重要问题,例如,什么样的企业可以识别为僵尸企业?中国的僵尸企业的数量和资产规模占比多大?僵尸企业形成的机制有哪些?它们又会带来什么样的危害?在所有这些僵尸企业中,哪些应该进入破产程序,而哪些又应该进行改组或重组,或由政府实施非补贴性救济措施?从学理上回答以上问题,有助于中国从源头上清理僵尸企业。而其中,僵尸企业的识别与分类是基础性事实测度工作。

在给出本文识别方法之前,这里首先对僵尸企业的定义作一点简单讨论。大部分学术文献并没有对僵尸企业下明确定义,而是通过识别标准的选择来表明该如何界定僵尸企业。应该说,僵尸企业并非严格学术概念,学术界和政策界利用它形象地指代那些长期缺乏盈利能力却因各种外部力量而没有退出市场的企业。有鉴于此,本文把僵尸企业定义为“虽然缺乏持续盈利能力,但仍在经营而没有退出市场的、僵而不死的低效率企业”。按照此界定,获得政府补贴和信贷补贴,既不成为僵尸企业的必要条件,也不是充分条件,即使一个企业没有获得任何形式的补贴,长期亏损却因为各种原因(例如破产成本过高)没有退出市场,自然也属于僵尸企业。

在现有国际国内文献的基础上,依据前述界定,本文给出了一种识别僵尸企业的综合方法,这一方法有几个特点:①与部分国内研究(例如,朱鹤和何帆,2016;张栋等,2016)一样,本文特别考虑了政府补贴的影响;②与Imai(2016)一样,本文考虑企业多年期的盈利状况,以避免僵尸企业在某一个年份的偶然盈利而出现将其排除的错误;③考虑到创业型企业在初期由于尚未盈利而容易被误识为僵尸企业,本文增加了净资产连续增长的修正条件;④在分类上,本文根据资产负债率条件,将股东继续保留剩余控制权的僵尸企业,与必须进入破产程序的僵尸企业区别开来。

本文的贡献大致有三个方面:①在识别方法上,考虑了中国的特殊制度背景。一方面,低效率国有企业大量存在,它们往往需要、也能够要求各级政府给予财政补贴(江小涓,1995);另一方面,地方官员从晋升竞争和裙带关系角度,或基于中央政府的产业政策,或基于个人利益考虑,往往运用个人权力对各类企业进行财政补贴(例如,陈冬华,2003;陈冬华等,2010;余明桂等,2010;任曙明和吕镞,2014)。因此,不同于CHK方法及其他修正识别法只考虑信贷补贴的情况,本文和张栋等(2016)一样,强调要剔除政府补贴因素。②系统性地呈现了中国的僵尸企业总体上以及按地区、行业和所有制所呈现的分布特征。③不但识别了中国工业企业和中国上市公司中所有僵尸企业,而且还将股东可保留剩余控制权,通过改组董事会和管理层或资产重组来恢复健康的僵尸企业,与应进入破产程序的僵尸企业区别开来。如何对僵尸企业进行分类处置,国内相关研究似乎关注不多。因此,本文的工作对于如何分类处置僵尸企业提供了理论与事实参考。

## 二、识别方法

### 1. 识别方法

本文的识别方法以FN识别法为基础进行修正。①考虑到中国各级政府对僵尸企业提供的补贴

是其得以存续的重要因素,因此,要了解一个企业的实际盈利状况,除了要把信贷补贴从企业利润中扣除外,还需要扣除政府补贴。会计上,扣除政府补贴,相当于从营业外收入中减去政府补贴收入;扣除信贷补贴,则可理解为补上财务费用中计算不足的银行利息。需要注意的是,政府补贴与信贷补贴并非能够严格区分,有时政府补贴会隐藏在信贷补贴之中,因为信贷机构常常受政府指定对重点扶持企业或地方纳税大户给予贷款优惠,政府则向信贷机构提供贷款贴息。若扣除政府补贴和信贷补贴后,一家企业的实际利润额为负,则说明该企业靠各种形式的补贴维持经营,属于僵尸企业。因此,我们把政府补贴纳入修正过的 FN 法,使之更符合中国的实际情况。<sup>②</sup>为了防止个别僵尸企业在个别年份出现实际利润微弱为正,导致之后若干年份无法被识别为僵尸企业的情形,本文没有选择人们普遍选择的“扣除政府补贴和(或)信贷补贴之后实际利润连续若干年为负”作为识别僵尸企业的条件(例如,朱舜华和陈琛,2016;聂辉华等,2016),而是参考 Imai(2016)的修正法,用连续若干年的实际利润之和进行平滑。

基于以上两个要求,这里得到本文僵尸企业识别条件:扣除各类补贴后实际利润总额连续若干年之和为负,即:

$$\sum_{j=0}^T \text{realprofit}_{i,t-j} < 0 \quad (1)$$

其中,本文选取  $T=2$ (即连续三年)作为基准识别结果。<sup>①</sup>

按照该识别条件,为了计算一家企业的实际利润,需要计算政府补贴和信贷补贴。本文用中国工业企业数据库中的“补贴收入”指标,作为政府补贴(公式中为 *govsub*)的代理变量,用最低应付利息与实际支付利息之差作为信贷补贴的代理变量。

在计算信贷补贴时,借鉴 CHK 方法,需要计算每年的最低利率和最低应付利息。其中,最低短期贷款利率可以用一年期贷款基础利率(Loan Prime Rate,简称 LPR),即最优贷款利率数据来表示,但是 2013 年中国央行才开始实行集中报价机制,本文根据每一年调息前后的时间区间和贷款基准利率,加权平均得到各年不同期限的平均贷款利率<sup>②</sup>。这里假设样本企业的短期贷款期限满足均匀分布,由此将期限为 6 个月(含)和 6 个月至 1 年(含)的贷款基准利率年化平均后得到短期最优贷款利率,计算公式如下:

$$rs = \int_0^{1/2} r_{0-6} t dt + \int_{1/2}^1 r_{6-12} t dt \quad (2)$$

考虑到长期贷款利息对应的期限皆为 1 年,长期最优贷款利率为 1—3 年(含)贷款基准利率、3—5 年(含)、5 年以上贷款基准利率的算术平均。短期、长期最优贷款利率的计算结果见表 1。

参考 CHK(2008),计算  $t$  年的最低应付利息 *minlxzc*:

$$\text{minlxzc}_{i,t} = rs_i \times \text{ldfzhj}_{i,t-1} + \left( \frac{1}{5} \sum_{j=0}^4 rl_{i-j} \right) \times \text{cqfzhj}_{i,t-1} \quad (3)$$

其中,  $rs$  为短期最优贷款利率,  $rl$  为长期最优贷款利率, *ldfzhj* 为流动负债所代表的短期借款, *cqfzhj* 为长期负债所代表的长期借款。由此计算出信贷补贴:

$$\text{banksub}_{i,t} = \text{minlxzc}_{i,t} - \text{lxzc}_{i,t} \quad (4)$$

其中, *lxzc* 为利息支出。

<sup>①</sup> Imai(2016)选取  $T=0-9$  分别估计了 2000—2008 年日本僵尸企业比重,发现  $T \geq 3$  时,僵尸企业占比相对稳定,且无论  $T$  取何值,对后续回归结果没有影响。为此,本文在选取  $T=2$  作为基准的同时,也选取了  $T=1$  做稳健性检验,检验结果见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)公开附录。

<sup>②</sup> 由于 LPR 数据的年份不足,这里用一年期基准利率替代,这会导致高估优质企业得到的信贷补贴。

年份	短期最优贷款利率	长期最优贷款利率	年份	短期最优贷款利率	长期最优贷款利率
1998	3.69	8.66	2003	2.62	5.61
1999	3.01	6.53	2004	2.64	5.66
2000	2.89	6.06	2005	2.75	5.91
2001	2.89	6.06	2006	2.87	6.23
2002	2.66	5.67	2007	3.27	7.10

资料来源:作者计算。

最后,将净利润减去上述政府补贴与信贷补贴之和,得到扣除补贴后的实际利润:

$$realprofit_{i,t} = profit_{i,t} - (govsub_{i,t} + banksub_{i,t}) = profit_{i,t} - [btsr_{i,t} + (minlxzc_{i,t} - lxzc_{i,t})] \quad (5)$$

其中,  $profit$  为净利润;  $btsr$  为补贴收入,作为政府补贴  $govsub$  的代理变量。<sup>①</sup>

按照定义,在计算过程中,应该用“净利润”指标扣除政府补贴和信贷补贴后考察实际利润,但由于中国工业企业数据库未提供“净利润”指标,也无法计算得到,故本文用“利润总额”替代“净利润”指标<sup>②</sup>。

考虑到在满足总体识别条件的企业中有一部分存续期超过三年,但尚未盈利的创业型企业可能会被错误识别成僵尸企业。本文认为,若这类企业能连续三年持续获得外部的股权融资,则说明其成长性较好,能获得资本市场的认可,虽然暂时尚未盈利,但应该从僵尸企业中排除出去,为此,本文在前面的识别条件之上提出修正条件:排除连续三年净资产持续增加的企业,即排除符合如下条件的企业:

$$syzqy_{i,t} > syzqy_{i,t-1} > syzqy_{i,t-2} \quad (6)$$

其中,  $syzqy$  为净资产。

综上所述,本文把符合上述识别条件,且不能被修正条件所排除的企业识别为中国经济环境下的僵尸企业。这一识别方法是对 FN 识别法在中国经济环境下的拓展和完善,并且综合考虑了数据的可获得性和方法的可操作性。

## 2. 针对上市公司的识别法调整

利用上市公司数据进行识别时,考虑到退市制度可能导致上市公司有更加强烈的盈余管理动机(陆建桥,1999;魏志华等,2009),需要对上述识别方法略做调整。根据监管要求,上市公司终止上市,一般先从特别处理开始(包括退市风险警示和其他特别处理)。如果被特别处理的上市公司改善

① 中国的会计准则并没有区分来自不同主体的借款,利息支出不仅仅为对银行贷款利息的支付,因此,准确估计上市公司支付的银行贷款利息在学术界一直是难题(朱鹤和何帆,2016)。本文在计算最低应付利息时,用长期负债近似代替长期借款,用流动负债代替短期借款,相当于把不等号两边同时放大至同一范围。正如匿名审稿人所指出的,相比于短期贷款,流动负债包括应付账款,尽管经济学文献将其视为“商业信贷”(Trade Credit),但是不能一概认为应付账款都存在卖者对买者的“补贴”,因为存在应付账款时,有时卖者会索要更高的价格,相当于买者为延期支付偿付了利息。另外,有时应付账款也可缓解买者对所购买产品的信息不对称风险,不支付利息有正当性。因此,这种近似替代的处理方法会高估实际应付利息,低估企业实际利润,导致本文对僵尸企业的数量和比例产生一定程度的高估,而且,相比于更具有垄断地位的大企业或国有企业,对民营中小企业中僵尸企业的估计更有可能产生这一偏误。

② 由于净利润=利润总额-应交所得税,用利润总额代替净利润会将实际利润微弱为正的企业误识为僵尸企业,但考虑到,一是实际利润微弱为正的企业可能为数有限;二是若某企业长期实际利润微弱为正,则已接近成为僵尸企业,因而认为,由此导致的误识不会严重影响本文的识别结果。

了经营状况,则可申请撤销特别处理(即摘帽);监管机构根据暂停上市的公司在规定期间内的经营情况,对其恢复上市或终止上市。退市预警、暂停上市和强制终止上市等退市制度,在财务指标和窗口期方面都有硬性规定。如果业绩不佳的上市公司不愿退市,往往会选择进行盈余管理。其常见手法是,通过对会计报表的调整,使公司在某年出现巨额亏损,将利润后移,以使后续年份出现微薄盈利,进而出现两年亏损、一年微利的周期特征(冯芸和刘艳琴,2009)。为此,本文对连续三年扣除补贴后的实际利润总额进行平滑时,将分别对  $t-2-t$  年、 $t-1-t+1$  年、 $t-t+2$  年的三个连续三年的实际利润总额进行加总,若以上三个总和只要有一个小于 0,则该企业  $t$  年被识别为是僵尸企业。在前述识别方法其他条件不变的情况下,这一调整降低了上市公司因提前或滞后亏损而被遗漏识别的可能性,而并未改变本文识别方法的基本思路。

### 三、数据来源和描述性统计分析

本文识别结果的主要数据来自 1998—2007 中国工业企业数据库,覆盖了采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业。之所以本文只选择 1998—2007 年,是因为中国工业企业数据库 2008—2010 年缺失企业的补贴收入数据,导致前述识别方法无法应用。在具体识别之前,对数据进行了一系列技术性处理<sup>①</sup>。本文覆盖了中国工业企业数据库 543574 家工业企业,共计 2106180 个观测值。

之所以选用工业企业数据库的企业而非上市公司作为重点识别对象,主要基于以下考虑:①企业的资金来源于两个部分,一是通过权益资本筹集,二是通过外部债务融资,使用上市公司作为研究对象,可能会低估僵尸企业大量债务融资的特征。②按照监管要求,中国证券市场上连续三年经营亏损的上市公司,必须进行退市预警,因此,不少上市公司存在管理盈余避免退市的嫌疑,这会加大识别难度。③尽管上市公司数据的可获得性更好,然而相比于非上市企业,上市公司整体规模更大、公司治理和内部管理更规范、盈利能力相对更强,它们往往又是地方政府重点扶持对象,因此,能够获得更多的政府补贴,从而导致识别样本有偏的问题。

为了弥补中国工业企业数据库只能应用到 2007 年而无法反映最近年份中国僵尸企业变化情况的缺陷,以及为了确认本文识别法的稳健性,这里也利用中国上市公司数据进行了僵尸企业的识别。本文选取全部 A 股上市公司自上市以来的年度财务数据,数据覆盖年份包括 1991—2015 年。同样,经过一些技术处理和调整后,这里最终获得 31245 个观测值。表 2 和表 3 分别报告了用于识别僵尸企业的中国工业企业数据库数据变量和中国上市公司数据变量的描述性统计特征。

表 2 工业企业数据库识别变量的描述性统计

变量名称	变量含义	观测值(个)	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>realprofit</i>	扣除补贴后的实际利润总额(亿元)	1562609	0.05	2.08	0.003	-50.83	1187.58
<i>syzy</i>	净资产(亿元)	2106180	0.36	7.72	0.05	-29.94	4860.00
<i>debratio</i>	资产负债率	2106180	0.60	0.37	0.60	0.00	120.59

注:不含西藏。

资料来源:《中国工业企业数据库》(1998—2007)。

① 对中国工业企业和上市公司数据具体的技术处理方法,可查阅《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>),下载附件中的“本文的数据技术处理方法”文件。

表 3 上市公司数据识别变量的描述性统计

变量名称	变量含义	观测值(个)	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>realprofit</i>	扣除补贴后实际利润总额(亿元)	28430	3.15	31.03	0.59	-154.59	1744.45
<i>syzyq</i>	净资产(亿元)	31245	31.62	228.13	9.73	-110.65	13442.88
<i>debratio</i>	资产负债率	31241	0.55	6.01	0.46	-0.19	1013.20

注:不含金融服务企业。资产负债率最小值为负值,是因该企业所得税调整导致应交税费为负,进而流动负债、负债合计为负数。  
资料来源:《中国上市公司数据库》(1991—2015)。

## 四、识别结果:中国僵尸企业的分布特征

### 1. 总体特征

运用本文的识别法,计算出 2001—2007 年中国工业企业数据库中僵尸企业的数量和资产规模占比,见表 4。该结果呈现出如下一些特征事实:从时间趋势看,随着经济形势好转,2003 年僵尸企业的占比趋向降低,2004 年显著降低之后趋于稳定。具体来说,2001 年共有僵尸企业 31021 家,占全部样本企业的 19.7%;2003 年上述两项指标分别为 31221 家和 16.7%;2004—2006 年,无论是僵尸企业数量还是占比都相对稳定;2007 年为该轮经济周期的峰顶,纳入统计的样本企业数大幅增加,随之,僵尸企业数也分别增加到 35292 家,但是占比指标与前几年大体相当,为 10.6%。

本文的识别方法以 FN 识别法为基础,但由于扣除了政府补贴并将 3 年净利润进行加总来平滑短期波动,相比于 FN 法,一方面,本文能够减少将僵尸企业判断为健康企业的失误,从而比 FN 识别法得到的僵尸企业比例更高;另一方面,本文的识别结果趋势比较平稳,更少出现波动。

CHK 识别法是根据得到信贷补贴与否来判断一个企业是否为僵尸企业,尽管该方法并不适合直接运用于中国僵尸企业的识别,却可以帮助判断获得了信贷补贴的企业数量及占比。从表 4 可以看出,中国工业企业数据库中的企业一直有高达 7 成以上能够得到信贷补贴。这也从一个侧面反映出中国信贷资源配置价格的普遍性扭曲。

表 4 还提供了僵尸企业资产规模及占比的数据。可以看出,僵尸企业的数量和资产规模占比在变化趋势上是一致的,不过,资产规模占比在 2001—2006 年要高于数量占比。这说明,与样本企业的平均规模相比,僵尸企业的平均规模更大。但 2007 年情况有所变化,僵尸企业的数量占比超过了资产规模占比,这意味着,在该年有更多规模更小的企业成为了僵尸企业。

为了弥补中国工业企业数据库可用数据时间跨度不够的不足,本文利用 1991—2015 年中国上市公司数据再次进行了僵尸企业识别,表 5 报告了该识别结果<sup>①</sup>。大体上,可以看到以下特征事实:

(1)和中国工业企业识别结果相比,上市公司中僵尸企业的数量和资产规模占比皆要更高,在数据可得的相同年份内,分别高出 2—15 个百分点不等。对此,一种可能的解释是,由于公司上市受到政府严格管制,上市公司具有壳资源价值,地方政府有更大动机维持注册在本地的较差业绩上市公司的上市地位,导致上市公司中僵尸企业数量呈现逐年累加趋势<sup>②</sup>。例如,2000—2006 年,全部上

① 本文实际识别结果覆盖了 1993—2015 年。为了方便和对中国工业企业的识别结果进行比较,以及和其他研究结果进行比较,表 5 报告的是 2000—2015 年的结果。

② 考虑到上市公司僵尸企业的壳资源价值,因此,并购重组等资本运作往往是改变其僵尸状况的重要方式。以钢铁行业为例,金科股份(000656.SZ)前身为重庆东源钢铁股份有限公司,2000 年、2001 年、2002 年被连续识别为僵尸企业,据公司年报披露,2003 年,公司主营业务经历重大改变,从钢铁生产转向房地产开发,更名为重庆东源产业发展股份有限公司;川投能源(600674.SH)前身是峨眉铁合金厂,1996 年、1997 年被识别为僵尸企业,1998 年,四川省投资集团对其实施兼并。

表 4 2001—2007 年中国工业企业中僵尸企业的数量和资产规模及其占比

年份	企业数量 总计(个)	本文识别法		FN 识别法		CHK 识别法	
		数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)
2001	157515	31021	19.7	22454	14.3	119216	75.7
2002	171347	33475	19.5	22322	13.0	129257	75.4
2003	186832	31221	16.7	20725	11.1	135983	72.8
2004	265959	28556	10.7	20787	7.8	200216	75.3
2005	261113	28646	11.0	27835	10.7	188195	72.1
2006	295859	29843	10.1	28346	9.6	214292	72.4
2007	333062	35292	10.6	27809	8.4	233227	70.0
年份	企业资产 总计(亿元)	资产(亿元)	比例(%)	资产(亿元)	比例(%)	资产(亿元)	比例(%)
2001	124202.4	28295.2	22.8	23123.6	18.6	98477.0	79.3
2002	138679.2	31213.4	22.5	23317.6	16.8	111654.4	80.5
2003	161325.3	29616.0	18.4	21961.5	13.6	121898.4	75.6
2004	209061.5	28315.1	13.5	22463.3	10.7	142712.5	68.3
2005	235565.9	31001.0	13.2	28744.6	12.2	172354.2	73.2
2006	282543.3	31418.2	11.1	28736.3	10.2	205718.9	72.8
2007	346397.6	34242.1	9.9	30392.1	8.8	242715.5	70.1

注:用连续3年实际利润之和为负作为总体识别条件,需要用1998年实际利润来识别2000年的僵尸企业,计算1998年实际利润需要1997年负债数据以计算银行补贴,因此,全部识别结果从2001年开始。不含西藏。

资料来源:作者计算。

市公司数量增加不到40%,但其中僵尸企业数量却增加近100%,导致其数量占比居高不下。本文尤其注意到,在2009年中央政府“四万亿”宏观刺激计划带来的总需求稳定效应下,上市公司僵尸企业数量在2010年和2011年明显减少,然而,短期刺激政策的影响弱化以后,2012年僵尸企业数量又回到了2009年水平,并且在2013年大幅增加到430家。考虑到并没有更好的替代性解释,这一现象也许说明:总需求管理政策尽管可以缓解一时经济困难,却无法根本上改善企业的经营能力。

(2)和中国工业企业识别结果相比,上市公司中僵尸企业占比随时间的变化缺乏清晰的规律性,而更多地受各种外部冲击因素的影响。2001—2006年,工业企业中僵尸企业占比呈现明显下降趋势,而同一时段上市公司中僵尸企业占比却没有出现类似趋势。可以发现,上市公司中僵尸企业数量在2007年和2010年出现了反常大幅减少现象。受二级市场巨幅上涨行情影响,2007年中国上市公司出现了大规模资产重组浪潮,由此不少上市公司剔除补贴后的业绩显著提高<sup>①</sup>。而“四万亿”经济刺激计划对于提升2010年上市公司的业绩则产生了明显影响<sup>②</sup>。一旦短期因素对识别的影响消除后,僵尸企业数量往往又回到前期水平。

(3)和FN法结果进行比较会发现,利用上市公司数据进行识别的结果,和中国工业企业识别结果是一致的,即本文识别法得到的僵尸企业数量或资产规模占比都显著更高,且识别结果更加稳定、年份之间波动幅度更小。这说明本文的识别方法在应用于不同数据库时具有较好的稳健性。

## 2. 分行业特征

表6报告了2001—2007年中国工业企业中分行业<sup>③</sup>僵尸企业占本行业数量和资产规模比例,

① 参见“2007年上市公司重组规模达4500亿元”,《中国证券报》2008年1月4日。

② 参见“2010年上市公司主业增长显著,投资收益增长近四成”,《中国证券报》2011年4月7日。

③ 为了节约篇幅,表6及文中的行业名称使用了简写。其对应全称见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)的公开附录。



表 5 2000—2015 年上市公司中僵尸企业的数量和资产规模占比

年份	上市公司数量 总计(个)	本文识别法		FN 识别法		CHK 识别法	
		数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)
2000	1016	185	18.2	37	3.6	657	64.7
2002	1165	270	23.2	62	5.3	725	62.2
2004	1330	283	21.3	75	5.6	763	57.4
2006	1398	363	26.0	90	6.4	818	58.5
2007	1492	283	19.0	65	4.4	1022	68.5
2008	1564	349	22.3	138	8.8	1044	66.8
2009	1652	363	22.0	172	10.4	1463	88.6
2010	1994	287	14.4	82	4.1	1550	77.7
2011	2266	274	12.1	95	4.2	1601	70.7
2012	2419	365	15.1	128	5.3	1714	70.9
2013	2415	430	17.8	126	5.2	1784	73.9
2014	2531	414	16.4	142	5.6	1807	71.4
2015	2744	397	14.5	151	5.5	2108	76.8
年份	上市公司资产 总计(亿元)	资产(亿元)	比例(%)	资产(亿元)	比例(%)	资产(亿元)	比例(%)
2000	17987.9	2352.5	13.1	891.9	5.0	12685.2	70.5
2002	30026.2	4269.4	14.2	1343.6	4.5	22721.8	75.7
2004	42218.4	4716.0	11.2	1599.6	3.8	30486.2	72.2
2006	60645.2	7598.2	12.5	2134.1	3.5	42279.6	69.7
2007	92560.3	6493.2	7.0	1887.6	2.0	69281.8	74.9
2008	113859.1	14028.5	12.3	15578.2	13.7	85903.6	75.5
2009	144831.5	19269.0	13.3	14257.4	9.8	135659.5	93.7
2010	183613.2	13634.1	7.4	5670.1	3.1	161856.2	88.2
2011	226448.9	16201.1	7.2	7331.8	3.2	174606.9	77.1
2012	264720.0	29909.9	11.3	21422.4	8.1	215398.8	81.4
2013	297974.9	41153.9	13.8	19246.2	6.5	256190.2	86.0
2014	336710.6	34839.6	10.4	26676.6	7.9	274173.4	81.4
2015	391672.2	38652.3	9.9	35256.6	9.0	331986.2	84.8

注:不含银行和非银金融等金融服务行业。

资料来源:作者计算。

从中可以看到如下特征事实:

(1)和整体趋势一致,2002年以后,各行业的僵尸企业数量和资产规模占比随着经济形势向好而普遍出现了降低现象。

(2)受政府管制定价的公用事业行业,如水、燃气、电力热力业,无论在经济低谷的2001年,还是在经济峰顶的2007年,都是僵尸企业数量和资产规模占比最高的行业。其中,与另外两个公用事业行业不同的是,电力热力业虽然僵尸企业数量占比较高,但是资产规模占比却明显要低,显示出该行业僵尸企业通常是缺乏规模经济的小电厂。

(3)与公用事业行业截然相反,由政府调价和国有企业垄断的石油天然气开采业,无论在2001年还是2007年,都是僵尸企业数量和资产规模占比最低的行业之一,尽管2001年经济不景气背景下占比更高一些。而同为国民经济上游采掘行业的煤炭业,私人投资的小煤矿多、市场化程度更高,则表现出更明显的同周期特征:2001年,该行业的僵尸企业数量占比较高,且资产规模占比位居各行业之首,高达48.7%,反映出当时煤炭业极为惨淡的经营状况;一旦经济形势好转,则该行业的僵尸企业数量和资产规模占比皆迅速下降,截至2007年,不但数量占比属于各行业最低之一,而且

表6 2001—2007年中国工业企业中僵尸企业的数量和资产规模占比(分行业) 单位:%

行业 (简称)	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产
水	40.4	28.2	47.6	29.6	51.4	35.6	47.2	30.8	51.2	36.2	49.9	35.1	41.6	41.9
电力热力	27.4	15.8	32.9	21.8	33.7	20.9	31.3	13.3	30.5	14.3	27.5	9.9	24.7	8.1
燃气	37.8	35.0	33.9	28.7	34.1	27.3	22.9	22.9	25.0	29.4	22.4	29.9	18.6	26.2
医药	17.5	12.7	17.6	12.4	16.4	11.5	12.9	9.0	13.8	9.5	14.8	11.5	16.4	11.8
印刷媒介	26.3	19.4	27.2	21.1	24.3	18.3	16.3	14.6	16.9	14.6	15.5	14.3	15.0	14.3
非金属矿	22.0	31.5	22.9	29.9	20.1	25.3	14.2	18.0	14.7	17.9	14.2	17.8	13.9	16.8
黑金冶炼	17.2	16.2	17.7	21.1	13.3	12.7	6.9	5.8	8.5	4.4	10.9	4.5	13.3	4.6
饮料	26.5	20.8	28.7	23.6	26.9	23.3	20.0	20.4	18.5	16.6	15.1	13.4	13.1	12.7
石油炼焦	18.2	39.5	15.2	29.6	10.3	20.7	7.9	14.8	9.2	21.5	10.7	21.8	12.6	18.4
通信设备	15.6	10.8	15.8	11.7	14.4	10.9	8.5	9.1	10.3	12.4	9.8	12.7	12.5	11.6
造纸	16.9	21.3	17.2	20.8	16.0	17.1	11.1	13.3	11.6	12.7	10.7	11.6	12.2	10.2
化学纤维	26.6	30.4	24.7	34.8	16.8	27.7	10.2	18.0	12.5	19.1	11.9	16.0	12.1	15.2
文教体育	15.2	13.3	13.6	14.3	13.0	13.1	9.1	9.9	9.7	10.7	9.5	10.3	11.9	13.7
食品	24.2	18.5	25.5	19.0	21.1	16.1	15.3	14.1	14.2	11.5	12.6	15.5	11.8	10.5
交运设备	20.7	26.4	20.0	23.5	16.5	16.7	11.1	19.0	12.2	18.4	11.5	13.3	11.3	10.9
服装鞋帽	12.3	15.7	12.4	14.7	11.4	12.7	8.4	8.6	10.0	10.0	9.4	8.8	11.2	9.2
仪器仪表	19.3	26.4	18.3	21.9	16.1	16.0	10.1	13.1	10.1	10.7	9.3	8.5	10.9	7.7
纺织	20.1	15.7	19.1	14.7	15.5	12.7	9.4	8.6	10.0	10.0	9.2	8.8	10.7	9.2
电气机械	16.2	21.7	15.7	20.1	13.6	18.4	8.5	11.9	9.3	10.8	8.5	9.9	10.1	9.4
橡胶	19.0	37.8	19.2	31.2	15.9	14.2	10.4	15.4	10.7	12.1	9.7	11.3	10.0	10.7
塑料	14.4	16.9	14.5	17.4	12.5	14.3	8.2	11.5	9.1	11.3	8.8	12.2	10.0	13.1
有金冶炼	16.9	26.0	15.4	24.5	13.2	19.9	9.0	14.5	9.7	10.0	8.4	7.8	9.5	4.6
化原化制	18.9	25.4	19.0	30.7	15.9	26.0	10.4	18.4	10.0	15.6	8.8	12.2	9.3	10.9
专用设备	25.8	35.7	25.1	35.3	20.7	27.7	10.7	18.4	10.6	18.2	9.1	14.2	9.2	10.1
皮革毛羽	13.9	19.7	13.7	20.5	10.7	13.6	7.1	10.0	7.5	9.1	7.3	7.3	8.9	8.2
农副食品	23.3	22.9	23.1	21.3	19.6	19.6	12.0	12.6	10.2	11.5	8.9	9.5	8.6	7.7
工艺品	11.2	14.0	11.2	15.2	10.2	12.0	7.0	8.3	7.0	7.7	6.7	6.8	8.5	7.7
金属制品	14.6	21.6	13.7	19.3	12.2	14.6	7.7	11.1	7.6	9.7	6.8	8.2	8.4	8.3
家具	12.2	17.7	11.8	16.6	10.9	12.8	6.8	8.9	7.1	9.0	6.0	7.0	8.4	10.2
其他采矿	12.5	14.3	13.3	11.7	16.7	1.0	10.0	0.5	21.4	3.0	8.3	10.9	8.3	20.0
通用设备	21.0	34.2	19.5	29.6	15.5	23.3	8.6	16.3	8.3	13.0	7.5	8.7	7.8	8.4
木材加工	12.6	20.8	13.5	23.1	11.5	26.0	7.2	16.6	6.7	13.2	6.8	13.1	6.9	11.2
石油天然气	9.4	6.0	5.2	3.9	5.9	5.4	6.7	4.4	3.8	3.9	3.8	2.1	6.9	2.0
烟草	31.2	18.2	31.4	17.6	24.7	9.1	16.4	5.6	12.0	1.5	7.8	0.9	6.4	0.6
煤炭	28.4	48.7	23.3	23.6	16.3	15.4	8.1	14.5	6.6	15.5	5.8	12.2	6.1	9.0
非金矿采	16.5	29.9	17.2	32.8	14.9	26.2	9.2	22.5	7.8	17.1	6.2	11.2	6.0	9.4
黑金矿采	12.8	18.1	15.3	19.0	9.4	8.6	3.0	5.7	2.1	2.6	2.6	1.7	3.7	2.0
有金矿采	16.3	29.9	15.9	26.6	15.4	22.1	9.0	9.7	7.4	6.1	4.7	3.7	3.7	2.8
废弃资源	NA	NA	NA	NA	9.0	11.1	2.8	3.3	3.5	9.8	4.1	9.8	3.6	5.7
木材竹材	39.7	22.6	48.9	22.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

注:以2007年数量占比排序;木材竹材为2002年国民经济行业分类调整前存在、调整后不存在的行业,废弃资源为2002年国民经济行业分类调整后新增行业,在数据处理上无法归为其他行业,故单独保留。

资料来源:作者计算。

资产规模占比也已经位于中间偏后位置。

(4)出口行业僵尸企业数量和资产规模占比的排名变化不存在一致的规律。例如,纺织业在2001年两项占比都处于所有行业中间偏高的水平,在当年中国加入WTO后,行业出口加快,两项占比便很快回落,成为占比水平最低的行业之一。与纺织业类似的还有专用设备业和通用设备业。然而,同为出口行业的服装鞋帽业在2001年之后却并未出现类似情形。

表7报告了上市公司分行业识别的僵尸企业数量与资产规模占比结果<sup>①</sup>,从中可以看到如下两个特征事实:

表7 2008—2015年中国上市公司中僵尸企业的数量和资产规模占比(分行业) 单位:%

行业	2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产
钢铁	15.6	11.0	27.3	29.4	18.2	17.2	26.5	26.6	38.2	46.4	57.6	60.5	39.4	37.3	58.8	54.4
采掘	12.5	0.8	17.7	0.9	16.2	0.8	11.3	0.4	17.2	1.5	25.4	7.7	29.0	9.8	37.1	16.8
综合	32.7	17.1	32.0	17.9	22.2	4.2	19.2	5.3	19.2	10.5	25.9	13.4	24.5	13.8	33.3	6.6
农林牧渔	29.1	16.5	32.7	16.9	19.7	14.6	18.8	16.4	28.9	32.0	32.1	33.5	29.6	29.7	29.4	18.8
有色金属	29.3	42.5	33.9	41.2	17.9	29.2	18.2	6.4	19.1	27.7	28.9	40.9	31.6	41.3	27.7	35.6
休闲服务	12.0	5.6	28.6	10.6	21.4	10.7	17.2	9.2	11.1	2.8	16.7	5.3	27.3	16.4	26.5	12.9
化工	33.1	12.0	32.4	12.1	21.2	6.8	19.2	6.9	25.3	14.3	26.9	15.7	25.4	14.8	20.9	9.5
房地产	16.4	4.0	12.7	2.5	14.5	3.3	16.4	5.0	17.8	3.9	17.6	4.7	18.8	4.9	18.3	4.2
机械设备	12.2	12.3	13.1	14.6	9.1	6.4	10.1	11.7	15.6	18.9	19.4	21.0	15.4	12.7	14.0	11.2
交运设备	18.2	4.2	17.7	2.9	9.3	1.2	7.6	2.0	7.8	2.1	11.9	3.9	16.4	7.3	12.7	12.7
纺织服装	27.1	13.8	25.4	12.8	13.7	6.1	12.5	6.0	17.7	6.8	15.6	5.8	14.3	4.4	12.2	5.9
建筑建材	25.9	4.7	18.6	1.9	14.4	1.6	10.6	1.0	12.4	10.1	14.5	9.2	14.6	2.4	12.1	3.3
家用电器	28.1	12.2	20.7	6.1	8.6	1.7	7.0	2.0	3.9	0.7	5.9	0.7	13.2	10.1	12.1	10.0
轻工制造	26.4	11.1	27.1	14.3	16.9	10.1	16.9	17.3	20.2	17.7	16.5	14.7	12.2	10.4	11.6	9.2
电子	27.0	32.9	29.7	23.9	19.4	11.8	6.9	4.9	11.5	7.7	15.5	11.2	13.6	10.6	10.9	5.0
食品饮料	26.7	21.2	25.0	18.7	10.5	2.7	8.8	2.2	6.5	2.8	16.1	5.5	13.2	4.5	10.7	2.5
商业贸易	15.6	5.1	13.4	3.3	11.1	3.0	5.4	2.1	8.6	11.4	11.7	23.1	11.6	20.8	9.8	7.2
通信	20.7	1.9	17.7	0.8	10.6	0.7	5.7	0.7	14.0	15.4	23.0	15.2	18.6	2.0	6.6	0.4
公用事业	31.9	17.2	29.3	18.0	22.2	17.0	15.3	13.4	12.4	5.3	8.4	3.4	7.7	1.5	6.1	1.5
交通运输	16.4	37.0	16.2	49.1	12.5	17.1	10.7	16.5	12.2	15.8	15.6	19.1	12.6	9.7	5.5	3.3
计算机	19.4	4.8	17.4	7.0	7.4	2.1	6.3	15.1	11.8	21.6	13.7	20.5	6.9	12.1	5.3	8.7
医药生物	16.9	10.9	16.1	10.1	12.2	6.3	8.6	4.5	8.9	4.7	7.4	7.5	6.9	5.9	4.8	2.4
传媒	18.2	5.9	21.4	6.2	10.0	2.2	3.9	0.3	3.6	0.1	3.6	0.1	0.0	0.0	4.2	0.9
网络服务	0.0	0.0	20.0	1.8	11.8	0.8	9.5	0.4	3.6	0.2	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA

注:以2015年全部僵尸企业数量占比排序;不含银行和非银行金融等金融服务行业。

资料来源:作者计算。

(1)受2008年全球金融危机影响,中国经济增长速度在2009年明显回落,处于国民经济上游的若干基础行业,如农林牧渔、采掘、钢铁、有色金属和化工分别在2008年和(或)2009年出现了较高僵尸企业数量占比,但随着宏观刺激政策的实施,这些行业上市公司业绩好转,僵尸企业数量占比出现了短暂降低。当短期刺激政策结束后,自2013年以来,随着宏观经济态势的二次探底,这些

<sup>①</sup> 本文的识别结果覆盖了1993—2015年。表7报告的是2008—2015年结果,其余结果见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)的公开附录。另请注意,由于上市公司数据库提供的行业分类标准与中国工业企业数据库提供的标准不一致,即便在同一年份,两个数据库得到的行业结果也缺乏可比性。

行业上市公司中僵尸企业数量占比再次上升到较高水平,呈现出与宏观经济形势同步的波浪走势。以钢铁行业为例,本文发现,扩大内需尤其是强调基础设施投资为主的大规模刺激政策实施后,其僵尸企业的数量占比由2009年的27.3%下降到2010年的18.2%,但随后在2012年和2013年又分别上升到38.2%和57.6%,尽管2014年略有下调,2015年依然维持在58.8%(对应54.4%的资产规模占比)的高水平上。这一结果和张栋等(2016)随机抽样17家上市钢铁公司进行识别,找出8家僵尸企业的比例大体相当。

(2)2008年全球金融危机导致外需大幅萎缩,对出口占比较高的纺织服装、家用电器、轻工制造和电子等行业产生了立竿见影的影响,2008年和2009年,上述行业上市公司的僵尸企业数量占比高企,随着扩大国内需求政策的实施,这些行业僵尸企业占比亦逐年降低,更有意思的是,它们没有像国民经济上游行业那样出现明显的占比反弹,反映了出口导向行业的上市公司具有较强的竞争能力和自我调整能力。

### 3. 分地区特征

表8<sup>①</sup>报告了2001—2007年中国工业企业分地区识别的僵尸企业占本地区样本企业数量和资产规模占比,从中大体上可以看出以下特征事实:

表8 2001—2007年中国工业企业中僵尸企业的数量和资产规模占比(分地区) 单位:%

地区	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产
东部地区	15.8	18.7	15.3	17.9	12.9	13.6	8.3	9.7	8.9	10.1	8.3	9.4	9.7	9.0
西部地区	26.5	21.5	29.2	27.8	27.1	23.2	19.5	18.0	18.4	16.5	17.1	12.4	15.6	10.8
中部地区	27.7	36.7	27.3	30.3	21.7	24.1	14.1	18.5	13.3	17.4	11.5	13.7	10.2	9.9
东北地区	21.9	24.8	21.3	26.9	23.5	29.0	16.3	23.9	15.4	21.9	13.7	16.8	12.9	14.2

资料来源:作者计算。

(1)和全国的整体趋势一致,2002年以后,无论是东部、中部、东北,还是西部地区,全部僵尸企业占当地样本企业的数量和资产比例都逐渐降低。

(2)无论是21世纪初期,还是到2007年本轮经济周期的峰顶年份,东部地区全部僵尸企业占比都是全国四个地区中最低的。进一步,按省份识别的结果表明,东部沿海的浙江、山东、福建和江苏无论是僵尸企业数量占比,还是资产规模占比,始终排在全国最低的前十个省份之列。

(3)中部地区在21世纪初,全部僵尸企业的数量和资产规模占比为全国四个地区最高,尤其是僵尸企业占据的资产规模高达36%。但是,从2003年开始,该地区僵尸企业数量占比连续两年下降,分别低于西部地区和东北地区,并且在2007年接近东部地区水平;其僵尸企业资产规模占比也出现了类似下降趋势。进一步,按省份识别的结果表明,中部的河南、江西、安徽和山西,是2001年僵尸企业资产规模占比全国最高的四个省份,分别接近或超过40%;但是到2007年,已经分别下降到位居全国中间甚至偏下位置,其中河南的下降幅度最大。

(4)尽管在21世纪初,东北地区和西部地区不是僵尸企业数量和资产规模占比最高的地区,但是,截至2007年,西部和东北地区已经分别成为全国僵尸企业数量占比和资产规模占比最高的地区。这与西部地区的制度环境不佳和东北地区的国有企业比重偏高恐怕不无关系。

<sup>①</sup> 限于篇幅,表8没有报告每个省的识别情况,详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)的公开附录。

#### 4. 分所有制特征

表9报告了中国工业企业数据库不同所有制企业中,僵尸企业的数量和资产规模占比。大体上可以看出如下特征事实<sup>①</sup>:

表9 2001—2007年中国工业企业中僵尸企业的数量和资产规模占比(分所有制) 单位:%

所有制	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产
国有	44.6	33.6	49.3	33.1	50.4	29.2	41.4	21.1	45.8	19.8	43.1	14.8	38.0	11.9
集体	14.8	18.8	16.1	19.0	15.1	15.7	11.8	13.4	12.5	13.3	12.2	12.7	13.3	11.4
港澳台	16.3	16.4	18.4	16.8	16.8	13.2	11.3	9.5	12.4	10.9	12.2	10.6	15.0	10.5
外资	14.0	13.9	14.2	13.9	13.2	11.1	9.3	8.2	10.3	9.6	10.5	9.3	12.9	9.3
私营	6.2	9.2	6.2	8.2	6.0	8.0	4.2	6.4	4.9	6.5	5.2	6.8	6.5	7.6
其他	18.5	16.2	19.0	17.8	17.4	14.7	12.0	12.9	12.5	12.5	12.2	11.0	12.9	9.5

资料来源:作者计算。

(1)2001—2007年各类所有制僵尸企业的两项占比并没有出现单一下降趋势,而是存在小幅波动下总体上呈现稳定状况。由此可以推测,中国工业企业中僵尸企业数量和资产占比的总体下降,是因为僵尸企业占比更低的私营企业或其他所有制企业占工业企业的数量比重在不断提高,换言之,僵尸企业占比下降是效率更高的私营部门发展更快的结果。

(2)在不同所有制当中,不考虑“其他”类型,僵尸企业数量和资产占比最高的始终是国有企业,其僵尸企业数量占比围绕45%的水平上下波动,最高为2003年的50.4%,最低为2007年的38.0%;最低的为私营企业,其僵尸企业的数量占比最高为2007年的6.5%;最低为2004年的4.2%。而集体企业、港澳台资企业和外资企业的占比各年差别不大,且处于国有企业和私营企业占比水平之间<sup>②</sup>。

(3)从数量和资产规模占比关系上可推出:国有僵尸企业平均规模要低于全部国有工业企业平均规模,这表明在国有企业内部,僵尸企业一般是规模更小的国有中小企业;而私营僵尸企业平均规模要高于全部私营工业企业平均规模,换言之,在私营企业内部,僵尸企业通常是规模更大的私营企业。而其他所有制类型则并不能清楚地识别出类似特征。

表10报告了2001—2007年所有僵尸企业中不同所有制类别的数量和资产规模占比,从中可以看出以下特征事实:

① 本文将中国工业企业按所有制划分为六类,分别为国有企业、集体企业、港澳台企业、外资企业、私营企业和 其他。其中,国有企业包括国有企业、联营企业中的国有联营企业、国有与集体联营企业和有限责任公司中的 国有独资公司;集体企业包括集体企业、股份合作企业、集体联营企业;港澳台企业包括港澳台合资经营、 港澳台合作经营、港澳台独资经营、港澳台股份有限公司;外商投资企业包括中外合资经营企业、中外合作 经营企业、外资企业、外商投资股份有限公司;私营企业包括私营独资企业、私营合伙企业、私营有限责任公 司、私营股份有限公司;股份有限公司、联营企业中的企业联营企业、有限责任公司中的其他有限责任公司 以及其他企业,归为其他企业。

② 需要注意的一个问题是,由于外资企业和大型私营企业存在避税动机,因此可能会隐瞒利润,甚至故意做成 亏损状况,从而导致本文对这类企业中僵尸企业数量占比出现高估(由于税务实践中,小微私营企业很少交 纳所得税,因此它们的避税动机并不强)。感谢匿名审稿人指出这一点。不过,即便存在高估,这里得到的外 资企业和私营企业中僵尸企业数量占比依然低于国有企业。

表 10 2001—2007年中国工业企业中僵尸企业中不同所有制数量和资产规模占比 单位:%

所有制	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产
国有	46.5	59.0	42.7	55.8	37.6	53.0	33.1	46.7	27.3	42.2	21.7	35.2	12.3	29.5
集体	18.8	6.7	17.4	6.0	14.9	5.0	10.6	3.4	9.9	3.2	8.3	3.1	7.2	2.7
港澳台	9.0	7.0	10.2	7.1	10.8	7.0	10.7	6.8	11.5	8.1	11.8	9.1	13.4	10.3
外资	5.6	7.5	6.0	7.6	7.1	8.4	9.1	9.7	10.1	12.1	10.9	14.3	12.8	16.5
私营	6.7	1.9	8.6	2.2	12.4	3.9	17.2	5.3	20.6	6.2	25.7	8.8	32.3	11.8
其他	13.4	18.1	15.1	21.3	17.3	22.7	19.3	28.0	20.6	28.3	21.5	29.5	22.0	29.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源:作者计算。

(1)国有僵尸企业在全部僵尸企业的数量占比上存在一个明显下降,从2001年的46.5%,下降到2004年的33.1%和2007年的12.3%。但是,国有僵尸企业的资产规模占比的下降幅度明显更小,从2001年的59.0%下降到2007年的29.5%。由此可以推测,相对于全部僵尸企业,国有僵尸企业的平均规模在变大。

(2)私营僵尸企业在全部僵尸企业的数量占比有一个明显上升,从2001年的6.7%上升到2007年的32.3%,成为僵尸企业数量最多的所有制类别。但是,私营僵尸企业的资产规模占比的上升幅度略微更大一些,从2001年的1.9%上升到2007年的11.8%。这同样表明,私营僵尸企业的平均规模相对于全部僵尸企业也有所变大。

(3)在全部僵尸企业中,国有僵尸企业的平均规模要比集体企业和私营企业的更大,而私营僵尸企业的平均规模是各类所有制企业中最小的一类。从这个角度说,进行僵尸企业的处置工作,尤其是破产清算工作,单个国有僵尸企业对当地经济的冲击力更强,而单个私营僵尸企业虽然影响小,但是考虑到其数量多、波及面比较广,其整体影响同样不可忽视。

##### 5. 进一步讨论:僵尸企业是体制现象还是周期现象

根据本文前面的定义,僵尸企业是指那些经营不善、依靠自身能力无法赢利来实现持续发展的企业。扣除各种补贴之后,长期存在经营性亏损是其主要特征,也是其被识别出来的重要标准。根据本文的识别结果,在数据可得的2001—2007年间,中国工业企业数据库收录的企业有10.09%—19.69%不等的僵尸企业。一个需要讨论的问题是:这么大比例的僵尸企业,其长期亏损(本文按照连续三年实际利润总和来衡量)到底是什么原因引起的?

从经济周期看,在中国经济增长较慢的2001年,相比经济增长较快的2007年,僵尸企业的数量占比明显要更高,这种时间上的相关性似乎暗示着僵尸企业现象可能与经济周期有关。然而,本文的识别结果揭示出的若干特征事实,似乎又说明这与经济体制有密不可分的关系。<sup>①</sup>在各种所有制企业中,多数时候国有企业中僵尸企业数量和资产规模占比最高;在全部僵尸企业中,数量和资产规模占比最高的依然是国有企业。<sup>②</sup>从各行业看,凡是政府垄断定价和国有企业为主的行业,往往是僵尸企业数量和资产规模占比最高的行业。<sup>③</sup>尤其值得注意的是上市公司数据展示的一个现象:2008年全球金融危机之后,参与国际竞争的出口导向行业尽管受冲击较大而呈现较高僵尸企业数量占比,然而,在本轮经济调整的低谷尚未过去的2015年,这些出口行业的数量占比却已经显著地降了下来。考虑到上市公司通常不会退市,其占比的下降只能是经营业绩改善的结果。这也说明,市场需求不断变化是常态,有竞争力的行业和企业往往会及时作出调整。

显然,尽管总需求的周期性变化会构成对企业绩效的短期冲击,影响企业的短期盈利状况,但是,一个企业成为僵尸企业是因为长期缺乏盈利能力,换言之,只有那些无法从经济周期的短期冲

击中摆脱出来的企业才会逐步沦为僵尸企业。而本文提供的若干僵尸企业特征事实表明,各种体制因素与一个企业的长期盈利状况具有更密切的联系,是其是否会成为僵尸企业的根本原因。

## 五、僵尸企业的分类处置

### 1. 僵尸企业差异化处置的分类方法

对僵尸企业的处置需要分类进行,对于那些股东权益已经完全损失或接近完全损失、缺乏偿付能力的企业,应该尽快进入破产程序,转由债权人接管企业后再行决定处置方案(Hart, 2001)。因此,本文进一步采用“资产负债率”指标作为分类条件,将全部僵尸企业分成两个大类:应进入破产程序、控制权转移给债权人的僵尸企业;股东保留控制权,应改组、重组的僵尸企业。

“资产负债率”表示企业总资产中有多少是通过负债筹集的,衡量了企业利用债权人资金进行经营活动的程度,该指标也是评价公司长期偿债能力的指标。按照本文识别方法识别的僵尸企业,有的虽然长期没有盈利,但并未达到很高负债水平,即该企业仍有剩余净资产可以利用,则一方面,该类企业并未丧失长期偿债能力;另一方面,股东通过出售资产、合并或被兼并等重组手段,或改组公司董事会和经理层,调整经营战略,该类企业还可能改善经营、恢复盈利而转为健康企业,本文把它们称为“应改组重组类”僵尸企业。另外一些资产负债率很高甚至超过 100%,即净资产极少甚至为负的僵尸企业,其控制权应该由债权人接管,本文把它们称为“应破产类”僵尸企业。<sup>①</sup>

由此,本文的分类标准为:若僵尸企业资产负债率超过 100%或处在同行业最高的前 30%,则应进入破产程序(简称“应破产”),即:

$$debratio_{i,t} = fz hj_{i,t} / zczj_{i,t} > 1 \text{ or } debratio_{i,t} = fz hj_{i,t} / zczj_{i,t} \geq p_{j,t} (70) \quad (7)$$

其中, $zczj_{i,t}$ 为资产总计,即总资产; $fz hj_{i,t}$ 为负债合计,即总负债; $p_{j,t} (70)$ 为相同年份  $t$ 、相同的四位数行业  $j$  中,资产负债率最高的前 30%水平<sup>②</sup>。

资产负债比率大于 100%,说明该僵尸企业账面上已经资不抵债,符合破产要求;另外,针对那些资产负债率并未超过 100%的僵尸企业,在产能过剩的大背景下,企业固定资产的处置价格往往会按照一定比例折价而低于其账面价值,因此,处于同行业较高负债率水平的僵尸企业更有可能在资产处置过程中出现资不抵债的现象。本文借鉴朱鹤和何帆(2016)方法,采取与同行业资产负债率进行比较的相对指标,将同行业企业中那些资产负债率尽管低于 100%,但是位于全行业前 30%的僵尸企业识别为应破产类型。

### 2. 分类结果

根据这一分类标准,这里对中国工业企业和上市公司中各年全部识别出来的僵尸企业进行了分类,并且计算了两类僵尸企业的数量和资产规模占比。从表 11 可以发现以下一些特征事实:

(1)无论是工业企业还是上市公司,属于应破产的僵尸企业数量都占全部僵尸企业数量的 1/2

① 按照刘遵义和钱颖一(1994)在讨论中国国有企业财务重组时的分类法,同时有“非负数的资产负债表”和“负数的净值运营账目”的企业被称为“潜在可正常化”的企业,而同时有“负数的资产负债表”和“负数的净值运营账目”的企业被称为“试用察看”的企业。大体上,这两类企业分别对应本文所指的“应重组”的企业和“应破产”的企业。他们认为,“试用察看”的企业并不是都必需进行清算,其中不少仍然有可能转变为正常企业。

② 各二位数行业资产负债率 70%分位数见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)的公开附录,大部分行业位于前 30%的企业,其资产负债率都接近或超过 70%。换言之,一旦资产处置折价率超过 30%,则它们将出现资不抵债。

表 11 中国工业企业和上市公司中僵尸企业的分类占比

年份	全部工业企业 数量(个)	应破产(%)		应改组重组(%)		全部工业企业 资产规模(亿元)	应破产(%)		应改组重组(%)	
		(1)	(2)	(1)	(2)		(1)	(2)	(1)	(2)
2001	157515	10.1	51.4	9.6	48.6	124202.4	9.2	40.3	13.6	59.7
2002	171347	10.2	52.3	9.3	47.7	138679.2	9.4	41.6	13.2	58.4
2003	186832	8.9	53.2	7.8	46.8	161325.3	8.1	43.9	10.3	56.1
2004	265959	5.6	52.1	5.1	47.9	209061.5	6.2	45.7	7.4	54.3
2005	261113	5.8	53.1	5.1	46.9	235565.9	6.2	47.2	6.9	52.8
2006	295859	5.4	53.6	4.7	46.4	282543.3	5.6	50.3	5.5	49.7
2007	333062	5.8	55.0	4.8	45.0	346397.6	5.0	50.3	4.9	49.7
年份	全部上市公司 数量(个)	应破产(%)		应改组重组(%)		全部上市公司 资产规模(亿元)	应破产(%)		应改组重组(%)	
		(1)	(2)	(1)	(2)		(1)	(2)	(1)	(2)
2000	1016	10.3	56.8	7.9	43.2	17987.9	7.6	58.3	5.5	41.7
2001	1095	12.4	57.1	9.3	42.9	25231.5	8.5	64.8	4.6	35.2
2002	1165	11.9	51.5	11.2	48.5	30026.2	8.3	58.4	5.9	41.6
2003	1230	11.6	53.0	10.3	47.0	35589.4	7.9	64.8	4.3	35.2
2004	1330	11.7	54.8	9.6	45.2	42218.4	7.1	63.6	4.1	36.4
2005	1338	14.1	55.6	11.2	44.4	47196.6	8.9	64.1	5.0	35.9
2006	1398	13.5	52.1	12.4	47.9	60645.2	8.1	64.5	4.5	35.5
2007	1492	10.6	55.8	8.4	44.2	92560.3	5.0	71.8	2.0	28.2
2008	1564	11.9	53.3	10.4	46.7	113859.1	7.4	59.9	4.9	40.1
2009	1652	11.6	52.9	10.4	47.1	144831.5	8.4	63.4	4.9	36.6
2010	1994	8.1	56.1	6.3	43.9	183613.2	4.7	63.5	2.7	36.5
2011	2266	7.3	60.2	4.8	39.8	226448.9	4.7	65.4	2.5	34.6
2012	2419	8.2	54.5	6.9	45.5	264720.0	7.6	67.0	3.7	33.0
2013	2415	9.3	52.1	8.5	47.9	297974.9	9.5	68.6	4.3	31.4
2014	2531	8.3	51.0	8.0	49.0	336710.6	6.7	64.4	3.7	35.6
2015	2744	7.6	52.6	6.9	47.4	391672.2	6.5	65.5	3.4	34.5

注:(1)为占全部工业企业(或上市公司)的比例;(2)为占全部僵尸企业的比例。

资料来源:作者计算。

强,即大部分僵尸企业应该进入破产程序,让债权人接管控制权;而只有少半部分应由股东持续拥有控制权,并通过改组、重组等措施来设法加以拯救。

(2)根据数量和资产规模两项占比分析,全部工业僵尸企业中,应破产类型僵尸企业总体上比应改组重组类型的平均规模更低,换言之,危及债权人利益的僵尸企业规模更小。

(3)根据数量和资产规模两项占比分析,与上市公司中僵尸企业平均资产规模相比,应破产类型的平均资产规模在多数年份更高。对此,一种可能的解释是,当上市公司成为僵尸企业后,地方政府为了维持其上市地位而提供补贴或其他资源支持,其资产规模持续扩大,与此同时效率却未有改善,甚至恶化,最终失去偿付能力。这也表明上市公司部门的资源误配有积重难返的倾向。

表 12 提供了 2001—2007 年不同所有制工业企业中应破产僵尸企业的数量和资产规模占比,可以发现:不考虑“其他”类别,国有、集体和私营部门全部僵尸企业中应破产类型的数量占比历年都在 50%以上,换言之,这些部门的僵尸企业绝大部分都应该向债权人转移控制权;而港澳台和外资部门应破产类型的数量占比历年都在 40%左右,即多数僵尸企业依然有较好的偿付能力。另外,结合数量和资产规模占比分析,国有部门中应破产类型通常是规模更小的国有中小企业;私营部门中应破产类型的平均规模小于全部私营僵尸企业。



表 12 不同所有制工业企业中应破产僵尸企业数量和资产规模占比 单位:%

	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
数量占比														
国有	24.2	54.2	27.0	54.8	28.0	55.6	23.1	55.7	25.7	56.1	24.0	55.7	22.1	58.1
集体	8.2	55.4	9.4	58.3	8.9	58.9	6.9	58.5	7.2	57.7	7.3	59.6	8.0	60.1
港澳台	6.1	37.6	7.0	37.8	6.8	40.5	4.4	38.8	5.0	40.8	4.9	40.4	6.3	41.7
外资	5.3	38.2	5.4	38.4	5.6	42.7	3.7	39.5	4.2	40.3	4.3	41.4	5.5	43.0
私营	3.4	54.5	3.4	55.1	3.4	56.4	2.4	56.4	2.9	58.7	3.1	59.8	4.0	61.8
其他	9.1	49.1	9.8	51.4	9.2	53.0	6.2	51.5	6.8	54.1	6.7	54.7	7.3	56.5
资产占比														
国有	13.1	39.1	13.0	39.3	11.9	40.7	9.3	44.2	9.3	47.2	7.4	50.3	5.9	49.6
集体	11.2	59.5	11.8	61.9	9.6	60.8	7.9	58.9	7.4	55.8	8.5	66.9	6.7	58.9
港澳台	6.5	39.8	6.9	41.3	5.9	44.8	3.9	41.5	4.3	39.9	4.5	42.0	4.9	46.8
外资	5.4	38.7	6.0	43.4	5.9	53.1	3.6	43.5	4.3	45.1	4.5	48.6	4.2	45.1
私营	4.7	50.5	4.3	52.6	4.4	54.6	3.6	56.5	3.8	58.7	4.0	57.9	4.8	62.2
其他	5.9	36.7	7.1	39.9	6.2	42.1	6.0	46.3	5.9	46.8	5.5	49.6	4.7	49.1

注:同表 11。

资料来源:作者计算。

表 13 提供了 2001—2007 年全部应破产类僵尸企业不同所有制数量和资产规模构成。从数量看, 国有占比从 2001 年的接近 1/2 降低到 2007 年的 13%, 而私营占比则从不到 10% 上升到 36.3%。从资产规模看, 国有占比从 57.3% 下降到近 30%, 依然是各类所有制中最高的, 而私营占比则从 2.3% 上升到 14.6%。换言之, 在 2007 年, 尽管应破产僵尸企业中私营企业数量众多, 但是平均规模上却远远小于国有企业。

表 13 应破产僵尸企业中各类所有制数量和资产规模占比 单位:%

所有制	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产	数量	资产
国有	49.1	57.3	44.8	52.8	39.3	49.2	35.5	45.2	28.9	42.1	22.6	35.2	13.0	29.2
集体	20.2	9.9	19.5	9.0	16.5	7.0	11.9	4.4	10.8	3.8	9.3	4.1	7.8	3.2
港澳台	6.6	6.9	7.4	7.1	8.2	7.2	8.0	6.2	8.8	6.8	8.9	7.6	10.2	9.7
外资	4.2	7.2	4.4	7.9	5.7	10.1	6.9	9.3	7.7	11.5	8.4	13.8	10.0	14.8
私营	7.1	2.3	9.1	2.8	13.1	4.8	18.6	6.5	22.8	7.7	28.8	10.1	36.3	14.6
其他	12.8	16.4	14.8	20.4	17.2	21.8	19.2	28.4	21.0	28.0	22.0	29.2	22.6	28.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源:作者计算。

### 3. 关于对僵尸企业进行分类处置的进一步讨论

为什么许多长期生产率低下僵尸企业没有退出市场? 一种普遍的观点认为, 政府和银行提供的补贴产生了“滋润效应”, 让僵尸企业在无法盈利的状况下依然可以生存。根据作者的统计, 获得过政府补贴或信贷补贴的僵尸企业历年都接近 9 成, 这个事实显然为这种观点提供了有力证据。因此, 要促使僵尸企业退出市场, 或者迫使其股东或债权人去改进僵尸企业经营绩效, 首先政府要减少对企业部门的各种补贴, 包括通过银行部门的间接补贴。政府还要强化对国有金融机构的监管, 完善其治理结构, 由此减少信贷补贴规模。这是清理、处置所有僵尸企业的一个基本制度前提。

在此基础上, 本文进一步提出以下对僵尸企业进行分类处置的建议:

(1) 针对国有部门僵尸企业: ①应破产类, 建议根据债权人属性加以区别处理: 如果债权人为国

有金融机构,则应采取破产清算程序,让其彻底退出市场,如果对这类企业搞“债转股”,其实质还是政府在为其“兜底”;如果其债权人为私营性质的法人或自然人,则建议通过让债权人接管实现“债转股”而将产权从国有部门转移到私人部门,这不但可以止住国有经济的“出血点”,减轻各级政府财政负担,而且有利于债权人最大化僵尸企业资产价值,甚至最终拯救这些应破产的僵尸企业。②应改组重组类,建议各级国资委多管齐下,通过完善公司治理结构,改组董事会,进行资产重组甚至对公司整体出售等方式实现公司资产价值的最大化。

(2)针对非国有部门的僵尸企业,笔者统计发现两大问题:①所有僵尸企业中每年有超过10%既没有拿到政府补贴也没有拿到信贷补贴,其中私营僵尸企业中两类补贴都没有的更是高达15%,这些长期不盈利又没有拿到补贴的企业,尤其是私营企业为什么不退出市场或进入破产程序?②按照国家统计分类标准,本文识别出的每年应破产僵尸企业超过80%是小型和微型企业,这些小型微型企业通常是非国有性质,并不是地方政府重点扶持的对象,为什么它们没有进入破产程序?对此,另一种可能的假说是:对应破产的非国有小微企业的利益攸关者而言,尤其是应接管企业的债权人而言,实施破产程序的成本太高,从而带来了处置这类僵尸企业的“阻碍效应”<sup>①</sup>。其背后的原因,可能是《企业破产法》中没有规定简易破产程序。尽管在《企业破产法》立法过程中有学者(例如,周洪生和冯鹏玉,2004)呼吁设立简易破产程序。然而最终这一建议并未被采纳。近年来,要求设立简易破产程序的呼声再起,实践上,深圳和温州两地法院在采用简易程序审理破产案件方面也进行了探索。因此,本文建议,应修改《企业破产法》使之纳入简易程序,切实降低非国有僵尸企业进行破产重整或清算的成本。

(3)针对上市公司僵尸企业,基于前面呈现的事实,本文建议,一方面监管部门要完善上市公司退市制度,尤其是财务上要建立利润平滑机制,杜绝上市公司管理层借助盈余管理手段规避退市的可能;另一方面,对于已经失去偿付能力的僵尸企业,则应该坚持按照“先退市、后破产”的程序进行处置。另外,对于仍有偿付能力、股东继续保留控制权的上市公司,监管部门既要鼓励它们利用资本市场开展资产重组,更要敦促其改善公司治理,通过改组董事会和经理层来提升企业生产效率。

## 六、结论

在总结各种僵尸企业识别方法的基础上,结合中国的特殊制度背景,本文提出了一种综合的僵尸企业识别方法,它既考虑了政府补贴和信贷补贴对僵尸企业盈利状况的影响,也考虑了仅仅根据盈利状况而可能存在的对创业型企业的错误识别,还考虑了僵尸企业个别年份出现盈利而导致的遗漏识别问题。利用中国工业企业数据的识别工作发现,2001—2007年工业企业中僵尸企业呈现如下分布特征:僵尸企业的数量和资产规模占比总体与经济周期有相关性;分地区看,中国东部地区僵尸企业数量和资产规模占比最低,而西部地区数量占比最高、东北地区资产规模占比最高;分行业看,政府垄断定价和国有企业为主的行业僵尸企业数量占比较高;分所有制看,国有僵尸企业的资产规模占比始终是各类所有制中最高的。

基于资产负债率指标,本文把僵尸企业分为股东保持企业控制权,通过改组、重组可能恢复健康的僵尸企业,以及应进入破产程序、向债权人转移控制权的僵尸企业。分类发现,中国工业企业和上市公司中,各年都有1/2左右的僵尸企业属于应破产类别。进一步,本文对于不同所有制下不同

<sup>①</sup> 李曙光和王佐发(2009)曾经指出一个令人尴尬的现象,2006年中国《企业破产法》正式实施后,每年向全国所有法院申请进入破产程序的企业家数逐年下降,2008年和2009年分别不过为3139家和3128家,而通过国家工商部门注销和吊销营业执照而退出市场的企业数,每年却高达80万家。

类型的僵尸企业的处置工作提出了相应的政策建议。特别要强调的是,对于非国有的小微僵尸企业,设立简易破产程序、降低破产成本的措施在当下具有特别重要的意义。

当前,中央强调进行供给侧结构性改革,针对僵尸企业的识别与处置是其中的重要内容。如果能够通过改组、重组,或者破产重整或清算,来释放僵尸企业的生产要素给更高效率使用者,就可以提振经济活力、改善经济效率。正如本文所提到的,2001—2007年河南、山西和安徽等中部省份僵尸企业数量和资产占比出现了大幅下降现象。按照黄少卿和施浩(2014)的估计,这段时间也是这几个省份全要素生产率提高对GDP增长贡献份额较大的阶段。尽管并没有进一步的工作为这两者明确建立因果关系,但是,理论上要理解这一点并不困难。与此相反,如果生产效率低下的僵尸企业不但不通过各种市场机制、公司治理机制或法律途径释放生产要素,反而进一步吸收资金或劳动力,则可能给它们所在地区的生产效率带来负面影响,因为这会挤出高效率企业可用的生产要素。笔者统计发现,2005—2007年三年都识别为僵尸企业的工业企业中,每年有接近60%的企业其负债总量在持续增加;有约30%的企业其劳动力雇佣数量在提高,这是令人堪忧的现象。显然,政府要做的工作是严格财经纪律,坚决不让僵尸企业继续向银行借款,也不应新增就业岗位,而应该鼓励应重组类僵尸企业股东推进管理层改组和资产重组,或者支持应破产类僵尸企业的债权人接管企业、盘活资产,设法提升经营资产价值,从而提高整体经济效率。

本文的不足主要有以下方面:①把资产负债率指标大于100%或位于行业前30%的僵尸企业分类为应破产类型,这是否恰当可能存在争议;②由于有的指标缺乏数据而不得不进行近似替代,例如用流动负债代替短期贷款,这可能导致对僵尸企业数量及占比的高估;③会计数据本身的不准确(如外企和私企故意做低、做负利润以避税)可能带来的过度识别问题,等等。考虑到这些不足,在应用本文识别和分类结果时需要谨慎,也期待未来有方法更科学、数据更准确的识别结果。基于本文对中国僵尸企业状况的事实测度所形成的数据,建议下一步的研究可以聚焦于分析产生僵尸企业的具体原因,利用计量模型进行因果识别;并且,对于僵尸企业在生产率、就业、产业升级、环境污染等方面的影响加以实证分析。

#### [参考文献]

- [1]陈冬华. 地方政府、公司治理与补贴收入——来自中国证券市场的经验证据[J]. 财经研究, 2003, (9):15-21.
- [2]陈冬华,李真,新夫. 产业政策与公司融资——来自中国的经验证据[R]. 中国会计与财务研究国际研讨会论文集, 2010.
- [3]冯芸,刘艳琴. 上市公司退市制度实施效果的实证分析[J]. 财经研究, 2009, (1):133-143.
- [4]黄少卿,施浩等. 基础设施投资:资金来源、投资效率和地方财政风险[M]. 上海:上海人民出版社, 2014年.
- [5]江小涓. 国有企业的产能过剩、退出及退出援助政策[J]. 经济研究, 1995, (2):47-55.
- [6]李曙光,王佐发. 中国《破产法》实施三年的实证分析——立法预期与司法实践的差距及其解决路径[J]. 中国政法大学学报, 2011, (2):58-79.
- [7]刘遵义,钱颖一. 关于中国的银行与企业财务重组的建议[J]. 改革, 1994, (6):25-38.
- [8]陆建桥. 中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 1999, (9):25-35.
- [9]聂辉华,江艇,张雨潇,方明月. 我国僵尸企业的现状、原因与对策[J]. 宏观经济管理, 2016, (9):63-68+88.
- [10]任曙明,吕镞. 融资约束、政府补贴与全要素生产率——来自中国装备制造企业的实证研究[J]. 管理世界, 2014, (11):10-23+187.
- [11]魏志华,李常青,王毅辉. 中国上市公司年报重述分析:1999—2007[J]. 证券市场导报, 2009, (6):31-38.
- [12]余明桂,回雅甫,潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. 经济研究, 2010, (3):65-77.
- [13]张栋,谢志华,王靖雯. 中国僵尸企业及其认定——基于钢铁业上市公司的探索性研究[J]. 中国工业经济, 2016,

- (11):90-107.
- [14]周洪生,冯鹏玉. 析简易注销程序的设立[J]. 法学, 2004,(11):117-122.
- [15]朱鹤,何帆. 中国僵尸企业的数量测度及特征分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2016,(4):116-126.
- [16]朱舜楠,陈琛. “僵尸企业”诱因与处置方略[J]. 改革, 2016,(3):110-119.
- [17]Fukuda, S., and J. Nakamura. Why Did ‘Zombie’ Firms Recover in Japan[J]. The World Economy, 2011,34(7):1124-1137.
- [18]Hart, O. Firms, Contracts, and Financial Structure[M]. Oxford:Clarendon Press, 1995.
- [19]Hart,O. Financial Contracting[J]. Journal of Economic Literature, 2001,39(4):1079-1100.
- [20]Hoshi, T., and Y. Kim. Macropprudential Policy and Zombie Lending in Korea[R]. UC San Diego, 2012.
- [21]Imai, K. A Panel Study of Zombie SMEs in Japan: Identification, Borrowing and Investment Behavior[J]. Journal of the Japanese and International Economies, 2016,(39):91-107.
- [22]Nishimura, K. G., T. Nakajima, and K. Kiyota. Does the Natural Selection Mechanism Still Work in Severe Recessions? Examination of the Japanese Economy in the 1990s [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2005,58(1):53-78.
- [23]Caballero,R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan[J]. American Economic Review, 2008:98(5):1943-1977.

## The Distribution Features and Classified Disposition of China’s Zombie Firms

HUANG Shao-qing, CHEN Yan

(Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai, 20030, China)

**Abstract:** Based on a comprehensive method, this article identifies zombie firms with the Chinese Industrial Enterprises Database and the data of listed companies. It finds that zombie firms account for 10.09%–19.69% of all industrial firms in 2001–2007; while 12.09%–25.97% of all listed firms in 2000–2015. Moreover, zombie firms have following distribution characteristics: in general, the proportion of zombie firms by number and asset size are related to economic cycle; in terms of regional distribution, those by number and asset size in the eastern area is the lowest, while those by number in the western area, and those by asset size in the north-eastern area are the highest; in terms of industry, those whose pricing is monopolized by governments and where state-owned companies are the major part have high proportion of zombie firms by number; in terms of ownership, those by number and asset size in state-owned enterprises are always the highest. Furthermore, this article categorizes zombie firms into two groups using the asset-liability ratio: those that should enter into bankruptcy proceedings, and transfer residual control rights to creditors; and those that shareholders of which can still have residual control rights. The categorizing results offer thoughts for dealing with zombie firms variously. This articles points out that the existence of zombie firms can not only be attributed to “moisturizing effects” of governments’ subsidiaries, but also to “hindering effects” of high bankruptcy costs. Accordingly, to deal with zombie firms, apart from the improvement of company management so as to push forward the reorganization of the board of directors or managers, asset restructuring, etc., the article also suggests that justice departments should pilot and propose simple bankruptcy proceedings, and emphasizes strict financial disciplines, so as to prevent the continuing increasing occupation of production resources and deterioration to the whole economic efficiency of zombie firms.

**Key Words:** zombie firm; identifying method; distribution features; classified disposition; simplified bankruptcy proceedings

**JEL Classification:** D23 G33 M41

[责任编辑:覃毅]