

# “僵尸企业” 问题研究

陈 华 刘杨树 陈 荣\*

**内容提要** 关于“僵尸企业”的识别尚未有统一权威的方法,既有学术标准,也有国内定义。总体来看,“僵尸企业”的普遍特征是企业生产经营持续不景气、企业融资风险高、企业外部依赖性强。许多理论模型从银行的微观行为解释了“僵尸企业”的形成原因。本文从宏观层面,首先对“僵尸企业”的定义进行了界定,并基于“僵尸企业”的普遍特征,测算了我国上市公司的“僵尸企业”规模情况。结果显示,采矿业、交通运输业、农林牧渔业、批发零售业、制造业、住宿餐饮业等传统行业的“僵尸企业”占比较高。从省份来看,一些资源型省份和中西部省份的“僵尸企业”占比较高,均高于 10%。最后,本文通过研究日本处置“僵尸企业”的经验,提出有关我国处置“僵尸企业”的政策建议。

**关键词** 僵尸企业; 标准; 金融机构; 上市企业

**JEL 分类号** D24; L11

## 一、“僵尸企业”的界定

### (一) 学术标准

#### 1. CHK 标准

Caballero、Hoshi and Kashyap (2008) 最早提出“僵尸企业”的识别标准,即 CHK 标准,其核心思路是测算企业是否享有银行提供的特殊补贴。识别工作分为两部分:一是测算市场条件下正常企业可能享受到的最低利息;二是计算企业实际支付利息与最低利息的利差。如果利差小于零,即企业实际支付利息低于最低利息,那么意味着银行为该企业提供了利率优惠,该企业则为“僵尸企业”,否则不是。

\* 陈华:中国人民银行金融研究所 北京市西城区德胜门外大街 79 号德胜国际中心 c 座 9 楼 100088 电子邮箱:chenhuapbc@foxmail.com; 刘杨树:厦门大学管理学院; 陈荣:中国人民银行龙岩中心支行。  
感谢国家自然科学基金青年项目(项目批准号:71703165)的资助。本文仅代表个人学术观点,不代表所在机构意见。

CHK 标准存在两个缺陷：一是现实中有可能存在一些企业，因自身盈利能力突出而享受到比正常企业可享受到的最低利息还低的贷款利息，CHK 标准可能会将这些优质企业误归为“僵尸企业”；二是银行对“僵尸企业”的补贴并不局限于利率优惠，CHK 标准无法识别享受“借新还旧”、延长贷款期限等其他形式补贴的“僵尸企业”。

CHK 标准识别的具体思路如下：

第一步，估计出公司为债务所需支付的最低利息

$$R_{i,t}^* = r_{s,t-1}BS_{i,t-1} + \left( \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 r_{l,t-j} \right) BL_{i,t-1} + rcb_{\min \text{ over last 5 years, } t} \times Bonds_{i,t-1}$$

其中， $BS_{i,t-1}$ ， $BL_{i,t-1}$  以及  $Bonds_{i,t-1}$  分别为短期银行贷款、长期银行贷款和公司债。与它们相乘的分别是公司贷款所需的短期银行利率，五年期长期银行贷款平均利率以及五年中发行的可转债的最低利率。

第二步，计算实际支付利息  $R$  与估计出的最低利息  $R^*$  的差值，并通过债务总额进行标准化。

债务总额为： $B_{i,t-1} = BS_{i,t-1} + BL_{i,t-1} + Bonds_{i,t-1} + CP_{i,t-1}$ ，其中， $CP_{i,t-1}$  为商业票据。

由此得到标准化的利差： $x = \frac{R_{i,t} - R_{i,t}^*}{B_{i,t-1}} = r_{i,t} - r_{i,t}^*$ ，若  $x < 0$ ，则表示该企业为“僵尸企业”，反之则不是“僵尸企业”。

此外，Caballero、Hoshi 和 Kashyap（2008）还通过模糊函数来计算某一业是“僵尸企业”的概率  $z$ ，见下式，其中  $d_1$ 、 $d_2$  为上下阈值。

$$z(x; d_1, d_2) = \begin{cases} 1 & \text{if } x \leq d_1 \\ \frac{d_2 - x}{d_2 - d_1} & \text{if } d_1 < x < d_2 \text{ where } d_1 \leq 0 \leq d_2 \\ 0 & \text{if } x \geq d_2 \end{cases}$$

## 2. FN 标准：改进的 CHK 标准

针对 CHK 标准的缺陷，Fukuda and Nakamura（2011）通过引入盈利标准和持续信贷标准，改进并提出 FN 标准。

盈利标准的识别逻辑是：一般而言，健康企业的息税前利润高于最低利息，因此，当一家企业的息税前利润高于最低利息时，则不应将其归为“僵尸企业”；否则可将其归为“僵尸企业”。在盈利标准的基础上，持续信贷标准又增加了“僵尸企业”的两个条件：上期负债与总资产的比率超过 50% 和当期外部贷款增加。显然，当一家负债水平较高的企业，在亏损（不满足盈利标准）的情况下仍然获得外部贷款，说明它获得了银行的隐性补贴，因此应将其归为“僵尸企业”。

实证结果显示，与 CHK 标准相比，FN 标准测算出来的日本“僵尸企业”比率与日本银行业不良贷款率更为吻合，因此 FN 标准比 CHK 标准更具有实证优势。但 FN 标准仍存在一点不足，即未考虑到企业盈利短期波动的影响，优质企业的盈利水平可能出现短期的暂时下滑，而“僵尸企业”也可能会出现短期的暂时上升。因此不能仅基于某一时点的企业状况，而是应基于更长时期的企业状况，来判别企业是否为“僵尸企业”。基于这样的思路，Imai (2015) 通过延长企业盈利水平的考察期限对 FN 标准进行了修正。也就是说，在足够长期限内，优质企业不可能一直差，而“僵尸企业”不可能一直好。

FN 标准识别的具体思路是：如果一家企业的上期负债与总资产的比率超过 50%，当期外部贷款增加，且满足下式，则是“僵尸企业”，否则不是。

$$\sum_{m=0}^T (EBIT_{i,t-m} - R_{i,t-m}^*) < 0$$

其中  $EBIT_{i,t-m}$  为息税前利润。当  $T=0$  的时候为 Fukuda and Nakamura (2011) 的标准；当  $T=1, 2, \dots, 9$  时，为 Imai (2015) 改进后的标准。

## （二）国内定义

2015 年 12 月 9 日，国务院常务会议提出了“僵尸企业”的几个特征：不符合国家能耗、环保、质量、安全等标准和长期亏损的产能过剩行业企业；持续亏损 3 年以上且不符合结构调整方向的企业。相关部委在摸底各省状况时提出“僵尸企业”的识别标准包括：持续亏损、资产负债率高；半年以上未缴纳增值税；暂停用电量；不符合产业调整方向等。到目前为止，尚未有权威的“僵

尸企业”识别标准。但总结来看，可从以下三个方面特征来识别“僵尸企业”：一是企业生产经营持续不景气，表现为营业利润减少或基本处于停歇业状态；二是融资风险高，表现为资产负债率明显高于行业平均水平，贷款质量为关注类及以下；三是外部依赖性强，表现为近几年贷款余额增加，支付利率低，近几年获得过政府救助。

## 二、“僵尸企业”的形成原因

大部分学者认为“僵尸企业”的形成离不开银行贷款系统和国家的不合理扶持。Sekine、Kobayashi and Saita（2003）证实宽容贷款（Forbearance Lending）的存在，他们发现当资产负债率超过特定水平时，公司的未偿还贷款不仅不会降低还将超乎常理地持续增长。许多理论模型从微观层面解释了银行在什么样的条件下会对企业提供宽容贷款。当一家银行做出宽容贷款的决定时，通常有以下情况：

第一，当企业的清算价值突然下降，尤其当它们知道银行会为它们保驾护航时，企业面临明显的道德风险问题，它们有降低自身努力的动机。对银行而言，抵押品价格跳水，公司清算价值大幅下滑，此时，整个经济通常寄望于资产价格上涨（Berglöf and Roland，1997）。

第二，银行具备大股东的风险偏好水平，它们认为自己扮演大股东的角色更加有利可图（Blanchard and Kremer，1997；Kobayashi and Kato，2005）。

第三，当政府的补贴计划或者坏账注销计划被熟知时，实物期权理论可以证明银行推迟注销坏账是有利的（Baba，1996）。

第四，在不对称信息下，为了避免存款准备金不足银行可能通过掩饰资产负债表以达到监管的要求（Sakuragawa，2002）。另外，银行高管的代理问题也可能导致他们为了自身利益隐藏不良贷款（Nishimura、Nakajima and Kiyota，2005）。

第五，担心舆论指责银行对经济衰退火上浇油以及政府直接鼓励也是银行给“僵尸企业”继续贷款维持其经营的重要原因（Caballero、Hoshi and Kashyap，2008）。

从中国的具体现实看，“僵尸企业”问题是在经济高速增长周期之后，伴随经济增速下滑、企业亏损面增加、产能过剩严重、金融风险积聚、通货紧缩持续、失业率上升等问题的出现而凸显，是体制性、结构性、周期性等多重因素叠加的结果。

一是从体制性因素看，尽管中国自改革开放后进行了30多年的市场化改革，但市场经济的宏观架构和微观基础仍不完善。国有企业和地方政府长期存在预算软约束和投资饥渴症，政府对竞争性领域的资源配置干预过多，国有企业现代公司治理不完备，以银行信贷为主的间接融资模式对不同所有制融资主体存在“身份歧视”，信贷资金过度配置到低效、亏损的国有部门和产能过剩部门，沦为“第二财政”补贴。政府隐性担保的存在，使得融资结构与经济增长结构和绩效结构不匹配，资源错配严重，大量金融资源配置到地方融资平台和房地产领域，而这些领域中相当一部分企业甚至全行业已出现现金流紧张，不得不靠“借新还旧”维持。在我国当前地方官员考核制度和地方保护主义环境下，“大而全小而全”“大而不能倒”等问题成为制约落后产能淘汰的重要阻力，过剩产能和长期亏损部门难以通过破产、兼并、重组等市场方式及时出清，成为“僵尸企业”不断增加、金融风险不断积聚的体制性根源。

二是从结构性因素看，“僵尸企业”的产生很大程度上与无效供给过剩和有效供给不足密切相关。长期以来，我国高度依赖投资拉动型经济增长模式，各级地方政府采取了竞争性措施加大招商引资力度，吸引内外资企业投资设厂、扩大产能，加之企业普遍存在技术、能耗、环保等行业标准执行不严、违法成本低等问题，导致产能大量集中在低端、同质低效产品的供给领域，在满足消费升级和出口升级的中高端、优质高效产品方面的供给相对不足。近年来，随着土地、劳动力等生产成本的上升，这类过剩产能的价格竞争优势逐渐消失，企业盈利能力大幅下降，亏损面明显上升，企业开工不足、库存增加成为常态，导致金融资源在“低效产能—被动库存”产业链上恶性循环。此外，我国产业、行业的集中度长期普遍偏低，加之当前国内对产能过剩行业的监测预警指标体系尚未建立，使得这类低门槛产业、行业出现越来越严重的供给过剩、利润微薄甚至出现整个行业性亏损的局面。

三是从周期性因素看，当前我国规模庞大的“僵尸企业”的出现也与中国经济增长的周期性特征密切相关。经过 2002—2007 年的高速增长，国民经济积累了大量低效产能和过度杠杆，经济有内在周期调整的要求。然而，2007 年之前经济高速增长期正是我国房地产市场和基础设施发展的黄金期，在高利润刺激下，钢铁、水泥、玻璃、重型机械等产能过剩行业的问题被强大的内需掩盖或推迟。金融危机后，为应对短期经济过快下滑而采取的 4 万亿元刺激计划虽然起到积极作用，但这一阶段以来房地产红利转为最重要的去库存、基础设施投资对经济增长的边际拉动效应不断走低等问题，加剧了产能过剩的矛盾，导致杠杆率的迅速提高，更为重要的是，此轮稳增长的措施，政府在融资方面的隐性担保问题进一步增加了淘汰削减落后产能、加快市场出清的难度，使得“僵尸企业”治理问题更加棘手。

四是从外部因素看，金融危机导致的全球贸易投资萎缩向国内传导，使“僵尸企业”问题雪上加霜。2001 年中国加入 WTO 后，伴随外贸红利的释放，外需增加对国内劳动资本密集型和劳动密集型产业发展起到积极拉动作用，资本密集型产业（钢铁、玻璃、水泥等）、劳动密集型产业（服装、鞋帽等）以及加工贸易产业（机电、零部件等）和企业获得发展的黄金时期，境外需求对消化国内过剩产能起到重要作用。然而，2008 年金融危机以来，国外需求下降和全球贸易萎缩，压缩了国内企业通过出口输出过剩产能的空间。与此同时，东南亚、南亚等国家低成本优势对国内传统产业形成替代和冲击，进一步加剧了相关行业产能过剩的矛盾，使得越来越多的企业处于零利润甚至负利率境地，这类企业往往缺乏核心技术和自身品牌，转型难度大，更多的是寄希望于未来外需好转而继续“僵而不死”，使得“僵尸企业”问题更趋复杂化。

### 三、“僵尸企业”的危害

“僵尸企业”的存在对于竞争对手、行业活力和经济活力有巨大的负面作用，而且也对社会有较大的负面影响。Caballero、Hoshi and Kashyap（2008）发现日本政府补助不仅维持“僵尸企业”继续运行，还扼杀新生企业的创造力。某些“僵尸企业”较多的行业，比如建筑业和房地产业，虽然失业率也不高，

但也不能创造新的就业机会，暗示着工作效率的低下。这类行业往往在经济衰退时下滑速度飞快，而经济繁荣时恢复速度比较慢。Takeo and Kashyap (2004) 指出“僵尸企业”导致日本金融部门崩溃带来了严重的宏观经济问题。他们的实证表明，宏观因子无法完全解释日本金融系统的问题，与1929—1933年美国的危机相比，日本产出的衰退更为温和，但金融系统损失却更加严重。数据表明日本金融系统损失占到GDP的4%，而美国1929—1933年只占到2.2%。Caballero、Hoshi and Kashyap (2008) 发现“僵尸企业”更倾向于多雇用劳动力，少解雇劳动力。具体表现为，在“僵尸企业”比例较大的行业，当遇到经济不景气时，行业整体工作机会下降，解雇工人人数增加。但是这种效应对于非僵尸企业更为明显，僵尸企业的劳动力反应迟缓。对于一个正常经济体而言，不利的冲击将导致行业中竞争力较低的企业退出，为竞争力强的企业进入该行业腾出空间；但对于有着“僵尸企业”的经济体，在不利冲击后，缺乏竞争力的企业依然被保留在市场上，这对于潜在进入者和非“僵尸企业”的扩张投资有明显的挤出效应。

#### 四、中国“僵尸企业”规模：基于上市公司样本的测算

基于“僵尸企业”的普遍特征，并结合数据可得性等因素，我们梳理了上市公司中“僵尸企业”的5项量化指标（见表1）。对于同时满足5项指标的上市公司，即将其归为“僵尸企业”。

定性标准	量化指标
企业生产经营持续不景气	近5年利润负增长超过3次
企业融资风险高	近2年资产负债率均高于行业平均水平
企业外部依赖性强	近2年借款总额均高于行业平均水平
	近3年内接受过政府补助
	近2年融资成本利率均低于行业平均水平

结果显示，2817家上市公司中有124家“僵尸企业”，占比4.4%，其中制造业“僵尸企业”数量最多，为88家。从各行业“僵尸企业”占比来看，



采矿业、交通运输业、农林牧渔业、批发零售业、制造业、住宿餐饮业的“僵尸企业”占比较高，均高于4%（见图1）。从省份分布来看，辽宁、吉林、山西等资源型省份以及青海、云南、重庆等中西部省份的“僵尸企业”占比相对较高，均高于10%，而天津、浙江、福建、广东等沿海省份的“僵尸企业”占比相对较低，仅为2%。

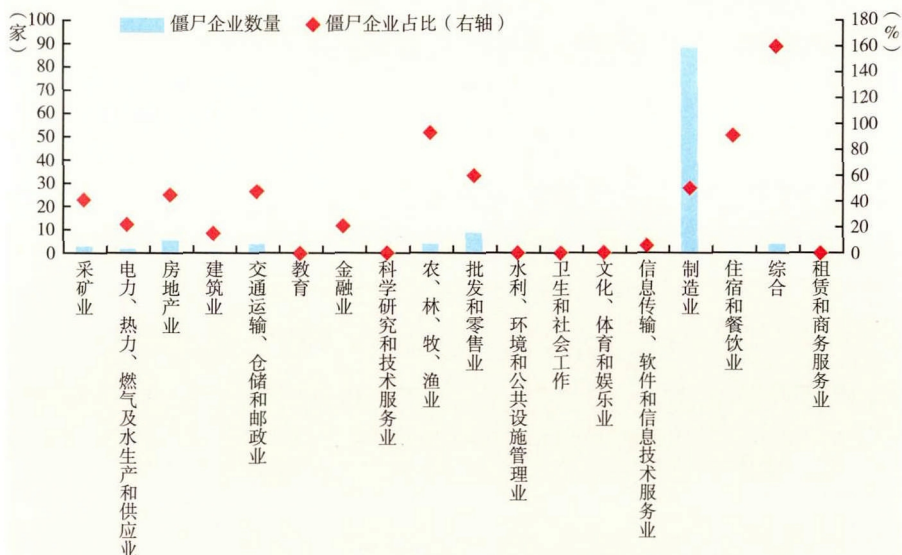


图1 2016年中国上市公司僵尸企业规模（分行业）

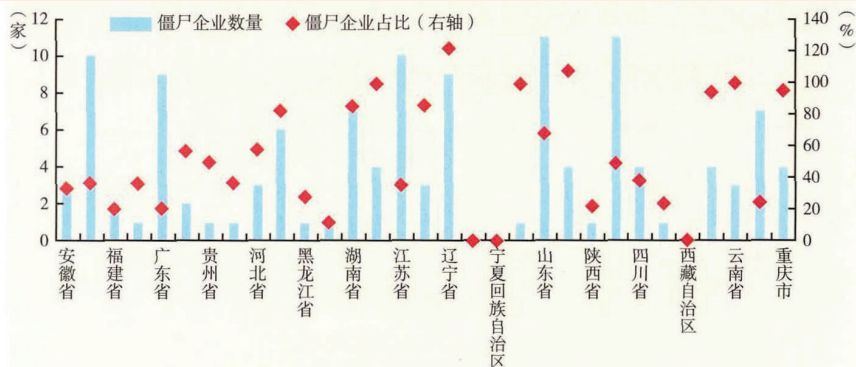


图2 2016年中国上市公司僵尸企业规模（分省份）



## 五、“僵尸企业”处置的日本经验

### （一）拖延时间不能解决僵尸企业问题，政府应主动作为，推动市场出清

1986年12月至1991年9月，日本经济进入了持续58个月的“平成景气”。在这期间，随着经济的上行、日元的升值、货币政策的宽松以及金融自由化的快速推进，日本资产价格泡沫不断增长。至1990年，日本资产价格泡沫开始破灭，股市价格和房地产价格暴跌，日本经济步入长达十年之久的衰退期。随着经济增速放缓和资产价格的下跌，日本企业出现经营困难甚至破产，银行贷款风险不断上升。基于巴塞尔协议I的资本充足率要求，日本银行部门担心一旦将贷款划为坏账将导致资本充足率不足，因此选择继续向已经丧失偿债能力的企业追加贷款，寄希望于“有朝一日”经济复苏带来企业经营状况的改善，或者政府能够向欠债企业提供救助。其结果是本应退出市场的大量僵尸企业却存活下来。面对僵尸企业问题及其可能引起的银行信用风险，日本政府一开始采取了拖延态度，银行和企业部门的改革和重组行动迟缓，从而导致日本僵尸企业比率不断上升。至2001年，根据CHK标准，日本僵尸企业比率超过30%，根据FN标准，日本僵尸企业比率超过10%。从行业分布看，金融业和房地产业的僵尸企业问题最为严重（见图3和图4）。

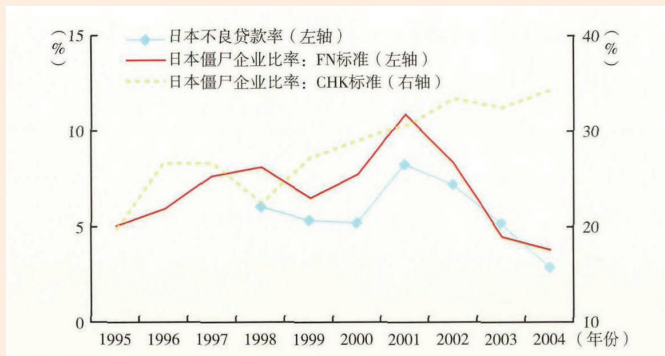
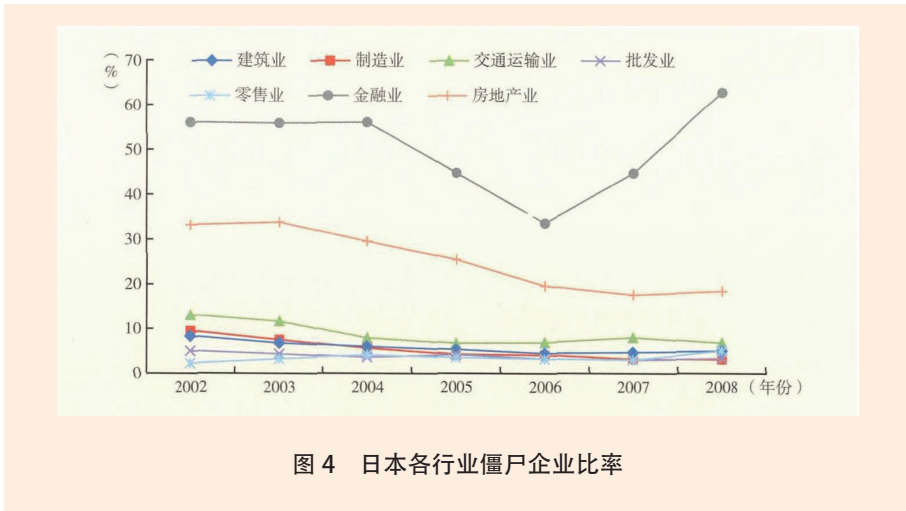


图3 日本僵尸企业比率

在金融部门信誉几乎被“无效”拖垮的情况下，日本政府终于在拖延了近十年之后出手解决僵尸企业问题，主导出台了财政、金融、法律等一揽子产业再生和金融再生计划，推动僵尸企业市场出清和银行不良贷款清理。经过数年努力，日本各行业的僵尸企业比率出现下行，至2006年各行业的僵尸企业问题得到显著改善（见图4）。



**（二）企业再生与金融再生同步进行，通过产业重组和结构改革从源头上治理“僵尸企业”问题，避免新增“僵尸企业”**

为从根本上防止新增“僵尸企业”的产生，盘活部分拥有优质资源的超额债务企业，调整供给过剩的产业和扩大就业，日本将企业再生与金融再生同步进行。

在法律上，从1998年开始，日本不断完善有关产业再生、简化破产手续、提供产业再生的税收优惠等手段的相关法律，努力创造有助于产业重建再生的法制环境。2000年4月颁布以构建再建型破产法制为主要目标的《民事再生法》。2003年大幅修改了《公司再生法》和《产业活力再生特别措施法》。2004年又修改了《破产法》，2005年修改了《民法》并进行了税制改正。2005年颁布实施的《公司法》也提供了大量企业再生的方法和手段。

在机制上，2003年4月，日本政府由日本存款保险机构出资设立官方专门支援机构——企业再生机构，负责具体推进产业（企业）再生。产业再生机构作为临时机构，存续期为5年，2年期间用于收购债权，3年时间用于完成再生计划，最终产业再生机构持有的不良债权客户的股票将出售给民间企业。产业再生机构的资金来源是：在日本政府提供的10万亿日元担保限额下（从2006年4月起，政府担保额降为3万亿日元），从短期金融市场上借入。从2003年5月再生支援业务开始至2005年3月末债权收购申请期限结束的两年间，产业再生机构总共确定了大荣百货、佳娜宝化妆品公司、三泽住宅控股公司、三井矿山等41个大企业作为再生支援对象，本利合计约为1万亿日元左右的债权收购价格为6000亿日元左右。通过合并、业务让渡、公司分割等企业重建方法，2006年5月末，产业再生机构完成了对34个企业的再生支援，有关债权的回收进行顺利。

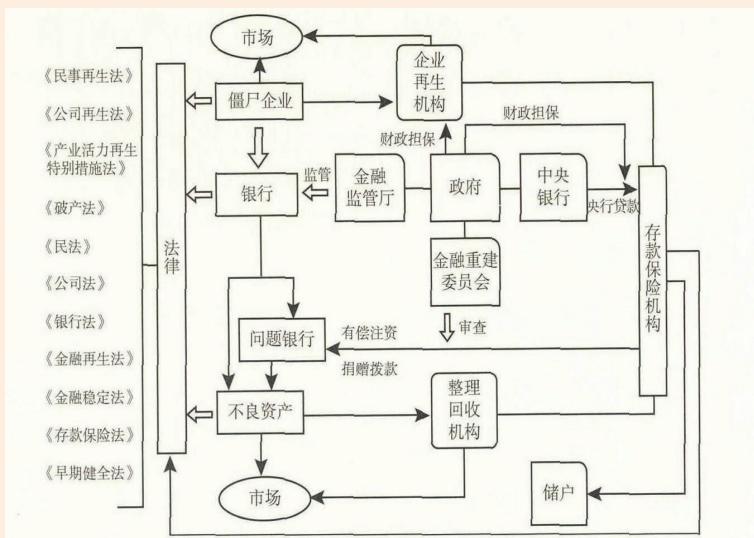


图5 日本处理“僵尸企业”框架

### （三）补充银行资本金水平，剥离银行不良资产，加强金融监管和外部约束，推动银行主动或被动暴露不良贷款，并加强过程审查，防止道德风险

1998年，日本政府先后成立金融监管厅和金融重建委员会。金融监督厅的职责在于：依据外部独立的会计审计报告，审查银行自身不良贷款分类、清理的自查结果，并判断是否达到了政府确认的标准。在金融监督厅对银行不良资产的类别、总额进行审查鉴定之后，金融重建委员会则具体负责确定银行业务调整、资产重组计划的实施项目、指导银行申请公共资金、制定公共资金使用和偿还的一整套计划，并负责处理破产的金融机构。银行只有首先向金融重建委员会提交计划并经审查合格之后，才有资格接受注资。

随后，日本依据永久立法《存款保险法》和临时立法《金融稳定法》（1998年2月制定，10月废除）《金融再生法》（1998年10月制定，2001年3月废除）《早期健全法》（1998年10月制定，2001年末废除）等法律，于1999年决定由存款保险机构来实施对问题金融机构的无偿和有偿资金援助，并由存款保险机构全额出资成立整理回收机构，专门负责不良资产处置。为支持存款保险机构的资金需求，在国家财政担保下，日本银行向存款保险机构提供了60万亿日元资金（大约相当于1998年日本GDP的12%）的贷款。这些资金分别用于银行注资（25万亿日元）、收购不良资产（18万亿日元）和支付储户存款保险（17万亿日元）。

存款保险机构以购买优先股（大多附有转换成普通股的转换期限）、普通股，提供次级债（劣后债）和次级贷款（劣后贷款）的形式向日本六大金融集团和部分地方银行注入资本金。注入的资金是以偿还为前提条件的，接受公共资金注资的银行必须定期向金融监督厅提供经营健全计划，接受金融监督厅的全面监管。其他形式的资金援助则包括对接盘金融机构的贷款、由财政负担的损失填补、对接盘金融机构的债务收购等。据不完全统计，截至2006年5月，日本政府通过存款保险机构以优先股、次级贷款和次级债的形式向大型银行和22家地方银行注入12.3868万亿日元公共资金。

在不良贷款处理方面，整理回收机构通过单独出售、打包出售、证券化

等手段加速债权的流动化，同时采用财产检查、追究不良债权客户的民事和刑事责任等法律手段来减少隐匿财产，不良债权的回收率逐年提高。截至 2006 年 3 月末，整理回收机构的各类让受债权累计总额为 9.7271 万亿日元，回收累计总额为 8.5679 万亿日元，回收率为 88.1%。

#### （四）把握政府干预与发挥市场机制作用的平衡点，政府不“大包大揽”，充分调动金融机构自身的积极性和能动性

在企业再生方面，日本除了依靠官方专门支援机构——企业再生机构，还推动瑞穗等金融集团（大型银行）成立自身的企业再生子公司，将部分有再生必要性的不良债权从本体剥离出去，由企业再生子公司进行再生支援。与直接卖掉不良债权相比，帮助具有一定竞争力的企业实现再生，可以使不良债权转化为正常债权，从而最大化不良债权回收金额，更好地保证了银行的自身利益。此外，日本还广泛利用整理回收机构的企业再生部门（2001 年 11 月设立）、地域性的中小企业再生支援协议会（2003 年创立）、投资基金、政策性金融机构和信用担保协会来实现对中小企业的再生支援。

在金融再生方面，日本政府对银行注资时首先规定以伦敦银行间拆借市场 1 年期利率为注资优先股分红负担率的基准，然后以此为基础，针对各银行的不同信用等级追加信用风险利率。日本政府要求金融重建委员会在对银行健全经营计划进行 20 个方面的重点核查之后将银行的风险等级分为 5 级，进而确定 5 级的分红负担率。最低为 0.54%，最高为 1.73%，奖优惩劣。借此，日本政府强迫银行适应具有市场竞争性的差别待遇，激发银行出于对自身利益考虑而积极完善资产重组手段，变革经营方式。在注资之后日本政府规定，到 2004 年 9 月，被注资银行的不良债权率必须减至 4% 以下，否则政府将实施优先股表决权。在此约束下，日本商业银行（金融集团）尤其是大型都市银行，纷纷采用并购重组和转变经营模式的方法来提高自有资本比率和降低不良资产比例，以便尽早提高银行的盈利水平和增强自生能力。

## 六、中国“僵尸企业”处置政策建议

### （一）减少政府干预，充分发挥市场机制的倒逼作用，分类、分步引导“僵尸企业”退出市场

地方政府干预式、拖延式救助并不能从根本上使“僵尸企业”脱困且后遗症较多，建议地方政府减少行政干预，厘清政府、市场在企业危机处置中的角色定位，让企业通过市场化方式，依法有序退出市场。考虑到集中快速处置“僵尸企业”对区域稳定及银行风险控制有一定影响，可以制订处置计划和时间表，合理安排处置进度，并给予人员安置等配套政策安排，分类、分步引导“僵尸企业”采取破产清算、破产重组等方式有序退出。

### （二）发展多层次资本市场，发挥资本市场在企业并购重组、产权转让、破产清算和不良资产价值发现中的积极作用

完善产权交易平台和服务体系，鼓励和引导风投、创投等风险投资机构和各类产业基金参与“僵尸企业”处置过程，通过资产注入、资产置换、债务重组、债转股、引入投资者、企业合并等多种方式推动“僵尸企业”出清。对于有望长期扭亏、条件较好的企业，可支持其在重组改造后通过资本市场直接融资，降低杠杆比例和对银行贷款的依赖。鼓励有实力的上市公司通过股票增发、借壳上市等手段进行企业并购重组。探索开展不良资产证券化试点，发挥市场的价值发现功能，提高不良资产的回收效率和价值。

### （三）加强市场主体约束，发挥企业和银行自身能动性

强化困难企业作为风险化解第一主体的责任，指导其逐步压缩传统产能，加快产品结构升级，制定相应的产品发展战略和市场竞争策略，加大对中高端产品在科研、技术改造和设备更新等方面的投入，并通过处置非核心资产、引进战略投资者、降低运营成本、减员增效等方式积极开展自救。加强银行监管，督促其完善治理结构，优化业绩考核机制，加大不良资产摸查力度，合理评估和如实反映“僵尸企业”问题可能引发的信用风险敞口及贷款损失，并适时采取现金清收、贷款重组、呆账核销、批量转让给资产管理公司等手段进行风险处置。



## 参考文献

Baba, N., 1996, Empirical Studies on the Recent Decline in Bank Lending growth: An Approach Based on Asymmetric Information, *Institute for Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan.

Berglöf, E. and G., Roland, 1997, Soft Budget Constraints and Credit Crunch in Financial Transition, *European Economic Review* 41 (3) : 807–817.

Blanchard, O. and M. Kremer, 1997, Disorganization, *The Quarterly Journal of Economics* 112 (4) : 1091–1126.

Caballero, R. J., T. Hoshi and A. K. Kashyap, 2008, Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review* 98 (5) : 1943–1977.

Fukuda, S. and J. Nakamura, 2011, Why Did ‘Zombie’ Firms Recover in Japan?, *The World Economy* 34 (7) : 1124–1137.

Hoshi, T. and A. K. Kashyap, 2004, Japan’s Financial Crisis and Economic Stagnation, *Journal of Economic Perspectives* 18 (1) : 3–26.

Imai, K., 2016, A Panel Study of Zombie SMEs in Japan: Identification, Borrowing and Investment Behavior, *Journal of the Japanese and International Economies* 39 : 91–107.

Kobayashi, K. and S. Kato, 2001, *Nihon keizai no Wana (Trap of the Japanese Economy)*, Tokyo: Nihon Keizai Shinbunsha.

Nishimura, K. G., T. Nakajima and K. Kiyota, 2005, Does the Natural Selection Mechanism Still Work in Severe Recessions?: Examination of the Japanese Economy in the 1990s, *Journal of Economic Behavior & Organization* 58 (1) : 53–78.

Sakuragawa, M., 2002, Bank’s Capital Structure Under Non-diversifiable Risk, *Economic Theory* 20 (1) : 29–45.

Sekine, T., K. Kobayashi and A. Y. Saita., 2003, Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms, *Monetary & Economic Studies* 21 (2) : 69–92.

(责任编辑: 雪 宁)

## Institutional Characteristics and Policy Adjustment of Excess Capacity in China

LIU Cheng (National Academy of Economic Strategy, CASS)

**Abstract:** Capacity expansion has drawn wide attention, but there are also many ambiguities. This paper reviews all kinds of literature on the causes of excess capacity--macroeconomy, corporate behavior, and market failure. It is found that these literatures can not explain the excess of production capacity in China exceeding other countries, the environmental standards are artificially depressed, influx of enterprises, and other special phenomena. Further analysis found that the local government perspective can better explain these special phenomena of overcapacity in China and the special institutional causes that make China's excess capacity. According to the policy analysis, the existing "de-capacity" policy has adopted the industrial policy, financial subsidies and administrative orders mainly based on the market failure hypothesis, deviating from the Chinese characteristics and failing to achieve the fundamental effect of resolving production capacity. Therefore, we should make targeted policy adjustments from the incentives of local officials and channels of marketization.

**Keywords:** Excess Capacity, Institutional Characteristics, Local Government, Policy Adjustment

**JEL:** D04, D25

## On Certain Issues of Zombie Enterprise

CHEN Hua (The People's Bank Of China)

LIU Yangshu (Xiamen University)

CHEN Rong (The People's Bank Of China)

**Abstract:** There is no unified and authoritative way to identify zombie enterprises. In General, the common feature of the "zombie enterprise" is the continued sluggishness of production and operation of enterprises, the high financing risk of enterprises, and the strong dependence on the outside of enterprises. Many theoretical models explain the formation of "zombie enterprise" from the micro behavior of banks. This paper first defines the definition of "zombie enterprise" from a macro level and estimates the scale of the "zombie enterprise" in China's listed companies based on the universal characteristics of "zombie enterprise."

The results show that the scale of the "zombie enterprise" in the listed companies in the traditional industries such as the mining industry, transportation industry, agriculture, forestry, animal husbandry and fishery, wholesale and retail trade, manufacturing industry, accommodation and catering industry

occupy a higher proportion. From the perspective of provinces, some resource-based provinces and central and western provinces have a high proportion of “zombie enterprises”, both above 10%. Finally, this paper studies Japan’s disposal of “zombie enterprises” experience and puts forward some policy suggestions on disposal of “zombie enterprises” in our country.

**Keywords:** Zombie Enterprise, Standard, Financial Institution, Listed Company

**JEL:** D24, L11

### A Comparative Analysis of Financial Leverage and De-Leverage

HE Jianyong, CAO Sujuan (China Construction Bank)

**Abstract:** Financial leverage is the expansion process of the banking balance sheet, and is also the process of credit expansion and money launching of the entire financial system. Macroeconomic indicators such as the ratio of money to GDP, the gap between credit and GDP and the added value of the financial industry are commonly used. Capital adequacy ratio And leverage and other micro-indicators to measure and characterize. This study shows that macroscopically, China’s financial leverage has gradually risen since 2008, surpassing that of the world’s major economies and has dropped slightly in 2017 but is still at a relatively high level. At the micro-level, excluding external financing, bank capital adequacy ratio and leverage rate also showed a downward trend, especially for small and medium banks. From the logic and mechanism analysis, in recent years, the financial industry mainly uses the means of “interbank deposit + non-credit assets” and “off-balance sheet wealth management + outsourcing investment” to add leverage and thus leads to the increase of term mismatch and credit sank, and other issues. Regulatory authorities seized a good time window for economic growth. From the institutional mechanisms, the palliatives and the root causes, the multi-pronged approach was taken to promote financial de-leveraging. The basic logic is that the monetary tightening and regulatory oversight have been implemented. In effect, the substantial contraction in interbank business and wealth management from peers led to a noticeable slowdown in the expansion of assets and liabilities, resulting in a gradual slowdown of M2 and credit growth at the macro level and the gradual progress of financial deleveraging.

**Keywords:** Financial Leverage, Financial Risk, Banking Industry

**JEL:** G18, G21