

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2020.03.010

僵尸企业、投资强度与就业增长 ——基于政府补贴的僵尸企业认定标准的运用^{*}

鄢姿俏

(上海对外经贸大学会计学院, 上海 201620)

摘 要: 我国僵尸企业形成原因与其他国家的显著区别之一在于我国政府为僵尸企业的存续提供了大量补贴援助。从这一现象出发, 本文将企业获取到的超额政府补贴模型化为识别僵尸企业的政府补贴标识, 在贴合我国现实情景、完善僵尸企业认定机理设计的基础上, 进一步检验了僵尸企业的存在对正常企业投资活动和稳定就业能力的影响。研究发现, 2008~2016年间僵尸企业占比越高的产业中, 行业内其他正常企业的投资水平越低, 雇员人数增长越缓慢。这表明僵尸企业的主要危害在于抑制了拥有旺盛生命力的正常企业的发展, 使整个社会经济体系中的投资愿望和创新动力受到严重影响, 损害了正常企业创造更多工作岗位吸纳就业的能力, 对稳投资和稳就业工作产生了较大阻碍。

关键词: 僵尸企业; 政府补贴; 投资强度; 就业增长

中图分类号: F425/F270

文献标识码: A

文章编号: 2095—8072(2020)03—0112—13

一、引言

全面做好“六稳”工作, 是2019年中央政治局会议提出的明确要求, 其中稳就业工作要求坚持就业优先战略, 把解决人民群众就业问题放在更加突出的位置, 努力创造更多就业岗位, 稳投资工作要求持续挖掘我国现阶段投资需求潜力, 稳定和加大企业投资。然而, 僵尸企业的存在却是横亘在稳投资和稳就业工作实践进程中的重大问题。这不仅是因为僵尸企业无法自力更生, 只能靠政府输血苟延残喘, 引起社会资源的浪费, 更为重要的是僵尸企业的存在会导致非正常的市场竞争秩序, 显著抑制正常企业的投资愿望和发展动力, 严重制约优质企业提供工作岗位的能力, 干扰“创造性破坏”机制的发挥, 从而阻碍产业升级和经济增长 (Caballero et al., 2008; 谭语嫣等, 2017; 王永钦等, 2018)。

作为去产能方面的重点, 僵尸企业的处置问题已是新常态下各级政府与社会各界关注的热点。2018年12月, 中央经济工作会议对2019年重点工作任务的部署中第一条明确指出“要稳步推进企业优胜劣汰, 加快处置僵尸企业, 制定退出实施办法, 促进新技术、新组织形式、新产业集群形成和发展”。

^{*}基金项目: 本文受国家自然科学基金青年项目“竞争中立原则下政府补贴机制调整与民营企业纾困研究”(项目编号: 19CJY007)、上海市哲学社会科学规划青年课题“政府行为在‘僵尸企业’认定和处置中的作用机制研究”(项目编号: 2017EGL004)的资助。

在僵尸企业处置过程中，如何有效识别僵尸企业是亟待解决的重大问题，尤其是如何区别僵尸企业与处于短期经营困境的问题企业。目前我国政府对僵尸企业的一般定义中强调的是企业处于长期亏损的僵化状况，学术界在认定僵尸企业时则是更加强调企业的吸血性，即依赖政府补贴或银行贷款勉强维持生存（Caballero et al., 2008；聂辉华等，2016）。由于处于短期经营困境的问题企业与初创企业都有可能出现一段时间的盈利性缺乏和对外部融资的强依赖，所以通过现有僵尸企业认定标准来识别僵尸企业，难免会出现误伤的情况，而这种误伤又会加大传统企业的“破”与新兴产业的“立”之间的不对等，增加政府对我国经济转型“稳中求进”总体要求的实现难度。

2018年11月国家发改委等11部门联合下发《关于进一步做好僵尸企业及去产能企业债务处置工作的通知》中，对分类处置僵尸企业也提出了明确的要求。《通知》中提出对符合破产清算条件的僵尸企业，应坚决破产清算，而对仍有部分营业价值的僵尸企业、资产负债率高于合理水平且偿付到期债务有困难的去产能企业，鼓励通过金融债权人委员会机制与债权人自主协商开展资产、债务和业务重组，支持引入战略投资者推动兼并重组。由此可以看出，政府对僵尸企业精确识别的要求十分迫切。

本文认为在处置僵尸企业的进程中，一方面需要对真正的僵尸企业痛下狠手，防止它们对创造性破坏机制的抑制，阻碍稳就业和稳投资工作的落实与推进；另一方面，则要防范对处于短期经营困境企业的误伤，避免企业易“破”而难“立”现象的出现，造成经济短期不稳和金融风险加剧。

鉴于此，本文研究的核心问题一是如何有效识别真正的如附骨之疽般的僵尸企业，二是探究僵尸企业损害正常竞争秩序的作用路径。本文在国际学者常用的通过银行贷款利率识别僵尸企业作法上的基础，结合中国特定背景，将企业获取到的超额政府补贴模型化为识别僵尸企业的政府补贴标识，从更加贴合我国情景的角度，完善僵尸企业的认定机理设计，提高僵尸企业的识别效率。随后，为进一步明确僵尸企业的存在对产业的损害程度与作用路径，在根据政府补贴来辅助识别僵尸企业的基础上，剖析了僵尸企业的存在对正常企业投资活动和吸纳就业能力的影响。本文通过更加完善的僵尸企业认定标准的运用，识别出我国僵尸企业的新特征和新趋势，为更好地认清导致企业僵尸化的风险点、设计处置僵尸企业的合理方案提供重要支持。

二、僵尸企业的认定标准

（一）僵尸企业现有认定标准

Kane（1987）在研究美国联邦储蓄和贷款保险公司对某些金融机构的债务进行宽限这一问题时，首次提出了形容处于活死人状态（living dead）的僵尸企业概念。目前，学术界普遍认同僵尸企业指的是那些自身产生的现金流不足以维持正常经营，但依赖政府补贴或银行贷款而免于破产倒闭的企业（Hoshi和Kashyap，2010；聂辉华等，2016；张栋等，2016）。

对于僵尸企业的认定，目前主要方法有三：其一，Caballero et al.（2008）提出

的直接测度方法（CHK标准），即在计算企业现有条件下所能享受到的最优利率的基础上，通过将其与企业实际支付利率进行对比，将实际支付利率远低于最优利率的企业认定为僵尸企业。其二，Fukuda和Nakamura（2011）提出的在CHK模型上附加盈利性标准和常青贷款标准的识别方法（FN-CHK标准），该模型通过附加的盈利性标准和常青贷款标准分别针对CHK模型的过度识别和识别不足问题进行了优化。其三，我国政府提出的基于企业净利润的认定方法（官方标准），即对持续亏损3年以上且不符合结构调整方向的企业认定为僵尸企业。

我国政府以净利润指标对僵尸企业进行认定的官方标准比较简明、直观，但是这一标准有以下不足之处：第一，净利润指标容易受到企业盈余管理行为的影响。为了避免亏损或维持投资者信心，企业管理层有较强的动机去进行向上的盈余管理行为，通过增加非经常损益等方式力图避免3年净利润连续为负的情况出现。这样的行为会造成使用以净利润指标为核心的官方标准无法正确识别这类僵尸企业。第二，这一标准没有考虑企业所处的生命周期阶段。对处于初创期和成长期企业而言，面对较大的经营风险以及快速扩张市场规模的需要，往往处于当期投资大于回报的情况，显示在财务报表中就是净利润指标在这个阶段很难为正值。如果这类初创期和成长期企业拥有较好的发展前景，那么按照现在的净利润指标将其识别为僵尸企业就背离了淘汰落后产能的政策初衷。第三，以盈利能力为基础的衡量指标在进行僵尸企业的分析时不利于判断僵尸企业对正常经济环境的影响。这是因为如果以净利润等盈利指标为僵尸企业的认定标准，那么在僵尸企业较多的行业中，自然体现出这些行业平均盈利能力、生产力水平以及成长性都处于较低水平的现象。然而实际上，我们更想知道的却是僵尸企业的出现与行业的盈利能力是不是有相关性。换言之，按照直接将长期缺乏盈利能力的僵化企业定义为僵尸企业的做法，僵尸企业占多数的行业势必会呈现出整体较低的盈利性和缓慢的发展速度，故而不利于从实质上衡量僵尸企业对产业的损害程度与作用路径。

相较于国外学者着重强调银行贷款作为向僵尸企业供血的源头，在我国僵尸企业僵而不死的过程中，政府补贴的输血效应有着很大影响（何帆和朱鹤，2016）。2018年11月国家发改委等11部门联合下发的《关于进一步做好僵尸企业及去产能企业债务处置工作的通知》中，明确提出要“严禁政府通过财政补贴维持僵尸企业存续的行为”。考虑到这样的现实情境，张栋等（2016）与朱鹤和何帆（2016）分别在CHK修正模型的基础上，构建了包含政府补贴的条件判定模式。虽然已有学者注意到在我国的经济环境中，政府补贴是除银行贷款之外另一维持僵尸企业僵而不死的重要推手（饶静和万良勇，2018），并且在识别僵尸企业时也逐步开始考虑政府补贴的影响，然而目前纳入政府补贴的CHK修正模型里，补贴变量的涉入度却并不充分，仅仅是将扣除政府补贴后的净利润指标作为模型修正时的筛选条件，而没有更多地从僵尸企业形成的角度直接考虑政府拨付补贴行为的影响。换言之，目前的僵尸企业认定方法中并没有将政府补贴置于与银行优惠贷款同等重要的地位，因而现有模型并不能很好地突显我国国情体制下僵尸企业形成的真正原因，也导致对我国僵尸企业的识别效

力亟待提高。

（二）基于政府补贴的我国僵尸企业认定标准设计

政府补贴作为各国政府广泛采用的一项功能性政策，其根本目的在于缓解市场失灵问题。政府通过给予企业补助来引导行业的发展、鼓励特定的经济活动（Bergstrom, 2000）。在政府补贴分配时，对资助对象的选取不仅仅受到补贴政策的约束，也取决于政府官员在对补助资源的日常管理中所做出的决策。如果政府权力在行使过程中得不到有效的监管和约束，掌控补助发放决定权的政府官员便会在利益的驱动下使用对补助的支配权进行创租活动。当企业渴望得到这份由政府管制的稀缺资源时，便会通过寻租活动来实现（Shleifer和Vishny, 1994）。因此，在补助资源的配置过程中，由于某些特殊原因部分企业可能获取到超出正常水平的政府补贴，即超额政府补贴。

如果形成超额政府补贴的原因是企业与掌握补助发放权的政府官员之间的紧密关系，这些额外补助可能会被缺乏扶持价值、也缺乏拥有有效利用这项资源能力的企业借由特殊渠道获取。这是因为已陷入困境企业自身经营能力和财务状况存在极大的局限，在仅仅依靠自己难以摆脱困境的情况下，它们更有动机建立与政府间的特殊关系并通过这些渠道来获取额外补助（Faccio, 2010；Jian和Wong, 2010）。这就会导致建立特殊渠道试图获取政府补贴的企业中，更多的可能是原本自身条件就较差的企业。这类企业在获取政府补贴以后，并没有能力将政府的短期扶持转化为企业长期绩效的提高（Lee等, 2014），也无力承担更多的政策性负担，这就得这部分政府补贴的给予既不能帮助企业提高经营业绩，也无法增加企业的社会效益，从而导致公共资源的错误配置。

由此可见，如果政府是出于与企业间的特殊关系动用公共资金对特定企业给予补助，这种违背资金分配市场原则的行为就会使这部分公共资源的运用背离价值最大化目标，使得难以靠自身力量生存下来的劣质企业通过政府补贴的输血得以苟延残喘，成为僵而不死的僵尸企业。

鉴于此，本文构建了基于超额政府补贴的僵尸企业认定模型。本文将超额政府补贴定义为相对于正常的政府补贴水平企业所获取到的额外补助。具体而言，本文将政府补贴总额（TGS）分为超额政府补贴（DGS）和正常性政府补贴（NDGS）两部分，并定义超额政府补贴为政府补贴总额与正常性政府补贴之差。其中，政府补贴总额为企业当年实际获取到的政府补贴数额。正常性政府补贴为综合考虑政府财政实力等宏观经济因素以及企业财务特征等微观层面因素之后，在正常情况下预计企业可能获取到的政府补贴金额。超额政府补贴则是由企业与政府间的特殊联系而获取到的超出正常水平的政府补贴金额。本文先对正常性政府补贴进行建模估计，再将企业实际获取的政府补贴总额减去正常性政府补贴的预期值，便可得到超额政府补贴的估计值。

为了估计正常性政府补贴，本文用以控制企业层面特征和地区层面特征影响的模型如下：

$$TGS_t = \alpha_0 + \beta_1 \cdot TGS_{t-1} + \beta_2 \cdot State_{t-1} + \beta_3 \cdot FR_{t-1} + \beta_4 \cdot Population_{t-1} + \beta_5 \cdot Sales_{t-1} + \beta_6 \cdot Lev_{t-1} + \beta_7 \cdot Size_{t-1} + \beta_8 \cdot Age_{t-1} + \beta_9 \cdot Hitech_{t-1} + \beta_{10} \cdot Employee_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

式中：TGS为政府补贴总额；State为企业所有权性质，当企业为国有企业时取值为1；FR为财政收入占GDP比例，是企业所在省份经GDP平滑后的财政收入；Population为人口数量，是企业所在省份人口总数的自然对数值；Sales为企业销售收入，是企业营业收入占总资产的比率；Lev为企业负债率，是企业负债总额与资产总额的比率；Size为企业规模，是企业总资产的自然对数；Age是企业的成立时长；Hitech为代表高新技术企业的虚拟变量，当企业被政府评为高新技术企业时取值为1；Employee为雇员人数，是年报中披露的企业在册（在职）员工人数的自然对数值。

本文使用横截面数据估计正常性政府补贴。为了控制行业因素对获取到的政府补贴额度的影响，本文分行业、分年度对模型进行了回归。行业方面是按照中国证监会颁布的上市公司分类与代码（2012）对样本企业进行分组。如果一个非制造业组别中少于20个观测值，则将此组别合并到综合类组别中。如果制造业组别中少于20个观测值，则将此组别合并到其他制造业组别中。

本文将正常性政府补贴定义为TGS估计模型（1）的拟合值，而超额政府补贴定义为TGS估计模型（1）的预测误差：

$$NDGS_t = \hat{\alpha}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot TGS_{t-1} + \hat{\beta}_2 \cdot State_{t-1} + \hat{\beta}_3 \cdot FR_{t-1} + \hat{\beta}_4 \cdot Population_{t-1} + \hat{\beta}_5 \cdot Sales_{t-1} + \hat{\beta}_6 \cdot Lev_{t-1} + \hat{\beta}_7 \cdot Size_{t-1} + \hat{\beta}_8 \cdot Age_{t-1} + \hat{\beta}_9 \cdot Hitech_{t-1} + \hat{\beta}_{10} \cdot Employee_{t-1} \quad (2)$$

$$DGS_t = TGS_t - \hat{\alpha}_0 - \hat{\beta}_1 \cdot TGS_{t-1} - \hat{\beta}_2 \cdot State_{t-1} - \hat{\beta}_3 \cdot FR_{t-1} - \hat{\beta}_4 \cdot Population_{t-1} - \hat{\beta}_5 \cdot Sales_{t-1} - \hat{\beta}_6 \cdot Lev_{t-1} - \hat{\beta}_7 \cdot Size_{t-1} - \hat{\beta}_8 \cdot Age_{t-1} - \hat{\beta}_9 \cdot Hitech_{t-1} - \hat{\beta}_{10} \cdot Employee_{t-1} \quad (3)$$

具体而言，为了估计某一企业的正常性政府补贴和超额政府补贴，本文首先根据指定年份该企业所处行业内的其他企业数据，回归模型（1）估算出方程的各系数，再将目标企业这一年份的各项指标的观测值代入模型（2）与模型（3），计算出这一年该企业的正常性政府补贴和超额政府补贴的数值。

为了更好地识别出僵尸企业，本文设置了以下判断标准进行认定：第一，超额政府补贴标准，即超额政府补贴（DGS）大于零。根据DGS估计模型（3），如果超额政府补贴DGS大于零，则意味着企业获取了超出正常水平的政府补贴。第二，盈利性标准，即当年扣除非经常性损益的净利润小于零。如果企业当年扣除非经常性损益的净利润小于零，则表明企业目前盈利状况并不理想，在扣除包括政府补贴在内的营业外收入等非经常性损益后，企业通过正常经营创造利润的能力较弱。第三，持续性补贴标准，即当年获取的政府补贴总额大于上一年度获取的政府补贴总额，同时上一年度扣除非经常性损益的净利润小于零。如果企业满足持续性补贴标准，则意味着企业虽然上一年度通过正常经营创造利润的能力较弱，但是在当期仍然继续获取着比上一年度更多的政府补贴，那么这样的企业中依靠政府补贴度日的可能性就会更高。

本文将同时满足以上3个标准的企业识别为僵尸企业，即僵尸企业是那些超额政府补贴大于零，当年扣除非经常性损益的净利润小于零，当年获取的政府补贴总额大于上一年

度获取的政府补贴总额，同时上一年度扣除非经常性损益的净利润小于零的企业。

（三）基于超额政府补贴的僵尸企业认定模型的判定结果

本文选择的样本来自2008~2016年沪深两市上市公司。本期间的选择兼顾了我国政府补贴的现实背景和实证数据的可得性，因为我国上市公司于2007年全面使用新企业会计准则，在此准则中对于政府补贴的确认和计量较之以前有较大的改变，为了保证政府补贴数据的一致性和可比性，本文使用了新会计准则颁布后的年度进行分析。由于后文模型中需要使用前一期的政府补贴数据，故样本期间的起点选择了2008年。同时，由于2017年《企业会计准则第16号——政府补助》有较大改变，并自2017年6月12日起施行，所以样本期间的终点选择了2016年。鉴于回归模型需要使用滞后一期的数据以及IPO企业的异常表现，排除了当年IPO企业。除此之外，还剔除了数据缺失的上市公司。本文所使用的数据来自于CSMAR数据库。为了避免极端值的影响，对每个连续变量前后各1%的观测值进行了Winsorize处理。

表 1 基于超额政府补贴的僵尸企业认定模型的判定结果

年份	僵尸企业占比	采矿冶炼	服务业	农林牧渔	商贸业	制造业
2008	11.41%	18.58%	23.89%	1.77%	6.19%	49.56%
2009	11.42%	17.02%	28.72%	1.06%	13.83%	39.36%
2010	8.63%	14.63%	26.83%	3.25%	7.32%	47.97%
2011	7.78%	12.88%	22.73%	2.27%	6.82%	55.30%
2012	8.23%	14.01%	24.20%	3.18%	5.73%	52.87%
2013	6.97%	12.32%	23.19%	1.45%	6.52%	56.52%
2014	6.81%	11.97%	23.24%	2.11%	4.23%	58.45%
2015	8.30%	20.11%	22.28%	1.09%	7.61%	48.91%
2016	7.03%	14.20%	24.69%	0.62%	6.17%	54.32%

表1列示了基于超额政府补贴的僵尸企业认定模型的判定结果。表中结果显示2008~2016年僵尸企业占全部样本企业的比例在6%至12%之间，并且在2008年和2009年全球金融危机时期处于最高位，之后，随着经济缓慢复苏，僵尸企业占比逐年下降。然而，在2015年，随着我国经济环境的变化，僵尸企业占比在2015年与2016年间又呈现出上升的趋势。这也与2015年我国全面启动供给侧结构性改革的时间点高度吻合，表明作为去产能方面的重点，僵尸企业的处置问题确实已是新常态下各级政府需要关注的热点。

从识别出的基于超额政府补贴的僵尸企业的行业分布来看，制造业企业在全部僵尸企业中的占比最高，最近几年几乎占据了识别出的僵尸企业的一半以上。同时，服务业与采矿冶炼业的僵尸企业占比也相对较高。这样的结果表明我国僵尸企业的分布面比较广，但也存在某些行业中僵尸企业相对较为集中的现象，需要在僵尸企业的处置过程中加以重点关注。

三、僵尸企业损害正常竞争秩序的作用路径

僵尸企业引发社会各界强烈关注的原因，是因为它们无法自力更生，只能靠政府输血苟延残喘引起社会资源的浪费。美国和日本都遭受过僵尸企业的困扰，美日政府

与银行给僵尸企业提供的担保和信贷援助仅仅只是延缓了信贷危机发生的时间,但却极大地恶化了经济,加深了危机的后果(Ahearne和Shinada, 2005; Hoshi, 2006; Jaskowski, 2015)。栾甫贵和刘梅(2018)指出僵尸企业吸血能力强,但是其盈利能力、营运能力、发展能力都显著低于正常企业。曾皓等(2018)发现我国僵尸企业中存在着显著的非效率投资行为,而这种非效率投资来源于投资不足,说明在领取了大量政府资源的同时,僵尸企业却没有能力进行有效投资,这些资源只能被僵尸企业白白浪费。王万琰和刘小玄(2018)指出,即使部分国有僵尸企业在长期可能得到恢复,但是其业绩表现仍然低于社会平均绩效水平,处在比较差的经营状态,因此即便僵尸企业有可能得到恢复,也只能说是勉强脱困。戴泽伟和潘松剑(2018)从信息披露的角度出发,发现僵尸企业的信息透明度更低,信息质量更差。

与僵尸企业自身活力不足的问题相比,僵尸企业对产业的损害程度更为突出地表现在对行业内大量正常企业经营活动和秩序的破坏。例如,王永钦等(2018)指出行业内僵尸企业占比每提高1%,正常企业的专利申请总数就会降低1%。这种现象在投资领域的一种可能表现形式是僵尸企业对正常企业投资活动的挤出效应(谭语嫣等, 2017)。本应被淘汰的僵尸企业反而不断从银行和政府获得输血、得以苟活,而正常企业却得不到与其经营能力相匹配的资源,造成本来极为优质的投资项目可能受限于资金约束而难以实施。这种对正常企业投资愿望和创新动力的显著抑制,会使整个行业的内部生态遭到重创。鉴于此,本文提出如下假设:

假设1: 产业内僵尸企业占比越高,正常企业的投资强度越低。

当下中国经济正处于由高速增长阶段转向高质量发展阶段的时期,稳定和扩大就业面临较大压力。面对艰巨繁重的国内改革发展稳定任务,中共中央政治局在2018年7月和12月的会议在分析部署2018年下半年经济工作和2019年经济工作时,都将“稳就业”放在要重点做好的“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”工作之首。

然而,僵尸企业的存在却可能对稳就业工作造成不利影响。僵尸企业必须依靠大量政府补贴和银行贷款才能生存,在吸血的同时又受限于自身较差的经营能力,无法扩大经营、吸纳更多人员就业,甚至为了活下去,还会进行大规模的裁员以节省开支。因此,和正常企业相比,僵尸企业自身的吸纳就业能力可能更差。更严重的情况在于僵尸企业耗费了大量社会资源,甚至剥夺了部分正常企业发展转型升级所需要的资金,使得正常企业有机会壮大自己时却受到可获得资源的限制,无法实现企业的扩张和发展,原本较强的工作岗位创造能力受到严重制约,吸纳就业能力得不到充分发挥。鉴于此,本文提出如下假设:

假设2: 产业内僵尸企业占比越高,正常企业的雇员数量增长越低。

四、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文选择的样本来自2008~2016年沪深两市上市公司,并剔除了当年IPO企业以

及数据缺失的上市公司。所使用的数据来自于CSMAR数据库，为了避免极端值的影响，对每个连续变量前后各1%的观测值进行了Winsorize处理。

（二）模型设定与变量定义

为了检验行业内僵尸企业占比对同行业其他正常企业投资活动的影响，本文构建了以下模型：

$$Invest_t = \alpha_0 + \beta_1 \cdot Ind_Zombie_t + \beta_2 \cdot Size_t + \beta_3 \cdot Quickratio_t + \beta_4 \cdot ROA_t + \beta_5 \cdot Lev_t + \beta_6 \cdot State_t + \beta_7 \cdot Age_t + \beta_8 \cdot CFO_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中，因变量投资强度Invest用企业固定资产净值取自然对数后的增加值来衡量。主要解释变量Ind_Zombie为企业所属行业中以资产总额为权重的僵尸企业比例。为了比较各种僵尸企业识别标准的判定结果，本文一共分析了以下僵尸企业识别标准：

1.官方标准：净利润。如果一个企业连续3年净利润为负，那么就将其认定为僵尸企业。

2.官方标准：扣除非经常性损益的净利润。为了控制企业利用非经常性损益进行盈余管理来避免净利润连续为负的情况，使用扣除非经常性损益的净利润作为核心判断指标。如果一个企业连续3年扣除非经常性损益的净利润为负，那么就将其认定为僵尸企业。

3. CHK标准。当一家企业的利率差距小于零时，即企业的实际利息支出低于最优贷款利率计算得出的最低应付利息，便将这家企业认定为僵尸企业。

4. FN-CHK标准。在CHK标准基础上剔除符合盈利能力标准的企业，再额外增加符合常青贷款标准的企业。

5. DGS标准。该标准基于超额政府补助模型对僵尸企业进行识别，即僵尸企业是那些超额政府补贴大于零，当年扣除非经常性损益的净利润小于零，当年获取的政府补贴总额大于上一年度获取的政府补贴总额，同时上一年度扣除非经常性损益的净利润小于零的企业。

6. FN-CHK & DGS标准。该标准同时考虑了利用银行优惠贷款和政府补贴的供血使僵尸企业持续生存的情况，即僵尸企业是符合FN-CHK标准或者符合DGS标准的企业。

本文使用ind-z-official1代表以净利润为核心指标的官方标准的识别结果，ind-z-official2代表以扣除非经常性损益的净利润为核心指标的官方标准的识别结果，ind-z-CHK代表CHK标准的识别结果，ind-z-FNCHK代表FN-CHK标准的识别结果，ind-z-DGS代表DGS标准的识别结果，ind-z-FNCHK&DGS代表符合FN-CHK标准联合DGS标准的识别结果。这些变量前系数表示行业内存在的僵尸企业对其他正常企业投资活动的影响。控制变量包括以总资产的自然对数代表的企业规模（Size），以速动资产占总资产比例（Quickratio）和经营活动产生的现金流量净额（CFO）代表的企业流动性，以总资产收益率（ROA）代表的企业盈利能力，以及资

产负债率 (Lev)、产权性质 (State) 和成立时长 (Age)。此外, 还控制了行业因素和年度因素的影响。回归所用样本为剔除了僵尸企业后的正常企业样本。

为了检验僵尸企业的存在对行业内正常企业吸纳就业能力的影响, 本文构建了以下模型:

$$\begin{aligned} Employee_i = & \alpha_0 + \beta_1 \cdot Ind_Zombie_i + \beta_2 \cdot Size_i + \beta_3 \cdot Quickratio_i + \beta_4 \cdot ROA_i \\ & + \beta_5 \cdot Lev_i + \beta_6 \cdot State_i + \beta_7 \cdot Age_i + \beta_8 \cdot CFO_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5)$$

其中, 因变量Employee为企业当年雇员人数对数值与上一年度雇员人数对数值之差。主要解释变量和控制变量与模型(4)相同。表2列示了各主要变量的描述性统计。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	N	Mean	Sd	Min	P25	P50	P75	Max
ind-z-official1	15214	0.008	0.023	0.000	0.000	0.000	0.008	1.000
ind-z-official2	15214	0.070	0.083	0.000	0.017	0.047	0.104	1.000
ind-z-CHK	15214	0.346	0.192	0.000	0.205	0.322	0.464	1.000
ind-z-FNCHK	15214	0.060	0.090	0.000	0.005	0.026	0.076	1.000
ind-z-DGS	15214	0.080	0.093	0.000	0.025	0.053	0.102	1.000
ind-z-FNCHK&DGS	15214	0.124	0.110	0.000	0.054	0.092	0.168	1.000
Invest	15214	0.236	1.408	-7.220	-0.075	0.042	0.392	7.684
Employee	15214	0.082	0.332	-1.326	-0.044	0.026	0.142	2.818
Size	15214	21.887	1.231	17.388	21.026	21.743	22.603	28.036
Quickratio	15214	1.501	1.743	0.095	0.601	0.986	1.662	15.317
ROA	15214	0.033	0.056	-0.386	0.011	0.031	0.060	0.226
Lev	15214	0.473	0.213	0.049	0.309	0.469	0.629	1.736
State	15214	0.457	0.498	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Age	15214	14.051	5.321	1.000	10.000	14.000	18.000	35.000
CFO	15214	0.031	0.079	-0.234	-0.008	0.027	0.072	0.421

五、实证结果与分析

(一) 僵尸企业对投资活动的影响

表3列示了各类认定标准下僵尸企业与正常企业相比投资强度的均值检验结果。在以扣除非经常性损益的净利润为官方标准、CHK标准以及FN-

表 3 僵尸企业与正常企业投资强度的均值检验结果

认定标准	正常企业	均值	僵尸企业	均值	均值差异
官方标准: 净利润	15003	0.237	211	0.171	0.066
官方标准: 扣除非经常性损益的净利润	13715	0.261	1499	0.001	0.260***
CHK	10334	0.358	4880	-0.024	0.382***
FN-CHK	14402	0.254	812	-0.094	0.348***
DGS	13984	0.235	1230	0.246	-0.011
FN-CHK&DGS	13360	0.242	1854	0.194	0.048

注: *、**和*** 分别表示在 10%、5%和1%的水平上显著。

CHK标准下的识别结果显示, 僵尸企业和正常企业相比, 投资强度有明显的下降, 并且在FN-CHK标准下投资强度下降的幅度最为明显(均值差异为0.382), 而其余的识别标准下僵尸企业和正常企业的投资强度差异不显著。这可能是因为以信贷指标为基准识别出的僵尸企业现金流最为紧张, 而投资活动受外部融资约束影响极大, 所以在这三类识别标准中显示出僵尸企业和正常企业的投资活动强度出现明显差异。

相对于僵尸企业自身投资活动与正常企业可能出现的差异, 本文更关心的是僵尸企业对正常企业投资活动的影响。表4列示了模型(4)的回归分析结果, 第(1)~第

(6)列分别是6种不同僵尸企业识别方式下的结果。

表4 僵尸企业对正常企业投资活动影响的回归分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ind-z-official1	0.436 (0.709)					
ind-z-official2		0.076 (0.382)				
ind-z-CHK			-0.066 (-0.621)			
ind-z-FNCHK				-0.317* (-1.811)		
ind-z-DGS					-0.291** (-2.012)	
ind-z-FNCHK&DGS						-0.320*** (-2.573)
Size	0.212*** (18.194)	0.199*** (15.652)	0.258*** (17.871)	0.217*** (18.280)	0.208*** (17.472)	0.206*** (16.897)
Quickratio	-0.001 (-0.066)	0.002 (0.257)	-0.004 (-0.370)	0.001 (0.110)	-0.005 (-0.572)	-0.005 (-0.579)
ROA	0.734*** (3.071)	0.585** (2.115)	1.095*** (3.861)	0.430* (1.694)	0.773*** (3.238)	0.763*** (3.120)
Lev	-0.152* (-1.902)	-0.118 (-1.314)	-0.107 (-1.117)	-0.154* (-1.884)	-0.175** (-2.158)	-0.191** (-2.315)
State	-0.164*** (-6.118)	-0.163*** (-5.776)	-0.140*** (-4.242)	-0.166*** (-6.073)	-0.159*** (-5.730)	-0.166*** (-5.867)
Age	0.001 (0.243)	0.001 (0.471)	0.010*** (3.220)	0.002 (0.864)	-0.000 (-0.012)	0.001 (0.396)
CFO	-1.017*** (-6.787)	-1.044*** (-6.572)	-0.849*** (-4.565)	-1.043*** (-6.811)	-1.016*** (-6.611)	-0.980*** (-6.259)
Constant	-4.338*** (-15.505)	-4.073*** (-13.570)	-5.434*** (-16.191)	-4.411*** (-15.640)	-4.151*** (-14.527)	-4.111*** (-14.005)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	15,003	13,715	10,334	14,402	13,984	13,360
Adjusted R-squared	0.070	0.068	0.088	0.072	0.069	0.068

注：同表3，括号内为t值。

结果显示，在FN-CHK标准、DGS标准以及FN-CHK&DGS联合标准下行业内僵尸企业比例前系数分别为-0.317、-0.291和-0.320，并分别在10%、5%和1%水平上显著，表明行业内僵尸企业占比越大，同行业其他正常企业投资活动强度会出现显著下降。换言之，僵尸企业的存在对同行业正常企业的投资活动有明显的挤出效应。这可能是因为僵尸企业剥夺了正常企业能够获取到的资源，使得即使正常企业拥有良好的投资机会，但是仍然有可能因为不能及时足量获得社会资源，只能无奈放弃投资机会，从而导致投资活动强度的降低。

由于僵尸企业的数量毕竟有限，与因其自身活力不足导致整体经济发展水平下降相比，僵尸企业对正常企业活动造成的影响后果更为严重。从这个意义上讲，在FN-CHK标准、DGS标准以及FN-CHK&DGS联合标准下的僵尸企业认定结果因其能够帮助政府发现僵尸企业对正常竞争秩序造成破坏的程度，识别出哪些产业的发展 and 转型升级受僵尸企业干扰更为严重，所以这类僵尸企业认定指标的实际意义更为明显。

(二) 僵尸企业对吸纳就业能力的影响

表5列示了各类认定标准下僵尸企业与正常企业相比在稳定就业能力方面的均值检验结果。表中可以看出,在以净利润和扣除非经常性损益的净利润为核心指标

表 5 僵尸企业与正常企业吸纳就业能力的均值检验结果

认定标准	正常企业	均值	僵尸企业	均值	均值差异
官方标准: 净利润	15003	0.083	211	-0.022	0.105***
官方标准: 扣除非经常性损益的净利润	13715	0.095	1499	-0.045	0.141***
CHK	10334	0.100	4880	0.042	0.058***
FN-CHK	14402	0.089	812	-0.050	0.139***
DGS	13984	0.081	1230	0.091	-0.010
FN-CHK&DGS	13360	0.081	1854	0.088	-0.007

注: 同表3。

的官方标准、CHK标准和FN-CHK标准下的识别结果显示,与正常企业相比,僵尸企业的雇员增长数显著更低,吸纳就业能力明显不足。这表明僵尸企业在获取了大量输血后,并没有办法进行有效的扩张和发展,甚至在部分识别标准下僵尸企业的雇员人数还出现了负增长,充分显示了对僵尸企业的刻意挽救在稳定就业层面没有产生积极效果。

僵尸企业可能对正常企业稳定就业能力造成不利影响是僵尸企业对社会经济稳定发展的影响中更需引起警惕的危害。表6列示了运用模型(5)就僵尸企业对正常企业

表 6 僵尸企业对正常企业吸纳就业能力影响的回归分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ind-z-official1	-0.084 (-0.572)					
ind-z-official2		-0.049 (-1.055)				
ind-z-CHK			0.025 (0.942)			
ind-z-FNCHK				-0.047 (-1.125)		
ind-z-DGS					-0.056 (-1.629)	
ind-z-FNCHK&DGS						-0.055* (-1.855)
Size	0.028*** (10.216)	0.018*** (6.179)	0.029*** (8.259)	0.029*** (10.044)	0.029*** (10.016)	0.030*** (10.191)
Quickratio	-0.002 (-0.847)	-0.001 (-0.439)	-0.002 (-0.787)	-0.002 (-0.999)	-0.002 (-1.013)	-0.001 (-0.635)
ROA	0.880*** (15.499)	1.041*** (16.088)	0.916*** (13.095)	0.792*** (13.007)	0.887*** (15.546)	0.888*** (15.221)
Lev	0.035* (1.860)	0.100*** (4.732)	0.022 (0.914)	0.026 (1.319)	0.035* (1.826)	0.037* (1.884)
State	-0.036*** (-5.676)	-0.035*** (-5.280)	-0.033*** (-4.064)	-0.038*** (-5.795)	-0.038*** (-5.755)	-0.038*** (-5.714)
Age	-0.003*** (-5.531)	-0.003*** (-5.047)	-0.002** (-2.505)	-0.003*** (-4.893)	-0.003*** (-5.686)	-0.003*** (-5.684)
CFO	-0.155*** (-4.359)	-0.230*** (-6.194)	-0.168*** (-3.651)	-0.150*** (-4.087)	-0.169*** (-4.588)	-0.174*** (-4.670)
Constant	-0.553*** (-8.315)	-0.388*** (-5.516)	-0.587*** (-7.087)	-0.557*** (-8.232)	-0.561*** (-8.214)	-0.573*** (-8.183)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	15,003	13,715	10,334	14,402	13,984	13,360
Adjusted R-squared	0.050	0.048	0.048	0.044	0.053	0.054

注: 同表4。

吸纳就业能力影响的回归分析结果，第（1）~第（6）列分别是6种不同僵尸企业识别方式下的结果。

表6的回归结果显示，FN-CHK&DGS联合认定标准下，行业内僵尸企业所占比例越高，正常企业的雇员人数增长越低，僵尸企业比例前系数为-0.055并在10%水平上显著。这表明僵尸企业的存在会使正常企业因无法获取支持其进一步发展的各类资源，只能被迫减少工作岗位的提供，放缓企业雇员增长。换言之，僵尸企业不仅自身不能创造更多的就业机会，还会阻碍行业内其他本来有能力发展壮大的正常企业更好地发挥其稳定就业的功能。

维持就业稳定、避免因企业倒闭导致大量的员工失业是部分地方政府出手挽救僵尸企业的可能原因之一，然而本文的上述研究结果发现对僵尸企业的刻意挽救不仅无法提高僵尸企业吸纳就业的能力，更为严重的是这类行为反而会损害正常企业创造更多工作岗位来稳定就业的能力，阻碍稳就业工作的切实推进。从这个层面来看，FN-CHK&DGS联合认定标准通过帮助政府识别有损正常企业发挥就业创造功能的僵尸企业，在统筹推进稳就业工作时的作用更为明显。

六、结论

综上所述，从僵尸企业认定标准的角度看，僵尸企业的认定方式具有多样性，每种认定方式都有其独特的优势，也存在固有缺陷。部分指标的指示力度在不同的问题环境中具有差异。例如，以信贷标准为核心的CHK标准和FN-CHK标准在比较僵尸企业和正常企业差异时，甄别效果较为明显，但是在探讨僵尸企业给正常企业经营活动带来的影响时，指示效果就不及以政府补贴标准为核心的僵尸企业认定标准。因此，在分析僵尸企业造成的经济后果时，需要以问题为导向，有针对性地使用最具指示效应的僵尸企业认定标准。这样因地制宜、有的放矢地运用僵尸企业认定标准，有利于在研究特定问题时更好地把控方向，提高解决问题的可靠性。

本文的实证结果进一步表明，从僵尸企业造成的破坏后果看，僵尸企业占比越高的产业中，行业内其他正常企业的投资水平越低，雇员人数增长越缓慢。这意味着由于正常企业无法获取到被僵尸企业强行侵占的资金资源，可能会错失投资机会，使得企业生产效率不能得到促进和提高。由此可见，僵尸企业更大的危害在于抑制了拥有旺盛生命力的正常企业的发展，使得整个社会经济体系中的投资愿望和创新动力受到严重影响，损害正常企业创造更多工作岗位来稳定就业的能力，造成产业转型、发展、突破的过程缺乏推动力，并从根本上拖累了经济增长。

参考文献

- [1] 戴泽伟, 潘松剑. 僵尸企业的‘病毒’会传染吗? ——基于财务信息透明度的证据[J]. 财经研究, 2018(12): 138-50.
- [2] 何帆, 朱鹤. 僵尸企业的识别与应对[J]. 中国金融, 2016(5): 20-22.
- [3] 栾甫贵, 刘梅. 僵尸企业僵尸指数的构建及应用研究[J]. 经济与管理研究, 2018(6): 135-44.
- [4] 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.
- [5] 饶静, 万良勇. 政府补助、异质性与僵尸企业形成——基于A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究,

- 2018(3): 3–11.
- [6] 谭语嫣, 谭之博, 黄益平, 胡永泰. 僵尸企业的投资挤出效应: 基于中国工业企业的证据[J]. 经济研究, 2017(5): 175–88.
- [7] 王万珩, 刘小玄. 为什么僵尸企业能够长期生存[J]. 中国工业经济, 2018(10): 61–79.
- [8] 王永钦, 李蔚, 戴芸. 僵尸企业如何影响了企业创新? ——来自中国工业企业的证据[J]. 经济研究, 2018(11): 99–114.
- [9] 曾皓, 赵静, 张征华. 基于中国上市公司数据的僵尸企业投资效率研究[J]. 商业研究, 2018(6): 32–40.
- [10] 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.
- [11] Ahearne, G., and N. Shinada, “Zombie Firms and Economic Stagnation in Japan”, *International Economics and Economic Policy*, 2005, 2(4): 363–81.
- [12] Bergstrom, F., “Capital Subsidies and the Performance of Firms”, *Small Business Economics*, 2000, 14(3): 183–193.
- [13] Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kas, “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, 2008, 98(5): 1943–77.
- [14] Faccio, M., “Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-country Analysis”, *Financial Management*, 2010, 39(3): 905–27.
- [15] Fukuda, S. I., and J. I. Nakamura, “Why did ‘Zombie’ Firms Recover in Japan”, *The World Economy*, 2011, 34(7): 1124–37.
- [16] Hoshi, T., “Economics of the Living Dead”, *Japanese Economic Review*, 2006, 57(1): 30–39.
- [17] Hoshi, T., and A. K. Kashyap, “Will the US Bank Recapitalization Succeed? Eight Lessons from Japan”, *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(3): 398–417.
- [18] Jaskowski, M., “Should Zombie Lending Always be Prevented?”, *International Review of Economics and Finance*, 2015, 40(1): 191–203.
- [19] Jian, M., and T. Wong, “Propping through Related Party Transactions”, *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(1): 70–105.
- [20] Kane, E. J., “Dangers of Capital Forbearance: The Case of the FSLIC and ‘Zombie’ S&Ls”, *Contemporary Economic Policy*, 1987, 5: 77–83.
- [21] Lee, E., M. Walker, and C. Zeng, “Do Chinese Government Subsidies Affect Firm Value?”, *Accounting Organizations and Society*, 2014, 39(3): 149–69.
- [22] Shleifer, A., and R. W. Vishny, “Politicians and Firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 995–1025.

【作者简介】 邴姿倩: 上海对外经贸大学会计学院讲师, 管理学博士。研究方向: 会计信息披露与公司治理。

Zombie Firms, Investment Intensity and Employment Growth: Based on the Government Subsidy Identification Criteria for Zombie Firms

YAN Zi-qiao

(School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: Government subsidy is a key factor for the formation of zombie firms in China. In this context, this paper develops a new measure based on discretionary government subsidies to identify zombie firms. Using this identification criteria, we examine the impact of zombie firms on investment intensity and employment growth of normal firms. For a sample of Chinese enterprises between 2008 and 2016, the results show that the higher proportion of zombie firms in an industry, the lower investment intensity and slower employment growth of normal firms in the same industry. It suggests that the main harm of zombie firms is to inhibit the development of normal firms.

Keywords: zombie firms; government subsidies; investment intensity; employment growth

(责任编辑: 吴素梅)