

僵尸企业如何影响正常企业风险承担?^{*}

——中国制造业上市公司的实证研究

王凤荣 郑志全 慕庆宇

(山东大学经济研究院, 山东 济南 250100)



内容提要: 风险承担是企业可持续成长的基本条件,也是实现宏观经济高质量增长的根本动力。而僵尸企业作为经济高质量发展的阻碍,其影响正常企业风险承担的渠道是什么,具体作用机制怎样,实证分析这些问题既是对经济高质量发展的市场环境条件的客观考量,也为有效处置僵尸企业提供现实参考。本文利用2010—2017年中国制造业上市公司数据,在识别僵尸企业的基础上,探究僵尸企业是否会对正常企业风险承担产生影响,并讨论其背后的机制及政策含义。实证研究发现,僵尸企业推高了正常企业的风险承担水平,其中存在两个主要的作用机制:资源挤占效应和竞争扭曲效应;但同时研究发现,僵尸企业抑制了正常企业风险承担对全要素生产率的促进作用。进一步分析还表明,僵尸企业对正常企业风险承担的影响呈现企业所有制和银行业结构异质性,企业寻租对僵尸企业影响正常企业风险承担具有再调节效应。上述研究发现的政策含义在于,应重视从风险溢出角度考量和针对性设置僵尸企业处置方案,进一步完善市场机制和公司治理结构,加强金融监管和疏导、发展中小银行,促进要素市场公平竞争。

关键词: 僵尸企业 风险承担 竞争扭曲效应 资源挤占效应 全要素生产率

中图分类号: F272 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2019)10—0037—17

一、引言与文献回顾

伴随着我国经济转向高质量发展阶段,风险承担作为企业可持续成长的基本条件,是实现宏观经济高质量增长的根本动力(Acemoglu和Zilibotti,1997)^[1]。而僵尸企业难以通过正常经营从财务困境中恢复,只能依靠政府和银行的救助存活下来,这严重制约了我国经济发展。当前我国处在新旧动能转换的关键节点,2019年的《政府工作报告》中指出应当继续“深化重点领域改革,加快完善市场机制”,而其中的关键就是“依法处置僵尸企业”。由此需要探究的重要问题是僵尸企业作为经济高质量发展的阻碍,影响正常企业风险承担的渠道是什么?其具体作用机制怎样?实证分析这些问题既是对经济高质量发展的市场环境条件的客观考量,也为有效处置僵尸企业提供现实参考,这正是本文的理论与现实立意所在。

处置僵尸企业的前提是合理定义和识别僵尸企业。学术界对僵尸企业的定义一般具有两个必

收稿日期:2019-06-10

^{*} 基金项目:国家自然科学基金面上项目“异质性融资约束、企业并购与实体经济资本配置效率研究”(71573159);山东省社会科学规划金融研究专项“产业绿色发展中的绿色金融支持制度研究”(18CJRJ07)。

作者简介:王凤荣,女,教授,博士生导师,研究方向是公司金融与产业组织,电子邮箱:wangfengrong@sdu.edu.cn;郑志全,男,博士研究生,研究方向是金融发展与企业成长,电子邮箱:13658643603@163.com;慕庆宇,男,博士研究生,研究方向是金融与产业,电子邮箱:mqy_smile@163.com。通讯作者:郑志全。

要条件:一是企业陷入财务危机,难以及时从财务危机中恢复过来,即在正常竞争的状态下会被驱赶出市场;二是在上述情形下依然能够获得债权人的帮助,以低于市场最优利率的成本获取贷款(Caballero等,2008^[2];Hoshi和Kim,2012^[3],Tan等,2016^[4];何帆和朱鹤,2016^[5];张栋等,2016^[6];谭语嫣等,2017^[7])。但陷入财务危机并不意味着经过短暂救助之后企业无法通过自身经营恢复过来。刘奎甫和茅宁(2016)^[8]就认为,应当结合企业经营面临的结构困境对财务危机进行更详细的界定。将财务危机和经营的结构困境同时纳入考量,僵尸企业表现出陷入财务困境但仍亏损经营的特征。此外,申广军(2016)^[9]从新结构经济学的角度出发,认为多数僵尸企业通常不具备新结构经济学所定义的自生能力。学者们根据上述定义设计了许多识别僵尸企业的方法,Caballero等(2008)^[2]最早提出了以信贷补贴为核心的识别方法,一般称之为CHK标准。之后学者们不断改进,Fukuda和Nakamura(2011)^[10]指出,CHK方法仅将是否存在信贷补贴作为僵尸企业判断标准,存在将一些凭借自身优势获得信贷优惠的优质企业误判为僵尸企业的可能,以及无法识别贷款展期等形式的变相补贴。因此,他们在CHK标准的基础上加入了“盈利能力”和“长青贷款”两个判断标准。聂辉华等(2016)^[11]认为,有些企业只在某一年份被识别为僵尸企业,属于“一次性僵尸企业”,应当在研究中进行剔除,只有 t 期和 $t-1$ 期均被FN-CHK识别为僵尸企业,才能判定 T 期为僵尸企业;黄少卿和陈彦(2017)^[12]则根据中国现实提出应使用基于FN-CHK标准并扣除政府补贴再进行平滑后的实际利润来判定僵尸企业,以期尽可能减少短暂冲击造成的误判。

为了寻找妥善处置僵尸企业的根本路径,学者们从政府和银行两个角度对僵尸企业的成因进行了探索。普遍认为银行出于掩盖坏账损失、满足资本充足率、避免不良贷款显性化的不良动机向陷入财务危机的公司提供优惠条件的贷款是僵尸企业形成的重要原因(Peek和Rosengren,2005^[13];Watanabe,2011^[14];Ueda,2012^[15]);Chernobai和Yasuda(2013)^[16]认为,银企关系也是银行做出救助决策的一个重要推动因素。就政府而言,在经济下行的压力下,政府放松对银行业的监管,纵容甚至授意银行的不当救助也是僵尸企业的重要成因(Willam,2014)^[17];Jaskowski(2015)^[18]在对日本经济详细研究后得出日本政府为了掩盖经济问题,放松金融监管,促生了僵尸企业的结论,证实了这一观点。不仅如此,相关研究也证实,高额的政府补贴增加了企业陷入僵尸困境的风险(饶静和万良勇,2018^[19];黄少卿和陈彦,2017^[12])。此外,地方政府和国有企业的恶性竞争、大规模刺激以及产品质量能力、技术创新能力和企业家精神的缺乏也是僵尸企业不可忽视的成因(聂辉华等,2016)^[11]。

对僵尸企业影响效应的分析,是处置僵尸企业的重要抓手,相关文献分别从宏观和微观视角展开。宏观层面,相关研究指出,僵尸企业对高生产率企业的挤出不仅降低了行业整体的资本配置效率(Caballero等,2008^[2];Ahearne和Shinada,2005^[20];Fukao,2013^[21]),也阻滞了产能替代过程从而加剧了行业产能过剩(何帆和朱鹤,2016)^[5]。尽管政府层面通常认为保住僵尸企业可以起到稳定地区就业的作用,但Hoshi和Kim(2012)^[3]的研究,表明僵尸企业对正常企业就业岗位的挤出将该积极影响抵消了。对僵尸企业在经济增长方面的影响,普遍结论认为僵尸企业阻碍了经济增长甚至导致经济衰退(何帆和朱鹤,2016^[5];Ahearne和Shinada,2005^[20];Jaskowski,2015^[18])。微观层面,Lin(2014)^[22]在对僵尸企业本身研究后发现,僵尸企业的管理层表现出短视的投资决策倾向,并且有更强的降低公司信息披露质量和盈余管理的动机。僵尸企业不仅自身存在问题,还对其他正常企业产生了溢出影响(许江波和卿小权,2019)^[23];Caballero等(2008)^[2]就利用日本上市公司的数据分析了僵尸企业在投资规模层面对正常企业的挤出效应,这与谭语嫣等(2017)^[7]基于中国数据的结论相一致;王永钦等(2018)^[24]则进一步从企业创新的视角展开分析,认为僵尸企业显著抑制了正常企业的创新。由此可见,相关文献正在逐步深入探究僵尸企业对正常企业行为特征

的影响机制。

企业风险承担的相关理论研究,始自对企业家精神的探索。Schumpeter(1934)^[25]开创性指出,企业家的突出特征就是勇于冒险和创新,本质就是通过承担风险去追逐利润,其外在表现为企业风险承担水平的提高(Knight,2012)^[26];Fama和Miller(1972)^[27]认为,在市场完善的前提下,企业应当选择所有的预期净现值为正的项目,从而最大化企业价值和股东财富,但受信息不对称和委托代理等问题的影响,企业必然对投资的风险和收益有自己的现实偏好。企业风险承担可以反映企业追求高利润并愿意付出代价的倾向即风险偏好(Lumpkin和Dess,1996)^[28],具体表现为愿意选择高收益、高风险的投资项目(Amihud和Lev,1981)^[29]。既有研究表明,企业风险承担受到多种因素的影响。比如,管理者性别和股权分散度(Faccio等,2011)^[30]、管理者自信程度(余明桂等,2013)^[31]以及投资者保护、债权人保护、产权制度以及文化传统等外部制度环境(余明桂等,2013^[31];Hilary和Hui,2009^[32];Acharya等,2011^[33];Li等,2013^[34])。立足企业风险承担效应视角,诸多研究基于实证分析发现,企业追求高利润而愿意提高风险承担水平是宏观经济长期增长的动力所在(Acemoglu和Zilibotti,1997^[1];Baumol等,2007^[35];杨汝岱,2015^[36])。在微观层面,风险承担水平的提高可以加快企业资本积累,提高企业价值和全要素生产率(Boubakri,2013^[37];Hilary和Hui,2009^[32];Li等,2013^[34])。其中,企业全要素生产率的提升是我国未来经济增长的主要动力(杨汝岱,2015)^[36],也是经济高质量发展的微观载体。因此,本文创新性地将企业全要素生产率作为风险承担的效应指标进行了积极探索。

综上所述,僵尸企业问题是近年来政策和理论层面的热点,既有文献对僵尸企业的定义进行了大量的论证和补充,随之识别策略也逐渐完善。对僵尸企业的成因,学者们进行了充分的理论探讨。而关于僵尸企业影响效应的文献则较多地集中于宏观层面的分析,近些年才逐渐转向微观层面的探索,又多局限于对20世纪90年代日本企业的分析。仅有个别文献利用中国数据对僵尸企业在投资规模和创新方面的挤出效应进行了分析,但关于僵尸企业如何影响正常企业风险承担的研究尚属空白。在对风险承担文献梳理后,也发现鲜有文献关注到市场环境变化对企业风险承担的影响。本文相较于以往文献,有以下贡献:其一,本文利用中国样本实证检验了僵尸企业对正常企业风险承担的推高作用,并创新性地揭示了基于金融市场的资源挤占和基于产品市场的竞争扭曲的主要渠道机制,填补了这方面研究的空白。其二,本文进一步研究了僵尸企业的风险承担效应机制,发现僵尸企业抑制了风险承担对企业全要素生产率的促进作用,为风险承担的研究提供了新的思路。其三,在进一步分析中,发现僵尸企业对正常企业风险承担的作用呈现出市场环境特征、企业所有权性质差异,而寻租也起到了一定的调节作用。

二、理论分析与研究假设

从上述关于僵尸企业定义和成因的文献梳理中可知,僵尸企业具有两个重要特征:其一,吸纳金融资源而无法偿还,只能依靠“输血”而活;其二,本应退出市场而没有退出,并且继续亏损经营(Caballero等,2008^[2];何帆和朱鹤,2016^[5];张栋等,2016^[6];黄少卿和陈彦,2017^[12])。本文认为,这两个特征分别引致了资源挤占和竞争扭曲,从而作用于正常企业的风险承担。

1. 资源挤占、竞争扭曲与企业风险承担

(1)资源挤占与企业风险承担。僵尸企业挤占金融资源且无法偿还,导致正常企业债务融资减少和资金供给方谨慎程度提高,降低了正常企业的风险承担水平。众多研究已经指出,银行救助僵尸企业的通常做法是提供低息贷款、新贷款或贷款展期(Caballero等,2008^[2];何帆和朱鹤,2016^[5]),不仅降低了银行的收益,还减少了银行可用于借贷的资金。对于正常企业而言,剩余可借贷资金的减少,导致资金的竞争愈加激烈,并且银行因为从僵尸企业那里难以获得应得的收益,

也倾向于提高正常企业的贷款利息率,所以正常企业的债务融资就会减少。而根据 Jensen 和 Meckling(1976)^[38]提出的“资产替代”假说,由于法律中的有限责任制庇护,股东或管理者倾向于将债务资金投入到高风险、高收益的项目,成功后只需要支付较少的资金成本就可以获取大部分投资收益,而失败则由债权人承受大部分的损失。所以股东和管理者有动机提高风险承担水平来实现财富从债权人向股东和管理者的转移(陈德球等,2013)^[39]。Parrino 和 Weisbach(1999)^[40]的研究也证实,股东管理者—债权人利益冲突随着债务水平上升而加剧,即随着债务水平降低,企业倾向于降低风险承担水平。因此,僵尸企业通过挤占资源,减少了正常企业的债务融资,进而抑制了其风险承担水平。再者,由于投入到僵尸企业的金融资源难以回收导致中介和市场的资金流动性降低,中介和市场作为债权人,为了保障自身资金的流动性和安全,会变得更加谨慎,其会在与正常企业的债务合同中施加条款限制企业的投资风险,并且在企业资金使用过程中也有更强的动机对企业进行监督和控制,抑制了正常企业的风险承担。

(2)竞争扭曲与企业风险承担。僵尸企业和正常企业经营目标的差异导致市场竞争扭曲。正常企业的经营目标是经营利润最大化,但僵尸企业亏损经营表明其赖以生存的支撑并不是市场,经营目标自然也不再是利润最大化,而转变成“邀宠”即提升自身在政府和银行心目中的地位,其中决定这种地位的主要因素就是企业规模(王文甫等,2014)^[41],扩大企业规模的市场基础是增加市场份额。基于此,僵尸企业为了提升自己的救助优先级会尽可能地增加市场份额,进而扩大企业规模。僵尸企业扭曲市场竞争进而影响正常企业风险承担的路径主要表现为:其一,扭曲了僵尸企业与正常企业之间的价格竞争。僵尸企业生产效率较低、技术落后(王永钦等,2018)^[24],为实现“邀宠”的经营目标,会以较低的价格甚至低于成本价提供商品和服务来抢占市场份额,迫使同行业的正常企业追随定价来尽力保住自己的市场份额,二者甚至可能为实现各自目标进行价格追逐,进一步压低市场价格,所以正常企业单位成本投入获取的收益就会持续减少。同时,僵尸企业的经营目标决定了僵尸企业的价格底线更低,耐亏损能力更强(何帆和朱鹤,2016)^[5],以利润最大化为目标的正常企业难以在价格竞争中获取优势,即使在非价格竞争中占据优势也会迅速被僵尸企业的价格优势抹平,因此其市场份额会被逐步蚕食(Ahearne 和 Shinada,2005)^[20],利润空间被进一步压缩。所以,僵尸企业和正常企业之间的竞争扭曲使得正常企业难以通过既往经营方式获取股东所期许的利润,股东会要求管理者做出改变甚至解聘。依据委托代理理论,管理层的个人财富和专用性人力资本与供职的企业高度相关,岗位粘性较大,因而多数管理者不愿轻易离职;市场声誉理论认为,在经理人市场中,市场声誉是管理者赖以生存的基石(周泽将等,2018)^[42],一旦被降薪或者解聘,声誉受损,也将难以再找到合意的工作(Kaplan 和 Reishus,1990)^[43]。因此,在僵尸企业的压迫下,正常企业的管理者维护自身工作岗位和经理人声誉的私利动机被强化,会倾向于通过投资高收益、高风险的项目来达成股东的利润期许,即提高企业的风险承担水平。其二,扭曲了正常企业之间的非价格竞争。僵尸企业市场份额的扩大,表征着同一行业内正常企业的生存空间被压缩(Ahearne 和 Shinada,2005)^[20],导致行业内正常企业之间竞争加剧。值得关注的是,由于市场价格已被僵尸企业拉低,正常企业之间主要展开产品差异化等非价格竞争,而以产品差异化为目的的投资项目往往伴随着高风险,即企业风险承担水平提高了。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}:僵尸企业推高了正常企业的风险承担水平即竞争扭曲效应占主导。

H_{1b}:僵尸企业降低了正常企业的风险承担水平即资源挤占效应占主导。

2. 僵尸企业影响下的风险承担与企业全要素生产率

综上文献可见,多数学者认为,企业风险承担可以提升企业全要素生产率,但在僵尸企业影响下,正常企业是否还能通过提高风险承担水平而受益值得重新考量。本文认为,面临僵尸企业的挤压,由于投资决策缺乏足够的僵尸企业信息且偏重短期,正常企业风险承担水平对企业全要素生产

率的提升作用反而会受到抑制。僵尸企业的识别标准尚未统一且政府的现行标准存在较大的漏洞,不能准确识别出僵尸企业(何帆和朱鹤,2016)^[5];且一旦被识别为僵尸企业就面临被处理的命运,因此僵尸企业倾向于采用各类财务会计手段以及政策漏洞隐藏自己的信息;不仅如此,某些地方政府和银行出于政绩和掩盖坏账损失的动机也会帮助僵尸企业进行掩盖(聂辉华等,2016)^[11]。这些都加剧了信息不对称程度,使得正常企业依据市场逐利准则提高自身风险承担水平时,未能将足够的僵尸企业信息纳入考量,低估了相关投资的风险,超出了决策时所愿意承担的风险,即此时企业风险承担水平超出了当前企业所需要的最优风险承担水平,未能实现资源的有效配置。并且,在僵尸企业的压迫下,竞争程度加剧,正常企业可能更注重短期盈利而忽视长期发展,更为严重的是,由于僵尸企业对以银行信贷为主的金融资源的挤占,正常企业也难以获得足够的资金支持长期投资尤其是创新(王永钦等,2018)^[24]。因此,由僵尸企业现象引致的正常企业的风险承担反而不利于企业全要素生产率的提升。因此,本文提出如下假设:

H₂:僵尸企业抑制了风险承担对企业全要素生产率的促进作用。

三、研究设计

1. 数据选取

本文样本选取沪深两市2010—2017年A股制造业上市企业。本文之所以选用上市企业是基于以下因素考虑:其一,财务信息透明度较高,有利于准确判定僵尸企业。其二,考虑到退市制度,上市公司有较强的盈余管理的特征,因此对于上市企业而非上市企业中的僵尸企业应当分开判定。其三,上市企业作为行业中优质企业的代表能够反映行业的发展前景和状况,也更能反映僵尸企业问题的严重性和紧迫性。对数据进行如下筛选:1)剔除注册地在西藏自治区的制造业上市公司;2)本文在计算出行业僵尸企业占比后,剔除僵尸企业,避免内生性;3)剔除所在行业样本期内从未出现过僵尸企业现象的行业,最终得到1834个样本。公司财务数据来源于Wind及CSMAR,利率数据和宏观数据来自中国人民银行和国家统计局。

2. 关键变量测度

(1)僵尸企业识别及测度。基于文献梳理,本文借鉴Caballero等(2008)^[2]、谭语嫣等(2017)^[7]以及黄少卿和陈彦(2017)^[12]关于僵尸企业识别的方法。首先,按照国际普遍接受的CHK方法计算信贷补贴,其核心在于若企业理论上应当支付的最小利息支出(RA-RB)小于实际利息支出RC,则认为企业受到了信贷补贴。其次,计算扣除银行补贴和政府补贴的实际利润。最后,对实际利润进行平滑后再进行判定。具体步骤如下:

第一步,估算企业在 t 年正常状态下至少应支付的最小利息 $RA_{i,t}$:

$$RA_{i,t} = 0.9 \times rs_{t-1} \times Sl_{i,t-1} + 0.9 \times \left(\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 rl_{t-j} \right) \times Bl_{i,t-1}$$

其中, rs_{t-1} 、 rl_{t-j} 分别为短期和长期借款利率^①。 $BS_{i,t-1}$ 是短期银行借款,本文用企业短期负债减去应交税费、应付账款和应付票据进行估计; $BL_{i,t-1}$ 为企业长期负债。

第二步,估算企业的利息收入 $RB_{i,t}$:

$$RB_{i,t} = (CA_{i,t-1} - REC_{i,t-1} - INV_{i,t-1}) \times rd_t$$

其中, $CA_{i,t-1}$ 表示流动资产, $REC_{i,t-1}$ 表示应收账款, $INV_{i,t-1}$ 表示存货, rd_t 表示一年期基准存款利率。

^① 央行虽不再强制规定贷款利率的浮动区间,但金融机构的贷款利率多数仍在10%的区间内浮动,因此在求得加权利率后使用0.9倍近似。

第三步,计算实际利润 $RP_{i,t}$:

$$RP_{i,t} = EBIT_{i,t} - GS_{i,t} - (RC_{i,t} - RA_{i,t} + RB_{i,t})$$

其中, $GS_{i,t}$ 表示企业的政府补助, $RC_{i,t}$ 表示企业财务报表中的实际利息支出。

第四步,判定僵尸企业。本文针对调整财务报表,使得某一年巨额亏损,相邻年份微薄盈利的盈余管理,借鉴黄少卿和陈彦(2017)^[12]的方法,对 $t-2$ 、 $t-1$ 、 t 、 $t+1$ 、 $t+2$ 共五期 RP ,每三年滚动求和。同时为了更精确地识别僵尸企业,本文在前述文献基础上使用连续五年的数据,将连续三次滚动求和均为负的企业,识别为 t 期的僵尸企业。

借鉴王永钦等(2018)^[24]的做法,将僵尸企业进行负债加权后比上制造业细分行业的总负债,得到关键解释变量—僵尸企业占比。本文还计算了制造业总体的资产加权、人数加权和个数加权下的僵尸企业占比,用以观察趋势。如图 1 所示,四种加权方式下的占比及趋势基本一致,值得关注的是,总体上均呈现出上升的趋势。

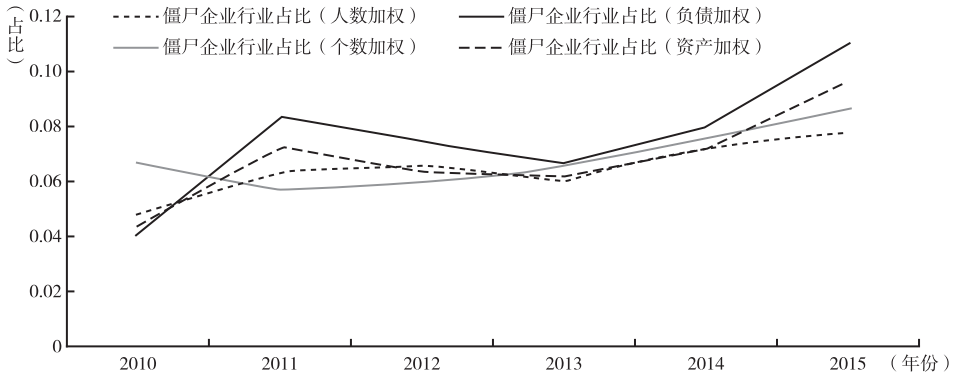


图 1 2010—2015 年不同加权方式计算的制造业僵尸企业占比

资料来源:Wind 金融资讯数据库和 CSMAR 数据库

(2)企业风险承担的测度。测度风险承担的有以下方法:1)盈利波动性(余明桂等,2013)^[31]; 2)股票收益波动性(Bargeron 等,2010)^[44]; 3)负债比率(Dong 等,2010)^[45]; 4)一定时间内企业存活的可能性(Faccio 等,2011)^[30]。其中财务杠杆虽然比较直观但不够全面(王菁华和茅宁,2015)^[46];企业生存可能性又过于粗略;股票收益波动率又因为我国股票市场不成熟、投机性较强,不适合本文分析。盈利波动性应用最广泛,也符合本文从管理者角度分析的理论逻辑,因此是本文采用的方法。使用行业平均总资产收益率对企业总资产收益率进行调整,然后求五年调整后的总资产收益率的波动率即为企业风险承担水平。

(3)测算企业全要素生产率。本文借鉴 Olley 和 Pakes(1992)^[47]的思路以及 Levinsohn 和 Petrin(2003)^[48]的改进,并参考鲁晓东和连玉君(2012)^[49]的估计方法,用上市公司主营业务收入表示企业增加值,以员工总数表示劳动力投入,固定资产投资额表示资本存量,购买商品、接受劳务支付的现金用来表示企业中间投入,对企业全要素生产率进行测度。

3. 模型设定

基于理论分析和假设,本文基准回归模型设定如下:

$$drisk_{it} = \beta_0 + \beta_1 zombie_{it} + \gamma_1 C_{it} + \gamma_2 I_{it} + \gamma_3 P_{it} + \delta_1 D_i + \delta_2 D_r + \delta_3 D_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $drisk_{it}$ 是风险承担水平,用盈利波动率表示; $zombie_{it}$ 是按照证监会四位数行业代码,使用负债加权计算大类行业的僵尸企业比例。其中 i 代表企业个体, r 代表所属行业, t 代表年份。 C_{it} 代表企业层面的控制变量, I_{it} 代表行业层面的控制变量, P_{it} 代表省份层面的一系列控制变量。 D_i 代表个体固定效应, D_r 代表行业固定效应, D_t 代表省份固定效应。详细的变量描述性统计如表 1 所示:

表 1 变量描述性统计

变量名称	均值	标准差	最小值	最大值
风险承担水平	0.0248	0.0230	0.0017	0.1333
僵尸企业(负债加权计算的细分行业僵尸企业占比)	0.0676	0.0623	0	0.2704
全要素生产率	8.1364	0.3989	6.1775	10.3200
竞争程度(1-勒纳指数)	0.8553	0.1003	0.5226	1.0516
外部融资依赖度(标准化的RZ指数 ^①)	-0.0017	0.0481	-0.2771	0.1091
管理费用增长率	0.2348	0.2984	-0.2600	1.6286
固定资产比率	0.2296	0.1340	0.0002	0.8249
总资产	21.2454	1.3168	14.4872	26.9609
企业年龄	2.5902	0.4341	0	4.0431
资产利润率	0.0790	0.0701	-0.6519	0.8641
资产负债率	0.3969	0.1828	0.09623	0.7107
股权集中度(前十大股东持股比例)	0.6058	0.1579	0.1037	1.00
速动资产占比	0.4132	0.1690	0	0.9685
计算期内国民生产总值的标准差	0.03	0.02	0.007	0.147
人均国民生产总值(对数)	10.917	0.400	9.482	11.590
第一产业产值占国民生产总值的份额	0.067	0.044	0.004	0.261
第二产业产值占国民生产总值的份额	0.458	0.088	0.197	0.590
进出口总额占国民生产总值的份额	0.643	0.446	0.036	1.548
外商投资直接投资/国民生产总值	0.024	0.013	0	0.080
财政支出/国民生产总值	0.117	0.036	0.060	0.220
信贷总额/国民生产总值	1.192	0.454	0.265	2.125
行业销售额增长率	0.197	0.170	-0.250	0.658
行业平均工资增长率	0.067	0.105	-0.285	0.658

资料来源:Wind 金融资讯数据库、CSMAR 数据库及中国统计年鉴

具体而言,采用企业总资产、固定资产占比、资产利润率、速动资产比率、营业增长率、企业年龄、资产负债率以及股权集中度分离出企业规模、盈利能力、资产流动性、企业生命周期等对企业风险承担的影响;采用行业平均工资和行业平均营收增长率剥离出行业整体发展趋势对企业风险承担的影响;采用国民生产总值五年内的波动标准差、人均国民生产总值、第一产业产值占国民生产总值的份额、第二产业产值占国民生产总值的份额、地区进出口总额占国民生产总值的份额、地区外商投资直接投资/国民生产总值、地区财政支出/国民生产总值、地区信贷总额/国民生产总值等分离出宏观经济波动、产业结构、区域消费能力、对外开放程度、信贷市场规模以及财政规模等对企业风险承担的影响。

四、实证结果及分析

1. 僵尸企业对正常企业风险承担的影响:基准回归分析

基准回归结果如表 2 所示,所有回归中僵尸企业对正常企业风险承担的影响均为正,这表明行

^① 本文使用标准化的 RZ 指数表征企业外部融资依赖度,因为 RZ 指数的方差相对较大,且后文主要探究不同外部融资依赖度下僵尸企业影响正常企业风险承担的差异,标准化的 RZ 指数可以较好地反映这一区别。

业僵尸企业比例越高,企业风险承担水平越高,竞争扭曲效应占主导,验证了对立假设中的假设 H_{1a} 。

表 2 僵尸企业对正常企业风险承担的影响:基准回归

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业	0.0101 ** (0.0042)	0.0118 *** (0.0042)	0.00784 * (0.0040)	0.0100 ** (0.0040)
固定资产比率	0.0014 (0.0035)	0.0077 *** (0.0026)	0.0015 (0.0035)	0.0080 *** (0.0026)
总资产	-0.0084 *** (0.0007)	-0.0034 *** (0.0003)	-0.0087 *** (0.0007)	-0.0034 *** (0.0003)
资产利润率	0.0227 *** (0.0062)	0.0273 *** (0.0052)	0.0213 *** (0.0062)	0.0259 *** (0.0052)
速动资产比率	0.0028 (0.0024)	0.0045 ** (0.0020)	0.0033 (0.0024)	0.0050 ** (0.0020)
股权集中度	-0.0114 *** (0.0032)	-0.0060 *** (0.0019)	-0.0107 *** (0.0032)	-0.00575 *** (0.0019)
企业年龄	-0.0165 *** (0.0061)	-0.0009 (0.0012)	-0.0167 *** (0.0060)	-0.0009 (0.0012)
资产负债率	0.0121 *** (0.0012)	0.0121 *** (0.0010)	0.0121 *** (0.0012)	0.0121 *** (0.0010)
行业及省份控制变量	是	是	否	否
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是
企业固定效应	是	否	是	否
样本量	6609	6609	6609	6609

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平下显著;括号内数值为稳健标准误

资料来源:本文整理

企业层面的控制变量结果也基本符合预期,企业规模越大、年限越长,投资活力越低、投资越保守,符合企业生命周期理论。速动资产比例越高,企业流动性越好,固定资产比例越高,企业可供抵押的资产越多,企业承担风险的能力越强,风险承担水平越高。盈利能力越强,企业前景越好,越有可能承担高风险投资。负债率越高,企业风险承担水平越高;高集中度的股权结构会抑制经理人的风险偏好,符合代理理论。

2. 验证竞争扭曲效应和资源挤占效应

为了更进一步地验证理论分析中所探讨的竞争扭曲效应和资源挤占效应的存在性,本文进行了以下实证检验。

(1) 检验竞争扭曲效应。若存在竞争扭曲效应,则僵尸企业对正常企业风险承担的影响随着正常企业面临的竞争程度而变强。于是在基准回归中加入企业面临的竞争程度与僵尸企业行业比例的交互项。其中竞争程度的度量由勒纳指数变换而来,勒纳指数越高,企业定价能力越强,在市场上的竞争地位越高,面临的竞争压力越小,因此以 1 减去勒纳指数,可以较好地反映企业面临的竞争程度。勒纳指数的度量公式为 $(P - MC/P)$, 参照 Peress (2010)^[50] 及陈志斌和王诗雨 (2015)^[51] 的做法,以平均营业成本、平均销售费用及平均管理费用之和代表 MC , 平均营业收入代表 P , 其值小于 1。回归结果如表 3 所示。

表 3 竞争扭曲效应检验

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比 * 竞争程度	0.0705 ** (0.0321)	0.111 *** (0.0300)	0.0653 ** (0.0321)	0.107 *** (0.0300)
僵尸企业占比	-0.0517 * (0.0284)	-0.0857 *** (0.0265)	-0.0493 * (0.0283)	-0.0833 *** (0.0265)
竞争程度	-0.0039 (0.0058)	-0.013 *** (0.0044)	-0.0035 (0.0058)	-0.0128 *** (0.0044)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	否	否
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是
企业固定效应	是	否	是	否
样本量	6609	6609	6609	6609

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平下显著；括号内数值为稳健标准误

资料来源：本文整理

由表 3 可见,交互项的系数为正,且至少在 5% 水平上显著,这表明僵尸企业确实给正常企业施加了竞争压力,进而促使正常企业提高了风险承担水平即竞争扭曲效应存在。而剥离竞争扭曲效应后,zombie 的系数为负且显著,间接表明存在资源挤占效应。其余控制变量结果与基准回归基本一致,此处不再赘述。

(2)检验资源挤占效应。外部融资依赖度高的企业对外部资源变化反应更敏感,因此根据前述理论分析,若存在资源挤占效应,则僵尸企业对外部融资依赖度高的正常企业的影响应当更显著。因此本文将企业外部融资依赖度与行业僵尸企业比例的交互项放入基准回归。实证结果如表 4 所示。

表 4 资源挤占效应检验

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比 * 外部融资依赖度	-0.0026 ** (0.0012)	-0.0020 * (0.0011)	-0.0026 ** (0.0012)	-0.0020 * (0.0011)
僵尸企业占比	0.0103 ** (0.0042)	0.0122 *** (0.0042)	0.0081 ** (0.0040)	0.0104 *** (0.0040)
外部融资依赖度	0.0002 (0.0050)	-0.0072 (0.0046)	-0.0002 (0.0050)	-0.0079 * (0.0046)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	否	否
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是
企业固定效应	是	否	是	否
样本量	6604	6604	6604	6604

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平下显著；括号内数值为稳健标准误

资料来源：本文整理

表 4 的结果显示,企业外部融资依赖度与行业僵尸企业比例的交乘项为负且显著,表明僵尸企业在风险承担层面对外部融资依赖度高的企业产生了负向的显著影响,这证明存在资源挤占效应。将资源挤占效应剥离后,zombie 的系数显著为正,这也间接表明存在竞争扭曲效应。其余控制变量与前述基本一致。

3. 僵尸企业推高正常企业风险承担的经济后果

表2的结果已经证明僵尸企业推高了正常企业的风险承担水平,于是本部分将行业僵尸企业比例与风险承担的交乘项代入回归,结果如表5所示,交互项系数显著为负,表明由僵尸企业推高的正常企业风险承担水平对正常企业全要素生产率有负向作用,验证了假设H₂。

表5 僵尸企业推高正常企业风险承担的经济后果验证:基于企业全要素生产率

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比 * 风险承担水平	-4.231*** (1.348)	-3.658*** (1.375)	-5.274*** (1.345)	-4.626*** (1.370)
风险承担水平	0.552*** (0.148)	0.623*** (0.150)	0.606*** (0.149)	0.676*** (0.150)
僵尸企业占比	-0.116*** (0.0421)	-0.120*** (0.0433)	-0.123*** (0.0410)	-0.123*** (0.0420)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	否	否
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是
企业固定效应	是	否	是	否
样本量	6604	6604	6604	6604

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%显著性水平下显著;括号内数值为稳健标准误

资料来源:本文整理

五、进一步讨论

1. 资源挤占与竞争扭曲的效应比较:基于企业所有制的异质性分析

众所周知,在中国转型经济背景下,相比较非国有企业,国有企业的政治关联更强。一方面,国有企业在承担一系列地方政策任务和社会职能的同时,一直以来也得到了政府的诸多优惠和资源倾斜(王凤荣,2016)^[52],其中,典型表现为来自国有金融部门的信贷资源倾斜配置(林毅夫和李志赅,2004^[53];程六兵和王竹泉,2015^[54])。基于政府兜底或隐性背书特征,国有企业也易于从非国有金融部门中获得贷款(于蔚等,2012)^[55]。因此在面对僵尸企业冲击时,国有企业面临的资源挤占效应较弱。另一方面,相比于非国有企业,国有企业管理者通常由政府任命,其岗位粘性更大。加之在我国现行行政体制下,国有企业高管面临较强的政治晋升激励(李文贵和余明桂,2012)^[56]即工作出色可能会继续升迁,因此企业保值增值是国有企业高管的首要任务。当僵尸企业冲击使得企业收益减少时,国有企业管理者会倾向于提高企业的风险承担水平,即竞争扭曲效应更强。与之相反,非国有企业的制度环境资源较少,因此在僵尸企业冲击下,其面临的资源挤占效应强;而市场竞争对非国有企业更有利(李春霞,2016)^[57],这意味着其本身就具有较强的市场竞争力,并且管理层流动相对更自由,因此僵尸企业对非国有企业施加的竞争扭曲效应较弱。

根据基准回归结果可知,在全样本基础上,竞争扭曲效应要强于资源挤占效应,而前述分析又指出国有企业的竞争扭曲效应相对更强、资源挤占效应相对更弱,所以僵尸企业对国有企业影响应当更显著,与之相反,非国有企业可能不显著或负向显著。本文按照企业属性对样本进行了分组回归,实证结果如表6所示,国有企业分组中,zombie的系数显著为正,即僵尸企业显著推高了国有企业的风险承担水平,但在非国有企业中,影响却并不显著,这是因为,尽管非国有企业样本资源挤占效应增强而竞争扭曲效应减弱,但最终二者的作用相互抵消了。

表 6 资源挤占与竞争扭曲的效应比较:基于企业所有制的分组回归

变量名称	国有企业风险承担水平		非国有企业风险承担水平	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
僵尸企业占比	0.0322*** (0.0082)	0.0305*** (0.0083)	0.0004 (0.0049)	0.0032 (0.0048)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是
企业固定效应	是	否	是	否
样本量	1810	1810	4799	4799

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平下显著;括号内数值为稳健标准误

资料来源:本文整理

2. 资源挤占与竞争扭曲的效应比较:基于银行业结构的异质性分析

在我国当前间接融资主导的金融体系中,银行是救助僵尸企业的主力军。不同银行业结构下的救助行为有差别,进而间接作用到正常企业的风险承担行为。中小银行对于僵尸借贷的承受能力较弱,相比于大银行,其审查更严格,也更愿意借贷给正常企业,竞争性的银行业结构(银行业集中度低)也使得正常企业在形成借贷关系中的谈判地位提高,可以降低融资成本、增加信贷可得性(方芳和蔡卫星,2016)^[58]。可见,在银行业集中度低环境下,僵尸企业的资源挤占效应会减弱。然而,这同时意味着对僵尸企业的救助会减少,只有规模或影响力大的僵尸企业才会列入被救助名单,这强化了僵尸企业低效或无效的规模扩张行为,市场竞争会进一步被扭曲,因此在银行业集中度低的地区,僵尸企业的竞争扭曲效应更强,进而对正常企业风险承担的作用仍然为正向显著。反之,在银行业结构缺乏竞争性的地区,僵尸企业的资源挤占效应更强,竞争扭曲效应稍弱,因而僵尸企业对正常企业风险承担的作用可能不显著。本文借鉴傅利福等(2014)^[59]的做法,采用四大行的资产集中度来测度银行业集中度,对样本进行分组回归,结果如表 7 所示。在银行业集中程度低的地区,zombie 的系数显著为正,而在银行业竞争程度高的地区,zombie 的系数不显著,故银行业集中度提升可以缓解僵尸企业对正常企业的影响。

表 7 资源挤占与竞争扭曲的效应比较:基于银行业结构的分组回归

变量名称	银行业集中度高的风险承担水平		银行业集中度低的风险承担水平	
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比	0.0029 (0.0055)	0.0059 (0.0053)	0.0137** (0.0070)	0.0165** (0.0068)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是
企业固定效应	是	否	是	否
样本量	3520	3520	3089	3089

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平下显著;括号内数值为稳健标准误

资料来源:本文整理

3. 僵尸企业影响风险承担的再调节效应:寻租分析

在我国转型经济和分权式竞争框架中,政府行为依然在资源配置中发挥着重要作用(王凤荣,2016)^[52]。具体表现为,其一,政府通常具有较强的干预意愿。其二,在一些重要的资源以及诸如贷款担保、补贴、土地征用和政策优惠范围均由政府掌握和把控(周黎安,2007)^[60],因而也具有较强的干预能力。政府的干预意愿和干预能力构成了企业寻租的基础,分权制改革、政治晋升激励又构成了寻租空间。当正常企业面临僵尸企业的冲击时,可能会倾向于使用非市场化的思路来解决,渴望通过寻租建立政治关联来解决面临的经营困境。若寻租为企业带来增量资源,则可以减弱其面临的资源挤占效应。值得关注的是,随着党的十八大以来大规模反腐行动的开展,寻租所能带来的增量资源呈现大幅度下降趋势,因此在本文样本期内,资源挤占效应并未发生较大变化。而企业由于思维惯性以及对反腐政策持续性的信心不足,可能将一些人力、物力资源用于寻租活动,导致了对企业正常经营或市场竞争行为的替代。此外,由于寻租活动具有较强的私密性质和个人属性,企业管理者一旦通过寻租活动建立了政治关联,就不易被辞退,因此弱化了竞争扭曲效应。综上,正常企业寻租可能会弱化僵尸企业推高正常企业的风险承担水平的效应。为验证寻租是否可以缓解僵尸企业对正常企业风险承担的正向作用,本文借鉴申宇等(2015)^[61]的方法计算超额管理费用作为寻租的代理变量,将超额管理费用大于零的样本视为存在寻租活动,小于零的样本视为不存在,进行分组回归。实证结果如表8所示,模型(1)与模型(3)的控制变量均相同,也都控制了个体和年份固定效应,差别只在于是否存在寻租活动,可以看出寻租后,zombie的系数变得不显著了;模型(2)与模型(4)回归差别也只在于是否存在寻租活动,可以发现寻租后显著性降低了,系数值也变小了,所以可以证明,寻租活动减弱了僵尸企业对正常企业风险承担的影响。需要说明的是,除盈利波动性外,还有很多度量风险承担水平的指标,并且可能更适合分析寻租的再调节效应,但本文为保证分析的一致性,在此处继续使用盈利波动性指标。

表8 检验寻租调节效应的回归结果

变量名称	无寻租企业风险承担水平		寻租企业风险承担水平	
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比	0.0291** (0.0115)	0.0291*** (0.0109)	0.0068 (0.0045)	0.0096** (0.0045)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	否	是	否	是
行业固定效应	否	是	否	是
企业固定效应	是	否	是	否
样本量	1088	1088	5521	5521

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%显著性水平下显著;括号内数值为稳健标准误

资料来源:本文整理

六、稳健性检验

1. 工具变量回归

尽管本文在基准回归中引入了大量控制变量来避免遗漏变量所导致的内生性问题,但行业僵尸企业比例仍然有可能与其他未控制的因素有关,以及可能存在反向因果的关系。因此借鉴谭语

嫣等(2017)^[7]、王永钦等(2018)^[24]的做法,利用样本初期的国有企业份额和前一年全国国有企业负债率的乘积作为僵尸企业的代理变量,回归结果如表9所示^①,与前文结果基本一致。

表9 基准回归及效应机制再验证:工具变量回归

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比(工具变量)	0.462*** (0.108)	0.325*** (0.114)	0.432*** (0.108)	-5.038*** (0.848)
僵尸企业占比(工具变量)* 竞争程度		0.105*** (0.0285)		
竞争程度		-0.0179*** (0.00519)		
僵尸企业占比(工具变量)* 外部融资依赖度			-0.213** (0.0921)	
外部融资依赖度			0.0137 (0.0104)	
僵尸企业占比(工具变量)* 风险承担水平				-2.662*** (0.952)
风险承担水平				0.799*** (0.191)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	6609	6609	6604	6604

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%显著性水平下显著;括号内数值为稳健标准误

资料来源:本文整理

2. 资产加权

王永钦等(2018)^[24]在分析僵尸企业对正常企业创新的影响中,使用资产加权计算行业僵尸企业比例。因此为了稳健,本文使用资产加权替代前文负债加权计算行业僵尸企业比例,并代入回归,结果如表10所示,与前文一致。

表10 基准回归及效应机制再验证:资产加权

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比(资产加权)	0.0103* (0.0053)	-0.0930*** (0.0328)	0.0106** (0.0053)	-0.2101*** (0.0516)
僵尸企业占比(资产加权)* 竞争程度		0.118*** (0.0370)		
竞争程度		-0.0131*** (0.0045)		

① 本部分只展示基准回归结果,如有需要可提供所有实证结果。

续表 10

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
僵尸企业占比(资产加权)* 外部融资依赖度			-0.0023* (0.0013)	
外部融资依赖度			-0.0070 (0.0046)	
僵尸企业占比(资产加权)* 风险承担水平				-2.9309* (1.592)
风险承担水平				0.5230*** (0.153)
企业控制变量	是	是	是	是
行业及省份控制变量	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	6609	6609	6604	6604

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 显著性水平下显著;括号内数值为稳健标准误

资料来源:本文整理

七、研究结论及建议

僵尸企业制约了我国新旧动能转换,进而阻碍了经济高质量发展。本文对僵尸企业在风险承担层面影响正常企业的机制和效应进行了深入研究,为有效处置僵尸企业提供现实参考,也为客观考量经济高质量发展的市场环境条件提供了明确的思路。通过利用 2010—2017 年的我国制造业上市公司的数据分析后发现:第一,僵尸企业通过竞争扭曲效应和资源挤占效应影响正常企业风险承担水平;僵尸企业存在加剧了正常企业面临竞争程度,促使企业管理者倾向于高风险、高收益的项目,企业风险承担水平提高;僵尸企业对金融资源的挤占迫使正常企业降低风险承担水平。而在当前形势下,竞争扭曲效应占主导地位,即僵尸企业推高了正常企业的风险承担水平。第二,这一影响在国有企业中更为明显,对非国有企业不显著。第三,企业寻租会弱化僵尸企业对正常企业风险承担水平的推高作用。第四,僵尸企业抑制了风险承担对企业全要素生产率的促进作用。可见,外部环境条件是研究僵尸企业溢出影响的重要考量因素,但现实环境错综复杂,影响因素众多,本文无法一一展开研究,建议后续研究可以选择特定的外部环境条件如实质性减税降费,做细致分析。

本文在政策层面的建议有四:其一,政府要进一步提高对僵尸企业危害性的认识,选择合适的处置手段。僵尸企业会导致正常企业错误地提高风险承担水平,因此应当在处置僵尸企业时将僵尸企业的溢出影响考虑进来,尽量采取诸如并购和混改等市场化手段。其二,监管机构在处置僵尸企业时,要注重对僵尸企业的信息公开。监管机构应当建立不受地方政府和银行影响的第三方信息发布渠道,通过对僵尸企业的信息公开有效加强对金融系统的监管和金融资源的引导,逐步减少对僵尸企业的输血,抑制资源挤占效应的出现,并倒逼僵尸企业改革转型,更为关键的是可以帮助正常企业将僵尸企业的信息纳入投资决策,进而选择适宜的风险承担水平,减弱僵尸企业的危害。其三,在信息公开的基础上,将僵尸企业的处置工作纳入地方政府的政绩考核,弱化僵尸企业“邀宠”的动机,抑制竞争扭曲效应的出现,进而减弱僵尸企业的危害性。其四,继续推进市场化改革,

尤其是国有企业的市场化改革。各地政府应当尽快落实中央提出的“发挥市场在资源配置中的决定性作用”的方针,并进一步削弱国有企业的政治属性,尽可能缩小民营企业与国有企业在资源获取上的地位差距,优化资源配置,促进行业公平竞争。

参考文献

[1] Acemoglu, D., and F. Zilibotti. Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth [J]. *Journal of Political Economy*, 1997, 105, (4): 709 - 751.

[2] Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan [J]. *American Economic Review*, 2008, 98, (5): 1943 - 77.

[3] Hoshi, T., and Y. Kim. Macprudential Policy and Zombie Lending in Korea [R]. Working Paper, 2012.

[4] Tan, Y., Y. Huang., and W. T. Woo. Zombie Firms and the Crowding-out of Private Investment in China [J]. *Asian Economic Papers*, 2016, 15, (3): 32 - 55.

[5] 何帆, 朱鹤. 僵尸企业的识别与应对 [J]. 北京: 中国金融, 2016, (5): 20 - 22.

[6] 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]. 北京: 中国工业经济, 2016, (11): 90 - 107.

[7] 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]. 北京: 经济研究, 2017, (5): 175 - 188.

[8] 刘奎甫, 茅宁. “僵尸企业”国外研究述评 [J]. 上海: 外国经济与管理, 2016, (10): 3 - 19.

[9] 申广军. 比较优势与僵尸企业: 基于新结构经济学视角的研究 [J]. 北京: 管理世界, 2016, (12): 13 - 24, 187.

[10] Fukuda, S. I., and J. I. Nakamura. Why did “Zombie” Firms Recover in Japan? [J]. *The World Economy*, 2011, 34, (7): 1124 - 1137.

[11] 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]. 北京: 宏观经济管理, 2016, (9): 63 - 68, 88.

[12] 黄少卿, 陈彦. 中国僵尸企业的分布特征与分类处置 [J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (3): 24 - 43.

[13] Peek, J., and E. S. Rosengren. Unnaturaalselection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan [J]. *American Economic Review*, 2005, 95, (4): 1144 - 1166.

[14] Watanabe, W. Prudential Regulations and Banking Behavior in Japan [J]. *Japanese Economy*, 2011, 38, (3): 30 - 70

[15] Ueda, K. Deleveraging and Monetary Policy: Japan Since the 1990s and the United States Since 2007 [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2012, 26, (3): 177 - 202.

[16] Chernobai, A., and Y. Yasuda. Disclosures of Material Weaknesses by Japanese Firms after the Passage of the 2006 Financial Instruments and Exchange Law [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37, (5): 1524 - 1542.

[17] Willam, D. Zombie Banks and Forbearance Lending: Causes, Effects, and Policy Measures [D]. Leipzig: Universitaät Leipzig, 2014.

[18] Jaskowski, M. Should Zombie Lending Always be Prevented? [J]. *International Review of Economics & Finance*, 2015, (40): 191 - 203.

[19] 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]. 北京: 会计研究, 2018, (3): 3 - 11.

[20] Ahearne, A. G., and N. Shinada. Zombie Firms and Economic Stagnation in Japan [J]. *International Economics and Economic Policy*, 2005, 2, (4): 363 - 381.

[21] Fukao, K. Explaining Japan’s Unproductive Two Decades [J]. *Asian Economic Policy Review*, 2013, 8, (2): 193 - 213.

[22] Lin. Yupeng, Zombielending, Financial Reporting Opacity and Contagion [D]. Singapore: National University of Singapore, 2014.

[23] 许江波, 卿小权. 僵尸企业对供应商的溢出效应及其影响因素 [J]. 北京: 经济管理, 2019, (3): 56 - 72.

[24] 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]. 北京: 经济研究, 2018, (11): 99 - 114.

[25] Schumpeter, J. A. *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Interest and the Business Cycle* [J]. Social Science Electronic Publishing, 1934, 25, (1): 90 - 91.

[26] Knight, F. H. *Risk, Uncertainty and Profit* [M]. Courier Corporation, 2012.

[27] Fama, E. F., and M. H. Miller. *The Theory of Finance* [M]. Holt Rinehart & Winston, 1972.

[28] Lumpkin, G. T., and G. G. Dess. Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking It to Performance [J]. *Academy of Management Review*, 1996, 21, (1): 135 - 172.

[29] Amihud, Y., and B. Lev. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers [J]. *The Bell Journal of Economics*, 1981, 12, (2): 605 - 617.

- [30] Faccio, M., M. T. Marchica, and R. Mura. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-taking [J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24, (11): 3601 – 3641.
- [31] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 北京: 经济研究, 2013, (9): 112 – 124.
- [32] Hilary, G., and K. W. Hui. Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93, (3): 455 – 473.
- [33] Acharya, V. V., Y. Amihud, and L. Litov. Creditor Rights and Corporate Risk-taking [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102, (1): 150 – 166.
- [34] Li, K., D. Griffin, and H. Yue. How does Culture Influence Corporate Risk-taking? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, (23): 1 – 22.
- [35] Baumol, W. J., R. E. Litan, and C. J. Schramm. *Goodcapitalism, Badcapitalism, and the Economics of Growth and Prosperity* [M]. Yale University Press, 2007.
- [36] 杨汝岱. 中国制造业企业全要素生产率研究[J]. 北京: 经济研究, 2015, (2): 61 – 74.
- [37] Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar. The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-taking: Evidence from Privatization [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108, (3): 641 – 658.
- [38] Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, (4): 305 – 360.
- [39] 陈德球,肖泽忠,董志勇. 家族控制权结构与银行信贷合约: 寻租还是效率? [J]. 北京: 管理世界, 2013, (9): 130 – 143, 188.
- [40] Parrino, R., and M. S. Weisbach. Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder-bondholder Conflicts [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53, (1): 3 – 42.
- [41] 王文甫,明娟,岳超云. 企业规模、地方政府干预与产能过剩[J]. 北京: 管理世界, 2014, (10): 17 – 36, 46.
- [42] 周泽将,马静,胡刘芬. 高管薪酬激励体系设计中的风险补偿效应研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2018, (12): 152 – 169.
- [43] Kaplan, S. N., and D. Reishus. Outside Directorships and Corporate Performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27, (2): 389 – 410.
- [44] Barger, L. L., K. M. Lehn, and C. J. Zutter. Sarbanes-Oxley and Corporate Risk-taking [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49, (1 – 2): 34 – 52.
- [45] Dong, Z., C. Wang, and F. Xie. Do Executive Stock Options Induce Excessive Risk Taking? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34, (10): 2518 – 2529.
- [46] 王菁华,茅宁. 企业风险承担研究述评及展望[J]. 上海: 外国经济与管理, 2015, (12): 44 – 58.
- [47] Olley, G. S., and A. Pakes. The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry [R]. National Bureau of Economic Research, 1992.
- [48] Levinsohn, J., and A. Petrin. Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables [J]. *The Review of Economic Studies*, 2003, 70, (2): 317 – 341.
- [49] 鲁晓东,连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计: 1999—2007 [J]. 北京: 经济学(季刊), 2012, (2): 541 – 558.
- [50] Peress, J. Product Market Competition, Insidertrading, and Stock Market Efficiency [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65, (1): 1 – 43.
- [51] 陈志斌,王诗雨. 产品市场竞争对企业现金流风险影响研究——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量[J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (3): 96 – 108.
- [52] 王凤荣. 政府竞争视角下的企业并购与产业整合研究 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2016.
- [53] 林毅夫,李志赟. 政策性负担、道德风险与预算软约束 [J]. 北京: 经济研究, 2004, (2): 17 – 27.
- [54] 程六兵,王竹泉. 信贷歧视与银行股份制改革——基于借款逾期公司的经验证据 [J]. 上海: 财经研究, 2015, (6): 82 – 93.
- [55] 于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应 [J]. 北京: 经济研究, 2012, (9): 125 – 139.
- [56] 李文贵,余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担 [J]. 北京: 中国工业经济, 2012, (12): 115 – 127.
- [57] 李春霞. 产品市场竞争、所有权性质与全要素生产率——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 安徽: 财贸研究, 2016, (1): 19 – 27.
- [58] 方芳,蔡卫星. 银行业竞争与企业成长: 来自工业企业的经验证据 [J]. 北京: 管理世界, 2016, (7): 63 – 75.
- [59] 傅利福,魏建,王素素. 金融抑制、银行业结构与银行业竞争 [J]. 广州: 金融经济学研究, 2014, (4): 23 – 31.
- [60] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究 [J]. 北京: 经济研究, 2007, (7): 36 – 50.
- [61] 申宇,傅立立,赵静梅. 市委书记更替对企业寻租影响的实证研究 [J]. 北京: 中国工业经济, 2015, (9): 37 – 52.

How do Zombie Companies Affect Normal Corporate Risk-Taking? An Empirical Study Based on Listed Enterprises in China's Manufacturing Industry

WANG Feng-rong, ZHENG Zhi-quan, MU Qing-yu

(The Center for Economic Research, Shandong University, Jinan, Shandong, 250100, China)

Abstract: Risk-taking is the basic condition for sustainable growth of a company and the fundamental driving force for achieving high-quality macroeconomic growth. As a hindrance to the high-quality development of the economy, what are the channels that affect the risk-taking of normal enterprises? What is the specific mechanism? The empirical analysis of this paper is not only an objective consideration of the market environment conditions for high-quality economic development, but also provides a realistic reference for the effective disposal of zombie enterprises.

Based on the data of China's manufacturing listed companies from 2010 to 2017, this paper explores whether zombie enterprises will affect the risk tolerance of normal enterprises on the basis of identifying zombie enterprises, and discusses the mechanism and policy implications behind them. Empirical studies have found that zombie companies have pushed up the level of risk-taking of normal enterprises. There are two main mechanisms of action: resource crowding and competition distortion. The resource crowding effect means that zombie enterprises crowd out financial resources, thereby reducing the debt financing level of normal enterprises, thereby reducing the risk-taking level of normal enterprises. The competitive distortion effect means that the existence of zombie enterprises distorts the price competition between zombie enterprises and normal enterprises and the non-price competition between normal enterprises, which in turn pushes up the risk-taking level of normal enterprises. In general, the competitive distortion effect is stronger than the resource crowding effect. At the same time, the study found that although the zombie enterprise pushed up the risk-taking level of normal enterprises, it inhibited the promotion of risk-taking on total factor productivity. Further analysis also shows that the impact of zombie enterprises on the risk-taking of normal enterprises presents the heterogeneity of enterprise ownership and banking structure. In the sample of state-owned enterprises, the impact of zombie enterprises on risk-taking is more significant; private enterprises are not significant. In areas with low bank concentration, the impact of zombie companies is more pronounced; areas with high concentration are not significant. Enterprise rent-seeking has a re-regulating effect on the risk exposure of zombie enterprises. This paper also replaces the main explanatory variables with the tool variables and the proportion of zombie firms calculated by different weighting methods. The main results have not changed and the results are robust.

There are four suggestions at the policy level: First, the government should further improve the understanding of the harmfulness of zombie enterprises and choose appropriate disposal methods. The spillover effects of zombie companies should be taken into account when disposing of zombie enterprises, and market-based means such as mergers and acquisitions and mixed reforms should be adopted as much as possible. Second, the regulatory authorities should establish third-party information distribution channels that are not affected by local governments and banks. By effectively strengthening the information disclosure of zombie enterprises and strengthening the supervision of financial systems and the guidance of financial resources, the blood transfusion of zombie enterprises will be gradually reduced and suppressed. The emergence of the resource crowding effect, and forced the transformation and transformation of zombie enterprises. Third, the disposal of zombie enterprises is included in the performance appraisal of local governments, weakening the motives of "inviting pets" by zombie enterprises, restraining the emergence of competitive distortion effects, and thus reducing the harm of zombie enterprises. Fourth, continue to promote market-oriented reforms, especially the market-oriented reform of state-owned enterprises. Local governments should implement the policy of "playing the decisive role of the market in resource allocation" proposed by the central government as soon as possible, and further weaken the political attributes of state-owned enterprises, so as to minimize the gap between private enterprises and state-owned enterprises in resource acquisition and optimize resources. Configuration.

Key Words: zombie firm; risk-taking; resource crowding effect; competitive distortion effect; TFP

JEL Classification: D22, D62, G30, H81

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.10.003

(责任编辑:文 川)