

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年7月6日

清理「僵尸企業」刻不容緩

李家濤

香港科大商學院資深副院長及管理學講座教授

中國企業沉重的債務問題，成為當前各方包括金融市場所矚目的焦點。6月中上旬，國際貨幣基金組織（IMF）第一副總裁利普頓（David Lipton）到中國，根據IMF章程第四條款相關規定，與中國每年舉行一次磋商，同中國官方、私營部門代表及專家學者就經濟前景、改革進展和挑戰以及政策應對措施等交換看法。

在訪華之行，利普頓並獲邀到深圳北京大學滙豐商學院舉行的中國留美經濟學會論壇上發表講話。在講話中，他特別強調中國企業部門的債務問題，認為壓力沉重，必須立即採取行動。IMF官方網站同步刊登了利普頓的講話全文，可見國基會對於當前中國企業債務問題的嚴重性和風險相當關注（請見《中國再平衡：企業債務方面的國際經驗》一文

<https://www.imf.org/external/chinese/np/speeches/2016/061016c.pdf>）。

「債務炸彈」不宜小覷

對於中國企業沉重的債務壓力，甚至有觀點認為，這枚「債務炸彈」是觸發中國經濟出現危機的風險源頭所在。人民銀行行長周小川也不諱言，目前中國企業債務高企，這可能成為宏觀經濟的一個重要風險。據人行估算，2015年底，中國企業債務總額達到98.2萬億元（人民幣，下同），相當於國內生產總值（GDP）的145.2%，高於美國的70%（見《中國企業債務問題再思》，大公網。

<http://news.takungpao.com.hk/paper/q/2016/0325/3297984.html>）。

據國基會估計，中國債務總額相當於國內生產總值（GDP）的225%，其中，政府債務約佔GDP的40%，家庭債務亦約佔GDP的40%之譜，按國際標準並不算特別高，但是，企業債務則相當嚇人，約佔GDP的145%，以2015年中國GDP規模為67.67萬億元（人民幣）計算，中國企業債務規模約為98萬億元人民幣之譜，與人行的估計相若。

當中，國有企業約佔企業債務的55%，比例遠高於其佔經濟產出的比例——22%。這些國有企業的盈利能力也遠遠不及私營企業。在經濟增長放緩下，盈利下降，加上債務上升，嚴重削弱了這些企業在支付供應商，以及償還其貸款方面的能力，

而銀行持有的不良貸款愈來愈多，很多國有企業基本上已告奄奄一息。那些負債壘壘、經營無效率，卻佔據了不少金融資源的「僵尸企業」，是中國經濟深化改革必須盡快清理的部分。

利潤不足以支付利息

中國企業債務沉重的風險，不僅僅是一個企業財務管理的問題。國基會今年 4 月發表的《全球金融穩定報告》，便用了專門篇幅，去探討中國企業的債務負擔和銀行業不良貸款的問題。

細閱國基會分析中國企業債務和不良貸款問題的部分，關鍵的分析起點，是立足於企業的「在險債務」(debt-at-risk)。所謂「在險債務」，是衡量企業在財務管理上的借貸水平指標，利用「利息覆蓋率」(interest coverage ratio • ICR)去衡量企業的「息稅、折舊和攤銷前利潤」(EBITDA)跟當年應付利息的比率。若一家企業的 ICR 小於 1，則其債務被界定為「在險債務」，意味這家公司一年的利潤，不足以支付利息。

國基利用 2871 家樣本企業，以上市公司為主，其債務總額為 2.775 萬億美元。這 2871 家公司的「在險債務」共 3921 億美元，在債務總額中佔比 14.1%。不同行業差異很大，其中，鋼鐵和採礦業最高，分別為 39%和 35%，而公用事業和能源則只有 1%（見 Chinese Nonfinancial Firms in Sample: Companies, Borrowing, and Debt-at-Risk，《全球金融穩定報告》第 48 頁）。

僵尸企業陰影重重

鋼鐵業和採礦業的「在險債務」在債務總額中的比率近四成。可以說，相當一部分的鋼鐵和採礦業的大型企業，其「息稅、折舊和攤銷前利潤」不足以償付借貸利息，的確反映了在目前中國經濟下行和全球經濟低速增長下，鋼鐵與礦業等公司的經營困局。

照正常做法，這些經營無效率的企業最終會被市場所淘汰。不過，在中國的情況，有不少長期虧損的企業，在現行體制下，不僅沒有消失，反而繼續獲得銀行的借貸，繼續佔用有限而寶貴的金融資源。這類「僵尸企業」成為中國推進深化市場改革的巨大障礙。

可以說，中國企業改革不成功，則整體改革難言有成。

對於企業債務沉重的風險，國基會的觀點認為迄今仍是可控的，不致引發大規模

的金融系統性風險，但必須馬上著手清理問題及其癥結。

從最近發展形勢看，國資會已加快中央企業改革「瘦身健體」的步伐，考慮用三年時間，完成處置 345 戶「殭屍企業」的任務，煤炭和鋼鐵的產量則用兩年時間壓縮產能 10%。

我們從國基會的報告中也看到，巨額虧損的企業主要集中在煤炭、鋼鐵、有色這些產能嚴重過剩的行業；而大量的「殭屍企業」構成中，也主要是國有「殭屍企業」。

市場配置資本乏力

所謂「殭屍企業」，據國務院的表述，是那些「不符合國家能耗、環保、品質、安全等標準，持續虧損三年以上且不符合結構調整方向的企業」。國務院要求對這些企業實行關停並轉或剝離重組」。

從另一個角度看，「殭屍企業」的問題，與金融體系的關聯，是企業從銀行取得貸款。因而界定殭屍企業，可看它是否得到了來自銀行的補貼。據三位學者研究日本力圖走出經濟衰退時，從銀行取得「殭屍貸款」(Zombie Lending)所採用的「CHK 方法」(Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap. “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”. *The American Economic Review* 98.5 (2008): 1943–1977)，即從銀行是否給予企業以補貼角度來加以考慮，衡量過程分兩步，第一，列出最優利率，該利率是所有企業在現有條件下，可能享受到的最低利率。第二，將最優利率與企業實際支付的利率對比，那些實際支付利率比最優利率還低的企業，就可視之為殭屍企業。

但無論採用什麼方法去衡量「殭屍企業」，中國在市場化改革過程中，市場力量在資本配置上沒有扮演一個充份作用的角色，致問題愈積愈嚴重。

無可否認，當前中國仍以透過銀行作中介的「間接融資」為主，而國有四大銀行在資源配置上，傾向於國有企業，而對私人部門的中小企借貸極其「審慎」，而中國資本市場迄今仍然不發達，股票市場充滿投機，「直接融資」無法打開局面。這種以「間接融資」作主體，也令企業在財務管理上缺乏其他融資選項。

誠然，內地存在大量殭屍企業，其中的一個原因，是地方政府出於保證就業等考慮；而銀行亦害怕把潛在的壞帳，浮上實際水面，在資產負債表上實現出來，故寧願向長期虧損的企業繼續放貸。

金融風險令人憂慮

如今中國企業債務佔 GDP 比率已達 145% 水平，逾 98 萬億元人民幣的巨額規模，其中國有企業的「在險貸款」，按照國基會的推算，尤其那些產能過剩的鋼鐵、採礦和有色金屬行業，佔總債務達約四成之譜。據資料顯示，去年，國企利潤額按年下降了 6.7%，而營業額總量也下跌 5.4%。可以說，在經濟下行壓力重重下，中國企業沉重債務對金融體系風險造成的壓力，是無法令人安心的。

對於中國企業高債務率、高杠杆率問題，今年 3 月，總理李克強出席博鰲亞洲論壇時提出，「將用市場化辦法推進債轉股」，透過以股換債減低企業（主要是國企）的債務負擔。換言之，國企欠下國有商業銀行及其他商業銀行的債務，到無力償還時，可將國企的股份交給銀行，視作償還全部或部分債務。與此同時，也可通過企業併購進行混合重組的方法，來解決問題。

以債轉股要小心行事

然而，以債轉股（Debt-for-equity）的方法，雖然是應對債務規模激增的一個辦法，但關鍵是，銀行必須有能力對企業價值進行鑒別，並且需要區分哪些企業值得救助，哪些企業應讓其破產，否則，這些從債權轉化而來的股權，變成銀行的虧蝕，益增銀行體系的風險。

至於對國有企業進行混合重組，原本效益較好的企業，在並併購了弱勢企業之後，自身的盈利水準可能會受到不利影響。這些問題也必須好好考慮。

按照西方清理僵尸企業的常用手法，是在政府主導及全程參與下，通過企業重組和債券銷售，把行業結構重整。政府對每家企業重組專案的設計，擔當一個重要角色，但操作必須透過市場機制來執行；而發達的金融市場，無疑是市場手段得以發揮的基礎。因此，中國必須對金融市場進行徹底的改革。

形勢演變至此，中國企業龐大債務已到了一個必須及早解決的地步。只有完成對僵尸企業大規模的清理，中國經濟結構才能成功升級轉型；清理僵尸企業，也是避免中國金融系統性風險爆發的必要舉措，刻不容緩。