

多维度视角下僵尸企业的成因、效应与治理路径

何瑜¹, 朱彦²

南京审计大学, 江苏 南京 211815

摘要： 本文从多维度视角探讨了僵尸企业的定义、成因、效应及其治理路径。僵尸企业，即那些长期亏损、资不抵债但依赖外部融资维持运营的企业，对市场经济产生了深远的负面影响。文章首先定义了僵尸企业，并分析了其成因，包括产业政策的影响、金融因素的作用、市场与竞争环境以及其他因素。其次文章从宏观经济、行业和企业三个层面分析了僵尸企业的效应，指出其降低了经济效率、扭曲了资源配置，并加剧了产能过剩。最后，提出了僵尸企业治理的路径，包括政策层面、市场机制层面和银行与政府互动层面的措施。

关键词： 僵尸企业；成因分析；效应；治理路径

The Causes, Effects and Governance Paths of Zombie Enterprises from a Multi-Dimensional Perspective

He Yu¹, Zhu Yan²

Nanjing Audit University, Nanjing, Jiangsu 211815

Abstract： This paper discusses the definition, causes, effects and governance paths of zombie enterprises from a multi-dimensional perspective. Zombie companies, those that are chronically loss-making and insolvent but rely on external financing to stay afloat, have a profound negative impact on the market economy. This paper first defines zombie enterprises and analyzes their causes, including the influence of industrial policy, the role of financial factors, market and competitive environment and other factors. Secondly, the paper analyzes the effects of zombie enterprises from three aspects: macro-economy, industry and enterprise, and points out that zombie enterprises reduce economic efficiency, distort resource allocation, and aggravate overcapacity. Finally, the paper puts forward the path of zombie enterprise governance, including the measures at the policy level, the market mechanism level and the interaction between banks and the government level.

Keywords： zombie enterprises; cause analysis; effect; governance path

引言

僵尸企业，作为市场经济中的“毒瘤”，长期依赖外部融资维持运营，却缺乏自我盈利能力。特别是在金融危机后，许多国家和地区出现了大量僵尸企业，这类企业的存在不仅占用了大量宝贵的经济资源，还扭曲了市场信号，影响了产业的正常升级与经济的高质量发展。僵尸企业作为市场经济中的顽疾，其存在对多个层面产生了深远影响。从扭曲市场信号、降低投资效率，到挤占商业信用资源、恶化中小企业融资环境，再到阻碍行业升级和经济发展，僵尸企业的危害不容忽视。因此，本文旨在全面总结和分析当前关于僵尸企业的研究成果，通过梳理相关文献，深入探讨僵尸企业的定义、形成原因、效应分析及治理路径，以期政策制定者提供有益的参考和启示。

一、僵尸企业定义

僵尸企业，顾名思义，是指那些在经济活动中表现出异常状态的企业。陈玥、赵立萍、张明媚^[1]等强调，僵尸企业的资产负债率通常较高，甚至超过100%。徐业坤、陈十硕^[2]提到，产业政策等因素可能导致僵尸企业依赖外部支持而存活。为了更准确地识别僵尸企业，学者们提出了多种识别方法。我国领导人在2015

年提出了具体的清理标准，将对持续亏损3年以上且不符合结构调整方向的企业识别为僵尸企业。何帆、朱鹤^[3]在研究中采用了这一标准来识别中国的僵尸企业。综合以上文献，我们可以将僵尸企业定义为：那些已经丧失盈利能力、资不抵债，但仍能依靠外部融资（如政府补贴、银行续贷等）维持经营的企业。这些企业在财务上表现为长期亏损和资不抵债，同时失去了自我发展的能力，却由于各种原因（如政府保护、银行信贷支持等）

作者简介：

何瑜（2002.08-），女，汉族，河南省信阳市人，硕士在读，研究方向：资本市场与量化投资。

朱彦（2002.07-），女，汉族，江苏省泰州市人，硕士在读，研究方向：资本市场与量化投资。

而未被市场淘汰。

二、僵尸企业成因

本文在综合现有研究的基础上，对僵尸企业的形成原因做了多个层面的分类，以提供更全面的分析视角。

（一）产业政策的影响

选择性产业政策作为政府引导经济发展的重要手段，其初衷在于促进特定产业的快速发展和升级。然而，徐业坤、陈十硕^[2]指出，当产业政策过于集中于某些特定行业或企业时，可能导致资源配置的扭曲，使得部分低效或无效的企业得以持续存活，进而演化为僵尸企业。这种“政策庇护”效应不仅阻碍了市场的自然出清过程，还加剧了行业内的产能过剩问题。周文婷、吴一平^[4]则通过构建动态模型进一步验证了产业政策在僵尸企业形成中的催化作用，强调了政策调整的必要性及紧迫性。

（二）金融因素的作用

金融体系的健康运行对于企业的生死存亡至关重要。刘鹏、何冬梅^[5]深入分析了高杠杆率和信贷资源配置失衡如何成为僵尸企业滋生的温床。他们指出，过度的债务负担使得企业难以通过正常经营偿还本息，而银行出于风险控制和政策压力，往往继续提供贷款支持，从而形成了“借新还旧”的恶性循环。张俊美、许家云^[6]则从国企改革视角出发，探讨了外部监管不力如何导致国有企业中僵尸企业的泛滥，强调了加强监管和推进国企改革对于化解僵尸企业问题的重要性。Faria-e Castro^[7]等人证明，持有僵尸企业债务较大份额的银行会以较低的利率提供更多的信贷，从而导致错配和较低的生产率。同时，Becker & Ivashina^[8]提出的“常青贷款”现象也揭示了银行为了维持僵尸企业的生存，不断提供新的贷款以替代到期贷款，从而加剧了资源的无效配置，这也是金融因素导致僵尸企业形成的一个重要方面。

（三）市场与竞争环境

市场竞争环境是影响企业生存状态的关键因素之一。李旭超、王俊毅^[9]通过实证研究发现，银行间的竞争程度直接影响着僵尸企业的存续与处置效率。在竞争激烈的银行市场中，银行更倾向于快速清理不良贷款，减少僵尸企业的生存空间。Peters^[10]表明，当进入和退出受到阻碍时，现有企业有时间获得市场支配力，这会增加加价和错配，从而降低生产率。而王贤彬、陈博潮^[11]则从产业升级的角度出发，分析了产业结构调整过程中，传统行业中的低效企业因无法适应市场变化而逐渐沦为僵尸企业的现象。此外，Caballero et al.^[12]在研究中也提到，市场竞争的不完全性可能导致僵尸企业的产生，因为即使在亏损的情况下，这些企业也可能由于市场势力的存在而继续运营。

三、僵尸企业效应分析

（一）宏观经济层面

僵尸企业的存在显著降低了经济效率，扭曲了资源配置。李旭超、申广军、金祥荣^[13]指出，僵尸企业通过扭曲税负，提高了

健康企业的实际所得税税率，进而影响了整体经济效率。此外，Peek & Rosengren^[14]强调，僵尸企业对投资有挤出效应，减少了健康企业的投资，阻碍了经济增长。这一现象在全球多个经济体中均有体现，如 Andrews et al. 在研究 OECD 国家时发现，僵尸企业的增加导致了潜在人均收入增长率的下降和全要素生产率的降低。

（二）行业层面

在行业层面，僵尸企业加剧了产能过剩，扰乱了市场竞争秩序。徐业坤、陈十硕^[2]分析了选择性产业政策对僵尸企业形成的影响，指出政策干预可能导致资源配置扭曲，进而产生僵尸企业，这些企业占据了市场份额却未能有效产出，从而加剧了产能过剩问题。僵尸企业的存在还阻碍了行业内的优胜劣汰机制，使得低效企业得以继续存活，而高效企业则难以获得应有的市场地位（李旭超、宋敏，2019）。此外，Fukuda & Nakamura 的研究表明，僵尸企业通过持续占用市场资源，降低了行业的整体竞争力，对产业链上下游企业也产生了负面影响，如降低供应商的销售收入和利润率。

（三）企业层面

在企业层面，僵尸企业挤占了正常企业的融资机会和市场份额。谭语嫣等发现，僵尸企业的存在会导致健康企业的银行贷款可得性下降，投资规模减小。Albuquerque 和 Mao 通过利用包括新兴市场在内的跨国数据表明，在僵尸企业存在较多的行业，健康企业的绩效会降低。王永钦等则进一步指出，僵尸企业通过扭曲信贷配置和损害行业公平竞争，影响了正常公司的创新能力。这种不公平的竞争环境不仅损害了正常企业的利益，还可能导致高效企业因无法获得足够的资源和市场份额而被迫退出市场^[12]（Caballero et al., 2008）。此外，Becker & Ivashina^[8]（2022）提到的“常青贷款”现象也揭示了银行为了维持僵尸企业的生存，不断提供新贷款以替代到期贷款，从而进一步挤占了正常企业的融资空间。

四、僵尸企业治理路径

（一）政策层面

政策层面的治理路径主要是通过制定和执行相关政策来识别和处置僵尸企业。这一层面的治理路径强调政府的引导和监管作用。

王一欢、詹新宇指出，僵尸企业的存在降低了市场资源配置效率，因此，政府应制定和执行相关政策，如设立僵尸企业识别标准，明确处置流程和时限，以推动僵尸企业的清理和退出。在此基础上，Fukuda & Nakamura 进一步提出，政府应建立更为精细化的僵尸企业识别体系，结合财务和市场表现多维度评估企业状态，确保政策的精准性和有效性。徐业坤、陈十硕^[2]认为，选择性产业政策可能导致资源配置扭曲，进而产生僵尸企业。因此，政府应调整产业政策，减少对市场的直接干预，让市场机制在资源配置中发挥更大作用。同时，如 Qingyang W¹等所强调，政府应关注僵尸企业对员工就业和薪酬的影响，制定相应政策以保障员工权益，减轻社会负担。张俊美、许家云^[6]提到，国企

改革可以抑制僵尸企业的形成。政府可以通过提供财政补贴、税收优惠等政策支持，鼓励企业改革和转型升级。Peek & Rosengren^[14]指出，政府应加强对银行信贷行为的监管，防止银行因追求短期利益而继续为僵尸企业提供不当的金融支持。

（二）市场机制层面

市场机制层面的治理路径主要是通过市场竞争和资源配置的自然法则来淘汰僵尸企业。蒋灵多等研究发现，市场竞争加剧可以促进民营僵尸企业的处置。因此，应进一步放宽市场准入，引入更多竞争者，如方明月和张雨潇所建议，通过强化市场竞争机制，提高市场整体的竞争力和活力，从而加速僵尸企业的自然淘汰过程。通过引入战略投资者，可以优化僵尸企业的资本结构，提升其经营效率和竞争力，这与栾甫贵、赵静的观点相呼应，即并购重组是僵尸企业脱困重生的有效途径之一，政府应鼓励和支持这一过程中的市场化行为。

（三）银行与政府互动层面

银行与政府互动层面的治理路径主要是通过加强银行与政府之间的合作与协调，共同推动僵尸企业的处置。李旭超、王俊毅^[9]研究了银行竞争与僵尸企业存续和处置的关系，指出银行应调整信贷政策，减少对僵尸企业的信贷支持，避免资源浪费和风险积累。钱水土、王芯瑞指出，地方政府干预可能导致僵尸企业的形成。因此，政府应与银行加强合作，共同制定和执行信贷政策，确保资金流向高效、有活力的企业，如徐业坤、陈十硕^[2]所强调，减少政策扭曲导致的资源配置不当。鲁建坤、赵婧、李旭超认为，应加强对银行和僵尸企业的监管，同时建立激励机制，如提供税收优惠或奖励，鼓励银行积极参与僵尸企业的处置工作，形成银行与政府间的良性互动。

五、未来的研究方向

（一）僵尸企业界定与识别的深化研究

目前学术界对僵尸企业的定义和识别标准尚未统一^[12]（Caballero, 2008）。未来研究可以进一步探讨不同行业、地区僵尸企业的界定标准，如Fukuda & Nakamura^[10]所建议的，结合财务和市场表现多维度评估企业状态，利用大数据和AI技术，建立更为精准的识别模型，以便更有效地识别和监控僵尸企业。同时，参考栾甫贵、赵静对僵尸企业脱困重生机制的研究，将企业的重组潜力和市场适应性也纳入识别体系，以更全面地评估企业是否沦为僵尸企业。

（二）僵尸企业成因与影响的深入剖析

僵尸企业的形成往往涉及政府干预、市场竞争、银行信贷政策等多方面因素（鲁建坤等，2023；李旭超、王俊毅，2022）。未来研究可以进一步探讨这些因素之间的相互作用机制，以及它们在不同行业、地区中的表现差异。僵尸企业的存在不仅扭曲了市场资源配置，还可能对正常企业的投资行为、信贷市场、就业市场等产生深远影响（王一欢、詹新宇，2021）。未来研究可以运用动态模型，结合方明月和张雨潇（2023）关于僵尸企业降低风险承担能力和资本配置效率的研究，深入分析僵尸企业影响的

复杂性和持久性，为政策制定提供更为科学的依据。

（三）僵尸企业治理措施的创新与实践

不同处置策略的成本、效率和效益可能存在显著差异^[6]（张俊美、许家云，2022）。未来研究可以比较不同治理策略的效果，并参考关于产业型战略投资者对僵尸国企治理作用的研究文献，探索引入战略投资者作为新的治理手段。同时，未来研究还应关注政府与市场关系的平衡，结合徐业坤、陈十硕^[2]对选择性产业政策导致资源配置扭曲的研究，探讨政府在不同治理阶段应发挥的作用，以及如何通过市场机制来更有效地推动僵尸企业的退出和转型。

（四）僵尸企业预警与防范机制的构建

利用大数据和AI技术，可以实现对僵尸企业的早期预警和防范。未来研究可以探索如何构建有效的预警模型，并参考钱水土、王芯瑞关于地方政府干预与僵尸企业形成关系的研究，将地方政府行为纳入预警模型，提高预警的准确性和及时性。同时，未来研究还应关注预警结果的应用，探讨如何将预警信息与政策制定、企业实践相结合，形成有效的防范机制。

参考文献

- [1]陈珩,赵立祥,张明媚,等.僵尸企业对劳动收入份额具有挤出效应吗? [J].中国会计评论,2023,21(01):43-82.
- [2]徐业坤,陈十硕.产业政策与僵尸企业形成 [J].经济理论与经济管理 [J],2023,43(11):70-84.
- [3]何帆,朱鹤.僵尸企业的识别与应对 [J].中国金融,2016,(05):20-22.
- [4]周文婷,吴一平.选择性产业政策、资源配置扭曲与僵尸企业形成 [J].产业经济评论,2023,(03):54-74.DOI:10.19313/j.cnki.cn10-1223/f.2023.03.006.
- [5]刘鹏,何冬梅.杠杆率、信贷配置失衡与僵尸企业的形成 [J].现代财经(天津财经大学学报),2021,41(01):18-32.DOI:10.19559/j.cnki.12-1387.2021.01.003.
- [6]张俊美,许家云.国企改革抑制僵尸企业的形成吗——以外部监管为例 [J].财经论丛,2022,(03):102-112.DOI:10.13762/j.cnki.cjlc.20211008.004.
- [7]Castro E F M ,Paul P ,Sánchez M J .Evergreening[J].Journal of Financial Economics,2024,153103778-.
- [8]Becker B ,Victoria I .Weak Corporate Insolvency Rules: The Missing Driver of Zombie Lending[J].AEA Papers and Proceedings,2022,112516-520.DOI:10.1257/pandp.20221078
- [9]李旭超,王俊毅.银行竞争与僵尸企业的存续和处置 [J].产业经济评论,2022,(03):136-152.DOI:10.19313/j.cnki.cn10-1223/f.2022.03.007.
- [10]Peters M .Heterogeneous Markups, Growth, and Endogenous Misallocation[J].Econometrica,2020,88(5):2037-2073.DOI:10.3982/ECTA15565
- [11]王贤彬,陈博潮.僵尸企业与产业升级——来自中国工业企业的证据 [J].中央财经大学学报,2022,(08):81-92.DOI:10.19681/j.cnki.jcuife.2022.08.001.
- [12]Caballero J R ,Hoshi T ,Kashyap K A .Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan[J].The American Economic Review,2008,98(5):1943-1977. DOI:10.2469/dig.v39.n3.15
- [13]Peek J ,Rosengren S E .Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan[J].The American Economic Review,2005,95(4):1144-1166. DOI:10.1257/0002828054825691
- [14]ANDREWS D ,MCGOWAN M A ,MILLOT V .Confronting the zombies: policies for productivity revival [Z]. OECD Economic Policy Working Papers No.211872,2017. DOI:10.1787/9e04b9e1-en