

【比较与借鉴】

“僵尸企业”国外研究述评

刘奎甫 茅宁

【摘要】“僵尸企业”通常是指那些陷入财务危机但依靠债权人的帮助依然维持生存的企业。当前,我国“僵尸企业”问题日益突出并产生严重后果。2000年之后,国际学术界关于“僵尸企业”的研究开始涌现,而国内关于“僵尸企业”的学术研究则非常稀缺。因此,本文全面回顾了国外有关“僵尸企业”研究的进展,对“僵尸企业”的内涵界定、识别方法、形成原因、影响效应等相关问题进行了梳理。综述发现:对“僵尸企业”的界定需要满足“陷入财务危机”和“债权人继续提供借贷”两个标准;银行掩盖不良贷款问题的动机是“僵尸企业”形成的重要原因;“僵尸企业”会阻碍行业生产率提高和经济增长。本文对于国内学者把握“僵尸企业”研究的脉络和未来的研究方向、增进对“僵尸企业”的认识和寻找相应的解决方案具有一定的借鉴意义。

【关键词】僵尸企业;银行坏账;资本注入;财务困境

【作者简介】刘奎甫(1990-),男,南京大学商学院博士研究生;茅宁(1955-),男,南京大学商学院教授,博士生导师(南京 210093)。

【原文出处】《外国经济与管理》(沪),2016.10.3~19

【基金项目】国家自然科学基金项目(71372031)。

一、引言

近年来,我国部分行业过度投资,产能严重过剩,“僵尸企业”(zombie company)数量大幅增加,极大地削弱了资源配置效率和行业“新陈代谢”动力,成为经济结构转型升级过程中的重要难题。2015年中

央经济工作会议将“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”设置为五大结构性改革任务,而清理“僵尸企业”对于完成上述改革任务具有至关重要的作用。在此背景下,“僵尸企业”的相关话题迅速地成为国内舆论关注的热点(参见图1)。

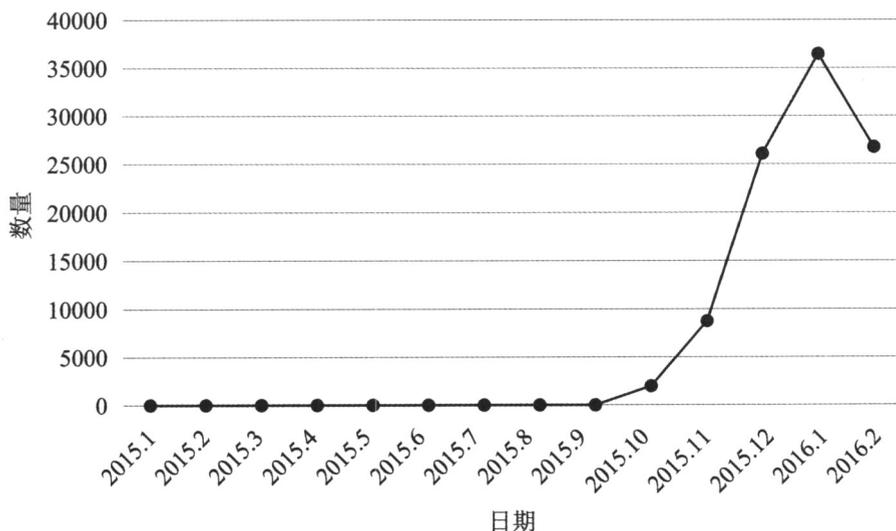


图1 “僵尸企业”的媒体报道数量趋势

事实上,“僵尸企业”并非中国独有的经济现象。日本从20世纪90年代中期到21世纪初期的“僵尸企业”是受到研究者关注最多的对象。Fukuda和Nakamura(2011)的实证研究发现,日本的“僵尸企业”所占比例在1995—2002年期间呈现总体增长趋势,达到10%左右。Bruche和Llobet(2014)认为,欧债危机爆发后,欧盟国家也出现了“僵尸企业”问题。Papava(2010)则分析发现,“僵尸企业”不仅会出现在发达国家,处于转型时期的社会主义国家也会产生。

处置“僵尸企业”是一项非常严肃慎重的政策举措。张平(2014)认为“僵尸企业”的清理情况关系到能否有效应对经济减速的冲击,稍有不慎,就可能引发大量劳动力失业、银行业危机等经济、社会风险。“僵尸企业”的广泛存在被认为是日本在20世纪90年代后经济增长放缓和遭遇“失去的十年”的重要推动因素(Chakraborty和Peek,2012;Kawai和Morgen,2013)。因此,深入理解“僵尸企业”的内涵、成因和影响效应等问题具有重要的现实意义。进入21世纪后,国外学者对“僵尸企业”以及伴随的“僵尸借贷”(zombie lending)等展开了大量探究。但到目前为止,国内学术界仍然缺乏对“僵尸企业”系统性的理论分析和严谨规范的实证探究。^①

本文对国外涉及“僵尸企业”研究的文献进行了全面的梳理和评述,系统性地探究了“僵尸企业”的内涵、识别方法、形成原因和影响效应。总结发现,“陷入财务危机”和“债权人继续提供借贷”是理解“僵尸企业”内涵的基本条件,而实证分析中对“僵尸企业”的识别指标也是建立在此基础上;银行是“僵尸企业”形成的主要元凶,政府也起到了推波助澜的作用;“僵尸企业”在微观和宏观层面都产生了巨大的危害。

本文的贡献体现在三个方面:一是对“僵尸企业”的研究文献进行了细致的整理和评述,此前并无学者对这一领域的成果进行系统性的研究;二是总结了现有研究的不足并指出未来研究的潜在方向,为学者未来开展“僵尸企业”(尤其是在中国情境下)研究奠定了基础;三是为如何处置“僵尸企业”提供了理论借鉴。

本文剩余部分的结构安排如下:第二部分概括

了“僵尸企业”的内涵,第三部分梳理了“僵尸企业”的识别方法,第四部分分析了“僵尸企业”的形成原因,第五部分概述了“僵尸企业”的影响效应,最后一部分总结提出未来研究的可能方向。

二、“僵尸企业”的内涵

最早将“僵尸”概念应用到经济学研究中的是Kane(1987,1993),他将美国20世纪80年代后期存贷危机期间的存储机构称为“僵尸存储机构”。Caballero、Hoshi和Kshayap(2008)与Peek和Rosengren(2005)最早对“僵尸企业”的相关问题展开了大规模的实证研究。

学者们根据“僵尸企业”具有的表征,提出了多种不同的定义方式。Ridzak(2011)给出的定义较为简练:如果没有银行的继续贷款就会违约的企业就是“僵尸企业”。Hoshi和Kim(2012)则认为,“僵尸企业”是指那些在正常竞争环境下会因为低盈利水平而被驱赶出市场、但实际上因为债权人的帮助而依然存在的企业。进一步地,Okamura(2011)将作为债权人的银行的财务状况纳入到“僵尸企业”的定义中。他将“僵尸企业”界定为:在银行资本金不足的情况下能够继续获得贷款,但是在银行资本金状况较好时会被银行要求破产的那些陷入财务困境的企业。

归纳上述定义可以发现,学者们在界定“僵尸企业”时主要基于两个标准:一是企业陷入财务危机,濒于资不抵债或事实上已经处于资不抵债状态;二是企业尽管财务状况糟糕,但依然能够获得债权人的慷慨信贷。单独关注任一方面的标准都不足以准确刻画“僵尸企业”的本质属性。例如,处于财务困境(financial distress)的企业或是Altman Z指数高的企业尽管拥有很高的财务风险,或许不具备偿付能力,但是并不一定是“僵尸企业”。因为它们如果无法从银行等债权人手中获得贷款,最终会被迫破产倒闭,这与“僵尸企业”的“僵而不死”有本质区别。

本文认为,在界定“僵尸企业”的内涵时,对于“陷入财务危机”这一标准必须有更加清晰的阐述。企业财务困境发生的来源具有多样性。外部环境的不利冲击(例如经济萧条、金融危机的爆发)或者企业经营效率低下、长期盈利前景渺茫都是导致企业陷入财务困境的原因。因经营不善、缺乏竞争力和发

展前景而陷入财务危机才是定义“僵尸企业”的必要条件。而将那些具有较强的企业竞争力、能够在中长期内获得稳定而充足的现金流、但遭遇外部金融不利冲击(例如2008年金融危机)而陷入财务困境的企业认定为“僵尸企业”则是不合理的。公司财务困境和经营困境是一对具有紧密联系但又存在显著差异的概念(Gertner 和 Scharfstein, 1991; Senbet 和 Wang, 2012)。Chakraborty 和 Peek(2012)认为,必须从财务困境和结构困境(structural distress)两个维度来判定“僵尸企业”,如果一个企业陷入财务困境,但仍然具备经济活力(economically viable),则不应被认定是“僵尸企业”。Peek(2008)的实证分析表明,向处于财务困境但充满活力的企业提供银行贷款会产生显著的收益,但向“僵尸企业”提供借贷会产生巨大危害,这也间接地支持了本文的观点。此外,现有的文献只是提到银行信贷等债权人提供的资金是“僵尸企业”维持生存的基础,但这与实际情况并不完全一致。事实上,政府救助计划提供的资金也可以成为“僵尸企业”维持运营的保障条件,对于国有企业和大型企业集团来说尤其如此。

此外,充分认识银行提供的“僵尸借贷”是深入理解“僵尸企业”内涵的重要前提之一,因为前者的发生是后者存在的主要途径,两者密切关联。现有文献提供了一些关于“僵尸借贷”的不同定义。Hirata

(2010)认为,银行通过提供额外贷款以救助资不抵债的企业就是“僵尸借贷”。Watanabe(2011)则将“僵尸借贷”定义为“银行通过提供援助资金帮助实际上已经违约的企业能够表面上继续偿还债务的行为”。不过,大部分研究并不严格区分“僵尸借贷”和“常青借贷”(evergreening lending 或 forbearance lending),将它们混为一谈。事实上,两者存在一定差异。首先,“常青借贷”只是银行将企业原有的债务展期;而“僵尸借贷”不仅包括债务展期,还包括利率降低、债务减免等其他形式的援助。其次,“常青借贷”的影响偏向于中性,无法确切地判断它的影响是正面的还是负面的;而“僵尸借贷”的资金流向了缺乏效率的“僵尸企业”,其产生的效应以负面影响为主。例如,Arrowsmith 等(2003)认为,“常青借贷”可以帮助短期内遇到财务困难但具有前景的企业更快地恢复经营。

三、“僵尸企业”的识别方法

对“僵尸企业”内涵的精确把握为设计“僵尸企业”的识别方法提供了清晰思路。学者们根据“陷入财务危机”和“债权人继续提供信贷”等特征构造了多种测量指标,如表1所示。根据测量层次的不同,这些测量指标可以划分为企业层面(firm level)识别和聚合层面(aggregate level)识别两大类。前者对单个企业进行识别,判断其是否为“僵尸企业”;后者是针对总体层面“僵尸企业”的广泛程度做出度量,例

表1 “僵尸企业”识别方法

测量层次	核心思想	代表性文献	测算方式 ^②	优缺点
企业层面	银行对贷款补贴	Caballero 等(2008), Lin 等(2015)	$\frac{R_{i,t} - R_{i,t}^*}{B_{i,t-1}} > 0$	单一指标,使用方便;容易将“僵尸企业”判定为“非僵尸企业”,也容易将“非僵尸企业”判断为“僵尸企业”
	盈利水平低,“常青借贷”	Fukuda 和 Nakamura(2011), Nakamura 和 Fukuda(2013)	$EBIT > R_{i,t}^*$,同时公司资产负债率 $>50\%$ 且公司本年新增贷款	弥补了 Caballero 等(2008)的不足;需要计算利息支付下限,资产负债率临界值对某些行业不合适
Hoshi 和 Kim(2012)		$FES > f, BH > h$	弥补了 Caballero 等(2008)的不足,无须计算利息支付下限; f 和 h 取值缺乏合理标准,且不同的取值会对识别结果产生影响	
聚合层面	直接将个体识别结果加总	Hoshi 和 Kim(2012), Caballero 等(2008)	简单平均法;加权平均法	具体、准确;较为繁琐
	间接地寻找总体层面“僵尸企业”代理变量	Imai(2012), Ahearne 和 Shinada(2005)	在日本20世纪90年代,县商业地产价格变动的幅度;行业是否属于贸易商品行业	简便;无法精确测量聚合层面的“僵尸企业”特征,指标的选取依赖于特定情境

资料来源:根据相关文献整理。

如某行业或某地区僵尸企业密集程度。

1. 企业层面识别

Caballero等(2008)最早提出了直接识别“僵尸企业”的指标,简称为CHK方法。他们认为,“僵尸企业”存在的主要原因是银行提供优惠的信贷,因此,通过考察银行对企业借款的补贴程度,可以作为判定企业是否为“僵尸企业”的依据。由于对利息费用的减免是银行向“僵尸企业”提供借款补贴的主要途径,“僵尸企业”的识别过程可以分为以下三个步骤。步骤一:计算利息支付的理论下限(minimum required interest payment) $R_{i,t}^*$,计算公式如下:

$$R_{i,t}^* = rs_{t-1}BS_{i,t-1} + \left(\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 rl_{t-j} \right) BL_{i,t-1} + rcb_{\min \text{ overlast } 5 \text{ years}, t} Bonds_{i,t-1}$$

其中, rs_{t-1} 和 rl_{t-1} 分别表示第 $t-1$ 年的平均短期优惠利率和平均长期优惠利率, $rcb_{\min \text{ overlast } 5 \text{ years}, t}$ 代表从 $t-5$ 年到 $t-1$ 年内所观测到的可转换债券票面利率的最低值。 $BS_{i,t-1}$ 、 $BL_{i,t-1}$ 和 $Bonds_{i,t-1}$ 分别是公司 i 第 $t-1$ 年的短期银行贷款、长期银行贷款和已发行债券数量。步骤二:根据公司的财务报表,获取公司在第 t 年实际利息支付总额 $R_{i,t}$ 。步骤三:计算 $(R_{i,t} - R_{i,t}^*) / B_{i,t-1}$,其中 $B_{i,t-1} = BS_{i,t-1} + BL_{i,t-1} + Bonds_{i,t-1} + CP_{i,t-1}$, $CP_{i,t-1}$ 指公司第 $t-1$ 年的商业票据数量。若该数值小于0,表示企业获得了银行提供的借款补贴,判定该企业为“僵尸企业”。

CHK方法具有多重优势,如测算所需的数据可以从财务报表等公开渠道获取;只需要计算单一指标就可以做出判断,因此便于实际操作等。Giannetti和Simonov(2013)与Lin等(2015)在判别“僵尸企业”时均使用了该方法。但是,CHK方法也存在诸多问题。第一,它只是根据是否存在银行利息减免这一个维度进行判定,容易将“非僵尸企业”错误地归类为“僵尸企业”(Fukuda和Nakamura,2011)。现实中,对很多运营状况良好、风险较低的企业来说,银行和其他债权人要求的利息支付水平要比理论上的利息支付下限更低。Hoshi和Kim(2012)表示,只考虑企业从银行获得的贷款补贴会将许多优秀企业误认为是“僵尸企业”。第二,可能将一些实际上的“僵尸企业”误认为正常企业(Fukuda和Nakamura,2011)。例如,银行将到期贷款展期等措施也是救助“僵尸企

业”的重要方式,但是这一手段并未反映在CHK方法中。而且相当一部分的糟糕企业重新获得的银行贷款并不包括利率优惠(Fukuda和Nakamura,2011)。

此后,学者们针对CHK识别方法存在的问题做出了诸多有价值的改进,其中最具代表性的是Fukuda和Nakamura(2011)提出的方法(简称为FN方法)与Hoshi和Kim(2012)设计的方法(简称为HK方法)。FN方法添加了“盈利能力”(profitability)和“常青借贷”(evergreen lending)两个标准。具体来说,若一个企业第 t 年息税前收入低于CHK方法中构造的利息支付的理论下限,同时,该企业 $t-1$ 年的资产负债率超过50%,并且能够在第 t 年增加借款,则认定该企业为“僵尸企业”。Fukuda和Nakamura(2011)分别利用该方法和CHK方法识别了日本在1995—2004年间的“僵尸企业”,发现用FN方法认定得到的“僵尸企业”比例和日本经济的发展情况(尤其是银行业的坏账规模)走势更为一致,因而具有更高的可信度。不过,运用FN方法时依然需要利息支付的理论下限,而在某些情况下,相关数据无法获得。同时,资产负债率取值50%作为临界值对于某些行业来说可能并不算高。

Hoshi和Kim(2012)在研究韩国“僵尸企业”时设计了新的识别方法,但基本遵循了FN方法的思想,即“僵尸企业”的判定指标必须涵盖“低盈利能力”和“高负债程度但从债权人处获得援助”两个维度。据此,他们构造了两个指标用于判定企业是否为“僵尸企业”。第一个指标是财务支出占销售收入的比重(FES), $FES_{i,t} = IP_{i,t} / S_{i,t}$, $IP_{i,t}$ 表示公司 i 第 t 年的利息费用支出, $S_{i,t}$ 表示公司 i 第 t 年的销售收入。FES值较高时,表明公司的盈利能力较低且负债水平较高。第二个指标是银行援助指数(BH), $BH_i = TL_{i,t} - TL_{i,t-1} / SL_{i,t-1} + CLL_{i,t-1}$, $TL_{i,t}$ 表示公司 i 在第 t 年的总的借款金额, $SL_{i,t-1}$ 表示公司 i 第 $t-1$ 年的短期借款金额, $CLL_{i,t-1}$ 表示公司 i 第 $t-1$ 年时即将在1年内到期的长期借款金额。BH值是对公司每一年中新增贷款数量和到期债务展期的比例变化情况的衡量。给定公司某一年中新增贷款金额,BH值越高表示到期债务展期的比例越高。Hoshi和Kim(2012)将两个指标综合在一起,构建函数 $Z_{jt}(f, h)$ 以测量 j 行业的公司

i 在第 t 年是否为“僵尸企业”。

$$Z_{ijt}(f, h) = \begin{cases} 1, & FES_{ijt} > f, BH_{ijt} > h \\ 0, & \text{otherwise} \end{cases}$$

当给定 f 和 h 的取值后,若取值为1,则表示企业 i 是“僵尸企业”。与前两种方法相比,HK方法尽管不需要计算假定的利息支付下限,但企业是否为“僵尸企业”受到 f 和 h 不同取值的影响。

2. 聚合层面识别

除了企业层面的识别以外,从更高层面(行业层面或地区层面)对“僵尸企业”的广泛程度进行判断十分必要。例如,Caballero等(2008)的研究发现,行业中僵尸企业数量过多会导致行业内部健康企业受到极大损害,导致投资活动萎缩。

现有聚合层面“僵尸企业”的识别方法可以分为两类:一类是直接识别法,即在对个体企业是否为“僵尸企业”判断的基础上,通过个体数据的加总得到聚合层面的数据;另一类则是间接识别法,即依据与“僵尸企业”有关的信息,对某行业或地区“僵尸企业”的密集程度做出大致的推断。因此,前者适用于对行业或地区的“僵尸企业”具体分布的信息做出精确测算的场景。但当某些研究问题对“僵尸企业”信息的精确程度并无严格要求时,选择后一种识别方法也是适当的。

直接识别法在对个体“僵尸企业”数量进行加总时,可以采取不同的汇总方式。一是采用简单平均法,即忽略企业其他特征,只根据“僵尸企业”的数量计算“僵尸企业”所占比例。二是采用加权平均法,权重因子是企业规模。与简单平均法相比,加权平均法能够更真实地刻画某地区或行业“僵尸企业”的广泛程度,因此得到了更为普遍的应用(Caballero等, 2008; Hoshi和Kim, 2012)。

间接识别法的主要依据是“僵尸企业”形成机制和表现特征。例如,日本“僵尸企业”起源于20世纪90年代初房地产业泡沫破裂。因此,Imai(2012)将“1980年到1990年县商业地产价格变动的幅度”和“1980年到1990年县房地产和建筑业吸纳的劳动力比重的变化程度”作为衡量日本各县“僵尸企业”密集程度的代理变量。又如,由于日本贸易商品行业(traded-goods sector)面向海外市场,“僵尸企业”出现

概率较小,Ahearne和Shinada(2005)就以行业是否属于贸易商品行业大类作为判断行业中“僵尸企业”密集程度高低的标准。

通过文献回顾我们发现,关于“僵尸企业”识别方法的研究正在不断深入,其中某些度量指标已经得到广泛运用,但现有识别方法依然存在诸多不足之处。一方面,如前所述,对于“僵尸企业”的定义需要考虑企业经营前景是否看好,在确定“僵尸企业”的量化标准时,有必要将企业的竞争力和经营前景等因素纳入在内。Albertazzi和Marchetti(2010)已经将企业的生产率水平因素纳入“僵尸企业”的识别程序中。另一方面,现有的识别方法都是利用某一年的数据计算相应指标,没有从一个较长的时间跨度审视“僵尸企业”的形成过程,从而导致识别指标信度水平不高。Nakamura和Fukuda(2013)指出,按照传统指标得到的“僵尸企业”样本中有一部分企业是“一次性僵尸企业”(one-shot zombie),即在样本时期中,该企业只有一次被认定是“僵尸企业”。因此,在研究过程中,应该将这些企业从“僵尸企业”中剔除。

四、“僵尸企业”的形成原因

“僵尸企业”形成原因错综复杂,往往是多方面因素共同作用的结果。不同的经济行为主体(包括企业、银行和政府)以及制度、文化等要素都在其中扮演了重要的角色。“僵尸企业”产生机制的关键在于财务糟糕的企业能够继续获得银行贷款,因此,文献中“僵尸企业”形成原因研究的重点是银行为何愿意向处于财务困境的企业提供贷款^③。同时,现有的研究大多以日本的“僵尸企业”为主要研究对象,因此对“僵尸企业”成因的理解更多地是基于对日本彼时“僵尸企业”现象的探究,一些日本独有的制度因素受到关注。如表2所示,本文根据重要程度的不同,将“僵尸企业”产生的原因分为关键因素和推动因素。其中,前者是促使“僵尸企业”产生的主要原因,主要包括银行为掩盖坏账损失的不良动机(perverse incentive)、政府的监管宽松(regulatory forbearance)以及主银行(main bank)和会社(keiretsu)制度下紧密的银企关系;后者是导致“僵尸企业”不断增多并持续存在的支撑力量,主要包括长期低利率的货币政策、政府不当的救助计划等。

(一)关键因素

1. 银行的不良动机

相关研究发现,银行为掩盖坏账损失的不良动机是“僵尸企业”产生的重要原因(Peek 和 Rosengren, 2005; Fukuda 等, 2006; Hoshi 和 Kashyap, 2010; Watanabe, 2011; Ueda, 2012)。当资产价格泡沫破灭或发生严重的金融危机后,银行业受到巨大冲击,银行的资产负债表迅速恶化。首先,银行可能持有大量的资产证券化产品等资产。金融危机爆发后,这类衍生金融资产的价值大幅缩水。其次,资产价格崩溃必然导致抵押品(主要是不动产)价值大幅下降。在一定条件下,部分借款公司会放弃抵押品而不再偿还贷款,从而形成银行坏账(Jaskowski, 2015)。第三,经营困难的企业难以产生足够的现金流以支付利息和贷款本金,存在巨大的违约风险,银行不良贷款大幅增加。上述因素叠加在一起,导致银行利润大幅下滑,核心资本充足率很难符合《巴塞尔资本协议》规定的标准。同时,由于资本市场低迷,银行通过股权再融资扩充资本金的途径基本被堵住。

风险程度越高的贷款类别要求银行计提的坏账损失准备金比例越高^④,银行计提坏账损失准备将导致银行净利润下降,从而导致银行核心资本充足率的降低。财务状况糟糕的银行通过继续向陷入财务困境的企业提供贷款,使企业能够正常地还本付息,使原本应该被评级为“风险类”贷款的最终被认定为风险程度较低的“关注类”贷款甚至“正常类”贷款,从而减少银行需要计提的坏账损失准备,提高银行

的净利润数字,最终使银行的核心资本充足率维持在正常水平。因此,银行的这种不良动机导致了“僵尸企业”的产生。Caballero 等(2008)描述了日本银行业制度下银行向“僵尸企业”提供贷款的益处:可以将先前的借贷从“风险”类(at risk)转化为“特别关注”类(special attention),从而降低坏账损失准备。Lin 等(2015)发现,银行的“僵尸借贷”既可以使银行的风险指标符合监管规范,也表明银行期望贷款企业经营改善,从而使贷款摆脱坏账状态的博弈心态(gamble for resurrection)。

Okamura(2011)认为银行资本金不足是导致“僵尸企业”产生的根本原因,并通过日本企业的数数据验证了这一观点。Hirata(2010)构建了包含预算软约束问题的动态一般均衡模型,将破产企业的清算价值和继续经营内生化的,通过理论分析证明,银行解决不良贷款问题的动机会使“僵尸借贷”成为均衡结果,从而孕育了“僵尸企业”的产生。Lin(2014)通过对日本“僵尸企业”借贷情况的实证探究发现,银行的财务健康状况与“僵尸借贷”存在关联。当银行拨备覆盖率较高、坏账较多和资本金不足时,会增加信贷供给,导致“僵尸企业”大量产生。Wilcox(2008)从另一个侧面论证了银行不良动机是“僵尸企业”产生的主要原因的观点。他发现,美国银行在金融危机爆发后会迅速地承认坏账问题并公布损失规模,遮掩坏账损失的动机被抑制。因此,美国并没有出现如日本那样大规模的“僵尸企业”问题。Albertazzi 和 Marchetti(2010)通过对雷曼公司破产后意大利企业

表2 “僵尸企业”形成原因

重要程度	具体影响因素	主要论点	代表性文献
关键因素	银行的不良动机	银行为了符合资本充足率标准,通过向陷入财务危机的借款公司提供优惠条件的借款,避免坏账损失	Caballero 等(2008), Fukuda 等(2006), Hoshi 和 Kashyap(2010)
	政府监管宽松	政府迫于保就业等方面的压力,纵容银行的不当行为	Chernobai 和 Yasuda(2013), Kawai 和 Morgen(2013), Willam(2014)
	主银行与会社制度	紧密的银企关系使银行对于企业的贷款需求做出承诺,即使企业陷入财务危机	Giannetti 和 Simonov(2013), Peek 和 Rosengren(2005), Tanaka(2008)
推动因素	低利率货币政策	低利率使得企业轻松地偿还利息,维持生存	Kashyap(2002), Boeckx 等(2013)
	政府不恰当救助	政府的较小规模的银行注资计划诱发道德风险问题,使得银行将获得的资本继续向处于财务危机的企业提供借贷	Giannetti 和 Simonov(2013), Uchida 等(2015)

资料来源:根据相关文献整理。

与银行间的借贷关系的研究发现,资本金不足的小银行会继续向高风险的企业提供贷款,“僵尸企业”由此产生。

2. 政府监管宽松政策

所谓监管宽松是指监管者并未严格要求资不抵债的银行资本重组或强迫其关闭。银行行为通常受到政府有关部门的监管,因而监管部门的监督力度和政策变更会对银行经营策略和贷款行为产生重要影响。从银行不良动机到“僵尸借贷”实施、“僵尸企业”产生这一逻辑链条中不可缺少的一环是政府部门采取了监管宽松态度,未能及时地处置银行业存在的问题。若监管政策一直保持一致、谨慎的原则,银行因资本金不足产生的不良动机就不会发挥实质性影响。Brown和Dinç(2011)对新兴市场国家银行破产情况的研究证实,当银行业出现危机时,监管宽松政策更有可能被采纳。

学者们对日本“僵尸企业”的研究表明,20世纪90年代中后期日本监管部门实行宽松监管政策,对处于破产状态的银行处理缓慢,默认甚至鼓励“僵尸借贷”行为是“僵尸企业”产生并泛滥的重要原因(Kawai和Morgen, 2013; Hoshi和Kashyap, 2011; Chernobai和Yasuda, 2013)。在“失去的十年”中,日本经济持续衰退,政府面临巨大压力。允许银行从事“僵尸借贷”有利于提高银行短期收益,避免银行大量破产,同时抑制失业率的大幅攀升。Watanabe(2010)指出,监管部门遵守严厉监管原则(如强制规定银行核销不良贷款)可能会引发严重后果。Willam(2014)认为,为了防止银行出现违约状况,政府会容忍并鼓励银行的“僵尸借贷”,促使“僵尸企业”的产生。Jaskowski(2015)认为,日本政府为了掩盖经济中存在的严重问题,保存自己的脸面,采取了宽松的监管态度,使得“僵尸企业”得以产生并生存,这与Morrison和White(2013)的研究结果较为一致,即隐秘的监管宽松有利于维护监管者的声誉。

3. 主银行和会社组织制度导致的特殊银企关系

与英美流行的以市场为导向的股东控制型公司治理体制不同,日本实行以银行为基础的关系型相机治理制度。日本二战后特殊的政治、经济状况促使了主银行制度和会社组织的形成(石长江和王永

钦,2004)。根据青木昌彦(2001)的总结,主银行制度是一套没有明确规定而形成的制度安排,具体包括:关系型相机治理、金融会社组织捆绑机制和多元官僚主义银行治理。Berglof和Perotti(1994)具体描述了金融会社(financial keiretsu)的基本特点:会社内部企业之间贸易往来频繁;成员企业间互相持有对方的股票和债券;主银行是公司借贷的主要贷款方;成员企业往往资产负债比率很高。在主银行和会社组织制度的共同作用下,银行和企业关系间十分密切,形成了关系型借贷关系。由于预期能够从企业获得信息、垄断、声誉等方面的租金,因此主银行会向企业做出提供贷款的承诺(Aoki和Dinc, 1997)。事实上,当20世纪90年代经济萧条时,尽管企业已经处于财务危机中,但主银行为了履行贷款承诺,只能继续提供贷款,从而导致了“僵尸企业”的形成。

学者们对日本企业制度的分析表明,主银行制度和会社组织是“僵尸借贷”继而“僵尸企业”产生的主要原因之一(Tanaka, 2008; Wilcox, 2008; Ridzak, 2011)。Giannetti和Simonov(2013)认为,通过交叉持股、委任董事等方式,主银行和企业形成了密切关系,使得陷入困境的企业仍能获得信贷支持并成为“僵尸企业”。Peek和Rosengren(2005)则实证发现,与主银行的密切关系能够帮助企业在面临巨大财务困难时获得贷款,从而间接证明了主银行制度对于“僵尸企业”形成的重要影响。

(二)推动因素

1. 低利率的货币政策

央行推行的低利率货币政策也是银行能够推行“僵尸借贷”的重要条件,是“僵尸企业”形成并维持生存的原因之一。在低利率的背景下,银行能够提供更多的利率优惠条件,使得负债累累的企业能够较为轻松地支付利息。在20世纪90年代经济萎缩时期,日本央行为了刺激经济增长,实行以降低利率为核心的货币政策,造成了“僵尸企业”数量持续快速增长(Hoshi和Kashyap, 2011; Boeckx等, 2013)。Kashyap(2002)对日本推行的接近零利率的政策提出了质疑:在零利率的条件下,企业能够轻松地支付借贷利息,使得监管部门难以监视企业的财务状况,加剧了“僵尸企业”的蔓延。他分析认为,如果利率提

高3~4个百分点,大量“僵尸企业”将难以履行偿还义务。

2. 政府不恰当的注资计划

当银行资本金不足时,为了防止银行出现破产局面和“僵尸企业”的产生,一个合理的举措就是政府向受困银行进行再注资,恢复银行流动性,提高其核心资本充足率。但是,如果注资规模太小,会诱发银行的道德风险,即银行会将这部分资金用于“僵尸借贷”以提高资本充足率,加剧“僵尸企业”问题的严重程度。在1998年和1999年,日本政府曾经两次实施银行资本注入,金额分别为1.82万亿和7.46万亿日元。但是,与银行的加权风险资产相比,上述注资规模还是太小。Watanabe(2011)认为,政府1998年的第一次注资不仅规模太小,而且没有考虑每家银行的具体情况,将资金平均分配,不能彻底解决银行资本金短缺问题。因此,日本政府的救助计划不仅没有达到政策预期,反而为银行“僵尸借贷”提供了资金,导致“僵尸企业”持续快速增加(Hoshi和Kshayap, 2010; Uchida等, 2015)。Giannetti和Simonov(2013)通过对日本银行业救助计划的效果分析发现,注资完成后,若银行依然资本金不足,则提供给“僵尸企业”的信贷会增加0.18%。

五、“僵尸企业”的影响效应

对“僵尸企业”的作用结果做出规范的分析不仅有助于增进对“僵尸企业”这一现象的科学认识,还可以帮助监管部门设计针对性的举措,以防范“僵尸企业”产生的不利影响。对“僵尸企业”影响效应的

认识可以从宏观和微观两个层面切入。通过对相关文献的梳理和归纳,本文发现,“僵尸企业”的微观影响效应主要体现在公司投资决策、管理者行为、公司信息披露质量等领域,其宏观影响效应主要体现在劳动力就业、行业资源配置效率、地区经济增长等几个方面(如表3所示)。

(一)“僵尸企业”在微观层面的影响效应

1. “僵尸企业”与公司投资决策

现有研究发现,“僵尸企业”会抑制正常企业的投资规模,导致投资不足。一方面,“僵尸企业”依赖于银行持续借贷而生存,占用了宝贵的信贷资源。在信贷收缩的大环境下,这会导致正常企业面临较高的融资成本。Hirata(2010)认为,银行的“僵尸借贷”会造成贷款利率的上升,对正常企业的投资产生抑制作用。Rawdanowicz等(2013)的研究表明,“僵尸企业”的大量存在导致更有效率的企业投资下降,产生“挤出效应”。Lin等(2015)也持有类似的观点:“僵尸借贷”规模过大会增加企业的财务约束,阻碍企业进行新的投资。另一方面,“僵尸企业”的存在会提高行业竞争激烈程度,阻碍市场的潜在进入者。正常企业即使拥有现金流为正的投资项目,也不会轻易进行投资。由于“僵尸企业”获得了银行补贴的贷款,财务成本较低,因此在竞争中处于有利地位。它们可以采取提高员工工资、降低产品价格等手段参与市场竞争,压缩利润空间,扭曲了正常的市场竞争(Papava, 2010)。Caballero等(2008)通过对日本上市公司1981—2002年的数据分析发现,行业“僵

表3 “僵尸企业”影响效应

分析层面	影响领域	主要发现	代表性文献
微观层面	公司投资决策	“僵尸企业”数量的增多总体上会抑制行业中正常企业的投资活动	Caballero等(2008), Hirata(2010)
	管理者行为	“僵尸企业”的管理者面临道德风险,激励不足	Peek(2008), Kato等(2006)
	公司信息披露质量	“僵尸企业”信息披露质量差,同时,行业中“僵尸企业”增多也会引发正常企业信息披露质量下降	Lin(2011), Skinner(2006)
宏观层面	劳动力就业	“僵尸企业”尽管能够保护部分就业,但也会对劳动力就业产生巨大的负面影响	Caballero等(2008), Hoshi和Kim(2012)
	行业资源配置效率	“僵尸企业”数量的增多会降低行业生产率,拉大正常企业与“僵尸企业”之间生产率的差距	Ahearne和Shinada(2005), Caballero等(2008)
	地区经济增长	“僵尸企业”数量的增加会抑制地方经济增长	Imai(2012)

资料来源:根据相关文献整理。

尸企业”数量的增多会降低行业中“非僵尸企业”的投资规模。Hoshi和Kim(2012)对韩国2000—2010年“僵尸企业”的研究发现,“僵尸企业”问题严重的行业呈现出更低的行业新进入者比率。

2.“僵尸企业”与管理者行为

由于获得了银行的低成本信贷,“僵尸企业”短时间内无破产重组的风险,管理者被解雇的概率降低。Peek(2008)指出,“僵尸企业”的管理者因为公司破产压力的减轻而表现出短视的决策倾向,推迟公司进行重组活动。此外,“僵尸企业”也会对管理者业绩预测产生影响。Kato等(2006)对1997—2006年日本上市公司管理层业绩预测的研究发现,管理层在每一年中的初始业绩预测都会远高于最终的实际业绩,而公司盈利越差,这种效应愈加明显。作者认为,“僵尸企业”的管理层为了证明获得银行贷款的合理性所做出的策略性行为是这种现象产生的可能原因之一。

3.“僵尸企业”与公司信息披露质量

“僵尸企业”会采用美化财务报表等方式证明银行“僵尸借贷”行为的合理性,进而降低了公司信息披露质量。Lin(2011)利用自然实验法对日本企业财务报告的透明度进行探究的结果发现,相比于“非僵尸企业”,“僵尸企业”在获得银行贷款后盈余管理行为更加严重,可操纵应计项数量更多。同时,Lin的这项研究也支持了Caballero等(2008)发现的“僵尸企业”的溢出效应,即“僵尸企业”的盈余管理行为会驱使行业中其他公司采取类似行动,从而导致整个行业财务报告质量的下降。相比于无“僵尸企业”的行业,存在“僵尸企业”行业的财务报告的不透明程度会提高4%~6%。此外,Skinner(2008)的分析表明,“僵尸企业”获得的银行贷款数额与银行调整资产负债表中的递延所得税资产数量存在关联,从而影响了银行信息披露质量。

(二)“僵尸企业”在宏观层面的影响效应

1.“僵尸企业”与劳动力就业

降低失业率、实现充分就业是重要的宏观政策目标。“僵尸企业”的数量与社会就业之间存在复杂联系,简单地认为“僵尸企业”的存在会降低失业率从而保证就业稳定的观点是片面的。尽管“僵尸企

业”可以避免因自身破产导致的员工下岗,但也会对正常企业吸纳劳动力产生明显的抑制作用。同时,行业潜在进入者缺乏投资设厂的意愿和正常企业因行业竞争激烈退出市场也会造成大量工作岗位损失。因此,政府迫于就业压力而保护“僵尸企业”可能是不合理的选择。Caballero等(2008)通过理论模型和实证数据分析证实,“僵尸企业”多的行业呈现出较低的就业岗位损失(job destruction),但也有较低的就业机会创造(job creation),行业中“僵尸企业”比例的增加会降低“非僵尸企业”的就业增长率。Hoshi和Kim(2012)的研究发现,行业的“僵尸企业”指数与就业创造存在显著的负相关,但是与就业岗位损失并不存在显著的关系。因此,“僵尸企业”密集的行业因较低的盈利水平而导致正常企业削减工作岗位的负面作用抵消了“僵尸企业”对保留现有工作岗位的正面作用。

2.“僵尸企业”与行业资源配置效率

“僵尸企业”对行业资源配置效率的影响主要体现在对行业生产率的影响,这也是“僵尸企业”影响效应的研究中涉及最多的主题。行业生产率(尤其是全要素生产率)的高低对经济的增长质量和潜在经济增长速度都会产生重要影响。“僵尸企业”的大量存在被认为是导致日本20世纪90年代生产率衰退的重要原因之一(Okada,2005;Fukao,2013)。

“僵尸企业”主要通过以下三条路径对行业生产率造成损害。第一,“僵尸企业”本身是效率低下、增长乏力的企业。Okamura(2011)经过估算发现,“僵尸企业”由于获得银行低成本信贷平均可以额外存活4.7年,它们的长期存在自然降低了行业的生产效率。第二,“僵尸企业”会产生溢出效应,它通过扭曲行业竞争导致行业内效率较高的企业收缩经营和新进入者大幅减少(Papava,2010;Hoshi和Kashyap,2011)。Caballero等(2008)利用日本上市公司数据发现,行业中“僵尸企业”数量的增多会加大“僵尸企业”与“非僵尸企业”之间的全要素生产率差距;“僵尸企业”增长速度较快的行业中呈现出较低的生产率增长。第三,“僵尸企业”问题严重的行业会占用银行有限的信贷资源,导致整体生产率较高的行业无法获得足够资金,扩张活动受到抑制。

Ahearne 和 Shinada(2005)发现,“僵尸企业”密集的行业生产率增长幅度较慢,而且生产率高的企业市场份额萎缩,加剧了行业生产率增长偏慢的局面。Kwon 等(2015)探究了日本制造业“僵尸企业”对行业资源配置效率的扭曲效应:在经济衰退时期,“僵尸企业”产量下降的幅度要显著小于“非僵尸企业”,对劳动力重新配置的扭曲效应最为明显。他们通过构建一般均衡模型进行反事实分析发现,如果没有“僵尸借贷”,日本20世纪90年代的平均生产率增长速度可以提高1%左右。此外,Arrowsmith 等(2013)对英国中小企业调研数据分析发现,“僵尸借贷”会对劳动生产率产生负向影响。

3.“僵尸企业”与地区经济增长

Imai(2012)利用日本在2000年左右大批固定利率的邮政储蓄凭证到期导致的邮储系统大量资金外流作为外生事件,对“僵尸企业”与县域经济增长的关系进行了考察。研究发现,当一个县的“僵尸企业”较为普遍时,邮储银行储蓄外流对经济发展(以人均县内生产总值和小企业创建为代表)的正向作用降低。这是因为,地方获得的邮储资金最终流向了“僵尸企业”,并未被有效利用。

通过对现有文献的梳理,本文认为,关于“僵尸企业”影响效应的研究总体来看,存在以下三点不足。第一,从研究样本上看,除了Hoshi 和 Kim(2012)对韩国“僵尸企业”造成的影响进行探索外,绝大多数研究集中于对20世纪90年代日本“僵尸企业”的分析。第二,从研究范围上看,已有文献过分关注“僵尸企业”对就业、生产率等宏观层面的影响,而对

管理者行为、战略制定和财务决策等微观领域的影响效应缺乏足够关注。第三,从影响效应的发生条件看,现有研究主要是直接探讨“僵尸企业”与不同层面结果变量的关系,对这种关系产生的边界条件关注不够。事实上,在不同的环境状态下,“僵尸企业”可能产生截然不同的作用。例如,Ota(2013)认为,当经济中“金融加速器”效应显著时,“僵尸借贷”(以及因此产生的“僵尸企业”)可以产生一定的积极作用,如稳定资产价格、增加总产出等。

六、结论及未来研究展望

20世纪90年代后期,“僵尸企业”在日本广泛出现,对日本的经济的发展产生了巨大的破坏作用。因此,2000年后,这一现象逐渐受到学者们的关注。2008年全球金融危机的爆发以及危机后各国经济并未能实现根本性复苏,又引发了监管部门和学术界对于欧美国家是否也出现了“僵尸借贷”和“僵尸企业”现象的忧虑,并发现了一些初步的证据。在中国,大量“僵尸企业”的存在成为我国宏观经济系统中的重要风险因素和经济活力进一步释放的巨大障碍,处置“僵尸企业”已经成为经济转型升级过程中的一项重要任务。据此,本文通过对“僵尸企业”研究现有文献的系统梳理,对“僵尸企业”的内涵界定、识别方法、形成原因、影响效应等问题进行了全面的回顾和评述。

本文认为,未来关于中国情境下“僵尸企业”的研究可以着重围绕以下几个方面展开(如图2所示)。

第一,加强对“僵尸企业”内涵的深刻理解,发展更具针对性的“僵尸企业”识别方法。首先,“陷入财

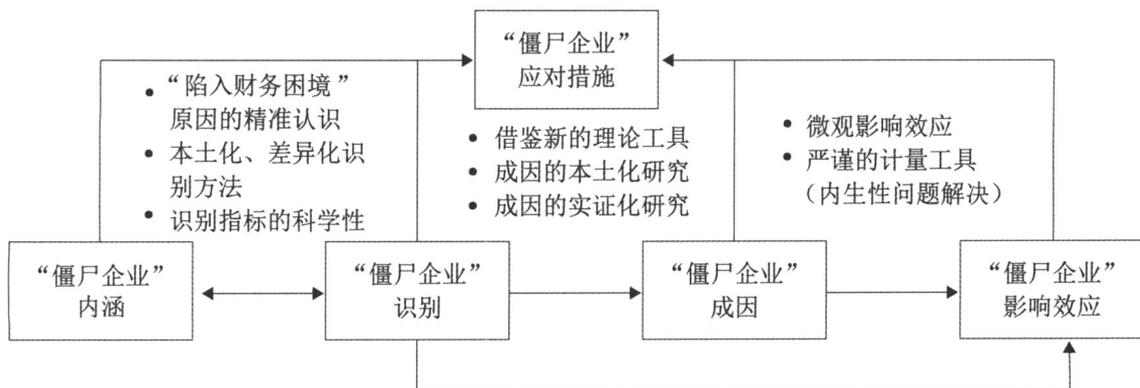


图2 “僵尸企业”未来研究整合框架

务危机”和“受到外部财务援助”是“僵尸企业”内涵的应有之义。但如何更加有效地识别企业因何种原因而陷入财务困境并将其融入“僵尸企业”的定义中是具有挑战性的问题。其次,僵尸企业的产生具有很强的制度背景和行业背景。因此,对“僵尸企业”内涵的理解,既要抓住“僵尸企业”的本质特点,也要考虑不同国家、不同行业间存在的差异,以构建差异化、本土化的识别方法。例如,日本是以银行信贷为主导的融资体系,采用CHK方法是恰当的。但对于中国企业而言,除了获得银行优惠贷款之外,政府通过各种名目提供的补贴也是其获得资金的来源之一。政府提供的补贴更多地流向了亏损企业和缺乏竞争力的国有企业,成为这些企业维持生计的主要来源。因此,通过比较企业所获政府补贴和净利润以识别“僵尸企业”具有现实应用价值。另外,可以根据典型“僵尸企业”的表征发展新的“僵尸企业”识别指标,并进行科学的评估(例如效度分析等)以保证其合理性。

第二,加强对“僵尸企业”形成机制的深入探究。具体可以围绕以下三个方面进行。一是寻找新的理论分析“僵尸企业”的产生机制。政治经济学、制度理论都可能成为重要的理论工具。例如,预算软约束理论特别适合解释部分国有企业为什么退化为“僵尸企业”。二是开展基于中国情境的研究。中国“僵尸企业”的形成根植于自身独特的政治、文化等因素,而现有关于“僵尸企业”成因的研究主要是基于日本情境的分析。通过对中国与日本或其他国家“僵尸企业”的比较分析,可以全面把握影响“僵尸企业”现象产生和发展的因素。三是现有对“僵尸企业”形成原因的实证性验证文献相对稀少,要加大对“僵尸企业”形成机制的实证分析。关键在于要能够将“僵尸企业”产生的各种抽象化的原因的逻辑机制进行清晰地梳理,并具体化为可以测量的概念。例如,银行的不良动机被认为是“僵尸企业”产生的重要原因,据此可构造代表银行财务状况的指标以进行实证分析,从而验证这一逻辑的真实存在性。

第三,强化对“僵尸企业”影响效应的分析。一方面,要加强“僵尸企业”对企业微观层面影响的研究。当企业成为“僵尸企业”时,行为表现会发生深

刻变化。因此,从公司金融、战略管理和组织行为等多角度探究“僵尸企业”的微观影响是可行的。例如,“僵尸企业”是否面临更高的逆向选择问题,从而股权融资成本较高?“僵尸企业”会对公司的研发决策产生何种影响?另一方面,严谨的计量经济学工具需要引入到“僵尸企业”研究领域。现有的实证文献很少考虑“僵尸企业”研究中存在的内生性问题,这会导致对“僵尸企业”影响效应的估计存在一定的偏差。可以采用“工具变量法”或者采用结构模型(structural model)等工具真实地估算“僵尸企业”产生的影响。

第四,加强对处置“僵尸企业”举措的研究,为科学地处理“僵尸企业”问题提供理论参考。可以从演化经济学、博弈论的视角,建立对“僵尸企业”处置的动态性的认识:相当一部分“僵尸企业”可以通过外部干预或者企业自救等措施最终恢复到正常状态。因此,“一刀切”式地要求所有“僵尸企业”破产清算,会产生严重的不良后果。进一步地,利用经济学中的政策评估(program evaluation)工具,定量化评价处置“僵尸企业”政策举措的效果。政策评估是社会科学中广泛使用的探究政策、项目的有效性的工具。具体来说,可利用政策评估中的处置效应模型探究特定的处置“僵尸企业”的举措所产生的因果效应。此外,可以借鉴组织衰落与复苏、公司破产重组等领域的文献,探索如何更好地将“僵尸企业”转化为正常企业或者减少“僵尸企业”的危害。例如,可以从高管团队的角度出发,研究管理团队变更、特定类型的CEO或者增强高管团队薪酬—绩效的敏感程度是否有利于促进“僵尸企业”恢复正常。

注释:

①本文以“僵尸企业”为关键字在CNKI数据库进行搜索,并未发现有关“僵尸企业”的详细阐释和系统性研究。不过,何帆、朱鹤等人在财新网等财经媒体上发表了关于“僵尸企业”研究的系列文章,估算了中国上市公司中“僵尸企业”的比例和分布,产生了一定的影响力,文章详情可见于<http://pmi.caixin.com/czyj/index.html>。

②测算方式中字母符号所代表的含义详见下文中对“僵

尸企业”测量方式的具体描述。

③将“陷入财务困境”和“债权人提供借贷”有机结合并将“陷入财务困境”作为侧重点,是未来“僵尸企业”成因研究的潜在方向之一,而现有研究并未涉及。感谢评审专家提出的此条建议。

④根据中国人民银行2002年颁布的《贷款损失准备计提指引》,“正常类”贷款不需要计提专项坏账损失准备,“关注类”贷款计提2%损失准备,“次级类”贷款计提25%损失准备,“可疑类”贷款计提50%损失准备,“损失类”贷款计提100%损失准备。

参考文献:

- [1] (日)青木昌彦,周黎安译.比较制度分析[M].上海:上海远东出版社,2001.
- [2] 石长江,王永钦.论日本的融资体制与公司治理结构[J].财经问题研究,2004,(5):26-29.
- [3] 张平.中国经济效率减速冲击、存量改革和政策激励[J].经济学动态,2014,(10):9-16.
- [4] Ahearne A G, Shinada N. Zombie firms and economic stagnation in Japan[J]. International Economics and Economic Policy, 2005, 2(4): 363-381.
- [5] Albertazzi U, Marchetti D J. Credit supply, flight to quality and evergreening: An analysis of bank-firm relationships after Lehman[R]. Working Paper, 2010.
- [6] Aoki M, Dinc S. Relational financing as an institution and its viability under competition[R]. Working Paper, 1997.
- [7] Arrowsmith M, Griffiths M, Franklin J, et al. SME forbearance and its implications for monetary and financial stability[J]. Bank of England Quarterly Bulletin, 2013, 53(4): 296-303.
- [8] Berglöf E, Perotti E. The governance structure of the Japanese financial keiretsu[J]. Journal of Financial Economics, 1994, 36(2): 259-284.
- [9] Boeckx J, Cordemans N, Dossche M. Causes and implications of the low level of the risk-free interest rate[J]. Economic Review, 2013, (2): 63-88.
- [10] Brown C O, Ding I S. Too many to fail? Evidence of regulatory forbearance when the banking sector is weak[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(4): 1378-1405.
- [11] Bruche M, Llobet G. Preventing zombie lending[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(3): 923-956.
- [12] Caballero R J, Hoshi T, Kashyap A K. Zombie lending and depressed restructuring in Japan[J]. American Economic Review, 2008, 98(5): 1943-1977.
- [13] Chakraborty S, Peek J. Cherry-picking winners or aiding the distressed? Anatomy of a financial crisis intervention[R]. Working Paper, 2012.
- [14] Chernobai A, Yasuda Y. 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.
- [15] Fukao K. Explaining Japan's unproductive two decades [J]. Asian Economic Policy Review, 2013, 8(2): 193-213.
- [16] Fukuda S I, Kasuya M, Akashi K. The role of trade credit for small firms: An implication from Japan's banking crisis [R]. Working Paper No. CARF-F-078, 2006.
- [17] Fukuda S I, Nakamura J I. Why did “zombie” firms recover in Japan? [J]. The World Economy, 2011, 34(7): 1124-1137.
- [18] Gertner R, Scharfstein D. A theory of workouts and the effects of reorganization law[J]. The Journal of Finance, 1991, 46(4): 1189-1222.
- [19] Giannetti M, Simonov A. On the real effects of bank bailouts: Micro evidence from Japan[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2013, 5(1): 135-167.
- [20] Hoshi T, Kashyap A K. Will the TARP Succeed? Lessons from Japan[R]. Working Paper No. 14401, 2008.
- [21] Hoshi T, Kashyap A K. Will the U. S. bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 97(3): 398-417.
- [22] Hirata W. Financial market imperfections and aggregate fluctuations[D]. Boston: Boston College, 2010.
- [23] Hoshi T, Kashyap A. Why did Japan stop growing? [R]. Working Paper, 2011.
- [24] Hoshi T, Kim Y. Macroprudential policy and zombie lending in Korea[R]. Working Paper, 2012.
- [25] Imai M. Local economic effects of a government-owned depository institution: Evidence from a natural experiment in Japan[J]. Journal of Financial Intermediation, 2012, 21(1): 1-22.
- [26] Jaskowski M. Should zombie lending always be prevented? [J]. International Review of Economics & Finance, 2015, 40: 191-203.
- [27] Kane E J. Dangers of capital forbearance: The case of

the FSLIC and “zombie” S&Ls[J]. *Contemporary Economic Policy*, 1987, 5(1): 77–83.

[28]Kane E J. What lessons should Japan learn from the U. S. deposit– insurance mess?[J]. *Journal of the Japanese and International Economies*, 1993, 7(4): 329–355.

[29]Kashyap A K. Sorting out Japan’s financial crisis[R]. Working Paper No. 9384, 2002.

[30]Kato K, Skinner D J, Kunimura M. When voluntary disclosure isn’t voluntary: Management forecasts in Japan[R]. Working Paper No. 2005–09, 2006.

[31]Kawai M, Morgan P. Banking crises and “Japanization”: Origins and implications[R]. Working Paper No. 430, 2013.

[32]Kwon H U, Narita F, Narita M. Resource reallocation and zombie lending in Japan in the 1990s[J]. *Review of Economic Dynamics*, 2015, 18(4): 709–732.

[33]Lin Y P. Zombie lending, financial reporting opacity and contagion[D]. Singapore: National University of Singapore, 2011.

[34]Lin Y P, Srinivasan A, Yamada T. The effect of government bank lending: Evidence from the financial crisis in Japan [R]. Working Paper, 2015.

[35]Morrison A D, White L. Reputational contagion and optimal regulatory forbearance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(3): 642–658.

[36]Nakamura J I, Fukuda S I. What happened to “zombie” firms in Japan? Reexamination for the lost two decades[J]. *Global Journal of Economics*, 2013, 2(2): 1–18.

[37]Okada Y. Competition and productivity in Japanese manufacturing industries[J]. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2005, 19(4): 586–616.

[38]Okamura K. “Zombie” banks make “zombie” firms[J]. Working Paper, 2011.

[39]Ota T. Forbearance and broken credit cycles[R]. Working Paper, 2013.

[40]Papava V G. The problem of zombification of the post-communist necroeconomy[J]. *Problems of Economic Transition*,

2010, 53(4): 35–51.

[41]Peek J. The contribution of bank lending to the long-term stagnation in Japan[R]. Working Paper, 2008.

[42]Pessoa J P, Van Reenen J. The UK productivity and jobs puzzle: Does the answer lie in wage flexibility?[J]. *The Economic Journal*, 2014, 124(576): 433–452.

[43]Rawdanowicz L, Bouis R, Watanabe S. The benefits and costs of highly expansionary monetary policy[R]. Working Paper No. 1082, 2013.

[44]Ridzak T. Lending activity and credit supply to firms during the crisis—evidence from the Croatian micro level data[A]. *The Seventeenth Dubrovnik Economic Conference[C]*. Croatia: Croatian National Bank, 2011.

[45]Senbet L W, Wang T Y. Corporate financial distress and bankruptcy: A survey[J]. *Foundations and Trends in Finance*, 2012, 5(4): 243–335.

[46]Tanaka T. Banks, unhealthy firms, and product market competition: Evidence from Japan[R]. Discussion Paper No. 247, 2008.

[47]Uchida H, Miyakawa D, Hosono K, et al. Financial shocks, bankruptcy, and natural selection[J]. *Japan and the World Economy*, 2015, 36: 123–135.

[48]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.

[49]Watanabe W. Does a large loss of bank capital cause Evergreening? Evidence from Japan[J]. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2010, 24(1): 116–136.

[50]Watanabe W. Prudential regulations and banking behavior in Japan[J]. *Japanese Economy*, 2011, 38(3): 30–70.

[51]Wilcox J A. Why the U. S. won’t have a “lost decade” [R]. Working Paper, 2008.

[52]Willam D. Zombie banks and forbearance lending: Causes, effects, and policy measures[D]. Leipzig: Universität Leipzig, 2014.