

金融开放是否有利于抑制僵尸企业？

——基于对外资银行开放本币业务的准自然实验

李旭超 王雪玉 赵婧

(武汉大学经济与管理学院,湖北武汉430072)

摘要:在中国的经济发展历程中,僵尸企业所带来的问题日益凸显,解决资源错配及僵尸企业问题迫在眉睫。基于2001年前后不同城市对外资银行开展本币业务限制解除的政策背景,本文探讨了在我国金融对外开放进程中,向外资银行开放本币业务是否有助于减少僵尸企业形成,缓解资源错配的问题。研究发现,对外资银行开放本币业务能够显著降低僵尸企业形成的概率。具体而言,开放本币业务后外资银行因其技术优势、政治独立性、银行业竞争等几个方面特征对僵尸企业的形成造成影响。城市层面的实证结果也得出类似的结论,总体而言,开放外资银行本币业务对解决僵尸企业问题发挥了积极作用。

关键词:僵尸企业;外资银行;本币业务;金融开放

中图分类号:F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2021)06-0063-14

一、引言

改革开放以来,在历经体制探索、危机应对以及各类金融改革后,中国的金融业对外开放呈现“稳中求进,开放力度加大”的态势,然而金融开放是否能够缓解发展中国家的资源错配问题还存在争议。僵尸企业(zombie firm)是指那些丧失盈利能力、本应死亡但依赖政府补贴或银行贷款等外部融资勉强维持生存的企业,它们挤出正常企业信贷、扭曲正常企业税负、减少正常企业创新等,危害巨大^{[1][2]}。在近年中国经济增长过程中,僵尸企业是资源错配的一种表现形式。为了保障新常态下中国经济的平稳健康发展,近年来,国家越来越重视僵尸企业问题,积极开展清理僵尸企业的工作。然而已有文献大多基于地区或行业层面的面板数据探究僵尸企业的危害,较少从资源错配的角度探讨僵尸企业的形成深层根源,政策层面也主要从事后角度出发,制定僵尸企业的识别标准以清理现有的僵尸企业。

我国从1998年开始逐渐按照不同城市的顺序对外资银行开放本币业务,特别是2001年进入

收稿日期:2021-02-28

基金项目:国家自然科学基金青年项目“基于银行竞争的金融发展与市场化手段处置僵尸企业研究”(71903146)

作者简介:李旭超(1989—),男,河南平顶山人,武汉大学经济与管理学院副教授;

王雪玉(1998—),女,辽宁沈阳人,武汉大学经济与管理学院博士生;

赵婧(1997—),女,河南郑州人,武汉大学经济与管理学院博士生,本文通讯作者。

WTO以后,外资银行的准入和业务范围都加速放宽。基于1999~2013年中国工业企业数据库中的制造业数据,本文主要采用FN-CHK方法识别僵尸企业,进而根据《中国银行业对外开放报告》显示的不同地区的开放作为自然实验,探究对外资银行开放本币业务对僵尸企业的影响。考虑到中国的金融体系目前仍是以银行业为主导,本文重点探究以银行业为代表的金融开放是否有助于缓解僵尸企业问题。具体来看,本文利用我国不同地区从1998年陆续开始允许外资银行开展本币业务的准自然实验,探究对外资银行开放本币业务如何影响僵尸企业的形成和存续。

二、文献综述

针对僵尸企业和金融开放中银行部门的开放问题,国内外文献都做出了很多方面的实证和理论研究,相关成果主要集中在以下三方面:

首先,关于僵尸企业带来的社会经济负面影响。在日本、欧盟等国家,虽然政府对经济干预程度低并且国有企业较少,但是僵尸企业也是长期存在的顽疾,因此在国外研究中,Bruche和Llobet^[3]、Caballero^[4]、Fukuda和Nakamura^[5]等学者的文章中往往把僵尸企业归因于银行的“暗中救助”。关于银行对僵尸企业形成的影响,Sakuragaw认为银行有动机隐藏自己的损失^{[6](P86)};Baba认为企业清算损失以及可能实施的政府补贴计划诱使银行延迟注销不良贷款^[7];Peek和Rosengren则指出,银行和企业有可能保持密切的利益关系,因此出于整体利益的考量,银行更有可能为其提供贷款,致使企业“僵尸化”^[8]。在国内有关僵尸企业研究中,部分学者已经提出,我国独特的宏观经济政策和制度,以及“银行导向型”的金融体系,在很大程度上导致了僵尸企业形成。聂辉华等提出,一些地方政府不断给濒临破产的僵尸企业进行“输血”,又给非僵尸企业施加就业压力和产量扩张压力,然后再通过补贴和贷款来维持其局面,使得本来不是“僵尸”的企业变成了“僵尸”,已是“僵尸”的企业更加难以清理^[1]。申广军也提到,部分地方政府实施违背比较优势的产业政策、政府补贴、税收优惠,同样导致了僵尸企业的形成^[2]。

其次,关于对外资银行开放本币业务的影响。第一,国外相关研究发现,外资银行在新市场中面临信息劣势,而本地银行在过去的融资过程中会获得企业的软信息。Dell和Marquez以及Sengupta的研究都表明,外资银行在刚进入新市场的一段时间内有更高的不良贷款率,这就是信息劣势导致他们无法区分当地的低资质企业^{[9][10]}。第二,外资银行可能面临更大的代理问题。根据Berger和DeYoung以及Goetz等的研究,由于距离总部较远,如果分行的经理人难以被监督,那么外资银行更有可能出现道德风险问题^{[11][12]};Jeon发现当母公司出现困境时,外资银行还有可能被迫向母公司进行内部贷款甚至转移资产,而母公司受到不利冲击时,其子分行的融资成本也会增加^[13];东道主国家和母国的宏观经济状况也会影响外资银行的表现。第三,外资银行往往具有特定的产品优势或较为先进的技术优势。外资银行贷款评估和审查技术较好,对基于显性信息的信贷具有比较优势;本地银行由于进行了更多的关系型贷款,在收集软信息时具有比较优势,所以外资银行在进入后会倾向于只向那些信息更透明的大企业提供贷款。最后,关于外资银行开放本币业务对于银行竞争的影响,不同文献提出了不同的观点。Levy和Micco发现外资银行的进入将削弱东道国银行竞争,并且降低银行部门的效率^[14]。Claessens则通过实证表明,对外资银行开放本币业务给发展中国家的银行带来更大的竞争压力,增强市场的可竞争程度^[15]。

最后,中国学者有关对外资银行开放本币业务的研究。田素华和徐明东的实证结果表明,发展中国家对外资银行开放本币业务后,该国各行业的发展均得到了显著促进^[16]。高晓红的理论分析表明外资银行开放本币业务有助于打破中国银行业原有的低效率均衡^[17],陈奉先和涂万春、张金清和吴有红的研究报告了类似的结果,即外资银行开放本币业务对中国商业银行效率产生了积极作用^{[18][19]}。银行效率提高,那么银行贷款业务也有极大可能得到改进,在向企业发放贷款时的信息判断和审查能力的提升,以及“关系型贷款”或者“补助”情况的减少就可以抑制僵尸企业的形成。李伟

和韩立岩使用 Panzar-Rosse 模型的实证研究表明外资银行开放本币业务与市场竞争度的关系是 U 型关系,对外资银行开放本币业务程度只有超过一定水平时,才会对我国银行竞争有积极作用^[20]。

综合来看,关于僵尸企业问题,国外的相关研究的多基于发达国家,如 Andrews 和 Petroulakis 基于欧盟和日本重点分析僵尸企业的成因、识别和治理^[21]。同样,基于西方经济体,国外学者如 Corbae 和 Levine 提出了关于银行竞争的理论以及分析跨国银行的影响等^[22]。国内的相关研究虽然晚于国外,但是仍有许多关于僵尸企业的识别、形成、产业影响和宏观政策等方面的文献,尤其在 2015 年中央经济工作会议提出供给侧结构性改革之后,更多学者将目光投向僵尸企业的解决。但是,就中国问题而言,银行是探讨僵尸企业问题的非常重要的切入点,现有文献缺乏对银行如何影响中国僵尸企业的理论和实证研究。具体就银行竞争而言,对竞争的开放性特征关注也不够。本文从金融开放的角度切入,将对外资银行开放本币业务作为准自然实验展开研究,旨在补充银行竞争的开放性特征细节,以及在我国金融开放稳步推进的情况下,银行如何影响僵尸企业的相关实证研究,试图为优化经济结构、解决僵尸企业问题提供一些思路。

本文可能存在的边际贡献主要体现在以下三个方面:第一,以中国为研究主体,回答了金融开放是否有利于缓解发展中国家的资源错配问题。本文从金融开放对资源配置的影响不确定角度出发,发现对于中国这一最大发展中国家而言,金融开放有助于缓解资源错配问题,抑制僵尸企业的形成,促进经济发展。第二,补充了外资银行开放本币业务事件的研究。许多学者着眼于外资银行开放本币业务这一事件,如田素华和徐明东表明外资银行开放本币业务后对于东道国不同行业的发展均有不同程度上的显著促进^[16],本文集中于金融业的信息不对称问题、外资银行的自身特征以及国内银行业的情况,研究其对僵尸企业形成和存续的影响,提出了“信息劣势、技术优势、独立性、改变竞争”等多个影响渠道,并基于国内外相关研究所提供的结论,给出了符合逻辑的经济解释。第三,补充了僵尸企业相关研究,提供了解决僵尸企业问题的新思路。现有文献较少从资源错配的角度探讨僵尸企业的形成,而政策层面也主要从事事后角度出发,制定僵尸企业的识别标准以处置成型的僵尸企业。本文的结论表明以开放外资银行本币业务为代表的金融开放,有助于抑制僵尸企业的形成和存续,是对僵尸企业相关文献的补充,也为解决僵尸企业问题提供了一个新的政策视角。

三、研究假设与实证设计

(一)研究假设

1.信息劣势促进僵尸企业形成

信息不对称是金融市场上的固有问题。理论上讲,本土银行具有信息获取的优势,而外资银行天然具有信息劣势,尤其是关于企业的“隐性”信息(以下称之为“软信息”)获取。如 Dell 和 Marquez 以及 Sengupta 发现外来银行在刚进入市场的一段时间不良贷款率更高,因为他们难以识别客户群体中的低资质企业^{[9][10]}。因此,外资银行在进入国内市场后,可能会因为信息劣势而无法区分出更劣质的企业,并“错误地”为这些企业发放贷款,进而导致僵尸企业的形成,即“信息劣势”影响。进一步地,依据现有研究,Ahmed 认为组织规模与公司年度报告的披露质量显著正相关^[23],Jinbae 和 Kim 也发现公司规模和会计信息透明度显著正相关^[24],田昆儒和许绍双发现大企业往往因为具有更低的信息披露成本、市场融资需求和外在压力而倾向于披露更多的信息^[25]。基于此,本文提出假设,相对于规模大的公司,规模小的公司信息不透明程度较高,而外资银行由于信息劣势,更难获取小公司的信息。因此,外资银行在开放本币业务后,可能会因为无法更好地鉴别小规模的企业,而促进小规模企业更多地向僵尸企业转化,据此提出研究假设 1。

H1:外资银行具有信息劣势,开放外资银行本币业务后会促进更多小规模企业向僵尸企业转化。

2.技术优势抑制僵尸企业形成

识别技术和管理手段会影响银行贷款对象的选择。外资银行绝大多数来自发达国家(北美、欧

洲),这些国家金融业和银行业较为发达,发放信贷时,往往具有更先进的识别技术,日常运营中也更注重有效管理。外资银行贷款评估和审查技术较好,对基于公开信息(以下称之为“硬信息”)的信贷具有比较优势,本地银行由于进行了更多的关系型贷款,在收集软信息时具有比较优势,而外资银行依赖自己的识别技术,在进入东道国后更倾向于向那些信息更透明的大企业提供贷款。因此,外资银行在进入中国后,由于其自身的先进技术,会一定程度上降低有形资产较多、信息透明度较高的企业中的僵尸企业形成,即“技术优势”影响,据此提出研究假设 2。

H2:外资银行具有技术优势,开放外资银行本币业务后会抑制僵尸企业的形成。

3.“独立性”抑制僵尸企业形成

独特的宏观经济政策和制度是我国僵尸企业形成的重要原因。如聂辉华等提出,一些地方政府不断给濒临破产的僵尸企业进行“输血”,又给非僵尸企业施加就业压力和产量扩张压力,然后再通过补贴和贷款来维持局面^[1];申广军也提到,部分地方政府实施违背比较优势的产业政策、政府补贴、税收优惠,这都使得本来经营正常的企业变成了“僵尸企业”,已是僵尸企业的更加难以清理^[2]。由于我国“银行导向型”的金融体系,政府的经济目标和宏观政策大多会通过银行来执行,这也导致了内资银行很容易受到地方政府影响。相对来说,外资银行较为独立,与地方政府关联不大,受宏观经济影响向低资质企业提供保护的可能性不大。因此,外资银行不太可能为僵尸企业提供保护,反而可以起到抑制作用,即“独立性”影响,据此提出研究假设 3。

H3:外资银行更具有独立性,开放外资银行本币业务后会抑制僵尸企业的形成。

4.竞争程度降低促进僵尸企业形成

现有研究表明,外资银行的进入会改变东道国的银行业竞争状况。李伟和韩立岩指出,外资银行进入与市场竞争度的关系是 U 型关系,外资银行进入程度只有超过一定水平时,才会对中国银行竞争有积极作用^[20]。Levy、Micco 以及 Claessens 等的研究结论分别表明,外资银行的进入会降低发达国家的银行竞争同时促进发展中国家的银行竞争^{[14][15]}。银行竞争带来的影响往往是双面的:一方面,Keeley 提出银行业竞争的加剧导致特许权价值下降,导致破产时的机会成本降低,使得风险行为增加^[26];另一方面,Song 和 Li 的文章表明银行竞争可以增强银行对贷款的筛查和对企业经营的监督^[27],从而提高企业投资效率、增强企业盈利能力和降低企业成为僵尸企业的可能性。

总之,外资银行进入对国内银行业竞争程度的影响不确定,且银行业竞争既可能提高银行筛选和监督的能力,又可能降低银行的贷款门槛,对僵尸企业形成的影响也不确定。因此,本文认为,对外资银行开放本币业务会通过影响我国银行业竞争情况进而影响僵尸企业形成,但具体是促进还是抑制需要进一步验证,据此提出研究假设 4 和研究假设 5。

H4:开放外资银行本币业务会通过影响我国银行业竞争情况从而促进僵尸企业形成。

H5:开放外资银行本币业务会通过影响我国银行业竞争情况从而抑制僵尸企业形成。

(二)实证模型

为探究开放外资银行本币业务是否能够抑制僵尸企业的形成,本文采取如下基础回归模型:

$$\text{Pr}(\text{Zombie}_{ict} = 1) = \varphi_0 + \varphi_1 \text{BkOpen}_{ct} + \varphi_2 X_{ict} + \varphi_3 Z_{ct} + \sigma_i + \delta_t + \epsilon_{ict} \quad (1)$$

式(1)中,Zombie_{ict}是企业是否为僵尸企业的虚拟变量,核心解释变量为BkOpen_{ct},代表c市在第t年是否对外资银行开放本币业务。X_{ict}是企业层面的控制变量,Z_{ct}是城市层面的控制变量。δ_t是年份固定效应,控制宏观经济波动的影响;σ_i是企业层面固定效应,控制不随时间变化的企业特征,φ₁是核心解释变量的估计系数,预期为负。

(三)数据获取及处理

1.实验数据说明

本文的实证数据来源于《中国工业企业数据库》及其他统计报告。识别僵尸企业的相关企业数据来源于1998~2013年中国工业企业数据库中的制造业数据;银行竞争程度、集中度、外资银行数量相

关数据来源于中国银监会发布的全国金融许可证信息,包括金融机构的名称、批准成立日期、地址以及发证日期等指标;对外资银行开放本币业务的数据来源于2007年3月发布的《中国银行业对外开放报告》;企业层面控制变量数据同样来源于中国工业企业数据库;城市层面控制变量(GDP增长率等)数据来源于《中国区域经济统计年鉴》。地方政府干预经济和非国有经济情况来源于樊纲、王小鲁和朱恒鹏于2010年编著的《中国市场化指数》。

参照Cai和Liu的做法,数据清洗方面本文删除了以下数据:总资产小于固定资产、总资产小于流动资产、累计折旧小于当期折旧等不符合会计准则的观测值,以及职工人数小于10人、主营收入小于10万元、总资产为负、工业总产值为负、固定资产为负的极端观测值^[26]。在利用计量经济模型实证检验开放外资银行本币业务对僵尸企业形成的影响时,本文进一步删除了控制变量(包括企业规模、年龄、所有权性质、出口量等企业层面变量,财政赤字、GDP增长率、人均GDP、第二产业占GDP份额、固定资产投资占GDP份额等城市层面变量)中的缺失样本。对所有连续变量进行了两端缩尾处理,剔除掉1%的极端值。

2. 数据处理及有效性分析

(1)僵尸企业数据处理。根据现有文献,僵尸企业的识别方法通常有3种——CHK法、FN-CHK法(过度借贷法)和“官方标准”法。CHK法由Caballero等提出,是在研究中广为使用的识别方法,该方法将实际贷款利率低于潜在最优贷款利率的企业视为僵尸企业^[4]。但CHK法也面临着难以忽视的问题:有些企业可能由于资质优秀而获得银行的优惠利率,却被误认为是僵尸企业,并且,一般的数据分析很难涉及详细的企业贷款和利率指标,这也限制了CHK方法的使用。FN-CHK法是Fukuda和Nakamura提出的改进识别方式。这种“过度借贷”(evergreen lending)的方法,把贷款资质和还款潜力都很差,但是仍能获得贷款的企业认定为僵尸企业,其中企业的资质和还款潜力都可以通过企业特征来定义,比如当前资产负债情况和盈利情况等。“官方标准”法则是出自国务院相关文件规定:如果一家企业连续3年利润为负,则将这家企业识别为僵尸企业。

本文主要使用FN-CHK法(过度借贷法)进行僵尸企业的识别和实证研究,并通过另外两种方法识别的结果来验证基本结论的稳健性。后文的稳健性检验结果表明,不同的识别方式对于基本结论和影响渠道没有影响。具体参考申广军的研究成果,当一个企业同时满足以下3个条件,就认定其为僵尸企业^[2]:(1)资产负债率高于50%;(2)实际利润为负;(3)负债比上一年有所增长。资产负债率表征企业的贷款资质,一般将50%视作危险信号。实际利润则反映企业的还款潜力,定义为账面利润扣除补贴收入、营业外收入和营业外支出。依据以上条件,僵尸企业识别的变量为Zombie,当该企业在当年是僵尸企业时,Zombie = 1,反之Zombie = 0。

(2)核心解释变量——对外资银行开放本币业务。开放本币业务之前,在中国的外资银行主要开展外企和外国居民的业务,而内资银行仍然面对本国居民开展业务,双方在业务上并未形成较强的竞争。然而,随着改革开放的深入,对外贸易快速发展,外商投资显著增加,进一步对外资银行开放成为了加速中国经济融入世界经济的必然趋势。随着对外资银行逐年分区域开放本币业务,以及根据经济发展和金融改革需要积极实施的其他自主开放措施,外资银行开始涉足更广泛的业务,对内资银行形成了一定冲击。

根据《中国银行业对外开放报告》,本文将核心解释变量 $BkOpen_{ct}$ 设定为:某年某市是否对外资银行开放本币业务。 $BkOpen_{ct}$ 是虚拟变量,表示t年城市c是否对外资银行开放本币业务。若开放,则外资银行在本币贷款市场对内资银行形成潜在竞争, $BkOpen_{ct}=1$,未开放则 $BkOpen_{ct}=0$ 。

基于中国工业企业数据库中获得的各市、各年数据,依照下面条件对企业数据进行处理,得到每个企业的 $BkOpen_{ct}$ 。表1是根据2007年3月发布的《中国银行业对外开放报告》总结的各市对外资银行开放本币业务的时间。

(3)控制变量。计量模型中 X_{ict} 为企业层面的控制变量, Z_{ct} 是城市层面的控制变量,具体见表2。

表 1

各城市对外资银行开放本币业务时间

年份	城市
1998年8月起	深圳允许外资银行开展本币业务(1996年上海浦东作为试点)
2001年12月起	(增加)天津、大连
2002年12月起	(增加)广州、青岛、珠海、南京、武汉
2003年12月起	(增加)济南、福州、成都、重庆
2004年12月起	(增加)昆明、北京、厦门、沈阳、西安
2005年12月起	(增加)汕头、宁波、哈尔滨、长春、兰州、银川、南宁
2006年12月起	取消外资银行经营本币业务的地域和客户限制,允许外资银行对所有客户提供本币服务

表 2

企业层面、城市层面控制变量

变量	含义	衡量方式
ln_size	企业规模	以总资产的对数值来衡量
ln_age	企业年龄	以企业年龄的对数值来衡量
SOE	所有权性质(虚拟变量)	当企业为国有企业时,SOE=1;其他情况,SOE=0
Export	出口量(虚拟变量)	如果当年企业出口交货值大于0,则 Export=1;反之,则 Export=0
GDP_Growth	GDP增长速度	以GDP增长速度来衡量
lnGDPperCapita	人均GDP对数值	以人均GDP的对数值来衡量
Ind2_GDP	第二产业占GDP份额	以第二产业份额占GDP总额比例来衡量
Inv_GDP	固定资产投资占GDP份额	以固定资产投资额/GDP总额来衡量
FDI_GDP	外商直接投资占GDP份额	以外商投资额/GDP总额来衡量
FiscalExp_GDP	财政支出占GDP份额	以财政支出额/GDP总额来衡量

(4)描述性统计。表3显示了描述性统计,包含了核心被解释变量即僵尸企业识别变量 Zombie,重要渠道变量即企业所处地区的银行业竞争程度 BkCmpt,核心解释变量即是否对外资银行开放本币业务的虚拟变量 BkOpen,以及其他所有控制变量。相关统计结果见表3。

表 3

描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
Zombie	3015386	0.077	0.266	0.000	1.000
BkOpen	3015386	0.704	0.457	0.000	1.000
BkCmpt	3015386	0.279	0.152	0.000	0.624
GDP_Growth	3015386	0.131	0.030	-0.106	0.232
Ind2_GDP	3015386	0.510	0.081	0.227	0.695
lnGDPperCapita	3015386	10.373	0.919	7.918	13.018
Inv_GDP	3015386	0.461	0.177	0.067	0.999
FDI_GDP	3015386	0.006	0.004	0.000	0.033
FiscalExp_GDP	3015386	0.063	0.044	0.006	0.202
Export	3015386	0.270	0.443	0.000	1.000
SOE	3015386	0.046	0.209	0.000	1.000
ln_size	3015386	10.000	1.433	6.057	14.733
ln_age	3015386	2.076	0.796	0.000	4.290

四、实证研究结果及稳健性检验

(一)实证研究结果

本部分首先报告外资银行开放本币业务是否抑制了僵尸企业的形成。其中,被解释变量是僵尸企业 Zombie,若企业为僵尸企业,Zombie=1,否则 Zombie=0。核心解释变量是指示变量 BkOpen 为企业所处城市在某年是否对外资银行开放本币业务,开放则 BkOpen=1,反之则 BkOpen=0。因此,核心系数解释了开放外资银行本币业务对僵尸企业形成概率总体影响的实证结果。表4第(1)列仅加入了核心解释变量;第(2)列在第(1)列基础上加入了双重固定效应——年份固定效应(Year

FE)以捕捉随时间变化的宏观层面的冲击,企业固定效应(Firm FE)以捕捉不随时间变化的企业特征;第(3)列在第(2)列基础上加入了企业层面控制变量(Firm-Control——企业规模、企业年龄、企业所有权性质、企业出口量);第(4)列则是在第(3)列基础上加入了城市层面控制变量(City-Control——GDP 增长速度、人均 GDP、第二产业占 GDP 份额、固定资产投资占 GDP 份额、外商直接投资占 GDP 份额、财政支出占 GDP 份额),即包含了双重固定效应和所有的控制变量。为了节省篇幅,所有控制变量的估计系数没有显示在表内。

表 4 外资银行开放本币业务对僵尸企业形成的影响

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Zombie	Zombie	Zombie	Zombie
BkOpen	-0.005 *** (0.000)	-0.006 *** (0.001)	-0.008 ** (0.001)	-0.006 *** (0.001)
Firm - Control	NO	NO	YES	YES
City - Control	NO	NO	NO	YES
Firm FE	NO	YES	YES	YES
Year FE	NO	YES	YES	YES
N	2868762	2868762	2868762	2868762
Adj.R-squared	0.241	0.236	0.238	0.238

注:括号内为企业层面聚类的标准误;*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。“Firm-Control”企业层面控制变量包括企业规模(ln_size)、企业年龄(ln_age)、企业所有权性质(SOE)、企业出口量(Export)。“City-Control”城市层面控制变量包括GDP 增长速度(GDP_Growth)、人均 GDP(lnGDPperCapita)、第二产业占 GDP 份额(Ind2_GDP)、固定资产投资占 GDP 份额(Inv_GDP)、外商直接投资占 GDP 份额(FDI_GDP)、财政支出占 GDP 份额(FiscalExp_GDP),下表同。

表 4 的第(1)~(4)列结果显示,我国对外资银行开放本币业务在 1%的水平上显著抑制了本土僵尸企业的形成,在控制了企业和年份固定效应之后结论依然成立。以第(4)列为例,在开放外资银行开放本币业务后,僵尸企业的形成概率显著降低了 0.6 个百分点,约占样本均值的 7.9%(=0.006/0.077),具有一定的经济显著性。

综上所述,总体上看,开放外资银行本币业务对我国僵尸企业的形成起到了显著的抑制作用。

(二)平行趋势检验

上文使用多期双重差分(DID)模型估计了我国对外资银行开放本币业务对僵尸企业形成的影响。使用双重差分模型时应该满足平行趋势检验,即在政策发生前处理组和控制组的时间趋势变化相近。本部分检验双重差分模型的有效性,以确保因果关系的成立。鉴于本文所研究的开放外资银行本币业务政策具有多个时点,因此参考 Beck 等的做法,我们选取城市层面的数据,在标准回归中加入了一系列时间虚拟变量,以追踪各个城市开放外资银行本币业务的逐年影响^[29]。

图 1 绘制了各项系数和 95%的置信区间。结果表明,在对外资银行开放本币业务之前,处理组与对照组不同城市间不存在明显的随年份的差异变动。而对外资银行开放本币业务之后,对僵尸企业的抑制很快就有所显现。总的来看,图 1 表明在政策实施前处理组和对照组满足平行趋势,因此本文双重差分模型的因果识别是有效的。

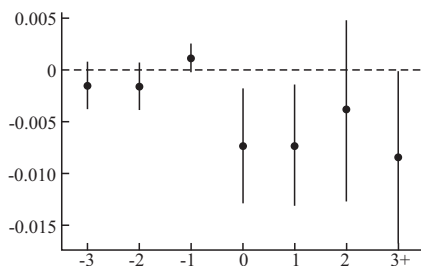


图 1 平行趋势检验

(三)内生性处理

1.安慰剂试验

为了进一步检验本文获得的实证结果是否由城市-年份中的无法观测到的因素驱动,本文进行了安慰剂试验。表 1 显示,在样本期内,对外资银行开放本币业务共有 7 个年份,因此,我们在样本期所有年份中随机抽取 7 个,并分别在每个抽取的年份中再随意抽取处理组城市。使用随机抽取的错误的的时间及处理组对照组分配,同样进行 DID 回归。为了提高这一检验的识别能力,我们将整个过程重复 500 次。

图 2 报告了 500 次随机抽样后回归估计值的分布情况。结果显示,随机分配得到的估计值均值为 0.0005,而本文的真实估计值来自表 4 的第(4)列,在安慰剂测试中是明显的异常值。这些结果表明,本文的估计结果不太可能由城市-年份中的不可观察因素驱动。

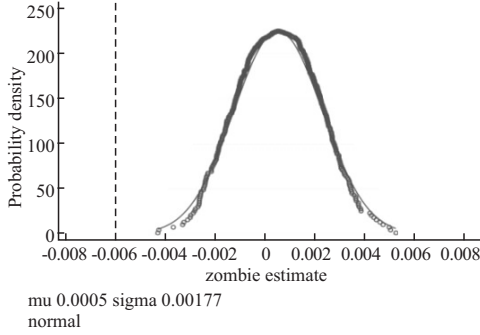


图 2 安慰剂试验

2.工具变量检验

考虑到可能存在城市层面的遗漏变量或者存在反向因果关系,从而导致估计系数产生偏误,本文参考了 Gormley 的做法来处理内生性问题^[30]。Gormley 在研究印度的开放外资银行本币业务对国内信贷的影响时,提出了一个潜在问题,即开放外资银行本币业务的政策并不随机,而是与当地的僵尸企业情况有关。同样,如果在选取开放外资银行经营本币业务时是出于一些其他导致地区僵尸企业产生变化的原因,那么在 OLS 估计中就会产生偏差。

因此,参考 Gormley 的做法,本文使用一个市级的指示变量和 1998 年后的指示变量之间的交互项作为工具变量,进行 2SLS 回归。这个市级的指示变量是指 1998 年该市是否已经存在外国企业。受篇幅限制,本文仅列出 2SLS 的第二阶段回归结果,具体见表 5。其中,被解释变量是僵尸企业 Zombie,若企业为僵尸企业,Zombie=1,否则 Zombie=0。核心解释变量是使用 iv 得到的指示变量 BkOpen 的估计值 BkOpenhat,回归模型设定同表 4,不再赘述。我们发现,处理内生性后的回归结果和前文结果基本一致,即开放外资银行本币业务显著降低了僵尸企业的形成概率,且工具变量的瓦尔德统计量大于 10,不存在弱工具变量问题。综上,前文的研究不太可能存在遗漏变量或反向因果等

表 5 工具变量回归

解释变量	(2)	(1)	(3)	(4)
	Zombie	Zombie	Zombie	Zombie
BkOpenhat	-0.007*** (0.000)	-0.009*** (0.003)	-0.007*** (0.002)	-0.007*** (0.002)
Firm-Control	NO	NO	YES	YES
City-Control	NO	NO	NO	YES
Firm FE	NO	YES	YES	YES
Year FE	NO	YES	YES	YES
N	2868762	2868762	2868762	2868762
F-Stat	49	47	51	50

可能导致内生性的问题,“对外资银行开放本币业务对僵尸企业形成可以起到抑制作用”这一结论具有稳健性。

(四)稳健性检验

在实证研究主体部分,本文使用了 FN-CHK 法对僵尸企业进行识别,但是结论仍然可能受到僵尸企业识别误差的影响。因此,我们使用前文提到的另两种方法重新进行识别,作为稳健性检验。

表 6 和表 7 分别报告了另两种识别方式得到的回归结果——CHK 法和“官方标准”法。其中,被解释变量均为僵尸企业 Zombie,若企业为僵尸企业,Zombie=1,否则 Zombie=0。核心解释变量是指示变量 BkOpen——该企业所处的某城市在某年是否对外资银行开放本币业务,开放了则 BkOpen=1,反之则 BkOpen=0。回归模型设定均同表 4。总体来看,这两种识别方式所得结果在 1%的显著性水平下为负,因此可以得出一致的结论:对外资银行开放本币业务显著降低了僵尸企业的形成,具有经济显著性和统计显著性。

表 6 CHK 方法识别僵尸企业

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Zombie2	Zombie2	Zombie2	Zombie2
BkOpen	-0.005 *** (0.000)	-0.004 *** (0.001)	-0.004 *** (0.001)	-0.004 *** (0.001)
Firm-Control	NO	NO	YES	YES
City-Control	NO	NO	NO	YES
Firm FE	NO	YES	YES	YES
Year FE	NO	YES	YES	YES
N	2868762	2868762	2868762	2868762
Adj.R-squared	0.007	0.208	0.208	0.208

表 7 连续 3 年 EBIT 小于零方法识别僵尸企业

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Zombie3	Zombie3	Zombie3	Zombie3
BkOpen	-0.004 *** (0.000)	-0.004 *** (0.001)	-0.005 *** (0.001)	-0.005 *** (0.001)
Firm-Control	NO	NO	YES	YES
City-Control	NO	NO	NO	YES
Firm FE	NO	YES	YES	YES
Year FE	NO	YES	YES	YES
N	2868762	2868762	2868762	2868762
Adj.R-squared	0.005	0.233	0.235	0.236

综上,回归结果显示,僵尸企业识别方法的改变并未对本文结论造成影响,核心结论具有稳健性。

五、机制检验

上文回归结果表明,对外资银行开放本币业务总体上对于僵尸企业的形成概率存在显著的抑制作用。但是外资银行究竟通过何种方式、造成了积极还是消极的影响,仍然有待验证。基于外资银行的信息劣势、技术优势、独立性等特征以及进入东道国后对银行业竞争的影响,前文提出了一些假设,接下来,本文将针对这些假设进行验证。

(一)信息劣势影响

正如假设 1 中所提到的信息不对称问题,理论上讲,在企业信息获取尤其是软信息获取上,外资银行相对于本土银行必然会具有信息劣势。因此,外资银行在进入东道国内市场后,可能会因为信息劣势而无法区分出更劣质的企业,并“错误地”为这些企业发放贷款,进而导致僵尸企业的形成,即“信息劣势”影响。依据现有理论,相对于规模大的公司,规模小的公司信息不透明程度较高,而外资银行

由于信息劣势,更难获取小公司的信息。因此,外资银行在开放本币业务后,可能会因为无法更好地鉴别小规模的企业,而促进小规模企业更多地向僵尸企业转化。因此,本文借鉴 Gormley 的方法,将公司按照规模分类,来探究外资银行由于信息劣势所带来的影响^[30]。具体而言,使用 1998 年各个企业的总资产(ln_size)来代表公司规模。按照城市和年份分组,将总资产位于资产分布顶部四分位数的公司分类为“大规模”(large firms),位于底部四分位数的公司分类为“小规模”(small firms)。

表 8 呈现了回归结果,被解释变量是僵尸企业 Zombie,若企业为僵尸企业,Zombie=1,否则 Zombie=0,核心解释变量 BkOpen 的回归系数解释的是外资银行开放本币业务对僵尸企业形成概率的总体影响。第(1)~(2)列是小规模公司子样本的回归结果,第(3)~(4)列是大规模公司子样本的回归结果。所有回归都控制了企业固定效应(Firm FE)和年份固定效应(Year FE)。结果显示,在对外资银行开放本币业务后,小规模企业成为僵尸企业的概率提高 0.3 个百分点,但统计上不显著。大规模企业成为僵尸企业的概率显著下降 0.7 个百分点。总的来看,实证结果并未对研究假设 1 提供较好的验证。

表 8 外资银行的信息劣势对规模不同僵尸企业形成的影响

解释变量	Small firms		Large firms	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Zombie	Zombie	Zombie	Zombie
BkOpen	0.003 (0.002)	0.003 (0.002)	-0.007*** (0.002)	-0.007*** (0.002)
Firm-Control	NO	YES	NO	YES
City-Control	NO	YES	NO	YES
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
N	624885	624885	683938	683938
Adj.R-squared	0.165	0.165	0.263	0.264

(二)技术优势影响

假设 2 提到,外资银行绝大多数来自发达国家,这些国家金融业和银行业较为发达,往往具有更先进的识别技术,在进入中国后,可以凭借这些先进技术更好地判定企业资质,降低僵尸企业的形成。如果银行在做出贷款决定时更多地依赖借款人的抵押品状况,而不是依赖现金的甄别技术来识别信誉良好的企业,考虑到有形资产较多的企业相对更有可能获得银行信贷,更有可能成为僵尸企业,而外资银行能够凭借技术优势降低这一类型企业成为僵尸企业的概率。参考 Gormley 的做法,本文将企业资产比例状况定义为“有形性”,按照“有形性”将样本进行分类^[30],开放外资银行本币业务后,对于“有形性”较高的企业来说,僵尸企业的形成应该有所抑制。具体而言,“有形性”使用 Berger 的方法衡量^[31]:

$$Tang = (0.715 * \text{应收账款} + 0.54 * \text{存货} + 0.535 * \text{固定资产} + \text{现金}) / \text{总资产}$$

由于工业企业数据库缺少现金数据,本文计算“有形性”时暂且不计入“现金”一项。依然使用 1998 年各个企业的“有形性”(Tang)来代表公司的有形资产程度。按照城市和年份分组,将“有形性”位于分布顶部四分位数的公司分类为“高有形资产”(High-Tangibility firms),位于底部四分位数的公司分类为“低有形资产”(Low-Tangibility firms)。

表 9 呈现的依旧是实证模型中的回归结果,被解释变量是僵尸企业 Zombie,若企业为僵尸企业,Zombie=1,否则 Zombie=0,核心解释变量 BkOpen 的回归系数解释的是外资银行开放本币业务对僵尸企业形成概率的总体影响。第(1)~(2)列是“有形性”较低的公司回归结果,第(3)~(4)列是“有形性”较高的公司回归结果。所有回归都控制了企业固定效应(Firm FE)和年份固定效应(Year FE)。

解释变量	Low-Tangibility firms		High-Tangibility firms	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Zombie	Zombie	Zombie	Zombie
BkOpen	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.007 *** (0.002)	-0.005 *** (0.002)
Firm-Control	NO	YES	NO	YES
City-Control	NO	YES	NO	YES
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
N	624885	624885	683938	683938
Adj.R-squared	0.259	0.260	0.219	0.220

结果显示,在对外资银行开放本币业务后,“有形性”较高的公司的僵尸企业形成至少在 5% 的显著性水平下有显著下降,而“有形性”较低的公司则无明显变化。以第(3)列为例,外资银行开放本币业务后,“有形性”较高的公司中,僵尸企业形成概率降低了 0.7%,具有经济显著性。同时,对比“有形性”较高和较低的企业回归结果,第(3)列系数比第(1)列系数低了 0.8%,这意味着假设 2 成立。这也符合我们的假设推断,即技术一般的本土银行难以区分“有形性”较高公司的优劣情况,而外资银行将会利用技术优势对其进行更好地甄别,进而影响僵尸企业的形成概率。

综上,开放外资银行本币业务确实经由技术优势对僵尸企业的形成起到了抑制作用,并集中在“有形性”较高的企业中,验证了前文的研究假设 2。

(三) 外资银行的独立性

根据假设 3,我国的政策制度特点导致了大批僵尸企业的形成。在金融体系中,本地银行承担了政府的一些政策目标,比如为了稳定就业而注资一些资质不佳的企业,将其救活成为“僵尸企业”。外资银行背靠母国,相对于我国本地银行来说较为独立,和地方政府关联较弱,不太容易受到政府政策制度的影响。因此在开放外资银行本币业务后,本文假设在政府干预程度更高的地区的企业僵尸化程度有所改善。

为了验证这一影响渠道,我们具体使用两个指标:政府对企业的干预程度和国有企业。第一个指标来自樊纲《中国市场化指数》中的“政府对企业的干预”。由于樊纲指数在 2008 年前后更换了衡量基准,本文在 2008 年之前使用原有指数,在 2008 年之后使用新指数,并且考虑到地区指数高低排名在更换基准前后没有变化,我们按照指数对地区进行排名,最终使用此排名的自然对数。我们还使用企业所有权性质(即该企业是否为国有企业)作为指标加入回归。

表 10 呈现的是实证模型的回归结果,被解释变量是僵尸企业 Zombie,若企业为僵尸企业, Zombi=1,否则 Zombi=0,使用全样本,核心解释变量 BkOpen 的回归系数解释的是外资银行开放本币业务对僵尸企业形成概率的总体影响。第(1)~(2)列加入了核心解释变量 BkOpen 和“减少企业对政府的干预”指数的交互项(interv),第(3)~(4)列加入了核心解释变量 BkOpen 和“是否为国有企业”的交互项(state)。所有回归都控制了企业固定效应(Firm FE)和年份固定效应(Year FE),捕捉了不随时间变化的企业特征和宏观层面的冲击。

第(1)~(2)列结果显示,在对外资银行开放本币业务后,原本政府干预更严重的地区,僵尸企业的形成有显著减少;以第(2)列为例,政府干预严重的地区在对外资银行开放本币业务后,僵尸企业的形成概率降低了 0.2 个百分点,具有经济显著性。第(3)~(4)列结果显示,相比于所有权为非国有的企业,在对外资银行开放本币业务后,国有企业中僵尸企业形成概率的降低更明显;以第(4)列为例,在对外资银行开放本币业务后,企业性质为国有的僵尸企业形成概率降低了 0.3 个百分点,具有经济显著性。以上影响都是在 1% 的显著性水平下显著。外资银行凭借独立性,在进入中国后,对我国的僵

尸企业形成总体上产生了抑制作用。上述结果验证了假设 3:外资银行具有较强的独立性,外资银行的进入降低了当地的政府干预,从而降低了僵尸企业的形成概率。

表 10 外资银行的独立性对僵尸企业形成的影响

解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Zombie	Zombie	Zombie	Zombie
BkOpen	-0.005 *** (0.002)	-0.004 *** (0.002)	-0.003 *** (0.001)	-0.004 *** (0.001)
interv	-0.002 ** (0.001)	-0.002 ** (0.001)		
state			-0.003 *** (0.001)	-0.003 *** (0.001)
Firm-Control	NO	YES	NO	YES
City-Control	NO	YES	NO	YES
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
N	2868762	2868762	2868762	2868762
Adj.R-squared	0.208	0.209	0.208	0.209

(四) 竞争程度改变的影响

结合研究假设 4 和研究假设 5,开放外资银行本币业务后,国内银行业的竞争程度变化难以确定,同时银行业的竞争程度一方面可能通过“分布效应”提高银行贷款的供给、缓解企业的融资约束,增强信贷筛查和监督等,降低僵尸企业和低资质企业的形成,另一方面又可能通过“临界值效应”使得坏账更难处理,降低银行的贷款门槛。故本文使用 HHI 指数来衡量某年某市的银行业市场集中度,在回归中则用 1-HHI (BkCmpt)来直接代表竞争程度,判断政策实施后银行业竞争程度的变化以及对僵尸企业形成概率的影响。

表 11 呈现了回归结果。所有结果中都控制了企业和年份固定效应,并加入了企业和城市层面的所有控制变量。第(1)列的被解释变量为银行业竞争度 BkCmpt,核心解释变量为 BkOpen,探究外资银行开放本币业务对银行业竞争度的影响。第(2)列被解释变量是 Zombie,核心解释变量是银行业竞争度 BkCmpt,核心回归系数解释了银行业竞争度对僵尸企业形成概率的直接影响。第(3)列分析外资银行开放本币业务通过银行竞争影响僵尸企业的渠道效应。

表 11 银行竞争程度对僵尸企业形成的影响

解释变量	(1)	(2)	(3)
	BkCmpt	Zombie	Zombie
BkOpen	-0.023 *** (0.000)		-0.011 *** (0.001)
BkCmpt		-0.026 *** (0.004)	-0.042 *** (0.003)
Firm-Control	YES	YES	YES
City-Control	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES
N	2868762	2868762	2868762
Adj.R-squared	0.925	0.208	0.209

第(1)列显示,对外资银行开放本币业务降低了以 1-HHI 指数代表的银行业竞争度 BkCmpt。这符合 Levy 和 Micco 运用 Panzar-Rosse H 统计量衡量银行竞争的结果:外资银行的进入将削弱东道国银行竞争^[14]。而第(2)列显示,我国银行业竞争程度和僵尸企业形成概率间成负相关关系,即银行竞争程度增加可以显著降低僵尸企业的形成概率。第(3)列的结果显示,BkOpen 系数仍然具有显

著性,综合来看满足部分中介效应。结合李伟和韩立岩的结论:外资银行开放本币业务与市场竞争度的关系是 U 型关系,对外资银行开放本币业务程度只有超过一定水平时,才会对我国银行竞争有积极作用^[20]。在此基础上才会进一步抑制僵尸企业的形成。总的来看,支持前文提出的研究假设 5,研究假设 4 则不成立。

六、结论和启示

作为市场经济发展中一种非正常现象,僵尸企业在资源配置、企业投资及税负等方面对社会经济发展都带来负面影响。要实现中国经济的平稳健康高质量发展,研究并解决僵尸企业问题迫在眉睫。基于中国独特的政治环境和经济政策背景,本文探究了在当前金融开放稳步推进的形势下,对外资银行开放本币业务对于僵尸企业形成和存续的影响。实证结果表明,不同城市开放外资银行本币业务对于僵尸企业的形成和存续都有着明显的抑制作用。在探究影响渠道时,我们主要得出以下结论:(1)外资银行凭借技术优势,降低了僵尸企业形成的概率;(2)外资银行相对于本土银行具有较强的独立性,因为不受地方政府过度干预而降低了僵尸企业的形成概率;(3)对外资银行开放本币业务后,我国的银行业竞争有所降低,反而使得僵尸企业的形成有所增加。我们在更换僵尸企业识别方式、进行安慰剂检验和使用工具变量控制内生性后都得到了相似结果,因此得到的结论具有一定的稳健性。

本文的研究结果填补了银行竞争的开放性特征研究,以及在我国具体情况下银行如何影响僵尸企业的相关实证研究。通过实证研究得到的基本结论和探究的影响渠道也对僵尸企业问题的解决和经济结构的优化提供了一些思路,同时也可能为金融开放政策的设定及实施提供了一定帮助。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 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].管理世界,2016,(12):13—24.
- [3] Bruche,M.,Llobet,G.Preventing Zombie Lending [J].Review of Financial Studies,2014,27(3):923—956.
- [4] Ricardo,J.C.,Takeo,H.,Anil,K.K.Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan[J].American Economic Review,2008,98(5):1943—1977.
- [5] Fukuda,S.,Nakamura,J.Why Did ‘Zombie’ Firms Recover in Japan? [J].The World Economy,2011,34(7):1124—1137.
- [6] Sakuragawa,M.Kin’yu Kiki no Keizai Bunseki (Economic Analysis of Financial Crisis)[M].Tokyo:University of Tokyo Press,2002.
- [7] Baba,N.Optimal Timing in Banks’ Write-off Decisions under the Possible Implementation of a Subsidy Scheme:A Real Options Approach[J].Bank of Japan Monetary and Economic Studies,2001,19(3):113—141.
- [8] Peek,J.,Rosengren,E.S.Unnatural Selection:Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan[J].American Economic Review,2005,95(4):1144—1166.
- [9] Dell’Ariccia,G.,Marquez,R.Information and Bank Credit Allocation [J].Journal of Financial Economics,2004,72(1):185—214.
- [10] Sengupta,R.Foreign Entry and Bank Competition [J].Journal of Financial Economics,2007,84(2):502—528.
- [11] Berger,A.N.,De,Y.R.The Effects of Geographic Expansion on Bank Efficiency[J].Journal of Financial Services Research,2001,19(2—3):163—184.
- [12] Goetz,M.R.,Laeven,L.,Levine,R.Identifying the Valuation Effects and Agency Costs of Corporate Diversification:Evidence from the Geographic Diversification of U.S.Banks [J].Review of Financial Studies,2013,26(7):1787—1823.
- [13] Jeon,B.N.,Olivero,M.P.,Wu,J.Multinational Banking and the International Transmission of Financial Shocks:Evidence from Foreign Bank Subsidiaries[J].Journal of Banking and Finance,2013,37(3):952—972.
- [14] Levy-Yeyati,E.,Micco,A.Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors:Impact on Competition and Risk[J].Journal of Banking and Finance,2007,31(6):1633—1647.

- [15] Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., Huizinga, H. How does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets? [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2001, 25(5): 891—911.
- [16] 田素华, 徐明东. 外资银行进入对中国不同行业影响差异的经验证据[J]. *金融研究*, 2011, (10): 88—99.
- [17] 高晓红. 外资银行进入与中国国有商业银行改革困境的解除[J]. *金融研究*, 2000, (6): 40—49.
- [18] 陈文婷. 带有体制转换特征的随机波动率模型下信用违约互换定价研究[J]. *江南大学学报(人文社会科学版)*, 2020, 19(5): 119—128.
- [19] 张金清, 吴有红. 外资银行开放本币业务水平影响商业银行效率的“阈值效应”分析——来自中国商业银行的经验证据[J]. *金融研究*, 2010, (6): 60—74.
- [20] 李伟, 韩立岩. 外资银行开放本币业务对我国银行业市场竞争度的影响: 基于 Panzar-Rosse 模型的实证研究[J]. *金融研究*, 2008, (5): 87—98.
- [21] Andrews, D., Petroulakis, F. Breaking the Shackles; Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe[Z]. Working Paper Series 2240, European Central Bank, 2019.
- [22] Corbae, D., Levine, R. Competition, Stability, and Efficiency in Financial Markets [Z]. Working Paper, August 2018.
- [23] Ahmed, K., Courtis, J. K. Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports; A Meta-Analysis[J]. *The British Accounting Review*, 1999, 31(1): 35—61.
- [24] Jeong, S. W., Kim, J. B., Yoon, S. S. Assigned Auditors and Market Valuation; Korean Evidence[J]. *Accounting Research Journal*, 2007, 20(1): 37—46.
- [25] 田昆儒, 许绍双. 公司特征与信息披露质量研究: 国外文献述评[J]. *审计与经济研究*, 2010, 25(3): 70—76.
- [26] Michael, C. K. Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking[J]. *American Economic Review*, 1990, 80(5): 1183—1200.
- [27] Song, F. M., Li, L. Bank Governance: Concepts and Measurements[J]. *Research Handbook on International Banking and Governance*, 2012, (3): 17—41.
- [28] Cai, H., Liu, Q. Competition and Corporate Tax Avoidance; Evidence from Chinese Industrial Firms[J]. *Economic Journal*, 2009, 119(537): 764—795.
- [29] Beck, T., Levine, R., Levkov, A. Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J]. *Journal of Finance*, 2010, 65(5): 1637—1667.
- [30] Gormley, T. A. The Impact of Foreign Bank Entry in Emerging Markets; Evidence from India[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2009, 19(1): 26—51.
- [31] Berger, P. G., Ofek, E., Swary, I. Investor Valuation of the Abandonment Option[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 42(2): 259—287.

(责任编辑: 肖加元)