

Daniel Góra

ORCID: 0000-0003-1240-8268

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

goradaniel@outlook.com

Zjawisko firm zombie i jego przyczyny*

Artykuł nadesłany: 8.11.2018; artykuł zaakceptowany: 5.09.2019

Kody klasyfikacji JEL: E43, E58, G21, G33, H25

Keywords: zombie firms, bankructwies, monetary policy, bank forbearance, capital misallocation

Abstract

The causes of the existence of zombie firms

The aim of this paper is to specify and describe the factors that contribute to the prevalence of zombie firms, defined as old, unprofitable, nearly insolvent firms which normally would exit the market. Based on the review of the literature, mostly published by the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), the Bank for International Settlements (BIS) and central banks, we conclude that the main causes of the rise of zombie firms in the last 10–20 years have been loose monetary policy (especially after the outbreak of the financial crisis of 2007–2008), weak banking sector, overbanking of economies, government subsidies to enterprises and weaknesses of insolvency law. We consider the zombification of economies as a highly important issue since zombie companies could be lowering the pace of capital formation, productivity and economic growth by raising entry barriers, curbing Schumpeterian creative destruction and misallocating capital.

1. Wstęp

Celem niniejszego artykułu jest przede wszystkim wyszczególnienie i opisanie przyczyn występowania firm zombie, nie tylko tych kredytowo-pięniężnych, lecz także tych z zakresu polityki fiskalnej oraz prawa gospodarczego. W ostatnich latach publikowanych jest coraz więcej artykułów poświęconych poszczególnym czynnikom wpływającym na rosnącą „zombifikację” gospodarek, jednak warto

* Autor chciałby podziękować dr. Arkadiuszowi Sieronowi za cenne uwagi do tekstu, jakie otrzymał w ramach programu tutoring Instytutu Edukacji Ekonomicznej im. Ludwiga von Misesa.

również dokonać syntezy przyczyn utrzymywania się na rynku przedsiębiorstw zombie i rozważyć wzajemne relacje zachodzące między nimi. Skupiając się na przyczynach ekonomicznej „zombifikacji”, niniejszy tekst zarysowuje także problematykę definiowania firm zombie, skali zjawiska oraz jego konsekwencji. Istotność oraz aktualność opisywanej w artykule tematyki uzasadnić można między innymi jej związkiem z toczącymi się w ostatnich latach dyskusjami na temat normalizacji polityki pieniężnej, spadku dynamiki produktywności, problemów wielu gospodarek z powrotem na ścieżkę wysokiego wzrostu gospodarczego czy też innowacyjności przedsiębiorstw.

Bezprecedensowy eksperyment monetarny przeprowadzany przez największe banki centralne po wybuchu kryzysu finansowego może mieć wiele niezamierzonych konsekwencji¹ i być źródłem zjawisk, które wcześniej występowały tylko w małym zakresie, a obecnie mogą być przyczyną poważnych zakłóceń gospodarczych. Sztuczne utrzymywanie przez wiele lat ujemnych lub bliskich zeru stóp procentowych sprawia, że wiele nierentownych, niewypłacalnych, niebędących w stanie się rozwijać i niepodlegających restrukturyzacji przedsiębiorstw (firm zombie) może funkcjonować dzięki niskim kosztom obsługi długu, mimo że przy wyższych stopach procentowych (bliższych stopy naturalnej) musiałyby upaść, zostać zlikwidowane lub przejęte przez bardziej wydajnych konkurentów.

Poza polityką monetarną istnieją też inne przyczyny występowania zjawiska firm zombie, takie jak na przykład niesprawny i rozrośnięty sektor bankowy, dotowanie nierentownych przedsiębiorstw przez państwo czy wadliwe prawo upadłościowe. Uznanie przedsiębiorczości i przedsiębiorstw za kluczowe elementy gospodarki rynkowej nie oznacza, iż właściwe jest bezpośrednie czy pośrednie utrzymywanie przy życiu niewydajnych przedsiębiorstw przez państwo, niezależnie od tego, czy działania te są zamierzone, czy też nie — bankructwo, wyjście z rynku takich przedsiębiorstw nie jest zjawiskiem negatywnym, lecz pełni ważne, pozytywne funkcje.

Występowanie firm zombie jako jedna z niezamierzonych konsekwencji niewłaściwej polityki gospodarczej i wadliwego prawa gospodarczego ma negatywne skutki w skali mikroekonomicznej, gdyż takie przedsiębiorstwa powstrzymują rozwój bardziej produktywnych i innowacyjnych konkurentów oraz wejście na rynek nowych firm, co hamuje tak istotny dla gospodarki rynkowej proces schumpeterowskiej „twórczej destrukcji”.

Istnienie firm zombie wpływa na gospodarkę także w skali makroekonomicznej i może prowadzić do spadku dynamiki inwestycji i produktywności, a w konsekwencji również wzrostu gospodarczego i płac. Dlatego też ich badanie może pomóc odpowiedzieć na pytanie, skąd wzięła się tak zwana zagadka spadku produktywności, czyli ważny temat skupiający uwagę badaczy po kryzysie

¹ O negatywnych skutkach luźnej polityki pieniężnej traktują między innymi White (2012) i Rzońca (2014).

finansowym. Na firmy zombie należy zwrócić uwagę także pod kątem powolnego podwyższania stóp procentowych w ramach normalizacji polityki pieniężnej rozpoczętej przez Fed w 2015 roku, gdyż będący rezultatem tego procesu ewentualny upadek wielu takich firm może być wykorzystywany jako argument zarówno „za”, jak i „przeciw” zacieśnianiu monetarnemu.

W ostatnich latach zjawisko „zombifikacji” gospodarki zostało zauważone w publikacjach ważnych instytucji finansowych, takich jak na przykład Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) czy Bank Anglii. Warto zatem przybliżyć tę tematykę również polskiemu czytelnikowi, co wydaje się istotne zwłaszcza w kontekście utrzymywania bardzo niskich stóp procentowych przez polską Radę Polityki Pieniężnej².

2. Czym jest firma zombie?

Pojęcie firm zombie pojawiło się na szerszą skalę w ekonomii w związku ze stagnacją gospodarczą w Japonii w latach dziewięćdziesiątych XX wieku, w czasie której wiele dużych japońskich przedsiębiorstw było na skraju bankructwa i mogło funkcjonować tylko dzięki bardzo niskim stopom procentowym i wsparciu banków. Firmę zombie można ogólnie zdefiniować jako nierentowne przedsiębiorstwo, które w warunkach normalnej konkurencji rynkowej powinno zostać zmuszone przez działanie sił tejże konkurencji do opuszczenia rynku czy też, w miarę możliwości, do przeprowadzenia restrukturyzacji (Gouveia, Osterhold, 2018, 7). Firma ta kontynuuje jednak swoją działalność, mimo że jest bliska niewypłacalności i nie jest w stanie inwestować w swój rozwój. Niektóre z definicji firm zombie ściśle wiążą ich występowanie z czynnikami kredytowo-pięniężnymi, takimi jak pobłażliwość wierzycieli i niskie stopy procentowe (Financial Times Lexicon) oraz otrzymywanie kredytu bankowego na zbyt korzystnych warunkach (Caballero, Hoshi, Kashyap, 2008, 1943–1947), jednak istnieją również inne, nie mniej istotne, przyczyny występowania firm zombie, jak zostanie pokazane w dalszych partiach tekstu. Część badaczy w celu pomiaru zjawiska firm zombie dokonuje operacjonalizacji ich definicji przy pomocy wskaźników finansowych. Pozwala to na oszacowanie udziału tego typu przedsiębiorstw w danej gospodarce, co uczynili autorzy kilku publikacji, o czym szerzej dalej.

² Niniejszy artykuł z powodu ograniczonej objętości nie obejmuje analizy występowania zjawiska firm zombie w Polsce. Wydaje się, że ze względu na stosunkowo konserwatywną politykę pieniężną prowadzoną w III RP po doświadczeniach hiperinflacji, sprawny nadzór bankowy oraz unijne ograniczenia w stosowaniu pomocy publicznej w polskiej gospodarce jak na razie nie występuje na dużą skalę taki typ firm zombie jak w innych gospodarkach. Inne przyczyny tego stanu rzeczy można znaleźć w *Raporcie o stabilności systemu finansowego* (NBP, 2018, 61–65), w którym stwierdzono, że „zagrożenie wystąpienia zjawisk evergreening i zombie lending może być w Polsce mniejsze niż w wielu krajach europejskich” (NBP, 2018, 63).

3. Skala „zombifikacji” gospodarek

Szacowana skala zjawiska firm zombie różni się w zależności od przyjętych przez autorów definicji, badanego okresu, wielkości próby czy krajów, jakich dotyczy badanie, jednak ogólny przegląd dostępnych publikacji pozwala stwierdzić, że problem „zombifikacji” narasta od co najmniej dekady i nie jest marginalny.

Badanie OECD określające firmy zombie jako przedsiębiorstwa działające na rynku co najmniej dziesięć lat³, których wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem był mniejszy od 1⁴ przez trzy lata z rzędu, wskazuje, że w latach 2003–2013 udział firm zombie we wszystkich badanych przedsiębiorstwach w ośmiu rozwiniętych gospodarkach OECD wzrósł średnio z 3 do 5%. Wydaje się to niewiele, jednak firmy te mają do dyspozycji relatywnie duży udział zasobu kapitału w poszczególnych gospodarkach. Na przykład we Włoszech w 2013 roku za firmy zombie uznano 6% wszystkich badanych przedsiębiorstw, a utopiony w firmach zombie kapitał stanowił szacunkowo 19% zasobu kapitału badanych firm (Adalet McGowan, Andrews, Millot, 2017b, 10–18).

W swoim kwartalnym raporcie wydanym we wrześniu 2018 roku Bank Rozrachunków Międzynarodowych zamieścił cały rozdział poświęcony firmom zombie, w którym na próbie 32 tys. niefinansowych spółek giełdowych zbadano występowanie tego rodzaju firm w 14 rozwiniętych gospodarkach w latach 1987–2016. Oprócz relatywnie długiego okresu i ujęcia nie tylko gospodarek europejskich interesujące jest również zastosowanie w tym badaniu drugiej miary firm zombie poza wspomnianą szeroką miarą wykorzystującą wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem stosowaną przez OECD. Węższa miara skonstruowana przez BIS zawiera dodatkowe kryterium, zgodnie z którym firmy zombie to tylko spółki mające współczynnik q Tobina na poziomie wynoszącym poniżej mediany w ich branży w każdym badanym roku. Można zatem powiedzieć, że miara ta odnosi się nie tylko do bieżącej rentowności firm, tak jak czyni to miara OECD, lecz także do spodziewanej przyszłej rentowności. Badanie z wykorzystaniem obu miar wskazuje na wzrost skali zjawiska w badanym okresie — według szerokiej definicji udział firm zombie we wszystkich badanych firmach wzrósł średnio z około 2% w 1987 roku do 12% w 2016 roku, a według węższej definicji — z 1% w 1987 roku do 6% w 2016 roku (Banerjee, Hofmann, 2018, 67–77).

Nieco inne podejście do zagadnienia zastosowano w badaniu ekonomistów Deutsche Banku, w którym przeanalizowano podmioty należące do indeksu FTSE All World pokrywającego 3 tys. spółek z 47 państw, w tym z rynków rozwijających się. Firmy zombie zdefiniowano jako spółki, których wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem był mniejszy od 1 przez dwa lata z rzędu, a ich wskaźnik cena/

³ Celem tego kryterium jest wyłączenie z klasyfikowania jako zombie nowych firm, start-upów, które w pierwszych latach działalności naturalnie mogą ponosić straty.

⁴ Oznacza to, że zysk osiągnięty przez takie przedsiębiorstwo nie wystarcza na spłatę odsetek od zaciągniętych przez nie zobowiązań.

sprzedaż wynosił poniżej 3⁵. Według tego badania udział firm zombie wzrósł z 0,6% w 1996 roku do 2% w 2016 roku, a niepełne dane z dwóch trzecich badanych spółek za 2017 rok wskazują na możliwy jego znaczny spadek w 2017 roku⁶ (Mahtani *et al.*, 2018). Mniejszy udział firm zombie w badaniu Deutsche Banku niż w badaniach OECD i BIS może wynikać między innymi z większego uwzględnienia rynków rozwijających się, co mogłoby sugerować mniejszą skalę problemu w tych krajach, na przykład ze względu na wyższe stopy procentowe.

Znaczenie zjawiska dostrzegają również inwestorzy szukający informacji, których spółek należy unikać, konstruując portfel inwestycyjny. W artykule na portalu Seeking Alpha (720 Global, 2019) jeden z doradców inwestycyjnych przeanalizował spółki z amerykańskiego indeksu S&P 1500 w celu zidentyfikowania firm zombie definiowanych jako spółki, których koszty odsetek przekraczają zysk operacyjny. Według danych z serwisu Bloomberg na pierwszy kwartał 2019 roku 128 spółek, czyli 9% badanych spółek, było zombie. Używając węższej definicji, zgodnie z którą firmą zombie określa się spółkę spełniającą wymienione kryterium przez trzy kolejne lata, autor znalazł 43 firmy zombie, które stanowiły 3% spółek z indeksu S&P 1500. W artykule opisano trzy spółki, których dane warto przedstawić, żeby pokazać skalę problemu:

— Rent-A-Center, Inc. — spółka dystrybuująca meble i elektronikę w systemie *rent-to-own*, zatrudnia 14 tys. pracowników, a jej kapitalizacja giełdowa wynosi 1,3 mld USD;

— Scientific Games Corp. — spółka z branży hazardowej, zatrudnia 9,7 tys. pracowników, kapitalizacja na poziomie 1,7 mld USD;

— The Williams Companies, Inc. — spółka z branży energetycznej, zatrudnia 5,3 tys. pracowników, kapitalizacja wynosi 33 mld USD.

Po zdefiniowaniu zjawiska firm zombie i przedstawieniu jego skali oraz przykładów takich firm należy przejść do przedstawienia źródeł problemu.

4. Przyczyny występowania firm zombie

Przedsiębiorstwo zombie to, zgodnie z ogólną definicją, firma, która w warunkach wolnej konkurencji powinna upaść, zostać zlikwidowana czy poddana restrukturyzacji, a zatem wydaje się, że takie przedsiębiorstwo może występować tylko w warunkach ograniczenia zasad gospodarki rynkowej przez regulacje prawne oraz działania rządu czy banku centralnego. Zamiast ograniczać się tylko do stwierdzenia, że to „państwo jest winne”, warto poddać analizie poszczególne przyczyny występowania firm zombie, ponieważ przyczyny te w różnych krajach i w różnych okresach mogą być inne, a właściwa diagnoza źródeł problemu może wskazać odpowiednie rekomendacje.

⁵ Ostatnie kryterium dodano w celu wykluczenia szybko rosnących spółek technologicznych.

⁶ Według autorów analizy przyczyną może być zacieśnienie polityki pieniężnej, mające miejsce od 2016 roku.

4.1. Luźna polityka monetarna

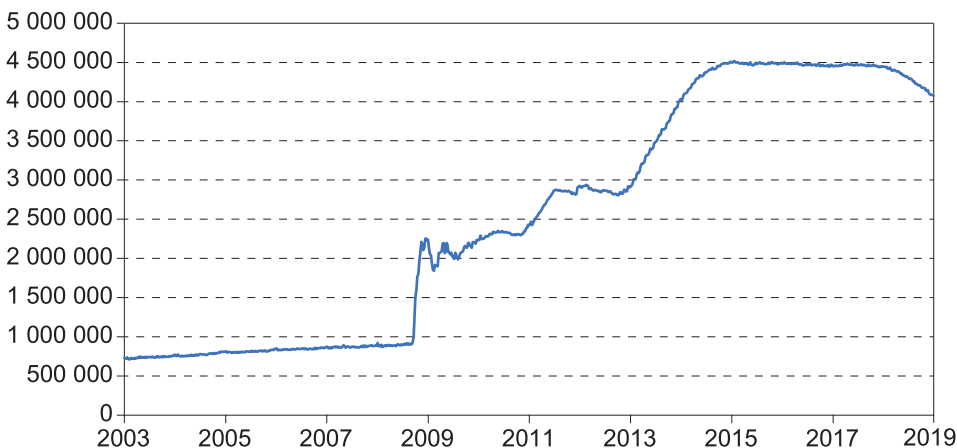
Polityka monetarna, czyli działania banku centralnego wpływające na podaż pieniądza oraz stopę procentową, ma duży wpływ na gospodarkę ze względu na specyficzność pieniądza polegającą na tym, że zmiany w popycie na pieniądź, jego podaży oraz cenie (stopie procentowej) wpływają na rynki wszystkich innych dóbr (Machaj, 2012). Władze monetarne, podejmując decyzje o podniesieniu lub obniżeniu stóp procentowych, próbują zastępować czy też poprawiać działanie rynku pieniądza, podobnie jak w socjalizmie centralny planista próbował zastępować działanie rynku dóbr inwestycyjnych czy konsumpcyjnych. Polityka monetarna, nawet prowadzona w dobrej wierze przez racjonalne osoby kierujące się dobrem społeczeństwa, musi zatem wiązać się z istotnymi problemami poruszanymi w debacie o możliwości funkcjonowania socjalizmu (Huerta de Soto, 2009, 488–506). Polityka monetarna może więc, tworząc różnego rodzaju nierównowagi, mieć negatywny wpływ na procesy gospodarcze.

Zgodnie z koncepcją Knuta Wicksella rynkowa stopa procentowa powinna być równa „naturalnej” stopie procentowej, która równoważy plany inwestycyjne przedsiębiorstw (popyt na kapitał) z dostępnymi oszczędnościami (podażą kapitału), a w wypadku odchylenia stopy rynkowej od stopy naturalnej powinny nastąpić zmiany poziomu cen oraz powstanie nowego punktu równowagi. Wicksell przyjmował więc, że w zrównoważonej gospodarce poziom cen będzie stabilny, a negatywną konsekwencją ewentualnych odchyień stopy rynkowej od naturalnej może być wzrost cen. Ekonomiści szkoły austriackiej, zgadzając się z Wicksellem co do istotności stopy naturalnej, uważają jednak, że wspomniane odchylenia mogą wpływać nie tylko na zmiany poziomu cen, lecz co nawet ważniejsze — prowadzić do narastania nierównowag i kryzysów gospodarczych (Machaj, 2010, 146–152; White, 2012, 14–15).

Zwiększanie akcji kredytowej bez oparcia w dobrowolnych oszczędnościach i obniżenie rynkowej stopy procentowej poniżej stopy naturalnej prowadzi, według austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego, do niewłaściwej, nieefektywnej alokacji zasobów. Sfinansowane sztucznie tanim kredytem inwestycje, na przykład w maszyny czy nieruchomości, wywołają *boom* gospodarczy i wzrost cen, ale w pewnym momencie okażą się niezgodne z preferencjami konsumentów. Brak popytu na usługi tych dóbr kapitałowych sprawi, że kredyty zaciągnięte na ich sfinansowanie okażą się niemożliwe do spłaty, zwłaszcza po podniesieniu stóp procentowych przez bank centralny w celu zahamowania wzrostu cen, co doprowadzi do fazy kryzysu.

W czasie kryzysu, kiedy ujawnią się nietrafione inwestycje, powinno dojść do wyjścia z rynku nierentownych firm i restrukturyzacji gospodarki, czyli przekierowania zasobów z mniej do bardziej produktywnych zastosowań w sposób zgodny z preferencjami społecznymi. W tym czasie, jako społeczny koszt sztucznego boomu, występuje wzrost stopy bezrobocia, jednak długookresowo restrukturyzacja doprowadzi do bardziej produktywnego wykorzystania zasobów pracy i kapitału, co przełoży się na wyższe produkcje i płace.

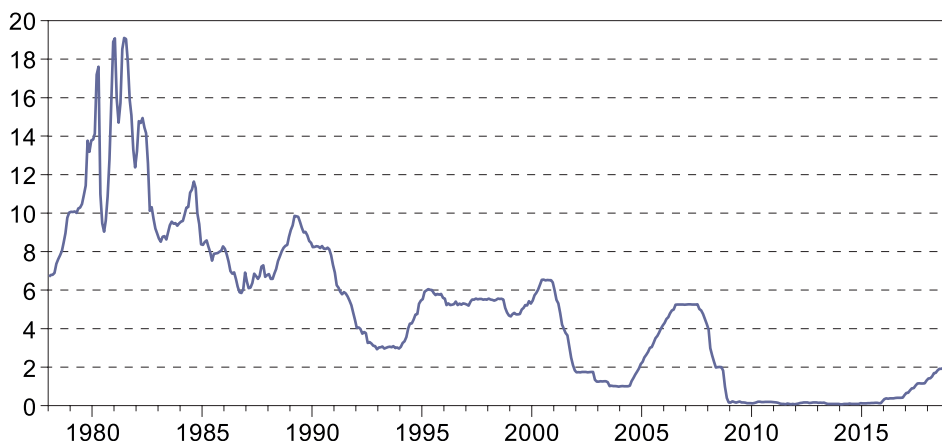
Jak pokazują doświadczenia ostatnich kilkadziesiąt lat, rządy i banki centralne w momencie wystąpienia kryzysu nie pozwalają na upadłość nierentownych firm i restrukturyzację gospodarki, a kolejne interwencje napędzają cykl koniunkturalny, czyli następujące na przemian fazy boomu i kryzysu. Stałym elementem polityki antykryzysowej jest obniżanie stóp procentowych przez bank centralny w celu zachęcenia podmiotów gospodarujących do zaciągania kredytów i jednocześnie zniechęcenie ich do oszczędzania, co razem ma dać efekt w postaci wzrostu wydatków i ożywienia koniunktury. Od połowy lat osiemdziesiątych XX wieku amerykański Fed luzuje politykę monetarną w odpowiedzi na kolejne krachy giełdowe, spowolnienia gospodarcze czy kryzysy, takie jak te, które występowały w latach 1987, 1991, 2001 i 2008. Reakcje banków centralnych na pęknięcie kolejnych baniek spekulacyjnych przynoszą coraz luźniejszą politykę monetarną, czego kulminacją są prowadzone od 2008 roku programy luzowania ilościowego, skutkujące ogromnym wzrostem sum bilansowych największych banków centralnych i obniżeniem stóp procentowych do rekordowo niskich, nawet ujemnych, poziomów (White, 2012, 2–3, 25; Hoffmann, Schnabl, 2016, 5–6). Utrzymywanie latami bliskich zeru stóp procentowych może powodować niewłaściwą realokację zasobów — od bardziej do mniej produktywnych zastosowań⁷, co dzieje się za pośrednictwem między innymi sektora bankowego.



Rysunek 1. Suma bilansowa Fedu w latach 2002–2018 (w mln USD)

Źródło: <https://fred.stlouisfed.org> (dostęp: 30.09.2019).

⁷ Według Borio *et al.* (2015) luźna polityka monetarna może przyczyniać się do powstawania boomów kredytowych, które osłabiają wzrost produktywności, przekierowując zasoby pracy do mniej produktywnych sektorów gospodarki, takich jak na przykład budownictwo. Ten negatywny wpływ na produktywność jest jeszcze silniejszy, jeśli po boomie nastąpi kryzys, a pracownicy muszą zmieniać pracę w niekorzystnym otoczeniu ekonomicznym. Luźna polityka monetarna nie jest również właściwa do przeciwdziałania kryzysowi i korygowania niewłaściwej alokacji zasobów, gdyż to ona sama była pierwotnym źródłem tych zjawisk.



Rysunek 2. Efektywna stopa funduszy federalnych w USA w latach 1978–2018

Źródło: <https://fred.stlouisfed.org> (dostęp: 30.09.2019).

4.2. Zła kondycja sektora bankowego

Niskie stopy procentowe dają bankom dostęp do taniego pieniądza, co pozwala im oferować korzystne kredytowanie nawet firmom, które mogą być niewypłacalne, licząc na to, że ożywienie gospodarcze poprawi ich sytuację i spłaca one swoje zobowiązania (White, 2012, 24). Odnowianie kredytów niewypłacalnym przedsiębiorstwom (*evergreening*) może wynikać ze zjawiska *bank forbearance*, czyli braku motywacji banków do formalnego uznawania złych kredytów za niespłacalne i tworzenia w księgach rachunkowych odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości kredytów, do czego musiałoby dojść, gdyby bank zaprzestał kredytowania niewypłacalnego przedsiębiorstwa, które w następstwie tego upadłoby. Przyczynami dalszego kredytowania takich firm przez banki są między innymi bankowość relacyjna oraz regulacje w sektorze bankowym. Pierwsza przyczyna związana jest z długoterminowymi relacjami między bankami a przedsiębiorstwami. Druga wynika z tego, że banki o niskim poziomie kapitału własnego nie chcą odmawiać firmom odnowiania kredytu, pozbawiając je finansowania, i dokonywać odpisów aktualizacyjnych, gdyż obniżyłoby to ich kapitał własny (Adalet McGowan, Andrews, Millot, 2017b, 12, 24). To z kolei sprawiłoby, że bank mógłby przestać spełniać wymogi adekwatności kapitałowej narzucane przez międzynarodowe standardy bazylejskie (Caballero, Hoshi, Kashyap, 2008, 1944).

Związek między problemami banków a występowaniem firm zombie potwierdza badanie ekonomistów OECD, którzy na jego potrzeby skonstruowali indeks kondycji finansowej banków składający się z siedmiu wskaźników sporządzonych na podstawie ich sprawozdań finansowych. Badanie przeprowadzono dla ponad 1,5 mln obserwacji relacji firma–bank w latach 2001–2014 z 11 europejskich państw. Wyniki analizy wskazują, że prawdopodobieństwo posiadania

wśród swoich klientów firm zombie jest nawet o 24% wyższe dla banków o słabej kondycji finansowej niż dla banków zdrowych, a związek przyczynowo-skutkowy wskazuje, że to słabość banków jest przyczyną utrzymywania się na rynku firm zombie (Andrews, Petroulakis, 2017, 18–20).

Banki komercyjne, mając łatwy dostęp do taniego pieniądza dostarczanego przez banki centralne, mogą sobie pozwolić na udzielanie kredytów na finansowanie projektów inwestycyjnych o niższej oczekiwanej stopie zwrotu, których nie udzieliłyby, mając do dyspozycji tylko wyżej oprocentowane fundusze pozyskane od depozytariuszy banku. W rezultacie spada znaczenie alokacyjnej funkcji bankowej stopy procentowej, polegającej na oddzielaniu bardziej rentownych projektów od tych mniej rentownych, a kapitał zatrzymywany jest w tradycyjnych branżach o niskiej rentowności kosztem finansowania bardziej innowacyjnych projektów o wyższej stopie zwrotu. Brak twardych ograniczeń budżetowych dla przedsiębiorstw sprawia, że te, oczekując dostępu do taniego pieniądza bez spełniania twardych warunków stawianych przy ubieganiu się o kredyt bankowy odnoszących się do rentowności, tracą motywację do zwiększania innowacyjności i zmniejszania kosztów działalności, a ich przeciętna produktywność spada, przez co na rynku utrzymuje się wiele firm o niskiej innowacyjności i produktywności (Hoffmann, Schnabl, 2016, 11–12).

4.3. „Przebankowienie” struktury finansowania przedsiębiorstw

Jak pokazuje opracowanie Langfielda i Pagano (2015, 2–4), europejski system bankowy jest nieproporcjonalnie duży — w 2013 roku stosunek aktywów bankowych w Unii Europejskiej do PKB UE wynosił 334% w porównaniu do 196% w Japonii i 115% w USA, a struktura finansowania europejskich przedsiębiorstw wykazuje dużą zależność od kredytów bankowych. Biorąc pod uwagę opisane w poprzednim podrozdziale systemowe słabości sektora bankowego, wydaje się, że jego dominacja — wynikająca między innymi z przepisów prawnych ograniczających zalety alternatywnych źródeł finansowania przedsiębiorstw, wymienionych w analizie OECD (Andrews, Adalet McGowan, Millot, 2017, 25–28), takich jak obligacje korporacyjne czy finansowanie kapitałowe (emisja akcji na giełdzie, *venture capital*, *private equity*) — może sprzyjać utrzymywaniu się na rynku firm zombie, zwłaszcza w czasach bardzo niskich stóp procentowych.

Rozwój rynków akcji utrudniają skomplikowane zasady wejścia na giełdę, czyli przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej (IPO). Możliwości finansowania poprzez fundusze *venture capital* są z kolei ograniczane przez przepisy prawne utrudniające charakterystyczną dla tego biznesu agresywną realokację zasobów funduszy z mało perspektywicznych do bardziej produktywnych przedsięwzięć, takie jak nieelastyczne przepisy dotyczące zatrudnienia czy niewydajne prawo upadłościowe. Istotnym czynnikiem zwiększającym „przebankowienie” struktury

finansowania firm jest również uprzywilejowanie podatkowe finansowania dłużnego w porównaniu do finansowania kapitałowego — przeciętne opodatkowanie finansowania kapitałowego jest wyższe niż finansowania dłużnego, co wynika przede wszystkim z tego, że wydatki na odsetki od kredytów są zaliczane do kosztów uzyskania przychodów zmniejszających podstawę opodatkowania, a przez to obniżają obciążenia z tytułu podatku dochodowego (tak zwana tarcza podatkowa) (Andrews, Adalet McGowan, Millot, 2017, 25–28). Wydaje się, że reformy wymienionych obszarów prawa gospodarczego i podatkowego mogłyby zmniejszyć systemową zależność firm od sektora bankowego, co osłabiłoby zagrożenia związane z występowaniem niezdrowych relacji na linii banki–przedsiębiorstwa.

4.4. Pomoc publiczna dla nierentownych przedsiębiorstw

Bardziej oczywistą przyczyną występowania firm zombie są państwowe subsydia dla nierentownych firm, jednak dotychczas, jak zauważają Vanhala i Virén (2018) z Banku Finlandii, temat ten nie był przedmiotem większego zainteresowania ze strony badaczy, przynajmniej jeśli chodzi o kraje OECD. Fińscy analitycy na podstawie prostego modelu wskazują, że subsydia dla firm mogą wpływać na liczbę firm zombie i ich rozkład w poszczególnych sektorach fińskiej gospodarki, a szczególnie podatne na „zombifikację” są duże firmy. Im więcej pracowników zatrudnia bowiem zagrożona upadkiem firma, tym chętniej politycy oferują jej wsparcie finansowe, gdyż masowe zwolnienia i wzrost stopy bezrobocia negatywnie wpływają na nastroje społeczne, co osłabia pozycję polityczną rządzących. Co ciekawe, mechanizm ten występuje nie tylko w krajach demokratycznych, lecz także w rządzonych przez jedną partię Chinach, jak opisują Jiang, Li i Song (2017, 342–356). Na podstawie badań chińskich spółek giełdowych pokazują oni, że występowanie firm zombie w Chinach jest bezpośrednim rezultatem rządowych subsydiów i kredytów z banków państwowych, a większe wsparcie otrzymują spółki tworzące więcej miejsc pracy, niezależnie od tego, czy są prywatne, czy państwowe.

System chiński jest politycznie scentralizowany, ale zdecentralizowany finansowo, co sprawia, że przy systemie awansowania lokalnych urzędników, oceniającym ich między innymi na podstawie poziomu bezrobocia, lokalne władze mają zachętę do subsydiowania z publicznych pieniędzy firm zombie zatrudniających wielu pracowników w celu utrzymywania wysokiego zatrudnienia i stabilności społecznej. Mechanizm ten wspiera politykę pełnego zatrudnienia, co przy ogromnej populacji Chin ma duże znaczenie dla rządu centralnego, i pozwala lokalnym politykom piąć się po szczeblach kariery w partii komunistycznej, ale jednocześnie doprowadza do funkcjonowania na rynku dużej liczby firm, które są mało efektywne i ponoszą długoterminowe straty. Zagrożenie firmami zombie dla chińskiej gospodarki i konieczność oczyszczenia rynku dostrzeżono nawet w rządowym raporcie przedstawionym przez premiera Li Keqiangą, w którym podkreśla się potrzebę aktywnych działań przeciw firmom zombie (Jiang, Li, Song,

2017, 342–356). Problemem jest jednak, jak zauważa Zhang (2019)⁸, istnienie bardzo bliskich powiązań między chińskimi władzami, bankami i firmami zombie, które sprawiają, że wszystkim tym stronom zależy na utrzymaniu firm zombie przy życiu, przez co dochodzi do ogromnego marnotrawstwa zasobów i wzrostu poziomu ryzyka finansowego w gospodarce.

4.5. Niewydajne prawo upadłościowe

Po przeanalizowaniu wspierających firmy zombie czynników z zakresu polityki pieniężnej i związanej z nią bankowości oraz z polityki fiskalnej należy przyjrzeć się warunkom otoczenia prawnego, w jakich funkcjonują te przedsiębiorstwa. W literaturze naukowej i publicystyce wiele miejsca poświęca się problemom, jakie napotykają przedsiębiorcy rozpoczynający nową działalność gospodarczą, wynikającym ze zbyt skomplikowanych i źle zaprojektowanych przepisów prawa gospodarczego. Istotne są jednak również przepisy dotyczące zakończenia działania lub przebudowy przedsiębiorstw zmagających się z problemami finansowymi, gdyż nieodpowiednie regulacje prawa upadłościowego i restrukturyzacyjnego mogą sprzyjać utrzymywaniu się na rynku firm zombie. Badacze związani z OECD (Adalet McGowan, Andrews, Millot, 2017a, 14–16) wymieniają między innymi takie cechy sprzyjające powstawaniu firm zombie i osłabiające promującą produktywność realokację kapitału, jak:

— wysokie koszty osobiste dla upadającego przedsiębiorcy związane między innymi z długim oczekiwaniem na decyzję o upadłości⁹, przez co firma zombie funkcjonuje na rynku dłużej;

— brak uproszczonych procedur dla małych i średnich przedsiębiorstw niewychodzących z rynku z powodu braku środków na pokrycie kosztów procedury upadłości;

— brak uprawnień wierzycieli do wszczęcia restrukturyzacji, co mogłoby zmusić mającą problemy firmę do poprawy sposobu zarządzania, zanim stanie się zombie;

⁸ Artykuł *Reflections on Chinese zombie enterprises from the perspective of Nash equilibrium theory* (Zhang, 2019) jest interesującym przykładem zastosowania teorii gier do problematyki firm zombie.

⁹ Na przykład w Polsce w wybranych sądach w latach 2004–2012 od złożenia wniosku o upadłość do zakończenia postępowania upadłościowego mijały średnio około 2–3 lata. „Długotrwałe postępowania spowalniają powrót środków produkcji na rynek, a także powodują stopniowe konsumowanie masy upadłościowej poprzez zwiększone koszty postępowania” (Morawska, Staszkiwicz, Banasik, 2017, 60–61). Nieefektywność dotychczasowych rozwiązań skłoniła polskiego ustawodawcę do wprowadzenia od 1 stycznia 2016 roku nowego prawa upadłościowego i odrębnego prawa restrukturyzacyjnego (Antonowicz, Antonowicz, Próchniak, 2018, 14). Jednym z wprowadzonych uproszczeń jest tak zwane *pre-pack*, czyli instytucja umożliwiająca szybką sprzedaż upadłego przedsiębiorstwa lub jego części z pominięciem długiego procesu tradycyjnej upadłości (Janda *et al.*, 2018). Inne nowe rozwiązania to między innymi wprowadzenie układu częściowego, zmiana definicji niewyplacalności czy wprowadzenie doradcy restrukturyzacyjnego (Spżytek, 2017, 120–122).

- przymusowe usuwanie dotychczasowych menedżerów w procesie restrukturyzacji, co zachęca ich do ukrywania prawdziwej sytuacji finansowej firmy;
- konieczność znacznego zaangażowania sądów w procesie upadłościowym, co w krajach o nieefektywnych systemach sądownictwa zwiększa czas przebywania firmy zombie na rynku;
- regulacje prawa pracy utrudniające przeprowadzanie zwolnień grupowych, co opóźnia zmniejszenie rozmiarów działalności lub upadłość firmy.

Analiza OECD wskazuje, że zmniejszenie barier w procesie restrukturyzacji oraz kosztów osobistych ponoszonych przez upadającego przedsiębiorcę mogłoby przyczynić się do zredukowania zasobu kapitału pozostającego do dyspozycji firm zombie, co umożliwiłoby jego realokację do bardziej produktywnych przedsiębiorstw. Na przykład w 2013 roku kapitał utopiony w firmach zombie mógłby być mniejszy nawet o połowę we Włoszech i o jedną trzecią w Grecji w stosunku do 2010 roku, gdyby ograniczono tam bariery dla restrukturyzacji do takiego poziomu jak w kraju o najmniejszych tego typu barierach w 2010 roku w badanej próbie, to jest w Wielkiej Brytanii (Adalet McGowan, Andrews, Millot, 2017a, 3, 27–28).

5. „Zombifikacja” a produktywność i wzrost gospodarczy

Firmy zombie jako nienaturalny element życia gospodarczego przyczyniają się do zaburzeń gospodarczych zarówno na poziomie mikro-, jak i makroekonomicznym. Firmy te są średnio mniej produktywne niż „normalne” przedsiębiorstwa (*non-zombies*), więc tym samym zaniżają przeciętną produktywność gospodarki¹⁰. Ich istnienie wpływa również na inne podmioty rynkowe, gdyż firmy zombie, wykorzystując korzystne warunki kredytowania, mogą pozwolić sobie na zaniżanie cen i zawyżanie płac (w stosunku do produktywności pracy), przez co ograniczają zyski oraz dostęp do kapitału i pracowników bardziej produktywnym konkurentom. Utrudniają w ten sposób podejmowanie inwestycji i rozwój innym podmiotom gospodarczym. Utrzymując się sztucznie na rynku, firmy zombie zwiększają bariery wejścia i blokują powstawanie nowych, innowacyjnych przedsiębiorstw (Adalet McGowan, Andrews, Millot, 2017b, 7–13), a więc hamują proces „twórczej destrukcji”, czyli likwidacji starych metod produkcji i zarządzania, technologii, miejsc pracy, przedsiębiorstw czy branż i powstawania na ich miejsce nowych, lepszych, bardziej innowacyjnych, czasem rewolucyjnych, na-

¹⁰ Firmy zombie mogą również częściowo odpowiadać za znaczny wzrost w ostatnich kilkunastu latach różnicy w produktywności między 5% najbardziej produktywnych przedsiębiorstw a resztą (Adalet McGowan, Andrews, Millot, 2017b, 8–10), co długoterminowo może przekładać się na wzrost różnicy w poziomie płac między tymi dwiema grupami firm, a więc także na wzrost nierówności dochodowych. O innych aspektach wpływu systemu monetarnego i polityki pieniężnej na nierówności dochodowo-majątkowe można przeczytać w Sieroń (2017, 131–142).

stępców poprzez eksperymenty, dyfuzję wiedzy, uczenie się i realokację zasobów. Proces „twórczej destrukcji”, będący według Schumpetera „esencją kapitalizmu”, jest „kluczową cechą dobrze działających gospodarek” (Andrews, Saia, 2016, 5), a zatem jego ograniczenie może mieć szkodliwe konsekwencje.

Wskazane czynniki negatywnie oddziałują na alokację rzadkich zasobów w gospodarce, a w ten sposób na produktywność kapitału i pracy, czyli najważniejszą przyczynę wzrostu gospodarczego. Hamują także wzrost inwestycji, osłabiając tworzenie się nowego kapitału i dynamikę wzrostu gospodarczego. Według szacunków OECD, gdyby w latach 2007–2013 udział firm zombie nie zwiększył się, tylko pozostał na poziomie z 2007 roku, to skumulowane inwestycje „normalnych” firm za ten okres w dziewięciu państwach OECD byłyby średnio o 2% wyższe, a na przykład we Włoszech byłoby to aż 6%. Z kolei łączna produktywność czynników produkcji mogłaby być wyższa średnio o prawie 0,6 punktów procentowych tylko w rezultacie lepszej realokacji zasobów, gdyby udział firm zombie w latach 2003–2013 został w każdym badanym kraju i w każdym roku zredukowany do minimalnego poziomu w każdej branży (Adalet McGowan, Andrews, Millot, 2017b, 27–30). Negatywny wpływ „zombifikacji” na produktywność potwierdza również badanie ekonomistów BIS (Banerjee, Hofmann, 2018, 76), według którego wzrost udziału firm zombie o 1% zmniejsza dynamikę produktywności o 0,3 punkty procentowe.

6. Podsumowanie

Firmy zombie to temat zajmujący uwagę przedstawicieli instytucji międzynarodowych, banków centralnych i władz państwowych, którzy przynajmniej częściowo potwierdzają, że niektóre działania państwa mogą powodować zaburzenia w gospodarce i długoterminowo osłabiać rozwój gospodarczy. Dostarcza to zatem dodatkowych argumentów tym ekonomistom, którzy — tak jak na przykład przedstawiciele ekonomii austriackiej — już wcześniej dostrzegali negatywne aspekty polityki pieniężnej i fiskalnej. Zwrócenie uwagi na istnienie opisywanych przedsiębiorstw jest ważne, gdyż pokazuje, że funkcjonujący w ostatnich 30 latach, a zwłaszcza po kryzysie z 2008 roku, model poprawiania koniunktury przez luźną politykę monetarną nie jest „darmowym obiadem”, nawet jeśli nie pociąga za sobą bezpośrednio wysokiej inflacji cenowej.

Wśród przyczyn występowania zjawiska firm zombie największe, systemowe znaczenie wydaje się mieć utrzymywanie bardzo niskich stóp procentowych przez banki centralne ze względu na istotność funkcji, jaką stopa procentowa pełni w gospodarce. Natomiast takie czynniki, jak niesprawność sektora bankowego i jego nadmierne znaczenie w niektórych gospodarkach oraz wadliwe prawo upadłościowe, mogą wzmacniać negatywne oddziaływanie luźnej polityki pieniężnej. Ponadto dotowanie przez państwo nierentownych przedsiębiorstw samo w sobie

sprawia, że nawet w zdrowym środowisku kredytowo-pięniężnym i przy dobrym prawie gospodarczym będą istnieć firmy zombie.

Ewentualny upadek wielu firm zombie w wyniku podwyższenia stóp procentowych może wiązać się z co najmniej krótkotrwałym wzrostem stopy bezrobocia, a to może być wykorzystywane jako argument przeciw normalizacji polityki pieniężnej. Dlatego „dezombifikacja”, polegająca na zacieśnianiu polityki monetarnej, powinna być wsparta reformami uwalniającymi potencjał gospodarki, tak żeby ewentualny spadek zatrudnienia w upadających nierentownych firmach został zrównoważony powstawaniem miejsc pracy w wyniku tworzenia nowych i rozwoju już istniejących przedsiębiorstw.

Trwający od co najmniej dekady wzrost znaczenia firm zombie w wielu gospodarkach długoterminowo wpływa niekorzystnie na dynamikę produktywności¹¹, wzrostu gospodarczego i płac. „Zombifikacja” gospodarki psuje kapitalizm oraz osłabia jego długookresowy potencjał do tworzenia innowacji i poprawy poziomu życia społeczeństw. Jak pokazuje niniejszy artykuł, temat firm zombie jest powiązany z wieloma zjawiskami i procesami często poruszonymi w ostatnich latach w publicystyce i w literaturze ekonomicznej, stanowi więc interesujące pole badań. Warte rozważenia jest włączenie zjawiska firm zombie do badań między innymi nad cyklami koniunkturalnymi, bankowością centralną, regulacjami w sektorze bankowym, strukturą finansowania przedsiębiorstw czy innowacjami.

Bibliografia

- 720 Global (19.07.2019). Beware of the walking dead stocks. *Seeking Alpha*. Data dostępu: 7.09.2019, <https://seekingalpha.com/article/4276103-beware-walking-dead-stocks>.
- Adalet McGowan, M., Andrews, D., Millot, V. (2017a). Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation. *OECD Economics Department Working Papers*, nr 1399, 1–54.
- Adalet McGowan, M., Andrews, D., Millot, V. (2017b). The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. *OECD Economics Department Working Papers*, nr 1372, 1–45.
- Andrews, D., Adalet McGowan, M., Millot, V. (2017). Confronting the zombies: Policies for productivity revival. *OECD Economic Policy Papers*, nr 21, 1–35.
- Andrews, D., Petroulakis, F. (2017). Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe. *OECD Economics Department Working Papers*, nr 1433, 1–38.
- Andrews, D., Saia, A. (2016). Coping with creative destruction: Reducing the costs of firm exit. *OECD Economics Department Working Papers*, nr 1353, 1–39.
- Antonowicz, A., Antonowicz, P., Próchniak, J. (2018). Upadłości i restrukturyzacje przedsiębiorstw w nowych warunkach legislacyjnych. *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, seria: Organizacja i Zarządzanie*, z. 132, 13–25.

¹¹ Według badań Banku Anglii podwyższenie stopy procentowej w Wielkiej Brytanii z poziomu 0,25% do 4,25% w celu eliminacji firm zombie mogłoby zwiększyć ogólną liczbę bankructw firm o 10%, co przełożyłoby się na utratę 1,5 mln miejsc pracy, aczkolwiek produktywność byłaby wyższa nawet o 3% w porównaniu do scenariusza bazowego (Haldane, 2017, 15–17).

- Banerjee, R., Hofmann, B. (2018). The rise of zombie firms: Causes and consequences. *BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments*, wrzesień, 67–78.
- Borio, C., Kharroubi, E., Upper, C., Zampolli, F. (2015). Labour reallocation and productivity dynamics: Financial causes, real consequences. *BIS Working Papers*, nr 534, 1–33.
- Caballero, R. J., Hoshi, T., Kashyap, A. K. (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98, nr 5, 1943–1977.
- Financial Times Lexicon*. Data dostępu: 7.10.2018, <http://lexicon.ft.com/Term?term=zombie-company>.
- Gouveia, A. F., Osterhold Ch. (2018). Fear the walking dead: Zombie firms, spillovers and exit barriers. *OECD Productivity Working Papers*, nr 13, 1–32.
- Haldane, A. (2017). Productivity puzzles. W *London School of Economics*, 20.03.2017. Data dostępu: 6.11.2018, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/productivity-puzzles>.
- Hoffmann, A., Schnabl, G. (2016). Adverse effects of ultra-loose monetary policies on investment, growth and income distribution. *CESifo Working Paper Series*, nr 5754, 1–33.
- Huerta de Soto, J. (2009), *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*. Warszawa: Instytut Ludwiga von Misesa.
- Janda, P., Kubiczek, M., Pilitowski, B., Pyzik-Waląg, M., Tatara, K. (2018). *Nowe instytucje prawa upadłościowego w dwóch pierwszych latach obowiązywania*. Warszawa: Fundacja Court Watch Polska.
- Jiang, X., Li, S., Song, X. (2017). The mystery of zombie enterprises — stiff but deathless. *China Journal of Accounting Research*, 10, nr 4, 341–357.
- Langfield, S., Pagano, M. (2015). Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth. *ECB Working Paper Series*, nr 1797, 1–59.
- Machaj, M. (2010). *Rynkowa stopa procentowa a system cenowy*. W M. Machaj (red.), *Pod prąd głównego nurtu ekonomii* (125–158). Warszawa: Instytut Ludwiga von Misesa.
- Machaj, M. (2012). *Krótki przewodnik po teorii pieniądza*. Data dostępu: 9.10.2018, <https://mises.pl/blog/2012/03/29/machaj-krotki-przewodnik-po-teorii-pieniadza/>.
- Mahtani, S., Templeman, L., Tierney, J., Reid, J. (2018). The persistence of zombie firms in a low yield world. *Deutsche Bank Markets Research*. Data dostępu: 10.10.2018, https://www.db.com/newsroom_news/2018/the-persistence-of-zombie-firms-in-a-low-yield-world-en-11501.html.
- Morawska, S., Staszkiwicz, P., Banasik, P. (2017). Ochrona praw wierzycieli w przypadku niewypłacalności. W J. Gołaczyński, E. Mączyńska, *Ochrona praw wierzycieli w Polsce. Wymiar ekonomiczny. Koszty transakcyjne. Prawne formy zabezpieczeń. Informatyzacja sądownictwa* (53–73). Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- NBP: Narodowy Bank Polski (2018). *Raport o stabilności systemu finansowego*. Warszawa, czerwiec.
- Rzońca, A. (2014). *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*. Warszawa: C.H. Beck.
- Sieroń, A. (2017). *Efekt Cantillona — czyli dlaczego pieniądz ma znaczenie?*. Warszawa: CeDeWu.
- Spiżyk, J. (2017). *Restrukturyzacja naprawcza w małej firmie — specyfika, ograniczenia, metody*. Łódź: Uniwersytet Łódzki. Data dostępu: 8.08.2019, <http://dspace.uni.lodz.pl:8080/xmlui/handle/11089/23879>.
- Vanhala, J., Virén, M. (2018). Are weakly profitable firms suppressing economic growth?. *Bank of Finland Bulletin*, nr 3.
- White, W. R. (2012). Ultra easy monetary policy and the law of unintended consequences. *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, nr 126, 1–45.
- Zhang, S. (2019). Reflections on Chinese zombie enterprises from the perspective of Nash equilibrium theory. *Asian Business Research*, 4, nr 1, 1–5.