

# 增长目标契合与僵尸企业治理

马新啸<sup>1,2</sup>, 汤泰劼<sup>3</sup>, 胡 玥<sup>4</sup>

(1. 中国海洋大学 管理学院, 山东 青岛 266100; 2. 中国海洋大学 中国企业营运资金管理研究中心, 山东 青岛 266100; 3. 北京大学 光华管理学院, 北京 100871; 4. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:** 经济社会发展规划是党治国理政的重要路径, 如何治理好企业僵尸化问题, 构成全面建设社会主义现代化国家的关键环节。文章立足于中国各地区经济增长目标设定普遍高于真实禀赋的现实情况, 研究了增长目标契合对当地企业僵尸化程度的影响。研究发现, 地区设定契合真实禀赋的增长目标, 能够减少企业获得的非正常资源支持, 并引导其良性健康发展, 从而降低当地企业的僵尸化倾向。这种作用随着增长目标契合程度的降低而逐渐减弱, 且在国有企业和垄断行业企业中更加明显。增长目标契合能够改善当地企业的盈利能力, 降低债务规模, 抑制正常企业僵尸化, 促进僵尸企业恢复正常经营, 最终对企业的资本市场价值和生产能力产生积极影响。文章研究表明, 政府量力而行地设定契合真实禀赋的增长目标能够产生积极的施政成效。这不仅对经济增长目标微观治理成效的学术研究进行了创新性拓展, 而且支持了高质量发展背景下决策层统筹协调“有为政府”与“有效市场”所进行的积极探索。

**关键词:** 增长目标; 真实禀赋; 增长目标契合; 僵尸化程度; 僵尸企业治理

**中图分类号:** F202 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2022)10-0064-14

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20220715.101

## 一、引言

在经济结构转型升级和防范化解重大风险的新时代背景下, 如何更好地处置僵尸企业和预防正常企业僵尸化, 成为政府决策、社会实践以及学术研究共同关注的话题。一般地, 僵尸企业指的是长期亏损、无法盈利、生产停滞但却能依靠高额政府补贴、低息银行信贷等持续勉强存活的企业。僵尸企业不仅会占用其他正常经营企业应享有的社会经济资源而形成“挤出效应”(王永钦等, 2018), 还阻碍市场资源配置效率提升和科技进步(Caballero等, 2008; Kwon等, 2015), 最终对经济高质量发展产生负面影响。中国人民大学国家发展与战略研究院发布的《中国僵尸企业研究报告》显示, 2005—2013年我国工业企业中的僵尸企业占比高达7.51%(聂辉华等, 2016); 同时, 管理更加规范、资质相对良好的上市公司中也存在一定程度的僵尸化现象, 2008年“四万亿”经济刺激计划实施后我国国有上市公司中的僵尸企业占比一度高达20%(马新啸等, 2021)。2019年2月, 习近平总书记指出:“要加大力度妥善处理‘僵尸企业’处置中启动难、实施难、人

收稿日期: 2022-03-18

基金项目: 国家自然科学基金重大项目(71790603); 国家自然科学基金重点项目(72132002); 上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2021-418)

作者简介: 马新啸(1993—), 男, 山东济宁人, 中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心副教授;  
汤泰劼(1993—)(通讯作者), 男, 江苏苏州人, 北京大学光华管理学院博士研究生;  
胡 玥(1993—), 女, 山东济宁人, 上海财经大学金融学院博士研究生。

员安置难等问题,加快推动市场出清,释放大量沉淀资源。”在此背景下,如何有效整治我国企业的僵尸化现象并使其正常经营发展,已然成为国家治理层面的重要话题。

国内外学者就如何治理僵尸企业进行了研究,主要发现雇员结构精简(Fukuda 和 Nakamura, 2011)、研发深化(栾甫贵和汤佳颖, 2018)、股权结构(方明月和孙鲲鹏, 2019)以及董事会制衡(马新啸等, 2021)等企业财务特征和治理机制优化有助于降低僵尸化倾向,而最低工资标准(蒋灵多和陆毅, 2017)、外资管制(蒋灵多等, 2018)以及银行业竞争(刘冲等, 2020)等外部制度环境也对僵尸企业处置具有重要影响,但却忽视了地方政府在当地经济资源配置和社会发展规划中的核心地位,对经济增长目标这一政府指导和影响企业行为的关键机制缺少足够的关注。作为国民经济和社会发展规划的核心内容,尊重市场规律且契合真实禀赋的经济增长目标在我国各地区发展过程中具有积极作用,彰显了社会主义“集中力量办大事”的制度优势。而我国各地区存在真实禀赋差异较大而增长目标趋向平衡的现象(黎文靖等, 2020),过高的增长目标设定可能会产生适得其反的效果,当地企业在政府目标引导下盲目扩张、过度投资以及挤出研发等行为会加剧自身的僵尸化倾向。因此,我国各地区的经济增长目标与真实禀赋之间的契合程度是否以及如何影响当地企业的僵尸化倾向,无论从学术研究还是政策实践角度都是亟需解决的重要问题。

2021年11月,党的十九届六中全会审议通过《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》,指出在经济建设上“不能简单以生产总值增长率论英雄”,而要“推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”。在此基础上,本文探讨了增长目标契合对当地企业僵尸化程度的影响及其机理。研究发现,地区设定契合真实禀赋的增长目标能够减少企业获得的非正常资源支持,并引导其良性健康发展,从而降低僵尸化倾向。这种作用随着增长目标契合程度的降低而逐渐减弱,且在国有企业和垄断行业企业中更加明显。增长目标契合能够改善当地企业的盈利能力,降低债务规模,抑制正常企业僵尸化,促进僵尸企业恢复正常经营,最终对企业的资本市场价值和生产能力产生积极影响。本文的研究贡献体现在以下几个方面:

第一,不同于单纯研究增长目标设定数值的文献,本文对经济增长目标契合真实禀赋进行了概念界定和科学测量,研究其对僵尸企业处置的影响,从而拓展了增长目标契合的社会经济后果学术文献。在中国特色的国家治理实践中,尊重客观规律的经济增长目标在各地区发展过程中具有积极作用。而现有文献局限于单纯考察经济增长目标设定数值的经济后果,这显然不能全面反映和总结改革开放以来我国各地区经济社会发展规划的整体成效(黎文靖等, 2020)。本文立足于我国各地区经济增长目标设定普遍高于真实禀赋的现实情况,将经济增长目标解构为真实禀赋和增长目标契合两部分,研究预设增长目标与真实禀赋之间的契合程度对当地企业僵尸化程度的影响机理,在经济增长目标契合的学术领域具有增量贡献。

第二,本文研究增长目标契合是否以及如何影响当地企业的僵尸化倾向,拓展了僵尸企业治理机制的学术文献。关于如何治理僵尸企业,现有研究主要围绕雇员结构精简、研发深化等企业财务与治理特征以及最低工资标准、外资管制等外部制度环境展开,但对地方政府精准有效处置僵尸企业的主体地位缺少足够的重视。本文以经济社会发展规划中占核心地位的增长目标设定为切入点,分析并检验增长目标契合真实禀赋如何影响当地企业的僵尸化倾向,在僵尸企业治理机制的学术研究中具有重要贡献。

第三,本文对新时代各地政府有效治理僵尸企业提供了理论指导和政策参考价值。实践中,各地政府制定符合当地实情的经济社会发展规划,这对激发微观市场主体活力具有关键作用。但在重点考核经济增长速度等因素的影响下,各地政府很可能竞相设定明显高于当地真实禀赋的经济增长目标,从而抑制经济社会发展规划的整体成效。习近平总书记指出“我国经济发展进入

新常态,已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”,“不能简单以生产总值增长率论英雄”。本文发现,我国各地政府设定契合真实禀赋的经济增长目标,能够提升公共资源配置效率,助力企业健康发展,最终切实发挥“有为政府”引导下“有效市场”的积极作用。

## 二、文献综述与理论分析

### (一)僵尸企业的概念界定和治理机制

理论上,僵尸企业指的是长期亏损、无法盈利、生产停滞但却能依靠高额政府补贴、低息银行信贷等持续勉强存活的企业(聂辉华等,2016)。僵尸企业对一国微观主体经营和宏观经济发展具有不容忽视的消极影响(Caballero等,2008)。在僵尸企业识别方面,*FN-CHK*方法(Fukuda和Nakamura,2011)通过补充“盈利标准”和“常青贷款标准”,对传统*CHK*方法进行了科学改良,成为僵尸企业研究中普遍采用的识别方法(申广军,2016;马新啸等,2021)。

关于僵尸企业的治理机制,国内外学者主要围绕企业外部的政策制度环境和自身的财务、治理特征两个维度展开。现有研究对中国国情下地方政府如何有效治理僵尸企业则缺少足够的关注(王万琚和刘小玄,2018),而这可以从不同地区的增长目标设定中深入理解。在我国经济转轨过程中,分税制改革和“晋升锦标赛”机制使各地政府设定的增长目标呈现出“类一刀切”特征(Li和Zhou,2005;黎文靖等,2020),即真实禀赋不同的地区设定了相对平衡的经济增长目标。为如期完成过高的经济增长目标,地方政府倾向于将社会经济资源配置到促进短期经济增长的项目中。这不仅会降低资源使用效率(黎文靖等,2020;詹新宇和曾傅文,2021),对当地产业结构调整和社会治理产生负面影响(杨继生等,2013;余泳泽和潘妍,2019),而且可能助长辖区内企业的短视迎合行为,对其创新投入和技术研发等长期行为产生“挤出效应”(李茫茫等,2021)。由此,企业可能逐渐表现出生产效率低下、技术落后、出口受阻乃至长期亏损等状况(余泳泽等,2019;任晓怡等,2021),其通过获取政府补助、低息信贷等“输血”方式继续存活,最终会引起比较严重的僵尸企业现象。

### (二)增长目标契合与僵尸企业治理

在中国特色公共治理体系中,各地区各层级政府通过制定经济社会发展规划来依法施政和指导当地发展,而经济增长目标构成其中核心内容,增长目标的设定数值及其科学性对当地经济社会发展具有不容忽视的重要影响。理论上,地方政府设定与真实禀赋相契合的经济增长目标,能够对当地经济社会发展产生积极影响。然而,各地区普遍存在经济增长目标高于真实禀赋的情况(黎文靖等,2020)。一方面,在官员追求政治晋升的影响下,地方政府在设定经济增长目标时会慎重考虑当地的真实禀赋,脱离实际、无法完成的过高增长目标会对官员仕途产生不利影响;另一方面,地方政府还会受到上级政府增长目标和横向攀比目标的影响,从而设定超过当地真实禀赋的经济增长目标。由此,地方政府设定的经济增长目标可以解构为真实禀赋和增长目标契合程度两部分,本文主要研究增长目标契合程度对当地企业僵尸化程度的影响,这反映出地方官员在多大程度上切实考虑当地真实禀赋来设定经济增长目标。

类似于物理学中真空等理想状态,真实禀赋指的是由当地禀赋(包括客观禀赋和主观禀赋)所决定、能够实现当地可持续和高质量发展、并非竭泽而渔式的理想经济增长水平。与现有文献(黎文靖等,2020)保持一致,本文将其简称为“真实禀赋”。理想经济增长水平的决定因素包括两方面,既有当地的自然资源、地理条件等客观因素,也有当地主政官员的治理能力等主观因素,即真实禀赋将客观物质条件和人的主观能动性统筹考虑在内。由此,增长目标契合的含义是,在中国各地区经济增长目标高于真实禀赋的现实情况下,地区设定的经济增长目标与真实禀赋之间的差值,增长目标越向下接近真实禀赋,增长目标契合程度越高。

僵尸企业指的是长期亏损、无法盈利、生产停滞但却能依靠高额政府补贴、低息银行信贷等持续勉强存活的企业(周琏等, 2018)。由此, 同时具有“经营管理与绩效较差”和“持续获得经济资源支持”两方面特征的企业才属于僵尸企业, 打破其中任一条件则不再是僵尸企业。根据新结构经济学的基本理论, 符合地区要素禀赋比较优势的发展战略才能促进经济健康发展(林毅夫, 2011)。因此, 地方政府设定契合真实禀赋的经济增长目标, 能够提升政府资源配置效率, 减少企业获得的非正常资源支持, 引导企业良性健康发展, 改善经营管理绩效(余泳泽等, 2019; 黎文靖等, 2020), 从而促进辖区内僵尸企业恢复正常经营, 并抑制正常企业僵尸化倾向。

一方面, 在设定契合真实禀赋的增长目标后, 地方政府能够更切实际地向当地企业配置各类要素资源, 减少企业获得的非正常经济资源支持, 从而抑制其僵尸化倾向。实践中, 地方政府所设定增长目标的契合程度能够显著影响区域经济资源配置的方向与规模(黎文靖等, 2020)。具体而言, 地方政府可以配置的各类要素资源是有限的, 在设定更加契合真实禀赋的增长目标后, 能够将政府补贴、银行信贷等稀缺经济资源更多投入到专注研发创新的新兴产业和转型升级企业中, 更少支持过往粗放式发展下经营绩效较差但却依靠政府扶持而存活的企业(饶静和万良勇, 2018)。由此, 增长目标契合能够强化地方政府配置资源的长期导向性, 促使僵尸企业难以存续, 从而实现僵尸企业的有效治理。

另一方面, 地方政府设定契合真实禀赋的经济增长目标, 能够前瞻性地向企业传递出政府因材施教的积极信号(黄亮雄等, 2021), 从而引导当地企业根据自身实际情况更好开展经营活动和更少实施短视迎合行为。具体地, 当地方政府设定契合真实禀赋的增长目标时, 辖区内企业能够感知并理解政府追求经济结构转型升级和高质量发展的施政愿景(黎文靖等, 2020), 从而合理预期政府将通过出台配套政策等方式支持自身的可持续发展(刘冲等, 2020)。在这种信号引导作用下, 当地企业有更强的动机开展资本深化、研发创新以及管理优化等活动, 同时更少实施过度投资等短视迎合行为, 从而实现良性健康发展, 降低成为僵尸企业的可能性。此外, 企业还会预期自身将更少受到政府不当干预(申广军, 2016; 余泳泽等, 2019), 而这也有助于强化企业的自主经营意识, 使其结合自身情况追求良性健康发展。

综上所述, 地方政府设定契合真实禀赋的经济增长目标, 不仅可以提升政府资源配置效率, 减少企业获得的非正常资源支持, 还能引导企业良性健康发展, 改善其经营管理绩效, 从而有效降低辖区内企业的僵尸化程度。由此, 本文提出以下研究假设: 在其他条件一定的情况下, 地方政府设定契合真实禀赋的经济增长目标能够降低辖区内企业的僵尸化程度。

### 三、研究设计

#### (一)模型设定与变量定义

借鉴现有研究(黎文靖等, 2020; 马新啸等, 2021)的做法, 本文构建如下回归模型来检验增长目标契合对当地企业僵尸化倾向的影响:

$$\begin{aligned} ZOMBIE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 TARGET\_FIT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} \\ & + \beta_6 CASH_{i,t} + \beta_7 CONCENTRATE_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 BOARDSIZE_{i,t} \\ & + \beta_{10} INDEP_{i,t} + \beta_{11} GDP_{i,t} + \beta_{12} EDU_{i,t} + \beta_{13} FDI_{i,t} + \beta_{14} PUBLIC_{i,t} \\ & + \beta_{15} CITYISE_{i,t} + \sum INDUSTRY_i + \sum PROVINCE_i + \sum YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

首先,  $ZOMBIE$  是被解释变量, 衡量样本企业的僵尸化倾向。本文采用现有研究中最主流的  $FN-CHK$  方法来识别样本企业是否属于僵尸企业(马新啸等, 2021)。

其次,  $TARGET\_FIT$  是解释变量, 衡量样本企业所在地区的经济增长目标契合程度。考虑到经济增长目标“硬约束”的数据可得性与可靠性, 并与现有权威文献保持一致(黎文靖等, 2020), 本文

从省级层面测度中国各地区的经济增长目标契合程度。参照黎文靖等(2020)的做法,本文以样本企业所在省份当年设定的经济增长目标与真实禀赋之间的差值进行初始度量。具体而言,参照徐现祥和梁剑雄(2014)的研究,本文通过查阅各省份各年度的政府工作报告,获取经济增长目标数据;此外,参照 Henderson 等(2012)、徐康宁等(2015)以及黎文靖等(2020)的研究,使用夜间灯光数据和经济增长数据来测算各地区的真实禀赋。鉴于夜间灯光亮度与地区经济发展状况密切相关,本文利用模型(2)以夜间灯光数据来测算各地区的实际经济增长速度( $GDP\_ESTIMATED$ )。

$$GDP\_GROWTH_{i,t} = \gamma_i LIGHT\_GROWTH_{i,t} + \sum PROVINCE_i + \sum YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $GDP\_GROWTH$ 表示各省份官方公布的经济增长率, $LIGHT\_GROWTH$ 表示各省份夜间灯光亮度增长率,在控制省份和年度固定效应的基础上,模型(2)的拟合值即为夜间灯光数据测度的经济增长水平( $GDP\_ESTIMATED$ )。这种测度方式能够在较大程度上消除人为因素的干扰(Li, 2015),但鉴于夜间灯光数据本身存在一定测量偏差,将上述拟合值( $GDP\_ESTIMATED$ )与官方公布的经济增长率( $GDP\_GROWTH$ )进行加权,可以更好地降低测量偏差,如式(3)所示。

$$GDP\_REAL = \theta \times GDP\_GROWTH + (1 - \theta) \times GDP\_ESTIMATED \quad (3)$$

参照徐康宁等(2015)以及黎文靖等(2020)的做法,本文将权重  $\theta$  设定为 0.531,通过式(3)计算得到各省份的真实经济增长水平( $GDP\_REAL$ ),并以其在各年度前置最近五期的平均值来衡量各省份的真实禀赋。当地增长目标与真实禀赋之间的差值反映了增长目标契合程度,本文对其取相反数,即  $TARGET\_FIT1$  的取值越大,增长目标契合程度越高。此外,借鉴黎文靖等(2020)的做法,本文还以各省份官方公布的经济增长率在各年度前置最近五期的平均值来衡量当地的真实禀赋,并以经济增长目标与其之间的差值构造变量  $TARGET\_FIT2$  来衡量增长目标契合程度。本文同样对其取相反数,即  $TARGET\_FIT2$  的取值越大则增长目标契合程度越高。

最后,参照现有文献(黎文靖等,2020;马新啸等,2021)的做法,本文控制了一系列企业财务和治理特征以及地区经济社会发展因素。鉴于被解释变量为虚拟变量,本文采用 *Logit* 模型进行回归。此外,本文在模型中控制行业、地区和年度固定效应,并采用公司层面聚类的稳健标准误,连续变量在上下 1% 的水平上进行缩尾处理。本文变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量定义
被解释变量	$ZOMBIE\_FNCHK$	企业的僵尸化倾向,按照 $FN-CHK$ 标准测算,若样本企业当年属于僵尸企业则取值为 1,否则为 0
解释变量	$TARGET\_FIT1$	省份层面增长目标契合程度 1,企业所在省份当年的经济增长目标减去根据夜间灯光亮度测算的实际经济增长率近五年均值再取相反数
	$TARGET\_FIT2$	省份层面增长目标契合程度 2,企业所在省份当年的经济增长目标减去官方公布的实际经济增长率近五年均值再取相反数
控制变量	$SIZE$	公司规模,当年总资产的自然对数
	$LEV$	资产负债率,当年总负债除以总资产
	$ROA$	盈利能力,当年总资产收益率
	$GROWTH$	成长性,当年营业收入增长率
	$CASH$	现金持有水平,当年货币资金除以总资产
	$CONCENTRATE$	股权集中度,前五大股东持股比例平方和
	$AGE$	上市年限,上市年数加 1 后取自然对数
	$BOARDSIZE$	董事会规模,董事会总人数的自然对数
	$INDEP$	董事会独立性,独立董事占董事总数比例
	$GDP$	经济发展水平,企业所在城市当年 GDP 的自然对数

续表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量定义
控制变量	<i>EDU</i>	教育水平,企业所在城市每百万人的本专科在校生的自然对数
	<i>FDI</i>	对外开放水平,企业所在城市实际使用外资的自然对数
	<i>PUBLIC</i>	公共服务水平,企业所在城市每万人的医院床位数
	<i>CITYISE</i>	城市化水平,企业所在城市第二产业从业人员比重之和

## (二)数据来源与样本选择

本文选取 2003—2020 年沪深两市 A 股上市公司为研究对象。本文使用的夜间灯光数据来自美国国防气象卫星获取的夜间灯光影像(Chen 等, 2021; 黎文靖等, 2020), 僵尸企业数据通过测度得到, 公司财务与治理数据主要来自 CSMAR 数据库, 地区经济数据来自各省统计年鉴和 CSMAR 数据库。本文剔除了增长目标低于真实禀赋、金融行业、财务数据异常以及变量数据缺失的样本, 最终获得 20165 个上市公司一年度观测值。

## 四、实证结果分析

### (一)基本回归结果

表 2 展示了增长目标契合对中国企业僵尸化程度的基本回归结果。列(1)和(2)中 *TARGET\_FIT1* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负, 列(3)和(4)中 *TARGET\_FIT2* 的回归系数也均在 1% 的水平上显著为负。这表明样本企业所在地区设定的增长目标契合真实禀赋的程度越高, 其成为僵尸企业的可能性越低, 本文的研究假设得到支持。

表 2 增长目标契合与僵尸企业治理: 基本回归结果

	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>TARGET_FIT1</i>	-0.430*** (-4.00)	-0.477*** (-4.42)		
<i>TARGET_FIT2</i>			-0.258*** (-3.13)	-0.341*** (-4.00)
控制变量	未控制	控制	未控制	控制
年度、行业 and 地区	控制	控制	控制	控制
观测值	20165	20165	20165	20165
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.165	0.267	0.163	0.267

注: \*\*\*, \*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著, 括号内为 *z* 值或 *t* 值。下表同。

### (二)稳健性检验

第一, 为了缓解变量度量误差对研究结论的干扰, 本文更换了被解释变量和解释变量的度量方式。对于被解释变量, 参照聂辉华等(2016)以及马新啸等(2021)的做法, 本文分别以 *CHK* 方法、国务院标准和聂辉华教授标准, 重新识别了样本企业是否属于僵尸企业, 由此构造虚拟变量 *ZOMBIE\_CHK*、*ZOMBIE\_GUO* 和 *ZOMBIE\_NIE* 作为被解释变量进行回归。对于解释变量, 借鉴黎文靖等(2020)的做法, 本文测算了样本企业所在城市的生长目标契合程度, 变量 *TARGET\_FITCITY1* 的含义是样本企业所在城市当年经济增长目标减去根据夜间灯光亮度测算的实际经济增长率近五年均值再取相反数, 变量 *TARGET\_FITCITY2* 的含义是样本企业所在城市当年经济增长目标减去官方公布的实际经济增长率近五年均值再取相反数, 以这两个变量作为解释变量重新进行回归。在缓解变量度量误差后, 本文结论保持不变。



第二,较高的增长目标契合程度和较低的企业僵尸化程度可能都是地方官员施政治理的结果,即本文可能存在地方官员特征层面的遗漏变量偏误。因此,本文在回归模型中纳入了地方主政官员的诸多特征,包括样本企业所在省份当年省委书记是否发生变更、任职年数、最终学历、年龄以及性别等,以缓解遗漏变量可能导致的内生性问题。在缓解遗漏变量偏误后,本文结论保持稳健。

第三,为缓解反向因果导致的内生性问题,本文以样本企业所在省份接壤邻省当年的经济增长目标契合程度均值(*NEIAVEFIT*)作为工具变量进行两阶段回归。具体而言,各省份主政官员在“晋升锦标赛”中存在激烈的横向竞争,所以其设定经济增长目标时会受到邻省的影响。在构建新发展格局的情境下,邻省主政官员更多注重经济发展质量,设定契合禀赋的增长目标,这为其他省份主政官员结合辖区实际设定增长目标提供了良好的外部环境(黎文靖等,2020)。此外,企业的僵尸化倾向属于内部经营管理的结果,在我国条块治理的格局下通常不会受到邻省增长目标契合程度的影响。因此,上述工具变量满足相关性和外生性要求。在使用两阶段回归缓解反向因果问题后,研究结论保持稳健。

第四,本文根据分年度样本企业所在地区的经济增长目标契合程度高低将其划分为 5 组,以其中增长目标契合程度最高的一组作为处理组,采用卡尺为 0.05 的近邻匹配方法进行 1:1 的倾向得分匹配,然后使用匹配后的样本重新进行回归。此外,本文还分别使用省份层面均值和公司固定效应模型进行回归。经过上述一系列稳健性检验,本文结论保持不变。

## 五、进一步研究

### (一)增长目标契合程度变化的影响差异

上文发现,各地政府设定契合真实禀赋的增长目标有助于降低当地企业的僵尸化程度。本文进一步考察增长目标契合程度变化的影响差异。具体而言,本文分年度根据 *TARGET\_FIT1* 的取值将样本五等分后进行分组回归。表 3 结果显示,随着增长目标契合程度的降低,*TARGET\_FIT1* 的系数从显著为负逐渐变得不显著。这表明增长目标契合降低当地企业僵尸化程度的积极作用逐渐减弱,增长目标过度高于真实禀赋甚至对僵尸企业形成具有正向影响。基于 *TARGET\_FIT2* 的检验结果基本一致。因此,增长目标契合抑制企业僵尸化倾向的强度随着自身程度的降低而逐渐减弱。

表 3 增长目标契合与僵尸企业治理:契合程度变化的影响差异

	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>				
	契合程度最高	契合程度较高	契合程度一般	契合程度较低	契合程度最低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>TARGET_FIT1</i>	-6.619*** (-4.76)	-6.045*** (-2.64)	-2.603** (-2.20)	-0.699 (-0.93)	0.293 (1.47)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年度、行业 and 地区	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2712	4155	4492	4015	4791
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.462	0.646	0.351	0.278	0.221

### (二)机制检验

第一,在提升政府资源配置效率和减少企业获得非正常资源支持的机制检验上,本文参照温忠麟等(2004)的做法使用中介效应模型。具体地,本文参照盛明泉等(2012)的做法,以样本企

业当年获得的政府补贴数额平减所在行业均值来衡量非正常政府补贴水平(*ABSUB*),以样本企业当年长短期借款之和占总资产的比重再平减所在行业均值来衡量非正常银行信贷水平(*ABDEBT*),进而将这两个变量作为中介变量进行机制检验。表4列(1)和列(2)中 *TARGET\_FIT1* 的系数至少在 5% 的水平上显著为负,列(4)和列(5)中 *TARGET\_FIT2* 的系数在 1% 的水平上显著为负,表明增长目标契合能够减少企业获得的非正常资源支持;列(3)和列(6)中 *ABSUB* 和 *ABDEBT* 的系数均在 1% 的水平上显著为正, *TARGET\_FIT1* 或 *TARGET\_FIT2* 的系数仍显著为负,而且回归通过了 *Sobel* 中介效应检验,表明增长目标契合能够通过减少企业所获非正常资源支持来抑制其僵尸化倾向。

表4 增长目标契合与僵尸企业治理:提升资源配置效率的机制检验

	<i>ABSUB</i>	<i>ABDEBT</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ABSUB</i>	<i>ABDEBT</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>TARGET_FIT1</i>	-0.006*** (-2.65)	-0.060** (-2.33)	-0.435*** (-3.97)			
<i>TARGET_FIT2</i>				-0.005*** (-3.23)	-0.061*** (-3.48)	-0.292*** (-3.42)
<i>ABSUB</i>			2.959*** (5.59)			2.935*** (5.51)
<i>ABDEBT</i>			0.155*** (3.67)			0.156*** (3.65)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度、行业和地区	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	20165	20165	20165	20165	20165	20165
Adj. R <sup>2</sup> 或Pseudo R <sup>2</sup>	0.436	0.970	0.283	0.436	0.970	0.282
<i>Sobel</i> Z值	-3.52***	-3.25***		-4.20***	-3.89***	

第二,在引导企业良性健康发展和改善经营管理绩效的机制检验上,本文同样参照温忠麟等(2004)的做法使用中介效应模型。本文从转型升级活动和短视迎合行为两个维度来全面刻画样本企业的良性健康发展特征。在短视迎合行为上,本文采用 Richardson(2006)模型来测度样本企业的过度投资水平(*OVERINV*),参照曾庆生和陈信元(2006)测度样本企业的冗员水平(*OVERLAB*),将这两个变量作为中介变量进行机制检验。表5列(1)和列(2)中 *TARGET\_FIT1* 的系数在 1% 的水平上显著为负,列(4)和列(5)中 *TARGET\_FIT2* 的系数在 5% 的水平上显著为负,表明增长目标契合能够抑制当地企业以过度投资和冗余雇用为典型的短视迎合行为;列(3)和列(6)中 *OVERINV* 和 *OVERLAB* 的系数至少在 10% 的水平上显著为正, *TARGET\_FIT1* 或 *TARGET\_FIT2* 的系数仍显著为负,而且回归通过了 *Sobel* 中介效应检验,表明增长目标契合能够通过抑制企业短视迎合行为来降低其僵尸化程度。

表5 增长目标契合与僵尸企业治理:抑制企业迎合行为的机制检验

	<i>OVERINV</i>	<i>OVERLAB</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>OVERINV</i>	<i>OVERLAB</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>TARGET_FIT1</i>	-0.141*** (-2.79)	-2.092*** (-3.19)	-0.416*** (-3.77)			
<i>TARGET_FIT2</i>				-0.094** (-2.43)	-1.085** (-2.00)	-0.307*** (-3.59)



续表 5 增长目标契合与僵尸企业治理：抑制企业迎合行为的机制检验

	<i>OVERINV</i>	<i>OVERLAB</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>OVERINV</i>	<i>OVERLAB</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>OVERINV</i>			0.094*** (6.26)			0.095*** (6.37)
<i>OVERLAB</i>			0.003* (1.95)			0.003** (1.99)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度、行业和地区	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	20165	20165	20165	20165	20165	20165
Adj. R <sup>2</sup> 或Pseudo R <sup>2</sup>	0.037	0.060	0.280	0.037	0.060	0.279
Sobel Z值	-2.92***	-2.77***		-2.61***	-2.10**	

在转型升级活动上,本文参照蒋灵多等(2018)的做法,以样本企业每百万雇员承担的固定资产水平衡量资本深化程度(*CAPITAL*),以经总资产标准化后的研发支出衡量创新投入(*R&D*),将这两个变量作为中介变量进行机制检验。表 6 列(1)和列(2)中 *TARGET\_FIT1* 的系数在 5% 的水平上显著为正,列(4)和列(5)中 *TARGET\_FIT2* 的系数至少在 5% 的水平上显著为正,表明增长目标契合能够引导企业更好实施资本深化和研发创新活动;列(3)和列(6)中 *CAPITAL* 和 *R&D* 的系数在 1% 的水平上显著为负, *TARGET\_FIT1* 或 *TARGET\_FIT2* 的系数仍显著为负,而且回归通过了 Sobel 中介效应检验,表明增长目标契合能够通过促进企业转型升级活动来降低其僵尸化程度。

表 6 增长目标契合与僵尸企业治理：促进企业转型升级的机制检验

	<i>CAPITAL</i>	<i>R&amp;D</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>CAPITAL</i>	<i>R&amp;D</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>TARGET_FIT1</i>	0.034** (2.27)	0.042** (2.27)	-0.441*** (-4.19)			
<i>TARGET_FIT2</i>				0.034*** (2.79)	0.034** (2.05)	-0.324*** (-3.86)
<i>CAPITAL</i>			-0.198*** (-2.63)			-0.199*** (-2.64)
<i>R&amp;D</i>			-1.065*** (-4.21)			-1.069*** (-4.24)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度、行业和地区	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	20165	20165	20165	20165	20165	20165
Adj. R <sup>2</sup> 或Pseudo R <sup>2</sup>	0.277	0.438	0.289	0.277	0.438	0.289
Sobel Z值	-2.19**	-1.67*		-2.53**	-1.71*	

(三)基于产权性质和行业垄断程度的异质性检验

企业的产权性质和所属行业特征会影响增长目标契合的作用效果。国有企业和垄断行业企业受到当地政府资源配置的实际影响更大(黎文靖等, 2020),地方政府设定契合真实禀赋的增长目标,对引导国有企业和垄断行业企业良性健康发展、抑制其僵尸化倾向的作用更大。本文根据产权性质将样本企业分为国有企业和民营企业两组,并以样本企业所在行业全部公司营业收

入的赫芬达尔指数来衡量行业竞争程度,分年度根据中位数高低分为垄断行业企业和竞争行业企业。异质性检验结果见表7。在产权性质方面,列(1)和列(3)中  $TARGET\_FIT1$  和  $TARGET\_FIT2$  的系数均不显著,而列(2)和列(4)中  $TARGET\_FIT1$  和  $TARGET\_FIT2$  的系数均在1%的水平上显著为负,且组间系数差异检验显著;在行业垄断程度方面,列(5)和列(7)中  $TARGET\_FIT1$  和  $TARGET\_FIT2$  的系数分别在5%的水平上显著为负和不显著为负,而列(6)和列(8)中  $TARGET\_FIT1$  和  $TARGET\_FIT2$  的系数均在1%的水平上显著为负,且组间系数差异检验显著。可见,增长目标契合的积极作用在国有企业和垄断行业企业中更加明显。

表7 增长目标契合与僵尸企业治理:产权性质和行业垄断程度的异质性检验

	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>							
	民营企业 (1)	国有企业 (2)	民营企业 (3)	国有企业 (4)	竞争行业 (5)	垄断行业 (6)	竞争行业 (7)	垄断行业 (8)
$TARGET\_FIT1$	-0.183 (-0.75)	-0.556*** (-4.49)			-0.348** (-1.99)	-0.674*** (-4.40)		
$TARGET\_FIT2$			-0.008 (-0.05)	-0.442*** (-4.25)			-0.208 (-1.51)	-0.539*** (-4.26)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度、行业和地区	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	10845	9320	10845	9320	10045	10120	10045	10120
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.336	0.268	0.336	0.269	0.266	0.312	0.265	0.312
组间差异检验	0.082*		0.013**		0.076*		0.032**	

#### (四)增长目标契合影响企业僵尸化程度的动态效果

本文进一步研究增长目标契合降低企业僵尸化程度的动态过程。参照马新啸等(2021)的做法,本文构造衡量僵尸企业是否恢复为正常企业的虚拟变量,当样本企业在  $t-1$  期被识别为僵尸企业但在  $t$  期不再是僵尸企业时,  $ZOMBIE\_FNCHK\_GOOD$  取值为1,否则为0;此外,构造衡量正常企业是否成为僵尸企业的虚拟变量,当样本企业在  $t-1$  期不是僵尸企业但在  $t$  期被识别为僵尸企业时,  $ZOMBIE\_FNCHK\_BAD$  取值为1,否则为0。本文以这两个虚拟变量作为被解释变量进行动态效果检验,结果见表8。从中可以发现,列(1)和列(2)中  $TARGET\_FIT1$  和  $TARGET\_FIT2$  的系数在5%的水平上显著为正,表明契合真实禀赋的经济增长目标能够帮助辖区内的僵尸企业恢复正常经营;列(3)和列(4)中  $TARGET\_FIT1$  和  $TARGET\_FIT2$  的系数在5%的水平上显著为负,表明增长目标契合能够抑制辖区内正常企业的僵尸化倾向。

表8 增长目标契合与僵尸企业治理:僵尸化倾向的动态效应

	<i>ZOMBIE_FNCHK_GOOD</i>		<i>ZOMBIE_FNCHK_BAD</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$TARGET\_FIT1$	0.244** (2.04)		-0.300** (-2.22)	
$TARGET\_FIT2$		0.238** (2.50)		-0.279** (-2.46)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度、行业和地区	控制	控制	控制	控制
观测值	20165	20165	20165	20165
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.179	0.180	0.222	0.223

本文还对僵尸企业识别方法中的细分指标进行刻画,进一步研究增长目标契合如何降低辖区内企业的僵尸化程度。具体地,本文将 *FN-CHK* 方法下识别僵尸企业的三个细分指标作为被解释变量,变量利息差(*INTERGAP*)为样本企业当年实际支付的利息与最低应付利息之间的差额并经总资产标准化,变量盈利能力(*EBITRATIO*)为样本企业当年的息税前利润并经总资产标准化,债务规模(*LIABILITY*)为样本企业当年的短期借款、长期借款以及应付债券之和再取自然对数,这些连续指标可以较好地衡量样本企业的僵尸化程度(马新啸等,2021)。表 9 结果显示,列(1)和列(2)中 *TARGET\_FIT1* 和 *TARGET\_FIT2* 的系数不显著,列(3)和列(4)中 *TARGET\_FIT1* 和 *TARGET\_FIT2* 的系数在 5% 的水平上显著为正,而列(5)和列(6)中 *TARGET\_FIT1* 和 *TARGET\_FIT2* 的系数至少在 5% 的水平上显著为负。这表明,经济增长目标契合主要从改善盈利能力和降低债务规模的维度抑制当地企业的僵尸化倾向。

表 9 增长目标契合与僵尸企业治理:细分僵尸企业识别指标

	<i>INTERGAP</i>		<i>EBITRATIO</i>		<i>LIABILITY</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>TARGET_FIT1</i>	-0.006 (-0.69)		0.050** (1.98)		-0.192** (-2.16)	
<i>TARGET_FIT2</i>		-0.005 (-0.74)		0.048** (2.28)		-0.181*** (-2.60)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度、行业 and 地区	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	20165	20165	20165	20165	20165	20165
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.186	0.186	0.940	0.940	0.624	0.624

(五)基于市场价值和生产能力的经济后果检验

在符合实际的增长目标影响下,各地企业的市场价值和生产能力能否得到有效改善?对此,本文以样本企业的托宾 *Q* 值来衡量其资本市场价值(*TOBINQ*),以 *OP* 方法测度的样本企业全要素生产率来衡量其生产能力(*TFP*),将这两个变量作为被解释变量、样本企业的僵尸化倾向(*ZOMBIE\_FNCHK*)作为中介变量进行经济后果检验。表 10 列(1)和列(2)中 *TARGET\_FIT1* 和 *TARGET\_FIT2* 的系数至少在 5% 的水平上显著为正,*ZOMBIE\_FNCHK* 的系数在 1% 的水平上显著为负,而且回归通过了 *Sobel* 中介效应检验,表明增长目标契合能够通过抑制企业僵尸化倾向来提升其资本市场价值。列(3)和列(4)中 *TARGET\_FIT1* 和 *TARGET\_FIT2* 的系数至少在 5% 的水平上显著为正,*ZOMBIE\_FNCHK* 的系数在 1% 的水平上显著为负,而且回归通过了 *Sobel* 中介效应检验,表明增长目标契合还能通过抑制企业僵尸化倾向来提升其生产能力。

表 10 增长目标契合与僵尸企业治理:市场价值和生产能力的经济后果检验

	<i>TOBINQ</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>TFP</i>	<i>TFP</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>TARGET_FIT1</i>	0.051*** (2.69)		0.044** (2.25)	
<i>TARGET_FIT2</i>		0.035** (2.31)		0.037*** (2.63)
<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	-0.167*** (-3.08)	-0.164*** (-3.02)	-0.242*** (-3.93)	-0.238*** (-3.86)

续表 10 增长目标契合与僵尸企业治理: 市场价值和生产能力的经济后果检验

	<i>TOBINQ</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>TFP</i>	<i>TFP</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度、行业和地区	控制	控制	控制	控制
观测值	20165	20165	20165	20165
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.375	0.375	0.292	0.292
<i>Sobel Z</i> 值	1.97**	2.20**	2.65***	3.43***

## 六、结论与启示

本文以 2003—2020 年沪深两市上市公司为样本,研究了地区经济增长目标契合对当地企业僵尸化程度的影响。研究发现,地区设定契合真实禀赋的增长目标能够减少企业获得的非正常资源支持,引导其良性健康发展,从而抑制当地企业的僵尸化倾向。这种作用随着增长目标契合程度的降低而逐渐减弱,且在国有企业和垄断行业企业中更加明显。增长目标契合能够提升当地企业的盈利能力,降低债务规模,抑制正常企业僵尸化,促进僵尸企业恢复正常经营,最终对企业的资本市场价值和生产能力产生积极影响。

本文具有以下研究启示:第一,在经济高质量发展的新时代背景下,各级政府在制定经济社会发展规划中应充分考虑当地的自然资源、地理位置、营商环境等正式与非正式的制度特征以及人的主观能动因素,客观认识和深入理解当地真实禀赋,这样才能构建出符合市场规律的经济增长目标体系。本文研究发现,地区设定契合真实禀赋的经济增长目标能够提升政府资源配置效率,引导企业良性健康发展,从而抑制当地企业的僵尸化倾向。因此,契合真实禀赋的增长目标能够实现“有为政府”引导下“有效市场”的积极作用,政府决策时可以更加关注如何确保各地增长目标契合真实禀赋的制度设计。第二,本文为我国存量僵尸企业出清和防止正常企业僵尸化提供了一条可行的路径。本文发现,契合真实禀赋的增长目标能够提升当地企业的盈利能力,降低债务规模,抑制正常企业僵尸化,促进僵尸企业恢复正常经营,最终提升企业的市场价值和生产能力。因此,在处置僵尸企业和防范化解重大风险的过程中,应更加注重“有为政府”的施政成效,避免过度行政干预或市场无序运行的负面影响。

### 参考文献:

- [1]方明月,孙鲲鹏. 国企混合所有制能治疗僵尸企业吗?——一个混合所有制类啄序逻辑[J]. 金融研究, 2019, (1): 91—110.
- [2]黄亮雄,马明辉,王贤彬. 经济增长目标影响了企业风险承担吗?——基于市场和政府双重视角的考察[J]. 财经研究, 2021, (1): 62—76.
- [3]蒋灵多,陆毅. 最低工资标准能否抑制新僵尸企业的形成[J]. 中国工业经济, 2017, (11): 118—136.
- [4]蒋灵多,陆毅,陈勇兵. 市场机制是否有利于僵尸企业处置: 以外资管制放松为例[J]. 世界经济, 2018, (9): 121—145.
- [5]李茫茫,王红建,严楷. 经济增长目标压力与企业研发创新的挤出效应——基于多重考核目标的实证研究[J]. 南开管理评论, 2021, (1): 17—26.
- [6]黎文靖,汪顺,陈黄悦. 平衡的发展目标与不平衡的发展——增长目标偏离与企业创新[J]. 管理世界, 2020, (12): 162—174.
- [7]林毅夫. 新结构经济学——重构发展经济学的框架[J]. 经济学(季刊), 2011, (1): 1—32.

- [8]刘冲,周峰,刘莉亚,等. 财政存款、银行竞争与僵尸企业形成[J]. 金融研究, 2020, (11): 113-132.
- [9]栾甫贵,汤佳颖. 企业研发能否抑制新的僵尸企业形成[J]. 财会月刊, 2018, (20): 63-70.
- [10]马新啸,汤泰劼,蔡贵龙. 非国有股东治理与国有企业去僵尸化——来自国有上市公司董事会“混合”的经验证据[J]. 金融研究, 2021, (3): 95-113.
- [11]聂辉华,江艇,张雨潇,等. 中国僵尸企业研究报告——现状、原因和对策[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2016.
- [12]饶静,万良勇. 政府补助、异质性与僵尸企业形成——基于A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2018, (3): 3-11.
- [13]任晓怡,叶显,吴非. 地方经济增长目标、政府行为与企业全要素生产率[J]. 公共管理与政策评论, 2021, (4): 127-146.
- [14]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.
- [15]盛明泉,张敏,马黎珺,等. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界, 2012, (3): 151-157.
- [16]王万珺,刘小玄. 为什么僵尸企业能够长期生存[J]. 中国工业经济, 2018, (10): 61-79.
- [17]王永钦,李蔚,戴芸. 僵尸企业如何影响了企业创新?——来自中国工业企业的证据[J]. 经济研究, 2018, (11): 99-114.
- [18]温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, (5): 614-620.
- [19]徐康宁,陈丰龙,刘修岩. 中国经济增长的真实性和全球夜间灯光数据的检验[J]. 经济研究, 2015, (9): 17-29.
- [20]徐现祥,梁剑雄. 经济增长目标的策略性调整[J]. 经济研究, 2014, (1): 27-40.
- [21]杨继生,徐娟,吴相俊. 经济增长与环境和社会健康成本[J]. 经济研究, 2013, (12): 17-29.
- [22]余泳泽,潘妍. 中国经济高速增长与服务业结构升级滞后并存之谜——基于地方经济增长目标约束视角的解释[J]. 经济研究, 2019, (3): 150-165.
- [23]余泳泽,张少辉,杜运苏. 地方经济增长目标约束与制造业出口技术复杂度[J]. 世界经济, 2019, (10): 120-142.
- [24]曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. 经济研究, 2006, (5): 74-86.
- [25]詹新宇,曾傅雯. 经济增长目标动员与地方政府债务融资[J]. 经济学动态, 2021, (6): 83-97.
- [26]张少辉,李经,余泳泽. 地方财政收入目标制定对企业劳动收入份额的影响[J]. 经济学动态, 2021, (6): 98-112.
- [27]周琦,冼国明,明秀南. 僵尸企业的识别与预警——来自中国上市公司的证据[J]. 财经研究, 2018, (4): 130-142.
- [28]Caballero R J, Hoshi T, Kashyap A K. Zombie lending and depressed restructuring in Japan[J]. *American Economic Review*, 2008, 98(5): 1943-1977.
- [29]Chen Z Q, Yu B L, Yang C S, et al. An extended time series (2000-2018) of global NPP-VIIRS-like nighttime light data from a cross-sensor calibration[J]. *Earth System Science Data*, 2021, 13(3): 889-906.
- [30]Fukuda S I, Nakamura J I. Why did ‘zombie’ firms recover in Japan?[J]. *The World Economy*, 2011, 34(7): 1124-1137.
- [31]Henderson J V, Storeygard A, Weil D N. Measuring economic growth from outer space[J]. *American Economic Review*, 2012, 102(2): 994-1028.
- [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]Li H B, Zhou L A. Political turnover and economic performance: The incentive role of personnel control in China[J]. *Journal of Public Economics*, 2005, 89(9-10): 1743-1762.
- [34]Li J Y. The paradox of performance regimes: Strategic responses to target regimes in Chinese local government[J]. *Public Administration*, 2015, 93(4): 1152-1167.
- [35]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2-3): 159-189.



## Growth Target Alignment and Disposal of Zombie Firms

Ma Xinxiao<sup>1,2</sup>, Tang Taijie<sup>3</sup>, Hu Yue<sup>4</sup>

(1. Management College, Ocean University of China, Qingdao 266100, China; 2. China Business Working Capital Management Research Center, Ocean University of China, Qingdao 266100, China; 3. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China; 4. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** In the new era of economic structural transformation and prevention of major risks, how to better deal with zombie firms has become a topic of common concern in the fields of decision-making, social practice, and academic research. Generally speaking, zombie firms refer to firms that have suffered losses for a long time, are unable to make profits, and have stagnant production, but can continue to survive with high government subsidies and low-interest bank credit, which have a serious negative impact on the high-quality development of the national economy. However, existing research has not paid enough attention to the key role of local governments, especially the setting of economic growth targets, in the disposal of zombie firms.

In this case, based on the reality that the economic growth target setting in various regions of China is generally higher than the real endowment, this paper takes listed companies from 2003 to 2020 as a sample to study the impact of growth target alignment on the degree of zombification of local firms. It is found that setting a growth target that fits the real endowment in a region can decrease the abnormal resource support that firms obtain and guide their healthy development, thereby reducing the zombification tendency of local firms. Further research finds that the aforementioned effect gradually weakens with the decreasing degree of growth target alignment, and is more pronounced in firms in state-controlled and monopoly industries. Moreover, growth target alignment can improve the profitability ability and reduce the debt scale of local firms, thereby realizing the dynamic governance effects of dezombification of normal firms and normalization of zombie firms, which ultimately has a positive impact on the market value and production capacity of corresponding firms.

This paper has the following contributions and inspirations in theory and practice. In theory, different from the literature that simply studies the value of growth target setting, this paper defines and scientifically measures the growth target alignment with the real endowment, and deconstructs the growth target into two parts: real endowment and growth target alignment, which provides an important extension of academic research on the economic consequences of growth goals and the disposal of zombie firms. In practice, this paper shows that local governments setting economic growth targets in line with the real endowment can optimize the efficiency of public resource allocation and improve the healthy development of firms, so as to effectively manage the phenomenon of local zombie firms, which strongly supports the active exploration of national leaders in the overall coordination of “promising government” and “efficient market”.

**Key words:** growth target; real endowment; growth target alignment; degree of zombification; disposal of zombie firms

(责任编辑 康 健)