

# 要素市场整合与中国企业去僵尸化\*

马新啸<sup>1</sup> 汤泰劼<sup>2</sup> 仲崇阳<sup>3</sup>



(1. 中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心, 山东 青岛 266100;

2. 北京大学光华管理学院, 北京 100871;

3. 上海财经大学城市与区域科学学院, 上海 200433)

**内容提要:**不断完善要素市场化配置体制机制是全面建设社会主义现代化国家的核心动力,精准有效处置僵尸企业构成我国微观主体高质量发展的关键环节。本文研究区域要素市场整合对当地企业僵尸化倾向的影响作用及内在机理。研究发现:更高层次的要素市场整合能够促进外地优质资本流入、挤出企业所获非正常资源支持,以及改善本地企业跨区域运用生产要素,从而对当地企业的僵尸化倾向产生抑制作用,并且前述效果在国有企业中更为明显;进一步研究发现,要素市场整合能够提升区域内企业的盈利能力并降低软约束信贷水平,进而实现僵尸企业正常化的动态治理成效,最终对相应企业的生产能力和经营绩效具有积极影响。本文不仅对决策高层统筹运用“看得见的手”和“看不见的手”处置僵尸企业提供政策参考,而且对要素市场整合和僵尸企业治理的学术研究做出重要拓展。

**关键词:**要素市场整合 去僵尸化 资本流入 要素资源配置

**中图分类号:**F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)10—0022—17

## 一、引言

近年来,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,如何精准有效处置僵尸企业和预防正常企业僵尸化,成为决策高层、社会实践以及学术研究领域共同关注的话题。理论上,僵尸企业(zombie firm)指的是长期亏损、无法盈利、生产停滞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,其不仅侵占其他正常经营企业应享有的社会经济资源、形成“挤出效应”(谭语嫣等,2017<sup>[1]</sup>;王永钦等,2018<sup>[2]</sup>),而且阻碍市场整体生产效率提升和技术进步(Caballero等,2008<sup>[3]</sup>;Kwon等,2015<sup>[4]</sup>),最终对经济社会发展造成严重不良影响。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%,电力、热力、冶金、石油化工等能源行业中的僵尸企业比例较高,其中水生产与供应行业有超过25%的公司属于僵尸企业。值得注意的是,管理相对规范、资质较为良好的上市公司亦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)<sup>[5]</sup>。2017年2月,习近平总书记在中央财经领导

收稿日期:2022-05-11

\* 基金项目:国家自然科学基金重大项目“会计、审计对企业经营管理与宏观经济发展的影响研究”(71790603);上海财经大学研究生创新基金项目“人口再配置视角下公共服务对城市生产率的影响研究”(CXJJ-2021-439)。

作者简介:马新啸,男,副教授,管理学博士,研究领域是公司治理与企业经济,电子邮箱:mxx5530@ouc.edu.cn;汤泰劼,男,博士研究生,研究领域是公司财务与数字经济,电子邮箱:tangtaijie@pku.edu.cn;仲崇阳,男,博士研究生,研究领域是区域经济与城市经济,电子邮箱:chongy\_zhong@163.shufe.edu.cn。通讯作者:汤泰劼。

小组第十五次会议上指出要“坚定不移处置‘僵尸企业’”<sup>①</sup>,后续召开的中央政治局会议继续强调要“坚定不移深化供给侧结构性改革”和“紧紧抓住处置‘僵尸企业’这个牛鼻子”<sup>②</sup>。在此背景下,如何有效治理我国企业的僵尸化现象并促使其正常经营发展,已然成为国家治理层面的重大课题。

进一步地,国内外学者对僵尸企业的影响因素及治理方式进行了一定研究,发现资本深化(Fukuda和Nakamura,2011)<sup>[6]</sup>、研发投入(栾甫贵和汤佳颖,2018)<sup>[7]</sup>、股权制衡(方明月和孙鲲鹏,2019)<sup>[8]</sup>以及董事会监督(马新啸等,2021)<sup>[5]</sup>等微观主体财务与治理特征,以及最低工资标准(蒋灵多和陆毅,2017)<sup>[9]</sup>、外资管制(蒋灵多等,2018)<sup>[10]</sup>等外部制度因素均能影响企业的僵尸化倾向,但却忽视了区域间市场整合对僵尸企业形成动因的源头抑制作用,亦未对近年来我国不断完善要素市场化配置体制机制的实践成效给予足够重视。事实上,作为社会主义市场经济的制度优势,使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用能够实现经济高质量发展与社会公平正义的统筹兼顾。在我国各地普遍存在着一定程度的行政干预、地方保护主义等现象的情况下,整合区域间要素市场能够有效缓解政府不当干预并引导微观企业正常经营生产(彭聪等,2020)<sup>[11]</sup>,从而对当地僵尸企业出清和经济社会发展产生积极影响。曹春方等(2015)<sup>[12]</sup>发现要素市场整合能够有效避免国有企业在当地过度投资。罗伟和吕越(2015)<sup>[13]</sup>以及吕越等(2018)<sup>[14]</sup>则指出要素市场整合有助于企业的出口业务发展和利润实现,而这些都构成企业去僵尸化的关键因素。因此,对我国各地区的要素市场整合程度能否以及如何影响当地企业的去僵尸化进行研究,将是学术研究和改革实践中亟需解决的重要问题,这也正是本文的目的所在。

2013年,党的十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,首次明确提出“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。2017年,习近平总书记在党的十九大报告中指出,“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点”。2022年3月,《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》更是明确指出,“打破地方保护和市场分割,打通制约经济循环的关键堵点,促进商品要素资源在更大范围内畅通流动,加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场”。由此,更高层次的区域要素市场整合能够有效约束各地政府不当干预经济的行为,抑制当地企业的短视迎合行为并引导其结合自身实际健康有序发展,从而实现僵尸企业出清的积极治理成效。

基于此,本文以2003—2020年我国沪深两市上市公司为样本,研究区域要素市场整合对当地企业僵尸化倾向的影响作用及内在机理。本文发现:更高层次的要素市场整合能够促进外地优质资本流入、挤出企业所获非正常资源支持,以及改善本地企业跨区域运用生产要素的成效,从而对当地企业的僵尸化倾向产生抑制作用,并且前述效果在国有企业中更为明显;进一步研究表明,要素市场整合能够提升区域内企业的盈利能力并降低软约束信贷水平,进而实现僵尸企业正常化的动态治理成效,最终对相应企业的生产能力和经营绩效具有积极影响。经过诸多稳健性检验后结论不变。

本文贡献体现在以下三个方面:第一,基于不断完善要素市场化配置的制度情境,本文对要素市场整合如何影响当地企业的僵尸化倾向进行研究,从而在僵尸企业治理机制的学术领域做出重要拓展。既有研究主要围绕雇员结构精简、研发创新、董事会制衡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因素对僵尸企业的影响展开(马新啸等,2021<sup>[5]</sup>;Fukuda和Nakamura,2011<sup>[6]</sup>),本文则更加深入地探究区域间要素的市场化流动对当地企业去僵尸化的影响

① 资料来源:新华社2017年2月28日报道《习近平主持召开中央财经领导小组第十五次会议》,详见<http://jhsjk.people.cn/article/29114257>。

② 资料来源:人民网2017年7月25日报道《中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作》,详见<http://jhsjk.people.cn/article/29425573>。

机理,由此对僵尸企业治理的学术文献进行有益拓展。第二,在科学测定各地区要素市场整合水平的基础上,本文研究其对僵尸企业治理的影响作用,由此对要素市场整合微观后果的学术文献做出创新拓展。现有文献大多研究要素市场整合在中宏观层面的积极影响(毛其淋和盛斌,2012<sup>[15]</sup>;宋马林和金培振,2016<sup>[16]</sup>),少数文献开始关注其如何影响微观主体的投资选址等活动(曹春方等,2015)<sup>[12]</sup>,本文则从综合反映微观企业经营成效的僵尸化现象出发,探讨要素市场整合程度对当地企业僵尸化倾向的影响机理,从而在要素市场整合经济后果的学术领域具有增量贡献。第三,本文研究发现,高程度的要素市场整合能够优化政府资源配置效率、抑制企业僵尸化倾向,从而展现出“有效市场”作用下“政府有所不为”的积极作用,为我国各地政府处置僵尸企业提供实践指导。

## 二、理论分析与假设提出

理论上,要素市场整合指的是在地理环境、社会文化、行政管制、转移支付等诸多因素影响下本地生产要素能够自由流向外地和外地生产要素能够自由进入本地的现象,其与要素市场分割构成紧密相连但含义相反的概念(陆铭和陈钊,2009<sup>[17]</sup>;范子英和张军,2010<sup>[18]</sup>;范欣等,2017<sup>[19]</sup>)。在我国改革开放和全面建设社会主义现代化国家的历史进程中,各地区存在一定程度的要素市场分割现象已成为不争事实(白重恩等,2004<sup>[20]</sup>;曹春方等,2015<sup>[12]</sup>),而要素市场整合总体上能够对区域经济社会以及微观主体高质量发展产生积极影响(毛其淋和盛斌,2012)<sup>[15]</sup>,本文接下来对其如何影响当地企业的僵尸化倾向进行深入分析。

一般地,长期亏损、无法盈利、生产停滞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构成僵尸企业(周琏等,2018)<sup>[21]</sup>。由此,同时存在“经营管理活动与绩效较差”和“持续获得资源支持”两方面特征的企业才属于僵尸企业,这使得僵尸企业处置的关键原则在于打破其中任一条件,从而使得相应企业不再具备构成僵尸企业的识别特征(马新啸等,2022)<sup>[22]</sup>。在此基础上,要素市场整合能够通过促进外地优质资本更低成本、更高效率地流入本地,拓宽当地政府及金融机构的资源配置空间、挤出较差企业获得的非正常资源支持,以及助益本地企业跨区域运用生产要素、更好抓住各地发展机遇的两方面作用机理(曹春方等,2015)<sup>[12]</sup>,实现当地企业僵尸化程度降低的积极成效。

一方面,要素市场整合能够降低异地优质资本在本地投资建厂、生产经营的制度阻力和经济成本,促使地方政府及金融机构的有限资源向效率较高、风险较低的外地厂商配置,从而挤出本地企业过往获得的非正常经济资源支持(如政府补贴、银行信贷等),由此抑制其僵尸化倾向。实践中,地方政府直接干预抑或通过影响金融机构间接引导当地企业的经济行为来促进地区发展已成为不争事实(曹春方等,2015)<sup>[12]</sup>。具体而言,给定地区的资源总量是有限的,在要素市场整合水平较高的情况下,具有更高产出效率、更低运营风险的外地资本得以更自由地在本地投资生产(毛其淋和盛斌,2012)<sup>[15]</sup>,由此,地方政府及金融机构出于自身动机会将政府补贴、银行信贷等稀缺资源更多投入到前述优质经济主体,从而有效促进当地的经济社会发展(赵永亮和刘德学,2008)<sup>[24]</sup>,同时,在“挤出效应”下更少支持历史上粗放发展形成的产能过剩、技术落后、绩效较差却依靠“输血式”扶持以勉强存活的本地企业(戴魁早和刘友金,2016)<sup>[25]</sup>,并推动后者的破产清算等处置活动。此外,在要素市场整合程度较高的地区,完善的要素市场化配置体制机制对当地政府依法行政和配置资源提出了更高要求和更明确规定,后者以不合法、不公正渠道来支持本地绩效较差企业的现实能力受到制约(曹春方等,2015)<sup>[12]</sup>。因此,要素市场整合能够促进外地优质资本流入和拓宽当地政府资源配置空间,挤出经营较差、无法盈利的传统落后企业所获得的非正常资源支持,使僵尸企业难以存续,从而实现当地僵尸企业的有效治理。

另一方面,在各地资源禀赋有限且独特的情况下,要素市场整合不仅有助于本地主体更自由地前往异地投资生产和开展业务,而且能够促进外地人才前来就业、缓解本地劳动力要素不充分的现

象,从而助益当地企业抓住各地发展机遇和跨区域高效运用生产要素,在提升自身经营绩效的过程中规避僵尸化倾向。一般而言,给定地区适合具体企业的商业机会是有限的,高程度的要素市场整合则能降低本地企业“走出去”的制度阻力(宋渊洋和黄礼伟,2014)<sup>[23]</sup>,促使其更好地抓住外地市场机遇和持续发展壮大(饶品贵等,2019)<sup>[26]</sup>,从而在绩效改善的过程中规避僵尸化倾向。与此同时,尽管成长机会受限,但企业在本地的经营业务亦存在优化空间,要素市场整合有助于外地的先进技术、高层次人才等更加市场化地流入(杜兴强和彭妙薇,2017<sup>[27]</sup>;吉贇和杨青,2020<sup>[28]</sup>),从而助益当地企业更好地获取优质生产要素和实现本地业务绩效提升(李嘉楠等,2019<sup>[29]</sup>;郑建明等,2020<sup>[30]</sup>),由此避免沦为僵尸企业。此外,高水平的要素市场整合还可以激发本地企业的自主经营意愿,其会预期自身将能够更独立地把握市场机遇和跨区域运用要素资源,从而在更强内源动力驱使下提升市场竞争力和改善经营绩效(罗伟和吕越,2015)<sup>[13]</sup>,降低自身成为僵尸企业的可能性。

基于以上分析,本文提出如下研究假设,理论分析框架如图1所示。

H<sub>1</sub>:其他条件一定的情况下,高程度的要素市场整合能够降低当地企业的僵尸化倾向。

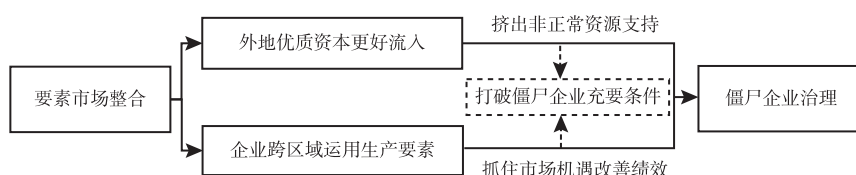


图1 要素市场整合与僵尸企业治理的分析框架

资料来源:作者整理

### 三、研究设计

#### 1. 模型设定与变量定义

借鉴既有研究(马新啸等,2021<sup>[5]</sup>;蒋灵多和陆毅,2017<sup>[9]</sup>;毛其淋和盛斌,2012<sup>[15]</sup>)的做法,本文构建如下模型检验要素市场整合对当地企业僵尸化倾向的影响作用:

$$\begin{aligned}
 ZOMBIE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 MFA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \beta_6 CASH_{i,t} \\
 & + \beta_7 CONCENTRATE_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 SOE_{i,t} + \beta_{10} BOARDSIZE_{i,t} + \beta_{11} INDEP_{i,t} \\
 & + \beta_{12} GDP_{i,t} + \beta_{13} EDU_{i,t} + \beta_{14} FDI_{i,t} + \beta_{15} PUBLIC_{i,t} + \beta_{16} CITYISE_{i,t} \\
 & + \sum INDUSTRY_i + \sum YEAR_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

首先,ZOMBIE 是本文的被解释变量,衡量样本企业的僵尸化倾向。具体而言,一方面,本文采用现有研究中最为主流的 FN-CHK 方法对样本企业是否构成僵尸企业进行识别(马新啸等,2021<sup>[5]</sup>; Fukuda 和 Nakamura,2011<sup>[6]</sup>;申广军,2016<sup>[31]</sup>),其通过补充盈利标准(profitability criterion)与常青贷款标准(evergreen lending criterion)优化了传统的 CHK 方法(Caballero 等,2008)<sup>[3]</sup>;另一方面,鉴于中国制度情境的特殊性,本文同时采用将政府补助考虑在内的修正后 FN-CHK 方法来识别僵尸企业(张栋等,2016)<sup>[32]</sup>,从而尽可能全面、准确地捕捉样本企业的僵尸化性质。

其次,MFA 是模型的解释变量,衡量样本企业办公地所在省级行政区的要素市场整合程度,本文参照 Parsley 和 Wei(1996<sup>[33]</sup>;2001<sup>[34]</sup>)、赵奇伟和熊性美(2009)<sup>[35]</sup>、毛其淋和盛斌(2012)<sup>[15]</sup>以及曹春方等(2015)<sup>[12]</sup>的做法,采用价格指数法进行测度。理论上,价格指数法使用各类要素的相对价格信息来衡量市场整合程度,其思想源自“冰山成本”模型(Samuelson,1964)<sup>[36]</sup>,后者指出商品在运输过程中会由于不可避免的损害而难以全部完整地到达目的地,如同冰山会融化一样,因此当两个地区的市场整合程度较高时,其要素的相对价格将在某个区间内波动而不必趋近于1(毛其淋和盛斌,2012)<sup>[15]</sup>。在此基础上,本文使用各年度中国统计年鉴中的各省份商品环比价格指数进

行具体测度(毛其淋和盛斌,2012)<sup>[15]</sup>;本文计算出2003—2020年各省份之间商品环比价格指数一阶差分的差值绝对值,即相对价格绝对值;为缓解商品自身特征对价格差异的影响,本文采用去均值法进行处理,从而得到仅与地区间市场整合因素相关的相对价格变动值;本文计算各省份之间的相对价格方差,并按照各省份进行合并,从而得到各省份与全国其他省份的市场分割指数;本文对市场分割指数取倒数并求标准差,从而得到各地区要素市场整合程度。特别地,前述市场整合程度的测度方法考虑了整个国内市场,相较于陆铭和陈钊(2009)<sup>[17]</sup>仅考虑相邻省份更加符合我国要素市场整合的现实国情(毛其淋和盛斌,2012)<sup>[15]</sup>。

最后,参照现有文献的做法(毛其淋和盛斌,2012<sup>[15]</sup>;蒋灵多和陆毅,2017<sup>[9]</sup>;马新啸等,2021<sup>[5]</sup>),本文不仅选取公司规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、盈利能力(*ROA*)、成长性(*GROWTH*)、现金持有(*CASH*)、股权集中度(*CONCENTRATE*)、上市年限(*AGE*)、产权性质(*SOE*)、董事会规模(*BOARDSIZE*)以及董事会独立性(*INDEP*)等公司财务和治理特征作为控制变量,而且选取地区经济发展程度(*GDP*)、教育发展水平(*EDU*)、对外开放水平(*FDI*)、公共服务水平(*PUBLIC*)以及城市化水平(*CITYISE*)等区域特征作为控制变量,从而更好地控制企业僵尸化特征的影响因素,缓解遗漏变量偏差。此外,所有连续型变量均在1%水平上进行Winsorize缩尾处理,回归模型采用Logit模型并经公司层面聚类的稳健标准误处理。各变量具体定义如表1所示。

表1 各变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	僵尸化倾向1	按照FN-CHK标准测算的样本企业当年属于僵尸企业则取值为1,否则为0
	<i>ZOMBIE_CHINA</i>	僵尸化倾向2	按照经政府补助修正后的FN-CHK标准测算的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	<i>MFA</i>	要素市场整合	参照毛其淋和盛斌(2012) <sup>[15]</sup> 测度得到
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模	当年总资产的自然对数
	<i>LEV</i>	资产负债率	当年总负债除以总资产
	<i>ROA</i>	盈利能力	当年总资产收益率
	<i>GROWTH</i>	成长性	当年营业收入增长率
	<i>CASH</i>	现金持有水平	当年货币资金除以总资产
	<i>CONCENTRATE</i>	股权集中度	前五大股东持股比例平方和
	<i>AGE</i>	上市年限	上市年数加1后取自然对数
	<i>SOE</i>	产权性质	样本企业为国企则取值为1,否则为0
	<i>BOARDSIZE</i>	董事会规模	董事会总人数的自然对数
	<i>INDEP</i>	董事会独立性	独立董事占董事总数比例
	<i>GDP</i>	经济发展水平	企业所在城市当年GDP的自然对数
	<i>EDU</i>	教育水平	企业所在城市当年每百人本专科在校学生数
	<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医院床位数
<i>CITYISE</i>	城市化水平	企业所在城市二三产业从业人员比重之和	

## 2. 数据来源与样本选择

在研究样本选择上,本文以2003—2020年沪深两市上市公司为研究对象。在研究期间选择上,鉴于2003年以来我国上市公司的诸多公司治理数据才便于获得,故本文选取2003—2020年为样本期间。本文使用的企业僵尸化数据是参照既有文献(申广军,2016<sup>[31]</sup>;张栋等,2016<sup>[32]</sup>)自行

测度得到,其他财务与治理数据主要来自 CSMAR 数据库,地区经济数据主要来自各类统计年鉴。通过剔除金融行业公司、财务数据异常(资产负债率大于1)以及主要变量数据缺失的样本,本文最终获得 27869 个企业一年度观测值。

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。一方面,样本期内上市公司僵尸化倾向的平均值分别为 2% 和 3%,标准差分别为 0.139 和 0.169,表明不同上市公司的僵尸化倾向存在较大差异;另一方面,样本期内各地区要素市场整合程度的最小值和最大值分别为 0.368 和 1.368,表明我国各地区以市场方式配置生产要素的水平仍有明显差异。此外,其余控制变量与已有文献(毛其淋和盛斌,2012)<sup>[15]</sup>基本一致,未见明显差异。

表 2 描述性统计分析

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ZOMBIE_FNCHK	27869	0.020	0.139	0.000	0.000	1.000
ZOMBIE_CHINA	27869	0.030	0.169	0.000	0.000	1.000
MFA	27869	0.815	0.211	0.368	0.807	1.368
SIZE	27869	21.993	1.286	19.167	21.835	25.929
LEV	27869	0.461	0.205	0.062	0.462	0.999
ROA	27869	0.032	0.065	-0.381	0.032	0.195
GROWTH	27869	0.203	0.544	-0.701	0.113	3.894
CASH	27869	0.170	0.121	0.006	0.138	0.607
CONCENTRATE	27869	0.168	0.120	0.014	0.135	0.563
AGE	27869	2.147	0.735	0.000	2.303	3.258
SOE	27869	0.457	0.498	0.000	0.000	1.000
BOARDSIZE	27869	2.160	0.205	1.609	2.197	2.708
INDEP	27869	0.369	0.053	0.250	0.333	0.571
GDP	27869	17.625	1.181	14.643	17.728	19.684
EDU	27869	4.058	3.216	0.177	3.376	12.485
FDI	27869	11.870	1.821	6.500	12.250	14.705
PUBLIC	27869	58.955	22.466	16.166	57.293	110.160
CITYISE	27869	0.990	0.0252	0.801	0.997	1.000

### 2. 基本回归结果

表 3 列示了要素市场整合与僵尸企业存在性的基本回归结果。从中可以发现,第(1)和(3)列中 MFA 的系数均在 1% 水平上显著为负,这表明要素市场整合有助于降低当地企业的僵尸化倾向;进一步地,在控制公司和地区层面诸多因素影响的基础上,第(2)和(4)列中 MFA 的系数依旧在 1% 水平上显著为负,这表明要素市场整合对我国企业僵尸化具有明显的抑制作用。同时,第(2)列的回归结果表明样本企业所在省份的要素市场整合程度每提升一个单位,其形成按 FN-CHK 标准测算的僵尸企业的概率下降约 2.0%;第(4)列的回归结果表明样本企业所在省份的要素市场整合程度每提升一个单位,其形成按修正后 FN-CHK 标准测算的僵尸企业的概率下降约 2.5%<sup>①</sup>。

① 本文使用 Stata 在 Logit 回归后的 margins 命令计算得到平均边际效应(AME),这相较于解读自变量变化对因变量胜率的影响更为直接。

由此可见,要素市场整合对当地企业僵尸化倾向的抑制作用在经济意义上亦较为明显,本文的研究假设  $H_1$  得到支持。

表 3 要素市场整合与中国企业去僵尸化的基本回归结果

变量	<i>Dep Var = ZOMBIE_FNCHK</i>		<i>Dep Var = ZOMBIE_CHINA</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MFA</i>	-1.470 *** (-3.67)	-1.173 *** (-2.93)	-1.115 *** (-3.30)	-0.978 *** (-2.84)
<i>SIZE</i>		0.285 *** (5.20)		0.230 *** (4.64)
<i>LEV</i>		4.766 *** (13.05)		4.652 *** (16.12)
<i>ROA</i>		-5.880 *** (-9.90)		-4.089 *** (-8.04)
<i>GROWTH</i>		-1.033 *** (-3.96)		-1.041 *** (-5.15)
<i>CASH</i>		-0.463 (-0.54)		-0.711 (-1.08)
<i>CONCENTRATE</i>		0.215 (0.40)		-0.069 (-0.14)
<i>AGE</i>		0.304 ** (2.29)		0.294 *** (2.59)
<i>SOE</i>		0.190 (1.38)		0.247 ** (2.12)
<i>BOARDSIZE</i>		-0.230 (-0.64)		-0.208 (-0.69)
<i>INDEP</i>		0.249 (0.22)		-0.020 (-0.02)
<i>GDP</i>		-0.217 * (-1.66)		-0.236 ** (-2.31)
<i>EDU</i>		-0.011 (-0.48)		-0.012 (-0.57)
<i>FDI</i>		0.114 (1.57)		0.107 * (1.85)
<i>PUBLIC</i>		0.009 ** (2.47)		0.008 ** (2.51)
<i>CITYISE</i>		1.765 (1.00)		2.703 * (1.71)
常数项	-3.517 *** (-5.49)	-13.181 *** (-4.94)	-3.072 *** (-5.67)	-11.526 *** (-4.95)
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	27869	27869	27869	27869
伪 $R^2$	0.056	0.230	0.041	0.202

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著;括号为  $z$  值或  $t$  值,下同

### 3. 稳健性检验

为保障研究结论的可靠性,本文进行如下四方面的稳健性检验:

第一,为缓解变量测量误差对研究结论的影响,本文分别更换被解释变量和解释变量的度量方

式重新进行回归。一方面,在缓解被解释变量的度量误差上,本文参照马新啸等(2021)<sup>[5]</sup>的做法,分别以 CHK 方法和国务院标准重新对样本企业是否构成僵尸企业进行识别<sup>①</sup>,由此构造出虚拟变量 ZOMBIE\_CHK 和 ZOMBIE\_GUO 再进行回归,结果如表 4 的第(1)和(2)列所示。可以发现,其中 MFA 的系数均在 5% 水平上显著为负,这表明缓解被解释变量的度量误差后结论保持稳健;另一方面,在缓解解释变量的度量误差上,本文以市场化指数报告(王小鲁等,2019)<sup>[37]</sup>中的要素市场发育程度衡量样本企业所在地的要素市场整合水平(MFA2),并将其作为解释变量按照模型(1)回归,结果如表 4 的第(3)和(4)列所示。可以发现,MFA2 的系数均在 1% 水平上显著为负,这表明缓解解释变量的度量误差后结论保持稳健。由此可见,缓解变量测量误差后本文结论不变。

表 4 稳健性检验:缓解变量测量误差

变量	ZOMBIE_CHK	ZOMBIE_GUO	ZOMBIE_FNCHK	ZOMBIE_CHINA
	(1)	(2)	(3)	(4)
MFA	-0.308 ** (-2.34)	-0.678 ** (-2.49)		
MFA2			-0.115 *** (-3.20)	-0.076 *** (-2.67)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	27869	27869	27869	27869
伪 R <sup>2</sup>	0.070	0.341	0.231	0.203

第二,为缓解模型设定偏误的影响,本文使用生存模型进行回归分析。具体而言,鉴于企业的僵尸化倾向属于持续动态变化的结果,因此本文参照吴先明等(2017)<sup>[38]</sup>使用生存模型重新进行回归,结果如表 5 所示,可以发现,第(1)~(4)列中 MFA 的系数均在 1% 水平上负显著,这表明缓解模型设定偏误后结果保持一致。

表 5 稳健性检验:缓解模型设定偏误

变量	Dep Var = ZOMBIE_FNCHK		Dep Var = ZOMBIE_CHINA	
	Cox PH 模型	比例风险模型	Cox PH 模型	比例风险模型
	(1)	(2)	(3)	(4)
MFA	-1.831 *** (-5.34)	-1.862 *** (-5.56)	-1.757 *** (-6.11)	-1.251 *** (-4.49)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	25428	25428	24766	24766

第三,缓解样本选择导致的结论偏差。一方面,本文采用倾向性得分匹配(PSM)后的样本进行回归。具体而言,本文分年度按照样本企业所在地的要素市场整合程度进行五等分,以其中要素市场整合程度最高的五分之一样本为试验组,以模型(1)中的全部控制变量为匹配变量,采用卡尺为 0.05 的近邻匹配方法进行不返回的 1:1 的倾向性得分匹配,均衡性检验显示匹配后各变量在试验

① 2015 年 12 月的国务院常务会议研究处置“僵尸企业”时提出连续三年亏损的判定标准,本文结合上市公司特点并参照已有文献,若样本企业连续三年扣非净利润均为负,则 ZOMBIE\_GUO 取值为 1、否则为 0,详见 [http://www.gov.cn/guowuyuan/2015-12/10/content\\_5022115.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2015-12/10/content_5022115.htm)。



组和对照组间基本均衡,匹配效果较好。进一步地,本文仅保留匹配后的研究样本采用模型(1)进行回归,结果如表6的第(1)和(2)列所示,可以发现,*MFA*的系数至少在5%水平上显著为负。另一方面,本文对模型中全部变量在省份层面分年度取均值后再进行回归,结果如表6的第(3)和(4)列所示,可以发现,*MFA*的回归系数仍在1%水平上负向显著。由此表明,缓解样本选择偏误后本文结论保持稳健。

表6 稳健性检验:缓解样本选择偏差

变量	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>
	倾向性得分匹配		省份层面均值回归	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MFA</i>	-1.880 *** (-3.16)	-1.057 ** (-2.13)	-0.146 *** (-3.43)	-0.211 *** (-3.65)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	9058	9058	489	489
伪 $R^2$ 或 $R^2$	0.223	0.196	0.591	0.575

第四,为缓解反向因果导致的内生性问题,本文使用工具变量进行两阶段回归。具体而言,本文参照陈刚(2012)<sup>[39]</sup>和曹春方等(2017)<sup>[40]</sup>的做法,以样本企业所在地区是否经历2008年高级人民法院院长异地交流任职(*JUDICIAL\_INDEP*)作为要素市场整合的工具变量。具体地,本文参照陈刚(2012)<sup>[39]</sup>手工收集整理2008年中国境内31个省级行政区高级人民法院院长异地交流数据,当样本企业所在省份经历2008年高级人民法院院长异地交流任职事件时则*JUDICIAL\_INDEP*取值为1,否则为0。一方面,当时境内共有14个省级行政区的高级人民法院院长由其他省份(或最高人民法院)交流过来任职,并且这14个省级行政区的地域分布较为平衡,其中属于东部地区的有6个(天津、河北、上海、浙江、广东和海南),属于中部地区的有3个(江西、河南和湖南),属于西部地区的有5个(重庆、四川、贵州、云南和陕西);另一方面,在其他17个省级行政区中,8个省级行政区的高级人民法院院长由本省份其他部门交流过来任职,剩余9个省级行政区的高级人民法院院长均属留任或由本省份高级人民法院干部晋升,因此这17个省级行政区的高级人民法院院长不属于异地交流任职的干部。在此基础上,省级高级人民法院院长的异地工作交流有助于提升司法独立性和抑制地方保护主义,从而对当地各类生产要素的市场化配置提供相对更好的法治保障,缓解市场分割现象(曹春方等,2017)<sup>[40]</sup>。此外,僵尸化性质属于企业的内部财务管理特征,与地区是否存在法官异地交流的相关性较低,*JUDICIAL\_INDEP*在理论上较好地满足了外生性和相关性的工具变量要求。工具变量回归的结果如表7所示,可以发现,第一阶段中*JUDICIAL\_INDEP*的系数在1%水平上显著为正,第二阶段中*MFA*的回归系数仍在1%水平上负显著。此外,回归亦通过弱工具变量检验,这表明缓解反向因果问题后本文的研究结论保持稳健。

表7 稳健性检验:缓解反向因果问题

变量	<i>MFA</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>
	<i>First-step</i>	<i>Second-step</i>	<i>Second-step</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>JUDICIAL_INDEP</i>	0.072 *** (28.31)		

续表 7

变量	<i>MFA</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>
	<i>First-step</i>	<i>Second-step</i>	<i>Second-step</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>MFA</i>		-0.124 *** (-3.04)	-0.136 *** (-2.76)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是
样本量	27869	27869	27869
R <sup>2</sup>	0.684	0.038	0.047

## 五、进一步研究

### 1. 机制检验

前文指出,要素市场整合不仅可以促进外地优质资本流入,通过优化政府资源配置效率来挤出企业获得的非正常资源支持,而且能够助益本地企业跨区域运用生产要素、改善其经营绩效,从而实现对其辖区内僵尸企业的有效治理,本文进一步对其中的机制进行检验。

一方面,在“要素市场整合→外地优质资本流入、挤出企业非正常资源支持→实现僵尸企业治理”的作用机制上,本文从外地资本流入和企业所获非正常资源支持两个角度进行检验。具体而言,如果前述作用机理成立,那么要素市场整合对僵尸企业治理的积极效果应当在外地流入资本较少的区域以及所获非正常资源支持水平较高的企业中更为明显。在此基础上,参照曹春方等(2015)<sup>[12]</sup>的做法,本文以样本企业所在省份的异地上市公司设立子公司占比和外资企业占比刻画其外地资本流入水平,当异地上市公司设立子公司数量占全部上市公司所设子公司数量的比例低于分年度中位数时 *LSUBFIRM* 取值为 1, 否则为 0; 当外资企业数量占三资企业总数的比例低于分年度中位数时 *LFORFIRM* 取值为 1, 否则为 0。通过设置前述虚拟变量与要素市场整合的交乘项作为解释变量,从而进行作用机理检验。回归结果如表 8 所示,可以发现,第(1)~(4)列中 *MFA* × *LSUBFIRM* 和 *MFA* × *LFORFIRM* 的系数均在 5% 水平上负显著,这表明要素市场整合可以通过促进外地资本要素流入的作用机理来抑制当地企业僵尸化倾向。

表 8 机制检验: 外地资本流入

变量	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MFA</i> × <i>LSUBFIRM</i>	-1.403 ** (-2.50)	-0.945 ** (-2.25)		
<i>MFA</i> × <i>LFORFIRM</i>			-1.084 ** (-2.18)	-0.914 ** (-2.36)
控制变量(含交乘单项)	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	27869	27869	27869	27869
伪 R <sup>2</sup>	0.233	0.204	0.232	0.204

进一步地,参照盛明泉等(2012)<sup>[41]</sup>的做法,本文以企业过度获取的政府补贴及银行信贷刻画其得到的非正常资源支持水平。样本企业当年获得的政府补贴数额平减所在行业均值高于分年度

中位数时  $HSUB$  取值为 1, 否则为 0; 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高于分年度中位数时  $HDEBT$  取值为 1, 否则为 0。通过设置前述虚拟变量与要素市场整合的交乘项作为解释变量, 从而进行作用机理检验。回归结果如表 9 所示, 可以发现, 第 (1) ~ (4) 列中  $MFA \times HSUB$  和  $MFA \times HDEBT$  的系数至少在 5% 水平上显著为负。由此可见, 要素市场整合通过促进外地优质资本流入、挤出企业所获非正常资源支持的机制来实现僵尸企业有效治理的结论得到实证支撑。

表 9 机制检验: 非正常资源支持挤出

变量	$ZOMBIE\_FNCHK$	$ZOMBIE\_CHINA$	$ZOMBIE\_FNCHK$	$ZOMBIE\_CHINA$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$MFA \times HSUB$	-1.210** (-2.21)	-1.077** (-2.46)		
$MFA \times HDEBT$			-2.391*** (-2.55)	-1.828*** (-3.10)
控制变量(含交乘单项)	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	27869	27869	27869	27869
伪 $R^2$	0.232	0.208	0.244	0.218

另一方面, 在“要素市场整合→企业跨区域运用生产要素、改善经营管理成效→实现僵尸企业治理”的作用机制上, 本文从企业资本要素和劳动力要素运用优化两个角度进行研究。具体而言, 如果前述作用机理成立, 那么要素市场整合对僵尸企业治理的积极效果应当在跨区域运用资本、劳动力要素成效较低的企业中更为明显。在此基础上, 参照曹春方等(2015)<sup>[12]</sup>的做法, 本文以企业的异地子公司占比和集团整体投资效率刻画其跨区域资本要素运用成效。样本企业在外省设立的子公司数量占其全部子公司数量的比例低于分年度分行业中位数时  $LWAI SUB$  取值为 1, 否则为 0; 样本企业以回归残差绝对值衡量的非效率投资水平高于分年度分行业中位数时  $LINVEFFI$  取值为 1, 否则为 0。通过设置前述虚拟变量与要素市场整合的交乘项作为解释变量, 从而进行机制检验。回归结果如表 10 所示, 可以发现, 第 (1) ~ (4) 列中  $MFA \times LWAI SUB$  和  $MFA \times LINVEFFI$  的系数至少在 5% 水平上负显著, 这表明要素市场整合可以改善当地企业跨区域运用资本要素的成效, 进而抑制其僵尸化倾向。

表 10 机制检验: 企业资本要素运用优化

变量	$ZOMBIE\_FNCHK$	$ZOMBIE\_CHINA$	$ZOMBIE\_FNCHK$	$ZOMBIE\_CHINA$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$MFA \times LWAI SUB$	-8.966** (-2.46)	-3.480** (-2.02)		
$MFA \times LINVEFFI$			-1.308*** (-2.72)	-0.750** (-2.00)
控制变量(含交乘单项)	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	27869	27869	27869	27869
伪 $R^2$	0.233	0.203	0.231	0.203

进一步地,参照马新啸等(2020)<sup>[42]</sup>的做法,本文以企业的整体劳动投资效率和高层次人才雇佣水平刻画其跨区域劳动力要素运用成效。样本企业以回归残差绝对值衡量的非效率劳动投资水平高于分年度分行业中位数时 *LEMPEFFI* 取值为 1, 否则为 0; 样本企业的硕士及以上学历雇员占员工总数比例低于分年度分行业中位数时 *LTALENT* 取值为 1, 否则为 0。通过设置前述虚拟变量与要素市场整合的交乘项作为解释变量, 从而进行作用机理检验。回归结果如表 11 所示, 可以发现, 第(1)~(4)列中 *MFA* × *LEMPEFFI* 和 *MFA* × *LTALENT* 的系数至少在 5% 水平上负向显著。由此可见, 要素市场整合通过助益本地企业跨区域运用生产要素、改善其发展状况及经营绩效的机制来实现僵尸企业有效治理的结论得到实证支撑。

表 11 机制检验: 企业劳动力要素运用优化

变量	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>	<i>ZOMBIE_FNCHK</i>	<i>ZOMBIE_CHINA</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MFA</i> × <i>LEMPEFFI</i>	-1.281*** (-2.61)	-0.805** (-2.07)		
<i>MFA</i> × <i>LTALENT</i>			-1.560** (-2.43)	-1.009** (-2.14)
控制变量(含交乘单项)	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	27869	27869	27869	27869
伪 R <sup>2</sup>	0.232	0.203	0.231	0.203

## 2. 产权性质的异质性检验

进一步地, 本文对产权性质如何影响要素市场整合与企业僵尸化倾向之间的关系进行研究。具体地, 国有僵尸企业和民营僵尸企业在形成原因和治理方式上存在明显差别, 相较于民营企业, 国有企业存在着政府干预更强、市场竞争力及适应性更差的特点, 这使得理论上要素市场整合对国有企业僵尸化的治理作用应当更为明显。在此情况下, 本文按照样本企业的产权性质将其划分为国有企业和民营企业进行分组回归, 结果如表 12 所示。从中可以发现, 第(1)和(3)列中 *MFA* 的系数均在 1% 水平上负显著, 第(2)和(4)列中 *MFA* 的系数均不显著, 并且组间系数差异显著, 这表明相较于民营企业, 要素市场整合对国有企业僵尸化倾向的抑制作用更为明显, 从而更好地支持本文理论分析。

表 12 产权性质的异质性检验

变量	<i>Dep Var = ZOMBIE_FNCHK</i>		<i>Dep Var = ZOMBIE_CHINA</i>	
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MFA</i>	-2.376*** (-4.13)	0.635 (1.11)	-1.466*** (-3.04)	-0.291 (-0.63)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	12738	15131	12738	15131
伪 R <sup>2</sup>	0.229	0.256	0.188	0.219
组间系数差异	0.000***		0.061*	

### 3. 动态效应检验

在上文基础上, 本文进一步对要素市场整合实现企业去僵尸化的动态过程进行研究。首先, 参照 Nakamura (2017)<sup>[43]</sup> 以及马新啸等 (2021)<sup>[5]</sup> 的做法, 本文一方面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 FN-CHK 方法识别为僵尸企业并且在  $t$  期不构成僵尸企业时  $ZOMBIE\_FNCHKG$  取值为 1, 否则为 0; 另一方面则构造衡量正常企业是否沦为僵尸企业的虚拟变量, 当样本企业在  $t-1$  期不构成僵尸企业并且在  $t$  期被 FN-CHK 方法识别为僵尸企业时  $ZOMBIE\_FNCHKB$  取值为 1, 否则为 0。与此同时, 本文按照同样过程构造经政府补助修正后的 FN-CHK 识别方法下的变量  $ZOMBIE\_CHINAG$  和  $ZOMBIE\_CHINAB$ , 从而以上述虚拟变量作为被解释变量来进行检验。回归结果如表 13 所示, 从中可以发现, 第(1)和(3)列中  $MFA$  的系数均在 5% 水平上显著为正, 这表明高程度的要素市场整合能够帮助当地僵尸企业恢复正常经营发展; 同时, 第(2)和(4)列中  $MFA$  的系数至少在 5% 水平上显著为负, 表明高程度的要素市场整合能够抑制样本企业的僵尸化动态倾向, 本文的研究假设得到更好支持。

表 13 动态效应检验

变量	$ZOMBIE\_FNCHKG$	$ZOMBIE\_FNCHKB$	$ZOMBIE\_CHINAG$	$ZOMBIE\_CHINAB$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$MFA$	0.895 ** (2.03)	-0.963 ** (-2.26)	0.782 ** (2.17)	-0.973 *** (-2.68)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	27869	27869	27869	27869
伪 $R^2$	0.140	0.221	0.130	0.177

进一步地, 本文对僵尸企业识别方法中的细分指标进行刻画, 从而对要素市场整合如何减轻当地企业的僵尸化程度进行深入研究。一般地, 传统 CHK 方法的理论核心是将银行是否对企业进行利息费用减免作为其向企业“输血”的判断标准, 即当一家企业为其债务支付的利息少于按照市场最低利率测算出的应付利息时, 其便很可能获得银行“输血”式的优惠信贷支持, 而这种不正常借贷关系构成识别僵尸企业的关键依据。在此基础上, FN-CHK 方法通过补充“盈利标准”与“常青贷款标准”对传统 CHK 方法进行了科学改良。具体而言, 一方面, 鉴于银行更有动机向资质良好、违约风险低的企业提供优惠信贷, “盈利标准”将  $t$  年息税前利润高于 CHK 方法中最低应付利息的僵尸企业重新识别为正常企业, 从而降低传统方法将非僵尸企业误判为僵尸企业的可能性; 另一方面, “常青贷款标准”则将  $t-1$  年资产负债率高于 50% 且在  $t$  年贷款仍增加作为识别僵尸企业的补充标准, 从而降低部分企业通过到期贷款展期等方式难以被传统方法识别的概率。

由此, 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, 研究要素市场整合对其的治理成效, 这些作为连续变量的指标可以较好地衡量样本企业的僵尸化程度 (马新啸等, 2021)<sup>[5]</sup>。具体地, 本文定义变量利息差 ( $INTERGAP$ ) 为样本企业当年实际支付利息与最低应付利息之间的差额并经总资产标准化, 定义变量盈利能力 ( $EBITRATIO$ ) 为样本企业当年的息税前利润并经总资产标准化, 定义债务规模 ( $LIABILITY$ ) 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, 进而以前述三者作为被解释变量进行回归。表 14 列示了回归结果, 可以发现, 第(1)和(2)列中  $MFA$  的系数至少在 10% 水平上正显著, 而第(3)列中  $MFA$  的系数虽为负但不显著, 这表明要素市场整合能够改善当地企业的盈利能力并降低其软约束信贷水平, 从而降低其僵尸化程度。

表 14 动态效应检验:细分僵尸企业指标

变量	<i>Dep Var = INTERGAP</i>	<i>Dep Var = EBITRATIO</i>	<i>Dep Var = LIABILITY</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>MFA</i>	0.065* (1.93)	0.302** (2.54)	-0.339 (-0.90)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是
样本量	27869	27869	27869
R <sup>2</sup>	0.179	0.920	0.594

#### 4. 经济后果检验

最后,本文对要素市场整合降低当地企业僵尸化倾向的经济后果进行研究。前文发现,要素市场整合能够对本地企业的僵尸化倾向产生抑制作用。由此,各地企业在要素市场整合的影响下降低僵尸化程度后,其生产能力和经营绩效能否得到有效改善?对此,参照杨兴全等(2018)<sup>[44]</sup>、马新啸等(2021)<sup>[5]</sup>的做法,本文以 OP 方法测度的样本企业下一期的全要素生产率衡量其生产能力(*FTFP*),以样本企业下一期的总资产报酬率衡量其经营绩效(*FROA*),将此二者作为被解释变量,并设置企业僵尸化倾向与要素市场整合的交乘项作为解释变量,从而进行经济后果检验。回归结果如表 15 所示,可以发现,第(1)~(4)列中 *MFA* × *ZOMBIE\_FNCHK* 和 *MFA* × *ZOMBIE\_CHINA* 的系数均至少在 5% 水平上显著为正,这表明要素市场整合能够通过降低样本企业的僵尸化倾向提升其生产能力和经营绩效。由此可见,良好的要素市场整合实践能够产生积极的社会经济效果。

表 15 经济后果检验

变量	<i>Dep Var = FTFP</i>		<i>Dep Var = FROA</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MFA</i> × <i>ZOMBIE_FNCHK</i>	2.198*** (5.01)		0.033** (2.11)	
<i>MFA</i> × <i>ZOMBIE_CHINA</i>		1.952*** (5.11)		0.022** (2.08)
控制变量(含交乘单项)	控制	控制	控制	控制
行业/年度固定效应	是	是	是	是
样本量	20200	20200	20200	20200
R <sup>2</sup>	0.290	0.282	0.148	0.149

## 六、结论与启示

加强要素市场化配置是建设统一开放、竞争有序市场体系的关键保障,是坚持和完善社会主义市场经济制度、加快完善社会主义市场经济体制的重要内容,而精准有效处置僵尸企业构成我国微观主体高质量发展的关键环节。在此背景下,本文以 2003—2020 年沪深两市上市公司为样本,研究区域要素市场整合对当地企业僵尸化倾向的影响作用及内在机理。本文发现:更高层次的要素市场整合能够促进外地优质资本流入、挤出企业所获非正常资源支持,以及改善本地企业跨区域运用生产要素的成效,从而对当地企业的僵尸化倾向产生抑制作用,并且前述效果在国有企业中更为明显;进一步研究表明,要素市场整合能够提升区域内企业的盈利能力并降低软约束信贷水平,进而实现僵尸企业正常化的动态治理成效,最终对相应企业的生产能力和经营绩效具有积极影响;此

外,经过稳健性检验后结论不变。

本文从市场配置要素资源的维度对我国僵尸企业治理进行研究,具有以下政策启示:第一,在僵尸企业治理方面,决策高层应当更加重视要素市场整合的积极作用,以健全完善各类要素市场化配置体制机制为重要抓手。在我国改革开放的长期历史进程中,相当数量的企业难以适应市场经济规律,却在政府补助、低息贷款等“输血式”补贴下继续存活,政府不当干预构成僵尸企业存活和正常企业僵尸化的源头动因。本文表明,更高层次的要素市场整合能够缓解政府不当干预和助益当地企业正常经营,从而对后者的僵尸化倾向产生抑制效果。2021年11月,党的第三份历史决议明确了“坚持和完善社会主义基本经济制度,使市场在资源配置中起决定性作用,更好发挥政府作用”在中国特色社会主义新时代奋斗前进中的重要意义。因此,决策高层应当坚定不移继续深入推进市场化改革,通过资本、劳动力等要素的跨区域市场整合来发展中国特色社会主义市场经济,由此能够有效规制地方政府行为和服务我国企业高质量发展,而在此过程中僵尸企业现象便得到有效治理与缓解。

第二,在促进要素市场整合方面,决策高层应当加快建设全国统一大市场,不断健全完善要素市场化配置体制机制。2022年3月,《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》已然指出,要“加快建立全国统一的市场制度规则,打破地方保护和市场分割,打通制约经济循环的关键堵点,促进商品要素资源在更大范围内畅通流动,加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场”。在贯彻落实过程中,本文建议决策高层可以通过完善各地政府激励约束机制和推进区域协同发展的方式来建立保障实施机制,例如动态发布不当干预统一大市场建设政府清单、建立典型案例通报约谈和问题整改制度等,由此才能将全国统一大市场建设落到实处。

第三,在微观主体科学发展方面,我国企业在经营发展过程中应当重视当地各类要素的市场整合水平,高层次的要素市场整合对其正常经营和避免沦为僵尸企业至关重要。本文结论表明,要素市场整合能够提升区域内企业的盈利能力并降低软约束信贷水平,进而实现企业僵尸化程度降低和僵尸企业正常化的治理成效。因此,我国企业应当选取要素市场整合程度较高的地区来经营发展,这不仅有助于其更低成本、更高效地获取所需资源,而且能够避免政府不当干预的消极影响和大量僵尸企业的“挤出效应”,最终实现高质量发展。此外,企业的员工、债权人、投资者等利益相关者在做出自身决策时,可以更多考虑与要素市场整合水平较好地区的企业进行经济活动往来,从而维护和实现自身收益。

#### 参考文献

- [1] 谭语嫣,谭之博,黄益平,胡永泰. 僵尸企业的投资挤出效应:基于中国工业企业的证据[J]. 北京:经济研究,2017,(5): 175-188.
- [2] 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]. 北京:经济研究,2018,(11): 99-114.
- [3] Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan[J]. American Economic Review, 2008, 98, (5): 1943-1977.
- [4] Kwon, H. U., F. Narita, and M. Narita. Resource Reallocation and Zombie Lending in Japan in the 1990s[J]. Review of Economic Dynamics, 2015, 18, (4): 709-732.
- [5] 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]. 北京:金融研究,2021,(3): 95-113.
- [6] Fukuda, S., and J. Nakamura. Why Did “Zombie” Firms Recover in Japan? [J]. The World Economy, 2011, 34, (7): 1124-1137.
- [7] 栾甫贵,汤佳颖. 企业研发能否抑制新的僵尸企业形成[J]. 武汉:财会月刊,2018,(20): 63-70.
- [8] 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]. 北京:金融研究,2019,(1): 91-110.

- [9] 蒋灵多, 陆毅. 最低工资标准能否抑制僵尸企业的形成[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (11): 118 - 136.
- [10] 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]. 北京: 世界经济, 2018, (9): 121 - 145.
- [11] 彭聪, 申宇, 张宗益. 高管校友圈降低了市场分割程度吗——基于异地并购的视角[J]. 北京: 管理世界, 2020, (5): 134 - 144, 160, 14.
- [12] 曹春方, 周大伟, 吴澄澄, 张婷婷. 市场分割与异地子公司分布[J]. 北京: 管理世界, 2015, (9): 92 - 103, 169, 187 - 188.
- [13] 罗伟, 吕越. 金融市场分割、信贷失衡与中国制造业出口——基于效率和融资能力双重异质性视角的研究[J]. 北京: 经济研究, 2015, (10): 49 - 63, 133.
- [14] 吕越, 盛斌, 吕云龙. 中国的市场分割会导致企业出口国内附加值率下降吗[J]. 北京: 中国工业经济, 2018, (5): 5 - 23.
- [15] 毛其淋, 盛斌. 对外经济开放、区域市场整合与全要素生产率[J]. 北京: 经济学(季刊), 2012, (1): 181 - 210.
- [16] 宋马林, 金培振. 地方保护、资源错配与环境福利绩效[J]. 北京: 经济研究, 2016, (12): 47 - 61.
- [17] 陆铭, 陈钊. 分割市场的经济增长——为什么经济开放可能加剧地方保护? [J]. 北京: 经济研究, 2009, (3): 42 - 52.
- [18] 范子英, 张军. 财政分权、转移支付与国内市场整合[J]. 北京: 经济研究, 2010, (3): 53 - 64.
- [19] 范欣, 宋冬林, 赵新宇. 基础设施建设打破了国内市场分割吗? [J]. 北京: 经济研究, 2017, (2): 20 - 34.
- [20] 白重恩, 杜颖娟, 陶志刚, 全月婷. 地方保护主义及产业地区集中度的决定因素和变动趋势[J]. 北京: 经济研究, 2004, (4): 29 - 40.
- [21] 周璇, 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]. 上海: 财经研究, 2018, (4): 130 - 142.
- [22] 马新啸, 汤泰劼, 胡玥. 增长目标契合与僵尸企业治理[J]. 上海: 财经研究, 2022, (10): 64 - 77.
- [23] 宋渊洋, 黄礼伟. 为什么中国企业难以国内跨地区经营[J]. 北京: 管理世界, 2014, (12): 115 - 133.
- [24] 赵永亮, 刘德学. 市场歧视、区际边界效应与经济增长[J]. 北京: 中国工业经济, 2008, (12): 27 - 37.
- [25] 戴魁早, 刘友金. 要素市场扭曲如何影响创新绩效[J]. 北京: 世界经济, 2016, (11): 54 - 79.
- [26] 饶品贵, 王得力, 李晓溪. 高铁开通与供应商分布决策[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (10): 137 - 154.
- [27] 杜兴强, 彭妙薇. 高铁开通会促进企业高级人才的流动吗[J]. 北京: 经济管理, 2017, (12): 89 - 107.
- [28] 吉赞, 杨青. 高铁开通能否促进企业创新: 基于准自然实验的研究[J]. 北京: 世界经济, 2020, (2): 147 - 166.
- [29] 李嘉楠, 孙浦阳, 唐爱迪. 贸易成本、市场整合与生产专业化——基于商品微观价格数据的验证[J]. 北京: 管理世界, 2019, (8): 30 - 43, 83, 190.
- [30] 郑建明, 孙诗璐, 黄晓蓓. 高铁开通的微观治理效应——基于现金持有的实证研究[J]. 北京: 科学决策, 2020, (3): 1 - 22.
- [31] 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]. 北京: 管理世界, 2016, (12): 13 - 24, 187.
- [32] 张栋, 谢志华, 王靖雯. 中国僵尸企业及其认定——基于钢铁业上市公司的探索性研究[J]. 北京: 中国工业经济, 2016, (11): 90 - 107.
- [33] Parsley, D. C., and S. J. Wei. Convergence to the Law of One Price without Trade Barriers or Currency Fluctuations[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1996, 111, (4): 1211 - 1236.
- [34] Parsley, D. C., and S. J. Wei. Limiting Currency Volatility to Stimulate Goods Market Integration: A Price Based Approach[R]. NBER Working Paper, 2001.
- [35] 赵奇伟, 熊性美. 中国三大市场分割程度的比较分析: 时间走势与区域差异[J]. 北京: 世界经济, 2009, (6): 41 - 53.
- [36] Samuelson, P. A. Theoretical Notes on Trade Problems[J]. The Review of Economics and Statistics, 1964, 46, (2): 145 - 154.
- [37] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [38] 吴先明, 张楠, 赵奇伟. 工资扭曲、种群密度与企业成长: 基于企业生命周期的动态分析[J]. 北京: 中国工业经济, 2017, (10): 137 - 155.
- [39] 陈刚. 法官异地交流与司法效率——来自高院院长的经验证据[J]. 北京: 经济学(季刊), 2012, (4): 1171 - 1192.
- [40] 曹春方, 陈露兰, 张婷婷. “法律的名义”: 司法独立性提升与公司违规[J]. 北京: 金融研究, 2017, (5): 191 - 206.
- [41] 盛明泉, 张敏, 马黎珺, 李昊. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 北京: 管理世界, 2012, (3): 151 - 157.
- [42] 马新啸, 汤泰劼, 郑国坚. 国有企业混合所有制改革与人力资本结构调整——基于高层次人才配置的视角[J]. 北京: 财贸经济, 2020, (12): 101 - 116.
- [43] Nakamura, J. Evolution and Recovery of Zombie Firms: Japan's Experience. In: Japanese Firms During the Lost Two Decades[M]. New York: Springer Briefs in Economics, 2017.
- [44] 杨兴全, 尹兴强, 孟庆玺. 谁更趋多元化经营: 产业政策扶持企业抑或非扶持企业? [J]. 北京: 经济研究, 2018, (9): 133 - 150.



## Factor Market Integration and Chinese Enterprise De-zombification

MA Xin-xiao<sup>1</sup>, TANG Tai-jie<sup>2</sup>, ZHONG Chong-yang<sup>3</sup>

(1. Management College, China Business Working Capital Management Research Center,  
Ocean University of China, Qingdao, Shandong, 266100, China;

2. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing, 100871, China;

3. School of Urban and Regional Science, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China)

**Abstract:** In recent years, in the context of the new era of economic structural transformation and prevention of major risks, how to effectively and accurately dispose of zombie firms and prevent normal companies from being zombified has become a topic of common concern among senior decision-makers, social practice, and academic research. Theoretically, 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 barely survive by relying on high government subsidies and low-interest bank credit, which will hinder the improvement of the overall production efficiency and technological progress of the market, and ultimately have a serious adverse impact on economic and social development. However, the existing research ignores the inhibitory effect of the regional market integration on the formation of zombie firms, and does not pay enough attention to the practical effect of continuously improving the market-oriented allocation system and mechanism of factors in recent years. In this context, how to effectively manage the zombification phenomenon of Chinese enterprises and promote their normal operation and development has become a topic of great importance at the level of national governance and academic research.

On this basis, this paper studies the influence and internal mechanism of regional factor market integration on the zombification tendency of local enterprises. It finds that a higher degree of factor market integration can promote the inflow of high-quality capital from other places, crowd out the abnormal resource support obtained by enterprises, and improve the effectiveness of the latter in using production factors across regions, thereby inhibiting the zombification tendency of local enterprises. And the aforementioned effect is more obvious in state-owned enterprises. Further research shows that the regional factor market integration can improve the profitability and reduce the level of soft-constrained credit of enterprises in the region, thereby realizing the dynamic governance effect of normalization of zombie enterprises, which ultimately has a positive impact on the production capacity and business performance of corresponding enterprises. In addition, the conclusion remains unchanged after many robustness tests. This paper shows that to let the market decide the allocation of resources has positive reform results, which not only provides policy reference value for national leader to use the “visible hand” and “invisible hand” to deal with zombie firms, but also makes important expansions in academic research on regional factor market integration and governance of zombie firms.

Moreover, the contributions of this paper are reflected in the following three aspects. First, based on the institutional situation of constantly improving the market-oriented allocation of factors, this paper studies how the integration of factor markets affects the zombification tendency of local enterprises, thereby making important expansions in the academic field of zombie firm governance mechanisms. Second, on the basis of scientifically measuring the level of factor market integration in various regions, this paper studies its impact on the governance of zombie firms for the first time, thus making an innovative expansion of the academic literature on the micro-consequences of factor market integration. Third, this paper shows that “promoting the smooth flow of commodity factor resources on a larger scale and accelerating the construction of a unified national market” can “better play the role of the government” and eliminate zombie firms, thus effectively supporting important assertions about the relationship between government and market from Xi Jinping Thought on Socialism with Chinese Characteristics for a New Era.

Finally, this paper has the following three research implications. First, in terms of governance of zombie firms, national leaders should pay more attention to the positive role of factor market integration, and take improving the market-based allocation system and mechanism of various factors as an important starting point. Second, in terms of promoting the integration of factor markets, national leaders should speed up the construction of a unified national market, and continuously improve the market-based allocation system and mechanism for factors. Third, in terms of the scientific development of micro-subjects, Chinese enterprises should pay attention to the market integration level of various local factors in the process of operation and development.

**Key Words:** regional factor market integration; de-zombifica; capital inflow; resource allocation

**JEL Classification:** M00, P23

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.10.002

(责任编辑:张任之)