

# 区域市场整合与中国企业资本配置效率\*

## ——基于中国 A 股上市公司的经验证据

蔡真<sup>1</sup> 万兆<sup>2</sup>

**摘要：**本文基于中国 A 股上市公司 2007—2020 年数据，通过实证分析全面揭示区域市场整合对中国企业资本配置效率的影响和作用机制。本文研究发现：区域市场整合有助于提升中国企业资本配置效率。在作用机制方面，区域市场整合优化了企业所处地区的制度环境，提升了微观企业跨区域设厂投资的规模效应和资本利用效率，同时降低了企业的债务成本和权益资本成本，从而提升了企业资本配置效率。异质性分析表明，区域市场整合对民营企业、对地区经济贡献较低的企业、垄断行业企业和中西部地区企业资本配置效率提升作用更加显著。经济后果分析发现，区域市场整合对企业资本配置效率的提升作用有助于提高企业全要素生产率，同时也有助于降低企业的财务风险和经营风险。本文研究为推动区域市场整合、提升企业资本配置效率、促进中国经济高质量发展、提升经济发展的安全性和韧性提供了一定经验证据与政策启示。

**关键词：**区域市场整合 企业资本 配置效率 实物资本回报 企业资本成本

**中图分类号：**F273.4；F832.48 **文献标识码：**A

### 一、引言

在中国改革开放与全面建设社会主义现代化国家的历史进程中，各地区普遍存在一定程度的市场分割。相邻省份间的“以邻为壑”政策与中国经济转轨背景下行政权力下放、官员考核制度导向有关，地方政府基于保护本地产业、提高地区就业率和促进地区经济增长等目标，存在刻意构筑贸易壁垒、施行地方保护主义和制造市场分割的动机（赵奇伟和熊性美，2009）。研究表明：市场分割对经济增长的影响呈倒 U 型，即在经济发展的早期市场分割对经济增长有促进作用，而当经济发展到某一临界值时，市场分割将产生反向作用；早期市场分割的促进作用还通过经济开放程度进一步强化，这意味着地方政府通过国外市场的规模效应替代国内市场（陆铭和陈钊，2009）。中国经济进入新发展阶段，已成为全球

\*本文研究受到中国社会科学院创新工程项目“健全金融监管体制，防范系统性金融风险”（编号：2018JRSA01）的资助。感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。本文通讯作者：万兆。

第二的超大规模经济体。同时，国际环境充满不确定性，逆全球化趋势更加明显。在这样的背景下，市场分割对经济增长的正向影响显然越过了临界值。2020年10月，党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》首次提出，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局<sup>①</sup>。构建“以国内大循环为主体”的新发展格局，其中一项重要举措是推进国内市场整合，充分发挥国内市场一体化的规模效应。2022年4月，《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》发布，要求“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”<sup>②</sup>。2023年1月，习近平在中共中央政治局第二次集体学习时明确指出：“防止各地搞自我小循环，打消区域壁垒，真正形成全国统一大市场。”<sup>③</sup>

通过区域市场整合优化社会资源配置，促进微观主体高质量发展、提升经济发展的安全性和韧性是“全国统一大市场”期望实现的重要政策目标。区域市场整合是指在考虑地理、社会文化、行政管理等因素影响的情况下，某一地区与周围地区的市场具有较高的一体化程度，本地与外地商品能够较为通畅地在一体化市场中流入、流出（卞元超和白俊红，2021a）。区域市场整合可以在宏观、中观和微观3个层面对经济产生积极影响。在宏观层面，国内市场分割放大了外需萎缩对经济增长的负面影响，而全国统一大市场可以使经济增长率下降幅度减少2/3；在中观层面，市场分割对产业结构高级化存在明显抑制作用，因此为促进产业结构高级化应发挥区域市场整合的助推作用；在微观层面，区域市场整合会通过多种渠道和方式对企业生产经营产生影响（陈斌开和赵扶扬，2023；宿伟健等，2023）。较高级度的市场整合有助于促进外地资本流入，并挤出经营低效且占用资源（例如政府补贴、信贷支持）的企业（马新啸等，2022）。较低程度的市场整合会限制企业异地子公司建立（曹春方等，2015），增加企业的市场退出概率与生存风险（卞元超和白俊红，2021a）。

现有文献关于区域市场整合的讨论主要集中于宏观和中观层面，微观层面的研究主要集中于商品流通和企业跨区经营，而中共中央、国务院对建设“全国统一大市场”的要求还包括“促进商品要素资源在更大范围内畅通流动”<sup>②</sup>。刘志彪和孔令池（2021）研究表明，中国要素市场的分割程度高于商品市场，且要素市场的分割程度未出现收敛趋势。以土地市场为例，国有建设用地、集体经营性建设用地、农村宅基地三者产权不完全程度有异，构建城乡统一的建设用地市场还要经历一个长期过程（林超，2018）。因此，构建全国统一大市场的重点在于要素市场。已有文献表明，市场整合、市场准入管制放松可以促进企业全要素生产率提升（余泳泽等，2022）。资本是带动各类生产要素集聚配置的

<sup>①</sup>参见《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，[https://www.gov.cn/zhengce/2020-11/03/content\\_5556991.htm](https://www.gov.cn/zhengce/2020-11/03/content_5556991.htm)。

<sup>②</sup>参见《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》，[http://www.gov.cn/zhengce/2022-04/10/content\\_5684385.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-04/10/content_5684385.htm)。

<sup>③</sup>资料来源：《习近平主持中共中央政治局第二次集体学习并发表重要讲话》，[https://www.gov.cn/xinwen/2023-02/01/content\\_5739555.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2023-02/01/content_5739555.htm)。

重要纽带<sup>①</sup>，那么，区域市场整合后，企业资本配置效率能否得到提升呢？

资本配置效率是衡量资本运行效率的重要指标。从微观层面讲，企业投资是未来现金流量的主要来源，是构成微观经济主体成长的基础。高效率的资本配置是公司投资成功的关键（陈德球等，2012）。从宏观层面讲，资本配置效率提高意味着在社会资本总量不发生变动的情况下，资本能够在长期利润信号的驱使下在各部门之间高效流动，使资源配置到效益好、效率高并且具有较高成长性的产业部门中去，进而推动经济增长集约化（韩立岩和王哲兵，2005）。资本配置效率在微观和宏观层面具有重要意义，因而学者们展开了企业资本配置效率影响因素的研究，而这些研究对“区域市场整合如何影响资本配置效率”也具有启发意义。第一，在宏观政策方面，陈德球等（2017）从政策不确定性角度展开研究，发现地方官员变更引起的不确定性会降低企业资本配置效率。钱雪松等（2018）以十大产业振兴规划的出台为自然实验，通过对照研究发现，十大产业振兴规划的出台通过资本配置效率渠道对企业全要素生产率产生了影响，它主要通过政府直接干预发挥作用。宏观不确定性和政府干预会降低企业资本配置效率，而区域市场整合后邻近省份的政策更趋于一致，政府的不当干预减少，企业生产经营面临的不确定程度降低，这是否会提升企业资本配置效率呢？第二，在市场方面，张安军和叶彤（2022）研究表明，产品市场竞争与企业资本配置效率存在正向关系。杨箐等（2017）研究发现，利率市场化有助于中国企业降低非效率投资，它的作用机制是利率市场化通过完善资本价格形成机制更好地调节资本供求，最终抑制非效率投资。以上研究表明，无论是产品市场还是要素市场，市场化程度提高后企业资本配置效率均会得到提升。那么，区域市场整合会在更大范围内提高市场化程度，这是否会带来企业资本配置效率的提升呢？第三，在微观主体方面，民营企业资本配置效率和资本投资相对于国有企业对政策变动更为敏感（陈德球和李思飞，2012）。祁怀锦等（2019）研究发现，在较好的制度环境背景下，国有企业混合所有制改革有助于提升企业资本配置效率，这说明民营企业比国有企业更善于把握制度环境优化带来的机遇，进而提升资本配置效率。区域市场整合后，高效率的民营资本在更大范围内提高配置效率，这或将从异质性角度进一步佐证区域市场整合的作用。

目前，已有文献并未直接探讨区域市场整合对要素（尤其是资本）市场的影响；而关于企业资本配置效率影响因素的研究，则主要集中于政策和微观主体层面，市场层面的研究也未从区域市场整合展开。那么，区域市场整合能否提升企业资本配置效率？针对这一问题，目前还没有系统的研究结论。鉴于此，本文基于2007—2020年中国沪深A股上市公司数据，全面揭示区域市场整合对企业资本配置效率的影响、作用机制、异质性特征和经济后果。

本文可能的创新点如下：首先，本文从微观视角出发，研究区域市场整合对企业资本配置效率的影响，这为既往宏观研究提供微观证据支撑。其次，相对于以往文献主要从实物资本角度测算资本配置效率（Wurgler，2000），本文对企业资本配置效率的测算还包括金融层面。在机制分析中，本文尝试从地区制度环境、微观企业实物资本回报率和金融融资成本3个方面展开研究，这丰富了企业资本

<sup>①</sup>资料来源：《习近平主持中共中央政治局第三十八次集体学习并发表重要讲话》，[https://www.gov.cn/xinwen/2022-04/30/content\\_5688268.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2022-04/30/content_5688268.htm)。

配置效率影响因素的相关研究。最后，本文通过异质性分析，为统一大市场建设和打通制约经济循环的关键堵点提供相关支撑；本文通过经济后果分析，尝试验证区域市场整合对经济高质量发展和增加经济发展韧性的意义，这为进一步推动全国统一大市场建设提供了理论依据。

## 二、理论分析与研究假说

关于资本配置效率的定义可以从宏观与微观两个层面来看。从宏观层面来看，由于金融资本获取的利润实际上是一种租金，是对剩余价值的分割，因此在宏观上度量资本配置效率往往考察的是实物资本的边际产出，最常用的指标是增量资本产出率。进一步地，基于“资本边际收益率均一化”的动态思想，Wurgler（2000）将资本配置效率定义为一个过程，即在总资本一定的前提下，资本配置效率的提高意味着，资本能够在利润信号的引导下高效流动，并向收益较高的部门配置。从微观层面来看，企业资本配置效率具有宏观资本配置效率相同的含义，即在一定约束条件下最大化实物资本的投入产出比。除此之外，企业作为微观主体，在考虑实物资本回报的同时，不得不考虑融资决策。在现代公司财务理论中，企业的投资决策、融资决策和股利分配决策被称为公司经营过程中最重要的三大决策。由于股利是否分配对应着公司是否进行内部股权再融资，企业资本配置效率可以理解为“以最小的资本成本，同时获取最大的实物资本回报”。

资本的本质是获取利润。上文的分析表明，资本应以最高效的方式追求利润为目标，即提高资本配置效率。马克思在《资本论》中指出：“如果有10%的利润，资本就会保证到处被使用；有20%的利润，资本就能活跃起来。”<sup>①</sup>资本不停地运动，是实现价值增值的手段，而市场分割显然阻碍了资本运动。市场分割会通过贸易壁垒、价格限制等多种方式影响中国企业的生产经营行为（李善同等，2004），这明显降低了企业资本配置效率。市场分割还限制了“资本要素流动”，褚保金和莫媛（2011）实证揭示了资本在农村区域分割下流通不畅的现实。在金融市场分割的条件下，本地国有企业更易享受低息信贷资源，而其他企业融资成本较高（刘志彪和孔令池，2021）。

区域市场整合后原本的地方保护主义被打破，地区制度环境明显优化。一方面，制度环境的优化降低了企业跨区域经营的制度性障碍，企业可以借助跨区域经营的规模效应提升实物资本回报。具体地，通过在更大范围内实现跨区域设厂投资，企业可以提升生产规模（胡芊芊等，2022）、提高产能利用率（卞元超和白俊红，2021a）、降低成本（李彬和郑雯，2018），进而提升资本配置效率。另一方面，在公平的市场竞争环境下，企业经营活力会被激发，进而通过提升实物资本利用效率的方式增加投资回报，提升资本配置效率。区域市场整合还可以打破行政性信贷配给制度，使得金融资源的流动更加充分，区域内信贷软约束问题得到缓解（马新啸等，2022），因此，区域市场整合可能从降低资本成本方面提升微观主体资本配置效率。基于以上分析，本文提出研究假说H1。

H1：区域市场整合有助于提升中国企业资本配置效率。

<sup>①</sup>《马克思恩格斯全集》第5卷，人民出版社2009年版，第871页。

区域市场整合带来的直接影响是地区制度环境优化，表现为政府不当干预减少、地区市场环境改善，这是提升企业资本配置效率的直接方式。“僵尸企业”是地方政府对经济不当干预的产物，它的存在会侵占同一市场中其他企业的市场份额与金融资源。区域市场整合意味着地方政府降低对本地区有限资源的分配管理权（曹春方等，2015），减少对于市场竞争规则的不当干预，如补贴“输血”行为。因此，地区市场整合有利于“僵尸企业”出清，提升该地区企业配置资源的能力。此外，地方政府保护还会使企业在国内跨地区经营时面临极高的交易成本（包括熟悉异地市场规则、法律规范的相关成本），甚至高于跨国经营的成本（宋渊洋和黄礼伟，2014）。区域市场整合后各地市场规则趋于一致，跨区经营的交易成本降低。政府创造的公平竞争环境，有利于减少贪腐、败德等行为，使企业将更多精力集中于生产经营（姜付秀等，2009），从而提升企业资本配置效率。基于以上分析，本文提出研究假说 H1a。

**H1a:** 区域市场整合可以通过减少政府对市场的不当干预、提升市场公平竞争程度等方式促进企业提升资本配置效率。

区域市场整合使得原有的进入壁垒被打破，在微观层面形成资本配置效率提升的第一条渠道，即资本和商品可以在更大范围内流动，这使实物资本回报得以提升，从而提升企业资本配置效率。实物资本回报提升的路径包括两条：跨区域设厂投资带来的规模效应和实物资本利用效率提升。马克思、恩格斯在《共产党宣言》中指出：“不断扩大产品销路的需要，驱使资产阶级奔走于全球各地。它必须到处落户，到处开发，到处建立联系。”<sup>①</sup>区域市场整合后企业可以更容易跨区域设厂投资，企业的生产规模和市场价值得以提升（胡芊芊等，2022）。区域市场整合有助于提升企业产品的市场需求空间，对那些过剩产能进行消化，从而提高产能利用率（卞元超和白俊红，2021a）。与此同时，企业跨区域经营可使生产成本降低，因为企业管理者可以按照不同地区的比较优势和资源禀赋实现生产流程的合理布局，这为企业节约生产成本提供了途径（李彬和郑雯，2018）。销售扩大和资源整合带来的成本效应可以使企业获取溢价，实现资本利用效率的改善。因此，在跨区域设厂投资的规模效应和实物资本利用效率上升的共同作用下，企业资本配置效率会得到提升。基于以上分析，本文提出研究假说 H1b。

**H1b:** 区域市场整合可以通过跨区域设厂投资的规模效应和实物资本利用效率提升共同提高实物资本回报，从而提升企业资本配置效率。

区域市场整合后在微观层面形成资本配置效率提升的第二条渠道，即不仅实物资本和商品跨区域的流动效率提高，而且金融资本也在更大范围内流动，这将促进企业的资本成本降低，从而提升企业资本配置效率。企业的资本成本包括债务成本和权益资本成本。在债务成本方面，银行信贷是企业债务融资的主渠道，然而，中国企业在较长时期内面临信贷配给的困境，这种由政府干预的银行“理性”行为明显地扭曲了资源配置。区域市场整合后，当地企业获得的非正常信贷支持水平降低（马新啸等，2022），信贷配给缓解；另外，银行也通过扩大横向边界分摊经营成本（白仲林等，2018）：这两个

<sup>①</sup> 《马克思恩格斯选集》第1卷，人民出版社1995年版，第276页。

因素都使得企业债务成本降低。在权益资本成本方面,发展前景不被看好的公司通常需要以高股利分配的方式吸引投资者(范海峰和石水平,2016),这意味着它们具有较高的权益资本成本;高成长性公司往往采取低股利分配的政策,这意味着它们具有较低的权益资本成本。区域市场整合后,企业将面对更加宽广的发展空间,成长潜力不再被抑制,这有助于降低权益资本成本。基于以上分析,本文提出研究假说 H1c。

**H1c:** 区域市场整合可以通过减少债务成本和权益资本成本的共同作用降低企业资本成本,从而提升企业资本配置效率。

### 三、研究设计与数据来源

#### (一) 变量定义

1.被解释变量。关于资本配置效率的测度方法大致包括三类:第一,宏观方法,主要对增量资本产出率直接进行计算(例如 Toh and Ng, 2002)。第二,只考虑实物资本回报的微观方法,这类方法主要采取数据包络分析计算资本配置效率(例如 Farrell, 1957)。由于本文对微观企业资本配置效率进行测度,同时要考虑资本配置成本,故不采取上述两类方法。第三,考虑了资本成本影响的微观方法。典型的包括 Richardson (2006) 的投资期望模型和 McLean et al. (2012) 的投资—投资机会敏感性模型,这类模型方程左边为企业新增投资,方程右边包含企业成长性指标托宾 Q 值以及其他相关变量。它们之所以被归为考虑资本成本的微观方法,是因为托宾 Q 值反映了二级市场对公司估值的影响,实际上反映了权益资本的回报要求。本文认为在计算企业资本配置效率时考虑资本市场的影响是必要的,但这类方法隐含的假设存在明显缺陷:其一,该方法假设金融市场是完美的,这显然过于理想化;其二,它假定金融市场运行的摩擦程度与实物资本运行的摩擦程度是相等的,而前者显然小于后者。

鉴于上述方法的缺陷,本文参考祁怀锦等(2019)的做法,采用企业投资回报率与资本成本率对比的方式来反映企业资本配置效率。具体地,本文分别使用企业投资回报率与资本成本率的比值与差值衡量中国企业资本配置效率。企业投资回报率用总资产收益率度量,计算方法如下:

$$ROTA_{i,t} = \frac{NETPROFIT_{i,t}}{ASSET_{i,t}} \quad (1)$$

(1) 式中:  $ROTA_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的投资回报率,  $NETPROFIT_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的净利润,  $ASSET_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的资产总额。

企业资本成本率用加权平均资本成本度量。具体地,先分别计算债权资本成本与权益资本成本,再依据债权资本与权益资本在总资本中的权重计算加权平均资本成本。其中,考虑到采用市盈率与增长比率法(price/earnings to growth ratio, 简称“PEG 法”)计算的企业权益资本成本,更符合中国资本市场的实际情况,可靠性较高(李慧云和刘镛,2016),因此本文使用 PEG 法计算权益资本成本。权益资本成本的计算方法如下:

$$PEG_{i,t} = \sqrt{\frac{FEPS_{i,t+2} - FEPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}} \quad (2)$$

(2) 式中： $PEG_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的权益资本成本， $FEPS_{i,t+2}$ 、 $FEPS_{i,t+1}$  为  $i$  公司  $t+2$ 、 $t+1$  时期分析师预测的每股收益， $P_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的股票价格。

加权平均资本成本的计算方法如下：

$$WACC_{i,t} = \left( \frac{IE_{i,t} + CE_{i,t}}{DEBT_{i,t}} \right) \times \left( \frac{DEBT_{i,t}}{ASSET_{i,t}} \right) \times (1 - TC_{i,t}) + PEG_{i,t} \times \left( \frac{EQUITY_{i,t}}{ASSET_{i,t}} \right) \quad (3)$$

(3) 式中： $WACC_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的加权平均资本成本； $IE_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的利息支出； $CE_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的资本化利息； $DEBT_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的负债总额，即债权资本； $TC_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的所得税率； $EQUITY_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的权益总额，即权益资本； $ASSET_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的资产总额，即总资本。其他符号含义与 (2) 式中相同。

2. 核心解释变量。本文的核心解释变量为区域市场整合程度。参考陆铭和陈钊 (2009)、刘京军和张健 (2022) 的做法，本文以中国 A 股上市企业所在省份的区域市场整合程度作为核心解释变量。具体地，基于数据完整性考虑，本文根据不同省份 20 种商品的价格指数计算区域市场整合程度。

首先，本文先依次计算出相邻省份间所有商品在特定时期相对价格一阶差分值的绝对值，计算方法如下：

$$|\Delta Q_{l,j,t}^k| = \left| \ln \left( \frac{P_{l,t}^k}{P_{l,t-1}^k} \right) - \ln \left( \frac{P_{j,t}^k}{P_{j,t-1}^k} \right) \right| \quad (4)$$

(4) 式中： $|\Delta Q_{l,i,t}^k|$  为  $t$  时期相邻省份  $l$  与  $j$  间第  $k$  类商品相对价格一阶差分值的绝对值， $P_{l,t}^k$ 、 $P_{l,t-1}^k$  分别为省份  $l$  第  $k$  类商品  $t$  时期、 $t-1$  时期的价格指数， $P_{j,t}^k$ 、 $P_{j,t-1}^k$  分别为省份  $j$  第  $k$  类商品  $t$  时期、 $t-1$  时期的价格指数。

其次，考虑到商品内在特征可能造成的商品价格变动，本文通过去均值法剔除影响各类商品价格变动的一致性因素。去均值法的做法为：依据给定年度、给定商品种类求该类商品在所有相邻省份间一阶差分值绝对值的均值，再分别用相邻省份间一阶差分值绝对值减去该均值。具体计算方法如下：

$$q_{l,j,t}^k = |\Delta Q_{l,j,t}^k| - \overline{|\Delta Q_t^k|} \quad (5)$$

(5) 式中： $q_{l,i,t}^k$  为  $t$  时期剔除一致性因素后第  $k$  类商品相对价格的变动部分， $\overline{|\Delta Q_t^k|}$  为  $t$  时期第  $k$  类商品在所有相邻省份间一阶差分值绝对值的均值，其他符号含义与 (4) 式中相同。

再次，本文计算相邻省份间 20 种商品价格的方差，并按照省份合并计算其算术平均值，具体计算方法如下：

$$VAR(q)_{l,t} = \frac{\sum_{i=1}^N var(q_{l,i,t}^k)}{N} \quad (6)$$

(6) 式中： $VAR(q)_{l,t}$  为  $t$  时期  $l$  省份的  $N$  个相邻省份商品价格方差的均值， $var(q_{l,i,t}^k)$  为  $t$  时期  $l$  与  $j$  两个相邻省份 20 类商品价格的方差。

最后，借鉴刘京军和张健（2022）的做法，本文将这一算术平均值乘以-100 实现正向化，得到区域市场整合指数，具体计算方法如下：

$$MID_{l,t} = VAR(q)_{l,t} \times (-100) \quad (7)$$

(7) 式中： $MID_{l,t}$  为  $t$  时期  $l$  省份的区域市场整合程度，其他符号的含义与（6）式中相同。

3. 控制变量。参考祁怀锦等（2019）的做法，为保证估计结果尽可能准确，本文控制了如下变量：资产负债率、资产规模、固定资产比率、销售利润率、现金流水平、营业收入增长率、上市年限、董事会规模、大股东持股、托宾 Q 值、产权性质。本文也控制了地区层面可能的如下影响因素：地区经济总量、人均地区生产总值、地区财政支出、地区产业结构、地区外商投资、地区金融发展水平。此外，本文还控制了年度固定效应和行业固定效应，以消除无法观测的、不随年度和行业变化的因素对估计结果产生的影响。

## （二）数据来源

基于会计信息可比性以及公司财务、地区数据可得性考虑，本文以 2007—2020 年中国沪深 A 股上市公司为样本进行研究。本文的样本筛选过程如下：①剔除金融行业样本；②剔除处于特别处理、退市预警、暂停上市状态的样本；③剔除数据异常的样本；④剔除数据缺失的样本。经过上述处理，本文最终得到 17117 个观测值。为减小极端值对研究结论的影响，本文对所有连续变量进行了 1% 与 99% 水平上的缩尾处理。

为尽可能保证研究数据的完整性、准确性，本文中的 A 股上市公司数据来自万得数据库和中国资本市场与会计研究数据库<sup>①</sup>。具体地，本文中的上市公司财务数据来源于万得数据库，上市公司股权、治理指标数据来源于中国资本市场与会计研究数据库。地区层面商品价格数据来源于中国资本市场与会计研究数据库中区域经济数据库模块的分省份商品零售价格指数子模块。企业异地子公司数据来源于中国研究数据服务平台<sup>②</sup>的上市公司参控股公司数据库模块。地区金融机构贷款数据来源于各省（区、市）统计年鉴中的金融业统计部分（2008—2021 年，历年）。其他数据来源于《中国统计年鉴》（2008—2021 年，历年），具体地，地区生产总值来源于国民经济核算部分，人口数据来源于人口统计部分，财政数据来源于财政统计部分，外商投资数据来源于对外经济贸易部分。

<sup>①</sup>万得数据库官方网站：<https://www.wind.com>。中国资本市场与会计研究数据库官方网站：<http://www.csmar.com>。

<sup>②</sup>中国研究数据服务平台官方网站：<https://www.cnrds.com>。



(三) 模型设定

为检验基本研究假说，本文构建了如下基准模型：

$$ECA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MID_{i,t} + \sum \alpha_i CONTROLS_{i,t} + YEAR\_FE + INDUS\_FE + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

(8) 式中： $ECA_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的资本配置效率代理变量， $MID_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期所在省份的区域市场整合程度代理变量， $CONTROLS_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的所有控制变量， $YEAR\_FE$  和  $INDUS\_FE$  分别为年度固定效应和行业固定效应， $\varepsilon_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的随机干扰项。为控制可能存在的截面相关问题，本文所有回归均对标准误进行了基于公司层面的聚类处理。

为验证作用机制假说，本文参考江艇（2022）的做法，构建了如下机制模型：

$$MECHANISM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MID_{i,t} + \sum \beta_i CONTROLS_{i,t} + YEAR\_FE + INDUS\_FE + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

(9) 式中： $MECHANISM_{i,t}$  为  $i$  公司  $t$  时期的机制变量，其他符号含义与 (8) 式保持一致。

(四) 描述性统计

表 1 中列示了本文主要研究变量定义与描述性统计。由被解释变量资本配置效率（比值）和资本配置效率（差值）的描述性统计结果可见，中国 A 股上市公司在资本配置效率方面存在较大差异。区域市场整合程度的描述性统计结果表明，中国不同地区之间的市场整合程度同样存在较大差异，区域市场整合有待进一步推进。以上主要变量所表现出的差异性为后续的研究分析奠定了基础。本文详细核查和比对了其他变量的描述性统计结果，所有变量的统计分布均符合实际情况。

表 1 变量定义与描述性统计

变量类别	变量名称	含义或度量方法	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	资本配置效率（比值）	企业投资回报率与资本成本率的比值	0.75	0.80	-2.31	3.25
	资本配置效率（差值）	企业投资回报率与资本成本率的差值	-0.02	0.05	-0.19	0.11
核心解释变量	区域市场整合程度	采用价格指数法计算	-0.04	0.02	-0.27	-0.01
公司控制变量	资产负债率	企业负债总额与资产总额的比值	0.47	0.19	0.05	0.89
	资产规模	企业资产总额（万亿元）	0.02	0.06	0.00	612.00
	固定资产比率	企业固定资产净额与资产总额的比值	0.23	0.17	0.00	0.71
	销售利润率	企业利润总额与销售总额的比值	0.11	0.15	-0.94	0.61
	现金流水平	企业经营性现金流净额与资产总额的比值	0.05	0.07	-0.18	0.25
	营业收入增长率	企业营业收入的年增长率	0.18	0.32	-0.57	1.72
	上市年限	将企业上市天数年化（年）	10.46	6.65	1.14	26.01
	董事会规模	企业董事会人数（人）	8.86	1.79	5	15
	大股东持股	企业第一大股东持股比例	0.36	0.15	0.09	0.76
	托宾 Q 值	企业期末市场价值与资产总额的比值	1.96	1.18	0.86	8.52
产权性质	若企业属于国有企业，变量取值 1，否则取值为 0	0.41	0.49	0	1	

表1 (续)

地区控制变量	地区经济总量	地区生产总值 (万亿元)	4.07	2.76	0.03	11.08
	人均地区生产总值	地区生产总值与地区人口的比值 (万元)	6.99	3.42	0.69	16.49
	地区财政支出	地区财政支出与地区生产总值的比值	0.19	0.09	0.09	1.38
	地区产业结构	地区第三产业产值与第二产业产值的比值	1.40	0.98	0.50	5.30
	地区外商投资	地区外商投资与地区生产总值的比值	0.61	0.47	0.05	5.71
	地区金融发展水平	地区金融机构贷款总额与地区生产总值的比值	3.58	1.57	1.29	8.13

注：资产规模、地区经济总量、人均地区生产总值在后文回归时以“元”为单位并进行取对数处理，上市年限、董事会规模在后文回归时进行取对数处理。

#### 四、回归结果分析

##### (一) 基准回归结果分析

表2为本文基准回归结果。如表2回归1所示，区域市场整合程度在1%的水平上对资本配置效率（比值）具有显著的正向影响，且系数为0.851。这一实证结果的经济含义为，在控制其他变量不变的情况下，企业所在地区的区域市场整合程度每增加1个单位，资本配置效率（比值）提升约0.851个单位。如表2回归2所示，区域市场整合程度在1%的水平上对资本配置效率（差值）具有显著的正向影响，且系数为0.055。这一实证结果的经济含义为，在控制其他变量不变的情况下，企业所在地区的区域市场整合程度每增加1个单位，资本配置效率（差值）提升约0.06个单位。以上结果表明，区域市场整合程度可以显著提高企业的资本配置效率。本文研究假说H1得到初步验证。

表2 市场整合对企业资本配置效率影响的基准回归结果

变量	回归1 资本配置效率（比值）		回归2 资本配置效率（差值）	
	系数	t统计量	系数	t统计量
区域市场整合程度	0.851***	3.158	0.055***	3.302
资产负债率	0.109**	2.117	0.035***	11.775
资产规模	0.046***	5.135	0.002***	5.094
固定资产比率	-0.503***	-9.485	-0.030***	-9.747
销售利润率	3.125***	45.205	0.189***	45.822
现金流水平	2.449***	22.354	0.157***	24.865
营业收入增长率	0.231***	13.703	0.013***	13.452
上市年限	-0.017	-1.612	-0.001*	-1.654
董事会规模	0.092***	2.765	0.007***	3.827
大股东持股	0.432***	8.684	0.027***	9.235
托宾Q值	0.138***	18.055	0.009***	22.411

表2 (续)

产权性质	0.051***	2.718	0.005***	4.500
地区经济总量	0.025	1.462	0.001	0.749
人均地区生产总值	0.011	0.378	0.002	1.048
地区财政支出	0.098	0.797	0.004	0.669
地区产业结构	-0.023	-1.550	-0.001	-1.571
地区外商投资	0.005	0.238	-0.000	-0.345
地区金融发展水平	0.009	0.777	0.000	0.553
常数项	-2.161***	-3.979	-0.198***	-6.519
年度固定效应	已控制		已控制	
行业固定效应	已控制		已控制	
观测值数	17117		17117	
调整后的R <sup>2</sup>	0.569		0.572	

注：①\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。②t统计量聚类到公司层面。

## (二) 稳健性检验

1. 替换资本配置效率变量。为提高研究结论的稳健性，本文参考 Richardson (2006) 的做法，构建投资期望模型以企业非效率投资水平衡量企业资本配置效率。具体地，企业的非效率投资水平越低，企业资本配置效率越高。同时，本文也参考 McLean et al. (2012)、陈德球等 (2017) 的做法构建投资—投资机会敏感性模型，检验在区域市场整合的影响下托宾 Q 值（投资机会）与企业投资规模之间的敏感性，若托宾 Q 值与区域市场整合程度的交乘项显著且系数方向为正，则表明区域市场整合显著提高了投资机会与投资行为之间的敏感性，企业资本配置效率也得到提高。经以上两个模型检验，区域市场整合程度可以显著促进企业资本配置效率提升，替换资本配置效率变量后，本文的研究结果比较稳健<sup>①</sup>。

2. 替换区域市场整合程度变量。考虑到各地区之间经济规模、人口因素的差异会影响区域市场整合程度，本文参考刘京军和张健 (2022) 的做法，以各地区人口总数、地区生产总值为权重重新计算地区市场整合程度指标。本文在替换核心解释变量后使用 (8) 式对基本研究假说进行重新验证。实证结果表明，区域市场整合程度显著促进企业资本配置效率提升。更换核心解释变量后本文的研究结果依然具有稳健性。

3. 滞后控制变量。考虑到本文的被解释变量企业资本配置效率为使用公司财务数据计算出的指标，以及本文存在多个控制变量也使用公司财务信息，故基本研究结论可能存在反向因果、样本选择偏差等内生性问题。为进一步验证研究结果的稳健性，本文将所有公司层面控制变量滞后一期，使用 (8) 式对基本研究假说进行重新检验。实证结果表明，区域市场整合程度依然显著促进企业资本配置效率提升。

<sup>①</sup>限于篇幅，本文的部分稳健性检验结果从略。

4. 剔除特殊年份数据。考虑到 2008 年美国“次贷危机”通过外贸渠道对中国实体经济造成了较大负面冲击，金融全球化导致的连锁反应也使得中国金融市场在外部冲击下波动加剧，进而影响了实体企业的债务与权益融资成本。此外，2013 年银行“钱荒”事件<sup>①</sup>加剧了中国企业面临的“融资难”“融资贵”困境（蔡真，2013）。考虑到极端金融事件可能会对当年企业资本配置效率造成较大影响，因此本文剔除 2008 年与 2013 年两年的观测值，并使用（8）式对基本研究假说进行重新检验。实证结果表明，区域市场整合程度可以显著促进企业资本配置效率提升。

5. 增加固定效应维度。为保证研究结果的稳健性，本文进一步进行增加固定效应的稳健性检验。一方面，为防止未控制地区固定效应可能导致的遗漏变量问题干扰本文研究结论，本文在基准模型的基础上，进一步控制地区固定效应。由表 3 回归 1、回归 2 可知，核心解释变量区域市场整合程度对企业资本配置效率（比值）和资本配置效率（差值）具有正向影响。另一方面，为防止未控制公司固定效应可能导致的遗漏变量问题干扰本文研究结论，本文在基准模型中控制时间和行业固定效应的基础上，进一步控制公司固定效应。由表 3 回归 3、回归 4 可知，核心解释变量区域市场整合程度对企业资本配置效率（比值）和资本配置效率（差值）具有正向影响。上述结果表明，区域市场整合程度显著促进企业资本配置效率提升，增加固定效应维度后，本文研究结果依然稳健。

表 3 增加固定效应的稳健性检验回归结果

变量	回归1	回归2	回归3	回归4
	资本配置效率 (比值)	资本配置效率 (差值)	资本配置效率 (比值)	资本配置效率 (差值)
区域市场整合程度	0.685** (2.516)	0.040** (2.354)	0.442* (1.671)	0.035** (2.147)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
公司固定效应	未控制	未控制	已控制	已控制
地区固定效应	已控制	已控制	未控制	未控制
观测值数	17117	17117	17117	17117
调整后的R <sup>2</sup>	0.571	0.574	0.693	0.703

注：①\*\*和\*分别表示 5%和 10%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的 t 统计量。

6. 使用倾向得分匹配法。考虑到研究结果可能受样本选择偏误、模型设定偏误等内生性问题干扰，本文进一步使用倾向得分匹配法对基准回归的研究结果进行稳健性检验。具体地，本文按照每年区域市场整合程度的年度中位数，将全国所有地区划分为高区域市场整合程度地区和低区域市场整合程度

<sup>①</sup>2013 年 6 月 20 日，上海银行间同业拆放隔夜利率由前一日的 7.66% 飙升至 13.44%，此前 5 月的平均利率为 2.92%，银行间市场出现流动性危机。此次流动性危机之所以称为“钱荒”，不仅是因为它对货币市场的影响，更重要的是该影响还传导到股票市场、银行理财产品市场、资金信托市场等，产生了更广泛的影响（蔡真，2013）。

地区，并将高区域市场整合程度地区划分为实验组，否则划分为控制组。接着，本文使用 Logit 模型，将所有公司层面控制变量和地区经济总量、人均地区生产总值、地区财政支出设置为协变量，并在控制年度、行业固定效应的情况下计算每个观测值的倾向得分。使用倾向得分匹配法匹配后的实验组与控制组样本特征差异性显著降低，且均满足共同支撑与平衡性假设。最后，本文对经卡尺内（卡尺范围 0.05）1 对 1、1 对 2 最近邻匹配法匹配后的样本，使用（8）式再次进行回归<sup>①</sup>。

表 4 回归 1、回归 2 两列为经卡尺内 1 对 1 最近邻匹配法匹配后的回归结果，回归 3、回归 4 两列为经卡尺内 1 对 2 最近邻匹配法匹配后的回归结果。回归 1 至回归 4 中解释变量区域市场整合程度均至少在 5%水平上对企业资本配置效率具有显著的正向影响。本文基本研究假说 H1 得到进一步验证。

表 4 基于倾向得分匹配法的稳健性检验回归结果

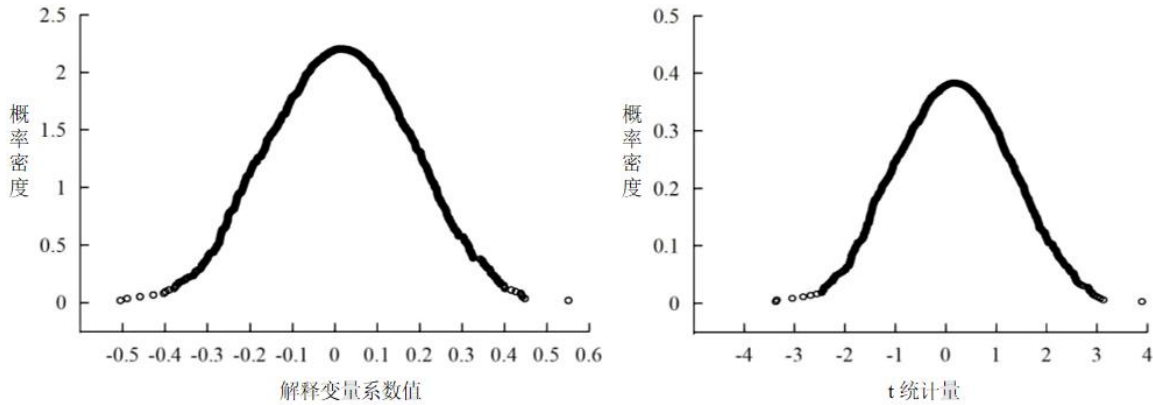
变量	回归1	回归2	回归3	回归4
	资本配置效率 (比值)	资本配置效率 (差值)	资本配置效率 (比值)	资本配置效率 (差值)
区域市场整合程度	0.776** (2.211)	0.051** (2.428)	0.793** (2.561)	0.055*** (2.817)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值数	8515	8515	12293	12293
调整后的R <sup>2</sup>	0.573	0.574	0.572	0.574

注：①\*\*\*和\*\*分别表示 1%和 5%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的 t 统计量。③部分企业未成功匹配到控制组，因此部分观测值缺失。

7.安慰剂检验。为检验企业资本配置效率的提升是否受不可观测变量以及全国范围内的政治、经济等宏观环境因素影响，本文进一步对基准回归结果进行了安慰剂检验。具体地，本文为每个企业在每一年度随机匹配了一个地区层面的市场整合程度。接着，本文依据所有基准回归控制变量以及年度固定效应、行业固定效应，将资本配置效率（比值）作为被解释变量抽样回归 1000 次，将回归结果中的核心解释变量系数与 t 值保留并作图<sup>②</sup>。图 1（a）显示，解释变量区域市场整合程度的系数均值接近于 0（0.007），图 1（b）中的 t 值均值同样接近于 0（0.040），两图大体均呈均值为 0 的正态分布。安慰剂检验的结果表明，随机抽样的区域市场整合程度不会显著影响企业资本配置效率。在考虑不可观测变量以及宏观共同影响因素后，研究结论依然稳健。

<sup>①</sup>本文也使用核匹配法、熵平衡匹配法进行了稳健性检验，得到了一致的研究结论。

<sup>②</sup>资本配置效率（差值）作为被解释变量时同样可以通过安慰剂检验，限于篇幅结果略去。



(a) 随机抽样 1000 次的核心解释变量系数值分布 (b) 随机抽样 1000 次的核心解释变量 t 统计量分布

图 1 基于安慰剂测试的稳健性检验结果

8.使用工具变量法。为缓解本文可能存在的遗漏变量、样本选择偏差等导致的内生性问题，本文进一步使用工具变量法进行稳健性检验。具体地，本文选择滞后三期的市场整合程度作为内生变量的第一个工具变量（工具变量 1），企业所在地区市场整合程度与样本市场整合程度均值差值的三次方作为内生变量的第二个工具变量（工具变量 2）。工具变量的选择原因如下：同一地区的市场整合程度可能存在跨期关联性，因而滞后三期的市场整合程度与当期的市场整合程度可能存在一定相关性。同时，市场整合程度的三期滞后项与当期扰动项不相关，故满足外生性要求。Lewbel（1997）使用内生变量离差的三次方构建工具变量，这一工具变量的特点在于不需要借助外部因素且具有强相关性 with 外生性特征。

如表 5 回归 1 所示，在第一阶段的回归中两个工具变量均在 1%的水平上对区域市场整合程度具有正向影响。回归结果分别通过了 Wald 弱工具变量检验、工具变量识别不足检验与工具变量过度识别检验，以上结果表明本文选择的两个工具变量是有效的。如表 5 回归 2、回归 3 所示，第二阶段回归中，核心解释变量区域市场整合程度均至少在 5%的水平上对企业资本配置效率具有显著的正向影响。以上结果表明，在通过工具变量法解决内生性问题后，本文的研究假说再次得到验证。

表 5 基于工具变量法的稳健性检验回归结果

变量	回归1 区域市场整合程度		回归2 资本配置效率（比值）		回归3 资本配置效率（差值）	
	系数	t统计量	系数	t统计量	系数	t统计量
工具变量1	0.131***	15.780				
工具变量2	30.618***	30.050				
区域市场整合程度			1.013**	2.220	0.085***	2.950
控制变量	已控制		已控制		已控制	
年度固定效应	已控制		已控制		已控制	
行业固定效应	已控制		已控制		已控制	

表5 (续)

Kleibergen-Paap Wald F统计量	491.169		
Kleibergen-Paap rk LM p值	0.000		
Hansen-J p值	0.480		
观测值数	17117	17117	17117

注：①\*\*\*和\*\*分别表示1%和5%的显著性水平。②t统计量聚类到公司层面。

### (三) 作用机制分析

1.地区制度环境机制分析。依据本文的理论分析，资本跨区配置的主要障碍是政府不当干预。而政府不当干预的具象化表现即“僵尸企业”的存在。区域市场整合有利于出清“僵尸企业”，降低企业成本；同时，区域市场整合有利于创造公平竞争环境，激发企业经营活力。两者的共同作用可以提升企业资本配置效率。

为检验这一机制，本文参考李俊成和王文蔚（2022）的做法，通过过度借贷法识别“僵尸企业”，并以地区“僵尸企业”数量占地区企业总数的比重衡量地方政府对于市场的不当干预程度。本文参考牛志伟等（2023）的做法，借鉴赫芬达尔指数的计算方法，按照地区上市公司营业收入计算地区市场公平竞争程度。该指标为负向指标，本文将其乘以-1正向化。本文将“僵尸企业”占比与市场公平竞争程度加入（9）式进行机制检验。如表6回归1、回归2所示，区域市场整合程度至少在1%的水平上对地区“僵尸企业”占比具有显著的负向影响，对市场公平竞争程度具有显著的正向影响。以上结果表明，区域市场整合有利于减少政府不当干预、提升地区公平竞争环境，改善企业所处地区的制度环境，本文研究假说H1a得到验证。

2.微观具体路径机制分析。区域市场整合有助于打破原有市场壁垒，使资本和商品在更大范围内流动。具体地，企业通过跨区域设厂投资带来的规模效应和实物资本利用效率的改善共同提高实物资本回报率，进而提升企业资本配置效率。本文参考曹春方等（2015）的做法，以异省子公司数量占上市公司子公司总数的比例衡量企业跨区配置实物资本的能力。参考以往文献，本文所指的上市公司子公司是指上市公司持股比例不低于50%，且处于正常经营状态的上市公司控股公司。本文以总资产周转率衡量企业对实物资本的使用效率。为验证以上机制，本文使用机制模型（9）式进行检验。如表7回归1、回归2所示，区域市场整合分别在5%和1%的水平上对企业异省子公司占比和总资产周转率具有正向影响。以上结果表明，区域市场整合打破了原有市场壁垒，显著提升了企业跨区设厂投资实现规模效应的能力，同时也显著提升了企业对有限资本的利用效率。本文研究假说H1b得到验证。

表6 地区制度环境机制检验的回归结果

变量	回归1 “僵尸企业”占比		回归2 市场公平竞争程度	
	系数	t统计量	系数	t统计量
区域市场整合程度	-0.108***	-3.231	0.106***	3.451
控制变量	已控制		已控制	
年度固定效应	已控制		已控制	

表6 (续)

行业固定效应	已控制	已控制
观测值数	17115	17117
调整后的R <sup>2</sup>	0.227	0.736

注：①\*\*\*表示1%的显著性水平。②t统计量聚类到公司层面。③个别企业缺少足够数据通过过度借贷法计算“僵尸企业”指标，因此个别观测值缺失。

依据本文的理论分析，区域市场整合不仅打破实物资本和商品跨区域流动的障碍，也使得金融资本在更大范围内流动。区域市场整合后，信贷市场的竞争更加激烈，这有助于降低企业有息债务融资成本。同时，企业面对更加宽广的发展空间，成长潜力不再被抑制，这有助于它们吸引外部资本注资，降低权益资本成本。在有息债务成本和权益资本成本降低的共同作用下，企业有望实现资本成本的大幅降低，从而提升企业资本配置效率。具体地，本文参考许晓芳等（2020）的做法，使用有息负债利息率衡量企业有息负债成本。参考李慧云和刘镝（2016）的做法以PEG法计算企业权益资本成本，并使用机制模型（9）式进行检验。如表7回归3、回归4所示，区域市场整合程度分别在10%和5%的水平上对有息负债利息率与权益资本成本具有显著的负向影响。以上结果表明，区域市场整合显著降低了企业的资本成本。本文研究假说H1c得到验证。

表7 微观具体路径机制检验的回归结果

变量	回归1 异省子公司占比	回归2 总资产周转率	回归3 有息负债利息率	回归4 权益资本成本
区域市场整合程度	0.414** (2.420)	0.554*** (2.916)	-0.022* (-1.691)	-0.039** (-2.116)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值数	17117	17117	17117	17117
调整后的R <sup>2</sup>	0.162	0.411	0.080	0.267

注：①\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的t统计量。

#### （四）异质性分析

1. 基于企业产权性质的异质性分析。在中国的经济制度背景下，不同产权性质企业面临的外部制度环境存在着显著差异，这一差异使得不同产权性质企业的投融资行为同样存在显著差异。陈德球和李思飞（2012）认为，相对于国有企业，民营企业的投资行为受地方政府的影响更大，造成这一现象的原因与民营企业受到更高的投资机会限制有关。在市场分割的背景下，金融资源的配置受到政府干预，民营企业面临较高的融资约束与融资成本。相较于国有企业，区域市场整合后民营企业将面对更宽广的需求市场，并且在资本配置方面有更多选择，民营企业有望实现较大幅度的资本配置效率提升。



基于上述分析,参考陈德球等(2012)的做法,本文依据上市公司实际控制人身份,将所有样本企业划分为国有企业与民营企业。如表8回归2、回归4所示,区域市场整合程度在民营企业组中均在1%的水平上对企业资本配置效率具有显著的正向影响,组间系数差异也在1%的水平上显著。以上结果表明,区域市场整合对企业资本配置效率的正向促进作用在民营企业中更为显著。

表8 基于企业产权性质的异质性检验回归结果

变量	回归1	回归2	回归3	回归4
	国有企业 资本配置效率(比值)	民营企业 资本配置效率(比值)	国有企业 资本配置效率(差值)	民营企业 资本配置效率(差值)
区域市场整合程度	0.239 (0.606)	1.206*** (3.495)	0.028 (1.174)	0.063*** (2.844)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值数	7054	10063	7054	10063
调整后的R <sup>2</sup>	0.559	0.597	0.566	0.593
组间系数差异	-0.967***		-0.034***	

注:①\*\*\*表示1%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的t统计量。

2.基于企业经济贡献的异质性分析。制度环境是影响企业资本配置效率的重要外在因素。在分税制改革、行政权力下放、经济发展考核机制的作用下,地方政府为稳固税基、保障地方就业、促进经济增长,会将能帮助实现自身执政目标的企业视为重点保护对象,并对其提供各类显性、隐性担保与支持(卞元超和白俊红,2021a)。而这些对市场资源分配的不当干预手段,正是造成地方市场垄断、中小企业经营活力不足、金融资源分配不公的重要原因。区域市场整合后,政府对市场资源分配的干预减少。在此背景下,经济贡献较为弱势的企业会面对更加公平的制度环境。公平的制度环境有利于激发企业经营活力、降低企业经营成本,进而实现资本配置效率的显著提升。

基于上述分析,本文设置企业税收贡献、就业贡献、生产总值贡献三个虚拟变量。具体地,本文参考张爱萍和胡奕明(2021)的做法,若公司当年缴纳税金合计高于年度一行业中位数,则税收贡献虚拟变量取值为1,否则取值为0;若公司当年员工总数高于年度一行业中位数,则就业贡献虚拟变量取值为1,否则取值为0;若公司当年销售收入与存货变动之和高于年度一行业中位数,则生产总值贡献虚拟变量取值为1,否则取值为0。本文将以上3个虚拟变量加总,若公司得分高于年度一行业中位数,则属于经济贡献强势组,否则属于经济贡献弱势组。如表9回归2、回归4所示,区域市场整合程度在经济贡献弱势组中均在1%的水平上对企业资本配置效率具有显著的正向影响,组间系数差异在1%的水平上显著。以上结果表明,区域市场整合对企业资本配置效率的正向促进作用在地区经济贡献弱势的企业中更为显著。

表9 基于企业经济贡献的异质性检验回归结果

变量	回归1	回归2	回归3	回归4
	经济贡献强势 资本配置效率(比值)	经济贡献弱势 资本配置效率(比值)	经济贡献强势 资本配置效率(差值)	经济贡献弱势 资本配置效率(差值)
区域市场整合程度	0.490 (1.283)	1.058*** (3.039)	0.025 (1.195)	0.074*** (3.306)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值数	7492	9625	7492	9625
调整后的R <sup>2</sup>	0.605	0.573	0.616	0.568
组间系数差异	-0.568***		-0.049***	

注：①\*\*\*表示1%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的t统计量。

3.基于行业垄断程度的异质性分析。区域市场整合有利于地区间生产要素流通和企业间公平竞争。在市场分割的环境下，地方政府会构筑贸易壁垒限制外地企业进入，在相对封闭的市场中本地企业较少受外地企业威胁，容易垄断市场、获取超额利润。当市场整合后，外地企业可以进入本地市场，而本地企业为提升竞争力也会开拓外部市场、前往异地配置资源。对于所在行业垄断程度较低的企业而言，其面临更为激烈的市场竞争环境，这类企业资本配置效率普遍较高，因而对于市场整合的敏感度较低。相反，对于所在行业垄断程度较高的企业而言，市场整合意味着竞争压力增加，它们更有动力优化经营模式、提升管理效率，通过多种方法提升资本配置效率。

参考屈依娜和陈汉文（2018）的做法，本文使用市场集中度衡量企业所在行业的垄断程度。具体地，本文以行业中主营业务收入前四大企业所占市场份额衡量行业垄断情况，并以年度中位数将所有行业划分为高垄断程度行业与低垄断程度行业。如表10回归1、回归3所示，区域市场整合程度在行业垄断程度较高组中均在1%的水平上对企业资本配置效率具有显著的正向影响，组间系数差异在1%的水平上显著。以上结果表明，区域市场整合对企业资本配置效率的正向促进作用在高垄断行业企业中更为显著。

表10 基于行业垄断程度的异质性检验回归结果

变量	回归1	回归2	回归3	回归4
	行业垄断程度高 资本配置效率(比值)	行业垄断程度低 资本配置效率(比值)	行业垄断程度高 资本配置效率(差值)	行业垄断程度低 资本配置效率(差值)
区域市场整合程度	1.205*** (2.687)	0.588* (1.837)	0.078*** (2.689)	0.041** (2.125)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制

表 10 (续)

观测值数	5227	11647	5227	11647
调整后的R <sup>2</sup>	0.578	0.567	0.576	0.572
组间系数差异	0.617***		0.037***	

注：①\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的 t 统计量。③中国资本市场与会计研究数据库提供的行业集中度指标存在行业层面缺失值，因此部分观测值缺失。

4.基于企业区位的异质性分析。受历史、自然、政策等因素影响，相较中西部地区，中国东部地区的区域市场整合程度更高（卞元超和白俊红，2021b）。具体地，中国东部地区的市场化程度较高、营商环境相对优越、制度环境相对透明，企业更容易熟悉市场环境（宋渊洋和黄礼伟，2014）。造成这一现实差异的原因与中国经济发展不均衡有关。中西部地区相较东部地区发展滞后，地方政府为保护本地企业、防止优质资源外流，会刻意制造市场分割，保护本地经济发展利益。在此背景下，中西部地区企业一方面由于市场环境相对封闭，经营活力难以得到激发；另一方面配置资源的渠道受限，融资成本难以降低。综上所述，本文预期区域市场整合有助于缓解中国中西部企业面临的经营困境，实现资本配置效率的显著提升。

本文依据上市公司办公地址所在地，将所有样本划分为东部地区组与中西部地区组。具体地，东部地区省份包括北京、天津、河北、辽宁、山东、浙江、上海、江苏、福建、广东、海南，其余省份为中西部地区省份。如表 11 回归 2、回归 4 所示，区域市场整合程度在中西部地区组中至少在 5%的水平上对企业资本配置效率具有显著的正向影响，组间系数差异至少在 10%的水平上显著。以上结果表明，区域市场整合对中国中西部地区企业资本配置效率具有更加显著的正向影响。

表 11 基于企业所在区位的异质性检验回归结果

变量	回归 1	回归2	回归3	回归4
	东部地区 资本配置效率（比值）	中西部地区 资本配置效率（比值）	东部地区 资本配置效率（差值）	中西部地区 资本配置效率（差值）
区域市场整合程度	0.522 (1.642)	1.013** (2.244)	0.026 (1.306)	0.076*** (2.692)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值数	11868	5249	11868	5249
调整后的R <sup>2</sup>	0.563	0.596	0.574	0.585
组间系数差异	-0.491*		-0.049**	

注：①\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的 t 统计量。

### （五）经济后果分析

1.促进经济高质量发展的微观经验证据。提高全要素生产率是推动经济高质量发展的重要动力源泉。资本作为企业的重要生产要素，它的高效配置对于提高企业全要素生产率具有重大意义。为考察

区域市场整合背景下，企业资本配置效率的提升是否有助于促进企业提升全要素生产率，本文参考 Levinsohn and Petrin (2003) 的做法计算企业全要素生产率指标，这一方法的优势在于可以解决传统全要素生产率估计过程中的内生性问题。具体地，本文将企业  $t$  时期的全要素生产率作为被解释变量，并以去中心化后的区域市场整合程度与企业资本配置效率的交乘项作为核心解释变量，回归结果如表 12 回归 1、回归 2 所示。结果表明，区域市场整合程度与企业资本配置效率的交乘项均至少在 5% 的显著性水平上对企业全要素生产率具有正向影响。以上结果表明，区域市场整合对企业资本配置效率的正向作用有助于微观企业全要素生产率的提高，这一研究结果为促进经济高质量发展提供了微观层面的经验证据。

2.提升经济安全性和韧性的微观证据。经济安全是国家安全的基础，要加快构建国内国际双循环相互促进的新发展格局，增强经济发展韧性，保持中国经济平稳健康发展。微观企业风险的降低可以提高宏观经济韧性，降低经济风险。为考察区域市场整合背景下，企业资本配置效率的提升是否有助于降低企业风险，本文参考 Ohlson (1980) 的做法核算企业财务风险，并以去中心化后的区域市场整合程度与企业资本配置效率的交乘项作为核心解释变量，回归结果如表 12 回归 3、回归 4 所示。区域市场整合程度与企业资本配置效率的交乘项均在 5% 的水平上对企业财务风险具有显著的负向影响。另外，本文参考杜勇等 (2019) 的做法，以经行业均值调整的息税前利润与总资产比值波动（窗口期为  $t-2$  时期、 $t-1$  时期、 $t$  时期）作为企业经营风险的代理变量。具体地，本文以企业  $t$  时期的经营风险作为被解释变量，并以去中心化后的区域市场整合程度与企业资本配置效率的交乘项作为核心解释变量，回归结果如表 12 回归 5、回归 6 所示。区域市场整合程度与企业资本配置效率的交乘项均在 5% 的水平上对企业经营风险具有显著的负向影响。以上结果表明，区域市场整合对企业资本配置效率的正向作用有助于降低企业风险。

表 12 经济后果分析回归结果

变量	回归1 全要素生产率	回归2 全要素生产率	回归3 财务风险	回归4 财务风险	回归5 经营风险	回归6 经营风险
资本配置效率(比值) × 区域市场整合程度	1.160*** (2.805)		-0.992** (-2.010)		-4.010** (-2.419)	
资本配置效率(比值)	0.321*** (25.347)		-0.268*** (-20.320)		-0.215*** (-4.728)	
资本配置效率(差值) × 区域市场整合程度		12.398** (1.972)		-15.985** (-2.074)		-65.989** (-2.360)
资本配置效率(差值)		5.512*** (27.360)		-6.104*** (-27.432)		-3.945*** (-4.976)
区域市场整合程度	0.429* (1.851)	0.382* (1.649)	0.058 (0.234)	0.182 (0.773)	-0.240 (-0.256)	-0.114 (-0.122)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制

表 12 (续)

行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值数	16936	16936	16195	16195	13974	13974
调整后的R <sup>2</sup>	0.839	0.840	0.765	0.768	0.146	0.147

注：①\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。②括号内为聚类到公司层面的 t 统计量。③部分企业缺少足够数据计算全要素生产率、财务风险、经营风险指标，因此部分观测值缺失。

## 五、结论与政策启示

### (一) 研究结论

区域市场整合意味着破除贸易壁垒与地方保护主义，这不仅有利于商品在更大范围内流动，也有利于资本等要素的高效配置。通过区域市场整合提升中国企业资本配置效率，可以更好地促进微观主体高质量发展、提升经济发展的安全性和韧性。本文基于中国 A 股上市公司 2007—2020 年数据，通过实证分析全面揭示了区域市场整合对中国企业资本配置效率的影响和作用机制。本文研究发现：区域市场整合有助于提升中国企业资本配置效率。作用机制分析表明，区域市场整合优化了企业所处地区的制度环境，提升了微观企业跨区域设厂投资的规模效应和资本利用效率，同时降低了企业的债务成本和权益资本成本，从而提升了企业资本配置效率。异质性分析结果表明，区域市场整合对民营企业、对地区经济贡献较低的企业、垄断行业企业和中西部地区企业资本配置效率的提升作用更加显著。经济后果分析发现，区域市场整合对企业资本配置效率的提升作用有助于微观企业全要素生产率的提高，同时也有助于降低微观企业的财务风险和经营风险，这一研究结果为促进经济高质量发展、提升经济发展的安全性和韧性提供了微观证据，也为进一步推动全国统一大市场建设提供了理论依据。

### (二) 政策启示

基于研究结论，本文得出如下政策启示。第一，政府应重视区域市场整合通过资本配置效率渠道对中国微观主体高质量发展的积极影响。区域市场整合有助于中国企业发挥特有的国内大市场优势，通过市场竞争的方式激发自身经营活力，优化自身经营模式，提高实物资本回报率。同时，区域市场整合有助于打破地区市场垄断，抑制地区资源、要素价格扭曲，降低中国企业资本成本。鉴于区域市场整合对中国微观主体的积极作用，相关部门应持续推动区域市场整合进程，为中国微观主体高效配置生产要素，实现高质量发展不断创造有利条件。第二，政府应从完善地方政府考核机制、保护企业市场竞争权利两方面入手，推动区域市场整合的顺利进行。具体地，在完善地方政府考核机制方面，现阶段中国不同地区存在着较大的客观发展差异，政府可统筹协调地区产业布局，促进地区间产业发展的协调、耦合，使地方政府间形成良性竞争，在此基础上视不同地区的客观发展水平、发展条件、资源禀赋，对官员实施具有弹性的行政考核标准，并可考虑将区域市场一体化程度、政府对市场的不当干预情况纳入行政考核范围。在保护企业市场竞争权利方面，应建立企业与政府监管部门间紧密且直接的沟通机制，企业可直接向垂直监管部门反映地方政府对区域市场整合进程的干预行为，垂直监管部门可视问题严重情况进行通报、约谈、整改并及时向企业提供反馈。第三，政府应重视民营企业

产权保护、增强民营企业发展信心，充分发挥其在区域市场整合中的带动作用。鉴于区域市场整合对企业资本配置效率的正向促进作用在民营企业中更为显著，地方政府应打破民营企业在投资准入、商品跨区销售、融资门槛等方面的“玻璃门”，在建设全国统一大市场政策引导下发展健康和谐的“亲”“清”新型政商关系。

#### 参考文献

- 1.白仲林、杜阳、王雅兰，2018：《准入制度改革、同业竞争与银行业市场进入决策机制升级》，《统计研究》第5期，第62-74页。
- 2.卞元超、白俊红，2021a：《区域市场整合能否提升企业的产能利用率？》，《财经研究》第11期，第64-77页。
- 3.卞元超、白俊红，2021b：《市场分割与中国企业的生存困境》，《财贸经济》第1期，第120-135页。
- 4.蔡真，2013，《2013年的中国货币市场运行》，载于李扬、王国刚（编）《中国金融发展报告（2014）》，北京：社会科学文献出版社，第106-127页。
- 5.曹春方、周大伟、吴澄澄、张婷婷，2015：《市场分割与异地子公司分布》，《管理世界》第9期，第92-103页。
- 6.陈斌开、赵扶扬，2023：《外需冲击、经济再平衡与全国统一大市场构建——基于动态量化空间均衡的研究》，《经济研究》第6期，第30-48页。
- 7.陈德球、陈运森、董志勇，2017：《政策不确定性、市场竞争与资本配置》，《金融研究》第11期，第65-80页。
- 8.陈德球、李思飞，2012：《政府治理、产权偏好与资本投资》，《南开管理评论》第1期，第45-53页。
- 9.陈德球、李思飞、钟昀珈，2012：《政府质量、投资与资本配置效率》，《世界经济》第3期，第89-110页。
- 10.褚保金、莫媛，2011：《金融市场分割下的县域农村资本流动》，《中国农村经济》第1期，第88-96页。
- 11.杜勇、谢瑾、陈建英，2019：《CEO金融背景与实体企业金融化》，《中国工业经济》第5期，第136-144页。
- 12.范海峰、石水平，2016：《财务信息透明度、机构投资者与公司股权融资成本》，《暨南学报（哲学社会科学版）》第4期，第42-52页。
- 13.韩立岩、王哲兵，2005：《我国实体经济资本配置效率与行业差异》，《经济研究》第1期，第77-84页。
- 14.胡芊芊、马新啸、栗宇丹、汤泰劼，2022：《企业集团的资本要素异地配置与投资效率优化研究——基于全国统一大市场建设的新时代情境》，《上海财经大学学报》第6期，第18-31页。
- 15.江艇，2022：《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》，《中国工业经济》第5期，第100-120页。
- 16.姜付秀、黄磊、张敏，2009：《产品市场竞争、公司治理与代理成本》，《世界经济》第10期，第46-59页。
- 17.李彬、郑雯，2018：《母子公司距离、风险承担与公司效率》，《经济管理》第4期，第50-68页。
- 18.李慧云、刘镛，2016：《市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本》，《会计研究》第1期，第71-78页。
- 19.李俊成、王文蔚，2022：《谁驱动了环境规制下的企业风险承担：“转型动力”还是“生存压力”？》，《中国人口·资源与环境》第8期，第40-49页。
- 20.李善同、侯永志、刘云中、陈波，2004：《中国国内地方保护问题的调查与分析》，《经济研究》第11期，第78-84页。

- 21.林超, 2018: 《统一市场视角下城乡建设用地制度变迁分析——基于不完全产权生命周期模型》, 《中国农村观察》第2期, 第30-46页。
- 22.刘京军、张健, 2022: 《信息传导与市场整合——基于商品期货上市的准自然实验》, 《金融研究》第11期, 第154-170页。
- 23.刘志彪、孔令池, 2021: 《从分割走向整合: 推进国内统一大市场建设的阻力与对策》, 《中国工业经济》第8期, 第20-36页。
- 24.陆铭、陈钊, 2009: 《分割市场的经济增长——为什么经济开放可能加剧地方保护?》, 《经济研究》第3期, 第42-52页。
- 25.马新啸、汤泰劫、仲崇阳, 2022: 《要素市场整合与中国企业去僵尸化》, 《经济管理》第10期, 第22-38页。
- 26.牛志伟、许晨曦、武瑛, 2023: 《营商环境优化、人力资本效应与企业劳动生产率》, 《管理世界》第2期, 第83-100页。
- 27.祁怀锦、李晖、刘艳霞, 2019: 《政府治理、国有企业混合所有制改革与资本配置效率》, 《改革》第7期, 第40-51页。
- 28.钱雪松、康瑾、唐英伦、曹夏平, 2018: 《产业政策、资本配置效率与企业全要素生产率——基于中国2009年十大产业振兴规划自然实验的经验研究》, 《中国工业经济》第8期, 第42-59页。
- 29.屈依娜、陈汉文, 2018: 《现金股利政策、内部控制与市场反应》, 《金融研究》第5期, 第191-206页。
- 30.宋渊洋、黄礼伟, 2014: 《为什么中国企业难以国内跨地区经营?》, 《管理世界》第12期, 第115-133页。
- 31.宿伟健、高雨辰、李启航, 2023: 《市场分割对产业结构高级化的影响: 促进抑或抑制?》, 《改革》第5期, 第74-89页。
- 32.许晓芳、陆正飞、汤泰劫, 2020: 《我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究》, 《管理科学学报》第7期, 第1-26页。
- 33.杨笋、刘放、李茫茫, 2017: 《利率市场化、非效率投资与资本配置——基于中国人民银行取消贷款利率上下限的自然实验》, 《金融研究》第5期, 第81-96页。
- 34.余泳泽、胡山、杨飞, 2022: 《国内大循环的障碍: 区域市场分割的效率损失》, 《中国工业经济》第12期, 第108-126页。
- 35.张爱萍、胡奕明, 2021: 《僵尸企业、地方政府与经济高质量发展——基于企业贡献度的研究视角》, 《山西财经大学学报》第2期, 第71-85页。
- 36.张安军、叶彤, 2022: 《产品市场竞争、财政补贴与资本配置效率》, 《财经论丛》第5期, 第34-45页。
- 37.赵奇伟、熊性美, 2009: 《中国三大市场分割程度的比较分析: 时间走势与区域差异》, 《世界经济》第6期, 第41-53页。
- 38.Farell, M. J., 1957, "The Measurement of Productive Efficiency", *Journal of the Royal Statistical Society: Series A General*, 120(3): 253-281.
- 39.Levinsohn, J., and A. Petrin, 2003, "Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables", *The Review of Economic Studies*, 70(2): 317-341.

40. Lewbel, A., 1997, "Constructing Instruments for Regressions with Measurement Error when no Additional Data are Available, with an Application to Patents and R&D", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 65(5): 1201-1214.
41. McLean, R. D., T. Zhang and M. Zhao, 2012, "Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth", *Finance, and Growth The Journal of Finance*, 67(1): 313-350.
42. Ohlson, J. A., 1980, "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, 18(1): 109-131.
43. Richardson, S., 2006, "Over-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, 11(2-3): 159-189.
44. Toh, M. H., and W. C. Ng, 2002, "Efficiency of Investments in Asian Economies: Has Singapore Over-Invested", *Journal of Asian Economics*, 13(1): 52-71.
45. Wurgler, J., 2000, "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 187-214.

(作者单位: <sup>1</sup> 中国社会科学院金融研究所;  
<sup>2</sup> 中国社会科学院大学)  
(责任编辑: 柳 荻)

## **Regional Market Integration and Capital Allocation Efficiency of Chinese Enterprises: Evidence from Chinese A-Share Listed Companies**

CAI Zhen WAN Zhao

**Abstract:** Based on the data of China's A-share listed companies from 2007 to 2020, this paper comprehensively reveals the impact of regional market integration on the capital allocation efficiency of Chinese enterprises and its mechanisms through empirical analysis. The results show that regional market integration improves the capital allocation efficiency of Chinese enterprises. In terms of mechanism, regional market integration optimizes the institutional environment of the region where the enterprises are located, improves the scale effect and capital utilization efficiency of micro-enterprises in cross-regional investment and reduces the debt cost and equity capital cost of the enterprises, and thus improves the capital allocation efficiency of the enterprises. Heterogeneity analysis shows that regional market integration has a more significant promoting effect on private enterprises, enterprises with lower contribution to regional economy, enterprises in monopoly industries, and enterprises in the central and western regions. The analysis of economic consequences shows that the effect of regional market integration on capital allocation efficiency of enterprises is conducive to improving the total factor productivity of micro-enterprises and also helps to reduce the financial risk and operational risk of micro-enterprises. The study provides empirical evidence and policy implications for promoting regional market integration, optimizing the efficiency of enterprise resource allocation, accelerating the high-quality development of China's economy, and increasing the security and resilience of the economic development.

**Keywords:** Regional Market Integration; Enterprise Capital; Allocation Efficiency; Physical Capital Return; Capital Cost