

# 管制下的市场分割与租值耗散\*

## ——基于企业集团跨地区经营的视角

朱 凯<sup>1,2</sup>, 潘怡麟<sup>1</sup>, 张舒怡<sup>1</sup>, 陈信元<sup>1,2</sup>

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

**摘要:**地区市场分割对经济效率的影响不容忽视。文章通过分析企业集团的跨地区经营行为,研究了我国地区市场分割形成的管制租值及其耗散过程。管制下的地区市场分割固然增加了企业的交易成本,但如果企业能通过设立异地子公司突破这种管制,就可以在商品市场竞争中获得超额收益。实证结果表明,通过在市场分割程度高的地区设立异地子公司,企业集团能够扩大销售规模、提升毛利率,但需要承担额外的非生产性支出和税负,总体上能够改善经营业绩。进一步研究发现,与国有企业相比,民营企业集团克服市场分割更能提升经营业绩;在竞争程度高的行业中,企业集团克服市场分割更能提升经营业绩。因此,企业的竞争性寻租行为是地区市场分割造成经济效率损失的一条重要路径,消除地方保护主义有助于促进企业和经济的良性发展。

**关键词:** 市场分割; 租值耗散; 经营业绩

**中图分类号:** F275    **文献标识码:** A    **文章编号:** 1001-9952(2019)04-0004-13

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.2019.04.001

### 一、引言

本文从企业集团跨地区经营这一现象入手,研究了我国地区市场分割形成的租值及其耗散过程。地区市场分割由地方政府限制地区间资源流动的管制手段所导致,中央与地方政府间的行政性分权是地区市场分割的重要原因(银温泉和才婉茹,2001)。郑毓盛和李崇高(2003)测算发现,1982—2000年,地区市场分割造成的经济效率损失多达本地生产总值的13%。长期以来,我国各地区市场日趋整合(桂琦寒等,2006;陈敏等,2007;赵奇伟和熊性美,2009),但分割问题仍不可忽视。

作为社会财富的生产者和流通者,企业对国民经济发挥着不可或缺的作用,但是地区市场分割影响企业的经营和发展。现有研究发现,地区市场分割形成了企业跨地区经营的障碍,增加了企业异地并购和异地投资的成本(方军雄,2009;夏立军等,2011;宋渊洋和黄礼伟,2014;叶宁华和张伯伟,2017),许多企业选择开展出口贸易以追求发展(朱希伟等,2005;张杰等,2010)。以上研究大多关注市场分割给企业带来的成本,而跨地区经营的企业集团广泛存在,说明企业仍在通过各种方式进入特定的地区市场。那么,在地区市场分割的背景下,跨地区经营能为企业带

收稿日期: 2018-09-30

基金项目: 国家自然科学基金重点项目(71632006); 教育部人文社会科学重点研究基地项目(14JJD630005)

作者简介: 朱 凯(1974—)(通讯作者),男,江苏南京人,上海财经大学会计学院教授,博士生导师;

潘怡麟(1994—),女,江苏南京人,上海财经大学会计学院博士研究生;

张舒怡(1995—),女,安徽蚌埠人,上海财经大学会计学院博士研究生;

陈信元(1964—),男,浙江宁波人,上海财经大学会计学院教授,博士生导师。

来什么收益,使其愿意承担相应的成本?这一收益是如何形成的?这些是本文的主要研究问题。本文通过分析地区市场分割背景下企业的跨地区经营行为,试图厘清地区市场分割影响经济效率的微观作用路径。

本文从企业集团着手来研究其跨地区经营行为。企业集团在我国普遍存在,一个重要的原因在于,发展中国家的正式制度尚不健全,导致交易成本高企(Khanna 和 Yafeh, 2007),而建立企业集团能够以组织成本代替市场交易成本,企业集团的边界即由这两类成本的相对大小决定(Coase, 1937)。地区市场分割无疑改变了企业集团对外交易的成本,从而影响其边界。本文认为,企业集团通过设立异地子公司来规避市场分割的影响,能够获得市场分割所形成的租值,但需要为此付出寻租成本。因此,规避市场分割对企业集团的综合影响是一个重要的实证问题。

本文以 2007—2015 年非金融业的 A 股企业集团为样本,实证结果表明,企业集团通过设立异地子公司克服市场分割的影响,扩大了销售规模,提高了毛利率,但增加了非生产性支出和税负,总体上改善了经营业绩。进一步研究发现,与国有企业集团相比,民营企业集团克服市场分割更能提升经营业绩;当市场竞争激烈时,企业集团克服市场分割更能提升经营业绩。我们还检验了进入和退出地区市场对企业集团经营业绩的直接影响,试图缓解可能存在的内生性问题。

本文的主要贡献在于,发现企业为获得地区市场分割租值而需要投入非生产性支出和税负等寻租成本,指出了市场分割造成经济效率损失的微观路径,补充了有关市场分割的研究文献。本文结果表明,消除地方保护主义有助于改善企业经营业绩,促进整体经济良性发展。同时,本文对企业跨地区经营成本和收益的分析,丰富了有关企业集团的研究文献,也为经营决策提供了一定的参考。

## 二、理论分析和研究假说

### (一) 市场分割与租值

租值(*Economic rent*)是指企业购买生产要素的实际支出与要素供给者能够接受的最低金额之差,即交易中产生的超额收益。Krueger(1974)指出,政府对经济活动的干预产生了多种形式的租值,人们有动机进行竞争性寻租;竞争性寻租过程使私人成本与社会成本分离,造成了社会最优意义上的效率损失。而在 Cheung(1974)提出的租值耗散(*Rent dissipation*)理论模型中,当契约一方获取收益的权利被转移时,如果这部分收益权未能被排他地分配给另一方,则相关的租值就会耗散;而当出现无排他性收益时,契约各方总会在约束条件下追求耗散程度最小化。在这一理论框架下,本文试图指出,管制所导致的地区市场分割引致了企业的竞争性寻租,从而造成了经济效率损失。

如果将地区市场分割定义为其他条件不变时,同地区主体交易比异地主体交易成本低的现象,那么这一现象同时受到管制和非管制因素的影响。非管制因素主要是指自然地理距离,虽然交通、通讯等成本可能导致市场分割,但是在竞争条件下,各交易主体“平等地”受到非管制因素的影响。非管制因素并不会形成租值,也不会导致寻租。比如,拥有卓越物流系统的企业可能因运输成本低而享有较高的利润,但这一利润是企业前期投资物流系统的正常回报,不构成超额收益;在市场竞争条件下,各企业都可以投资物流系统。

管制因素主要来自地方政府。为了发展属地经济或在限期内达到特定目标,地方政府有针对性地提高了部分企业面临的交易成本,采取的手段包括对部分企业设定歧视性收费项目、规定歧视性价格、实行歧视性收费标准,<sup>①</sup>或者在原材料投入、劳动力市场、投融资和技术等方面对

<sup>①</sup> 参见《消除地区封锁打破行业垄断工作方案》(商秩发〔2013〕446号)。

企业进行干预等(李善同等,2004)。如果企业可以避免以上交易成本,就能在产品市场中获得竞争优势即租值;由于干预对象是地方政府决定的,避免以上交易成本的收益权不具有排他性,<sup>①</sup>因而与管制下市场分割有关的租值可能耗散。

以 Watson 等(1989)记述的“羊毛战争”(Wool War)为例,我国羊毛主要产地(甘肃、青海、新疆和内蒙古)位于中西部地区,而东南沿海地区人口密集,存在着市场空间。如果仅考虑非管制因素,在竞争条件下,在实现羊毛供给与需求匹配的过程中不存在租值,企业也就不会寻租;但如果地方政府对羊毛的销售或采购施行管制,就会形成租值。1985年初,我国统一的羊毛采购机制被取消,为了发展本地纺织业,羊毛主要产地的政府大举限制羊毛流出。例如,新疆某地向每吨“出口”羊毛征税30元,这意味着部分企业在该地购买羊毛时需要缴税,而另一部分企业则不需要,后者便能以优势价格获取羊毛资源。那么,为了获得“免税”资格背后的高利润(租值),企业有动机进行寻租。这是管制下的地区市场分割损害经济效率的一条可能路径。为了行文方便,如无特别说明,下文中的地区市场分割均指管制因素所导致的市场分割。

## (二)租值耗散过程:企业集团克服市场分割

要实现跨地区交易,企业集团既可以选择与异地企业合作,也可以设立异地子公司或其他分支机构。Cheung(1974)认为,契约各方会尽可能地减少租值的耗散,所以企业将选择成本最低的方式来规避市场分割的影响。

与异地企业合作固然可以在一定程度上规避市场分割的影响,但企业、本地政府和异地政府的利益未必能够达成一致。<sup>②</sup>如果对异地企业的采购和销售增加了企业的价值,本地政府可以分享这部分价值。但不存在跨地区交易,本地政府获取的收益可能更大。异地政府则无法从企业价值的提升中获得回报,而且竞争可能影响异地其他企业的利润。因此,与异地企业合作可能同时受到本地和异地政府的掣肘。

与其他分支机构相比,子公司具有独立法人资格。异地子公司将就业、税收和对经济发展的贡献留在异地,符合异地政府利益;除了与母公司的股权联系外,基本可以视为异地本土公司,受本地政府管制较弱。现有文献发现,地方国有企业设立异地子公司,能在一定程度上规避本地政府的干预(曹春方等,2015)。在现实中,地方政府要求经营主体在当地组建独立企业法人机构是十分常见的现象,《消除地区封锁打破行业垄断工作方案》(商秩发〔2013〕446号)把“解决地方各级人民政府要求跨地区经营的企业必须在当地组建独立企业法人机构问题”作为“当前需要解决的突出问题”之一,可见这一现象广泛存在。综上所述,异地子公司有助于协调企业集团与两地政府的利益,可能是一种低成本的克服市场分割的方式。

如果异地子公司能够帮助企业集团规避市场分割的影响,获得有关的租值,那么企业集团通过异地子公司获得市场准入后,就能以较低的成本获取资源或接近市场,扩大销售或降低成本,从而改善利润。正如在“羊毛战争”例子中,如果一家异地企业能够在羊毛产地设厂纺织,则符合当地政府发展纺织业的目标,因而可以获得“免税”资格。由此,本文提出以下假说:

假说1:企业通过设立异地子公司克服市场分割能够增加销售收入,提高毛利率。

在这一过程中,企业对产品市场中租值的竞争事实上转变为设立异地子公司的竞争,企业

<sup>①</sup> 本文认为,由于行政命令的干预对象是地方政府决定的,各企业在符合地方政府利益的情况下都有可能不受干预,即没有企业能独占相关收益权,所以这一收益权不具有排他性。

<sup>②</sup> 银温泉和才婉茹(2001)指出,形成地区市场分割的行政命令有两种,即限制外地资源进入本地市场和限制本地资源流入外地。也就是说,企业面临的市场分割可能是由本地和异地政府同时作用形成的。本文研究的市场分割同时反映了两地政府的影响,而并不讨论本地与异地政府两者的影响孰轻孰重。

需要为此投入寻租成本,这一成本的一个表现是企业的非生产性支出。一方面,企业需要在异地投入非生产性支出,以设立和维持异地子公司;另一方面,企业也需要向本地政府投入非生产性支出,因为设立异地子公司会导致资源流出,必然影响本地经济发展。夏立军等(2011)认为,当企业跨省投资行为受到地方政府(投出地或接收地)限制时,高管的政企纽带能够帮助企业突破限制。同理,本文认为投入非生产性支出能够帮助企业积累社会资本,从而突破限制。相似地,税负也可能成为寻租成本。在克服市场分割的过程中,为了获得本地政府的同意和异地政府的青睐,企业不能采取积极的避税策略,以满足两地政府的税收需求。由此,本文提出以下假说:

假说 2: 企业通过设立异地子公司克服市场分割会增加非生产性支出和税负。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取

本文的研究对象为非金融业的沪深 A 股上市集团公司。由于 2007 年新会计准则开始实行,本文的研究区间为 2007—2015 年。表 1 列示了样本筛选过程,我们共得到 16 330 个公司一年度样本。本文计算市场分割克服程度的商品零售价格指数来自国家统计局网站,最终控制人数据从年报中手工采集得到,其他数据来自国泰安数据库。

表 1 样本筛选

筛选过程	观测数
2007—2015 年非金融业上市集团公司	19 460
剔除: 未披露境内子公司样本	-1 243
IPO 当年样本	-1 424
净资产为负样本	-256
数据缺失样本	-207
最终样本	16 330

#### (二) 企业集团设立异地子公司克服市场分割程度的度量

企业集团通过设立异地子公司来克服市场分割的程度是本文的主要解释变量。我们以国家统计局提供的 16 类商品零售价格指数为基础,<sup>①</sup>采用基于“冰川成本”模型(Samuelson, 1964)的相对价格法,计算了 31 个省份间商品市场的分割程度。该方法计算得到的相对价格波动范围能够衡量跨地区交易的成本,反映非管制与管制因素的共同影响。现有文献(桂琦寒等, 2006; 陈敏等, 2007; 刘小勇和李真, 2008; 陆铭和陈钊, 2009; 赵奇伟和熊性美, 2009)在采用此方法时大多仅考虑了地理相邻省份,而本文拓展至所有相邻与非相邻省份。

计算过程如式(1)至式(3)所示。其中,  $t$  表示年份,  $i$  和  $j$  表示省份,  $k$  表示商品类别。式(1)计算了  $t$  年  $i$  与  $j$  两省第  $k$  类商品的相对价格。式(2)通过减去同商品当年均值,消除了相对价格中与特定商品类别相联系的固定效应。式(3)计算得到的方差  $Segment_{i,j,t}$  即为  $i$  与  $j$  两省间商品的相对价格波动范围,度量两省间的市场分割程度。

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

$$adjQ_{i,j,t}^k = |\Delta Q_{i,j,t}^k| - |\Delta Q_t^k| \quad (2)$$

$$Segment_{i,j,t}^k = \text{Var}(adjQ_{i,j,t}^k) \quad (3)$$

本文认为,地区市场分割是非管制因素与管制因素共同作用的结果。表 2 检验了两省之间的市场化程度差异和地理距离对市场分割程度的影响。结果显示,两者对市场分割程度都存在

<sup>①</sup> 本文使用的商品零售价格指数包括食品、饮料烟酒、服装鞋帽、纺织品、家用电器及音响器材、文化办公用品、日用品、体育娱乐用品、交通通信用品、家具、化妆品、金银珠宝、中西药品及医疗保健用品、书报杂志及电子出版物、燃料、建筑材料及五金电料,共 16 类。也有文献采用居民消费价格指数来计算商品市场分割程度。我们采用该方法进行了检验,结论保持不变。

影响, 两省之间的市场化程度差异越大, 地理距离越远, 市场分割程度就越大。这在一定程度上佐证了本文对市场分割成因的分析。但我们认为, 在竞争条件下, 是管制下的地区市场分割形成了租值。

在上述市场分割指标的基础上, 本文以式(4)计算了企业集团设立异地子公司克服市场分割程度的度量指标(以下简称市场分割克服程度), 并在年度和行业层面做了“去平均”处理, 得到本文的主要解释变量  $SegR$ 。以综艺股份(600770)为例, 公司注册地位于江苏省南通市, 2014年在江苏省、北京市、上海市和广东省设有子公司, 则变量  $SegR$  的计算方式为: 当年江苏到北京、上海和广东三个省份的  $Segment$  之和, 除以江苏到江苏以外 30 个省份的  $Segment$  之和。

$$\text{市场分割克服程度} = \frac{\sum \text{母公司所在省份与设有子公司省份} Segment}{\sum \text{母公司所在省份与各省份} Segment} \quad (4)$$

(三) 回归模型

本文认为, 企业集团克服市场分割能够扩大销售、提升毛利率, 但需要投入非生产性支出和税负。本文的主要模型如式(5)所示, 因变量有销售收入( $Sales$ )、毛利率( $PM$ )、招待费用( $Corrp$ )、所得税税负( $Tax1$ )和总税负( $Tax2$ ), 控制变量包括资产规模( $Size$ )、财务杠杆( $Lev$ )、上市年数( $Age$ )、产权性质( $PRVT$ )和所在行业的市场竞争程度( $Comp$ )。由于管理和销售费用的明细披露主要出现在 2010 年后, 以  $Corrp$  为因变量的检验仅采用 2010 年及以后的子样本。张会丽和陆正飞(2012)以及张会丽和吴有红(2011)认为, 财务资源在母子公司之间的分布是企业集团的重要特征之一, 会影响其经营绩效。因此, 本文在式(5)中控制了企业集团的资产集中度( $Cen$ ), 即母公司资产占合并报表总资产的比重。此外, 我们还控制了行业多元化程度( $IndDiv$ )和异地子公司占比( $FR$ )。

$$\begin{aligned} \text{Dependent Variables}_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 SegR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 PRVT_{i,t} \\ & + \beta_6 Comp_{i,t} + \beta_7 Cen_{i,t} + \beta_8 IndDiv_{i,t} + \beta_9 FR_{i,t} + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

除了上述模型外, 我们还参考万华林和陈信元(2010)的研究, 建立了非生产性支出模型, 如式(6)所示。该模型在 Anderson 等(2007)成本模型的基础上, 以固定资产折旧( $Depre$ )和支付给职工的薪酬( $Paystaff$ )来反映资本和劳动对企业营业管理费用的影响, 从而控制公司固定成本构成的差异。因变量为经高管薪酬和无形资产摊销调整后的营业管理费用( $SGA$ )。

$$\begin{aligned} SGA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SegR_{i,t} + \beta_2 Depre_{i,t} + \beta_3 PayStaff_{i,t} + \beta_4 SalesG_{i,t} \\ & + \beta_5 SalesG_{i,t} \times SalesD_{i,t} + \beta_6 Effi_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 PayMNG_{i,t} \\ & + \beta_9 PRVT_{i,t} + \beta_{10} Cen_{i,t} + \beta_{11} IndDiv_{i,t} + \beta_{12} FR_{i,t} + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

本文变量定义与计算方式见表 3。为了减少离群值的影响, 我们对连续型变量进行了上下 1% 的 *winsorize* 处理。为了控制自相关问题, 我们参考 Petersen(2009)的研究, 对 OLS 模型的标准误在年度和公司两个层面进行了聚类调整, 并控制了行业固定效应。

表 2 地区市场分割程度影响因素

	Segment×10 000		
	(1)	(2)	(3)
两省市场化程度差异	0.3070*** (24.054)		0.2371*** (18.125)
地理距离		0.3598*** (33.386)	0.2599*** (22.288)
年份固定效应	控制	控制	控制
常数项	2.4090*** (36.461)	0.4603*** (4.959)	0.7494*** (7.905)
Obs.	8 618	8 618	8 618
Adj. R <sup>2</sup>	0.258	0.252	0.280

注: 以樊纲指数(王小鲁等, 2017)来度量地区市场化程度, 指数缺失时取前后年度数值; 地理距离等于省会之间直线距离取自然对数。采用 OLS 回归稳健标准误, \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

表 3 变量定义

变量符号	变量名称	计算方式
<i>Panel A:</i> 式(5)因变量		
<i>Sales</i>	销售收入	营业收入/总资产
<i>PM</i>	毛利率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/总资产
<i>Corrp</i>	招待费用	管理费用和销售费用明细中含有“餐”、“招待”等词语的费用之和/总资产
<i>Tax1</i>	所得税税负	所得税费用/总资产
<i>Tax2</i>	总税负	(现金流量表中支付的各项税费-收到的税费返还)/总资产
<i>ROA</i>	经营业绩	净利润/总资产
<i>Panel B:</i> 式(5)自变量		
<i>SegR</i>	市场分割克服程度	$\frac{\sum \text{母公司所在省份与设有子公司省份商品市场分割程度}}{\sum \text{母公司所在省份与各省份商品市场分割程度}}$ , 在行业和年度层面做“去平均”处理
<i>Size</i>	资产规模	总资产取自然对数
<i>Lev</i>	财务杠杆	总负债/总资产
<i>Age</i>	上市年数	上市年数取自然对数
<i>PRVT</i>	产权性质	虚拟变量, 最终控制人为县级以上部门则取 0, 否则取 1
<i>Comp</i>	市场竞争程度	当年同行业营业收入 <i>HHI</i> 指数
<i>Cen</i>	资产集中度	母公司总资产/合并报表总资产
<i>IndDiv</i>	行业多元化程度	公司披露的主营业务数取自然对数
<i>FR</i>	异地子公司比例	异地子公司数/子公司数
<i>Panel C:</i> 式(6)变量		
<i>SGA</i>	调整后的营业管理费用	(销售费用+管理费用-高管薪酬-无形资产摊销)/上年营业收入
<i>Depre</i>	固定资产折旧	固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧/上年营业收入
<i>PayStaff</i>	职工薪酬	(支付给职工以及为职工支付的现金-高管薪酬总额)/上年营业收入
<i>SalesG</i>	销售收入增长	营业收入/上年营业收入
<i>SalesD</i>	销售收入下降	虚拟变量, 营业收入低于上年则取 1, 否则取 0
<i>Effi</i>	资产周转率	销售收入/总资产均值
<i>PayMNG</i>	高管薪酬	前三名高管薪酬取自然对数

## (四)描述性统计

表 4 报告了本文变量的描述性统计结果。样本公司的销售收入(*Sales*)均值为 65.7%, 毛利率(*PM*)均值达到 24.7%。单位资产的业务招待费(*Corrp*)较小, 均值不足 0.2%。所得税税负(*Tax1*)和总税负(*Tax2*)的均值分别为 1% 和 3.3%。样本公司平均的总资产回报率(*ROA*)为 3.8%。主要解释变量市场分割克服程度(*SegR*)的最小值为-20.1%, 最大值为 56.1%, 说明不同公司通过设立异地子公司克服市场分割的程度有很大的差别。

表 4 变量描述性统计

变量	观测数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Sales</i>	16 330	0.657	0.544	0.054	2.676	0.473
<i>PM</i>	16 330	0.247	0.215	-0.039	0.763	0.161
<i>Corrp</i>	12 435	0.002	0.001	0.000	0.012	0.002
<i>Tax1</i>	16 330	0.010	0.007	-0.008	0.053	0.010
<i>Tax2</i>	16 330	0.033	0.027	-0.049	0.178	0.034
<i>ROA</i>	16 330	0.038	0.034	-0.171	0.204	0.054
<i>SegR</i>	16 330	0.000	-0.035	-0.201	0.561	0.117

续表4 变量描述性统计

变量	观测数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Size</i>	16 330	21.910	21.760	19.310	25.730	1.258
<i>Lev</i>	16 330	0.465	0.471	0.053	0.904	0.210
<i>Age</i>	16 330	1.994	2.303	0.000	3.219	0.854
<i>PRVT</i>	16 330	0.518	1.000	0.000	1.000	0.500
<i>Comp</i>	16 330	0.074	0.050	0.019	0.459	0.071
<i>Cen</i>	16 330	0.764	0.816	0.174	1.000	0.210
<i>IndDiv</i>	16 330	0.539	0.000	0.000	2.197	0.650
<i>FR</i>	16 330	0.402	0.368	0.000	1.000	0.319
<i>SGA</i>	16 330	0.181	0.135	0.010	1.028	0.165
<i>Depre</i>	16 330	0.053	0.036	0.001	0.325	0.054
<i>PayStaff</i>	16 330	0.127	0.101	0.010	0.642	0.104
<i>SalesG</i>	16 330	1.217	1.113	0.383	5.679	0.624
<i>SalesD</i>	16 330	0.296	0.000	0.000	1.000	0.456
<i>Effi</i>	16 330	0.700	0.579	0.054	2.882	0.506
<i>PayMNG</i>	16 330	13.990	14.010	12.060	15.910	0.745

关于企业集团的特征,资产集中度(*Cen*)的均值为76.4%,说明企业集团的大部分资产在母公司;行业多元化程度(*IndDiv*)的均值为53.9%,样本公司平均开展了2.19项业务;异地子公司占比(*FR*)的均值为40.2%,说明样本公司积极实施了多元化战略。

表5列示了主要变量的相关系数。样本公司克服市场分割的程度(*SegR*)与销售收入(*Sales*)、毛利率(*PM*)、业务招待费(*Corrp*)、税负(*Tax1*和*Tax2*)和调整后的销售管理费用(*SGA*)都显著正相关,表明克服市场分割能够帮助企业获得租值,但需要企业投入寻租成本,这初步验证了本文的假说。

表5 主要变量 Pearson 相关系数

	<i>Sales</i>	<i>PM</i>	<i>Corrp</i>	<i>Tax1</i>	<i>Tax2</i>	<i>SGA</i>	<i>SegR</i>	<i>PRVT</i>
<i>PM</i>	-0.379***							
<i>Corrp</i>	0.057***	0.144***						
<i>Tax1</i>	0.173***	0.360***	0.00900					
<i>Tax2</i>	0.216***	0.300***	0.019**	0.551***				
<i>SGA</i>	-0.226***	0.559***	0.213***	0.064***	0.131***			
<i>SegR</i>	0.111***	0.015*	0.029***	0.057***	0.062***	0.015*		
<i>PRVT</i>	-0.102***	0.203***	0.172***	0.031***	-0.060***	0.205***	-0.0120	
<i>Comp</i>	-0.044***	0.058***	0.038***	0.062***	0.097***	0.015*	0	-0.051***

注:\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$ 。受篇幅限制,这里仅报告了主要变量间的相关系数,其他相关系数备案。

#### 四、实证结果分析

##### (一)克服市场分割的收益与成本

表6报告了式(5)的回归结果,检验了企业克服市场分割的程度(*SegR*)对销售收入(*Sales*)、毛利率(*PM*)、业务招待费(*Corrp*)和税负(*Tax1*和*Tax2*)的影响。*SegR*的回归系数都为正,且在5%的水平上显著。这意味着企业通过设立异地子公司克服市场分割,增加了销售收入,提高了毛利率,但以业务招待费度量的非生产性支出和税负也提高,从而支持了假说1和假说2。

表 6 基准模型回归结果

	(1) <i>Sales</i>	(2) <i>PM</i>	(3) <i>Corrp</i>	(4) <i>Tax1</i>	(5) <i>Tax2</i>
<i>SegR</i>	<b>0.4780<sup>***</sup></b> <b>(5.909)</b>	<b>0.0684<sup>**</sup></b> <b>(2.522)</b>	<b>0.0030<sup>***</sup></b> <b>(7.351)</b>	<b>0.0065<sup>***</sup></b> <b>(3.942)</b>	<b>0.0262<sup>***</sup></b> <b>(4.178)</b>
<i>Size</i>	-0.0171 <sup>*</sup> (-1.831)	0.0027 (1.156)	-0.0006 <sup>***</sup> (-15.921)	0.0004 <sup>**</sup> (2.066)	0.0011 <sup>*</sup> (1.882)
<i>Lev</i>	0.2575 <sup>***</sup> (5.876)	-0.2607 <sup>***</sup> (-20.634)	0.0004 <sup>**</sup> (2.231)	-0.0157 <sup>***</sup> (-14.235)	-0.0270 <sup>***</sup> (-7.807)
<i>Age</i>	-0.0159 (-1.292)	-0.0121 <sup>***</sup> (-3.595)	-0.0002 <sup>***</sup> (-3.758)	-0.0005 <sup>*</sup> (-1.740)	0.0013 (1.257)
<i>PRVT</i>	-0.0999 <sup>***</sup> (-5.369)	0.0322 <sup>***</sup> (6.544)	-0.0000 (-0.061)	0.0001 (0.319)	-0.0031 <sup>**</sup> (-2.427)
<i>Comp</i>	0.2433 (1.153)	-0.0473 (-0.743)	0.0033 <sup>**</sup> (2.363)	0.0021 (0.224)	0.0368 (1.407)
<i>Cen</i>	-0.1876 <sup>***</sup> (-3.756)	-0.0234 (-1.577)	-0.0008 <sup>***</sup> (-4.127)	-0.0080 <sup>***</sup> (-8.842)	-0.0076 <sup>**</sup> (-2.538)
<i>IndDiv</i>	-0.0014 (-0.143)	-0.0106 <sup>***</sup> (-3.937)	0.0001 <sup>***</sup> (3.260)	-0.0003 (-1.119)	-0.0024 <sup>***</sup> (-2.927)
<i>FR</i>	-0.0558 <sup>**</sup> (-1.979)	-0.0040 (-0.384)	-0.0003 <sup>**</sup> (-2.412)	-0.0017 <sup>***</sup> (-3.418)	-0.0063 <sup>***</sup> (-3.403)
<i>Ind</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>Constant</i>	0.9795 <sup>***</sup> (4.506)	0.3053 <sup>***</sup> (5.088)	0.0152 <sup>***</sup> (17.104)	0.0083 <sup>*</sup> (1.738)	-0.0001 (-0.010)
<i>Obs.</i>	16 330	16 330	12 435	16 330	16 330
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.228	0.337	0.174	0.164	0.199

注: 采用 OLS 回归, 标准误经过公司和年度层面的聚类调整。\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。下同。

控制变量的回归结果显示, 财务杠杆高的企业销售收入较多但利润率较低, 且财务杠杆具有抵税作用; 相对于国有企业, 民营企业的销售收入较少但利润率较高, 所得税无差异而流转税负担较轻; 资产集中于母公司的集团销售收入较少, 非生产性支出也较少, 税负较轻; 行业多元化明显降低了毛利率, 体现了其折价作用。下文中控制变量的结果与这里基本一致, 不再赘述。

表 7 报告了非生产性支出模型(万华林和陈信元, 2010)的回归结果。*SegR* 的回归系数为 0.1124, 显著性水平为 1%, 说明企业克服市场分割的程度越高, 非生产性支出越多。这与表 6 的结论相同, 支持了假说 2。

在控制变量中, 固定资产折旧 *Depre* 和职工薪酬 *PayStaff* 的系数都为正, 销售收入增长 *SalesG* 的系数显著为正, 但交乘项 *SalesD* × *SalesG* 的系数不显著, 效率较高的企业营业费用较低(*Effi* 的系数显著为负), 资产规模 *Size* 的系数显著为负, 高管薪酬 *PayMNG* 的系数显著为正, 民营企业的销售管理费用较多(*PRVT* 的系数显著为正)。

以上回归结果支持了本文的假说, 即企业克服市场分割能获得租值收益, 但需要投入寻租成本。那么, 这一行为对企业业绩的影响如何? 为了回答这一问题, 本文以资产收益率(*ROA*)作为式(5)的因变量进行了回归分析。表 8 结果显示, *SegR* 的回归系数为 0.0218, 显著性水平为 1%, 表明设立异地子公司克服市场分割确实给企业带来了收益。

Cheung(1974)认为, 在竞争性寻租过程中, 租值在边际上耗散为零, 但在边际内依然存在。

表8的结果可能正好捕捉了克服市场分割这一竞争性寻租过程在“边际内”的影响。然而,即使部分企业集团的经营业绩得到了提升,我们仍不能否认寻租成本特别是非生产性支出所导致的效率损失。如果克服市场分割能够提升业绩,那么消弭市场分割是否意味着全部企业公司价值的更大提升呢?这是一个值得思考但难以检验的问题。

(二)稳健性检验

1. 市场分割程度(*Segment*)的度量。本文主要实证结果采用的是商品零售价格指数来计算商品市场的分割程度,而部分文献(赵奇伟和熊性美,2009)采用居民消费价格分类指数,该指数包含八类商品。我们改用这种计算方式重新进行了检验,上述结论不变。

2. 母子公司所在地制度环境的影响。由表2可知,集团母子公司所在地的市场化程度对地区市场分割程度存在显著的影响。我们以樊纲指数(王小鲁等,2017)来度量市场化程度,在上述检验中控制母子公司所在地的市场化程度之和与之差,结论不变。这说明上述现象并非由母子公司面临的制度环境所导致,而是克服市场分割的结果。

3. 其他模型设定。盈利能力可能影响企业的非生产性支出和税负。在以业务招待费(*Corp*)和税负(*Tax1*和*Tax2*)为因变量时,我们控制了盈利能力(*ROA*),有关结论不变。我们还在模型中加入了母公司所在省份的虚拟变量来控制省份固定效应,结论保持不变。

五、进一步研究

(一)产权性质的影响

地区市场分割形成租值后,相对于民营企业,国有企业参与寻租竞争的动机和能力较弱。

地方国企受到地方政府的“支持”,跨地区经营可能减少地方国企享受到的优惠;同时,出于防止经济资源流出,地方政府可能阻挠地方国企克服市场分割来开展跨地区经营。潘红波和余明桂(2011)发现,地方国企异地并购的概率显著低于民营企业。中央国企拥有天然的政治联系,地区市场分割并不会对其经营构成足够的威胁,因而其跨地区经营获得的收益较小。方军雄(2007)发现,中央国企往往能够突破地方政府设置的障碍,实现跨地区并购。徐虹等(2018)认为,民营企业更有可能发挥集团化经营优势。因此,克服市场分割的收益和成本应主要体现在民营企业

表7 非生产性支出模型回归结果

	SGA	
	回归系数	t 统计值
<i>SegR</i>	0.1124***	4.896
<i>Depre</i>	0.1891***	3.178
<i>PayStaff</i>	0.8222***	21.342
<i>SalesG</i>	0.0571***	14.369
<i>SalesD×SalesG</i>	0.0021	0.821
<i>Effi</i>	-0.0379***	-8.472
<i>Size</i>	-0.0183***	-9.237
<i>PayMNG</i>	0.0088***	3.224
<i>PRVT</i>	0.0173***	4.817
<i>Comp</i>	0.0191*	1.860
<i>Cen</i>	0.0157**	2.005
<i>IndDiv</i>	-0.0033*	-1.817
<i>FR</i>	0.0040	0.645
<i>Constant</i>	0.2706***	6.292
<i>Ind</i>	<i>Control</i>	
<i>Obs.</i>	16 330	
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.638	

表8 经营业绩回归结果

	ROA	
	回归系数	t 统计值
<i>SegR</i>	0.0218***	2.889
<i>Size</i>	0.0083***	8.253
<i>Lev</i>	-0.1194***	-19.113
<i>Age</i>	-0.0058***	-2.888
<i>PRVT</i>	0.0044***	2.975
<i>Comp</i>	0.0161	0.423
<i>Cen</i>	-0.0386***	-7.942
<i>IndDiv</i>	-0.0011	-0.930
<i>FR</i>	-0.0092***	-2.982
<i>Constant</i>	-0.0646***	-3.229
<i>Ind</i>	<i>Control</i>	
<i>Obs.</i>	16 330	
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.216	

集团中。

为了检验这一推断,我们在式(5)和式(6)中加入了产权性质虚拟变量(*PRVT*)与市场分割克服程度(*SegR*)的交乘项,回归结果见表9。在列(2)、列(4)和列(5)中,该交乘项的系数显著为正,表明相对于国有企业,民营企业集团克服市场分割获得了更多的毛利率提升,但相应支付了更多税负。以经营业绩(*ROA*)为因变量时,该交乘项的系数也显著为正,说明民营企业集团克服市场分割获得了更多的净收益。

表9 产权性质的影响

	(1) <i>Sales</i>	(2) <i>PM</i>	(3) <i>Corrp</i>	(4) <i>Tax1</i>	(5) <i>Tax2</i>	(6) <i>SGA</i>	(7) <i>ROA</i>
<i>SegR</i>	0.5342*** (5.105)	-0.0001 (-0.003)	0.0026*** (5.381)	0.0038* (1.710)	0.0178** (2.203)	0.1298*** (5.668)	0.0089 (0.875)
<i>PRVT</i>	-0.0996*** (-5.366)	0.0318*** (6.492)	-0.0000 (-0.082)	0.0001 (0.276)	-0.0032** (-2.466)	0.0173*** (4.807)	0.0044*** (2.938)
<i>PRVT×SegR</i>	<b>-0.1154</b> <b>(-0.887)</b>	<b>0.1406***</b> <b>(3.631)</b>	<b>0.0006</b> <b>(0.970)</b>	<b>0.0056**</b> <b>(2.120)</b>	<b>0.0172*</b> <b>(1.767)</b>	<b>-0.0360</b> <b>(-1.195)</b>	<b>0.0265**</b> <b>(2.236)</b>
<i>Constant</i>	0.9834*** (4.516)	0.3006*** (5.016)	0.0152*** (17.184)	0.0081* (1.681)	-0.0007 (-0.051)	0.2716*** (6.314)	-0.0655*** (-3.254)
<i>Controls</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>Obs.</i>	16 330	16 330	12 435	16 330	16 330	16 330	16 330
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.228	0.339	0.174	0.165	0.199	0.638	0.217

## (二)市场竞争的影响

激烈的市场竞争使生产者剩余趋于零,在这种情况下,克服市场分割将为企业带来独占性的优势。为了检验这一推断,我们在式(5)和式(6)中加入了市场竞争程度(*Comp*)与市场分割克服程度(*SegR*)的交乘项,回归结果见表10。变量*Comp*越小,表示企业所在行业的竞争越激烈。在列(2)和列(5)中,该交乘项的系数显著为负,说明竞争越激烈,企业集团克服市场分割对毛利率和总税负的正向影响越强。在以*ROA*为因变量的检验中,该交乘项的系数也显著为负,说明当竞争激烈时,企业集团克服市场分割获得了更多的净收益。

表10 市场竞争的影响

	(1) <i>Sales</i>	(2) <i>PM</i>	(3) <i>Corrp</i>	(4) <i>Tax1</i>	(5) <i>Tax2</i>	(6) <i>SGA</i>	(7) <i>ROA</i>
<i>SegR</i>	0.4517*** (4.331)	0.1142*** (3.369)	0.0030*** (5.977)	0.0089*** (4.461)	0.0396*** (4.645)	0.1007*** (3.631)	0.0337*** (3.582)
<i>Comp</i>	0.2433 (1.152)	-0.0473 (-0.740)	0.0033** (2.362)	0.0021 (0.224)	0.0368 (1.406)	0.0191* (1.841)	0.0161 (0.424)
<i>Comp×SegR</i>	<b>0.3695</b> <b>(0.372)</b>	<b>-0.6456**</b> <b>(-2.454)</b>	<b>-0.0008</b> <b>(-0.191)</b>	<b>-0.0334</b> <b>(-1.616)</b>	<b>-0.1894***</b> <b>(-2.806)</b>	<b>0.1638</b> <b>(0.726)</b>	<b>-0.1677*</b> <b>(-1.659)</b>
<i>Constant</i>	0.9804*** (4.507)	0.3038*** (5.082)	0.0152*** (17.120)	0.0082* (1.722)	-0.0006 (-0.042)	0.2707*** (6.296)	-0.0650*** (-3.257)
<i>Controls</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>Obs.</i>	16 330	16 330	12 435	16 330	16 330	16 330	16 330
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.228	0.338	0.174	0.165	0.200	0.638	0.216

## (三)进入/退出市场的后果

盈利水平高的企业集团可能更有能力设立异地子公司,为了缓解这一内生性问题,我们考

考虑了企业集团进入或退出地区市场的后果。具体而言,我们以式(7)计算得到的  $SegR\_New$  为主要解释变量,以原被解释变量的差分值为因变量进行了回归分析,结果见表 11。上市年数( $Age$ )的差分为常量,样本公司产权性质( $PRVT$ )和行业竞争程度( $Comp$ )在时间序列上的变化十分微小,因而这里没有将这些变量放入模型中。由于式(6)的设定比较复杂,我们利用式(5)来检验克服市场分割的收益与成本。在式(7)中,“当年进入省份”是指企业集团上年在该省份没有子公司,当年子公司数大于 0;“当年退出省份”是指企业集团上年在该省份的子公司数大于 0,当年无子公司。

表 11 进入/退出市场的影响

	(1) $\Delta Sales$	(2) $\Delta PM$	(3) $\Delta Corrp$	(4) $\Delta Tax1$	(5) $\Delta Tax2$	(6) $\Delta ROA$	(7) $\Delta ROA_{t+2}$
$SegR\_New$	<b>0.5049<sup>***</sup></b> (3.019)	<b>-0.0018</b> (-0.021)	<b>0.0025</b> (1.252)	<b>0.0165<sup>*</sup></b> (1.850)	<b>0.0381<sup>***</sup></b> (3.427)	<b>-0.0108</b> (-0.126)	<b>0.1209<sup>*</sup></b> (1.673)
$\Delta Size$	-0.1835 <sup>***</sup> (-14.905)	0.0328 <sup>***</sup> (8.008)	-0.0008 <sup>***</sup> (-5.869)	0.0009 (1.295)	-0.0072 <sup>***</sup> (-7.099)	0.0266 <sup>***</sup> (5.315)	-0.0159 <sup>***</sup> (-9.236)
$\Delta Lev$	-0.0639 (-1.461)	-0.1497 <sup>***</sup> (-10.519)	0.0000 (0.022)	-0.0158 <sup>***</sup> (-9.846)	-0.0256 <sup>***</sup> (-7.712)	-0.2237 <sup>***</sup> (-14.135)	0.0212 <sup>***</sup> (2.973)
$\Delta Cen$	-0.1914 <sup>***</sup> (-6.366)	-0.0237 <sup>**</sup> (-2.116)	-0.0005 <sup>***</sup> (-4.160)	-0.0072 <sup>***</sup> (-3.747)	-0.0150 <sup>***</sup> (-5.315)	-0.0647 <sup>***</sup> (-5.402)	-0.0014 (-0.208)
$\Delta IndDiv$	0.0037 (1.038)	-0.0027 <sup>***</sup> (-3.272)	0.0001 <sup>**</sup> (1.974)	0.0002 (1.010)	-0.0002 (-0.835)	0.0005 (0.495)	-0.0011 (-1.449)
$\Delta FR$	-0.0115 (-0.580)	0.0137 (1.413)	0.0001 (0.681)	0.0001 (0.180)	0.0008 (0.521)	-0.0033 (-0.626)	-0.0044 (-1.580)
<i>Constant</i>	0.0165 (1.556)	-0.0081 (-1.283)	0.0002 (1.073)	0.0003 (0.559)	0.0013 <sup>***</sup> (3.112)	-0.0067 (-1.377)	-0.0017 (-0.302)
<i>Ind</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>Obs.</i>	15 688	15 688	12 059	15 688	15 688	15 688	13 311
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.064	0.050	0.022	0.029	0.031	0.122	0.006

$$SegR\_New = \frac{\sum \text{母公司所在省份与当年进入省份} Segment - \sum \text{母公司所在省份与当年退出省份} Segment}{\sum \text{母公司所在省份与各省} Segment} \quad (7)$$

在表 11 列(1)、列(4)和列(5)中,  $SegR\_New$  的回归系数显著为正,说明企业集团克服市场分割在当年就提高了销售收入,增加了税负。列(6)中的因变量为  $ROA$  的变化量,  $SegR\_New$  的系数不显著;但当因变量为  $ROA$  在  $t+1$  期与  $t+2$  期之间的变化量时,  $SegR\_New$  的系数显著为正。这可能说明经营业绩对克服市场分割的反应有一定的滞后性。

## 六、结 论

地区市场分割同时受到管制与非管制因素的影响。如果企业能够避免管制因素带来的交易成本,就能在产品市场中获得竞争优势即租值。设立异地子公司是企业集团规避市场分割影响的重要方式,但在此过程中不得不投入寻租成本。本文以跨地区经营的上市企业集团为样本,检验了克服市场分割对企业集团业绩的综合影响。研究表明,企业集团通过设立异地子公司克服市场分割,扩大了销售规模,提高了毛利率,但增加了非生产性支出和税负,总体上改善了经营业绩。进一步研究发现,与国有企业相比,民营企业集团克服市场分割更能提升经营业绩;当市场竞争激烈时,企业集团克服市场分割更能提升经营业绩。本文认为,企业集团为获取市场

分割租值而投入的寻租成本,尤其是非生产性支出,是市场分割造成经济效率损失的重要途径。因此,消除市场分割将有助于改善企业业绩,促进我国经济良性发展。

企业集团可能采用多种方式实现跨地区经营以获得市场分割租值,但总会选择成本最低的方式,从而尽可能地减少租值耗散(Cheung, 1974)。虽然可能存在其他方式,但是设立异地子公司仍是企业集团克服市场分割的重要选择。本文的主要局限在于,实证分析中无法有效区分采用其他方式实现跨地区经营的企业和因市场分割而不得不放弃跨地区经营的企业。当然,这并不影响本文的主要结论。

\* 感谢《财经研究》“制度环境、企业行为与经济表现”学术研讨会、第五届宏观经济政策与微观企业行为学术研讨会参会者,以及上海财经大学曾庆生教授、黄俊教授、周波副教授和邹欢助理教授提出的宝贵意见和建议。当然,文责自负。

#### 参考文献:

- [1]曹春方,周大伟,吴澄澄,等. 市场分割与异地子公司分布[J]. 管理世界, 2015, (9): 92-103.
- [2]陈敏,桂琦寒,陆铭,等. 中国经济增长如何持续发挥规模效应?——经济开放与国内商品市场分割的实证研究[J]. 经济学(季刊), 2007, (1): 125-150.
- [3]方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. 经济研究, 2007, (12): 82-92.
- [4]方军雄. 市场分割与资源配置效率的损害——来自企业并购的证据[J]. 财经研究, 2009, (9): 36-47.
- [5]桂琦寒,陈敏,陆铭,等. 中国国内商品市场趋于分割还是整合: 基于相对价格法的分析[J]. 世界经济, 2006, (2): 20-30.
- [6]李善同,侯永志,刘云中,等. 中国国内地方保护问题的调查与分析[J]. 经济研究, 2004, (11): 78-84.
- [7]刘小勇,李真. 财政分权与地区市场分割实证研究[J]. 财经研究, 2008, (2): 88-98.
- [8]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]. 经济研究, 2009, (3): 42-52.
- [9]潘红波,余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 经济研究, 2011, (9): 108-120.
- [10]宋渊洋,黄礼伟. 为什么中国企业难以国内跨地区经营?[J]. 管理世界, 2014, (12): 115-133.
- [11]万华林,陈信元. 治理环境、企业寻租与交易成本——基于中国上市公司非生产性支出的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2010, (1): 553-570.
- [12]王小鲁,樊纲,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [13]夏立军,陆铭,余为政. 政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2011, (7): 128-140.
- [14]徐虹,李敏,芮晨. 集团控制、并购与上市公司现金持有[J]. 会计与经济研究, 2018, (2): 58-74.
- [15]叶宁华,张伯伟. 地方保护、所有制差异与企业市场扩张选择[J]. 世界经济, 2017, (6): 98-119.
- [16]银温泉,才婉茹. 我国地方市场分割的成因和治理[J]. 经济研究, 2001, (6): 3-12.
- [17]张会丽,陆正飞. 上市公司经营业务分布是否影响盈余质量?——基于上市公司及其整体子公司相对业务规模的考察[J]. 财经研究, 2012, (8): 72-83.
- [18]张会丽,吴有红. 企业集团财务资源配置、集中程度与经营绩效——基于现金在上市公司及其整体子公司间分布的研究[J]. 管理世界, 2011, (2): 100-108.
- [19]张杰,张培丽,黄泰岩. 市场分割推动了中国企业出口吗?[J]. 经济研究, 2010, (8): 29-41.
- [20]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]. 世界经济, 2009, (6): 41-53.
- [21]郑毓盛,李崇高. 中国地方分割的效率损失[J]. 中国社会科学, 2003, (1): 64-72.
- [22]朱希伟,金祥荣,罗德明. 国内市场分割与中国的出口贸易扩张[J]. 经济研究, 2005, (12): 68-76.
- [23]Anderson M, Banker R, Huang R, et al. Cost behavior and fundamental analysis of SG&A costs[J]. Journal of Account-

- ting, *Auditing & Finance*, 2007, 22(1): 1–28.
- [24] Cheung S N S. A theory of price control[J]. *The Journal of Law and Economics*, 1974, 17(1): 53–71.
- [25] Coase R H. The nature of the firm[J]. *Economica*, 1937, 4(16): 386–405.
- [26] Khanna T, Yafeh Y. Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?[J]. *Journal of Economic Literature*, 2007, 45(2): 331–372.
- [27] Krueger A O. The political economy of the rent-seeking society[J]. *The American Economic Review*, 1974, 64(3): 291–303.
- [28] Petersen M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 435–480.
- [29] Samuelson P A. Theoretical notes on trade problems[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1964, 46(2): 145–154.
- [30] Watson A, Findlay C, Du Y T. Who won the “wool war”? A case study of rural product marketing in China[J]. *The China Quarterly*, 1989, (118): 213–241.

## Market Segmentation under Regulation and Rent Dissipation: Based on Trans-regional Operation of Chinese Business Groups

Zhu Kai<sup>1,2</sup>, Pan Yilin<sup>1</sup>, Zhang Shuyi<sup>1</sup>, Chen Xinyuan<sup>1,2</sup>

(1. *School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*

2. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)*

**Summary:** By examining the trans-regional operation of Chinese business groups, this paper studies the rent formed by regional market segmentation and its dissipation process. For local interests, Chinese local governments restrict inter-regional circulation of resources, and thus create regional market segmentation. Nowadays, the Chinese market is becoming increasingly integrated, but the problem of segmentation still cannot be ignored. Prior studies show that regional market segmentation forms barriers and brings costs to firms, so in pursuit of long-term development, firms have to resort to export trade while avoiding domestic markets. However, in practice, trans-regional operation is fairly common for firms. Although market segmentation entails huge costs, firms enter regional markets in various ways. What are firms' benefits from trans-regional operation? Where do these benefits come from? These are the main research questions of this paper.

We believe that regional market segmentation caused by local governments increases the transaction costs that firms bear, hence non-exclusive rents are formed. Firms can realize abnormal returns in the commodity market if they can avoid regulation related to market segmentation. For business groups, remote subsidiaries help to co-ordinate the interests of local governments and the groups, so it is probably a low-cost approach to overcome market segmentation. With market accesses acquired through remote subsidiaries, business groups can lower the costs of goods sold, approach the market, expand sales and eventually increase profits, but in the meantime, the groups need to pay rent-seeking costs such as non-productive expenditures and extra taxes to establish and maintain remote subsidiaries.

(下转第 29 页)

“financing expansion effect” of group companies with concentrated liabilities supported by industrial policies, and the “interest-saving effect of loans”.

The possible contributions of this paper are as follows: First, based on the financing convenience of industrial policies, this paper empirically verifies the motivation and mechanism of the group company’s concentrated liabilities. The results show that the group company is more willing to use the method of concentrated liabilities to finance under the support of industrial policies, in order to reduce the financing cost of the company. Second, this paper takes industrial policies as the breakthrough point, and discusses how industrial policies affect the debt way of group listed companies. This is different from the previous studies which simply regard listed companies as a whole. This study will help to expand the research framework of macroeconomic policies and micro-enterprise behavior. Third, using the advantage of financial data disclosure of listed companies in China, this paper studies how group companies choose debt financing under the influence of industrial policies, which is different from the previous focus on micro-factors of group companies, enriching the relevant research on the financial behavior of group companies.

**Key words:** industrial policy; centralized liability; financing expansion effect; loan interest-saving effect

(责任编辑 康健)

---

(上接第 16 页)

To empirically test the benefits and costs of overcoming market segmentation, we first calculate the inter-provincial degree of market segmentation using the relative price method, and then business groups’ degree of overcoming market segmentation. Empirical results show that business groups that overcome market segmentation enjoy larger sales volume and higher gross profit margin, but need to invest in more non-productive expenditures and pay more taxes. Their financial performances are improved on the whole. In further analyses, we show that state-owned groups are less motivated to participate in rent-seeking competition, so by overcoming market segmentation, the performances of private business groups improve more than those of state-owned business groups. Fierce competition drives producers’ surplus to zero, so the fiercer the market competition is, the more improvements are there in the groups’ financial performances after overcoming market segmentation. To address the potential endogeneity problem, we examine the impacts of entrance into and exit from segmented markets on business groups’ financial performance.

This paper contributes to market segmentation literature by revealing the micro-level mechanism of the efficiency loss. Specifically, firms need to pay non-productive expenditures and extra taxes to gain rents formed by market segmentation. Therefore, eliminating local protectionism would advance the benign development of both firms and the overall economy. Additionally, this paper supplements the literature related to business groups with an in-depth analysis on the benefits and costs of trans-regional operation, and references for business decisions are provided.

**Key words:** market segmentation; rent dissipation; financial performance

(责任编辑 康健)