

国有资本经营预算实施与国有企业去僵尸化

马新啸¹ 汤泰劼²

(1. 中国海洋大学 管理学院/中国企业经营资金管理研究中心, 山东 青岛 266100;

2. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093)

摘要:国有资本经营预算制度是落实国家战略、增强政府宏观调控能力、推进国有经济布局优化和结构调整的重要制度,如何精准有效处置国有僵尸企业构成新时代做强做优做大国有资本的关键环节。本文以2003—2020年沪深两市国有上市公司为样本,立足国有资本经营预算制度分步实施的改革实践,研究其对国有企业去僵尸化的影响。研究发现:国有资本经营预算实施能够缓解政府不当干预和改善国有企业高管行为预期,从而促进国有企业去僵尸化;异质性检验表明,上述效果在地方国有企业和2015年国家层面加强国有企业党的建设后更为明显;动态效应检验表明,国有资本经营预算实施能够改善国有企业的盈利能力,降低非正常信贷水平和债务规模,从而降低正常国有企业沦为僵尸企业的可能性,并促进国有僵尸企业恢复正常;经济后果检验表明,国有资本经营预算实施最终对相应国有企业的市场价值、生产能力和经营业绩产生积极影响。因此,不断完善国有资本经营预算制度,清晰界定政府与国有企业之间的权责关系,对促进国有企业高质量发展和防范化解重大风险至关重要。

关键词:国有资本经营预算;国有企业;僵尸企业;去僵尸化

中图分类号:F275.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2024)06-0040-13

一、引言

近年来,在供给侧结构性改革和防范化解重大风险的背景下,实施国有资本经营预算制度能否有效降低国有资本风险,促进国有企业去僵尸化和实现高质量发展,成为国家治理、社会实践和学术研究的重要议题。理论上,僵尸企业指的是长期亏损、无法盈利、经营停滞,却能依靠政府补贴、低息银行贷款等持续存活的企业,它不仅降低市场经济的资源配置效率,阻碍技术进步^[1],而且侵占正常企业本应享有的社会经济资源,产生消极的“挤出效应”^[2],最终对国民经济高质量发展造成不良影响。其中,国有僵尸企业尤为普遍存在,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

收稿日期:2023-09-11

基金项目:国家自然科学基金青年项目“国有企业与民营资本组建混合战略联盟的动因、效果及作用机理研究”(72302224);中国博士后科学基金面上资助项目“产权权利束分割提升国有企业核心竞争力的效果与机理研究”(2023M733331);中国博士后科学基金面上资助项目“民企混改能够促进共同富裕吗?——基于内部薪酬分配的视角”(2024M751398)

作者简介:马新啸(1993—),男,山东济宁人,中国海洋大学管理学院/中国企业经营资金管理研究中心副教授;汤泰劼(1993—),男,江苏苏州人,南京大学商学院博士后,本文通讯作者。

报告》显示,我国加入世界贸易组织后的十余年间,工业企业中的僵尸企业占比为7.51%,但是国有和集体企业中的僵尸企业占比却高达38.17%,显著高于民营和外商企业^[3]。同时,在管理更加规范、资质更为良好的上市公司中,亦存在一定数量的僵尸企业,而且国有上市公司中的僵尸企业占比明显高于民营上市公司中的相应比例^[4]。2024年7月,党的二十届三中全会明确提出要“深化供给侧结构性改革”,“完善国有资本经营预算和绩效评价制度,强化国家重大战略任务和基本民生财力保障”。在此背景下,国有资本经营预算制度能否以及如何遏制国有僵尸企业现象,防范化解国有资本重大风险,促进国有企业的高质量发展?

针对僵尸企业的治理方式,国内外学者主要围绕董事会构成^[4]、股权制衡^[5]等公司治理特征,以及最低工资标准^[6]、外资管制^[7]等制度环境因素展开。这些研究不仅忽视了政府在僵尸企业处置中的主体地位和源头影响,更未对国有资本经营预算制度分步实施的改革实践给予针对性关注。具体而言,国有企业在经济社会发展中扮演着重要角色,但其普遍承担冗余雇员、过度投资以及高额纳税等政策性负担^[8],自主经营发展的意愿与能力不足,由此形成国有僵尸企业现象^[4]。例如,顾国达和吴宛珊(2019)指出政府对国有企业的过度干预会加剧其僵尸化^[9];张训常等(2021)以及张训常和苏巧玲(2021)则发现国有资本经营预算实施有助于缓解国有企业的过度投资和冗余雇员现象^{[10][11]},初步揭示了国有资本经营预算制度在处置国有僵尸企业中的作用。对此,以顶层设计高度出台的全面深化国有企业改革的战略规划,要求清晰界定政府与国有企业之间的权责关系,借助国有资本经营预算制度来完善中国特色国有企业现代公司治理,这一方面可以促进正常国有企业去僵尸化,提升其经营管理效率和人才吸引能力,使其以更高质量的产品创新投身于供给侧结构性改革当中;另一方面则有助于国有僵尸企业回归正常,促使其在市场化重整过程中淘汰落后产能,减少无效和低端供给,从而服务于供给侧结构性改革,最终促进国民经济高质量发展。由此,对国有资本经营预算制度实施能否以及如何化解国有僵尸企业现象进行研究,是学术研究和改革实践中亟须解决的重要问题,而这正是本文目的所在。

在此基础上,本文以沪深两市国有上市公司为样本,手工收集、整理我国各层级各地区政府实施国有资本经营预算制度的时间,研究国有资本经营预算制度实施对国有企业去僵尸化的影响,本文的研究贡献可能体现在如下三方面。

第一,区别于传统文献仅从企业自身或市场制度层面讨论僵尸企业的治理方式,本文从政企之间收入分配关系的理论视角出发,基于国有资本经营预算制度分步实施的现实国情,对其能否以及如何促进国有企业去僵尸化进行研究,由此丰富了政府行为与僵尸企业治理的相关研究。关于如何治理僵尸企业,既有文献主要围绕雇员结构精简、研发深化、股权结构、董事会制衡等公司财务与治理特征,以及最低工资标准、外资管制等制度环境因素展开^{[6][12]},忽视了政府在僵尸企业处置中的重要影响。具体到国有僵尸企业现象,马新啸等(2021)以及方明月和孙鲲鹏(2019)主要针对国有企业内部治理机制展开研究^{[4][5]},而在中国特色国情下,各层级各地区政府对辖区内国有企业的要素资源配置和经营管理活动都具有举足轻重的影响,进而在国有企业去僵尸化的实践中扮演关键角色。本文正是基于这一理论视角展开研究,探讨国有资本经营预算实施能否以及如何影响国有企业去僵尸化,促进其高质量发展。

第二,区别于传统文献仅考察国有资本经营预算制度实施对国有企业经营管理的影响,本文从防范化解国有资本重大风险的视角出发,立足国有僵尸企业普遍存在且须精准有效处置的现实情境,研究国有资本经营预算制度实施对国有僵尸企业的治理成效及作用机理,从而丰富了国有资本经营预算制度经济后果的相关研究。作为明确政府与国有企业之间收入分配权责关系的重要实践,国有资本经营预算制度对激发国有企业经营积极性和做强做优做大国有资本具有重要影响^{[13][14]},现有文献主要从过度投资、冗余雇员、高管激励等国有企业经营管理维度展开讨论^{[10][15]},并未对我国广泛存在的国有僵尸企业现象给予足够关注。本文从防范化解国有资本重大风险的视角出发,理论分析并实证检验国有资本经营预算制度在国有僵尸企业治理中的积极作用。

第三,针对加快处置国有僵尸企业的政策要求,不同于传统文献仅从加强治理或深化市场化改革的维度提出建议,本文认为清晰界定政府与国有企业之间收入分配关系的国有资本经营预算制度至关重要,其能够在政府行为规范化和市场规律引导的共同作用下促进国有企业去僵尸化,这对各级政府精准有效处置国有僵尸企业和防范化解国有资本风险提供了理论指导与政策参考。2024年1月,《国务院关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》提出,“进一步完善国有资本经营预算制度,扩大实施范围,强化功能作用,健全收支管理,提升资金效能,支持国有资本和国有企业做强做优做大,提升企业核心竞争力,建立更加紧密的国有资本经营预算与国有资产报告衔接关系,切实发挥对宏观经济运行、国有经济布局结构的重要调控作用。”然而,在“所有者缺位”和“内部人控制”等因素影响下,各级政府在自身资源有限的情况下很可能将政策性任务分解给辖区内国有企业,导致后者普遍承担冗余雇员、过度投资以及高额纳税等负担^[8],最终形成国有僵尸企业现象^[4]。本文结论表明,各层级各地区政府通过推行国有资本经营预算制度,科学界定自身与辖区内国有企业之间的收入分配关系,能够促进后者更好地经营发展和去僵尸化,从而切实发挥“有为政府”引导下“有效市场”的积极作用。

二、文献回顾与假设提出

(一)僵尸企业的概念界定、形成动因及治理机制

理论上,僵尸企业指的是长期亏损、无法盈利、生产停滞,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^[2],其对一国微观主体经营和宏观经济发展产生不容忽视的消极影响^[1]。在僵尸企业的识别上, 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^[16],由此成为僵尸企业研究中普遍采用的识别方式^[4]。

进一步地,在僵尸企业的形成动因上,基于日本、韩国等发达国家背景的研究指出,金融机构为经营不善的企业提供非正常、补贴式信贷加剧了这些企业的僵尸化现象^[1]。具体到中国制度情境,各地政府在追求经济快速增长、就业岗位大量创造等政策性目标的情况下,通常会当地企业的经营管理活动进行干预,并通过政府补贴定向配置等方式间接扭曲企业的各项经济活动,从而造成相当数量企业趋向僵尸化的社会现象^[17]。其中,国有僵尸企业现象尤为明显,国有企业在政府干预下承担着冗余雇员、过度投资等政策性负担^[8],自主经营发展的意愿和能力不足。例如,顾国达和吴宛珊(2019)发现,政府对国有企业的过度干预会明显加剧其僵尸化^[9]。

在此基础上,针对僵尸企业治理机制的学术研究,国内外学者主要围绕外部制度环境和企业财务特征与治理结构两个维度展开。一方面,在外部制度环境上, Fukuda 和 Nakamura(2011)指出便利的司法破产程序有助于僵尸企业处置^[16];蒋灵多和陆毅(2017)发现我国的最低工资标准能够降低企业的僵尸化程度^[6];蒋灵多等(2018)则指出外资管制放松政策能够提升僵尸企业恢复正常的可能性,从而降低行业内僵尸企业占比^[7];顾国达和吴宛珊(2019)发现金融市场竞争能够降低当地企业成为僵尸企业的可能性^[9]。另一方面,在企业财务特征与治理结构上, Fukuda 和 Nakamura(2011)指出僵尸企业通过精简雇员结构可以恢复为正常企业^[16];方明月和孙鲲鹏(2019)发现非国有股东持股有助于降低国有企业的僵尸化程度^[5];马新啸等(2021)则进一步发现非国有股东参与国有企业的董事会治理能够降低国有企业成为僵尸企业的可能性^[4]。

综上所述,现有文献虽然对僵尸企业的识别方式、形成动因以及治理机制进行了有益探讨,但对中国特色国情下政府如何根治国有僵尸企业现象缺乏足够关注,而这正是本文努力解决的问题,即以国有资本经营预算制度实施为切入点,从政府与国有企业之间权责关系的因果逻辑链条前端来深入研究。

(二)国有资本经营预算实施与国有企业去僵尸化

国有资本经营预算制度是中国特色国情下完善现代企业制度和厘清政企之间收入分配关系的关键实践形式^{[18][19]}。2007年,国务院下发《关于试行国有资本经营预算的意见》(下文简称《意见》),要

求各层级各地区政府结合实际情况逐步建立和实施国有资本经营预算制度。具体而言,第一,《意见》对国有资本经营预算的概念内涵进行明确界定,指出“国家以所有者身份依法取得国有资本收益,并对所得收益进行分配而发生的各项收支预算,是政府预算的重要组成部分”,由此将政府以国有资产代表身份取得的收入与行使公共管理职能取得的税收等一般公共预算收入进行区分,有助于厘清收入分配关系。第二,《意见》对国有资本经营预算的编制、审批和执行程序进行细致规定,要求“国有资本经营预算单独编制,预算支出按照当年预算收入规模安排,不列赤字”等,这能够有效避免其与一般公共预算收支之间的混管、混收和混用^[10],从而为厘清政企之间收入分配关系构建制度保障。第三,《意见》指明了国有资本经营预算的实施原则,一方面要求“统筹兼顾,适度集中”,各层级各地区政府要根据自身实际情况适度集中国有资本收益、合理确定预算收支规模;另一方面则要“相对独立,相互衔接”,即国有资本经营预算既要保持自身的完整性和相对独立性,又要与政府公共预算相互衔接。2024年,《国务院关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》要求“到‘十四五’末,基本形成全面完整、结构优化、运行顺畅、保障有力的国有资本经营预算制度”。由此,国有资本经营预算制度,力求实现政府科学有为施政、国有资产管理体制健全完善、国有企业高质量发展的统筹兼顾。

进一步地,国有资本经营预算实施能够通过缓解政府不当干预和改善国有企业高管行为预期两条路径影响国有企业去僵尸化,具体分析如下。

第一,国有资本经营预算实施能够缓解政府对辖区内国有企业的干预,降低国有企业承担的超额雇员、过度投资等政策性负担,从而促进国有企业去僵尸化。具体而言,各地政府干预辖区内国有企业,迫使其承担一系列政策性负担,是国有僵尸企业形成的重要原因^[9],这在分税制实施后“财权上收、事权增加”的格局影响下更为明显^[20]。对此,一方面,国有资本经营预算实施能够为政府依法获取、使用国有资本收益提供制度保障,缓解有限财政资源与日益增多的公共管理事务之间的矛盾^[11],降低政府干预国有企业并迫使其承担政策性任务的动机。同时,国有资本经营预算具有相对独立性和完整性的特征,并有严格的编制、审批、执行程序和职责分工要求,这会增加政府违反预算干预国有企业的政治风险、违规风险和法律风险^[10]。另一方面,国有资本经营预算也为国有企业抵制国有大股东及政府的不当干预提供了制度依据,能够降低政府不当干预国有企业的实际能力^{[10][21]}。由此,国有资本经营预算实施可以有效约束政府不当干预国有企业的动机与能力,降低国有企业承担的政策性负担,从而促进国有企业去僵尸化。

第二,国有资本经营预算实施能够改善国有企业管理层的行为预期,促使其积极优化国有企业经营管理活动,减少短视迎合行为,从而促进国有企业去僵尸化。在国有资本经营预算尚未实施的情况下,业绩良好的国有企业更易被政府干预,不得不承担诸多政策性任务,甚至被直接转移资源^[22],这导致国有企业高管难以通过努力经营管理,来做强做优国有企业和实现个人政治追求,只得作出诸多短视迎合行为来谋求职业发展,包括过度投资以拉动地方经济增长、扩充雇员以带动当地就业等,由此加剧国有企业的僵尸化程度,形成大量国有僵尸企业^[4]。对此,国有资本经营预算实施可以降低国有企业预算软约束和监督考核偏差的消极影响^[10],重塑国有企业管理层“努力经营管理→做强做优国有企业→实现政治晋升”的行为预期,促使其更加积极主动地开展国有企业战略决策和经营管理优化活动,抑制其通过短视迎合行为来谋求私利的动机^[23],由此促进国有企业去僵尸化。换言之,国有资本经营预算实施能够有效抑制政府对国有企业“鞭打快牛”的现象,从而优化国有企业高管的行为预期,由此消除国有僵尸企业形成的内在动因。

综上所述,国有资本经营预算制度不仅能够缓解政府干预,降低国有企业承担的政策性负担,而且可以改善国有企业管理层的行为预期,促使其积极优化国有企业经营管理,从而促进国有企业去僵尸化,发挥“有为政府”与“有效市场”协同下的积极作用。

因此,本文提出如下研究假设:在其他条件一定的情况下,国有资本经营预算实施能够促进国有企业去僵尸化。

三、研究设计

(一)模型设定与变量定义

借鉴既有研究的做法^{[4][11]},本文构建如下双重差分模型(DID)来检验国有资本经营预算实施对当地国有企业去僵尸化的影响:

$$ZOMBIE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SGE_{i,t} + \beta_n CONTROLS + \sum FIRM_i + \sum YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

首先,ZOMBIE 是本文的被解释变量,测量样本国有企业是否去僵尸化。具体而言,本文采用现有研究中最为主流的 FN-CHK 方法对样本国有企业是否构成僵尸企业进行识别^{[4][16]},构造虚拟变量 ZOMBIE_FNCHK。这一方法通过补充“盈利标准”与“常青贷款标准”优化了传统的 CHK 方法^[1],从而可以更加科学、准确地测定僵尸企业。

其次,SGE 是解释变量,衡量样本国有企业是否受到国有资本经营预算实施的影响,本文参照张训常等(2021)的做法^[10],以样本国有企业当年是否实施国有资本经营预算制度的虚拟变量进行刻画。具体而言,本文基于北大法宝数据库和各层级各地区政府官方网站,并通过百度检索补充,手工收集了各层级各地区政府实施国有资本经营预算制度的政策文件,由此整理得到样本期间内 31 个省、自治区、直辖市,以及 230 个地级市开始实施国有资本经营预算制度的具体时间。从中发现,中央政府在 2008 年开始实施国有资本经营预算制度,31 个省、自治区、直辖市政府在 2008—2012 年间陆续实施国有资本经营预算制度,230 个地级市政府在 2008—2019 年间陆续实施国有资本经营预算制度,截至 2022 年 1 月仍有 65 个地级市政府一直没有实施国有资本经营预算制度。由此可见,中央和省级政府均已实施国有资本经营预算制度,大部分地级市政府实施了国有资本经营预算制度,并且各层级各地区政府实施国有资本经营预算制度的时间具有较大差异。进一步地,本文的实验组为全部中央企业、全部省属国有企业、所在城市实施了国有资本经营预算制度的市属国有企业,对照组为所在城市从未实施过国有资本经营预算制度的市属国有企业,与现有权威文献保持一致^[11]。根据各层级各地区政府实施国有资本经营预算制度的时间,以及样本国有企业的隶属层级,本文构造解释变量如下:当样本国有企业属于中央企业且时间在 2008 年以后,或样本国有企业为省属国有企业且其所在省份当年已实施国有资本经营预算制度,或样本国有企业为市属国有企业且其所在城市当年已实施国有资本经营预算制度时,SGE 取值为 1,否则为 0。特别地,解释变量 SGE 即为经典双重差分模型中的交互项(TREAT×POST),回归系数 β_1 反映出国有资本经营预算实施对样本国有企业去僵尸化的净影响。

最后,参照现有文献的做法^{[4][11]},本文不仅控制一系列公司财务与治理特征,而且控制国有企业所在城市的诸多经济社会特征,这些因素可能对样本国有企业去僵尸化产生影响。特别地,鉴于被解释变量为虚拟变量,因此本文采用 Logit 模型进行回归。此外,本文在模型中控制了公司和年度固定效应,并采用公司层面聚类的稳健标准误,连续变量均进行了上下 1%的 Winsorize 缩尾处理以避免异常值对结果的干扰,各变量具体定义见表 1。

(二)数据来源与样本选择

为研究国有资本经营预算实施对国有企业去僵尸化的影响,本文选取 2003—2020 年沪深两市 A 股国有上市公司为研究对象。一方面,国有上市公司相较于非上市国有企业在当地具有更高的经济重要性和社会关注度,以国有上市公司为研究对象可以增强结论在社会实践层面的重要性与指导价值;另一方面,国有上市公司的财务与治理数据更加便于获取,且其经过第三方审计鉴证具有相对更高的可靠性,因此以其为研究样本可以得到更加科学的结论。

在研究期间选择上,鉴于 2003 年开始上市公司的产权性质等公司治理数据才便于获得,且 2020 年后出现的重大突发公共卫生事件对国内企业正常经营造成严重干扰,故本文选取 2003—2020 年为样本期间。本文使用的僵尸企业数据通过自行测度得到,各层级各地区实施国有资本经营预算制度的时间则通过对政府官方网站、北大法宝数据库等手工收集整理得到,公司财务与治理数据主要来自

CSMAR 数据库,地区经济数据则来自相应统计年鉴和 CSMAR 数据库。鉴于公司固定效应下 Logit 模型的回归特性,本文剔除金融行业、财务数据异常(如资产负债率大于 1)、存续期间内僵尸化特征不存在任何变动(即一直被识别为僵尸企业或一直不被识别为僵尸企业)以及变量数据缺失的样本,最终获得 3099 家国有上市公司年度观测值。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名	变量定义
被解释变量	ZOMBIE_FNCHK	是否去僵尸化的虚拟变量,按照 FN-CHK 标准测算样本国有企业当年属于僵尸企业则取值为 1,否则为 0
解释变量	SGE	样本国有企业是否受到国有资本经营预算实施影响的虚拟变量,详见上文
	SIZE	公司规模,以当年总资产的自然对数衡量
	LEV	资产负债率,以当年总负债除以总资产衡量
	ROA	盈利能力,以当年总资产收益率衡量
	GROWTH	成长性,以当年营业收入增长率衡量
	CASH	现金持有水平,以当年货币资金除以总资产衡量
	CONCENTRATE	股权集中度,以前五大股东持股比例平方和衡量
	AGE	上市年限,以上市年数加 1 后取自然对数衡量
控制变量	BOARDSIZE	董事会规模,以董事会总人数的自然对数衡量
	INDEP	董事会独立性,以独立董事占董事总数的比例衡量
	GDP	经济发展水平,以企业所在城市当年 GDP 的自然对数衡量
	EDU	教育水平,以企业所在城市当年每百人本专科在校学生数衡量
	FDI	对外开放水平,以企业所在城市实际使用外资的自然对数衡量
	PUBLIC	公共服务水平,以企业所在城市每万人医院床位数衡量
	CITYISE	城市化水平,以企业所在城市二、三产业从业人员比重之和衡量

四、实证结果及分析

(一)描述性统计分析

表 2 汇报了本文主要变量的描述性统计结果。由表 2 可知,样本期内有 16.2% 的国有上市公司属于僵尸企业,ZOMBIE_FNCHK 的标准差为 0.368,表明不同国有上市公司的僵尸化特征存在较大差异。国有资本经营预算实施的均值为 0.515,表明大约半数观测值处在国有资本经营预算制度实施的情境中,这为本文研究后者如何影响国有企业去僵尸化提供了良好场景。此外,其余控制变量的描述性统计结果与已有文献基本一致^{[4][11]},未见显著差异,不再赘述。

(二)基准回归结果

表 3 展示了国有资本经营预算实施对国有企业去僵尸化的基准回归结果,本文主要关注解释变量 SGE 的回归结果。由表 3 可以发现,列(1)的单变量回归中 SGE 的回归系数在 1% 水平上显著为负,这表明在不考虑其他因素影响下,国有资本经营预算实施能够直接促进国有企业去僵尸化。列(2)在控制个体和时间固定效应的情况下,SGE 的回归系数同样在 1% 水平上显著为负;列(3)在进一步补充其余控制变量的情况下,SGE 的回归系数仍然在 1% 水平上显著为负。这表明在充分控制可能影响国有僵尸企业形成的诸多内外部因素的情况下,国有资本经营预算实施依旧能够促进国有企业去僵尸化。以列(3)为例,经济意义测算表明,国有资本经营预算实施后,试点国有企业成为僵尸企业的可能性下降 19.72%,具有较强的经济显著性。由此可见,国有资本经营预算实施能够显著降低国有企业成为僵尸企业的可能性,促进国有企业去僵尸化,至此本文的研究假设得以验证。

表 2

描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ZOMBIE_FNCHK	3099	0.162	0.368	0.000	0.000	1.000
SGE	3099	0.515	0.500	0.000	1.000	1.000
SIZE	3099	22.568	1.464	19.495	22.326	26.437
LEV	3099	0.612	0.179	0.088	0.631	0.998
ROA	3099	0.011	0.057	-0.254	0.014	0.175
GROWTH	3099	0.160	0.453	-0.619	0.087	2.823
CASH	3099	0.135	0.097	0.009	0.112	0.544
CONCENTRATE	3099	0.205	0.134	0.020	0.178	0.593
AGE	3099	2.511	0.529	0.693	2.639	3.296
BOARDSIZE	3099	2.232	0.199	1.609	2.197	2.708
INDEP	3099	0.364	0.054	0.250	0.333	0.571
GDP	3099	17.401	1.271	14.507	17.462	19.684
EDU	3099	4.218	3.169	0.179	3.550	12.556
FDI	3099	11.707	2.017	6.358	12.100	14.757
PUBLIC	3099	56.812	21.334	16.449	54.704	103.544
CITYISE	3099	0.983	0.051	0.610	0.996	0.999

表 3

基准回归结果

变量	ZOMBIE_FNCHK		
	(1)	(2)	(3)
SGE	-2.120*** (-26.20)	-0.768*** (-3.48)	-1.224*** (-4.98)
控制变量	否	否	是
个体固定效应	否	是	是
时间固定效应	否	是	是
观测值	3099	3099	3099
伪 R ²	0.217	0.217	0.217

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

(三)稳健性检验

1.改变变量度量方式。为缓解变量度量误差,本文更换被解释变量的测量方式,参照马新啸等(2021)的做法^[4],分别以CHK方法和修正后FN-CHK标准重新对样本国有企业是否构成僵尸企业进行识别,由此构造虚拟变量ZOMBIE_CHK和ZOMBIE_ADJCHK作为被解释变量进行回归。表4列(1)和列(2)的结果显示,SGE的回归系数仍在1%水平上显著为负,这表明缓解被解释变量的测量误差后,本文结果保持不变。

2.安慰剂检验。参照曹春方和张超(2020)的做法^[24],本文让国有资本经营预算实施对样本国有企业的冲击变得随机(由计算机生成),即在全部观测值中按照原有比例重新生成SGE变量,代入模型(1)进行检验,并将上述随机过程重复500次。结果表明,随机处理后的回归系数集中分布在0附近,远大于估计的真实值-1.224,并且左侧和双侧P值均为0,表明在1%水平上拒绝“处理效应为0”的原假设,安慰剂检验得到通过(限于篇幅未汇报)。因此,在安慰剂检验后,本文结果保持不变。

3.缓解样本选择偏误。本文参照马新啸等(2020)的做法^[25],仅采用倾向得分匹配(PSM)后的样本国有企业进行回归。具体而言,本文按照样本国有企业当年是否受到国有资本经营预算制度影响,采用卡尺为0.05的近邻匹配方法进行不放回的1:1的倾向性得分匹配,均衡性检验显示匹配效果较好。进一步地,本文仅保留匹配后的研究样本重新进行回归,表4列(3)的结果显示,SGE的回归系数在1%水平上显著为负,这表明缓解样本选择偏误后,本文结果保持稳健。

4.缓解模型设定误差。本文同时控制个体、时间和行业固定效应再进行回归,表4列(4)的结果显示SGE的回归系数仍然显著为负,这表明缓解模型设定误差后,本文结果保持稳健。

表 4

稳健性检验

变量	ZOMBIE_CHK	ZOMBIE_ADJCHK	ZOMBIE_FNCHK	ZOMBIE_FNCHK
	改变度量方式		倾向得分匹配	控制行业固定效应
	(1)	(2)	(3)	(4)
SGE	-0.484*** (-2.80)	-0.754*** (-3.28)	-4.165*** (-3.67)	-1.232*** (-5.01)
控制变量	是	是	是	是
行业固定效应	否	否	否	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值	3099	3099	830	3099
伪 R ²	0.189	0.189	0.357	0.218

5. 排除其他政策干扰。首先,为排除我国各省份在不同年度出台的政策对研究结果的干扰,本文额外控制“省份×时间”固定效应再进行回归,结果如表 5 的列(1)所示,可以发现 SGE 的回归系数仍然在 1%水平上显著为负。其次,为排除国家层面在不同年度出台的各行业政策对研究结果的干扰,本文额外控制“行业×时间”固定效应再进行回归,结果如表 5 的列(2)所示,可以发现 SGE 的回归系数依旧在 1%水平上显著为负。最后,本文同时额外控制“省份×时间”固定效应和“行业×时间”固定效应再进行回归,结果如表 5 的列(3)所示,可以发现 SGE 的回归系数仍在 1%水平上显著为负。由此,在充分排除其他政策干扰后,本文结果保持稳健。

表 5 排除其他政策干扰

变量	ZOMBIE_FNCHK		
	(1)	(2)	(3)
	SGE	-0.165*** (-3.43)	-0.135*** (-2.94)
控制变量	是	是	是
“省份×时间”固定效应	是	否	是
“行业×时间”固定效应	否	是	是
个体固定效应	是	是	是
观测值	3099	3099	3099
伪 R ²	0.167	0.159	0.172

6. 平行趋势检验。参考马新啸等(2023)的做法^[26],针对国有资本经营预算政策多时点冲击的情况,并考虑样本初始年份 2003 年距离政策最早冲击时点仅 5 年,因此本文以政策实施的前 1 年即 $t-1$ 年为统一基期,进行平行趋势检验。结果如图 1 所示,可以发现在样本国有企业受到国有资本经营预算实施影响之前,解释变量均不显著,而在样本国有企业受到国有资本经营预算实施影响当期及之后,解释变量的回归系数均显著为负,平行趋势检验得以通过。

五、进一步研究

(一) 机制检验

上文发现,国有资本经营预算实施能够降低国有企业成为僵尸企业的可能性,促进其去僵尸化,本文接下来对其中的作用机制进行检验。

第一,国有资本经营预算实施能够有效限制政府不当干预国有企业的动机与能力,降低国有企业承担的政策性负担,从而促进国有企业去僵

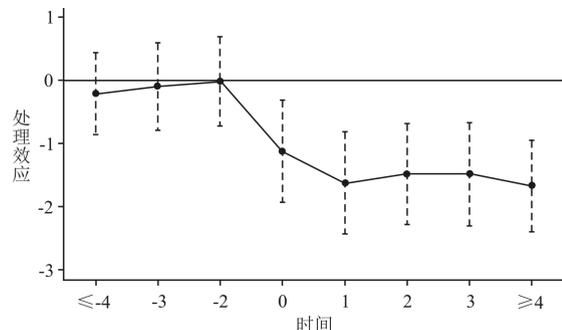


图 1 平行趋势检验结果

尸化。因此,本文参照既有文献的做法^{[27][28]},一方面以样本国有企业所在省份的经济增长目标与实际增长率之间的差值刻画政府干预,当其高于分年度中位数时表明政府干预水平较高,此时 HGDPPRE 取值为 1,否则为 0。另一方面以中国分省份市场化指数中“减少政府对企业的干预”数值测量政府干预,当其低于分年度中位数时表明政府干预水平较高,此时 HGY 取值为 1,否则为 0。进一步地,通过设置上述虚拟变量与国有资本经营预算实施(SGE)的交乘项作为解释变量,本文进行第一项作用机制检验。理论上,如果国有资本经营预算实施能够通过缓解政府不当干预的机制来促进国有企业去僵尸化,那么在原先政府干预程度较高的情况下,国有资本经营预算实施的作用空间更大,对国有企业去僵尸化的积极效果应当更为明显。基于此,表 6 列(1)和列(2)的结果显示,SGE×HGDPPRE 和 SGE×HGY 的回归系数均在 5%水平上显著为负,符合上述分析。这表明国有资本经营预算实施确实能够通过缓解政府干预的机制,来促进国有企业去僵尸化。

第二,国有资本经营预算实施能够改善国有企业管理层的行为预期,促使其积极优化国有企业经营管理活动,减少短视迎合行为,从而促进国有企业去僵尸化。对此,参考既有文献的做法^{[8][29]},本文一方面测度出样本国有企业的过度投资水平,当其高于分年度分行业中位数时 HOIV 取值为 1,否则为 0;另一方面测度出样本国有企业的冗余雇员水平,当其高于分年度分行业中位数时 HOLA 取值为 1,否则为 0。进一步地,通过设置上述虚拟变量与国有资本经营预算实施(SGE)的交乘项作为解释变量,本文进行第二项作用机制检验。理论上,如果国有资本经营预算实施能够通过改善国有企业高管行为预期的机制来促进国有企业去僵尸化,那么在原先国有企业高管预期较差、短视迎合行为更严重的情况下,国有资本经营预算实施的作用空间更大,对国有企业去僵尸化的积极效果应当更为明显。基于此,表 6 列(3)和列(4)的结果显示,SGE×HOIV 和 SGE×HOLA 的回归系数均在 5%水平上显著为负,符合上述分析。这表明国有资本经营预算实施确实能够通过改善国有企业高管行为预期、抑制短视迎合行为的机制,来促进国有企业去僵尸化。

表 6 机制检验

变量	ZOMBIE_FNCHK			
	(1)	(2)	(3)	(4)
SGE×HGDPPRE	-0.583** (-2.34)			
SGE×HGY		-0.582** (-2.09)		
SGE×HOIV			-0.503** (-2.07)	
SGE×HOLA				-0.589** (-2.09)
控制变量(含交乘单项)	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值	3099	3099	3099	3099
伪 R ²	0.221	0.221	0.220	0.220

(二)动态效应检验

在上文基础上,本文再深入研究国有资本经营预算实施促进国有企业去僵尸化的动态过程。参照马新啸等(2021)的做法^[4],本文一方面构造衡量国有僵尸企业是否恢复为正常企业的虚拟变量,当样本国有企业在 t-1 期被识别为僵尸企业并且在 t 期不是僵尸企业时 ZOMBIEGOOD 取值为 1,否则为 0;另一方面构造衡量正常国有企业是否沦为僵尸企业的虚拟变量,当样本国有企业在 t-1 期不是僵尸企业并且在 t 期被识别为僵尸企业时 ZOMBIEBAD 取值为 1,否则为 0,进而以上述两个虚拟变量作为被解释变量进行动态效果检验。表 7 列(1)的结果显示,SGE 的回归系数在 5%水平上显著为正,这表明国有资本经营预算实施能够促进国有僵尸企业恢复正常经营发展;同时,表 7 列(2)的结

果显示,SGE 的回归系数在 5%水平上显著为负,表明国有资本经营预算实施能够降低正常国有企业沦为僵尸企业的可能性,从而更好地支持了本文假设。

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,从而对国有资本经营预算实施如何促进国有企业去僵尸化进行细致研究。一般地,传统 CHK 方法的理论核心在于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是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^[16]。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为僵尸企业的概率。

由此,本文将 FN-CHK 方法识别僵尸企业的三个细分指标作为被解释变量,研究国有资本经营预算实施对僵尸企业的治理成效。具体地,本文定义变量利息差(INTERGAP)为样本国有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)为样本国有企业当年的息税前利润并经总资产标准化,定义变量债务规模(LIABILITY)为样本国有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,进而以上述三个变量作为被解释变量进行回归。表 7 列(3)和列(4)的结果显示,SGE 的回归系数均在 5%水平上显著为正;而表 7 列(5)的结果显示,SGE 的回归系数在 5%水平上显著为负。这表明国有资本经营预算实施能够有效提升国有企业的盈利能力,降低其非正常信贷水平和债务规模,从而促进国有企业去僵尸化。

由此,动态效应检验表明,国有资本经营预算实施能够改善国有企业的盈利能力,降低非正常信贷水平和债务规模,从而降低正常国有企业沦为僵尸企业的可能性,并促进国有僵尸企业恢复正常运营。

表 7 动态效应检验

变量	ZOMBIEGOOD	ZOMBIEBAD	INTERGAP	EBITRATIO	LIABILITY
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
SGE	0.686 ** (2.10)	-0.629 ** (-2.16)	0.112 ** (2.04)	0.341 ** (2.19)	-0.937 ** (-2.24)
控制变量	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
观测值	2700	2855	3099	3099	3099
伪 R ² / 调整后 R ²	0.190	0.190	0.254	0.883	0.547

(三)国有企业党建强化和行政层级的异质性影响

实践中,国有资本经营预算实施促进国有企业去僵尸化的治理效果,可能受到国有企业特征的异质性影响,其中比较典型的便是国有企业的党建水平和行政层级,本文对此进行深入研究。

1.国有企业党建水平的异质性影响。2015 年,《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》明确指出,“加强和改进党对国有企业的领导,做强做优做大国有企业”,力求实现“企业党的建设全面加强,反腐倡廉制度体系、工作体系更加完善,国有企业党组织在公司治理中的法定地位更加巩固,政治核心作用充分发挥”等主要目标。理论上,在国有企业党组织领导较弱的情况下,国有资本经营预算实施尽管能够降低政府不当干预和提升国有企业的经营自主权,但反而可能造成“内部人控制”下管理紊乱、国有资产流失等问题,难以促进国有企业去僵尸化。相较而言,在国有企业党组织领导强化的情况下,国有资本经营预算实施后的国有企业管理层能够坚定政治意识,自觉接受党内监督,更加积极有为地改善国有企业经营治理,从而促进国有企业去僵尸化。因此,本文认为 2015 年国家层面加强国有企业党的建设后,国有资本经营预算实施的积极影响更为明显。故本文构造衡量样

本国有企业党建强化的虚拟变量 LEAD,当样本期间位于 2015 年以后时 LEAD 取值为 1,否则为 0,通过设置其与国有资本经营预算实施(SGE)的交乘项作为解释变量,进行异质性检验。表 8 列(1)的结果显示,SGE×LEAD 的回归系数在 5%水平上显著为负,这表明在国有企业党建强化的情况下,国有资本经营预算实施对国有企业去僵尸化的积极作用更加明显。

2.国有企业行政特征的异质性影响。实践中,在分税制改革后地方政府“财权上收、事权增加”的格局影响下,中央政府财政相较于地方政府财政更加宽裕^[20],因此中央政府干预中央国有企业、迫使其承担政策性任务的动机较小。相较而言,地方政府在财政收入难以支撑各方面公共管理任务的情况下,具有更强动机干预当地国有企业,要求其承担大量的政策性任务,进而加剧地方国有企业的僵尸化倾向,这也给予国有资本经营预算制度更大的治理空间。因此,本文认为相较于中央国有企业,国有资本经营预算实施对地方国有企业的积极影响更为明显,能够更好地促进其去僵尸化。故本文构造衡量样本国有企业是否为地方国有企业的虚拟变量 LOCAL,当样本国有企业属于地方国有企业时 LOCAL 取值为 1,否则为 0,通过设置其与国有资本经营预算实施(SGE)的交乘项作为解释变量,进行异质性检验。表 8 列(2)的结果显示,SGE×LOCAL 的回归系数在 1%水平上显著为负,这表明在地方国有企业中,国有资本经营预算实施对国有企业去僵尸化的积极作用更加明显。

(四)经济后果分析

国有企业在国有资本经营预算制度影响下去僵尸化后,其市场价值、生产能力以及经营绩效能否得到切实提升?对此,参照既有文献的做法^{[4][30]},本文以样本国有企业下一期的托宾 Q 值测量其资本市场价值(FTOBINQ),以 OP 方法测度的样本国有企业下一期全要素生产率衡量其生产能力(FTFP),以样本国有企业下一期总资产报酬率测量其经营绩效(FROA),将此三个变量作为被解释变量进行经济后果检验。表 8 列(3)~列(5)的结果显示,SGE 的回归系数均在 5%水平上显著为正,这表明国有企业在国有资本经营预算制度的影响下去僵尸化后,其市场价值、生产能力和经营绩效均得到明显提升。由此可见,国有资本经营预算实施具有良好的社会经济影响。

表 8 异质性检验和经济后果分析

变量	ZOMBIE_FNCHK (1)	ZOMBIE_FNCHK (2)	FTOBINQ (3)	FTFP (4)	FROA (5)
SGE×LEAD	-0.901** (-2.04)				
SGE×LOCAL		-0.695*** (-2.63)			
SGE	-1.088*** (-4.25)	-0.814*** (-2.82)	0.127** (2.06)	0.099** (2.03)	0.010** (2.11)
控制变量(含交乘单项)	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
观测值	3099	3099	2930	2930	2930
伪 R ² /调整后 R ²	0.219	0.221	0.603	0.710	0.209

六、结论与启示

本文以 2003—2020 年沪深两市国有上市公司为样本,立足国有资本经营预算制度分步实施的改革实践,研究国有资本经营预算实施对国有企业去僵尸化的影响,研究发现:国有资本经营预算实施能够缓解政府不当干预和改善国有企业高管行为预期,从而促进国有企业去僵尸化;异质性检验表明,上述效果在地方国有企业和 2015 年国家层面加强国有企业党的建设后更为明显;动态效应检验表明,国有资本经营预算实施能够改善国有企业的盈利能力,降低非正常信贷水平和债务规模,从而降低正常国有企业沦为僵尸企业的可能性,并促进国有僵尸企业恢复正常;经济后果检验表明,国有资本经营预算实施最终对相应国有企业的市场价值、生产能力和经营业绩产生积极影响。

根据以上研究结论,本文有如下两方面的研究启示。第一,各层级各地区政府应当重视厘清自身与辖区内国有企业之间的收入分配关系,通过有效实施国有资本经营预算制度来规范自身行为和提升国有企业经营自主权,由此才能从逻辑链条前端科学处置国有僵尸企业,实现做强做优做大国有资本的改革目标。本文研究发现,国有资本经营预算实施能够缓解政府不当干预和改善国有企业高管行为预期,从而促进国有企业去僵尸化。因此,国有资本经营预算制度能够实现“有为政府”保障下“有效市场”的积极作用,党和国家在全面深化国有企业改革的过程中可以更加关注各层级各地区政府完善国有资本经营预算制度的相应举措。

第二,本文为我国加快处置国有僵尸企业提供了一条可行路径,即确保各层级各地区政府根据自身发展实情积极推行国有资本经营预算制度。具体地,本文发现国有资本经营预算实施能够改善国有企业的盈利能力,降低其非正常信贷水平和债务规模,从而降低正常国有企业沦为僵尸企业的可能性,并促进国有僵尸企业恢复正常,最终对相应国有企业的市场价值、生产能力和经营业绩产生积极影响。因此,党和国家在处置国有僵尸企业和防范化解重大风险的过程中,应当更加注重国有资本经营预算制度的积极成效,避免政府与国有企业之间收入分配关系不清晰导致的负面影响。

参考文献:

- [1] Caballero, R. J., Hoshi, T., Kashyap, A. K. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan[J]. American Economic Review, 2008(5): 1943—1977.
- [2] 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].经济研究,2017(5): 175—188.
- [3] 王万珺,刘小玄.为什么僵尸企业能够长期生存[J].中国工业经济,2018(10):61—79.
- [4] 马新啸,汤泰劫,蔡贵龙.非国有股东治理与国有企业去僵尸化——来自国有上市公司董事会“混合”的经验证据[J].金融研究,2021(3):95—113.
- [5] 方明月,孙鲲鹏.国企混合所有制能治疗僵尸企业吗?——一个混合所有制类啄序逻辑[J].金融研究,2019(1): 91—110.
- [6] 蒋灵多,陆毅.最低工资标准能否抑制新僵尸企业的形成[J].中国工业经济,2017(11):118—136.
- [7] 蒋灵多,陆毅,陈勇兵.市场机制是否有利于僵尸企业处置:以外资管制放松为例[J].世界经济,2018(9): 121—145.
- [8] 曾庆生,陈信元.国家控股、超额雇员与劳动力成本[J].经济研究,2006(5):74—86.
- [9] 顾国达,吴宛珊.金融市场竞争、政府干预与僵尸企业[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2019(3): 130—147.
- [10] 张训常,刘晔,周颖刚.“政资分开”能改善国有企业投资效率吗? [J].管理科学学报,2021(4):1—18.
- [11] 张训常,苏巧玲.政府与国有企业间的利润分配对企业超额雇员的影响[J].世界经济,2021(11):121—144.
- [12] 刘冲,周峰,刘莉亚,温梦瑶,庞元晨.财政存款、银行竞争与僵尸企业形成[J].金融研究,2020(11): 113—132.
- [13] 毛立言.关于现代企业制度的新思考[J].经济纵横,2012(11):12—19.
- [14] 马津润.新时代做强做优做大国有企业和国有资本理论与实践创新[J].山东社会科学,2020(11):2+193.
- [15] 陈艳利,梁田,徐同伟.国有资本经营预算制度、管理层激励与企业价值创造[J].山西财经大学学报,2018(6): 89—100.
- [16] Fukuda, S., Nakamura, J. Why Did ‘Zombie’ Firms Recover in Japan? [J]. The World Economy, 2011(7): 1124—1137.
- [17] 饶静,万良勇.政府补助、异质性与僵尸企业形成——基于A股上市公司的经验证据[J].会计研究,2018(3): 3—11.
- [18] 汤在新.论“政企分开”[J].当代经济研究,2003(10):9—10.
- [19] 张英婕,王洪强.国有资本经营预算及其审计的回顾与拓展[J].经济体制改革,2021(2):131—138.
- [20] 周飞舟.分税制十年:制度及其影响[J].中国社会科学,2006(6):100—115.
- [21] 黄婷,郭克莎.国有僵尸企业退出机制的演化博弈分析[J].经济管理,2019(5):5—20.
- [22] 郑国坚,蔡贵龙,马新啸.政府干预、国有集团结构动态演化与配置效率[J].管理科学学报,2017(10):1—16.

- [23] 张炳雷.国有资本经营预算对企业控制力与投机行为的制度约束研究[J].经济体制改革,2015(2):174—177.
- [24] 曹春方,张超.产权权利束分割与国企创新——基于中央企业分红权激励改革的证据[J].管理世界,2020(9):155—168.
- [25] 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].财贸经济,2020(12):101—116.
- [26] 马新啸,汤泰劼,仲崇阳.知识产权司法保护与企业人力资本结构升级——基于知识产权法院设立的准自然实验[J].中南财经政法大学学报,2023(3):107—122.
- [27] 蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].管理世界,2018(5):137—149.
- [28] 李茫茫,王红建,严楷.经济增长目标压力与企业研发创新的挤出效应——基于多重考核目标的实证研究[J].南开管理评论,2021(1):17—26.
- [29] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J].Review of Accounting Studies, 2006(2-3):159—189.
- [30] 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].经济研究,2018(9):133—150.

Implementation of State Capital Operations Budget System and De-zombification of State-owned Enterprises

MA Xinxiao¹ TANG Taijie²

(1. Management College / China Business Working Capital Management Research Center, Ocean University of China, Qingdao 266100, China; 2. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: The state capital operations budget system is an important institution in implementing national strategies, enhancing the government's macroeconomic control capabilities, and promoting the optimization of the layout and structural adjustment of the state-owned economy. How to accurately and effectively dispose of state-owned zombie enterprises constitutes a key link in making state-owned capital stronger, better and bigger in the new era. Taking state-owned listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2003 to 2020 as samples, based on the reform practice of the step-by-step implementation of the state capital operations budget system, this paper researches the impact of implementation of state capital operations budget on the de-zombification of state-owned enterprises. It finds that the implementation of the state capital operations budget system can alleviate improper government intervention and improve the behavioral expectations of state-owned enterprise executives, thereby promoting the de-zombieization of state-owned enterprises. The heterogeneity test shows that the aforementioned effects are more obvious in local state-owned enterprises and after strengthening the Party's leadership in state-owned enterprises in 2015. The dynamic effect test shows that the implementation of state capital operations budget system can improve the profitability of state-owned enterprises, reduce abnormal credit levels and debt scale, thereby reducing the possibility of normal state-owned enterprises becoming zombie enterprises and promoting the return of state-owned zombie enterprises to normal. The economic consequences test shows that the implementation of state capital operations budget system ultimately has a positive impact on the market value, production capacity and operating performance of corresponding state-owned enterprises. Therefore, continuously improving the state capital operations budget system and clearly defining the rights and responsibilities between the government and state-owned enterprises are crucial to promoting the high-quality development of state-owned enterprises and preventing and defusing major risks.

Key words: State Capital Operations Budget; State-owned Enterprises; Zombie Enterprises; De-zombification

(责任编辑:胡浩志)