



经济理论与经济管理

工作论文系列

Working Paper Series

政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

褚 剑

ETBMWP2022045

2022. 08. 29

* 本刊编辑部推出工作论文项目，将“拟用稿”而尚未发表的稿件，以工作论文的方式在官网呈现，旨在及时传播学术成果，传递学术动态。

本刊所展示的工作论文，与正式刊发版可能会存在差异。如若工作论文被发现存在问题，则仍有被退稿的可能。各位读者如有任何问题，请及时联系本刊编辑部，期待与您共同努力、改进完善。

联系人：李老师；联系电话：010-62515330

政策协同视角下的中央企业重组与 国有资本配置效率^{*}

褚 剑

[提 要] 基于深化国企改革的政策协同视角，本文系统地考察中央企业重组对国有资本配置效率的影响及作用机制。研究发现，中央企业重组能够长期性地改善国有资本效益，并且这一结果在不同重组方式下存在差异。机制检验表明，中央企业重组是通过降低成本、提高效率而非加剧市场垄断来提高国有资本效益的。进一步检验表明，深化国企改革，尤其是国有企业分类改革和改组组建国有资本投资、运营公司试点能够对中央企业重组起到政策协同效应。最后，中央企业重组还能够通过退市清算、产权转让等形式促使国有资本淘汰落后产能、化解过剩产能，同时布局重要行业并聚焦主业。本文的研究结论不仅及时回应了国企重组特别是央企重组效果及必要性的重要关切，而且为深入推进国企改革提供了有益启示。

[关键词] 央企重组；国企改革；国有资本配置效率；政策协同

一、引言

改革开放以来，为了做强做优做大国有资本，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力和抗风险能力，国有企业历经多次大规模的结构调整和重组。尤其是2003年国资委成立后，中央企业重组不断提速，中央企业的数量由国资委成立之初的196家大幅缩减至目前的97家，重组的国有资产规模曾在2007年就突破2万亿元，具体如图1和图2所示。随着中央企业数量因重组而不断减少，单家中央企业拥有的资产规模快速攀升，导致近年来发生的单次重组规模屡创新高，例如，2017年中国国电集团与神华集团重组涉及的资产规模高达1.78万亿元，相当于当年我国工业增加值的

6.45%。如此大规模的中央企业重组如若无法实现“1+1>2”的效果，不仅可能直接导致国有资产的重大流失，而且还可能对我国国家发展战略和经济发展质量形成巨大挑战（黄群慧，2020）。企业并购重组的价值创造与重组方式、重组后如何整合等是紧密相关的（Haspeslagh & Jemison, 1991；周小春和李善民，2008）。面对市场上存在着的中央企业重组后“大而不强”的质疑声，^①国资委在新时期深化国企改革的政策指引下更加注重统筹协调和顶层设计（黄群慧，2018），指出“各项改革以及改革与发展已经密不可分、互为支持”，“要将央企重组与深化改革打通，把重组整合与化解产能过剩、建立健全现代企业制度、改组组建国有资本投资、运营公司等内容有机结合起来，以重组整合为抓手牵动整个国有企业改革向纵深突破，实现国有

^{*} 褚剑（通讯作者），南京大学商学院，邮政编码：210093，电子信箱：chujian@nju.edu.cn。本文得到国家自然科学基金青年项目（71902085）、国家自然科学基金重点项目（72132003）的资助。感谢匿名评审人提出的修改建议，笔者已做出相应修改，本文文责自负。

^① 《中台式央企“大而不强”亟待改革》，《中国经济时报》，2013-08-08。

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

企业改革发展的联动协同效应”。^① 现有研究也认为，应该将国有企业合并重组摆在整个国企改革安排的首步，由此带动国有企业各项改革的纵深推进（张伟和于良春，2019）。因此，基于深化国企改革的政策协同视角系统评估中央企业重组对国有资本配置效率的影响及作用机制的研究显得愈加重要而紧迫。

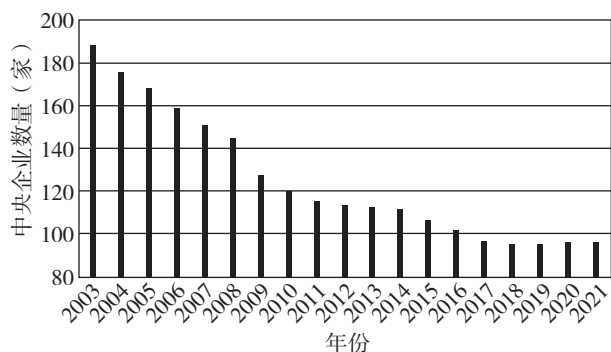


图1 中央企业数量的年度趋势

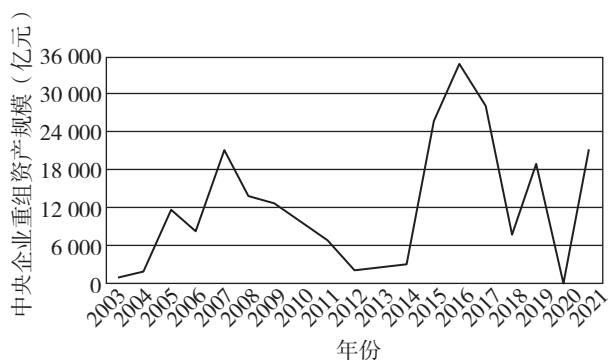


图2 中央企业重组资产规模的年度趋势

实际上，关于国有企业并购重组的效果，现有研究结论莫衷一是。与市场化主导的企业并购重组不同，国有企业的并购重组行为受到政府干预的直接影响，早期的文献即围绕这一问题展开。一部分文献以国有企业为主并方的视角，研究地方政府干预对地方国有企业并购行为及并购绩效的影响。潘红波等（2008）研究发现，地方政府干预对盈利的地方国有企业的并购绩效有负面作用，而对亏损的地方国有企业的并购绩效有正面影响。方军雄

（2008）的研究表明，地方国有企业因受到地方政府干预而可能进行“拉郎配”式的本地并购和非相关多元化并购，从而导致并购重组效率低下。在此基础上，潘红波和余明桂（2011）进一步研究发现，地方国有企业较少开展异地并购，异地并购的绩效也更差，这源于地方政府在税收和信贷方面支持的减弱。另一部分文献以国有企业为被并方的视角，研究政府干预对国有企业改制的影响以及国有企业改制的经济后果。夏立军和陈信元（2007）的研究结果表明，地方政府在控股或者下放地方国有企业时兼具经济动机和政治动机。杨记军等（2010）研究发现，民营化能够改善国有企业业绩，但政府出于政治动机而具有保留业绩不好的国有企业控制权的倾向。而当国有企业改制后，企业绩效得到改善（白重恩等，2006），但同时也引发国有资产流失、社会不稳定等诸多问题（Bai *et al.*, 2006）。上述研究基本都是基于并购重组的单方视角，并且潜在的对手方更多的是民营企业。近期的文献逐渐关注到国有企业间的并购重组，部分研究尝试选取个案、个别行业或者区分重组类型探讨国有企业重组对企业绩效的影响（戚聿东和张任之，2016；骆家骕等，2017；齐平等，2018），但是并未形成一致有效的结论，同时缺乏对其中的作用机制的深入分析。另一部分研究则围绕国有企业重组对市场结构乃至社会福利的影响展开讨论，既有认为国有企业重组会加剧市场垄断，损害竞争效率（戚聿东，2015），削弱消费者对产品质量的信任（杜创，2020），也有认为通过国有企业重组提高行业集中度能够助力国企改革，进而优化资源配置（张伟和于良春，2019；黄群慧，2020）。由此，国有企业重组，尤其是中央企业重组是否以及如何影响国有资本配置效率值得深入探究。

在全面深化改革的指导思想下，2015年《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》正式发布，随后一系列深化国企改革的配套文件陆续推出，相应政策也逐步落实。^② 近期的文献即开始研究与国企改革政策相关的公司治理变化对国有

① 《以央企重组整合打造可持续发展竞争力》，《中国经济时报》，2017-09-06。

② 《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，《人民日报》，2015-09-14。

企业并购行为及并购绩效的影响。例如，陈仕华和卢昌崇（2014）关注党组织参与公司治理的作用，发现当党组织参与公司治理时，国有企业出售国有资产或股权时的并购溢价水平较高，但是当出让方或者接受方为中央企业时这一结果并不显著。逯东等（2019）关注非实际控制人的董事会权力的影响，发现当非实际控制人具有董事会权力时，国有企业发起并购的概率更低，并且一旦发生并购其绩效更高，但这一结果在中央企业中并不显著。可见，国有企业重组，尤其是中央企业重组与其他深化国企改革举措能否产生政策协同效应仍有待进一步的研究。

基于此，本文实证考察中央企业重组对国有资本配置效率的影响及作用机制，并进一步探究深化国企改革对此所产生的政策协同效应。研究发现，中央企业重组能够提高国有资本效益，并且这一结果具有长期性。区分重组方式后发现，横向合并、多元化合并较纵向合并的作用更显著。机制检验表明，中央企业重组是通过降低成本、提高效率而非加剧市场垄断来提高国有资本效益的。进一步检验表明，深化国企改革能够对中央企业重组起到政策协同效应，表现为上述结果在深化国企改革后、商业类国有企业进行分类改革后以及改组组建国有资本投资、运营公司试点后更显著。最后的延伸性检验表明，中央企业重组还能够通过退市清算、产权下放和民营化等形式促使国有资本淘汰落后产能，退出产能过剩行业，同时退出非重要行业和非主业，从而布局重要行业并聚焦主业。

本文的贡献主要体现在以下三个方面：第一，有效回应了国有企业重组特别是中央企业重组效果及必要性的重要关切，并从控制权不变前提和交易双方视角丰富了国有企业并购重组的相关研究。目前监管层、学术界和业界都密切关注国有企业重组特别是中央企业重组现象，但对其重组效果甚至于应否继续推进国有企业重组则存在较大的争议（戚聿东，2015；张伟和于良春，2019；杜创，2020），本文的研究及时地回应了上述重要的理论和现实关

切。^①另外，现有研究主要基于国有企业作为并购发起方或资产出让方的单方视角，或者基于国有控制权变更和国有持股比例变化的情况考察国有企业并购重组的效果（白重恩等，2006；方军雄，2008；杨记军等，2010；潘红波等，2011；陈仕华和卢昌崇，2014），本文则是在国有控制权甚至持股比例不变的前提下从重组双方视角展开，进一步丰富了这一领域的研究。

第二，从政策协同整体视角和资本布局结构层面多维度拓展了国有企业改革的相关研究。现有文献分别从控制权层面的国有企业改制（白重恩等，2006）、所有权层面的混合所有制改革（郝阳和龚六堂，2017）、公司治理层面的董事会试点（李文贵等，2017）、分红权激励试点（曹春方和张超，2020）等角度探讨了单一国企改革政策对国有企业决策和绩效等的影响，本文则以中央企业重组从国有资本布局结构层面对国企改革成效文献进行了重要补充，并从深化国企改革的政策协同的整体视角对这块文献进行了重要拓展。

第三，从国家发展战略和产业政策角度补充了国有企业产权下放和民营化的相关研究。关于国有企业产权下放，现有研究认为，当地信息优势、地区市场化程度和“抓大放小”改革策略等是国企产权下放的重要因素（夏立军和陈信元，2007；Huang *et al.*，2017）；关于国有企业产权民营化的动机，现有研究认为主要包括提升企业经营效率的经济动机和增加政府财政收入、寻求政治支持、国企改革策略等的政治动机（王红领等，2001；胡一帆等，2006；杨记军等，2010），本文从国有资本向重要行业和关键领域集中、供给侧结构性改革下化解产能过剩等国家发展战略和产业政策角度对上述两块领域的文献形成了有益补充。

二、制度背景与理论分析

大规模的国有企业重组的发展历程大体可以分为三个阶段：第一阶段为分拆式重组，时间为20

^① 鉴于中央企业对国有企业而言具有代表性，国有企业重组在政策导向、实践落实等方面又具有诸多共性，本文基于中央企业重组的研究有助于对国有企业重组的讨论。

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

世纪90年代初到2003年国资委成立之前。1992年党的十四大作出了建立社会主义市场经济体制的重大战略部署，随后民营经济迅速崛起，外资进入规模不断扩大，我国经济开始由卖方市场转向买方市场，国有经济遭遇难以适应市场竞争的挑战，加之1997年亚洲金融危机突如其来，国有企业经营状况持续恶化，亏损面一度超过40%，由此进入“三年脱困”时期。为了增强国有企业的竞争活力，中央开始对一些大型垄断国有企业进行分拆式重组。以电力行业为例，1998年原电力工业部撤销，组建国家经贸委电力司，并进行“厂网分开、竞价上网”，2002年原国家电力公司被分拆成两大电网公司、五大发电集团公司以及四个辅业集团公司，通过此次重组，我国电力市场的竞争格局初步形成并延续至今。此外，电信、石油、航空等领域也进行了分拆式重组，以期国有经济积极参与市场竞争，在市场竞争中壮大和发展。

第二阶段为整合式重组，时间为2003年国资委成立到2013年底。2001年中国正式加入世界贸易组织，这对我国国有企业在国际上的竞争力提出了新要求。与此同时，上一阶段的大规模分拆造成了国有资源分散、重复建设等问题，导致国有企业之间出现无序竞争甚至恶性竞争，最具代表性的就是阿根廷城铁列车项目上中国北车集团“状告”中国南车集团削价竞争事件。^①为此，国资委对国企改革定下了明确的目标：重新配置资源，让央企做大做强，提高其竞争力和控制力，并培养30到50家具有国际竞争力的大企业集团。2006年国资委发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，明确指出要进一步推进国有资本向重要行业和关键领域集中，加快形成一批拥有自主知识产权和知名品牌、国际竞争力较强的优势企业，并且到2010年，中央企业的数量要调整和重组至80

到100家。^②随后，中央企业在国资委的主导下开始加速推进重组。到2013年底时，中央企业数量已经从国资委成立之初的196家大幅缩减至113家（如图1所示）。中央企业通过重组实现了资源、业务、技术等方面的有效整合和转型升级，例如中国机械工业集团整合中国第二重型机械集团（骆家骕等，2017），但同时，市场上也存在着部分中央企业重组是“拉郎配”、重组后“大而不强”等的质疑声音。^③

第三阶段为政策协同式重组，时间为2014年开始至今的深化国企改革新时期。2013年底，党的十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出了全面深化改革的指导思想。^④随之在国有经济领域，《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》的发布为新时期国企改革提供了顶层设计方案。2016年发布的《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》则为新时期中央企业重组提供了具体路线图。^⑤同年，国资委推出“十项改革试点”，其中包括了中央企业兼并重组试点，并指出要坚持成熟一户、推进一户的原则。2017年召开的党的十九大指出，要加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，推动国有资本做强做优做大。可见，新时期中央企业重组更为关注重组的内涵和实效。并且，与上一阶段明显不同的是，此轮中央企业重组是整个深化国企改革中的重要一环，是与其他深化国企改革的重要举措协同推进的。在新时期深化国企改革的“1+N”政策体系中（黄群慧，2018），中央企业重组与国有企业分类改革、改组组建国有资本投资、运营公司试点等都是该体系的系列配套政策，具有明显的政策协同特征。

在此基础上，本文首先关心的是，中央企业重

① 《阿根廷城铁项目：北车“状告”南车削价竞争》，《21世纪经济报道》，2013-06-08。

② 《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，http://www.gov.cn/gongbao/content/2007/content_503385.htm。

③ 《减少央企数量不宜再搞“拉郎配”》，《证券时报》，2010-11-02。

④ 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，《人民日报》，2013-11-16。

⑤ 《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》，http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-07/26/content_5095050.htm。

组是否真的如监管层所预期地优化了国有资本配置?理论上,中央企业重组可以通过成本、效率和市场结构这三种机制影响国有资本配置的效益状况。对于横向合并,两家同行业的中央企业重组一方面能够显著扩大企业生产规模,形成规模经济效益,从而降低成本,另一方面能够重新整合相关业务并聚焦主业,淘汰落后产能和过剩产能,从而提高效率,另外行业集中度的提高也可能加剧市场垄断,形成垄断溢价(戚聿东,2015;杜创,2020),这三种机制最终都体现为国有资本效益的增加。对于纵向合并,两家上下游行业的中央企业重组使得原先的市场交易内部化,节省大量交易成本(Coase,1937;Klein *et al.*,1978),也能够打通上下游产业链进而提高效率,但对于市场结构的影响则未有定论(Hart *et al.*,1990;Lafontaine & Slade,2007)。而多元化合并能够通过利用管理协同、加强资源互补、分散经营风险等途径在提高效率的同时降低成本(Lewellen,1971;Matsusaka,1993;Hubbard & Palia,1999),但是否影响市场结构亦不明确(Goldberg,1973)。当然,如果中央企业重组后整合失败,那么国有资本效益不一定会改善,甚至还会恶化。

进一步地,本文更关心的是,深化国企改革的各项举措是否能够对中央企业重组起到政策协同效应?具体地,本文尤其关注深化国企改革中的国有企业分类改革和改组组建国有资本投资、运营公司试点。国企功能分类是新时期深化国企改革的重要前提(黄群慧和余菁,2013),根据国有资本的战略定位和发展目标,国资委将国有企业分为商业类和公益类,商业类国有企业以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资产保值增值为主要目标,而公益类国有企业以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标。现阶段国有企业大多是商业类和公益类业务混合,中央企业重组可以根据企业战略定位调整国有资本结构以更好地实现国有企业的功能定位和分类(黄群慧,2018)。

因此,就经济效益而言,中央企业重组对国有资本效益的影响应该在商业类国有企业进行分类改革后更明显。在分类改革的基础上,改组组建国有资本投资、运营公司是新时期深化国企改革中建立以“管资本”为主的国有资本管理体制的关键举措(刘纪鹏等,2020)。政府授权国资委依法对国有资本投资、运营公司履行出资人职责,国资委按照“一企一策”原则,明确对国有资本投资、运营公司授权的内容、范围和方式,依法落实国有资本投资、运营公司董事会职权。国有资本投资、运营公司对授权范围内的国有资本履行出资人职责,作为国有资本市场化运作的专业平台,依法自主开展国有资本运作,对所出资企业行使股东职责,维护股东合法权益,按照责权对应原则切实承担起国有资产保值增值责任。而中央企业重组可以通过行政性重组和依托资本市场的并购重组相结合等手段,改建或者新建国有资本投资、运营公司,将分散于众多行业、各个企业的国有资产产权归为国有资本投资、运营公司持有,所以中央企业重组应该与建立国有资本投资、运营公司相结合(黄群慧,2020)。因此,中央企业重组对国有资本效益的影响应该在改组组建国有资本投资、运营公司试点后更明显。由此,下文通过相应的实证检验来回答上述研究问题。

三、研究设计

(一) 样本选择和来源

为了控制中央企业监管模式以及避免疫情冲击的影响,同时借鉴现有文献(李文贵等,2017;曹春方和张超,2020)的设计思路,本文选取2003—2019年中央企业控股上市公司为样本,^①经过剔除金融类公司、非A股公司以及变量缺失样本,最终得到5276个样本观测。中央企业重组数据根据国资委官网公布的央企名录、中央企业重组公告以及中央企业官网等手工整理和核对,中央

^① 选取中央企业控股上市公司为样本,主要是考虑到中央企业重组直接导致了观测失效问题,被重组的中央企业成为新中央企业的下属单位甚或被撤销,另外,中央企业控股上市公司对中央企业而言是最具代表性的,基本掌握着中央企业的核心资产并经营核心业务,部分中央企业甚至是整体上市的。

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

企业的行业和业务特征数据根据国资委官网公布的央企主业、中央企业官网、天眼查网站等手工整理和核对，上市公司的财务特征数据、行业特征数据、股票交易数据、公司治理特征数据均来自CS-MAR数据库。另外，对于连续变量数据，本文按照上下1%的标准进行缩尾处理以控制极端值的影响。

（二）研究模型和变量定义

本文采用如下的双重差分模型来实证检验中央企业重组对国有资本配置状况的影响：

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times MA_{it} + \beta_2 \times Control_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型（1）是更为严格的双重差分模型，解释变量 MA_{it} 相当于常规的双重差分模型中的变量 $Treat_i \times Post_t$ ，公司固定效应 λ_i 吸收控制了 $Treat_i$ 以及其他不随时间变化的潜在变量，年份固定效应吸收控制了 $Post_t$ 以及其他不随公司变化的潜在变量。

模型（1）中，被解释变量 ROE ，净资产收益率，为净利润除以净资产，从经济效益角度较为综合地反映了国有资本配置状况（齐平等，2018），也是中央企业负责人业绩考核的重要指标。^① 另外，考虑到近年来中央企业负责人业绩考核更加强调经济增加值指标（李文贵等，2017），下文也采用经济增加值指标进行稳健性检验。解释变量 MA ，为中央企业重组当年及以后年度取1，否则取0。^② 如果 MA 的回归系数 β_1 显著为正，则表明中央企业重组能够改善国有资本效益。借鉴现有文献（李文贵等，2017；郝阳和龚六堂，2017），本文控制如下控制变量：公司规模 $SIZE$ ，为总资产的自然对数；年龄 AGE ，为公司上市年数加1的自然对数；杠杆率 LEV ，为总负债除以总资产；上期效益 $ROELAG$ ，为 ROE 的上一年值；成长性 MB ，为市值除以净资产账面价值；大股东持股比例 $LARGEST$ ，为第一大股东的持股比例；董

事会规模 $BOARD$ ，为董事会总人数加1的自然对数；独董比例 $INDEP$ ，为独立董事人数除以董事会总人数。

同时，为了区分中央企业重组对国有资本配置状况的影响时效性，本文还采用如下动态模型进行检验：

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times MA0_{it} + \beta_2 \times MA1_{it} + \beta_3 \times MA2_{it} + \beta_4 \times MA3+_{it} + \beta_5 \times Control_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型（2）中，解释变量 $MA0$ 为中央企业重组当年取1，否则取0； $MA1$ 为中央企业重组后第一年取1，否则取0； $MA2$ 为中央企业重组后第二年取1，否则取0； $MA3+$ 为中央企业重组后第三年及以后年度取1，否则取0。如果 $MA0$ 、 $MA1$ 、 $MA2$ 的回归系数 β_1 、 β_2 、 β_3 显著为正，则表明中央企业重组能够短期性地改善国有资本效益；如果 $MA3+$ 的回归系数 β_4 显著为正，则表明中央企业重组能够长期性地改善国有资本效益。

对于深化国企改革的政策协同效应，下文通过分组或者引入交乘项的方式进行相应检验。

（三）描述性统计

表1列示了上述主要变量的描述性统计。可以发现， ROE 的均值为0.054，标准差为0.172，样本间的变化和差异较为明显；有约14.1%的样本是在中央企业重组后；其他公司特征变量的描述性统计与现有文献基本一致。

四、实证分析：中央企业重组与国有资本效益

（一）基本结果与分析

首先，本文实证检验中央企业重组对国有资本效益的影响，回归结果如表2所示。从第1列和第3列可以发现，不管是否控制控制变量， MA 的回归系数都显著为正，表明中央企业重组能够改善国

^① 考虑到衡量指标对于不同行业企业的统一性和可比性，本文主要从经济效益角度分析国有资本配置状况。下文也尝试以产品质量从社会效益角度进行了补充分析。

^② 少部分中央企业经历多次重组，对此，本文选取样本区间内的第一次重组时间点。删除这部分多次重组样本不会影响本文的结论。

有资本效益,并且在经济意义上,中央企业重组能够将净资产收益率提高 0.03,其幅度超过样本均值的一半,可见经济效应也是显著的。从第 2 列和第 4 列可以发现,不管是否控制控制变量,MA1 和 MA3+ 的回归系数都显著为正,表明中央企业

重组不仅能够重组后第一年就改善国有资本效益,而且能够在重组后第三年开始长期性地改善国有资本效益,并且在经济意义上,中央企业重组短期和长期提高净资产收益率的幅度接近样本均值,可见经济效应也是显著的。

表 1 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	下四分位数	中位数	上四分位数
ROE	5 276	0.054	0.172	0.023	0.064	0.116
MA	5 276	0.141	0.348	0	0	0
SIZE	5 276	22.427	1.549	21.290	22.186	23.414
AGE	5 276	2.373	0.603	2.079	2.485	2.833
LEV	5 276	0.509	0.207	0.361	0.513	0.659
ROELAG	5 276	0.053	0.160	0.024	0.065	0.115
MB	5 276	3.279	3.009	1.479	2.399	3.958
LARGEST	5 276	0.402	0.156	0.270	0.402	0.516
BOARD	5 276	2.332	0.179	2.303	2.303	2.485
INDEP	5 276	0.364	0.055	0.333	0.333	0.375

接着,本文区分中央企业的重组方式,根据重组双方所处行业,将中央企业重组变量 MA 区分为同行业的横向合并重组 MA_HOR、上下游行业的纵向合并重组 MA_VER 和其他行业间的多元化合并重组 MA_MIX,定义方式与 MA 类似,另外也根据重组事件的不同时间点将上述三个变量分别拆解为 MA_HOR0、MA_HOR1、MA_HOR2、MA_HOR3+, MA_VER0、MA_VER1、MA_VER2、MA_VER3+,以及 MA_MIX0、MA_MIX1、MA_MIX2、MA_MIX3+,定义方式与 MA0、MA1、MA2、MA3+类似。由此,本文实证检验中央企业的不同重组方式对国有资本效益的影响,回归结果如表 3 所示。可以发现,中央企业的横向合并重组和多元化合并重组能够改善国有资本效益,并且这种改善作用具有长期性;而中央企业的纵向合并重组虽然从长期来看有改善国有资本效益的迹象,但作用尚不显著。^①

综上所述,中央企业重组能够长期性地改善国有资本效益,并且这一结果在不同重组方式下存在差异。

(二) 内生性和稳健性检验

本文进行如下的内生性和稳健性检验,结果限于篇幅未报告:

1. 平行趋势检验。上文采用双向固定效应的双重差分模型进行检验,需要进行平行趋势检验以排除重组企业的效益本身就比较非重组企业的效益要好的内生性解释,由此本文在模型(2)中增加中央企业重组前一年哑变量 MA-1,区分重组方式的重组前一年哑变量的定义方式与此类似,回归结果发现,MA-1 的回归系数显著为负,表明重组企业在重组前的效益更差,而非更好,这排除了上述内生性解释,也从侧面佐证了中央企业重组的效果和必要性;MA_HOR-1 和 MA_MIX-1 的回归系数不显著,MA_VER-1 的回归系数显著

^① 从系数大小比较看,多元化合并重组的经济效应最大,这与上文分析提到的多元化合并带来的利用管理协同、缓解融资约束等理论解释是密切相关的(Matsusaka, 1993; Hubbard & Palia, 1999),也对应了现实中国有资本投资、运营公司或类似职能的中央企业重组其他中央企业的情形,这一点在下文的改组组建国有资本投资、运营公司试点的政策协同效应的检验中得到了印证。

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

为负，表明重组企业在横向合并重组和多元化合并重组前的效益与非重组企业没有差异，而在纵向合并重组前的效益更差。而在控制了重组前一年哑变量后，本文结论依然成立。

表 2 中央企业重组与国有资本效益

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROE	ROE	ROE	ROE
MA	0.027** (2.105)		0.030** (2.304)	
MA0		0.000 (0.011)		0.002 (0.090)
MA1		0.043** (2.387)		0.042** (2.241)
MA2		0.013 (0.606)		0.014 (0.706)
MA3+		0.040*** (2.751)		0.048*** (3.131)
SIZE			-0.006 (-0.532)	-0.007 (-0.593)
AGE			-0.001 (-0.037)	0.001 (0.060)
LEV			-0.138*** (-3.081)	-0.141*** (-3.134)
ROELAG			0.047 (1.239)	0.046 (1.213)
MB			-0.012*** (-3.804)	-0.012*** (-3.806)
LARGEST			0.008 (0.180)	0.014 (0.318)
BOARD			-0.031 (-0.947)	-0.031 (-0.950)
INDEP			-0.127 (-1.625)	-0.127 (-1.635)
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
调整的 R ²	0.172	0.173	0.208	0.209
样本数	5 276	5 276	5 276	5 276

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。括号中的 t 值经过异方差稳健和公司层面聚类处理。下表同。

表 3 中央企业重组与国有资本效益——区分重组方式

变量	(1)	变量	(2)
	ROE		ROE
MA_HOR	0.037* (1.761)	MA_HOR0	0.021 (0.690)
MA_VER	-0.003 (-0.200)	MA_HOR1	0.057* (1.729)
MA_MIX	0.100*** (3.166)	MA_HOR2	0.017 (0.498)
		MA_HOR3+	0.046** (2.042)
		MA_VER0	-0.025 (-1.051)
		MA_VER1	-0.006 (-0.383)
		MA_VER2	-0.021 (-1.058)
		MA_VER3+	0.028 (1.578)
		MA_MIX0	0.015 (0.201)
		MA_MIX1	0.139*** (2.601)
		MA_MIX2	0.139** (2.009)
		MA_MIX3+	0.121*** (3.913)
控制变量	是	控制变量	是
公司固定效应	是	公司固定效应	是
年份固定效应	是	年份固定效应	是
调整的 R ²	0.209	调整的 R ²	0.210
样本数	5 276	样本数	5 276

2. 采用 PSM 样本。为了进一步保证重组企业和非重组企业在企业特征上的差异不会影响到研究结论，本文将重组企业和非重组企业根据模型 (1) 中的控制变量以及行业、年份固定效应进行倾向评分匹配，从而得到 PSM 样本。回归结果发现，本文结论依然成立。

3. 采用经济增加值作为被解释变量。借鉴现有文献 (李文贵等, 2017)，本文采用经济增加值指标作为被解释变量的稳健变量 EVA，为税后净营业利润减去资本总额乘以加权平均资本成本，并以净资

产作为量纲。回归结果发现，本文结论依然成立。

4. 排除国有资本流失的替代性解释。由于上文衡量国有资本效益是以净资产为量纲，那么不管是净资产收益率指标还是经济增加值指标，其增加既可能是作为分子的净利润或者经济增加值增加，也可能是作为分母的净资产减少。为了排除后一种解释，本文定义国有资本保值增值率 *EGROW*，为净资产的增长率。回归结果发现，中央企业重组并未降低国有资本保值增值率，反而是提高了国有资本保值增值率，这一方面排除了上文结果的替代性解释，另一方面从国有资本保值增值率角度进一步印证了上文的结论。

5. 删除退出样本。本文选取的上市公司样本在各自区间内都是由中央企业控股，因此是在国有控制权甚至持股比例不变的前提下研究国有企业并购重组问题。同时，考虑到样本区间外部分中央企业控股上市公司在重组后会通过退市清算、产权下放或民营化等方式退出中央企业的控制，这涉及国有资本布局结构调整，是国有资本配置的另一方面体现，这将在下文专列一节讨论。在此，为了排除退出企业对国有资本效益的影响，本文删除这部分退出样本。回归结果发现，本文结论依然成立。

6. 另一种区分重组方式。除了上文采用的根据重组双方行业外，本文还根据重组后的组织结构变化将中央企业重组区分为“ $A+B=A$ ”的吸收合并重组 *MA_ABS* 和“ $A+B=C$ ”的新设合并重组 *MA_NEW*，同时也相应定义这两种重组方式的不同时间点变量。回归结果发现，中央企业重组改善国有资本效益的结果主要体现在吸收合并重组中。

(三) 机制检验

根据上文的理论分析，中央企业重组可能通过降低成本、提高效率或者加剧市场垄断的机制来改善国有资本效益。由此，本文逐一检验上述机制。

首先，关于成本机制，本文定义成本变量 *COST*，为营业成本除以营业收入，回归结果如表 4 所示。可以发现，中央企业重组能够在短期内以及长期内都降低成本，并且分别体现在横向合并重

组和多元化合并重组中，具体地，中央企业的横向合并重组短期性地降低了成本，而多元化合并重组长期性地降低了成本。其次，关于效率机制，本文定义效率变量 *ATO*，为营业收入除以总资产，回归结果如表 5 所示。可以发现，中央企业重组能够在短期内以及长期内都提高效率，并且分别体现在横向合并重组和纵向合并重组中，具体地，中央企业的横向合并重组长期性地提高了效率，而纵向合并重组短期性地提高了效率。理论上，中央企业横向合并重组可以通过整合现有存量业务和产能实现规模经济，进而在短期内降低成本，而当成本下降到一定程度后，可以通过整合双方的知识技术开发新产品以创造新的利润增长点，进而长期地提高效率。中央企业纵向合并重组可以通过供应链整合加快已有存货、应收账款等的周转，进而在短期内提高效率，而市场交易内部化在降低交易成本的同时又可能衍生出关联交易等代理问题，导致无法有效地缩减成本。中央企业多元化合并重组虽然在短期内可能因为非关联业务的高难度整合会增加成本，一旦整合成功则有利于形成管理协同、资源互补、风险分散等优势，进而长期地降低成本。

最后，关于市场结构机制，本文定义市场份额变量 *MKTS*，为企业在本行业中的营业收入占比，回归结果如表 6 Panel A 所示。^① 可以发现，中央企业重组并不影响市场份额，并且区分重组方式亦未见差异。考虑到中央企业同时涉足垄断性行业和非垄断性行业，中央企业重组对市场结构的影响可能在不同性质的行业中存在差异。由此，借鉴现有文献（夏立军和陈信元，2007），本文将样本分为垄断行业组和非垄断行业组，回归结果如表 6 Panel B 所示。可以发现，中央企业重组会显著提高垄断行业企业的市场份额，并且主要体现在横向合并重组和纵向合并重组中，而对非垄断行业企业的市场份额没有显著影响；中央企业重组对国有资本效益的改善作用只体现在非垄断行业，而在垄断行业这一结果并不显著。这表明，加剧市场垄断不是中央企业重组影响国有资本效益的机制。理论上，由

① 如果改用 HHI 指数，结果依然成立。

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

于垄断行业缺乏市场竞争，中央企业重组会提高垄断行业企业的市场份额，同时由于国家对垄断行业进行价格管制，中央企业重组即使加剧市场垄断也

不会由此带来垄断行业的国有资本效益增加。

综上表明，中央企业重组是通过降低成本、提高效率而非垄断市场来改善国有资本效益的。

表 4 机制检验——成本

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
	COST	COST		COST	COST
MA	-0.005 (-1.349)		MA_HOR	-0.011** (-2.029)	
			MA_VER	-0.001 (-0.309)	
			MA_MIX	0.008 (0.605)	
MA0		0.003 (0.295)	MA_HOR0		-0.008 (-0.708)
MA1		-0.014** (-2.109)	MA_HOR1		-0.021** (-2.252)
MA2		-0.003 (-0.384)	MA_HOR2		-0.019* (-1.835)
MA3+		-0.007* (-1.765)	MA_HOR3+		-0.007 (-1.439)
			MA_VER0		-0.015 (-1.298)
			MA_VER1		-0.001 (-0.055)
			MA_VER2		0.013 (1.382)
			MA_VER3+		-0.001 (-0.216)
			MA_MIX0		0.091** (2.000)
			MA_MIX1		-0.027 (-1.049)
			MA_MIX2		0.012 (0.439)
			MA_MIX3+		-0.021** (-2.412)
控制变量	是	是	控制变量	是	是
公司固定效应	是	是	公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是	年份固定效应	是	是
调整的 R ²	0.041	0.041	调整的 R ²	0.041	0.049
样本数	5 276	5 276	样本数	5 276	5 276

表 5 机制检验——效率

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
	<i>ATO</i>	<i>ATO</i>		<i>ATO</i>	<i>ATO</i>
<i>MA</i>	0.024** (2.067)		<i>MA_HOR</i>	0.026 (1.577)	
			<i>MA_VER</i>	0.048*** (2.843)	
			<i>MA_MIX</i>	-0.057 (-1.410)	
<i>MA0</i>		0.014 (0.810)	<i>MA_HOR0</i>		0.003 (0.102)
<i>MA1</i>		0.050** (2.489)	<i>MA_HOR1</i>		0.070** (2.339)
<i>MA2</i>		-0.005 (-0.200)	<i>MA_HOR2</i>		-0.037 (-1.040)
<i>MA3+</i>		0.029* (1.799)	<i>MA_HOR3+</i>		0.038* (1.811)
			<i>MA_VER0</i>		0.054** (2.394)
			<i>MA_VER1</i>		0.047** (2.065)
			<i>MA_VER2</i>		0.040 (1.323)
			<i>MA_VER3+</i>		0.051 (1.646)
			<i>MA_MIX0</i>		-0.058 (-1.020)
			<i>MA_MIX1</i>		-0.030 (-0.366)
			<i>MA_MIX2</i>		-0.029 (-0.545)
			<i>MA_MIX3+</i>		-0.072 (-1.517)
控制变量	是	是	控制变量	是	是
公司固定效应	是	是	公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是	年份固定效应	是	是
调整的 R ²	0.030	0.030	调整的 R ²	0.031	0.031
样本数	5 276	5 276	样本数	5 276	5 276

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

表 6 机制检验——市场结构

Panel A 市场份额					
变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
	MKTS	MKTS		MKTS	MKTS
MA	0.009 (0.931)		MA_HOR	0.020 (1.373)	
			MA_VER	0.007 (0.797)	
			MA_MIX	-0.032 (-0.851)	
MA0		0.004 (0.640)	MA_HOR0		0.006 (0.838)
MA1		0.004 (0.534)	MA_HOR1		0.009 (1.085)
MA2		0.012 (0.959)	MA_HOR2		0.022 (0.990)
MA3+		0.014 (0.939)	MA_HOR3+		0.030 (1.456)
			MA_VER0		0.007 (0.894)
			MA_VER1		0.006 (0.699)
			MA_VER2		0.012 (1.107)
			MA_VER3+		0.006 (0.430)
			MA_MIX0		-0.020 (-0.966)
			MA_MIX1		-0.029 (-0.897)
			MA_MIX2		-0.030 (-0.771)
			MA_MIX3+		-0.037 (-0.799)
控制变量	是	是	控制变量	是	是
公司固定效应	是	是	公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是	年份固定效应	是	是
调整的 R ²	0.749	0.749	调整的 R ²	0.750	0.750
样本数	5 276	5 276	样本数	5 276	5 276

续表

Panel B 区分行业性质								
变量	垄断行业		非垄断行业		垄断行业		非垄断行业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>MKTS</i>	<i>MKTS</i>	<i>MKTS</i>	<i>MKTS</i>	<i>ROE</i>	<i>ROE</i>	<i>ROE</i>	<i>ROE</i>
<i>MA</i>	0.026** (2.012)		-0.015 (-1.167)		0.020 (0.857)		0.034*** (2.666)	
<i>MA_HOR</i>		0.042* (1.708)		-0.006 (-0.548)		0.055 (1.409)		0.009 (0.610)
<i>MA_VER</i>		0.010** (2.141)		-0.016 (-0.700)		-0.027 (-1.456)		0.031 (1.581)
<i>MA_MIX</i>		0.010 (1.097)		-0.035 (-0.854)		0.131 (1.069)		0.097*** (3.117)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整的 R ²	0.875	0.876	0.658	0.658	0.212	0.215	0.221	0.223
样本数	2 583	2 583	2 693	2 693	2 583	2 583	2 693	2 693

五、实证分析：中央企业重组与深化国企改革的政策协同效应

根据上文的理论分析，中央企业重组与深化国企改革之间具有明显的政策协同关系（张伟和于良春，2019；黄群慧，2020），其中又以国有企业分类改革和改组组建国有资本投资、运营公司试点为深化国企改革的最具代表性政策（黄群慧和余菁，2013；刘纪鹏等，2020）。由此，本文开展相关的实证检验。

首先，正如上文分析所指出的，深化国企改革的“1+N”政策体系涵盖了国企改革的各个方面，所以本文根据2014年前后将样本分为深化改革前和深化改革后两组，由此进行分组检验，回归结果如表7所示。可以发现，中央企业重组在深化国企改革前和深化国企改革后都能够显著改善国有资本效益。比较系数大小后发现，中央企业重组对国有资本效益的改善作用在深化国企改革后是深化国企改革前的近两倍，并且在统计上也具有显著差异（系数差异检验P值为0.068），正如上文所指出的，深化国企改革涵盖了一系列配套政策，中央企

业重组与其他深化国企改革的政策是协同推进的，这些其他政策有助于中央企业在重组后明确战略定位和发展目标、完善法人治理结构、实现布局优化和结构调整，从而改善国有资本效益。区分重组方式后发现，中央企业重组对国有资本效益的改善作用在深化改革前主要体现在多元化合并重组中，在深化改革后主要体现在横向合并重组中。这些发现表明，整体上，深化国企改革能够对中央企业重组起到政策协同效应。

其次，本文检验国有企业分类改革对中央企业重组的政策协同效应。具体地，根据现有文献（黄群慧和余菁，2013）和《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》等政策文件，本文将国有企业分为商业类和公益类两类，并考虑到国有企业分类改革是在2015年《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》发布后开始实施的，本文构建商业类国有企业分类改革变量*BUS*，属于商业类国有企业并在分类改革后取1，否则取0，公益类国有企业分类改革变量*PUB*，属于公益类国有企业并在分类改革后取1，否则取0，由此构建交乘项进行检验，回归结果如表8所示。^①可以发现，中央企业重组对国有资本效益，尤其是经济效益的改善作用

① 《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》，http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5061700.htm。

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

在商业类国有企业进行分类改革后更显著，并且这主要体现在横向合并重组中，而在公益类国有企业进行分类改革后没有显著变化。^① 这表明，国有企业分类改革能够对中央企业重组起到政策协同效应。

最后，本文检验改组组建国有资本投资、运营公司试点对中央企业重组的政策协同效应。具体地，根据国资委公布的纳入改组组建国有资本投资、运营公司试点的中央企业名单，本文定义试点变量 *PILOT*，中央企业纳入改组组建国有资本投资、运营公司试点当年及以后年度取 1，否则取 0，由此构建交乘项进行检验，回归结果如表 9 所示。可以发现，中央企业重组对国有资本效益的改善作用在其被纳入改组组建国有资本投资、运营公司试点后更显著，并且这一结果主要体现在横向合并重组和多元化合并重组中。这表明，改组组建国有资本投资、运营公司试点能够对中央企业重组起到政策协同效应。

综上所述，深化国企改革，尤其是国有企业分类改革和改组组建国有资本投资、运营公司试点能

够对中央企业重组起到政策协同效应。

表 7 中央企业重组与国有资本效益——区分深化国企改革前后

变量	深化改革前		深化改革后	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROE	ROE	ROE	ROE
MA	0.038** (1.992)		0.062** (2.232)	
MA_HOR		0.020 (0.819)		0.108** (2.113)
MA_VER		0.016 (0.457)		0.019 (0.958)
MA_MIX		0.096** (2.574)		— —
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
调整的 R ²	0.271	0.271	0.213	0.216
样本数	3 174	3 174	2 102	2 102

表 8 中央企业重组与国有资本效益——国有企业分类改革的影响

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
	ROE	ROE		ROE	ROE
MA	0.018 (1.567)		MA	0.033*** (3.095)	
MA×BUS	0.030* (1.958)		MA×PUB	-0.026 (-1.038)	
MA_HOR		0.021 (1.318)	MA_HOR		0.037*** (2.651)
MA_VER		-0.018 (-0.885)	MA_VER		0.002 (0.120)
MA_MIX		0.094*** (3.320)	MA_MIX		0.099*** (3.604)
MA_HOR×BUS		0.043** (2.143)	MA_HOR×PUB		-0.009 (-0.274)
MA_VER×BUS		0.034 (1.411)	MA_VER×PUB		-0.022 (-0.607)
MA_MIX×BUS		0.027 (0.646)	MA_MIX×PUB		— —

^① 在第 1 和 2 列中进一步控制 *MA×PUB* 并不影响结论，*MA×PUB* 的系数也依然为不显著的负。另外，本文也尝试和和讯网企业社会责任指数中的供应商、客户和消费者权益责任分指数衡量社会效益进行检验，发现中央企业重组对国有资本社会效益的改善作用在公益类国有企业进行分类改革后更显著，而在商业类国有企业进行分类改革后没有显著变化。

续表

变量	(1)	(2)	变量	(3)	(4)
	ROE	ROE		ROE	ROE
BUS	0.006 (0.514)	0.003 (0.209)	PUB	-0.007 (-0.551)	-0.009 (-0.638)
控制变量	是	是	控制变量	是	是
公司固定效应	是	是	公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是	年份固定效应	是	是
调整的 R ²	0.208	0.210	调整的 R ²	0.208	0.209
样本数	5 276	5 276	样本数	5 276	5 276

表 9 中央企业重组与国有资本效益
——改组组建国有资本投资、运营公司试点的影响

变量	(1)	(2)
	ROE	ROE
MA	0.024** (2.020)	
MA×PILOT	0.052* (1.793)	
MA_HOR		0.029 (1.634)
MA_VER		-0.003 (-0.194)
MA_MIX		0.091*** (2.661)
MA_HOR×PILOT		0.079* (1.675)
MA_VER×PILOT		0.012 (0.507)
MA_MIX×PILOT		0.083** (1.974)
PILOT	0.003 (0.150)	0.001 (0.068)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
调整的 R ²	0.208	0.210
样本数	5 276	5 276

六、实证分析：中央企业重组与国有资本布局结构调整

根据《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》、《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》等文件的政策精神，国

有资本配置效率的提高不仅体现在国有资本效益的改善，而且也体现在国有资本布局结构的优化。这具体又可以从如下两个方面来分析：对于落后产能和过剩产能，国有资本应该尽快淘汰和化解，促进国有资本合理流动；对于国家发展战略和产业政策鼓励和支持的行业，国有资本应该重点布局，并做到有所为有所不为，聚焦主业。为此，本文基于中央企业控股上市公司在重组后通过退市清算、股权转让等方式退出中央企业控制的情境，分析中央企业重组对国有资本布局结构的影响。

首先，本文检验中央企业重组对国有资本淘汰落后产能的影响。落后产能的明显特征之一正是上述文件中所称的长期亏损、扭亏无望企业和低效无效资产，由此本文从国有资本效益 ROE 以及是否发生亏损哑变量 LOSS 来衡量落后产能，同时定义三个国有资本调整形式变量：退市清算 *TODELIST*，为样本区间后即发生退市的企业取 1，否则取 0；产权下放 *TOLSOE*，为样本区间后即产权下放至地方政府的企业取 1，否则取 0；产权民营化 *TOPRIVATE*，为样本区间后即产权改制为民营性质的企业取 1，否则取 0。回归结果如表 10 所示，可以发现，相较于存续的企业，中央企业重组后退市清算的企业效益明显更差、更可能是亏损的。这表明，中央企业重组通过退市清算的方式促进国有资本淘汰落后产能。

其次，本文检验中央企业重组对国有资本化解过剩产能的影响。根据现有文献（席鹏辉等，2017），本文区分产能过剩行业和非产能过剩行业，结果如表 11 所示。可以发现，中央企业重组后，产权民营化组、退市清算组企业相较于产权未民营

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

化组、未退市清算组企业更可能处于产能过剩行业。这表明，中央企业重组通过退市清算、产权民营化的方式促进国有资本化解过剩产能。

表 10 中央企业重组与国有资本淘汰落后产能

变量	(1)	(2)
	ROE	LOSS
MA	0.032** (2.323)	-1.102*** (-3.935)
MA × TOLSOE	-0.012 (-0.287)	-1.217 (-0.895)
MA × TOPPRIVATE	0.082 (1.403)	1.059 (1.204)
MA × TODELIST	-0.066** (-2.166)	1.492* (1.763)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
调整的 R ² / Pseudo R ²	0.208	0.147
样本数	5 276	5 276

再次，本文检验中央企业重组对国有资本布局重要行业的影响。根据《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》文件中列示的

关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域、国家五年规划中鼓励 and 重点支持的产业，本文区分重要行业和非重要行业，结果如表 12 所示。可以发现，中央企业重组后，产权下放组、产权民营化组、退市清算组企业相较于产权未下放组、产权未民营化组、未退市清算组企业更不可能处于重要行业，也即更可能处于非重要行业。这表明，中央企业重组通过退市清算、产权下放和民营化的方式促进国有资本退出非重要行业，从而布局重要行业。

最后，本文检验中央企业重组对国有资本聚焦主业的影响。根据中央企业控股上市公司所属的行业是否属于中央企业的主营业务，本文区分主业和非主业，结果如表 13 所示。可以发现，中央企业重组后，产权民营化组企业相较于产权未民营化组企业更不可能处于主业，也即更可能处于非主业。这表明，中央企业重组通过产权民营化的方式促进国有资本退出非主业，从而聚焦主业。

综上所述，中央企业重组能够通过退市清算、产权转让等形式促使国有资本淘汰落后产能、化解过剩产能，同时布局重要行业并聚焦主业。

表 11 中央企业重组与国有资本退出产能过剩行业

重组后	处于产能过剩行业	重组后	处于产能过剩行业	重组后	处于产能过剩行业
产权下放组	0.154	产权民营化组	0.273	退市清算组	0.242
产权未下放组	0.115	产权未民营化组	0.111	未退市清算组	0.103
均值差异	0.039	均值差异	0.162	均值差异	0.139
T 检验	0.435	T 检验	2.345**	T 检验	3.397***

表 12 中央企业重组与国有资本布局重要行业

重组后	处于重要行业	重组后	处于重要行业	重组后	处于重要行业
产权下放组	0.462	产权民营化组	0.545	退市清算组	0.515
产权未下放组	0.763	产权未民营化组	0.765	未退市清算组	0.782
均值差异	-0.301	均值差异	-0.220	均值差异	-0.267
T 检验	-2.526**	T 检验	-2.370**	T 检验	-4.898***

表 13 中央企业重组与国有资本聚焦主业

重组后	处于主业	重组后	处于主业	重组后	处于主业
产权下放组	0.538	产权民营化组	0.136	退市清算组	0.561
产权未下放组	0.583	产权未民营化组	0.595	未退市清算组	0.583
均值差异	-0.045	均值差异	-0.459	均值差异	-0.022
T 检验	-0.325	T 检验	-4.346***	T 检验	-0.358

七、研究结论与政策启示

在深化国企改革背景下，中央企业重组对于促进国有资本配置优化具有重要意义。本文基于深化国企改革的政策协同视角，系统地考察了中央企业重组对国有资本配置效率的影响及作用机制。研究发现，中央企业重组能够长期性地改善国有资本效益，并且这一结果在不同重组方式下存在差异。机制检验表明，中央企业重组是通过降低成本、提高效率而非垄断市场来提高国有资本效益的。进一步检验表明，深化国企改革，尤其是国有企业分类改革和改组组建国有资本投资、运营公司试点能够对中央企业重组起到政策协同效应。最后，中央企业重组还能够通过退市清算、产权转让等形式促使国有资本淘汰落后产能、化解过剩产能，同时布局重要行业并聚焦主业。综上表明，中央企业重组能够提升国有资本配置效率，并与深化国企改革实现政策协同效应。

本文的研究结论为新时期深入推进国企改革提供了有益的政策启示。首先，以国有企业重组整合为抓手牵动整个国企改革向纵深推进。在深化国企改革“1+N”政策体系的指引下，国有企业结构调整与重组改革、功能界定和分类改革、“管资本”为主的国有资产管理体制改革、混合所有制改革、现代企业制度改革、坚持党的领导加强党的建设改革等等都是整个国企改革的全局性工程中的“四梁八柱”，因此，在深化国企改革进程中，需要发挥各项改革政策的协同性。例如，以国有企业重组整合为抓手，立足国有资本的战略定位和发展目标，调整国有资本布局 and 结构以更好地实现国有企业的

功能定位和分类；通过并购重组改建或者新建国有资本投资、运营公司，将分散于众多行业、各个企业的国有资产产权归为国有资本投资、运营公司持有，进而实现各项改革的政策协同效应。

其次，国有企业重组整合注重构建有效竞争的市场结构。本文的研究表明，中央企业重组虽然通过降低成本和提高效率的方式提升了国有资本效益，但同时加剧了垄断性行业国有企业的市场集中度，因此，在国有企业重组整合中，需要结合不同行业特点将国有企业中可竞争性的业务和自然垄断性的业务实现有效的分拆，可竞争性的业务可以由商业一类国有企业按照公平竞争的市场化原则投资运营，而自然垄断性的业务可以由商业二类或公益类国有企业投资运营，并且在业绩考核中引入社会评价，还可以进一步考虑在交易、流通等环节引入适度竞争机制，提升市场化程度，进而增进社会福利。

最后，国有企业重组整合注重探索可复制、可借鉴的经验做法。国有企业重组不是目的，重组后双方或多方在战略、组织、业务、管理制度、人力资源以及企业文化等诸多方面的整合面临着挑战，为此，需要在已有的重组整合先例中及时总结经验教训，探索可复制、可借鉴的经验做法为后来者所用。例如，以中国北车集团和中国南车集团重组为代表的产业链横向联合模式、以三家通信企业共同出资成立中国铁塔股份有限公司为代表的共享竞合模式等都是国有企业重组整合的样板模式，而破产清算、产权转让、资产重组、无偿划转、股权合作、战略联盟等又是调整国有资本布局结构的常用形式。由此，实现国有资本的做强做优做大，促进国家重大战略实现和国民经济高质量发展。

参考文献

- 白重恩、路江涌、陶志刚，2006：《国有企业改制效果的实证研究》，《经济研究》第8期。
- 曹春方、张超，2020：《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》，《管理世界》第9期。
- 陈仕华、卢昌崇，2014：《国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗？》，《管理世界》第5期。
- 杜创，2020：《声誉、竞争与企业的边界——兼论高质量发展背景下的国有企业重组》，《经济研究》第8期。
- 方军雄，2008：《政府干预、所有权性质与企业并购》，《管理世界》第9期。
- 郝阳、龔六堂，2017：《国有、民营混合参股与公司绩效改进》，《经济研究》第3期。
- 胡一帆、宋敏、郑红亮，2006：《所有制结构改革对中国企业绩效的影响》，《中国社会科学》第4期。

褚剑：政策协同视角下的中央企业重组与国有资本配置效率

- 黄群慧, 2018: 《“新国企”是怎样炼成的——中国国有企业改革 40 年回顾》, 《China Economist》第 1 期。
- 黄群慧, 2020: 《国有经济布局优化和结构调整的三个原则》, 《经济研究》第 1 期。
- 黄群慧、余菁, 2013: 《新时期的新思路: 国有企业分类改革与治理》, 《中国工业经济》第 11 期。
- 李文贵、余明桂、钟慧洁, 2017: 《央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效》, 《管理世界》第 8 期。
- 刘纪鹏、刘彪、胡历芳, 2020: 《中国国资改革: 困惑、误区与创新模式》, 《管理世界》第 1 期。
- 逯东、黄丹、杨丹, 2019: 《国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率》, 《管理世界》第 6 期。
- 骆家骢、崔永梅、陈雯、李霞, 2017: 《并购财务困境企业整合路径研究——以国机并购二重为例》, 《会计研究》第 7 期。
- 潘红波、夏新平、余明桂, 2008: 《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》, 《经济研究》第 4 期。
- 潘红波、余明桂, 2011: 《支持之手、掠夺之手与异地并购》, 《经济研究》第 9 期。
- 齐平、贾帅令、陈旭, 2018: 《重组类型会影响央企重组资源整合效率吗? ——对横向、纵向和混合重组的比较研究》, 《当代经济研究》第 8 期。
- 戚聿东, 2015: 《央企重组有悖于改革方向》, 《董事会》第 6 期。
- 戚聿东、张任之, 2016: 《国有企业合并重组提高了企业绩效吗? ——以电信业为例》, 《经济管理》第 12 期。
- 王红领、李稻葵、雷鼎鸣, 2001: 《政府为什么会放弃国有企业的产权》, 《经济研究》第 8 期。
- 席鹏辉、梁若冰、谢贞发、苏国灿, 2017: 《财政压力、产能过剩与供给侧改革》, 《经济研究》第 9 期。
- 夏立军、陈信元, 2007: 《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》, 《经济研究》第 7 期。
- 杨记军、逯东、杨丹, 2010: 《国有企业的政府控制权转让研究》, 《经济研究》第 2 期。
- 张伟、于良春, 2019: 《创新驱动发展战略下的国有企业改革路径选择研究》, 《经济研究》第 10 期。
- 周小春、李善民, 2008: 《并购价值创造的影响因素研究》, 《管理世界》第 5 期。
- Bai, C., J. Lu, and Z. Tao, 2006, “The Multitask Theory of State Enterprise Reform: Empirical Evidence from China”, *American Economic Review*, 96 (2): 353 - 357.
- Coase, R. H., 1937, “The Nature of the Firm”, *Economica*, 4 (16): 386 - 405.
- Goldberg, L. G., 1973, “The Effect of Conglomerate Mergers on Competition”, *Journal of Law and Economics*, 16 (1): 137 - 158.
- Hart, O., J. Tirole, D. W. Carlton, and O. E. Williamson, 1990, “Vertical Integration and Market Foreclosure”, *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, 205 - 286.
- Haspeslagh, P. C., and D. B. Jemison, 1991, *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*, New York: The Free Press.
- Huang, Z., L. Li, G. Ma, and L. C. Xu, 2017, “Hayek, Local Information, and Commanding Heights: Decentralizing State-Owned Enterprises in China”, *American Economic Review*, 107 (8): 2455 - 2478.
- Hubbard, R. G., and D. Palia, 1999, “A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View”, *Journal of Finance*, 54 (3): 1131 - 1152.
- Klein, B., R. G. Crawford, and A. A. Alchian, 1978, “Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process”, *Journal of Law and Economics*, 21 (2): 297 - 326.
- Lafontaine, F., and M. Slade, 2007, “Vertical Integration and Firm Boundaries: The Evidence”, *Journal of Economic Literature*, 45 (3): 629 - 685.
- Lewellen, W. G., 1971, “A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger”, *Journal of Finance*, 26 (2): 521 - 537.
- Matsusaka, J. G., 1993, “Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave”, *RAND Journal of Economics*, 24 (3): 357 - 379.

(责任编辑: 张雨潇)

THE RESTRUCTURING OF CENTRAL STATE-OWNED ENTERPRISES AND THE ALLOCATIVE EFFICIENCY OF STATE-OWNED CAPITAL FROM THE PERSPECTIVE OF POLICY SYNERGY

CHU Jian

(School of Business, Nanjing University)

Abstract: Based on the perspective of policy synergy of deepening the reform of SOEs, this paper systematically investigates the impact and mechanism of the restructuring of central SOEs on the allocative efficiency of state-owned capital. It is found that the restructuring of central SOEs can improve the performance of state-owned capital, which lasts for a long time. And this result also depends on the restructuring methods. The mechanism tests indicate that the restructuring of central SOEs improves the performance of state-owned capital by reducing costs and improving efficiency rather than intensifying market monopoly. Further tests indicate that deepening the reform of SOEs, especially the classified reform of SOEs and the pilot of establishing state-owned capital investment and operation companies, can have a policy synergistic effect on the restructuring of central SOEs. Finally, the restructuring of central SOEs can also promote state-owned capital to eliminate backward and excess production capacity and devote resources to important industries and core businesses through liquidation by delisting and transfer of property rights. This paper responds promptly to the important concerns about the effectiveness and necessity of the restructuring of SOEs, especially central SOEs. Meanwhile, it provides useful enlightenments for further promoting the reform of SOEs.

Key words: restructuring of central SOEs; reform of SOEs; allocative efficiency of state-owned capital; policy synergy