

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2023.10.003

# 国企改革、国有资本布局优化与价值创造<sup>①</sup>

——基于中央企业并购重组的经验证据

张晨宇<sup>1</sup>, 毛新述<sup>1\*</sup>, 毛聚<sup>2</sup>

(1. 北京工商大学商学院, 北京 100048; 2. 中国人民大学商学院, 北京 100872)

**摘要:** 国有资本布局优化调整是国有资本高质量发展的关键, 但鲜有研究关注其成效。本研究以中央企业并购重组为场景, 从微观层面考察国有资本布局优化的价值创造效应。研究发现, 国有资本布局优化有助于提高国有资本效率, 表现为价值创造效应, 但这一效应仅存在于十八届三中全会全面深化国企改革之后, 表明微观层面国有资本的布局优化策略从以降数量为主向新时期国有资本质量提升转变。进一步研究发现, 相对于特定功能类和公共服务类国有资本, 这一效应在商业类国有资本中更显著, 而且中央企业通过专业化整合、控股合并实现国有资本价值创造的效应更明显。这一效应的作用路径是国有资本布局优化减少了国有资本同质化竞争和非效率投资, 使国有资本聚焦核心主业、形成资源合力。本研究为理解国企改革成效提供了新视角, 研究结论对于国资监管部门深化推进微观层面国有资本战略性重组实现国有经济“五力”目标具有重要的实践指导价值。

**关键词:** 国企改革; 国有资本布局优化; 价值创造; 并购重组; 中央企业

**中图分类号:** F275; F276.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2023)10-0036-20

## 0 引言

作为国民经济的重要支柱, 国有资本在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据主导地位, 但其布局却备受争议。据国务院国有资产监督管理委员会(简称“国务院国资委”)统计, 在398个国民经济行业中, 国有企业涉足行业高达380余个, 布局呈现战线长、行业散、分布宽、“大而全、小而全”的局面, 导致国有资本缺乏核心竞争力。为持续发挥国有资本在国民经济中的主导作用, 推动国有经济高质量发展, 以并购重组推进国有资本在微观企业层面布局优化调整成为新一轮全面深化国企改革的重要内容。随着国企改革三年行动方案的实施和《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》的出台, 实践层面如何优化调整国有资本布局成为新发展阶段国资国企改革

面临的重大现实问题, 亟待从学术层面给予理论指导。

党的十八大以来, 国企改革内容在宏观层面主要聚焦国有资本布局如何优化调整, 以服务国家宏观战略; 微观层面则聚焦如何建立独立市场主体的现代公司治理制度, 以做强做优做大国有资本<sup>[1]</sup>。然而, 现有研究主要围绕现代公司治理机制<sup>[2]</sup>、国资监管体制改革<sup>[3]</sup>、国有资本经营预算<sup>[4]</sup>等考察微观层面国企改革的相关成效, 对于宏观层面国有资本布局优化调整的探讨甚少。已有文献仅从定性视角对布局现状、决定因素、顶层设计等展开讨论<sup>[5-7]</sup>, 鲜有研究考察国有资本布局优化调整的成效。事实上, 作为新一轮全面深化国企改革的重要方向, 国有资本布局优化调整成效的研究至关重要, 不仅有助于打开宏观层面国

① 收稿日期: 2021-08-10; 修订日期: 2022-07-16。

基金项目: 国家社会科学基金资助项目(22ZDA044)。

通讯作者: 毛新述(1979—), 男, 湖南娄底人, 博士, 教授, 博士生导师。Email: maoxinshu@163.com

企改革成效的“黑箱”,而且对国资监管部门在新发展阶段优化调整国有资本布局方向和推动国有资本高质量发展具有重要的实践指导价值。基于此,本研究从价值创造视角探讨国有资本布局优化调整的成效,以期丰富相关研究成果。

中央企业(简称“央企”)并购重组为本研究考察上述问题提供了最佳场景<sup>②</sup>。自国务院国资委成立以来,以并购重组推进国有资本布局优化调整是国务院国资委在央企层面优化存量国有资本布局的最主要方式。而且,央企并购重组成效显著,通过对并购重组场景的观测与研究,有助于观察微观企业层面国有资本布局数量的优化与动态调整效果。

以并购重组推进企业层面的国有资本布局优化调整是否有助于国有资本高质量发展?已有研究表明,并购重组能否创造价值主要取决于事前的并购动因和事后的资源整合<sup>[8,9]</sup>。基于中国情景的研究证实,双重代理框架下地方政府的政治锦标赛竞争和体制因素下的价值转移与再分配形成了基于政治动机的拉郎配式无效并购<sup>[10,11]</sup>,使并购重组并未呈现“1+1>2”的增值效应。由于以国务院国资委主导的央企并购重组活动并非完全是市场竞争和政治动机主导的结果,对于这类以优化国有资本布局为导向的特殊并购重组活动是否与以往并购重组有所不同?

基于此,本研究试图回答:1)以央企并购重组推动的国有资本布局优化是否以及如何影响国有资本价值创造?这一价值创造效应是否与国企改革的时间历程相关?2)国有资本布局优化的价值创造效应是否因央企并购重组特征不同而存在差异?3)国有资本布局优化影响国有资本价值创造的具体路径是什么?

本研究的贡献主要体现在:1)从微观层面提供了国有资本布局优化调整成效的经验证据。已有研究主要关注国企改革在产权制度、现代公司制度建立、国资监管体制等微观层面的改革成效,对国有资本布局优化调整成效则较少关注。本研究基于央企并购重组提供的独特场景,考察国有资本在微观企业层面布局优化调整的改革成效,为理解国资国企改革提供了新视角;2)丰富了国

有资本高质量发展的微观驱动因素研究。本研究基于新阶段国有经济高质量发展的现实需求背景,探究国有资本布局优化视角下微观企业并购重组对国有资本价值创造的影响,丰富了国有资本效率提升的动因研究,有助于增进理解微观企业如何助力国有资本高质量发展;3)为理解并购重组提供了基于中国情景的增量证据。并购重组是公司财务领域研究的热点话题,但已有研究主要围绕基于市场化竞争机制的并购重组展开讨论,对于以国有资本布局优化调整为目的政府主导型并购重组活动类型关注较少。本研究探讨这一特殊并购重组类型并提供了价值创造的正向证据,拓展了并购重组相关研究内容;4)为实践层面国资监管部门深化推进国有资本布局优化调整提供了理论指导和政策启示。作为新阶段国有资本高质量发展的重要驱动力,国有资本布局优化事关国有经济“五力”发展目标。本研究结论对于国资监管部门在新阶段推动微观层面国有企业战略性重组与专业化整合具有重要的实践指导价值,同时对于增强国有经济“五力”目标具有重要的政策启示意义。

## 1 制度背景、理论分析与研究假设

### 1.1 制度背景

改革开放以来,国企改革先后经历了放权让利(1978年—1992年)、现代公司制度建立(1993年—2002年)、国资监管体制改革(2003年—2013年)、全面深化分类改革(2014年至今)四个阶段<sup>[12]</sup>。关于国企改革的内容则主要集中在宏观层面的国有经济布局优化调整和微观层面的现代公司治理制度改革<sup>[1]</sup>。本研究主要梳理国有经济布局优化调整相关制度背景。

作为国企改革重要内容之一的国有经济布局优化调整始于党的十五大,首次提出了从战略上调整国有经济布局的改革目标,强调“要从战略上调整国有经济布局,通过资产重组和结构调整,以加强重点,提高国有资产的整体质量”。1999年,党的十五届四中全会指出国有经济布局存在分布过

② 考虑到国有资本布局优化调整由国务院国资委主导,本研究聚焦于国务院国资委履行出资人职责的央企。

宽问题,并提出战略性改组调整国有经济布局以提高国有经济整体素质的新思路,这是中央首次对国有经济布局调整思路进行原则性规定。为解决国有资产监督管理中的“九龙治水”局面,2003年3月,中央正式建立起以国务院国资委为监管主体的国资监管体制以统筹国资监管,标志着以并购重组推进国有经济布局优化调整的开始。2006年12月,国务院国资委发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见的通知》并指出“加快国有大型企业的调整和重组,促进企业资源优化配置,确保国有资产保值增值”,为微观层面国有经济布局优化调整提供了具体实施路径,成为国有企业布局优化和重组调整的重要指南。

2013年11月,党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,提出以管资本为主的国资监管新思路,明确国有经济布局调整的方向应以服务国家战略为目标,以管资本为核心的国资监管新体制正式开启新一轮国企改革。优化国有资本布局成为全面深化改革的重要内容之一。然而,在新一轮国企改革过程中,国有企业统一监管的弊端逐渐显现。由于不同国有企业功能定位差异较大,按照统一监管思路和考核体系不利于激发国有资本的活力和竞争力。2015年8月,中央对此提出国企分类改革和监管新思路,根据《关于深化国有企业改革的指导意见》,国有资本布局优化将以市场为导向,按照国企分类原则推进。党的十九大和十九届四中全会进一步强调战略性重组对于优化国有资本的重要性,国有资本布局优化调整成为增强国有资本核心竞争力的重要路径。2020年6月,中央深改委审议通过《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》,抓重点、补短板、强弱项,推进国有经济布局优化和结构调整将是未来三年国企改革的重要任务。2020年11月,中央深改委审议通过《关于新时代推进国有经济布局优化和结构调整的意见》并强调:要坚持问题导向,调整存量结构,优化增量投向,更好把国有企业做强做优做大。2021年3月,《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》提出“建立布局结构调整长效机制,动态发布国有经济布局优化和结构调整指引”。国有经济布局优化和结构调整成为新发展阶段国有

资本高质量发展的重要驱动力,增强国有经济“五力”目标的重要举措。

针对央企在国民经济中的产业布局、层级分布等问题,2016年7月,国务院办公厅发布《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》,指出央企应以国有资本布局优化为导向,通过结构调整与专业化重组,推动国有资本优化配置,提升央企发展质量和效益,以服务国家战略目标。截止2019年12月底,经过调整与重组,国务院国资委直接监管的央企从2003年196家减少至96家。其中,国资监管体制改革期间减少79家;全面深化分类改革期间减少21家。

通过上述国有资本布局优化相关政策文件梳理可知,国有资本布局优化调整的首要目的是实现国有资本保值增值(“经济目标”),增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力(“五力”),做强做优做大国有资本。因而,基于国有资本布局优化调整的目的,本研究主要从价值创造视角考察国有资本布局优化调整的改革成效。

然而,国有企业除承担经济目标外,还承担着政治目标、社会目标,尤其对于以军工、煤炭、航运、电信、电网电力、民航、石油石化等行业为主的国有企业而言,这种职责更甚。因而,本研究在后续分析时结合国有企业功能定位,将央企划分为以市场化目标为主的商业类国有企业,以满足特定功能类及公共服务类为主的战略类国有企业。对于前者,其目标主要以经济目标为主;对于后者,其目标主要是承担稳定社会经济发展,关乎国家战略和国民经济安全,以政治目标和社会目标为主。

## 1.2 文献梳理与回顾

纵观改革开放以来国企改革历程,核心目标是建立现代公司治理机制,提升国有资本核心竞争力。学术界分别从产权制度改革、现代公司制度改革、国资监管体制改革等视角考察了近年来开展的国企改革成效。

在产权制度改革方面,相关研究主要围绕国企民营化改革、混合所有制改革探讨国有企业让渡部分或全部控制权(产权)后的改革成效。在“抓大放小”的国企改革背景下,国企民营化成为摆脱困境的重要方式,现有文献分别从经济绩

效<sup>[13]</sup>和生产效率<sup>[14]</sup>两个方面回应了国企民营化的效果。随着全面深化国企改革的推进,混合所有制改革成为优化国有资本配置的重要路径,相关研究主要探究国有和非国有股权比例对于实现企业绩效或效率最大化的最佳持股模式<sup>[15,16]</sup>。

在现代公司制度改革方面,现有文献主要围绕国企去行政化改革、薪酬制度、股权激励、董事会制度建设等探讨如何对国有企业建立现代公司治理机制。长期以来,国企行政化属性与市场化制度相悖,相关研究也证实了国企行政化属性所产生的负面效应<sup>[17-20]</sup>,去行政化改革成为新一轮国企改革的重要逻辑起点<sup>[1]</sup>。此外,除围绕薪酬制度如何激励国有企业高管和员工开展研究外,沈红波等<sup>[21]</sup>基于员工持股制度改革证实了员工持股计划在国有企业中的激励效应,高瑜彬等<sup>[22]</sup>、毛新述等<sup>[23]</sup>、李文贵等<sup>[2]</sup>证实了央企董事会试点改革的积极影响。基于中国公司治理情景中独特的党组织治理属性,部分学者证实了党组织治理在公司治理实践中的重要作用和影响<sup>[24]</sup>。

在国资监管体制改革方面,已有研究主要围绕国资监管体制改革考察如何建立现代国资监管体系提高国有资本效率。刘灿雷等<sup>[25]</sup>以国务院国资委成立作为外生冲击回应了国资监管体制改革对国有企业效率的影响。基于以管资本为核心的国资监管新体制要求,学者们认为应推进三层次国资管理体系建设,以实现国资委由国有企业监管向国有资本监管的转变<sup>[3]</sup>。

尽管国有资本布局优化调整这一改革内容已推进二十余年,但相对于微观层面国企改革的丰硕成果,国有资本布局优化调整的研究则相对匮乏。现有文献主要从定性视角探讨布局现状<sup>[5]</sup>、决定因素<sup>[6]</sup>和顶层设计思路<sup>[7]</sup>等,尚缺乏关于布局优化调整改革成效的经验研究。基于此,本研究基于央企并购重组数据,考察国有资本布局优化调整的改革成效,以期拓展该领域的研究成果,为进一步推进国有资本布局优化调整提供实践指导。

### 1.3 理论分析与研究假设

作为公司外延式扩张的重要方式,并购重组是企业基于价值最大化目标实现并购双方关键资源整合的一种战略性活动<sup>[26,27]</sup>。同时,并购重组是经济转型升级背景下企业实现业务转型和产业

结构调整的重要路径,对于优化资源配置和经济高质量增长具有至关重要的作用<sup>[26-28]</sup>。

并购重组能否创造价值主要取决于事前的并购动因和事后的资源整合<sup>[8,9]</sup>。对于前者,现有研究主要基于协同效应假说和代理动机假说给予解释。协同效应理论认为,并购重组通过完善产业价值链,有助于企业获取稀缺资源、降低交易成本、增强市场竞争力,实现资源协同效应<sup>[29-31]</sup>,这一效应是并购重组价值创造的重要驱动因素<sup>[32,33]</sup>。代理动机假说则认为,政治锦标赛竞争体制下政府驱动企业通过并购重组实现规模的快速扩张或资源的转移成为其实施并购重组的首要目标<sup>[10,11]</sup>,导致拉郎配式无效率并购。事前的并购动因对并购重组价值创造的驱动需要事后资源的有效整合来提供保障<sup>[34]</sup>。由于并购重组是一项复杂的系统工程,事后并购双方关键性资源能否有效整合以及整合程度直接决定了并购重组后的价值创造<sup>[35,36]</sup>。

与其他并购重组活动所不同的是,央企间的并购重组是国务院国资委以优化调整国有资本布局为目标的行为结果,具有价值创造效应。一方面,国务院国资委对央企实施并购重组主要基于国家战略和产业布局,以“资产同质、经营同类、产业关联”为原则,通过央企间的并购重组以完善产业价值链和专业化资源整合,避免同类国有资本在多个企业间分布产生恶性竞争和重复投资问题,有助于提高国有资本的核心竞争力和投资效率。另一方面,并购重组后的资源整合是影响价值创造的关键。以国有资本布局优化为目标的央企并购重组是国务院国资委主导的结果,兼具战略性和强制性的双重属性。而且,央企在并购重组前后统一由国务院国资委履行出资人职责和直接监管,其高管也由中组部或国务院国资委直接任免和管理<sup>[18,19]</sup>,这一完全由国务院国资委主导的行政属性特征有助于并购重组的推进和事后的资源整合。同时,国务院国资委对央企并购重组后的资源整合建立了综合评价体系和专项督查制度,为国有资本价值创造提供了保障机制。因而,央企并购重组的事前战略动因和事后资源整合保障机制有助于国有资本实现高质量发展。基于此,本研究提出如下假设:

假设 1 以央企并购重组推动国有资本布局

优化可以提高国有资本价值创造。

纵观国企改革历程,国有资本布局优化调整经历了不同阶段,由此衍生的一个重要话题是国有资本布局优化的价值创造效应是否因其改革历程不同而存在差异。自十五大报告提出从战略上调整国有经济布局的改革目标以来,作为国企改革重要内容之一的国有资本布局优化调整已历时二十余年。根据国企改革目标任务,央企层面的并购重组分为两个阶段:以国务院国资委成立为起点,以减少直接监管央企数量为主的减量阶段(2003年—2013年);以十八届三中全会为新一轮国企改革起点,以管资本为主的国有资本质量提升阶段(2014年至今)。

在2003年国务院国资委成立以前,央企数量众多、业务同质化严重、产业分布过宽,国有资产管理呈现“九龙治水”的局面。为破解央企监管难题,国务院国资委应运而生,成为统一履行央企出资人职责的国资监管机构。针对央企业务分布同质化和功能分割等问题,国务院国资委于2004年出台《关于中央企业国有经济布局和结构调整若干重大问题的思考》,对央企重组提出“五个优化”“四个集中”指导思想,这一阶段央企层面的并购重组整合呈现以减数量为主的减量现象。除对前期分拆的央企完善业务链外,按照主业特征和规模分类推进央企间的合并重组与资源整合,形成了大型企业兼并重组、中型企业联合整合、小型企业淘汰的整合思路与模式。经过重组调整与优化整合,以国务院国资委为监管主体的央企数量从2003年的196家减少至2013年的117家。

尽管此阶段国务院国资委主导的央企并购重组减少了直接监管的央企数量,但央企“大而全、小而全”的局面并未改善,业务同质化问题导致央企在同行业内的恶性竞争现象仍普遍存在。以中国中车为例,合并前的南车、北车业务重合度高、产品同质化严重,使两者在技术引进、产品研发等方面的资源重复浪费,并在海外市场形成恶性竞争。而且,央企产业分布过散带来的重复投资和产能过剩问题成为制约国有资本高质量发展的重要障碍。因此,以质量为导向推动央企层面的并购重组成为优化国有资本布局和提高国有资本效

率的关键。2013年11月,党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,提出以管资本为主的国资监管新思路,明确了国有经济布局调整的方向应以服务国家战略为目标。相对于前期对央企以减法为主的整合思路,新一轮国企改革更加注重央企并购重组的整合质量。同时,央企由前期的清理无效投资、剥离非主营业务向聚焦主业、做强主业转变。根据《关于深化国有企业改革的指导意见》,国有资本布局优化将以市场为导向,按照国企分类原则推进,以增强国有资本的核心竞争力。在新一轮全面深化国企改革的背景下,央企并购重组由先前的以减数量为主向新时期以质量为先进行转变。

基于此,本研究认为国有资本布局优化的价值创造效应与国企改革历程有关。2003年—2013年央企并购重组处于以减数量为主的重量轻质阶段,忽略了国有资本布局优化的实质。十八届三中全会以来,在全面深化改革和国有资本高质量增长的现实需求驱动下,国务院国资委按照“加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”的并购重组新思路,根据国有资本功能定位,对央企并购重组实行一企一策、因企施策的战略性重组和专业化整合模式<sup>[12]</sup>。同时,国务院国资委在此时期出台《中央企业整合工作评价实施方案》并开展专项整合督查,以加强对央企并购重组的事后监管,防止“并而不合”。这为新时期国有资本布局优化的价值创造效应提供了事前和事后保障。因而,国有资本布局优化的价值创造效应在新一轮国企改革实施后更显著。基于此,本研究提出如下假设:

假设2 国有资本布局优化的价值创造效应在十八届三中全会全面深化国企改革之后更显著。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择与数据来源

自国务院国资委成立以来,通过并购重组与整合,国务院国资委直接监管的央企由2003年的196家,减少至2019年的96家。表1报告了2003年—2019年央企并购重组样本分布情况。由表1可

知, 2003 年—2019 年央企发生并购重组 100 起, 时间上呈现先降后升的趋势。其中, 国务院国资委成立初期, 央企并购重组频率较高, 主要是因为国务院国资委在初期直接监管的央企数量较多, 但部分央企规模小、竞争力弱, 通过并购重组整合将这部分央企退出国务院国资委直接监管序列, 有助于完善产业链。十八届三中全会以来, 以管资本为主的国资监管新思路推进了央

企的并购重组进度。在央企并购重组样本中, 特定功能类和公共服务类(统称“战略类”)国有资本重组为 24 起, 一般竞争性行业为主的商业类国有资本重组 76 起<sup>③</sup>; 以强化规模效应优化资源配置为主的专业化整合重组 28 起, 以完善上下游产业价值链实现协同效应的多元化整合重组 72 起; 通过控股合并方式实现并购重组 85 起, 新设合并方式并购重组为 15 起。

表 1 2003 年—2019 年央企并购重组样本分布

Table 1 Sample distribution of M&amp;As from 2003 to 2019 in CSOEs

年度	并购重组样本	功能定位		布局类型		布局方式	
		战略类	商业类	专业化整合	多元化整合	控股合并	新设合并
2003	10	2	8	2	8	9	1
2004	9	1	8	3	6	7	2
2005	9	2	7	2	7	8	1
2006	9	2	7	2	7	8	1
2007	8	2	6	2	6	8	0
2008	9	5	4	3	6	7	2
2009	11	2	9	1	10	11	0
2010	8	1	7	3	5	7	1
2011	5	1	4	1	4	3	2
2012	1	0	1	0	1	1	0
2013	3	0	3	1	2	3	0
2014	1	0	1	1	0	1	0
2015	6	3	3	3	3	3	3
2016	5	0	5	3	2	5	0
2017	3	1	2	0	3	2	1
2018	1	1	0	0	1	1	0
2019	2	1	1	1	1	1	1
合计	100	24	76	28	72	85	15

对于样本期间发生多起并购重组的央企, 考虑到价值创造的时间效应, 本研究要求同一家央企连续 2 次并购时间间隔不少于 4 年。以中国五矿为例, 在 2003 年—2019 年间共发生 3 次并购重组, 分别为 2004 年 9 月 18 日控股合并邯邢冶金矿山管理局, 2009 年 10 月 26 日控股合并长沙

矿冶研究院、鲁中冶金矿业集团公司, 2015 年 12 月 8 日控股合并中国冶金科工集团有限公司, 这 3 次并购重组时间间隔均满足超过 4 年的时间要求, 可以保证每次并购前后均有两年数据观测价值创造效应。若同一家央企连续 2 次并购重组时间间隔不满足前述 4 年的要求, 表明国有资本

<sup>③</sup> 参考《关于进一步提高中央企业国有资本收益收取比例的通知》(财企[2014]59 号), 本研究将第三类企业界定为商业类央企, 其余类别界定为战略类央企。少量未在财企[2014]59 号名录中的企业, 通过对名录内企业进行类比来判断。显然, 战略类央企间的并购重组为战略类国有资本重组, 商业类央企间的并购重组为商业类国有资本重组, 战略类央企与商业类央企间的并购重组则根据布局方式判断, 控股合并以主并购方所处类别为主, 新设合并则通过对名录内企业进行类比来判断。财企[2014]59 号文件见 [http://www.gov.cn/xinwen/2014-05/06/content\\_2673061.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2014-05/06/content_2673061.htm)。

持续布局优化,本研究则以最后一次并购重组事件作为研究对象<sup>④</sup>。在稳健性测试中,对于发生多起并购重组的央企,均以最后一次并购重组事件作为研究对象重新检验。

本研究以全部央企作为研究对象,央企并购重组数据来源于国务院国资委网站“央企变更”板块,所涉及到的央企集团数据主要通过以下方式收集:1)历年中国国有资产监督管理委员会披露的央企主要经济指标;2)由于监管部门要求公开发行业务的公司需要披露财务报表,央企集团其他财务数据通过中诚信(财新)数据库、同花顺数据库、CNRDS数据库整理。基于数据可获得性,本研究在剔除相关数据缺失的基础上,最终观测样本为2003年—2018年的893个(央企年度)观测值。在893个样本中,涉及55个并购事件,79家央企。在此基础上,本研究进一步基于控股上市公司层面数据考察以央企并购重组为路径的国有资本布局优化对国有资本价值创造的影响。央企控股上市公司数据来自Wind数据库,财务数据来源于CSMAR数据库,注册地GDP数据来源于历年国家统计局的《中国统计年鉴》。为减少误差,对于连续变量在上下1%水平上进行Winsorize处理。

## 2.2 变量定义与模型设定

为检验前述研究假设,本研究构建多期DID模型(1):

$$ROA = \alpha + \beta SOCD + Control + YearFE + FirmFE + \varepsilon \quad (1)$$

其中ROA为被解释变量,衡量国有资本价值创造变量。由于国有企业在就业、安全、社会稳定等方面承担着政策性负担,政府出于父爱偏好在国有企业经营过程中会给予税收优惠和财政补贴,在一定程度上可能存在非经营性因素对企业正常经营业绩的影响。为避免这一因素的干扰,本研究计算剔除非经常性损益调整后的ROA。在此基础

上,考虑到行业因素影响,采用经行业/年度均值调整的ROA作为国有资本价值创造的代理变量<sup>⑤</sup>。

SOCD为解释变量,衡量国有资本布局优化的时间变量。根据《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》(国办发〔2006〕97号)、《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(国办发〔2016〕56号),并购重组是优化国有资本布局的重要路径。本研究以央企是否并购重组构建国有资本布局优化调整的替代变量。具体而言,以央企并购重组作为国有资本布局优化的时间点,观测国有资本布局优化调整前后微观企业层面价值创造的变化,将发生并购重组的央企作为国有资本布局优化组(处理组,Treat sample),所有未发生并购重组的央企作为非国有资本布局优化组(控制组,Control sample)。关于国有资本布局优化变量(SOCD),选择并购事件发生年(T年)作为国有资本布局优化时间点,如果在此事件年度央企进行并购重组整合,SOCD在并购重组后续年份取值为1,其他年份取值为0,其他未发生并购重组整合的央企对应赋值为0。本研究预期,国有资本布局优化变量SOCD的回归系数 $\beta$ 显著为正。

同时,本研究结合国企改革历程考察国有资本布局优化的政策效应,十八届三中全会提出了新一轮国企改革的新思路,强化以管资本为主的国资监管体制建设,本研究以十八届三中全会时间点作为新一轮国企改革的分界线,对比新一轮国企改革实施前(2003年—2013年)和实施后(2014年—2018年),国有资本布局优化的价值创造效应差异。

本研究控制如下相关控制变量:1)公司财务特征变量:公司规模Size,为公司总资产的自然对数;公司财务杠杆Lev,为公司总负债与总资产的比值;公司年龄Age,为公司自成立以来的时间,

<sup>④</sup> 样本期间连续2次并购时间间隔不少于4年的央企为9家(11起),平均时间间隔为6年,对于这类样本各取并购前后两年作为观测区间,其他年份视为非观测区间,对应取值为0。连续2次并购时间间隔未满足4年的央企为16家(26起),平均时间间隔为1年,对于这类样本以最后一次并购事件作为观测窗口。

<sup>⑤</sup> 本研究央企集团层面行业按工业、商业、公用事业、房地产业、金融、综合等六大类划分,央企控股上市公司层面按照证监会公布的行业分类标准划分。

加 1 取对数处理; 公司成长性  $Growth$ , 为期末总资产的增长率,  $Growth = (\text{期末总资产} - \text{期初总资产}) / \text{期初总资产}$ ; 固定资产比例  $PPE$ , 为固定资产与总资产的比值; 自由现金流  $CF$ , 为公司经营活动净现金流与总资产的比值; 2) 注册地特征变量:  $GDP$  增长率, 为(本年度  $GDP$  - 上年度  $GDP$ ) / 上年度  $GDP$  的比值; 3) 公司治理特征变量: 大股东持股比例  $TOP_1$ , 为第一大股东持股与总股本比值; 高管薪酬  $Pay$ , 为高管薪酬的自然对数; 高管持股  $M\_Share$ , 若董监高持有上市公司股份, 则  $M\_Share$  取值为 1, 否则为 0. 同时, 在模型中控制年份固定效应和公司个体固定效应.

### 3 实证结果与分析

#### 3.1 描述性统计分析

表 2 报告了央企集团层面主要变量描述性统计结果. 由表 2 可知, 经行业调整后的  $ROA$  均值为 0.001, 中位数为 -0.001, 但不同央企的价值

创造能力存在显著差异, 最小值为 -0.093, 最大值为 0.086. 样本中, 央企集团并购重组的事后均值为 0.234; 央企集团规模均值为 25.485, 负债率为 66.2%, 成立时间为 2.795, 资产增速为 19.3%, 自由现金流占总资产的比例为 4.6%, 央企集团注册地的  $GDP$  增速为 13.3%<sup>⑥</sup>.

在此基础上, 本研究进行单变量差异性检验. 在全样本中, 国有资本布局优化前, 价值创造变量  $ROA$  均值为 0.000; 国有资本布局优化后, 价值创造变量  $ROA$  均值为 0.002, 但两者的差异并未通过显著性检验. 本研究按照国企改革历程将样本分为两个时间段, 在十八届三中全会新一轮国企改革实施之后, 国有资本布局优化后的价值创造变量  $ROA$  均值为 0.002, 显著高于优化前的价值创造变量  $ROA$  (均值为 -0.001), 并在 10% 水平上通过显著性检验. 在十八届三中全会新一轮国企改革实施之前, 两类样本无显著差异, 初步支持本研究研究假设 2. 未报告的央企控股上市公司层面主要变量描述性统计与央企集团层面结果基本一致.

表 2 主要变量描述性统计

Table 2 Descriptive statistics of main variables

(a) 描述性统计								
变量	样本数	均值	最小值	P25	P50	P75	最大值	标准差
$ROA$	893	0.001	-0.093	-0.013	-0.001	0.013	0.086	0.026
$SOCD$	893	0.234	0	0	0	0	1	0.424
$Size$	893	25.485	22.097	24.495	25.583	26.485	28.694	1.406
$Lev$	893	0.662	0.279	0.572	0.676	0.773	0.939	0.148
$Age$	893	2.795	0.693	2.485	2.890	3.258	4.143	0.615
$Growth$	893	0.193	-0.157	0.073	0.150	0.264	1.147	0.201
$CF$	893	0.046	-0.119	0.015	0.042	0.076	0.198	0.053
$GDP$	893	0.133	0.051	0.093	0.129	0.161	0.230	0.045
(b) 单变量差异性检验								
变量	$SOCD = 1$		$SOCD = 0$		$T$ -value			
	样本数	均值	样本数	均值				
$ROA$ (2003 年—2017 年) <sup>⑦</sup>	209	0.002	684	0.000	0.95			
$ROA$ (2003 年—2013 年)	128	0.003	560	0.001	0.88			
$ROA$ (2014 年—2017 年)	81	0.002	124	-0.001	1.72*			

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

⑥ 限于数据可获得性, 部分控制变量在集团层面分析时未包含, 将在控股上市公司层面分析时予以体现.

⑦ 央企集团层面的数据截止至 2017 年, 样本期间为 2003 年—2017 年.



### 3.2 实证结果分析

表 3 报告了国有资本布局优化与价值创造的回归结果。由表 3 第(1)列可知,国有资本布局优化变量 *SOCD* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 正相关,但未通过显著性检验,这与本研究前述预期不符,表明国有资本布局优化与国有资本价值创造的关系并非如假设 1 分析的直接相关,可能与国企改革历程有关,因而有必要进一步结合国企改革时间特征分析两者的关系。

本研究以十八届三中全会召开时间作为新一轮国企改革的分界线,对比新一轮国企改革实施前(2003 年—2013 年)和实施后(2014 年—2017 年)国有资本布局优化的价值创造效应差异。由表 3 第(2)和表 3 第(3)列可知,在新一轮国企改革实施前(2003 年—2013 年),国有资本布局优化变量 *SOCD* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 负相关,但未通过显著性检验。而在新一轮国企改革实施后(2014 年—2017 年),国有资本布局优化变量 *SOCD* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 显著正相关,并在 10% 水平上通过显著性检验( $\beta = 0.007$ ,  $T = 1.84$ )。这说明,国有资本布局优化的价值创

造效应主要体现在新一轮国企改革实施后,在新一轮国企改革实施前国有资本布局优化并未实现价值创造效应。主要是因为,国务院国资委在成立初期直接监管的央企数量较多,2003 年—2013 年采取的主要是以减数量为主的国有资本布局优化策略,并未结合央企的实际情况分类实施国有资本优化调整,导致国务院国资委直接监管的央企数量减少但质量并未提升。党的十八届三中全会提出了新一轮国企改革的新思路,强调对国有资本按照功能定位实施分类监管,强化建立以管资本为主的国资监管新体制,自 2014 年以来实施的央企并购重组更加注重专业化整合和核心主业优势,使央企聚焦主业和专业化运营,提高了国有资本的价值创造能力。因而,国有资本布局优化的价值创造效应在新一轮国企改革实施后更显著。基于央企控股上市公司数据得到类似结论。

上述检验结果表明,国资监管部门对国有资本的布局优化思路由量向质转变,从改革初期的重数量、重规模到新时期重质量、重效益,使国有资本布局优化的价值创造效应存在显著的时间特征,研究结论支持假设 2。

表 3 国有资本布局优化与价值创造

Table 3 Optimization of state-owned capital distribution and value creation

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	基于集团层面的分析			基于控股上市公司层面的分析		
	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后
	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>
<i>SOCD</i>	0.001 (0.69)	-0.002 (-0.58)	0.007* (1.84)	0.004 (1.03)	-0.002 (-0.44)	0.016** (2.30)
<i>Size</i>	-0.001 (-1.58)	-0.001 (-1.27)	-0.001 (-0.75)	0.009*** (3.20)	0.016*** (4.23)	0.005 (0.87)
<i>Lev</i>	0.024*** (2.98)	0.022** (2.08)	0.034** (2.18)	-0.166*** (-14.26)	-0.211*** (-12.45)	-0.160*** (-6.63)
<i>Age</i>	-0.003 (-1.64)	-0.003 (-1.53)	-0.000 (-0.06)	-0.001 (-0.32)	0.001 (0.11)	-0.018 (-1.36)
<i>Growth</i>	0.003 (0.43)	0.006 (0.58)	-0.000 (-0.03)	0.024*** (9.73)	0.027*** (8.94)	0.016*** (4.62)
<i>CF</i>	0.068*** (2.71)	0.083*** (2.65)	0.011 (0.19)	0.179*** (9.50)	0.179*** (8.59)	0.122*** (3.73)
<i>GDP</i>	-0.194** (-2.23)	-0.176* (-1.98)	-0.211 (-1.59)	0.099*** (3.10)	0.055 (1.49)	0.129** (2.23)
<i>PPE</i>				-0.042*** (-3.20)	-0.031** (-2.13)	-0.100*** (-2.67)

续表 3  
Table 3 Continues

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	基于集团层面的分析			基于控股上市公司层面的分析		
	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
$TOP_1$				-0.013 (-0.79)	-0.035* (-1.65)	0.002 (0.09)
$Pay$				0.020*** (8.16)	0.019*** (6.14)	0.016*** (3.13)
$M\_Share$				-0.003 (-1.06)	-0.005 (-1.30)	0.002 (0.43)
常数项	0.046** (2.11)	0.054* (1.94)	0.021 (0.46)	-0.327*** (-4.72)	-0.458*** (-5.40)	-0.250 (-1.64)
$YearFE$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$FirmFE$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$N$	893	688	205	5 066	3 293	1 773
$Adj\_R^2$	0.252	0.309	0.485	0.626	0.693	0.656

注: \*\*、\*、\* 表示在 1%、5%、10% 的水平上显著,并在公司层面聚类调整,下同。

### 3.3 稳健性检验

为保证本研究结论的稳健性,进行如下稳健性测试<sup>⑧</sup>:

第一,平行趋势检验。为观测处理组和控制组在国有资本布局优化前的业绩变化趋势是否一致,参考 Beck 等<sup>[37]</sup>、陈克兢等<sup>[38]</sup>、孙亮等<sup>[39]</sup>,本研究以央企集团并购前后 5 年为观测窗口,设置时间哑元变量, $T-5$  至  $T-1$  依次代表并购重组前 5 年至并购重组前 1 年; $T+1$  至  $T+5$  依次代表并购重组后 1 年至并购重组后 5 年; $T_0$  代表并购重组当年。未报告的结果显示,并购重组前的时间变量回归系数在 0 附近,而在并购重组后,时间变量回归系数呈现逐年递增趋势,表明并购重组前处理组和控制组满足平行趋势假设要求。

第二,安慰剂检验。本研究前述结论可能来自某些不可观测的随机因素的影响。参考 Li 等<sup>[40]</sup>、陈克兢等<sup>[37]</sup>、孙亮等<sup>[38]</sup>,通过构造安慰剂检验,以判断国有资本布局优化的价值创造效应是否由未观察到的随机因素影响。具体而言,采用随机抽取实验随机生成处理组并重复进行 1 000 次,在此基础上,统计 1 000 次回归的国有资本布局优化  $T$  值并绘制核密度图。未报告的结果显示,绝大部

分回归的  $T$  值小于真实回归  $T$  值,且服从正态分布,符合安慰剂检验预期,说明本研究所观测的结果并非随机事件,可排除其他随机因素对本研究结果的干扰。

第三,PSM 匹配检验。为避免实施国有资本布局优化的央企与非国有资本布局优化央企两类公司特征差异对本研究结论的影响,采用 PSM 对并购重组的央企与非并购重组央企按照公司规模、财务杠杆、成长性等指标进行 1:1 匹配,以控制公司特征差异的影响,在此基础上采用匹配样本进行前述检验。未报告的结果显示,国有资本布局优化变量  $SOCD$  与国有资本价值创造变量  $ROA$  的正相关关系仅在新一轮国企改革实施后显著,这一结论与前述发现一致。

第四,更换被解释变量—价值创造的其他测度。本研究分别采用国有资本保值增值率、EVA、经行业/年度均值调整后的  $ROE$  作为价值创造的替代变量,未报告的结果显示,改变被解释变量测度并不影响文章研究结论。此外,考虑到本研究行业划分采用工业、商业、公用事业、房地产业、金融、综合等大类指标,为避免这一划分标准对剔除行业因素测度价值创造指标产生的偏差,本研究

⑧ 限于篇幅,未报告稳健性测试的回归结果,留存备索。

进一步采用原始 *ROA* 作为价值创造的度量指标, 结果仍成立, 表明本研究结论不受行业分类的影响。

第五, 更换解释变量 - 国有资本布局优化的其他测度。本研究在前述处理发生多起并购重组样本时要求连续 2 次并购时间间隔不少于 4 年, 事实上, 同一家央企在连续并购重组的情形下, 表明国有资本处于动态的持续布局优化中, 前期可能并未实现最优的布局。基于此, 本研究将样本期间最后一次并购重组时间作为布局优化时点, 并采用前述模型回归分析。未报告的结果显示, 国有资本布局优化变量 *SOCD* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 的正相关关系仅在新一轮国企改革实施后显著, 与前述发现一致。

第六, 更换样本。由于并购重组交易完成后的布局优化是一项系统的复杂整合过程, 难以在短期内实现价值创造效应, 前述平行趋势检验也证实价值创造效应在并购后第 3 年开始显现。基于此, 本研究采用并购重组满 3 年的样本为研究对象, 考察国有资本的价值创造效应。未报告的结果显示, 国有资本布局优化变量 *SOCD* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 的正相关关系在新一轮国企改革实施后更显著, 与前述发现一致。

### 3.4 进一步讨论与分析

前述分析发现, 国有资本布局优化的价值创造效应仅在新一轮国企改革实施后显著。本部分将结合央企并购重组特征对此展开进一步的讨论与分析, 以此探讨国有资本布局优化的价值创造效应差异。

#### 3.4.1 基于国有资本功能定位的分析: 战略类国有资本和商业类国有资本

如前所述, 按照国有资本功能定位, 国有企业分为战略类和商业类国有资本, 对于战略类国有资本而言, 更多地处于稳定社会经济发展的关键领域<sup>[12]</sup>, 对国家战略和国民经济发展至关重要, 这类战略性行业的国有资本布局优化更多地是基于政治目的的战略性重组和调整, 而非战略性行业的国有资本布局优化更多地是基于市场因素的经济动机。基于此, 本研究对比基于战略性的国有资本布局优化与基于市场化的国有资本布局优化这两类国有资本布局优化的价值创造效应差异。

本研究在前述基础上引入变量 *SOCD\_ST* 和

*SOCD\_MK*, *SOCD\_ST* 代表央企并购重组是否为战略类国有资本重组, 若为特定功能类和公共服务类央企重组, 则 *SOCD\_ST* 取值为 1, 否则为 0。 *SOCD\_MK* 代表央企并购重组是否为商业类国有资本重组, 若为商业类央企重组, 则 *SOCD\_MK* 取值为 1, 否则为 0。采用模型 (1) 进行检验, 并用 *SOCD\_ST* 和 *SOCD\_MK* 代替变量 *SOCD*。

由表 4 第 (1) 列可知, 战略类国有资本布局优化变量 *SOCD\_ST* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 正相关, 但未通过显著性检验; 商业类国有资本布局优化变量 *SOCD\_MK* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 显著正相关, 并在 1% 水平上通过显著性检验 ( $\beta = 0.100$ ,  $T = 2.78$ )。上述检验结果表明, 相对于战略类国有资本, 商业类国有资本布局优化更有助于发挥价值创造效应。

#### 3.4.2 基于国有资本布局类型的分析: 专业化整合和多元化整合

按照并购重组双方所处行业是否相同, 国有资本布局优化分为专业化整合和多元化整合。根据协同效应理论, 相对于多元化整合, 专业化整合有助于实现资源协同效应<sup>[9]</sup>。而且, 基于专业化整合的并购双方熟悉所处行业状况和未来行业发展趋势, 有助于减少事后的整合风险与成本<sup>[41]</sup>。而多元化整合涉及的行业领域复杂, 管理层需要花费更多的时间和成本推进后期整合, 增加了整合难度和风险。因而, 本研究预期相对于多元化整合, 专业化整合更有助于发挥国有资本的价值创造效应。

基于此, 引入变量 *SOCD\_SP* 和 *SOCD\_DI*, *SOCD\_SP* 代表央企并购重组是否为专业化整合, 若为专业化整合, 则 *SOCD\_SP* 取值为 1, 否则为 0。 *SOCD\_DI* 代表央企并购重组是否为多元化整合, 若为多元化整合, 则 *SOCD\_DI* 取值为 1, 否则为 0。采用模型 (1) 进行检验, 并用 *SOCD\_SP* 和 *SOCD\_DI* 代替变量 *SOCD*。

由表 4 第 (2) 列可知, 国有资本专业化整合变量 *SOCD\_SP* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 显著正相关, 并在 1% 水平上通过显著性检验 ( $\beta = 0.117$ ,  $T = 3.60$ ); 国有资本多元化整合变量 *SOCD\_DI* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 正相关, 但未通过显著性检验。上述检验结果表明, 国有资本专业化整合更有助于发挥价值创造效应。

表 4 基于并购重组特征的异质性检验

Table 4 Heterogeneity tests based on M&amp;As characteristics

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	基于集团层面的分析			基于控股上市公司层面的分析		
	功能定位	布局类型	布局方式	功能定位	布局类型	布局方式
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
SOCD_ST	0.066			-0.001		
	(1.43)			(-0.03)		
SOCD_MK	0.100 ***			0.020 ***		
	(2.78)			(2.72)		
SOCD_SP		0.117 ***			0.017 ***	
		(3.60)			(2.64)	
SOCD_DI		0.046			0.001	
		(1.28)			(0.08)	
SOCD_NE			0.002			-0.002
			(0.42)			(-0.41)
SOCD_CT			0.008 **			0.021 ***
			(2.10)			(2.83)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YearFE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FirmFE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	205	205	205	1 773	1 773	1 773
Adj_R <sup>2</sup>	0.481	0.511	0.481	0.771	0.770	0.771

### 3.4.3 基于国有资本布局方式的分析: 控股合并和新设合并

央企并购重组优化国有资本布局的方式主要有控股合并和新设合并两种类型。在控股合并下, 并购双方属于母子公司控股关系, 有利于主并方调动资源推进双方整合。对于新设合并而言, 双方的同等地位增加了并购重组后的资源协调和整合难度。因而, 本研究预期相对于新设合并, 控股合并更有助于发挥国有资本的价值创造效应。

基于此, 引入变量 *SOCD\_NE* 和 *SOCD\_CT*, *SOCD\_NE* 代表央企并购重组是否为新设合并, 若为新设合并, 则 *SOCD\_NE* 取值为 1, 否则为 0。 *SOCD\_CT* 代表央企并购重组是否为控股合并, 若为控股合并, 则 *SOCD\_CT* 取值为 1, 否则为 0。本研究采用模型 (1) 进行检验, 并用 *SOCD\_NE* 和 *SOCD\_CT* 代替变量 *SOCD*。

由表 4 第 (3) 列可知, 国有资本布局优化新设合并变量 *SOCD\_NE* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 正相关, 但未通过显著性检验; 国有资本布局优化控股合并变量 *SOCD\_CT* 与国有资本价值创造变量 *ROA* 显著正相关, 并在 5% 水平上通过

显著性检验 ( $\beta = 0.008, T = 2.10$ )。上述检验结果表明, 基于控股合并的国有资本布局优化更有助于发挥价值创造效应。

在此基础上, 本研究采用控股上市公司层面数据进一步考察央企并购重组特征对国有资本布局优化的价值创造效应差异, 研究结论与基于集团层面的分析结果一致。

### 3.4.4 基于控股上市公司视角的分析

前述主要围绕央企并购重组特征展开分析, 鉴于央企控股上市公司在行业特征、资源获取等方面存在一定差异, 央企集团层面的资源整合能否为控股上市公司层面的国有资本带来价值增值效应可能存在异质性, 本部分将结合控股上市公司行业优势、资源获取能力展开进一步的讨论与分析, 以期从控股上市公司视角探讨国有资本布局优化的价值创造效应差异。

首先, 本研究考察央企控股上市公司所处行业是否与国有资本布局优化的优势产业一致。央企并购重组后的资源整合是决定国有资本价值创造的关键。若控股上市公司行业与国有资本布局优化的优势产业一致, 在事后资源整合时有助于

优势产业与上市公司资源的整合,实现国有资本的价值创造效应.由表 5 第(1)列可知,国有资本布局优化的优势产业变量  $SOCD\_Same$  与国有资本价值创造变量  $ROA$  显著正相关,并在 5% 水平上通过显著性检验( $\beta = 0.015$ ,  $T = 2.48$ ); 国有资

本布局优化的非优势产业变量  $SOCD\_Nsame$  与国有资本价值创造变量  $ROA$  负相关,但未通过显著性检验.这一结果表明,上市公司所属行业与国有资本布局优化的优势产业一致有助于实现国有资本的价值创造效应.

表 5 基于控股上市公司视角的分析

Table 5 Analysis based on the perspective of listed firms

变量	(1)	(2)
	是否体现布局优化产业	董事长/总经理是否来自集团
	$ROA$	$ROA$
$SOCD\_Same$	0.015** (2.48)	
$SOCD\_Nsame$	-0.003 (-0.34)	
$SOCD\_Come$		0.019** (2.29)
$SOCD\_Ncome$		0.004 (0.54)
控制变量	Yes	Yes
$YearFE$	Yes	Yes
$FirmFE$	Yes	Yes
$N$	1 773	1 773
$Adj\_R^2$	0.461	0.461

本研究进一步分析央企控股上市公司董事长或总经理是否在集团层面担任央企高管.一般而言,若控股上市公司董事长或总经理同时担任集团高管,则有助于控股上市公司获得更多的集团资源支持.而且,在推进国有资本布局优化后的资源整合时便于实现资源的协同效应,有助于发挥控股上市公司的国有资本价值创造功能.本研究按照央企控股上市公司董事长或总经理是否担任集团高管将样本划分两类,以检验国有资本布局优化的价值创造效应差异.由表 5 第(2)列可知,在董事长/总经理担任集团高管的样本中,国有资本布局优化变量  $SOCD\_Come$  与国有资本价值创造变量  $ROA$  显著正相关,并在 5% 水平上通过显著性检验( $\beta = 0.019$ ,  $T = 2.29$ ).在董事长/总经理非来自集团高管的样本中,国有资本布局优化变量  $SOCD\_Ncome$  与国有资本价值创造变量  $ROA$  正相关,但未通过显著性检验.这一结果表明,控股上市公司董事长/总经理担任集团高管有助于

推动国有资本布局优化的资源整合,实现国有资本的价值创造功能.

#### 4 作用路径分析

前述研究发现,以央企并购重组推进的国有资本布局优化有助于实现国有资本的价值创造.本部分将进一步分析国有资本布局优化影响国有资本价值创造的作用路径.由于国有资本布局优化的目的在于通过资源整合减少国有资本间的无序竞争,使国有资本聚焦核心主业和优势产业.因而,从产业布局视角看,国有资本布局优化以聚焦核心主业为目标,皆在减少产业布局范围,突出核心主业优势;从投资视角看,国有资本布局优化减少国有资本间的无序竞争,避免资源的重复投资和布局,有助于提高投资效率;从资源整合视角看,国有资本布局优化可以实现资源的有效整合,形成资源合力,有助于实现价值创造.基于此,本

研究从产业布局、投资效率、资源整合三个视角对这一影响机理展开分析<sup>⑨</sup>。

#### 4.1 基于产业布局视角分析

以国务院国资委为监管主体的国资管理体制建立以来,央企通过重组整合调整逐步退出产能过剩行业、产业链低端产业,国有资本更加集中于核心主业和优势产业。因而,国有资本布局优化的直接体现是央企的产业布局更集中。为检验央企产业布局是否在国有资本布局优化调整后更集中,本研究从央企分布的产业数量和行业竞争地

位来考察。这一逻辑思路是,央企并购重组有助于整合资源,使央企专注于核心主业和优势领域,减少无效或低端产业分布,有助于提升行业竞争地位。因而,国有资本布局优化使央企表现为产业布局数量减少或不变、行业竞争地位提升。基于此,本研究以控股上市公司的产业数目变量 *Num* 衡量产业布局, *Num* 值越大,表明企业产业分布越广,布局越分散。同时,本研究以控股上市公司的行业销售收入占比 *Sale* 衡量国有资本竞争, *Sale* 值越大,表明行业销售收入占比越高,行业竞争力越强。

表 6 国有资本布局优化与央企产业布局

Table 6 Optimization of state-owned capital distribution and industrial layout of CSOEs

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产业数量			行业竞争力		
	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后
	<i>Num</i>	<i>Num</i>	<i>Num</i>	<i>Sale</i>	<i>Sale</i>	<i>Sale</i>
<i>SOCD</i>	-0.034*	-0.021	-0.040*	0.001	-0.001	0.001**
	(-1.83)	(-0.63)	(-1.75)	(0.35)	(-0.84)	(1.97)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4 140	2 505	1 635	5 066	3 293	1 032
<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.243	0.339	0.532	0.922	0.934	0.984

表 6 报告了国有资本布局优化对央企产业分布影响的回归结果。由表 6 第(1)列可知,在全样本中,国有资本布局优化变量 *SOCD* 与央企产业数目变量 *Num* 显著负相关,并在 10% 水平上通过显著性检验 ( $\beta = -0.034$ ,  $T = -1.83$ ),说明并购重组后央企产业数目减少,实现了布局优化。本研究进一步按照新一轮国企改革实施时间将样本分为新一轮国企改革实施前和实施后两类样本,由表 6 第(2)列和表 6 第(3)列可知,国有资本布局优化变量 *SOCD* 与央企产业数目变量 *Num* 显著的负相关关系仅在新一轮国企改革实施后存在 ( $\beta = -0.040$ ,  $T = -1.75$ )。由表 6 第(4)列至表 6 第(6)列可知,国有资本布局优化变量 *SOCD* 与央企行业竞争力变量 *Sale* 的显著正相关关系仅在新一轮国企改革实施后存在,并在 5% 水平上通过显著性检验 ( $\beta = 0.001$ ,  $T = 1.97$ ),两者的关系在新一轮国企改革

实施前并不显著。这与前述研究发现一致,主要原因是,十八届三中全会开启的新一轮国企改革强化了以管资本为主的国资监管思路,更加注重央企的专业化整合和核心主业优势,避免了央企无效的产业数量扩张,从而表现为产业布局更集中,有助于减少国有资本间的无序竞争,增强国有资本的核心竞争力。

#### 4.2 基于投资效率视角分析

国有资本同质化布局使央企在同行业内形成恶性竞争,为争夺有限的资源,央企集团普遍追求投资规模,导致重复投资问题。国有资本布局优化通过资源整合减少国有资本间的无序竞争,避免资源的重复投资和布局,有助于提高投资效率,帮助企业实现价值创造。基于此,本研究从投资视角考察国有资本布局优化作用价值创造的机制。具体而言,本研究采用 Richardson<sup>[42]</sup> 模型计算公司投资效率

<sup>⑨</sup> 需要说明的是有关产业布局、国有资本竞争力、资源整合等衡量指标在央企集团层面难以获得公开数据,基于数据可获得性的考虑,本部分主要基于控股上市公司层面数据展开分析。

$$\begin{aligned}
 Invest_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \\
 & \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \\
 & \beta_6 Return_{i,t-1} + \beta_7 Invest_{i,t-1} + \\
 & YearFE + IndustryFE + \varepsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

其中  $Invest$  为公司投资水平,  $Invest = (\text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他单位支付的现金净额} - \text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额} - \text{处置子公司及其他单位收到的现金净额}) / \text{总资产}$

产;  $Growth$  为销售收入增长率,  $Size$  为公司规模, 为总资产的自然对数;  $Lev$  为资产负债率, 为公司负债总额/总资产;  $Cash$  为公司现金持有水平, 为现金及现金等价物, 并用公司总资产标准化处理;  $Age$  为上市年限, 公司自上市以来的时间, 加 1 取对数处理;  $Return$  为超额回报率. 此外, 在模型中控制行业和年份固定效应. 模型 (2) 回归残差的绝对值  $INV$  代表公司投资效率, 该值越大, 表示公司投资效率越低(非效率投资越大).

表 7 国有资本布局优化与央企投资效率

Table 7 Optimization of state-owned capital distribution and investment efficiency of CSOEs

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	投资效率			投资不足			过度投资		
	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后
	$INV$	$INV$	$INV$	$INV$	$INV$	$INV$	$INV$	$INV$	$INV$
$SOCD$	-0.005 (-1.50)	-0.003 (-0.71)	-0.017** (-2.00)	-0.003 (-0.39)	-0.006 (-0.63)	-0.026 (-0.72)	-0.003 (-1.36)	-0.002 (-0.71)	-0.010* (-1.69)
控制变量	(0.60)	(2.34)	(-1.18)	(-0.11)	(0.60)	(-0.03)	(0.52)	(1.13)	(-1.40)
$YearFE$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$FirmFE$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$N$	4 667	2 995	1 672	1 610	1 088	522	3 057	1 907	1 150
$Adj\_R^2$	0.345	0.357	0.521	0.573	0.594	0.796	0.273	0.346	0.432

表 7 报告了国有资本布局优化对央企投资效率影响的回归结果. 由表 7 第 (1) 列至表 7 第 (3) 列可知, 国有资本布局优化变量  $SOCD$  与投资效率变量  $INV$  的显著负相关关系仅在新一轮国企改革实施后存在, 并在 5% 水平上通过显著性检验 ( $\beta = -0.017, T = -2.00$ ), 说明以国有资本布局优化为目的并购重组有助于减少国有资本间的无序竞争, 减少央企非效率投资, 提高效率投资.

在此基础上, 本研究进一步考察国有资本布局优化对何种投资(过度投资 vs. 投资不足)产生影响. 按照残差是否大于 0, 分为过度投资组、投资不足组. 若残差大于 0, 代表企业过度投资 ( $OverINV$ ), 该值越大, 过度投资越严重; 残差小于 0, 代表企业投资不足 ( $UnderINV$ ), 采用绝对值处理, 该值越大, 投资不足越严重. 由表 7 第 (4) 列至表 7 第 (9) 列可知, 国有资本布局优化可以有效抑制央企过度投资, 主要是因为国有资本布局优化减少了央企间的无序竞争, 使央企为争夺有限资源而进行的重复投资减少, 一定程度抑制过度投资.

#### 4.3 基于资源整合视角分析

并购重组是一项复杂的系统工程, 能否实现“1+1>2”的价值创造目标除事前的并购动因外还取决于事后的资源整合. 为检验国有资本布局优化调整是否有助于央企资源整合, 本研究主要选择以下两个指标: 第一, 基于央企破产风险视角来考察. 这一设计的思路是, 国有资本布局优化有助于央企资源整合, 形成资源合力, 那么企业的破产风险在并购重组后将有所降低<sup>[43]</sup>. 因而, 并购重组后的破产风险降低意味着国有资本布局优化有助于资源整合. 基于此, 本研究构建破产风险变量  $Z$  衡量资源整合能力<sup>[44]</sup>,  $Z$  值越大, 表明破产风险越低, 资源整合能力越强. 第二, 基于央企内部资本配置效率视角考察. 并购整合包括财务、经营及管理整合, 其最重要的作用是优化资源配置, 并购后形成的有效内部市场有助于内部资本配置效率的提升, 最终推动企业可持续发展. 因此, 参考李秉祥等<sup>[45]</sup>, 采用内部资本配置效率作为整合效应的替代指标, 通过计算央企集团下属各上市公司现金流敏感系数  $CFS$  作为内部资本配置效

率的测度指标,该值越大,表示内部资本配置效率越高,资源整合能力越强。

表 8 报告了国有资本布局优化对央企整合风险影响的回归结果。由表 8 第(1)列至表 8 第(3)列可知,国有资本布局优化变量 *SOCD* 与央企整合风险变量 *Z* 的正相关关系在新一轮国企改革实施后显著存在,并在 10% 水平上通过显著性检验( $\beta=0.034$ ,  $T=1.91$ )。在新一轮国企改革实施前,两者呈现负相关关系,但未通过显著性检验。

表 8 国有资本布局优化与央企资源整合

Table 8 Optimization of state-owned capital distribution and resource integration of CSOEs

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	破产风险指数			内部资本配置效率		
	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后	全样本	新一轮改革前	新一轮改革后
	<i>Z</i>	<i>Z</i>	<i>Z</i>	<i>CFS</i>	<i>CFS</i>	<i>CFS</i>
<i>SOCD</i>	0.036 (1.27)	-0.015 (-0.38)	0.034* (1.91)	0.000** (2.45)	0.000 (1.39)	0.001** (2.38)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YearFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FirmFE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4 584	2 994	1 590	4 916	3 197	1 719
Adj_ <i>R</i> <sup>2</sup>	0.327	0.409	0.566	0.336	0.313	0.630

## 5 结束语

优化调整国有资本布局、建立现代化公司治理制度是国企改革的重要内容,但现有研究更多地关注国企改革在公司治理现代化制度方面的改革效果,忽略了对国有资本布局优化调整成效的关注。基于央企并购重组提供的场景,本研究从价值创造视角考察了国有资本在微观企业层面布局优化的改革成效。研究发现国有资本布局优化具有价值创造效应,但这一效应仅存在于十八届三中全会全面深化国企改革之后。同时,国有资本布局优化的价值创造效应具有异质性,相对于特定功能类和公共服务类国有资本,国有资本布局优化的价值创造效应在商业类国有资本中更为显著,且央企通过专业化整合、控股合并方式实现国有资本优化布局的价值创造效应更明显。基于控股上市公司层面的数据进一步证实,国有资本布局优化的优势产业与上市公司所在产业一致以及上市公司董事长或总经理担任集团高管有助于上市公司获取资源整合优势、实现协同效应,国有资

采用内部资本配置效率指标作为资源整合的测度变量也得到类似结论。这一结果表明,新一轮国企改革实施后,国有资本布局优化有助于央企形成资源合力,实现价值创造。

上述分析表明,国有资本布局优化通过产业布局调整,减少央企间的恶性竞争和重复投资,有助于增强国有资本的核心竞争力和投资效率,实现内部资源的有效整合,形成资源合力,从而实现国有资本的价值创造目标。

本的价值创造效应更显著。在此基础上,本研究发

发现这一效应的作用路径是国有资本布局优化有助于减少国有资本同质化竞争和非效率投资,使国有资本聚焦核心主业、形成资源合力。本研究从央企并购重组视角为理解国有资本布局优化改革成效提供了直观证据,丰富了现有国企改革研究文献。

本研究的政策启示是:第一,应坚持以效率为导向的国有资本并购重组策略,持续推进国有资本布局优化调整。与此同时,国有资本布局优化应重质轻量,避免以减数量为目的的无关多元化兼并重组,推进国有资本在专业化领域内整合,使国有资本聚焦核心主业和优势产业,增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力,以做强做优做大国有资本。第二,应坚持分类原则的国有资本并购重组策略。在国有资本战略性重组过程中,应根据功能定位和国有经济“五力”目标,分类实施差异化布局优化策略和考核机制。对于战略类国有资本并购重组更多地侧重于政治目标和社会目标;对于商业类国有资本并购重组则侧重于经济目标。此外,应加强非商业类、新设合



并方式国有资本的并购重组与监管,推进资源有效整合,形成资源合力。

本研究可能的局限性与未来展望:第一,国有资本布局优化涉及存量国有资本调整、增量国有资本布局,而且存量国有资本的调整主要有并购重组、关闭撤销、挂牌转让、破产清算等方式。本研究仅聚焦于并购重组视角下存量国有资本的调整,并未考虑其他形式的国有资本布局优化,可能实证观测到的国有资本布局优化效应存在估计偏差。未来应分析不同存量国有资本布局优化的效果差异,为存量国有资本改革提供依据。第二,国企的性质和使命决定了国企目标的多元化,包括政治目标、社会目标和经济目标。虽然国有资本布

局优化的首要目的是实现国有资本的价值创造效应(“经济目标”),但仅聚焦于经济目标可能并不全面。未来可进一步探究国有资本布局优化对其政治目标和社会目标的影响。第三,限于数据可得性,本研究仅考察央企并购重组,并未考虑央地并购重组以及地方国企并购重组。由于国有资本间的资源禀赋差异,不同类型(央企、地方国企、央地)国有资本并购重组成效是否存在差异,以及何种整合类型有助于提升国有资本效率有待进一步深入研究。此外,由于央企集团相关数据相对有限,基于集团层面的实证分析部分变量选取存在不足,且路径分析部分仅围绕上市公司层面展开,对作用路径的识别可能存在局限。

#### 参 考 文 献:

- [1] 戚聿东,张任之. 新时代国有企业改革如何再出发?——基于整体设计与路径协调的视角[J]. 管理世界, 2019, 35(3): 17-30.  
Qi Yudong, Zhang Renzhi. How to start the reform of state-owned enterprises in the new era: Based on the perspective of overall design and path coordination[J]. Journal of Management World, 2019, 35(3): 17-30. (in Chinese)
- [2] 李文贵,余明桂,钟慧洁. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J]. 管理世界, 2017, 33(8): 123-135 + 153.  
Li Wengui, Yu Minggui, Zhong Huijie. Board directors pilot of central state-owned enterprises, the agency cost and performance of state-owned listed enterprises[J]. Journal of Management World, 2017, 33(8): 123-135 + 153. (in Chinese)
- [3] 刘纪鹏,刘彪,胡历芳. 中国国资改革: 困惑、误区与创新模式[J]. 管理世界, 2020, 36(1): 60-68.  
Liu Jipeng, Liu Biao, Hu Lifang. China's state owned assets reform: Confusion, misunderstanding and innovative model[J]. Journal of Management World, 2020, 36(1): 60-68. (in Chinese)
- [4] 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, 24(4): 1-18.  
Zhang Xunchang, Liu Ye, Zhou Yinggang. Can “government-capital separation” improve investment efficiency in state-owned enterprises? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(4): 1-18. (in Chinese)
- [5] 张春霖. 国有经济布局调整的若干理论和政策问题[J]. 经济研究, 1999, 34(8): 3-13.  
Zhang Chunlin. Some theoretical and policy issues on the adjustment of state-owned economy[J]. Economic Research Journal, 1999, 34(8): 3-13. (in Chinese)
- [6] 郝书辰,蒋震. 国有资本产业分布的决定因素和变动趋势实证研究[J]. 中国工业经济, 2007, (7): 14-21.  
Hao Shuchen, Jiang Zhen. An empirical research on state industry distribution determining factors and varying trend[J]. China Industrial Economy, 2007, (7): 14-21. (in Chinese)
- [7] 黄群慧. 国有经济布局优化和结构调整的三个原则[J]. 经济研究, 2020, 55(1): 14-16.  
Huang Qunhui. Three principles of optimization and structural adjustment of state-owned economy[J]. Economic Research Journal, 2020, 55(1): 14-16. (in Chinese)
- [8] Jensen M C, Ruback R S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1-4): 5-50.
- [9] 李善民,陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 经济研究, 2002, 37(11): 27-35.  
Li Shanmin, Chen Yugang. The wealth effect of M&As of listed companies[J]. Economic Research Journal, 2002, 37(11): 27-35. (in Chinese)

- [10]方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 管理世界, 2008, 24(9): 118-123.  
Fang Junxiong. Government intervention, nature of ownership and M&As of companies[J]. Journal of Management World, 2008, 24(9): 118-123. (in Chinese)
- [11]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, 20(10): 1-16+56.  
Zheng Guojian, Cai Guilong, Ma Xinxiao. Government intervention, the dynamic structure of state-owned business groups, and efficiency of asset allocation in China[J]. Journal of Management Sciences in China, 2017, 20(10): 1-16+56. (in Chinese)
- [12]黄群慧, 余菁. 新时期的新思路: 国有企业分类改革与治理[J]. 中国工业经济, 2013, (11): 5-17.  
Huang Qunhui, Yu Jing. The reform and governance of state-owned economy based on classification method[J]. China Industrial Economy, 2013, (11): 5-17. (in Chinese)
- [13]Huang Z, Wang K. Ultimate privatization and change in firm performance: Evidence from China[J]. China Economic Review, 2011, 22(1): 121-132.
- [14]许召元, 张文魁. 国企改革对经济增速的提振效应研究[J]. 经济研究, 2015, 50(4): 122-135.  
Xu Zhaoyuan, Zhang Wenkui. State-owned enterprises reform's impact on economic growth[J]. Economic Research Journal, 2015, 50(4): 122-135. (in Chinese)
- [15]张伟, 于良春. 创新驱动发展战略下的国有企业改革路径选择研究[J]. 经济研究, 2019, 54(10): 74-88.  
Zhang Wei, Yu Liangchun. Path selection for state-owned enterprises reform under the innovation-driven development strategy[J]. Economic Research Journal, 2019, 54(10): 74-88. (in Chinese)
- [16]马新啸, 汤泰劫, 郑国坚. 非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献——基于混合所有制改革的视角[J]. 管理世界, 2021, 37(6): 128-141.  
Ma Xinxiao, Tang Taijie, Zheng Guojian. Non-state shareholders' governance, tax avoidance and tax contribution in state-owned enterprises: Based on the perspective of mixed ownership reform[J]. Journal of Management World, 2021, 37(6): 128-141. (in Chinese)
- [17]袁江天, 张维. 多任务委托代理模型下国企经理激励问题研究[J]. 管理科学学报, 2006, 9(3): 45-53.  
Yuan Jiangtian, Zhang Wei. Research on manager incentive in state-owned enterprises under multi task principal-agent model[J]. Journal of Management Sciences in China, 2006, 9(3): 45-53. (in Chinese)
- [18]郑志刚, 李东旭, 许荣, 等. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于 N 省 A 公司的案例研究[J]. 管理世界, 2012, 28(10): 146-156.  
Zheng Zhigang, Li Dongxu, Xu Rong, et al. The political promotion of the state-owned enterprises executives: A case study on a certain corporation of a certain province[J]. Journal of Management World, 2012, 28(10): 146-156. (in Chinese)
- [19]杨瑞龙, 王元, 聂辉华. “准官员”的晋升机制: 来自中国央企的证据[J]. 管理世界, 2013, 29(3): 23-33.  
Yang Ruilong, Wang Yuan, Nie Huihua. Promotion mechanism of “quasi officials”: Evidence from China's central state-owned enterprises[J]. Journal of Management World, 2013, 29(3): 23-33. (in Chinese)
- [20]Chen D, Kim J B, Li O Z, et al. China's closed pyramidal managerial labor market and the stock price crash risk[J]. The Accounting Review, 2018, 93(3): 105-131.
- [21]沈红波, 华凌昊, 许基集. 国有企业实施员工持股计划的经营绩效: 激励相容还是激励不足[J]. 管理世界, 2018, 34(11): 121-133.  
Shen Hongbo, Hua Linghao, Xu Jiji. Operating performance of SOEs implementing employee stock ownership plan: Incentive compatibility or insufficient incentive[J]. Journal of Management World, 2018, 34(11): 121-133. (in Chinese)
- [22]高瑜彬, 毛聚, 毛新述. 中央企业董事会试点与上市公司审计质量[J]. 审计研究, 2021, (4): 88-97.  
Gao Yubin, Mao Ju, Mao Xinsu. Board director pilot of central state-owned enterprises and audit quality of listed companies[J]. Auditing Research, 2021, (4): 88-97. (in Chinese)
- [23]毛新述, 翟慧君, 郑登津. 央企董事会建设与企业投资[J]. 会计研究, 2022, (2): 99-116.  
Mao Xinsu, Zhai Huijun, Zheng Dengjin. The pilot of the board of directors of central state-owned enterprises and corporate investment[J]. Accounting Research, 2022, (2): 99-116. (in Chinese)

- [24]柳学信,孔晓旭,王凯. 国有企业党组织治理与董事会异议——基于上市公司董事会决议投票的证据[J]. 管理世界, 2020, 36(5): 116–133.  
Liu Xuexin, Kong Xiaoxu, Wang Kai. Party organization governance and board dissent in state-owned enterprises: Evidence based on the voting of board resolutions of listed companies [J]. Journal of Management World, 2020, 36(5): 116–133. (in Chinese)
- [25]刘灿雷,王若兰,王永进. 国企监管模式改革的创新驱动效应[J]. 世界经济, 2020, 43(11): 102–126.  
Liu Canlei, Wang Ruolan, Wang Yongjin. Innovation-driven effects of the state-owned enterprises supervision system reform [J]. World Economy, 2020, 43(11): 102–126. (in Chinese)
- [26]Levine O. Acquiring growth [J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(2): 300–319.
- [27]Renneboog L, Vansteenkiste C. Failure and success in mergers and acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2019, 58: 650–699.
- [28]李善民,黄志宏,郭菁晶. 资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2020, 55(7): 41–57.  
Li Shanmin, Huang Zhihong, Guo Jingjing. Capital market pricing and corporate acquisitions: Evidence from Chinese A-share Firms [J]. Economic Research Journal, 2020, 55(7): 41–57. (in Chinese)
- [29]Rhodes-Kropf M, Robinson D T, Viswanathan S. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3): 561–603.
- [30]Bernile G, Lyandres E. The effects of horizontal merger operating efficiencies on rivals, customers, and suppliers [J]. Review of Finance, 2019, 23(1): 117–160.
- [31]Fich E M, Nguyen T. The value of CEOs' supply chain experience: Evidence from mergers and acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2020, 60: 101525.
- [32]Healy P M, Palepu K G, Ruback R S. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics, 1992, 31(2): 135–175.
- [33]刘运哲,黎志成. 企业重组中几个基本问题的探讨[J]. 管理科学学报, 1998, 1(3): 77–84.  
Liu Yunzhe, Li Zhicheng. Discussion on several basic problems in M&As [J]. Journal of Management Sciences in China, 1998, 1(3): 77–84. (in Chinese)
- [34]Haspeslagh P C, Jemison D B. Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal [J]. The Academy of Management Review, 1991, 18(2): 370–374.
- [35]Homburg C, Bucerius M. Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness [J]. Strategic Management Journal, 2006, 27(4): 347–367.
- [36]周小春,李善民. 并购价值创造的影响因素研究[J]. 管理世界, 2008, 24(5): 134–143.  
Zhou Xiaochun, Li Shanmin. Research on the influencing factors of M&A's value creation [J]. Journal of Management World, 2008, 24(5): 134–143. (in Chinese)
- [37]Beck T, R. Levine, Levkov A. Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States [J]. Journal of Finance, 2010, 65(5): 1637–1667.
- [38]陈克兢,康艳玲,闵霞,等. 高铁开通与股价同步性: 信息效应还是治理效应? [J]. 管理科学学报, 2021, 24(12): 1–17.  
Chen kejing, Kang Yanling, Min Xia et al. The introduction of high-speed rail and stock price synchronization: Information-content effect or governance effect? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(12): 1–17. (in Chinese)
- [39]孙亮,刘春,郑国坚,等. 软信息如何影响硬信息——高铁开通与财务报告稳健性[J]. 管理科学学报, 2021, 24(12): 18–44+91.  
Sun Liang, Liu Chun, Zheng Guojian, et al. The impact of soft information on hard information: Evidence from China's high-speed rail and financial reporting conservatism [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(12): 18–44+91. (in Chinese)
- [40]Li P, Y Lu, Wang J. Does flattening government improve economic performance? Evidence from China [J]. Journal of De-

velopment Economics , 2016 , 123: 18 – 37.

[41] 李善民, 朱滔, 陈玉罡, 等. 收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析 [J]. 经济研究, 2004, 39(6): 96 – 104.

Li Shanmin, Zhu Tao, Chen Yugang, et al. How does the match of acquiring firms and target firms affect their performance? [J]. Economic Research Journal, 2004, 39(6): 96 – 104. (in Chinese)

[42] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2–3): 159 – 189.

[43] 逯东, 黄丹, 杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率 [J]. 管理世界, 2019, 35(6): 119 – 141.

Lu Dong, Huang Dan, Yang Dan. The power of the board of directors of non-actual controllers of state-owned enterprises and the efficiency of M&A [J]. Journal of Management World, 2019, 35(6): 119 – 141. (in Chinese)

[44] Altman I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy [J]. Journal of Finance, 1968, 23(4): 589 – 609.

[45] 李秉祥, 简冠群, 李浩. 业绩补偿承诺、定增并购双价格偏离与整合效应 [J]. 管理评论, 2019, 31(4): 19 – 33.

Li Bingxiang, Jian Guanqun, Li Hao. Profit compensation commitment, double price deviation in private placement & acquisitions and integration effect [J]. Management Review, 2019, 31(4): 19 – 33. (in Chinese)

## SOEs reform, optimization of state-owned capital distribution and value creation: Evidence from M&As of Chinese central SOEs

ZHANG Chen-yu<sup>1</sup>, MAO Xin-shu<sup>1\*</sup>, MAO Ju<sup>2</sup>

1. Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China;

2. Business School, Renmin University of China, Beijing 100872, China

**Abstract:** This paper examines the effectiveness of the optimization and adjustment of state-owned capital layout from the perspective of value creation based on the M&As data for Chinese central state-owned enterprises (CSOEs). The results show that the optimization and adjustment of state-owned capital layout have the effect of value creation, which can improve the efficiency of state-owned capital, but this effect only exists after the reform of the Third Plenary Session of the 18th CPC Central Committee. Further research shows that the value creation effect of state-owned capital layout optimization is heterogeneous. Compared with the CSOEs of specific functional and public service, the value creation effect of state-owned capital layout optimization is more significant for the commercial CSOEs, and the value creation effect of CSOEs through professional integration and holding merger is more significant. The study also confirms that the optimization of state-owned capital layout reduces the inefficient competition among CSOEs, and achieves the advantage of resource integration. Overall, this paper provides a new perspective for understanding the optimization of state-owned capital distribution, which has important practical guiding value for SASAC to promote the strategic reorganization of state-owned capital at microcosmic level and achieve the goal of “five forces” of the state-owned economy.

**Key words:** state-owned enterprises reform; optimization of state-owned capital distribution; value creation; M&As; central state-owned enterprises