国有资本授权经营体制改革与企业纵向一体化*

——交易成本视角的实证检验

滕　飞[1,2]　吴楚仪[3]　辛　宇[4]

（1.中山大学马克思主义学院，广东　广州　510275；
2.广东省习近平新时代中国特色社会主义思想研究中心，广东　广州　510635；
3.广东财经大学国际商学院，广东　广州　528100；
4.中山大学管理学院，广东　广州　510275）

内容提要：组建国有资本投资、运营公司是深化国有资本授权经营体制改革的核心举措。本文考察两类公司改革对国有企业纵向一体化的影响。本文以2011—2020年中国A股非金融行业上市公司为样本，基于各层级、各地区的两类公司改革构建双重差分模型，研究发现，两类公司改革提高了国有企业的纵向一体化水平。这是降低内部协调成本和外部交易成本综合作用的结果，企业内部协调成本越高、外部交易成本越低，两类公司改革对企业纵向一体化的影响作用越强。异质性分析表明，对于进行纵向并购的企业、政府重点扶持的产业的企业和产业聚集度较高地区的企业，以及实际控制人的股权控制链条越短、资金实力越弱的企业，两类公司改革对国有企业纵向一体化的影响作用越强，且在不同定位、层级和设立方式的两类公司中存在一定差异。进一步研究发现，两类公司改革在提高国有企业纵向一体化水平基础上提高了国有企业的全要素生产率和经济增加值。本文为两类公司改革成效提供了经验证据，从纵向一体化的视角揭示了国有企业在产业发展中的作用，也为深化国资国企改革促进现代化产业体系发展提供了政策启示。

关键词：国有资本授权经营　国有企业纵向一体化　交易成本

中图分类号：F272　**文献标志码：**A　**文章编号：**1002—5766（2025）05—0087—21

一、引　言

国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是国民经济的重要支柱。党的十八大以来，国有企业改革以完善中国特色现代企业制度为主线，围绕“以管资本为主”的监管转型要求，逐步构建起国有资本投资和国有资本运营公司的改革框架。党的二十届三中全会提出“深化国有资本投资、运营公司改革”（简称“两类公司改革”），是破除国有企业条块分割、推动产业链纵向整合的关键路径。国有企业通过纵向一体化战略，调整其在产业链上的企业分工位置，整合上下游资源，提升产业协同效率，有助于发挥其产业控制和现代产业体系的支撑引领作用（郝鹏，

收稿日期：2024-05-05

* **基金项目：**研究阐释党的二十届三中全会精神国家社会科学基金重大专项“国有经济布局优化和结构调整的机制创新与实现路径研究”（24ZDA010）。

作者简介：滕飞，男（壮族），助理教授，特约研究员，硕士生导师，管理学博士，研究领域是国有企业改革，电子邮箱：tengf7@mail.sysu.edu.cn；吴楚仪，女，讲师，管理学博士，研究领域是公司财务与公司治理，电子邮箱：wuchy@gdufe.edu.cn 辛宇，男，教授，博士生导师，财务学博士，研究领域是公司治理与会计财务，电子邮箱：mnsxy@mail.sysu.edu.cn。通讯作者：辛宇。

2022)[1]。

面对复杂的国际形势和市场环境，纵向一体化战略成为企业规避不确定性的重要选择(袁淳等，2022)[2]。特别是在中国后发赶超和产业竞争过程中，需要发挥新型举国体制优势，充分发挥大企业在产业发展中的引领支持和组织协调作用，提升大企业特别是国有企业对产业链供应链的整合水平，带动专精特新中小企业发展，支持产业链上中下游、大中小企业融通创新(王晓红，2023)[3]。交易成本理论认为，企业的外部交易成本和内部协调成本影响了其对专业化和纵向一体化的调整选择(Williamson，1985)[4]。已有研究发现，两类公司改革有助于改善国有企业治理水平(张宁和才国伟，2021)[5]，优化资源配置效率(肖土盛和孙瑞琦，2021)[6]，提高国有企业的微观效率(陈艳利和姜艳峰，2021)[7]，这改变了国有企业的内外部交易成本，进而将影响国有企业的纵向一体化战略决策。

本文搜集整理了中央和各省份、设区市的两类公司改革政策，并以改革政策在不同地区的阶段性实施为准自然实验，基于2011—2020年A股非金融行业国有控股上市公司的样本，使用DID实证模型研究了两类公司改革对国有企业纵向一体化水平的影响效果和作用机制，并从产业特征、两类公司特征、股权控制层级和国有企业资金实力等方面进行了异质性分析，最后从全要素生产率和经济增加值两个方面进行了经济后果检验。

本文潜在的学术贡献体现在：一是拓展了两类公司改革经济后果的研究。已有研究发现，两类公司改革对完善国有企业公司治理(王曙光和王天雨，2017[8]；王曙光和杨敏，2018[9]；张宁和才国伟，2021[5]；卜君和孙光国，2021[10])和财务决策(陈艳利和姜艳峰，2021[7]；杨李娟和熊凌云，2023[11]；王雪等，2023[12]；杨兴全等，2022[13]；綦好东等，2022[14]；陈艳利和戚乃媛，2023[15]；王凯和王辰烨，2023[16]；梁上坤和姜艳峰，2024[17])具有积极作用，并最终提高了财务绩效和市场绩效(乔琳和綦好东，2023[18]；肖土盛和孙瑞琦，2021[6])。国有企业承担着促进产业发展的责任，本文研究两类公司改革对国有企业纵向一体化的影响作用，是对现有文献做出了重要补充。二是从企业纵向一体化视角揭示了国有企业在产业发展中的作用。国有企业在建设现代化产业体系中具有技术积累优势、资源比较优势、组织整合优势和产业竞争优势等(盛朝迅，2021)[19]，通过优化产业布局(陈金至等，2023)[20]、落实产业政策(黄群慧，2021)[21]、推动国产替代(王欣和付雨蒙，2023)[22]和稳定产业链(曾嶸和唐松，2023)[23]等多种方式服务于国家特定的产业发展目标。国有企业在现代产业体系构建中要发挥支撑引领作用(郝鹏，2022)[1]，本文探讨纵向一体化对国有企业的产业整合作用，是新时代国有资产管理体制改革的题中之义。三是丰富了政府行为对企业纵向一体化影响的研究。自Coase(1937)[24]提出企业边界理论以来，大量学者从交易成本视角探讨了企业纵向一体化的影响因素，政府行为对此产生了重要影响(李青原和唐建新，2010[25]；Du等，2012[26]；卢闯等，2013[27]；Fan等，2017[28]；范子英和彭飞，2017[29]；郝闻汉等，2021[30]；袁淳等，2023[31])。这些研究大多基于非国有企业，而本文聚焦于国有企业，从两类公司改革这一国资监管政策视角丰富了相关研究。

二、理论分析与研究假设

1.国有企业纵向一体化

纵向一体化是企业在产业链上下游环节进行整合的战略行为，其动机和影响因素存在诸多理论解释(李凯和郭晓玲，2017)[32]。其中，交易成本已被认为是影响企业生产组织方式的决定性因素之一，企业纵向一体化的本质是将外部市场协调的中间品交易活动内化为企业内部交易活动，以降低交易成本(Williamson，1975)[33]和拓展企业经营边界(Coase，1937)[24]。实证研究发现，当面临较高的外部交易成本时，企业倾向于选择纵向一体化；当企业内部协调成本降低时，企业会倾向

于将交易置于内部开展，以实现有效协作（D'aveni 和 Ilinitch，1992）[34]。

政府是影响企业交易成本的重要因素，法律环境越差、市场化水平越低、政府服务水平越低、政府干预程度越大时，企业面临的外部交易成本越高，企业纵向一体化水平越高（李青原和唐建新，2010[25]；Du 等，2012[26]；卢闯等，2013[27]；Fan 等，2017[28]）。从具体政策实施的视角，政府的“营改增”（范子英和彭飞，2017）[29]、撤县设区区域一体化政策（郝闻汉等，2021）[30]、国家智慧城市建设（袁淳等，2023）[31]等能够降低企业外部交易成本，从而降低了企业纵向一体化水平。

国有企业纵向一体化对产业链上下游环节进行整合，既是国有经济布局优化的现实需要，也是应对不确定环境下产业链协同发展的理论预期。纵向一体化的垂直整合有助于实现知识和技能的组合协同，从而提高整个产业链的效率（Barney，1986）[35]。特别是在当前复杂的国际环境和竞争态势下，纵向一体化有助于克服外部环境不确定性对产业发展造成的阻碍（袁淳等，2022）[2]。这需要大企业发挥产业链供应链整合作用，推动产业链上中下游、大中小企业融通创新（原磊，2023）[36]。孙喜（2020）[37]发现，在我国“碎片化”与“底子薄”的工业化进程中，龙头企业更倾向于通过纵向一体化方式自主发展互补能力。其中，国有企业要勇当产业链“链长”，通过统筹配置资源，发挥资源协同整合效应，增强产业链核心竞争力（王思霓和王彩萍，2023）[38]。为此，深化国资国企改革，优化国有资本布局，要发挥两类公司的资本运作功能，促进国有企业介入产业链上下游，以提升产业链自主可控能力（任广乾和薛佳冉，2024）[39]。

2.两类公司改革的政策脉络

建立现代企业制度是国有企业改革的方向。1993 年，党的十四届三中全会首次提出建立现代企业制度；2003 年，国务院国资委成立，国资监管进入“管资产”阶段。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》，明确要“以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制”，首次提出两类公司改革的战略部署，为两类公司改革提供了顶层设计。在此基础上，相关政策不断细化落实。2015 年 8 月，《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》推动两类公司改革从顶层设计向操作层面突破，明确了国有资本投资、运营公司的功能定位，要求其通过资本运作推动产业集聚和转型升级。同年 11 月，《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》细化两类公司组建目标，明确了政府—国有资本投资、运营公司—国有企业的三层监管架构。2016 年，国务院国资委启动包括国有资本投资、运营公司试点在内的“十项改革试点”。2018 年 7 月，《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》明确两类公司职能、授权机制和监管模式等，并为两类公司改革提供了具有操作性的实践指导。2020 年 6 月，中央全面深化改革委员会通过《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》，提出深化两类公司改革。2024 年 7 月，党的二十届三中全会通过《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》，进一步明确“深化国有资本投资、运营公司改革”。

在国有企业改革顶层设计的指引下，2014 年以来，中央和地方陆续推进两类公司改革试点。据统计，2014—2020 年，中央、各省份和设区市设立两类公司共计 352 家。其中，两类公司的定位类型主要是“投资运营”公司，层级多为省级或地市级，设立方式则主要由产业集团的改组而来（吴楚仪等，2023）[40]。

3.两类公司改革与国有企业纵向一体化

根据交易成本理论，企业纵向一体化的动因在于规避超出内部协调成本的市场交易费用，最终实现交易成本最小化。因此，当企业内部协调成本降低，或者当外部市场交易成本过高时，相较于外部市场，企业通过内部权威关系进行资源配置更具成本优势，此时表现为纵向一体化水平的提高。反之，如果企业内部协调成本提高，或者外部交易成本降低，此时市场机制的运行效率相对内部科层组织更具优势，企业更有可能选择外部市场化交易方式，此时表现为纵向一体化水平的

降低。两类公司改革可能同时影响这两类成本，从而对国有企业纵向一体化水平产生不同的影响效果。

（1）两类公司改革会降低国有企业内部协调成本，进而提高国有企业的纵向一体化水平。纵向一体化受企业内部协调成本的影响，两类公司改革能够降低国有企业内部协调成本，进而提高国有企业纵向一体化水平，主要有如下两方面原因：

一是两类公司改革有助于健全国有企业的激励和监督机制（肖土盛和孙瑞琦，2021[6]；王雪等，2023[12]），进而提高国有企业治理水平。两类公司改革是探索以“管资本”为主的国有企业管理体制创新，通过进一步深化国有资本所有权与企业经营权分离，有助于完善国有企业的现代治理结构（何小钢，2018）[41]。改革通过深化“放管结合”进一步推动国资监管职能转变，压实国有企业的市场主体责任，依法将应由国有企业自主经营决策的事项进一步归位于国有企业，有助于改善国有企业管理层的激励机制（卜君和孙光国，2021）[10]。两类公司改革也有助于缓解国有企业所有者缺位问题（王曙光和王天雨，2017）[8]，优化国有企业的现代企业治理结构（何小钢，2018）[41]，从而完善了对国有企业管理层的监督机制（王雪等，2023）[12]。因此，两类公司改革有助于提高国有企业治理效率（杨兴全等，2022[13]；梁上坤和姜艳峰，2024[17]），从而降低企业的内部协调成本（Chang和Hong，2000）[42]，促进企业的纵向一体化。

二是两类公司改革有助于缓解国有企业融资约束问题，提高国有企业纵向并购能力。纵向一体化意味着企业要在内部介入产业链上下游，这将产生更高的资金需求，而由于制度发展不完善等原因导致的融资约束，将抑制企业的纵向一体化水平（Du等，2012）[26]。研究表明，两类公司改革有助于提高企业经营效率（柳雅君和郭檬楠，2023）[43]，缓解国有企业的财务困境（Wu等，2023）[44]，降低国有企业过度负债水平（梁上坤和姜艳峰，2024）[17]，提高国有企业财务绩效和市场绩效（郭檬楠和吴秋生，2018[45]；肖土盛和孙瑞琦，2021[6]；乔琳和綦好东，2023[18]）。因此，两类公司改革将有助于提高国有企业的融资能力（綦好东等，2022[14]；梁上坤和姜艳峰，2023[46]），提高企业的纵向一体化水平。

因此，两类公司改革有助于提高国有企业内部治理效率并缓解融资约束，降低了国有企业的内部协调成本，进而将提高国有企业的纵向一体化水平。

（2）两类公司改革会降低国有企业外部交易成本，进而降低国有企业的纵向一体化水平。具体有如下两方面原因：一方面，两类公司改革赋予了国有企业更多的业务自主权，使得国有企业有更大的自主权选择交易对手，有助于降低国有企业在寻找交易伙伴时付出的交易成本（例如搜寻成本等）。国有企业承担了经济责任、社会责任和政治责任，普遍存在着不同程度的政府干预（Lin等，2020）[47]。此时，国有企业在选择交易伙伴时往往是经济低效的，导致国有企业投资效率低下（Gupta，2005）[48]。两类公司改革通过放权弱化了国有企业的政策性负担（梁上坤和姜艳峰，2024）[17]，提高了国有企业决策的灵活性和决策效率（陈艳利和姜艳峰，2021[7]；杨李娟和熊凌云，2023[11]）。另一方面，两类公司改革有助于缓解信息不对称，降低国有企业与其交易对手的契约成本。这主要是因为，两类公司改革通过改善管理层激励和监督机制，提高了国有企业的信息披露质量（王雪等，2023）[12]。企业信息披露质量的提高有助于降低国有企业的信息不对称程度，进而促进交易双方更好地了解企业的经营状况，这有助于降低契约制定过程中的信息搜寻、协调沟通成本。因此，两类公司改革有助于降低搜寻成本和契约成本等，降低了国有企业的外部交易成本，将降低纵向一体化水平。

综上，两类公司改革既可能降低内部管控成本，也可能降低企业外部交易成本，从而对国有企业纵向一体化水平产生不同方向的影响作用。而两类公司改革的净效果取决于其对内部协调成本和外部交易成本降低效果的相对强弱：如果两类公司改革对内部协调成本的降低效果要比对外

部交易成本的降低效果更明显，则表现为提高国有企业的纵向一体化水平；如果两类公司改革对外部交易成本的降低效果要比对内部协调成本的降低效果更明显，则表现为降低国有企业的纵向一体化水平。据此，本文提出如下竞争性假设：

H_{1a}：两类公司改革通过降低国有企业内部协调成本提高了国有企业的纵向一体化水平。

H_{1b}：两类公司改革通过降低国有企业外部交易成本降低了国有企业的纵向一体化水平。

三、研究设计

1.样本构建与数据来源

政策脉络显示，两类公司改革的顶层设计来自于2013年11月发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。因此，本文根据国务院国资委和各地方政府国资委网站发布的两类公司试点通知，搜集整理了2014—2020年国家、各省份、设区市三级国资委两类公司设立的名单、时间、类型和方式等信息，并借助百度搜索引擎补充完善相关数据。对于部分地区两类公司设立情况不明、信息模糊等情况，通过在国资委网站留言和电话咨询的方式进行确认和补充。

本文样本的起始年为2011年，即《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的前三年。以2011—2020年A股非金融行业国有控股上市公司为初始样本，并按照以下步骤进行样本清洗：剔除实际控制人为区县政府部门的公司样本，这是因为区县级国资监管机构对两类公司设立情况的披露不完善，通过网络搜索和电话咨询等方式均难以获得两类公司改革的相关数据；剔除存在多个实际控制人的公司样本；剔除两类公司试点信息不明确的公司样本；剔除关键变量数据缺失、资产负债率大于1的观测值。最终，本文获得了6348个公司—年观测值。本文使用的相关数据来源于中国经济金融研究数据库（CSMAR），为缓解异常值对研究结论的影响，对连续变量进行了首尾5%的缩尾处理。

2.模型设定

本文探究两类公司改革对国有企业纵向一体化的影响效应，以两类公司改革试点为准自然实验，构建多期双重差分（DID）实证模型：

$$VAS_{i,t}=\beta_0+\beta_1 TTC_{i,t}+\gamma X_{i,t-1}+\eta_i+\mu_t+\varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中，$VAS_{i,t}$表示国有企业i第t年的纵向一体化水平。TTC表示两类公司改革的虚拟变量，X表示一系列公司和地区层面的虚拟变量。此外，模型（1）中还控制了公司固定效应（η_i）和年份固定效应（μ_t）。

3.主要变量定义

（1）被解释变量（*VAS*）。Adelman（1955）[49]提出价值增值法计算增加值占销售收入的比重，该比重反映了企业在生产过程中创造的附加价值，该比重越大，说明企业内部创造的价值越高，意味着企业纵向一体化水平越高。为进一步排除企业盈利能力的影响，Buzzell（1983）[50]提出了修正的价值增加法，即在分子分母中均减去税后净利润加上正常利润，从而更好地反映企业的纵向一体化水平。参考相关研究（范子英和彭飞，2017[29]；袁淳等，2022[2]；郝闻汉等，2021[30]），本文使用修正后的企业增加值占产出之比（*VAS*）衡量企业的纵向一体化水平：

$$\begin{aligned} VAS &= \frac{\text{销售额} - \text{采购额} - \text{税后净利润} + \text{正常利润}}{\text{主营业务收入} - \text{税后净利润} + \text{正常利润}} \\ &= \frac{\text{销售额} - \text{采购额} - \text{税后净利润} + \text{净资产} \times \text{平均净资产收益率}}{\text{主营业务收入} - \text{税后净利润} + \text{净资产} \times \text{平均净资产收益率}} \end{aligned} \tag{2}$$

其中，平均净资产收益率使用行业平均净资产收益率衡量，稳健性检验部分也使用了前一年、近三年或近五年行业平均净资产收益率进行替代性检验。企业销售额与采购额之差衡量了企业

的增加值，并使用式(3)计算企业采购额：

$$采购额=\frac{预付款增加额+应付款增加额+应付票据增加额+购买商品、接受劳务支付的现金}{1+采购商品的增值税税率}+存款增加额 \quad (3)$$

参考范子英和彭飞(2017)[29]的研究，采购商品的增值税率使用17%进行计算，增加额为期末较期初增加的数额；稳健性检验中参考袁淳等(2021)[51]的研究，使用13%的商品增值税率。

(2)解释变量(*TTC*)。表示国有企业是否改革为两类公司。具体地，本文搜集整理了中央和各省份、设区市的两类公司试点信息，将国有上市公司的实际控制人信息与试点公司进行匹配，若国有上市公司的实际控制人当年及之后年份被列为两类公司改革试点，则*TTC*取值为1，否则为0。

(3)控制变量。参考袁淳等(2021)[51]的研究，本文控制了一系列滞后一期的公司层面和地区层面的控制变量：公司资产规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、现金持有水平(*Cash*)、总资产收益率(*ROA*)、账面市值比(*BtM*)、资本密集度(*Capital*)和子公司数量(*Subs*)；公司所在省份层面的变量包括市场化水平(*Market*)、经济发展水平(*GDPper*)、互联网普及率(*Internet*)和经济增长水平(*GDPgrowth*)。

模型(1)中主要变量的定义如表1所示。

表1　　变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
VAS	纵向一体化水平	根据模型(2)和模型(3)计算得到
TTC	两类公司改革	若公司实际控制人当年及之后年份被列为两类公司改革试点，则取值为1，否则为0
Size	资产规模	公司资产总额的自然对数
Lev	资产负债率	负债总额/资产总额
Cash	现金持有水平	期末现金及其等价物/资产总额
ROA	总资产收益率	净利润/资产总额
BtM	账面市值比	资产总额/市场价值
Capital	资本密集度	(固定资产净额/员工人数+1)取自然对数
Subs	子公司数量	子公司个数加1的自然对数
Market	市场化程度	公司所在省份的市场化总指数
GDPper	经济发展水平	公司所在省份的人均GDP
Internet	互联网普及率	公司所在省份的互联网宽带接入用户(万户)与年底人口数之比
GDPgrowth	经济增长水平	公司所在省份的GDP增长率

四、实证结果分析

1.描述性统计和相关系数分析

表2是本文主要变量的描述性统计结果(见Panel A)，并对纵向一体化指标*VAS*进行了单变量检验(见Panel B)，还对主要变量进行了相关系数分析(见Panel C)。结果显示，纵向一体化(*VAS*)的均值为0.386，最小值为0.037，最大值为0.821，标准差为0.217，说明不同企业的纵向一体化水平存在一定差异。其余变量的统计结果均在合理范围内。本文研究样本中，有2018个两类公司观测值

(含改革前和改革后),占比为31.79%。其中,Panel B的单变量检验结果表明,两类公司改革后的观测值占比为10.14%(644/6348=10.14%),其纵向一体化水平的均值为0.406,显著高于未受到两类公司改革影响的样本均值0.384。Panel C主要变量之间的相关系数分析表明,*VAS*与*TTC*在5%的水平上显著正相关,说明两类公司改革之后,国有企业的纵向一体化水平更高;地区市场化程度(*Market*)、地区互联网普及率(*Internet*)与地区经济发展水平(*GDPper*)的正相关性均较高,分别为0.76和0.73,符合理论和现实预期;*VAS*与地区经济增长水平指标(*GDPgrowth*)显著正相关。未报告的其余变量之间的相关系数均在合理范围内,说明模型不存在严重的多重共线性问题。当然,两类公司改革对国有企业纵向一体化水平的影响,还需要通过多变量回归分析等实证检验来进行明确。

表2　　变量描述性统计、单变量检验和主要变量相关系数分析

Panel A:描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
VAS	6348	0.386	0.217	0.037	0.362	0.821
TTC	6348	0.101	0.302	0.000	0.000	1.000
Size	6348	22.818	1.299	20.711	22.685	25.392
Lev	6348	0.534	0.189	0.173	0.548	0.839
Cash	6348	0.142	0.097	0.026	0.117	0.386
ROA	6348	0.032	0.036	−0.049	0.027	0.111
BtM	6348	0.694	0.260	0.000	0.721	1.093
Capital	6348	12.839	1.081	11.115	12.693	15.142
Subs	6348	2.624	0.931	0.693	2.639	4.277
Market	6348	8.701	1.730	−0.160	8.950	11.490
GDPper	6348	10.941	0.482	9.985	10.949	11.768
Internet	6348	0.218	0.090	0.043	0.215	0.502
GDPgrowth	6348	8.470	3.551	−20.630	8.100	109.000

Panel B:单变量检验

	非两类公司改革样本(*TTC*=0)		两类公司改革样本(*TTC*=1)	
	观测值1	均值1	观测值2	均值2
VAS	5704	0.384	644	0.406
均值2与均值1差异			0.022** (*t*=2.397)	

Panel C:主要变量相关系数表

	1	2	3	4	5	6
1.*VAS*	1					
2.*TTC*	0.03**	1				
3.*Market*	−0.16***	0.06***	1			
4.*GDPper*	−0.14***	0.12***	0.76***	1		
5.*Internet*	−0.11***	0.28***	0.57***	0.73***	1	
6.*GDPgrowth*	0.05***	−0.23***	−0.28***	−0.48***	−0.56***	1

注:*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著,下同

2.基准回归结果

表3列示了基于多期DID实证模型(1)的回归结果，展示了两类公司改革影响国有企业纵向一体化水平的净效应。表3的第(1)列只控制公司和年份固定效应，第(2)列进一步控制了公司层面的变量，第(3)列则进一步加入地区层面控制变量。结果显示，*TTC*的回归系数均为正，且至少具有5%的显著水平，说明两类公司改革显著提高了国有企业的纵向一体化水平。从经济意义上看，以第(3)列结果为例，两类公司改革后，国有企业的纵向一体化水平提高了0.018，相对于样本企业的纵向一体化水平均值0.386而言，提升了5%左右(即0.018/0.386×100%)。这说明，两类公司改革显著提高了国有企业的纵向一体化水平，具有一定的统计显著性和经济显著性。表3的结果意味着，两类公司改革对国有企业纵向一体化的总体影响或净效应表现为正向促进作用，支持了假设H_{1a}。

表3　　基准回归

变量	(1)	(2)	(3)
TTC	0.024***	0.019**	0.018**
	(2.95)	(2.46)	(2.33)
Size		−0.027***	−0.027***
		(−3.59)	(−3.59)
Lev		−0.089***	−0.088***
		(−3.11)	(−3.07)
Cash		−0.030	−0.032
		(−0.86)	(−0.91)
ROA		0.322***	0.328***
		(3.72)	(3.79)
MtB		0.047***	0.047***
		(3.33)	(3.33)
Capital		0.024***	0.023***
		(4.34)	(4.27)
Subs		−0.015***	−0.014***
		(−2.84)	(−2.76)
Market			0.002
			(0.40)
GDPper			−0.063**
			(−2.12)
Internet			0.130*
			(1.89)
GDPgrowth			−0.001**
			(−2.01)
常数项	0.384***	0.735***	1.391***
	(206.49)	(4.48)	(3.89)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)
公司/年度固定效应	是	是	是
观测值	6348	6348	6348
调整 R^2	0.001	0.023	0.023

注:括号中的数字为稳健 t 值,下同

3.稳健性检验

(1)平行趋势检验。使用双重差分模型要求实验组与控制组的被解释变量在政策实施前呈现平行变动趋势。为此,本文在模型(1)中加入了两类公司改革前 4 期(*TTC_before*4)、前 3 期(*TTC_before*3)、前 2 期(*TTC_before*2)和前 1 期(*TTC_before*1)的虚拟变量,以检验在两类公司改革前实验组和控制组的纵向一体化水平是否存在显著差异。表 4 的第(1)列只加入了固定效应,第(2)列进一步加入了控制变量。结果表明,两类公司改革之前的 4 期的系数 *TTC_before*4、*TTC_before*3、*TTC_before*2 和 *TTC_before*1 均不显著。以上结果说明,在两类公司改革前,实验组和控制组的纵向一体化水平不存在显著差异,平行趋势得到满足。

表 4 平行趋势

变量	(1)	(2)
*TTCpre*4	−0.015 (−1.30)	−0.013 (−1.07)
*TTCpre*3	0.007 (0.63)	0.009 (0.80)
*TTCpre*2	0.018 (1.36)	0.017 (1.35)
*TTCpre*1	0.004 (0.27)	0.003 (0.26)
TTC	0.028** (2.49)	0.023** (2.12)
控制变量	未控制	控制
公司/年度固定效应	是	是
观测值	6348	6348
调整 R^2	0.002	0.024

(2)改变纵向一体化水平的衡量。参考袁淳等(2021)[51]的研究,本文使用 13% 的增值税率计算企业纵向一体化水平(*VAS*_13)并进行稳健性检验,结果见表 5 的第(1)列;分别使用上前一年、近三年或近五年行业平均净资产收益率作为平均净资产收益率以进行模型(2)的相关计算,分别得到 *VAS_L*1、*VAS_M*3 和 *VAS_M*5,进行稳健性检验,结果分别如表 5 的第(2)~(4)列所示。此外,参考鲍晓静和李亚超(2020)[52],本文使用企业各行业的收入占总收入的比重(*Ver*)衡量企业纵向一体化水平,进行稳健性检验,结果见表 5 的第(5)列。以上实证结果显示,*TTC* 的回归系数均显著为正,这与基准回归的结论一致。

表5　　改变纵向一体化水平的衡量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	*VAS*_13	*VAS_L*1	*VAS_M*3	*VAS_M*5	*Ver*
TTC	0.017** (2.07)	0.016** (2.08)	0.016** (2.03)	0.015* (1.92)	1.656** (2.06)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是	是
观测值	6348	6348	6348	6348	5354
调整 R^2	0.024	0.024	0.024	0.024	0.007

(3)变更实证样本。首先，为缓解样本自选择偏误对研究结论的潜在影响，本文根据模型(1)中的公司特征变量，使用倾向得分匹配(PSM)方法对实验组和控制组企业进行匹配筛选。表6第(1)列是使用匹配后样本(PSM样本)的实证结果。其次，根据国有企业实际控制人特征，剔除可能与研究相关性较低的样本。具体地，考虑到两类公司改革实践主要影响实际控制人为国资委或政府的国有控股上市公司，因此，本文剔除实际控制人为国家设立的科研机构、大学等样本，得到变更样本1。表6的第(2)列是基于变更样本1的实证结果。最后，为剥离其他事件冲击的干扰，以更好地观察两类公司改革的净效应，本文还剔除由于实际控制人发生股权划转或资产重组而被动成为由两类公司所控制的上市公司，从而进入实验组的样本，得到变更样本2。表6第(3)列是基于变更样本2的实证结果。以上实证结果表明，不同的变更实证样本策略下，*TTC*的系数均显著为正，这与表3基准回归结果一致。

表6　　变更实证样本

变量	(1)	(2)	(3)
	PSM样本	变更样本1	变更样本2
	VAS	*VAS*	*VAS*
TTC	0.022** (2.44)	0.017** (2.21)	0.020** (2.43)
控制变量	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是
观测值	4036	6264	6268
调整 R^2	0.029	0.024	0.023

(4)安慰剂检验。为进一步增强研究结论的稳健性，本文通过随机生成实验组和控制组样本，进行模型(1)的实证过程。在进行500次的随机试验后，结果如图1所示。结果显示，500次随机抽样的回归系数总体服从均值为0的正态分布，说明两类公司改革促进了国有企业的纵向一体化水平。

(5)控制税收激励和贸易政策等因素的影响。研究发现，“营改增”(赵颖等，2024)[53]和贸易政策(郭策和张腾元，2021)[54]可能会影响企业纵向一体化水平。为增强研究结论的稳健性，本文进一步控制了税收激励和贸易政策的影响。具体地，本文识别了“营改增”的试点省份

(*VAT_Pro*)、“营改增”试点行业(*VAT_Ind*)和“营改增”试点后年份(*VAT_Post*)的虚拟变量,并设置以上三个虚拟的交乘项(*VAT=VAT_Pro×VAT_Ind×VAT_Post*)衡量税收激励的影响。使用贸易政策不确定性指数,考察贸易政策不确定可能产生的影响。表 7 的第(1)列控制了税收激励(*VAT*),第(2)列进一步控制税收激励与两类公司改革交乘项,第(3)列控制了贸易政策不确定性(*TPU*)与两类公司改革交乘项。结果显示,两类公司改革(*TTC*)的系数均显著为正,这与正文结论一致。

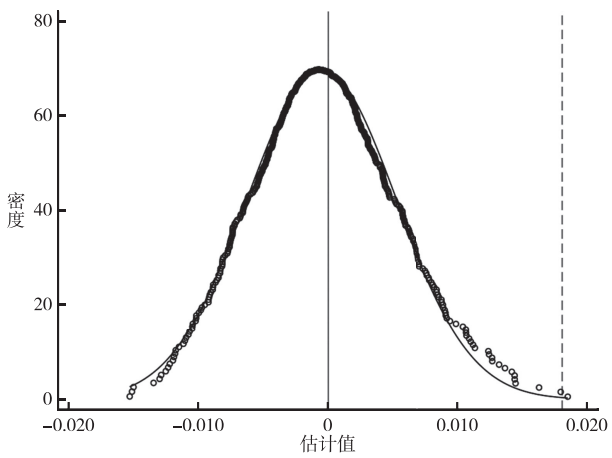

图 1 安慰剂检验结果

表 7 控制税收激励和贸易政策

变量	(1)	(2)	(3)
	VAS	*VAS*	*VAS*
TTC	0.019** (2.36)	0.017** (2.14)	0.031** (2.22)
VAT	−0.057*** (−4.35)	−0.059*** (−4.49)	
TTC×VAT		0.019 (0.58)	
TTC×TPU			−0.00003 (−1.09)
控制变量	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是
观测值	6348	6348	6348
调整 R^2	0.027	0.027	0.023

五、机制检验和进一步分析

1.机制检验

(1)内部协调成本。前文研究表明,两类公司改革的净效应表现为提高了国有企业纵向一体化水平,说明内部协调成本机制占优。此时,两类公司改革应当更有利于那些内部协调成本原本就较高的国有企业,从而对这类国有企业纵向一体化水平的提高作用将更加显著。

本文从管理费用、在职消费和成长性三个方面衡量企业内部协调成本,管理费用率越高、在职

消费水平越高、成长性越高，一定程度上说明企业内部协调成本越高（袁淳等，2021）[51]。具体地，使用管理费用占营业收入比重衡量企业管理费用率（*ManaExpen*），使用财务报表附注中的业务招待费、交际应酬费、差旅费、小车费、董事费、通信费等费用合计占营业收入比重衡量企业在职消费水平（*Perk*），使用销售收入增长率衡量企业成长性（*SalesGrowth*）。表8的第（1）~（3）列分别加入了管理费用、在职消费和成长性的调价作用，结果显示，*TTC*×*ManaExpen*、*TTC*×*Perk* 和 *TTC*×*SalesGrowth* 的回归系数均显著为正，说明对于管理费用率越高、在职消费水平越高和成长性越高的国有企业，两类公司改革对纵向一体化水平的提高作用更强。结果表明，当企业的内部协调成本较高时，两类公司改革对国有企业纵向一体化的促进作用更强，为内部协调成本机制提供了证据支持。

表8　　机制分析

变量	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）	（7）
	内部协调成本			外部交易成本		高外部交易成本+低内部协调成本（低管理费用）	高外部交易成本+低内部协调成本（低管理费用且低成长性）
	管理费用	在职消费	成长性	资产专用性	政商环境		
TTC	−0.014 （−1.16）	0.000 （0.02）	0.014* （1.66）	0.034*** （3.02）	−0.022 （−1.20）	−0.040* （−1.89）	−0.161** （−2.39）
ManaExpen	0.493*** （4.32）						
TTC×*ManaExpen*	0.506*** （2.89）						
Perk		0.019** （2.32）					
TTC×*Perk*		0.048*** （3.47）					
SalesGrowth			−0.021 （−0.66）				
TTC×*SalesGrowth*			0.137* （1.87）				
Intan				0.268** （2.30）			
TTC×*Intan*				−0.316* （−1.93）			
TTC×*GBR*					0.001*** （2.69）		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	6348	6348	6348	6348	6348	830	136
调整 R^2	0.031	0.027	0.024	0.025	0.024	0.099	0.283

注：本文也使用前述稳健性检验中的其他纵向一体化水平的衡量指标（*VAS_*13、*VAS_L*1、*VAS_M*3 和 *VAS_M*5）来进行机制分析，实证结果保持稳健

(2)外部交易成本。理论分析表明,两类公司改革不仅影响内部协调成本,也可能影响外部交易成本,国有企业纵向一体化水平的变化是这两种影响作用合力的结果。本文的实证结果表明,两类公司改革降低国有企业内部协调成本的作用占优,从而净效应表现为纵向一体化水平的提高。然而,内部协调成本机制占优并不能完全排除外部交易成本机制的存在。当国有企业面临的外部交易成本较低时,两类公司改革降低外部交易成本的空间较小,此时两类公司改革提高纵向一体化水平的效果较强。基于理论分析的逻辑框架,本文进一步考察对于外部交易成本的国有企业,两类公司改革的作用效果是否存在异质性,以检验其中的外部交易成本机制。

本文从企业和地区两个层面考察企业的外部交易成本:企业层面,资产专用性水平越高,企业面临的套牢风险越高,外部交易成本也越大,本文使用无形资产占总资产比重(*Intan*)衡量企业资产专用性(袁淳等,2021)[51];地区层面,亲清政商关系有助于降低市场的制度性交易成本(刘大勇等,2023)[55],本文使用省级亲清政商指数(*GBR*)衡量地区的制度性交易成本,指数越高,制度性交易成本越低。表 8 的第(4)列结果显示,*TTC*×*Intan* 的回归系数显著为负,说明企业资产专用性水平越低(*Intan* 越小)时,所面临的外部交易成本较低,则两类公司改革对国有企业纵向一体化的促进作用越强,与预期一致。表 8 的第(5)列结果显示,*TTC*×*GBR* 的回归系数显著为正,说明企业所处地区的政商环境越好(*GBR* 越大)时,所面临的外部交易成本较低,两类公司改革对国有企业纵向一体化的促进作用越强,与预期一致。

结果表明,当企业面临的外部交易成本较低(资产专用性水平越低、地区亲清政商关系越好)时,两类公司改革对外部交易成本的降低空间有限,此时对国有企业内部协调成本的降低效果明显,体现为对国有企业纵向一体化的促进作用更强。

(3)作用机制的进一步检验。两类公司改革对国有企业纵向一体化水平影响的净效应取决于内部协调成本和外部交易成本的相对大小,净效应表现为正向促进。如果对于某类样本,两类公司改革产生的外部交易成本机制占优,此时净效应将表现为负向降低。这是对理论逻辑的进一步加强,也将为作用机制提供进一步的证据支撑。为此,本文进一步在外部交易成本较高且内部协调成本较低的子样本中进行实证检验。具体地,本文根据亲清政商指数样本中位数,划分了外部交易成本高低子样本;根据管理费用率和成长性样本中位数,划分了内部协调成本高低子样本①。表 8 第(6)和第(7)列为外部交易成本较高且内部协调成本较低的子样本,结果表明,在外部交易成本较高且内部协调成本较低的子样本中,两类公司改革显著降低了国有企业的纵向一体化水平,为本文的理论逻辑和作用机制提供了进一步证据支撑。因此,两类公司改革同时作用于外部交易成本和内部协调成本,共同影响了国有企业纵向一体化水平。

2.异质性分析

为进一步分析两类公司改革对国有企业纵向一体化水平影响作用的异质性特征,本文分析了产业特征、两类公司特征、股权控制层级和国有企业资金实力的影响。

(1)产业特征。促进产业发展是两类公司改革的内在要求,深化国资国企改革,应充分发挥国有企业在促进产业协同发展、推动产业转型升级的积极作用。两类公司改革通过促进国有资本合理流动,优化国有资本投向,将国有资本有效配置到服务于国家特定产业发展目标上。当前外部不确定性增强,后发赶超的产业发展更加需要国有企业通过纵向一体化进行产业垂直整合,提高投资效率(张伟华等,2016)[56],促进产业链上下游协作、强化技术积累从而推动产业升级(孙喜,2020)[37]。本文分别从企业产业并购、行业产业政策、地区产业集聚三个方面,考察国有企业通过

① 本文还尝试使用了资产专用性指标划分交易成本高低子样本,但没有获得显著的实证结果。也尝试使用了在职消费指标划分内部协调成本高低子样本,但由于在职消费的 0 值较多,所划分出的子样本观测值偏少,无法进行有效的统计分析。

纵向一体化促进产业发展这一两类公司改革，相关实证结果如表9第(1)~(3)列所示。首先，国有企业是落实国家产业政策的重要主体(黄群慧，2021)[21]，表9第(2)列展示了是否为产业政策支持行业虚拟变量(*IndPolicy*)的调节作用，结果显示，*TTC*×*IndPolicy*的回归系数在5%的水平上显著为正，说明对于政府重点扶持产业，两类公司改革对国有企业一体化的促进作用更强。其次，为了促进地区产业链的发展，国有企业开展基于完善上下游产业链的纵向并购有助于促进地区产业集聚(蔡庆丰和陈熠辉，2020)[57]。表9的第(1)列和第(3)列分别展示了国有企业是否进行纵向并购(*VerticalMA*)和地区产业聚集度(*IndAgg*)的调节作用。参考刘军等(2017)[58]的研究，本文以各地区就业密度来衡量地区产业聚集水平，一个地区的就业密度越大，则产业聚集水平越高。结果显示，*TTC*×*VerticalMA*和*TTC*×*IndAgg*的回归系数显著为正，说明当企业进行纵向并购或地区产业聚集度较高时，两类公司改革对国有企业纵向一体化的促进作用更强。

表9　　异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	产业特征			两类公司特征			股权控制层级	
	纵向并购	产业政策	产业聚集	定位	层级	设立方式	最长链	股份最大值
TTC	0.016* (1.95)	−0.002 (−0.15)	0.004 (0.40)				0.052*** (3.07)	0.044*** (2.60)
VerticalMA	−0.012 (−1.33)							
TTC×*VerticalMA*	0.059** (2.36)							
IndPolicy		−0.001 (−0.10)						
TTC×*IndPolicy*		0.034** (2.41)						
IndAgg			−0.560* (−1.66)					
TTC×*IndAgg*			0.313** (2.57)					
TTC×投资运营公司				0.019* (1.73)				
TTC×投资公司				0.019* (1.75)				
TTC×运营公司				0.012 (0.49)				
TTC×中央层级					0.031*** (2.81)			
TTC×非中央层级					0.010 (0.98)			
TTC×新设						−0.012 (−0.22)		

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	产业特征			两类公司特征			股权控制层级	
	纵向并购	产业政策	产业聚集	定位	层级	设立方式	最长链	股份最大值
TTC×改组						0.017* (1.93)		
*Pyrmid*1							0.012*** (3.15)	
TTC×*Pyrmid*1							−0.010** (−2.35)	
*Pyrmid*2								0.019*** (3.96)
TTC×*Pyrmid*2								−0.009* (−1.77)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	6348	6348	6348	6348	6348	6348	6347	6347
调整 R^2	0.024	0.024	0.024	0.023	0.024	0.023	0.025	0.026

(2)两类公司特征。不同特征的两类公司对国有企业纵向一体化的影响作用可能存在差异,本文从定位类型、层级和设立方式等特征考察两类公司改革对国有企业纵向一体化促进作用是否存在异质性。

首先,两类公司具体包括国有资本投资公司、国有资本运营公司和国有资本投资运营公司三种定位,不同定位的两类公司在其目标设定和运作方式等方面存在差异(辛宇,2019)[59]。为此,本文将实验组样本划分为三类,表 9 的(4)列结果显示,*TTC*×投资运营公司和 *TTC*×投资公司的回归系数在 10% 的水平上显著为正,*TTC*×运营公司的回归系数不显著。以上结果说明,投资运营公司和投资公司的建立能显著提高国有企业纵向一体化水平。

其次,将国有企业实际控制人按层级划分为中央层级和非中央层级。通常来说,中央层级的国有企业改革走在前列,两类公司改革也首先从中央层面展开;相对于地方国有企业,中央层级的国有企业在促进产业发展和探索建立中国特色现代企业制度方面承担了更大的责任任务。因此,中央层级两类公司的作用可能更强。表 9 的(5)列列示了中央层级和非中央层级的调节作用,结果显示,*TTC*×中央层级的回归系数在 1% 的水平上显著为正,*TTC*×非中央层级的回归系数不显著。以上结果说明,中央层级的两类公司改革能显著提高国有企业纵向一体化水平。

最后,根据《实施意见》,两类公司可以采取改组或者新设立的方式建立。相对于新设方式,改组建立两类公司的成本更低,能够避免重复建设(刘纪鹏等,2020)[60]。但设立方式是否影响两类公司改革对国有企业纵向一体化的作用效果,在理论上并没有明确的结论。表 9 的(6)列列示了两类设立方式的调节作用,结果显示,*TTC*×改组的回归系数在 10% 的水平上显著为正,*TTC*×新设的回归系数不显著。

综合以上结果发现,国有企业纵向一体化水平的提高主要是因为两类公司有效实现了政府行政管理与国有资本出资人的职能分离(王曙光和王天雨,2017)[8],从而推动完善国有企业治理、降

低国有企业内部协调成本。同时，对于不同的外部交易成本情境，以及不同定位、层级和设立方式的两类公司，其对国有企业纵向一体化的作用效果存在一定差异。

（3）股权控制层级（链条）。既然两类公司改革主要通过强化政企分离从而提高国有企业的纵向一体化水平，那么对于政府部门与国有企业之间的股权控制链条越短的国有企业，两类公司改革的效果预计将更强。这是因为，股权控制链条越短，国有企业受到的政府干预程度可能越大（Fan等，2013）[61]，此时两类公司改革产生的边际效果就更强（綦好东等，2022）[14]。本文使用最终实际控制人到上市公司之间的控制链长度衡量股权控制层级，分别设置了根据最长链计算的股权控制层级（*Pyrmid*1）和根据层级中股份最大值计算的股权控制层级（*Pyrmid*2）。结果如表9的第（7）~（8）列所示。结果显示，*TTC*×*Pyrmid*1和*TTC*×*Pyrmid*2的回归系数均显著为负，说明股权控制链条越短（即股权控制层级越少，*Pyrmid*1和*Pyrmid*2值越小），两类公司改革对国有企业纵向一体化水平的提高作用越强。

（4）国有企业资金实力。企业进行纵向一体化的资金需求较高，而两类公司改革有助于缓解企业融资约束，从而促进国有企业进行纵向一体化。此时，两类公司改革更有利于那些资金实力原本就较弱的国有企业，其赋能效果会更加明显，从而对这类国有企业纵向一体化水平的提高作用更加显著。已有研究认为，融资约束可能会造成企业现金的短缺、运营资金的缺乏以及贷款成本的增加（Van Binsbergen等，2010[62]；鞠晓生等，2013[63]）。因此，本文从现金持有水平（*Cash*）、运营资金比率（*WorkingCapital*）和贷款成本（*LoanCost*）三个方面，实证考察国有企业资金实力的调节作用。其中，运营资金比率=（流动资产-流动负债）/总资产，贷款成本=财务费用/总负债。表10列示了两类公司改革在不同资金实力情况下的异质性特征。第（1）列为现金持有水平的调节作用，结果显示，*TTC*×*Cash*的回归系数显著为负，说明对于现金越少的国有企业，两类公司改革对纵向一体化的促进作用越强。第（2）列为运营资金比率的调节作用，结果显示，*TTC*×*WorkingCapital*的回归系数显著为负，说明对于运营资金越少的国有企业，两类公司改革对纵向一体化的促进作用越强。第（3）列为贷款成本的调节作用，结果显示，*TTC*×*LoanCost*的回归系数显著为正，说明对于贷款成本越高的国有企业，两类公司改革对纵向一体化的促进作用越强。以上结果表明，两类公司改革有助于缓解国有企业融资约束，从而对于资金实力较弱的国有企业，两类公司改革提高纵向一体化水平的作用越强。

表10　　国有企业资金实力检验

变量	（1）	（2）	（3）
	现金持有水平	运营资金比率	贷款成本
	VAS	*VAS*	*VAS*
TTC	0.042***	0.022**	0.005
	（3.07）	（2.57）	（0.48）
TTC×*Cash*	-0.207**		
	（-2.39）		
WorkingCapital		-0.139***	
		（-4.38）	
TTC×*WorkingCapital*		-0.058**	
		（-2.01）	

续表 10

变量	(1)	(2)	(3)
	现金持有水平	运营资金比率	贷款成本
	VAS	*VAS*	*VAS*
LoanCost			−0.176 (−0.84)
TTC×*LoanCost*			0.735* (1.87)
控制变量	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是
观测值	6348	6348	6348
调整 R^2	0.024	0.030	0.024

3.经济后果检验

为考察两类公司改革提高国有企业纵向一体化水平的经济后果，本文从全要素生产率（*TFP*）和经济增加值（*EVA*）两个方面，实证检验两类公司改革提高国有企业纵向一体化水平能否促进国有企业高质量发展。全要素生产率和经济增加值是衡量国有企业高质量发展的重要指标，本文采用OP方法计算得到*TFP*，使用销售经济增加值率衡量*EVA*。表11的第（1）列的结果显示，*TTC*的回归系数显著为正，说明两类公司改革能够显著提高国有企业的全要素生产率；第（3）列的结果显示，*TTC*的回归系数显著为正，说明两类公司改革能够显著提高国有企业的经济增加值；第（2）列和第（4）列的结果显示，*TTC*×*lagVAS*的系数显著为正，说明两类公司改革的影响作用随着纵向一体化水平的提高而增强。以上结果表明，两类公司改革提高国有企业纵向一体化水平，进而能够提高国有企业的全要素生产率和经济增加值，这有助于做强做优做大国有资本和国有企业，促进国有企业高质量发展。

表 11　　经济后果检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全要素生产率		经济增加值	
	TFP	*TFP*	*EVA*	*EVA*
TTC	0.042** (2.57)	−0.020 (−0.63)	0.007** (2.13)	−0.009 (−1.43)
TTC×*lagVAS*		0.133** (2.02)		0.024* (1.80)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是
观测值	7187	6113	7827	6559
调整 R^2	0.144	0.144	0.098	0.091

注：*TFP*的回归方程中控制了滞后一期的研发强度（研发投入/营业收入）

六、结论与启示

1.研究结论

组建两类公司进行国有资本授权经营体制改革是新时代深化国资国企改革的重要内容。本文手工搜集了各地两类公司改革的政策文件，并以改革在各地的阶段性实施为准自然实验，构造多期DID实证模型，实证检验了两类公司改革如何影响国有企业纵向一体化水平。实证结果表明，两类公司改革提高了国有企业的纵向一体化水平，这一结论在一系列稳健性检验后依然成立。机制研究发现，管理费用、在职消费水平和成长性更高的企业，两类公司改革的作用越强，这说明两类公司改革有助于降低国有企业内部协调成本，提高国有企业纵向一体化水平。两类公司改革的作用也受到外部交易成本的影响，当企业资产专用性水平越低、地区亲清政商关系越好时，两类公司改革的作用越强。两类公司改革的作用在纵向并购企业、产业政策支持行业企业和产业集聚地区企业更为显著，说明促进产业发展是两类公司改革的内在要求。此外，实际控制人对国有企业的股权控制链条越短、国有企业的资金实力越弱，两类公司改革的作用越强。经济后果检验发现，两类公司改革提高国有企业纵向一体化水平能够提高国有企业的全要素生产率和经济增加值，促进国有企业高质量发展。

2.政策启示

党的二十届三中全会提出“深化国有资本投资、运营公司改革”，本研究对进一步深化国资国企改革，增强核心功能，提升核心竞争力具有一定的现实启示意义。第一，推动市场化整合，强化资源协同效应。建设现代化产业体系需要国有企业主动作为，特别是在战略新兴等关键产业，国有企业通过纵向一体化进行垂直整合，有助于实现资源的统筹配置和协同整合，增强产业链核心竞争力，推动产业发展。以专业化整合为抓手，以“三个集中”为导向，两类公司可以通过股权合作、交叉持股等方式支持国有企业纵向一体化，从而提升全要素生产率与经济增加值。第二，深化两类公司改革，优化国有企业公司治理结构。缩短实际控制人对国有企业的股权控制链条有助于增强两类公司改革的效力。因此，要完善中国特色现代企业制度，强化国有企业公司治理，通过穿透式监管严控管理费用与在职消费，将经济增加值指标纳入内部考核体系等，以提高国有企业治理效率，降低内部协调成本，提升企业运营效率。第三，优化营商环境，充分释放改革效能。良好的外部制度环境有助于增强两类公司改革效果，因此，要进一步深化政府“放管服”改革，营造良好营商环境，降低企业外部交易成本；同时，推动要素市场化配置与产业链协同，为国有企业改革提供稳定的制度环境，推动国有企业高质量发展。第四，国有企业进行产业整合需要有一定的资金实力，而两类公司改革有助于进一步激活国有企业市场主体活力，拓展市场化融资渠道、增强市场化融资能力，通过混合所有制改革引入战略投资者，形成资本补充长效机制。

两类公司改革是深化国资国企改革的重要举措之一，本文探究其对国有企业纵向一体化水平的影响作用与潜在路径，囿于文章的研究框架，国资改革的相关研究仍可以进一步丰富和拓展。首先，本文聚焦于国有企业纵向一体化，对于国有企业调整优化产业布局尚未进行深入探究；其次，本文关注国有企业，后续研究将进一步考察两类公司改革对供应链产业链上其他企业产生的影响；最后，国资国企改革的相关改革举措之间可能存在相互作用，未来需要进一步考察不同改革措施如何协同共促国有企业高质量发展。

参考文献

[1]郝鹏.国资委召开中央企业现代产业链链长建设工作推进会 着力提升固链补链强链塑链能力 在现代产业体系构建中更

好发挥支撑引领作用[EB/OL].国务院国有资产管理委员会网站,http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2643314/c24673286/content.html,2022-05-19.

[2]袁淳,耿春晓,孙健,崔怀谷.不确定性冲击下纵向一体化与企业价值——来自新冠疫情的自然实验证据[J].北京:经济学(季刊),2022,(2):633-652.

[3]王晓红.推进国有大型企业链长制建设,充分发挥其在构建现代产业链体系中的龙头带动作用[N].北京:光明日报,2023-08-11,(6).

[4]Williamson,O.E.The Economic Institutions of Capitalism:Firms,Markets,Relational Contracting[M].New York:The Free Press,1985.

[5]张宁,才国伟.国有资本投资运营公司双向治理路径研究——基于沪深两地治理实践的探索性扎根理论分析[J].北京:管理世界,2021,(1):108-127.

[6]肖土盛,孙瑞琦.国有资本投资运营公司改革试点效果评估——基于企业绩效的视角[J].北京:经济管理,2021,(8):5-22.

[7]陈艳利,姜艳峰.国有资本授权经营是否有助于缓解国有企业非效率投资?[J].北京:经济与管理研究,2021,(8):124-144.

[8]王曙光,王天雨.国有资本投资运营公司:人格化积极股东塑造及其运行机制[J].成都:经济体制改革,2017,(3):116-122.

[9]王曙光,杨敏.地方国有资本投资运营平台:模式创新与运行机制[J].重庆:改革,2018,(12):131-141.

[10]卜君,孙光国.国资监管职能转变与央企高管薪酬业绩敏感性[J].北京:经济管理,2021,(6):117-135.

[11]杨李娟,熊凌云.国有资本投资运营公司改革能提升国有企业投资效率吗[J].南昌:当代财经,2023,(3):131-143.

[12]王雪,廖强,王钰涵.国有资本投资运营公司改革和企业自愿性信息披露[J].南昌:当代财经,2023,(3):144-156.

[13]杨兴全,李文聪,尹兴强.国资管理体制改革与国企创新——基于"两类公司"设立的证据[J].北京:经济管理,2022,(6):24-42.

[14]綦好东,吕振伟,苏琪琪.国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率[J].北京:经济管理,2022,(10):39-55.

[15]陈艳利,戚乃媛.国有资本投资运营公司的创新驱动路径研究——基于扎根理论的探索性分析[J].大连:财经问题研究,2023,(3):94-105.

[16]王凯,王辰烨.国有资本投资运营公司组建对企业创新的影响研究——基于准自然实验的证据[J].新乡:管理学刊,2023,(1):120-139.

[17]梁上坤,姜艳峰.国有资本授权经营体制改革与国有企业过度负债[J].北京:经济管理,2024,(6):125-142.

[18]乔琳,綦好东.国资监管体制改革对国有企业绩效的影响——基于以管资本为主改革的准自然实验[J].重庆:改革,2023,(3):46-61.

[19]盛朝迅.新发展格局下推动产业链供应链安全稳定发展的思路与策略[J].重庆:改革,2021,(2):1-13.

[20]陈金至,刘元春,宋鹭.进退相济:国有经济的产业布局与宏观稳定效应[J].北京:管理世界,2023,(10):23-41.

[21]黄群慧.新发展格局的理论逻辑、战略内涵与政策体系——基于经济现代化的视角[J].北京:经济研究,2021,(4):4-23.

[22]王欣,付雨蒙.国有企业推动国产替代的功能、模式与实现路径[J].北京:产业经济评论,2023,(5):34-53.

[23]曾嶸,唐松.新冠疫情下国有企业的经济稳定器作用——基于供应链扶持的视角[J].北京:经济研究,2023,(3):78-96.

[24]Coase,R.H.The Nature of the Firm[J].Economica,1937,4,(16):386-405.

[25]李青原,唐建新.企业纵向一体化的决定因素与生产效率——来自我国制造业企业的经验证据[J].北京:南开管理评论,2010,(3):60-69.

[26]Du,J.,Y.Lu,Z.Tao.Contracting Institutions and Vertical Integration:Evidence from China's Manufacturing Firms[J].Journal of Comparative Economics,2012,40,(1):89-107.

[27]卢闯,张伟华,崔程皓.市场环境、产权性质与企业纵向一体化程度[J].北京:会计研究,2013,(7):50-55.

[28]Fan,J.P.,J.Huang,R.Morck,B.Yeung.Institutional Determinants of Vertical Integration in China[J].Journal of Corporate Finance,2017,44:524-539.

[29]范子英,彭飞."营改增"的减税效应和分工效应:基于产业互联的视角[J].北京:经济研究,2017,(2):82-95.

[30]郝闻汉,袁淳,耿春晓.区域一体化政策能促进企业垂直分工吗? ——来自撤县设区的证据[J].北京:经济管理,2021,(6):22-37.

[31]袁淳,从圆匀,耿春晓.信息基础设施建设与企业专业化分工——基于国家智慧城市建设的自然实验[J].上海:财经研究,2023,(6):34-48.

[32]李凯，郭晓玲.产业链的垂直整合策略研究综述[J].广州：产经评论，2017，(3)：81-95.

[33] Williamson, O. E. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization[M].New York：The Free Press，1975.

[34]D'aveni，R.A.，A.Y.Ilinitch.Complex Patterns of Vertical Integration in the Forest Products Industry：Systematic and Bankruptcy Risks[J].Academy of Management Journal，1992，35，(3)：596-625.

[35]Barney，J.B.Strategic Factor Markets：Expectations，Luck，and Business Strategy[J].Management Science，1986，32，(10)：1231-1241.

[36]原磊.加快建设现代化产业体系[N].北京：中国经济时报，2023-3-20，(A04).

[37]孙喜.纵向一体化在中国产业升级中的作用研究[J].北京：科学学研究，2020，(11)：1954-1965.

[38]王思霓，王彩萍.国有企业提升产业链韧性的演进历程、内在逻辑与路径选择[J].北京：经济社会体制比较，2023，(5)：75-84.

[39]任广乾，薛佳冉.做好国企专业化与产业化"两手抓"[N].北京：经济日报，2024-5-23.

[40]吴楚仪，辛宇，徐莉萍，金献坤.国有资本分层管理与国有企业去杠杆——基于两类公司试点改革的考察[J].北京：财政研究，2023，(12)：96-108.

[41]何小钢.国有资本投资运营公司改革与国企监管转型——山东、重庆和广东的案例与经验[J].成都：经济体制改革，2018，(2)：24-27.

[42]Chang，S.J.，J.Hong.Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea：Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions[J].Academy of Management Journal，2000，43，(3)：429-448.

[43]柳雅君，郭檬楠.国资监管体制改革与国有企业全要素生产率[J].太原：经济问题，2023，(1)：80-86.

[44]Wu，C.，L.Xu，Y.Xin.The State Capital Investing and Operating Company Pilot Reform and Soe Bailouts[J].China Journal of Accounting Research，2023，16，(2)，100302.

[45]郭檬楠，吴秋生.国家审计全覆盖、国资委职能转变与国有企业资产保值增值[J].北京：审计研究，2018，(6)：25-32.

[46]梁上坤，姜艳峰.国有资本授权经营与资本结构动态调整[J].北京：计量经济学报，2023，(4)：1122-1153.

[47]Lin，K.J.，X.Lu，J.Zhang，Y.Zheng.State-Owned Enterprises in China：A Review of 40 Years of Research and Practice[J].China Journal of Accounting Research，2020，13，(1)：31-55.

[48]Gupta，N.Partial Privatization and Firm Performance[J].The Journal of Finance，2005，60，(2)：987-1015.

[49] Adelman, M. A. Concept and Statistical Measurement of Vertical Integration [M]. Business Concentration and Price Policy. Princeton University Press，1955.

[50]Buzzell，R.D.Is Vertical Integration Profitable[J].Harvard Business Review，1983，61，(1)：92-102.

[51]袁淳，肖土盛，耿春晓，盛誉.数字化转型与企业分工：专业化还是纵向一体化[J].北京：中国工业经济，2021，(9)：137-155.

[52]鲍晓静，李亚超.企业一体化加剧还是抑制了内部控制缺陷？——基于股权异质性与债务异质性的考察[J].上海：会计与经济研究，2020，(6)：32-44.

[53]赵颖，鲁元平，杨国超.税收激励如何影响企业内分工?[J].北京：管理世界，2024，(1)：61-78.

[54]郭策，张腾元.贸易政策不确定性与企业专业化分工——基于中国加入WTO的准自然实验[J].北京：宏观经济研究，2021，(3)：67-84.

[55]刘大勇，徐晓轩，李妍，胡秋阳，段文斌.降低制度性交易成本如何影响城市间技术要素流转——基于政府服务与专利技术市场流动路径的分析[J].上海：财经研究，2023，(11)：110-124.

[56]张伟华，郭盈良，张昕.纵向一体化、产权性质与企业投资效率[J].北京：会计研究，2016，(7)：35-41.

[57]蔡庆丰，陈熠辉.开发区层级与域内企业并购[J].北京：中国工业经济，2020，(6)：118-136.

[58]刘军，王佳玮，程中华.产业聚集对协同创新效率影响的实证分析[J].北京：中国软科学，2017，(6)：89-98.

[59]辛宇.国有资本投资、运营公司与国有经济的高质量发展——基于国企系族的视角[J].武汉：财会月刊，2019，(11)：3-8.

[60]刘纪鹏，刘彪，胡历芳.中国国资改革：困惑、误区与创新模式[J].北京：管理世界，2020，(1)：60-68.

[61]Fan，J.P.，T.Wong，T.Zhang.Institutions and Organizational Structure：The Case of State-Owned Corporate Pyramids[J].The Journal of Law，Economics & Organization，2013，29，(6)：1217-1252.

[62]Van Binsbergen，J.H.，J.R.Graham，J.Yang.The Cost of Debt[J].The Journal of Finance，2010，65，(6)：2089-2136.

[63]鞠晓生，卢荻，虞义华.融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J].北京：经济研究，2013，(1)：4-16.

Reform of the State-Owned Capital Authorized Operation System and Enterprise Vertical Integration:An Empirical Test from the Perspective of Transaction Costs

TENG Fei[1,2], WU Chu-yi[3], XIN Yu[4]

(1.School of Marxism, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China;
2.Guangdong Province Research Center for Xi Jinping Thought on Socialism with Chinese Characteristics for a New Era, Guangzhou, Guangdong, 510635, China;
3.International Business School, Guangdong University of Finance & Economics, Foshan, Guangdong, 528100, China;
4.School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China)

Abstract: State-owned enterprises are an important vital of the national economy.To strengthen the development of state-owned enterprises, the report to the 20th National Congress of the Communist Party of China formulates pivotal strategic directives for deepening the reform of state-owned capital and enterprises.Building upon this foundation, the Third Plenary Session of the 20th Central Committee of the Communist Party of China further clarifies the implement of deepening the reform of state capital investment and operation companies (Reform of Two Types of Companies, RTTCs).

State-owned enterprises are the backbone of the modern industrial system, and further leveraging their role in promoting industrial development is one of the major tasks of comprehensively deepening the reform of the state-owned economy in the new era.Under conditions of heightened market uncertainty and institutional complexity, vertical integration emerges as a strategic governance mechanism to mitigate the uncertainty.By implementing vertical integration, state-owned enterprises consolidate upstream supply networks and downstream distribution channels, thereby enhancing their industrial control capacity and reinforcing their role as linchpins in modern industrial systems.The vertical integration strategy is a result from a trade-off between internal transaction costs within the firm and external transaction costs in the market. Previous research has found that the decision-making behavior of state-owned enterprises has undergone significant changes after the RTTCs, indicating that the reform is projected to exert a significant impact on the vertical integration of state-owned enterprises through its concurrent effects on endogenous intra-firm coordination costs and exogenous market transaction costs, which are key determinants in the Coase framework of firm boundary analysis.This leaves us a research gap that how the RTTCs will influence the vertical integration of state-owned enterprises.

Theoretically, the RTTCs, on the one hand, can reduce internal coordination costs within state-owned enterprises by improving corporate governance and alleviating financing constraints, thereby enhancing state-owned enterprises' vertical integration. On the other hand, the reform may also reduce external transaction costs by weakening the policy burden on state-owned enterprises and mitigating information asymmetry, thereby lowering the level of vertical integration. The net effect of the RTTCs on the vertical integration depends on the relative strength of internal coordination costs mechanism and external transaction costs mechanism.

Using a sample of Chinese A-share non-financial listed companies from 2011 to 2020 and constructing a Difference-in-Differences (DID) model based on the RTTCs across various levels and provinces, this paper empirically finds that the reform has increased the level of vertical integration in state-owned enterprises.This is a combined result of reducing both internal coordination costs and external transaction costs. The analytical examination of the underlying mechanism demonstrates that a higher level of internal coordination costs and a lower level of external transaction costs are associated with a stronger effect of the RTTCs.Heterogeneity research shows that the effect of the reform is stronger for state-owned enterprises engaging in vertical mergers and acquisitions, industries that are government policy supported, regions with higher industrial agglomeration, shorter equity control chains of actual controllers, and weaker financial capacity. Additionally, there are certain differences in the effect among the two types of companies with different orientations, levels, and establishment methods. Further research finds that the increase in vertical integration of state-owned enterprises resulting from the RTTCs can improve their total factor productivity and economic value added.

This paper provides empirical evidence for the effectiveness of the RTTCs, shedding light on the role of state-owned enterprises in industrial development from the perspective of vertical integration.Informed by the theoretical implications of our analysis, this investigation yields critical policy implications for advancing the structural realignment of state-owned asset management systems and enterprise governance frameworks, thereby fostering the development of a modern industrial system.

Key Words: state-owned capital authorization and management; vertical integration of state-owned enterprises; transaction costs

JEL Classification: L22, D23, P31

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2025.05.005

(责任编辑:李先军)