

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 \_\_\_\_\_ 物产中大混合所有制改革  
\_\_\_\_\_ 模式对绩效的影响研究

研究生姓名: \_\_\_\_\_ 李馨

指导教师姓名、职称: \_\_\_\_\_ 雒京华 教授 李波 正高级会计师

学科、专业名称: \_\_\_\_\_ 会计硕士

研究方向: \_\_\_\_\_ 注册会计师

提交日期: \_\_\_\_\_ 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李馨 签字日期： 2022.6.10

导师签名： 魏系华 签字日期： 2022.6.13

导师(校外)签名： 李淑 签字日期： 2022.6.13

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意”/“不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 李馨 签字日期： 2022.6.10

导师签名： 魏系华 签字日期： 2022.6.13

导师(校外)签名： 李淑 签字日期： 2022.6.13

# **Research on the Impact of Wuchan Zhongda's Mixed Ownership Reform Mode on Performance**

**Candidate : Li Xin**

**Supervisor : Luo Jinghua Li Bo**

## 摘要

近年来混合所有制改革热度一直攀升,成为学界研究的热点。国企通过混改有利于革除其僵化体制在市场经济发展中暴露的弊端,增强其发展动力、活力、竞争力。物产中大作为浙江省属国企,通过整体上市、引进战略投资人、实施员工持股计划三种模式的组合运用完成混合所有制改革,获得明显效果,列入了《国企改革12样本》中,是具有标志性和重要参考意义的混改个案。

本文首先通过对相关权威文献的主要观点进行整理评述,并厘清用到的理论基础,为后文的分析积累充分的理论知识。其次,在案例介绍部分,本文对物产中大进行了简要介绍,对其混改的背景进行宏观、中观、微观分析,并对其混改的三种模式进行梳理。再次,从公司内外部治理机制两个层面,探究混改不同模式对企业绩效的影响机理。最后,从财务和市场绩效两个维度分析了物产中大混改的绩效,探讨物产中大通过混改是否达到了企业预期的效果。

本文研究重点要解决的两个问题,一是探究混改不同模式对企业绩效的作用机理,即物产中大混合所有制改革的具体模式是如何改善公司内、外部治理机制,进而作用于企业绩效的;二是通过财务和市场绩效两个维度,对物产中大混合所有制改革进行绩效评价。通过解决上述两个问题以期为国企混改模式的选择提供一定的理论支撑和思考借鉴,为国企的市场化改革提供方向指引。

本文的研究结论是:第一,在混改模式的选择方面,引进战略投资者、员工持股和整体上市三种不同的混改模式各有利弊,在选择具体混改路径时,应当立足企业当前发展实际,综合考量未来发展战略,选择合适的混改模式。第二,在公司治理方面,混改通过产权改革和引入市场竞争作用于公司内外部治理机制,有利于提升公司治理水平,产生协同效应,推动企业发展壮大。

**关键词:** 混合所有制改革 模式 绩效 物产中大

## Abstract

In recent years, the reform of mixed ownership has become a hot topic in academic research. Through mixed reform, state-owned enterprises can get rid of the disadvantages exposed by their rigid system in the development of market economy, and enhance their development power, vitality and competitiveness. As a state-owned enterprise in Zhejiang Province, Wuchan Zhongda has achieved remarkable results in the reform of mixed ownership through the combination of the overall listing, the introduction of strategic investors and the implementation of the employee stock ownership plan. Among the "12 Samples of State-owned Enterprise Reform", it is a landmark and important reference case of mixed reform.

This paper firstly reviews the main viewpoints of the relevant authoritative documents, and clarifies the theoretical basis used in this paper, so as to accumulate sufficient theoretical knowledge for the subsequent analysis. Secondly, in the case introduction part, this paper briefly introduces the Wuchan Zhongda, including analyzing the background of its mixed reform from the macro, meso and micro levels, and sorting out its three modes of mixed reform. Thirdly, from the two levels of the company's internal governance mechanism and external governance mechanism, it explores the effect mechanism of different modes of mixed reform on corporate performance. Finally, it analyzes the

performance from two dimensions of financial performance and market performance, and discusses whether the mixed ownership reform of Wuchan Zhongda has achieved the expected purpose and effect.

This paper focuses on two problems to be solved. One is to explore the mechanism of the impact of different mixed ownership models on corporate performance, that is, how to improve the internal and external governance mechanisms, further affecting the performance of the enterprise. Second, through the two dimensions of financial performance and market performance, it explores how the mixed ownership reform affects the corporate performance. By solving the above two problems, we expect to provide some theoretical support for the choice of mixed reform model of state-owned enterprises and demonstrate the way for the market-oriented operation of state-owned enterprises.

The conclusions of this paper are as follows. First, in the selection of mixed reform mode, the introduction of strategic investors, employee stock ownership and the overall listing have their own advantages and disadvantages. When choosing a specific path for mixed ownership reform, an enterprise should base itself on its current development reality and take a comprehensive consideration of its future development strategy. Second, in the aspect of corporate governance, through the reform of property rights and the introduction of market competition, the mixed reform can improve the corporate governance level, produce

synergy effect and promote the development and growth of enterprises.

**Keywords:**Mixed ownership reform;Mode;Performance;Wuchanzhongda

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	1
1.2 研究内容与方法 .....	2
1.2.1 研究内容 .....	2
1.2.2 研究方法 .....	3
<b>2 文献综述及理论基础</b> .....	<b>5</b>
2.1 文献综述 .....	5
2.1.1 混合所有制改革的内涵及模式 .....	5
2.1.2 混合所有制改革模式对企业绩效的影响 .....	6
2.1.3 企业绩效评价 .....	9
2.1.4 文献述评 .....	9
2.2 理论基础 .....	10
2.2.1 产权理论 .....	10
2.2.2 超产权理论 .....	11
2.2.3 公司治理理论 .....	12
2.2.4 协同效应理论 .....	13
<b>3 物产中大混合所有制改革的案例介绍</b> .....	<b>14</b>
3.1 物产中大简介 .....	14
3.2 物产中大混合所有制改革的背景 .....	15
3.2.1 宏观层面混改政策引领 .....	15
3.2.2 中观层面行业竞争加剧 .....	15
3.2.3 微观层面企业转型需求 .....	15
3.3 物产中大混合所有制改革的模式 .....	16



3.3.1 整体上市 .....	16
3.3.2 引入战略投资者 .....	17
3.3.3 员工持股 .....	17
<b>4 物产中大混合所有制改革模式对绩效的影响机理 .....</b>	<b>19</b>
4.1 公司内部治理层面 .....	19
4.1.1 优化股权结构 .....	19
4.1.2 完善董监高治理 .....	22
4.1.3 强化激励机制 .....	25
4.2 公司外部治理层面 .....	26
4.2.1 融入资本市场 .....	26
4.2.2 改善产品市场 .....	27
<b>5 物产中大混合所有制改革的绩效分析 .....</b>	<b>29</b>
5.1 财务绩效 .....	29
5.1.1 基于财务指标的绩效分析 .....	29
5.1.2 基于经济增加值的绩效分析 .....	35
5.2 市场绩效 .....	39
5.2.1 研究步骤 .....	39
5.2.2 结果分析 .....	40
<b>6 研究总结 .....</b>	<b>43</b>
6.1 研究结论与启示 .....	43
6.1.1 研究结论 .....	43
6.1.2 启示 .....	44
6.2 研究不足与展望 .....	45
6.2.1 研究不足 .....	45
6.2.2 展望 .....	45
<b>参考文献 .....</b>	<b>47</b>
<b>后记 .....</b>	<b>51</b>

# 图表目录

图 1.1	文章结构与研究框架 .....	3
图 2.1	公司治理理论下混改对企业绩效的影响机理 .....	12
图 3.1	物产中大供应链集成服务业务模式 .....	14
图 4.1	物产中大三种不同的混改模式对企业绩效的影响机理 .....	19
图 4.2	物产中大混改前股权结构图 .....	21
图 4.3	物产中大混改后股权结构图 .....	21
图 5.1	物产中大混改前后盈利能力指标变化趋势 .....	30
图 5.2	物产中大混改前后偿债能力指标变化趋势 .....	32
图 5.3	物产中大混改前后营运能力指标变化趋势 .....	33
图 5.4	物产中大混改前后成长能力指标变化趋势 .....	34
图 5.5	物产中大 2012—2020 年 EVA 经济附加值趋势 .....	38
图 5.6	物产中大混改估计期模拟个股收益与市场指数收益线性关系 .....	40
图 5.7	物产中大混改事件期内超额收益率和累计超额收益率 .....	42
表 3.1	物产中大 2020 年三大业务数值及占比 .....	14
表 3.2	物产中大本次混改募集配套资金交易对象认股情况 .....	16
表 3.3	物产中大 2015 年度员工持股计划具体认股情况 .....	18
表 4.1	物产中大混改前后股权变化情况 .....	20
表 4.2	物产中大混改前后监事会成员构成变动情况 .....	22
表 4.3	物产中大 2015 年董事会成员构成情况 .....	24
表 5.1	物产中大混改前后盈利能力指标变动情况 .....	30
表 5.2	物产中大混改前后偿债能力指标变动情况 .....	31
表 5.3	物产中大混改前后营运能力指标变动情况 .....	33
表 5.4	物产中大混改前后成长能力指标变动情况 .....	34
表 5.5	物产中大混改前后现金流量指标变动情况 .....	35
表 5.6	物产中大 2012-2020 年税后净营业利润计算 .....	36
表 5.7	物产中大 2012-2020 年资本总额计算 .....	36
表 5.8	物产中大 2012-2020 年加权平均资本成本计算 .....	37
表 5.9	物产中大 2012-2020 年 EVA 计算 .....	38

表 5.10 物产中大混改事件期市场绩效相关指标 ..... 40

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

国有企业是全面带动国家经济发展的“领头羊”，曾带领中国经济规范有序、高质高速发展。但是，随着市场化进程的加快，国有企业错综复杂的体制弊端引发的效率问题逐渐明显，日益制约着国企的进一步发展。国资国企改革是国家经济改革大局的关键部分，对我国经济社会转型发展具有重大的先导作用。混合所有制改革（以下简称混改）作为国企深化改革的着力点，通过国有资本与民资、外资的有效融合，有利于促进国企民企的双赢。

一方面，国企混改通过产权改革和市场竞争，引入多元投资主体，改革内部僵化的体制机制，使国企在规范运营的基础上焕发活力，提升治理水平和经营效益。另一方面，民营企业参与混改有利于实现多元扩张，拓宽其发展空间。此外，民企参与混改后，有国企作为强大的后盾，将有助于后续的融资和发展，为其带来诸多显性和隐性福利。

浙江省在改革开放以来凭借区位和政策的先发优势，民营经济获得极大的发展。为了在适应社会主义市场经济的前提下实现国有、民营经济的全面协调发展，浙江省积极推进与深化国企混改，以激发国有企业的发展新动力。物产中大集团（以下简称物产中大）作为浙江区域国企改革的标杆，在混合所有制改革的实践中刷新了混改整体上市的时间速度，极具代表性和研究价值。

### 1.1.2 研究意义

#### （1）理论意义

混合所有制改革从发起伊始即受到学界与实践界重视，目前已有研究重点聚焦于混改的含义、动机、问题、绩效等方面，而对混改不同模式如何影响企业绩效的作用机理探究较少。本文对物产中大不同混改模式影响企业绩效的内在逻辑展开剖析，有助于丰富学界关于混合所有制改革模式与绩效关系理论的研究成

果，可以为今后深入研究提供新的借鉴思路。此外，关于混改的模式与路径，现有研究多是从单一视角、单一方式切入，比如基于引入战略投资者视角，或基于股权激励视角等，而对采用多种方式进行混改的案例关注较少，但现实中大多数国企进行混合所有制改革采用的是各种模式的综合运用。因此，本文通过梳理物产中大综合多样化的混改模式，来探究其绩效表现，有利于拓展混合所有制改革的研究视角。

## （2）现实意义

混合所有制改革作为产权层面的改革，兼具重要性和敏感性。深入认识混改的内涵、模式，探究其作用机理，明确混改对企业绩效的影响，对更好地发挥国企混合所有制改革的积极价值具有重要的现实意义。物产中大作为浙江省地方国企改革标杆，其综合性极强的混改模式具有样本价值，本文通过探究其混改实施过程与绩效表现，并理顺不同的混改模式与企业绩效的内在机理，以期对之后的国企混改模式选择提供更加普适的实践指导意义，从而高效地推动我国国企混改进程。

## 1.2 研究内容与方法

### 1.2.1 研究内容

本文以产权理论、超产权理论、公司治理理论、协同效应理论为切入点，梳理了物产中大混改的实施过程，从公司内外部治理两个角度，探究混改不同模式对企业绩效的作用机理，并从财务和市场绩效两个维度分析混改对企业绩效的影响，最后做出研究总结。本文研究内容共分为以下六个部分：

第一部分：绪论。本部分主要介绍论文的研究背景及意义，研究内容与方法。

第二部分：文献综述与理论基础。通过对相关文献的主要观点进行整理评述，并厘清本文的理论依据，为后文的分析奠定理论基础。

第三部分：物产中大混合所有制改革案例介绍。包括物产中大集团简介、混改的背景介绍，以及物产中大混改模式的梳理。

第四部分：物产中大混合所有制改革模式对绩效的影响机理。本部分通过公司内外部治理两个层面，具体分析不同混改模式对物产中大绩效的影响机理。

第五部分：物产中大混合所有制改革的财务与市场绩效分析。

第六部分：研究总结。包括研究结论与启示，研究不足与展望。

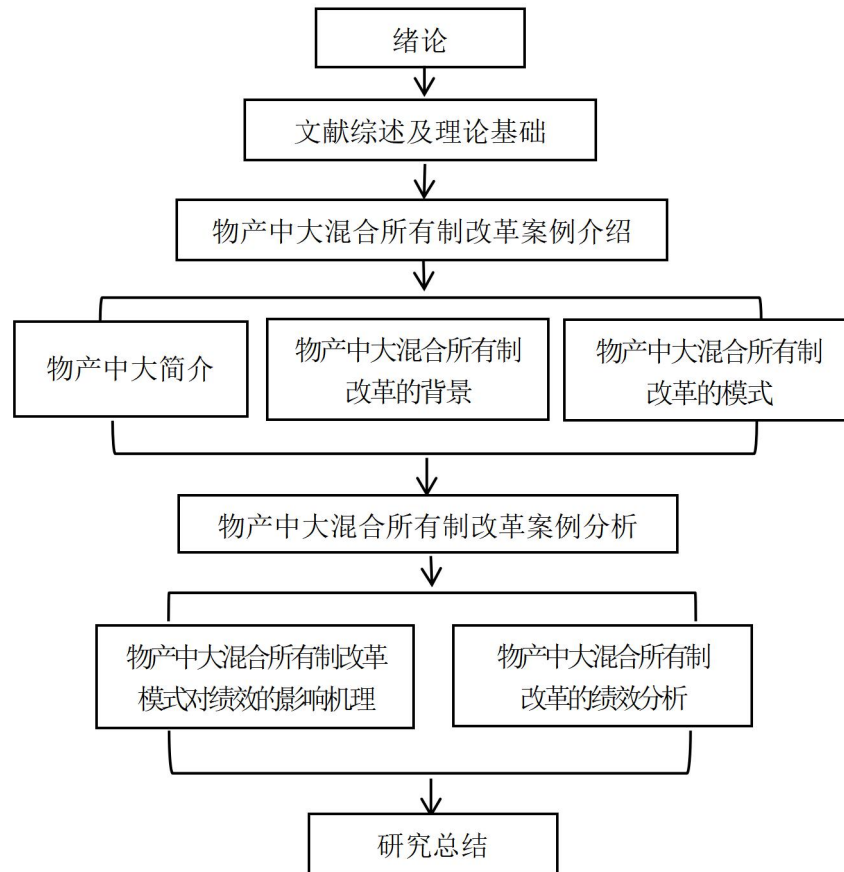


图 1.1 文章结构与研究框架

## 1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法。文献研究法是通过整合梳理大量文献资料，加深对研究课题的理解，形成自己的认识，通过文献综述来展现现有研究，通过文献述评来提出个人新的思考，以前人的相关研究为基础，支撑自己新思路下后续的研究工作，从而对本文要解决的重点问题进行分析研究的一种方法。本文在写作过程中，通过在高校图书馆查找有关国有企业混合所有制改革的纸质版权威文献，通过中国知网等中文数据库，搜索相关的时效性较强的电子版文献资料，进而对本研究课题有了更进一步的认识，并找到了目前国内外研究关注较少的部分，在此基础上进一步确定自己的研究方向。

(2) 案例研究法。案例研究法是通过选定某一案例作为自己研究的主体，

就研究主题分析案例企业的成功做法或失败原因,以得到相对普适性的经验供类似企业借鉴。本文以物产中大集团作为案例研究对象,通过具体分析物产中大混合所有制改革的背景、模式,探究其不同混改模式对绩效表现的影响机理,并以相关资料、数据作为支撑,进一步计算其混改前后的财务指标、经济增加值以评估其混改的财务绩效,采用事件研究法评估其混改的市场绩效,最后得出研究结论和启示。

(3) 事件研究法。事件研究法是在社会主义市场经济有效的假定前提下,将研究对象视为一种特殊的宏观经济事件,而其影响也会从市场价格和股票收益率中体现出来。所以,用观测到的市场价格与股票收益率之间的变化情况,即可计算该事件的宏观经济影响。本文将通过采用事件研究法,计算物产中大混改期间收益率变动情况,以对其混改的市场绩效影响作出分析。

## 2 文献综述及理论基础

### 2.1 文献综述

#### 2.1.1 混合所有制改革的内涵及模式

##### (1) 混合所有制改革内涵

厘清什么是混合所有制经济以及什么是混合所有制这两个概念,有利于深入理解混合所有制改革。朱光华(2004)指出我国学界一般把混合所有制经济分为两个层面,宏观上指的是多种经济成分融合而成的一种社会经济成分,微观上指的是多元产权结构的企业。黄速建(2014)进一步指出,在企业中,国有资本和非国有资本交叉持股、彼此融通、优势互补的股权结构即为混合所有制。李建标、王高阳等(2016)认为,混合所有制改革就是通过消除所有制的限制,引入混合所有制形式,进而讨论多元持股主体在上市公司中参股博弈的问题。李念、李春玲等(2016)提出企业进行混合所有制改革是对计划经济与市场经济的兼容并包,作为资本载体,国企混改将极大地促进我国混合所有制经济发展。

Meggison&Netter(2001)提出,国企混改后的股权结构,应在降低国有股绝对地位的同时,引入多元持股主体才能被称作混合所有制企业。胡颖、刘少波(2005)提出,通过引入非国有法人参股和自然人持股,降低股权集中度,改变国有大股东的绝对地位,实现股权的多元与制衡,是有效地参与了混改的表现之一。在公司治理方面,要重视非国有股东的话语权,大股东以外的董事席位分配,监事会在构成上的科学性以及职业经理人制度的建立等。张卓元(2015)、王辉、孙志强(2019)认为国企混改不仅是产权层面的混合,更关键的是在企业层面引资本、建体制、转机制,其核心是国企股权结构的完善、公司治理的规范和市场化经营机制的转换。周娜、鲍晓娟(2017)认为,混合所有制企业应该给予国有资本、民营资本等各方利益主体相当的股东权利,以保障各方对公司重大事项的参与权、表决权,从而优化公司治理。即混改后民营股东是否能够在公司治理中享有一定的发言权,企业是否由行政化管控转变为市场化运营也是衡量国企混改的标准之一。



## （2）混合所有制改革模式

混改模式主要指国企实行混合所有制改革的具体方式、途径或路径，随着改革实践的全面深化，学界对国企混改模式的研究已较为成熟。吴爱存（2014）认为，国企通过引入战略投资者等方式可以为公司发展带来先进技术、大量资金以及丰富的管理经验，促进双方实现技术、资金、管理资源协同，这一过程的主流实现方式包括整体上市、并购重组、产业链升级、核心员工持股和融资方式多元。邱霞（2015）认为，混合所有制改革一方面实现了国企产权多元化，另一方面促使企业参与市场化竞争。邱霞将国企混改模式概括为改制上市、民企参股、国企并购以及员工持股四种。赵子坤、李彬等（2017）总结现有研究成果，归纳出国企混改的模式大体包括内外两种：整体上市和员工持股依靠企业自身内部的收购重组或股权份额重新配置即可实现，而引入战略投资者则是在引入外部资本力量的基础上实现企业改革的一种方式。张继德、刘素含（2018），沈红波、张金清等（2019）提出，从内部改革视角来看，经济效益良好的国企更适宜上市，而员工持股往往作为补充措施成为推行混改的一种手段，利用股权激励刺激员工的主观能动性；从外部改革视角出发，战略投资者的引入可以为企业带来大量社会资源，有利于资源互补，提升企业在同行业中的竞争力，实现双方协同和共赢。王辉、孙志强（2019）认为国企混改的路径主要包括公开上市、并购重组、引入战略投资者和员工持股，并进一步提出优化进入退出机制，信息披露制度，调整企业与政府的关系等具体改革措施。肖彦、董琦雅等（2019）通过数据统计揭示，大约有五分之四以上的企业最终选择引入非国有法人参股和并购重组的方式进行混合所有制改革，这两种方式对企业快速扩张，实现市场化机制改革而言也是最为直接和高效的。张伟（2019）指出，国企混改方案的设计根据企业的实际情况应有不同的侧重，但共通之处在于只有同时调整所有制结构与市场化改革才能显著提高混改绩效。杨家丽（2021）通过对比几种模式发现，引入战略投资者的混改模式对公司各方面改革更为彻底，相应地对公司治理和企业绩效产生的积极效用也最为突出。

### 2.1.2 混合所有制改革模式对企业绩效的影响

通过对混改模式相关文献的整合归纳，可以得出当前我国主要有整体上市、

引入战略投资者、国有企业并购以及员工持股四种混改模式，这四种模式也是本文研究的重点，下面将分别梳理四种混改模式对企业绩效的影响的相关文献。

### （1）整体上市混改模式对企业绩效的影响

Malatesta（1983）认为利用整体上市的方式完成混改，有利于国有股权借助资本市场对其转让价格客观定价，从而使国资规范流转、依规交易。邓康林、高扬（2010）认为通过整体上市实现混改对企业市场绩效具有显著的正向效应，距离上市宣告日越近，正向反应越显著。魏成龙、许萌等（2011）提出整体上市对企业绩效的影响与上市后企业对内外资源的整合是否达到了应有的效果密切相关。莫磊、胡国强（2013）提出整体上市的混改模式有利于提升企业资产证券化率，实现国有资产保值增值。刘芳（2014）指出整体上市赋予企业面向资本市场融资的机会，通过股权融资缓解企业资金压力。杨羽（2020）认为通过整体上市可以完善企业管理体制和治理结构，优化上市公司产业链，调整企业内部资源分配，降低交易成本，使企业能够以资本市场为平台，取得规模效益和协同经营的积极作用。

### （2）引入战略投资者混改模式对企业绩效的影响

盛宇华、祖君（2014）提出，企业选择引入战略投资者的类型直接关系到引战后其绩效的变化情况，并进一步指出，互补性战略投资者的引入对企业绩效提升带来的正向作用最为明显。安星屿（2017），綦好东、郭骏超等（2017）提出国企在引入战略投资者的过程中可能会带来的一些问题，比如战略投资者的选择要与公司改革目标相匹配，要妥善处理战略投资者引入后与国有股之间的股权份额配比问题，要平衡好各主要投资主体的“权责利”，避免失去控制权导致国有资产流失。顾远（2019）认为，国企混改通过引入战略投资人，可实现双方协同发展，价值增值，优化国企股权结构，提升公司治理水平，显著提高公司的运营水平及竞争优势。宿晓、卢慧（2020）认为，战略投资者的引入可以形成对经营层决策权的监督制衡，有利于减少企业盈余管理行为。杨万寿（2021）提出异质性股权的引入可以有效抑制国有大股东的自利决策和利益侵占行为，从而促进国企经营绩效的提高。杨家丽（2021）提出国有企业混合所有制改革引入战略投资者有利于实现资源互补、资本融合、产业链延伸。

### （3）国有企业并购混改模式对企业绩效的影响

Bruner (2002) 通过对上百篇国企并购重组的文献进行研究汇总, 得出并购重组对企业扩张式发展具有良好的促进作用, 可以有效提升企业影响力。郭俊华 (2005), 胡海青 (2016) 认为, 国企通过并购重组实现混改, 有利于形成经营、管理、财务协同效应, 取得协同绩效。刘畅、韩爱华等 (2017) 通过对上百家上市公司并购前后的企业绩效进行实证研究、对比分析, 得出企业实行并购重组后, 其绩效的提升存在一定的时间差。陈柳卉、刑天才 (2018) 进一步研究发现, 并购重组虽然在短期内可以为企业带来规模的扩张、资产质量的优化提升以及管理体制的改革, 但大多数上市公司将这些显性优势转化为企业效益的实质提升往往还需两至三年的时间。冯璐 (2019) 提出, 并购重组在微观层面上可以改善公司内部治理, 形成多元化的股权结构和科学合理的股权制衡; 在宏观层面, 有利于打破所有制壁垒, 充分借助资本市场推进企业混合所有制改革, 提高企业质量。

#### (4) 员工持股混改模式对企业绩效的影响

Martin (2012) 认为员工持股通过股权捆绑企业与员工, 进而在利益一致性的驱使下, 促使员工提高工作动力与活力。陈晨、陈雅慧 (2013) 认为员工持股有利于提高员工的主人翁意识, 对企业核心人才起着极大的吸引和激励作用, 有利于提升企业凝聚力。黄群慧、余菁等 (2014) 指出员工持股可以发挥激励和治理的双重作用, 通过赋予员工一定的参与公司管理的权利, 激励其关注公司治理, 致力于企业业绩的提升。张孝梅 (2016) 进一步提出员工持股使众多自然人股东聚集, 形成一定的股权份额, 有利于国企产权多元, 缓解国有股绝对控股的局面。杨万寿 (2021) 指出通过设立员工持股平台来管理员工所持股份, 有利于完善股权制衡机制, 对管理层形成一定的制约力, 改善企业治理环境。但也存在一些反对的观点认为员工持股存在不利影响。彭陈 (2014) 指出如果监管不严, 员工持股可能会因国有资产定价不合理, 使国企资产被少数经营管理人员掌控, 造成国有资产流失的困局。王在全 (2015) 指出员工过度持股, 会造成决策主体多元, 影响决策效率。杨家丽 (2021) 则提出员工持股为企业带来的影响并不总是积极的, 如果没有一套系统的章程加以规范, 有可能侵害外部股东权益, 并进一步指出, 员工持股方案的设计还需根据企业自身特点, 进行全局规划, 形成自己的员工持股方案。

### 2.1.3 企业绩效评价

Buekert、Walker 和 Roering (1985) 提出, 绩效就是对企业经营效率、效果和应变力的客观评价, 包括投入产出比, 在产品与服务等方面与竞争者的差距程度, 以及面对瞬息万变的外部市场竞争的应变能力。Lebas (1995) 提出“绩效”是对企业是否达到其经营目的和经营效果的一种评估和判断。Homburg、Pfleßer (2000) 认为从财务和市场两个维度可以对企业绩效做出较为全面的评价。徐莉、柳瑞禹 (2004) 指出为了评价企业当前的经营现状和预测未来的发展潜力, 绩效评价时应采用针对性的指标, 运用合理的评价方法, 形成一定的评价标准。徐召红 (2014) 认为, 对企业绩效进行评价时应该同时包括反映企业盈利水平、营运效率、偿债压力、发展潜力等各方面能力的财务绩效和能够衡量企业估值的市场绩效。

关于企业绩效评价的政策, 我国财政部先后颁布施行了《企业财务通则》、《企业绩效评价操作细则(修订)》, 其中都提到要综合考虑企业的偿债、获利、营运能力来进行业绩评价, 不同的是后者补充了对企业发展能力的基本评价指标, 同时增加了相关的修正指标和评议指标, 因此对企业财务绩效的评价更加全面详细科学。王晓卯 (2008) 客观评价了 EVA 经济增加值绩效评价体系的优势和不足, 认为 EVA 经济增加值在评价企业获利与否时考虑了原始投入的权益资本成本, 但却忽视了对企业非财务指标的衡量。邓康林、高扬 (2010) 采用事件分析法分析发现整体上市可以提高企业的累计超额收益率, 改善市场绩效, 增加股东财富。康玲 (2016) 在分析保利房地产的经营绩效时, 根据企业经营特点将基于经济增加值的财务绩效分析方法和基于平衡记分卡的非财务绩效分析方法相结合, 构建了一套相对全面合理的企业绩效评价体系。

### 2.1.4 文献述评

经过对文献的梳理, 国内外相关学者对国企混合所有制改革达成了相对统一的观点, 即混改的核心是通过产权改革和引入市场竞争, 让多种异质性资本有效融合, 改善国企治理机制, 焕发国企运营活力。

对于混合所有制改革的模式, 即国企采用怎样的方式、手段、途径实现混合

所有制改革,通过文献综述的整合梳理,可以得出目前在我国主要的混改模式有整体上市、引入战略投资者、国有企业并购以及员工持股这四种。此外,国内外学者基本一致认同,混改模式的选择要结合企业发展具体情况,灵活运用多种改革模式相组合的方式推进不同国企混改,实现一般性与特殊性的有机结合。

对于混合所有制改革模式对企业绩效影响机理的研究,国内外相关学者普遍认为国企通过采用一种或多种途径结合的方式实现混改,有利于促进企业股权结构的多元与制衡,强化信息披露,引入管理人才,拓宽融资渠道,促进资源整合,建立市场化的经营机制,改善公司内外治理体系,从而对企业绩效的提升具有积极作用。

对于绩效评价,学界普遍认为通过财务和市场两个维度,可以较为全面地评价企业当前营运状况和未来发展前景。混合所有制改革的推行必然会影响到企业的运营水平、经营效率、投资者预期、市场价值等,而这些变化可以从财务指标的变动和市场收益率的变化趋势反映出来。因此,从以上两个维度可以对企业绩效进行较为全面的评价。

目前,国内外学者对国企混合所有制改革的研究主要是混改的内涵、困境及方案设计等理论层面,对相关的实践案例关注较少,对采用多种模式完成混改的案例研究更不多见。此外,在现有的研究成果中,针对混改具体模式对企业绩效的作用机理的分析,很少有研究能够明确体现。基于以上背景,本文对物产中大混改进程进行研究,探究其采用的不同混改模式对企业绩效的作用机理,并进一步对其混改的绩效进行分析,以期为之后的国企混改指明改革的方向。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 产权理论

产权理论的核心观念认为,主体明晰的产权结构有利于保障所有者的剩余利润取得权,进而强化利益激励,影响经济行为,提高组织运行效率,最终改善企业绩效。

产权具备排他性与激励性。产权的排他性有利于清晰界定各主体之间的权责关系,混合所有制企业通过一系列严格的规章制度,将日常经营规范化,落实企

业内各部分的主体责任，明确权责利，避免国有资产的不当流失，有利于增强抗风险水平。产权具有激励性，相较于国有企业，私有企业的产权所有者对企业经营创造的剩余收益具有占有权，会在收益和风险的权衡上更多地偏向收益，因此在具体的经营管理上更加灵活，以努力提升企业效益。此外，由于国有企业高管往往按照行政级别定薪，与企业绩效关联较低，使得高管工作缺乏主动性、积极性。而混改后新加入的非国有股东与企业利益高度一致，更有可能通过建立规范有效的治理体系来对高管行为进行监督约束，致力于业绩改善。明确的权责利关系和控制权与剩余收益索取权的统一又会促进企业合理有序高效运营，最终有利于企业绩效提高。

因此，清晰的产权界定是企业可持续发展的重要保证，而大多数国有独资企业委托代理关系复杂，使得真正的所有者并未实际参与到企业的运营和监管当中，导致“所有权虚置”，产权界定不清晰，从而为管理者决策获利提供了缝隙，最终影响企业整体价值。企业产权理论为国有企业通过混合所有制实现产权改革提供了依据，通过引入非国有资本，使企业产权界定更加清晰，从而激发国企内在活力，提升企业经营绩效。

### 2.2.2 超产权理论

超产权理论是产权理论的延伸，通过引入市场竞争与激励机制，使产权理论对信息不对称影响分析的空白得以弥补。它的核心观点是：适度的内部良性竞争和充分的外部市场竞争产生的隐含激励作用对企业绩效提升具有重要作用。高度市场化有利于激励企业在竞争中努力提升公司业绩，更有利于促进公司的可持续发展。同时在竞争充分的环境中，不对称信息趋向于完善，企业经营信息披露程度加强，信息的公开在强化监督效果的同时也为企业带来一种隐含激励，促使其努力工作，彰显自身能力，使自身价值增加的同时提升企业绩效。

就公司治理而言，超产权理论认为通过对经营者有效激励、合理约束，有利于降低产权交易的内外成本，实现股东权益最大化。就竞争机制而言，该理论认为企业引入外部市场竞争有利于充分利用外部环境资源和平台，激发“鲶鱼效应”，是绩效提升的一个重要方面。本文认为，混合所有制改革可以通过产权改革解决产权模糊、治理体系混乱等问题，为企业效益的改善奠定制度基础。此外，

根据超产权理论，异质性产权的引入能给公司带来诸多社会资源，激发内部良性竞争的同时提高外部市场环境竞争力，对绩效提升具有重大作用。

### 2.2.3 公司治理理论

公司治理是通过建立一系列制度、规则、章程对企业内外部环境进行管控，最终实现股东利益最大化的体系。股权结构安排是公司治理稳定有序的基础，其设计与调整相应地影响公司董事会、监事会和经理层的治理结构，而公司内部运行合理有序同样依赖于“三会一层”相应的制衡、激励、监督等作用的发挥。对于公司外部治理环境，主要是指产品市场、资本市场等对公司经营产生的影响，有效改善公司外部环境能够使企业在市场竞争中占据优势。

目前，国企混改仍面临着股权结构、董事会配置及运作机制等体制障碍，基于混改背景对公司治理问题进行理论研究，可以为解决上述问题提供借鉴与参考。本文重点解决的问题之一，以国有上市公司物产中大为样本，探究不同模式下的混合所有制改革对公司内外部治理机制的作用机理，正是基于公司治理理论。

公司治理理论下，混合所有制改革对企业绩效的影响机理如图 2.1 所示。

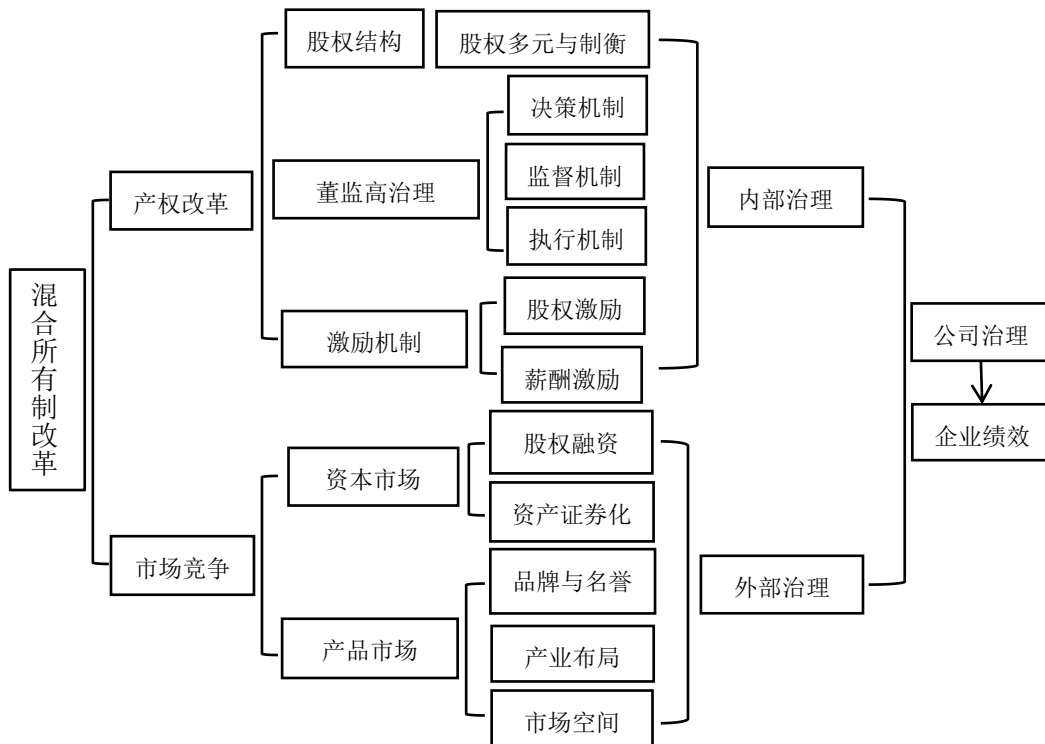


图 2.1 公司治理理论下混改对企业绩效的影响机理

## 2.2.4 协同效应理论

协同效应最初泛指整体中各相关部分相互协调、合作产生的联合作用。随后这一概念拓展到企业管理中，协同效应指企业对内协调好生产营销管理的各个环节，实现资源利用最大化。此后协同效应不断发展，从企业内部逐渐延伸至企业之间在各自独立的基础上相互协调合作互补产生“1+1>2”的效果。总的来说包括财务、管理和经营三方面的协同，即通过资源、业务等的整合发挥综合优势，提升企业的财务状况、管理效率、运营水平。

混合所有制改革将多元资本引入国有资本，有效整合国有资本的资金资源优势与社会资本灵活的经营管理机制，通过由此产生的协同效应来完善公司治理结构，达到提升国有资本和社会资本市场竞争力、实现双赢的目的。



### 3 物产中大混合所有制改革的案例介绍

#### 3.1 物产中大简介

物产中大集团股份有限公司是浙江省属国企，前身为浙江省物资局，总部位于浙江杭州，公司股票于 1996 年在上海证券交易所挂牌交易，股票代码：600704。2015 年公司推行混合所有制改革，集团实现整体上市，更名为物产中大集团股份有限公司。

物产中大旗下共有近四百余家成员企业，对外投资有四十二家公司，总雇员超万人，业务遍及世界两百余个国家和地区。其主营业务供应链集成服务包含了汽车、能源、跨境电商等六大领域，同时涉足实业投资、股权投资、国内贸易等板块，形成了以供应链集成业务为主，以金融和中高端实业为辅的互补型发展架构。2020 年物产中大三大业务数值占比如表 3.1 所示，其供应链集成服务业务模式如图 3.1 所示。公司在“一体两翼”战略指引下，打造核心竞争力，开启企业改革之路，最终成长为世界 500 强企业。

表 3.1 物产中大 2020 年三大业务数值及占比

业务	营业收入	收入比例	营业成本	成本比例	利润贡献
供应链集成服务	3806.62 亿	94.32%	3712.90 亿	94.83%	77.89%
金融服务	77.98 亿	1.93%	74.26 亿	1.90%	3.10%
高端实业	108.80 亿	2.70%	93.97 亿	2.40%	12.33%
其他	42.30 亿	1.05%	34.25 亿	0.87%	6.69%

资料来源：物产中大年报

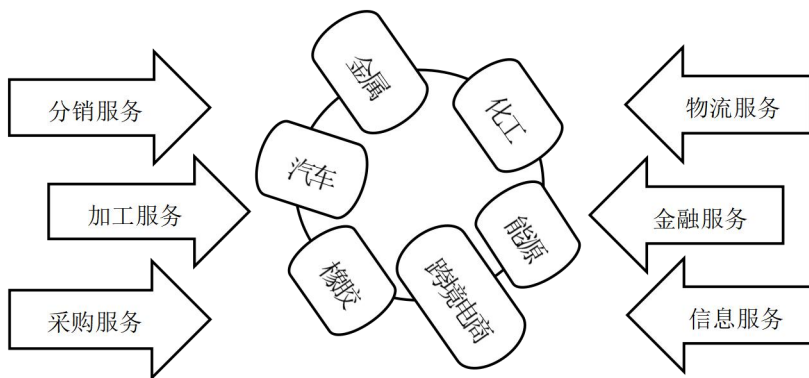


图 3.1 物产中大供应链集成服务业务模式

## 3.2 物产中大混合所有制改革的背景

### 3.2.1 宏观层面混改政策引领

目前国家政策部门对国企混改工作高度重视，并对其不断深化，推出一系列政策文件和试点方案引领国有企业推进混合所有制改革。2016年、2017年、2018年和2019年国家发改委分别发布第一批、第二批、第三批和第四批国企混改名单及试点项目方案，促进了混合所有制改革的深化。2018年国资委出台《国企改革“双百行动”工作方案》，对推进混改落地进行了整体指导。此后国企混改全面推行，政策框架日趋完善，为混改实操提供了指导意义。浙江作为国内民营经济大省之一，为使“国民共进”，激发浙江国企的潜力和活力，浙江积极响应国企改革，成为混改重点区域，发挥着示范效应。作为浙江省国有控股上市公司的物产中大在中央政策的引导以及地方政府的推动下，紧紧抓住改革契机，不断推进与加速混改，以推动自身及区域经济发展。

### 3.2.2 中观层面行业竞争加剧

物产中大属于批发零售贸易业，其主营业务市场化程度较高，易受经济波动冲击。2008年全球金融危机以来，贸易型公司整体面临经济增长迟缓和增速下滑的局面，行业发展衰退明显。物产中大在低迷的经济环境和整个行业低位运行的背景下，从2007到2014年，企业毛利率不可避免地大幅下降，盈利状况持续萎靡。此外，在互联网应用飞速发展的大背景下，中国物流行业的智慧化升级改造大势所趋，智慧物流产业的兴起，使传统生产资料贸易商的运营模式严重滞后于现代电子信息技术的发展，物产集团主业面临巨大冲击，发展形势不容乐观，业务转型迫在眉睫。物产集团上下群策群力，试图通过混改重新整合、协调资源布局，推动产业结构转型升级，妥善应对当前的挑战。

### 3.2.3 微观层面企业转型需求

首先，物产中大集团作为浙江省地方国企，其在混改前国有资本占据绝对优势，股权结构单一集中，公司管理体系僵化，集团管理层一直渴求构建现代企业

制度，改革低效的治理机制，实现长期可持续发展。而上市制度作为推动建立现代企业制度的重要途径，无疑成为集团首选。其次，资金约束极大地制约了公司的突破式发展，而上市可以扩展企业的融资渠道，同时解决长短期融资问题。此外，物产集团体量庞大，旗下子公司众多，经营范围覆盖面广，集团公司和成员公司之间难免存在因经营业务同类同质而导致的潜在恶性竞争。为缓解这一现实问题，减少资源浪费，使各成员公司团结协作，整个集团良性发展，物产集团以本次混合所有制改革为契机，重新整合业务布局，协调集团内外资源，促进战略转型升级，改善股权结构和公司治理机制，革除内部经营体制的局限，提升外部市场竞争力，以激发公司高质量发展新动能。

### 3.3 物产中大混合所有制改革的模式

#### 3.3.1 整体上市

2014年10月物产中大发布重大事项停牌公告，至2015年11月完成新股上市，这一进程主要分为三个部分。一是反向收购母公司。物产中大向其母公司物产集团的全体股东综资公司、交通集团以每股8.71元的价格分别发行73,402.35万股、44,988.54万股股份，吸收合并物产集团。二是购买物产国际。物产中大向煌迅投资发行1,641.39万股股份，购买其持有的物产国际9.60%股权，以避免吸收合并后的交叉持股问题。三是募集配套资金。公司向9名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，为上市后公司的主业运营和产业扩张提供充足的财务保障，如表3.2所示。

表 3.2 物产中大本次混改募集配套资金交易对象认股情况

序号	募集配套资金交易对方	认购股份数量上限(股)	认购金额上限(万元)	持股比例
1	2015年度员工持股计划	152,257,336	134,900.00	6.97%
2	浙江天堂硅谷融源投资合伙企业	33,860,045	30,000.00	1.55%
3	深圳市浙信资本管理有限公司	25,959,367	23,000.00	1.19%
4	上海中植鑫莽投资管理公司	22,573,363	20,000.00	1.03%
5	北京君联资本管理有限公司	16,930,022	15,000.00	0.78%

续表 3.2 物产中大本次混改募集配套资金交易对象认股情况

6	上海赛领丰禾投资基金合伙企业	16,930,022	15,000.00	0.78%
7	兴证证券资产管理有限公司	16,930,022	15,000.00	0.78%
8	三花控股集团有限公司	5,643,340	5,000.00	0.26%
9	华安未来资产管理有限公司	5,643,340	5,000.00	0.26%
合计		296,726,857	262,900.00	13.6%

资料来源：物产中大混改公告

### 3.3.2 引入战略投资者

2015年，物产中大非公开发行股票引入8家战略投资者，其持股数量及持股比例如表3.2所示。其中天堂硅谷融源的持股比例在8家战略投资者中占比最高达1.55%，不仅为物产中大的混改之路提供了持续的资金支持，而且凭借其过硬的专业知识和丰富的国企改革经验，帮助其识别、规避整体上市的潜在风险，为物产中大混改的贯彻执行提供了有价值的实务建议，助力混改顺利践行。三花控股集团有限公司作为国家重点高新技术企业以0.26%入股物产中大，结为战略合作伙伴，不仅为物产中大带来全球领先的专利技术，而且更能有效地对公司高管行为进行监督，推动物产中大产业结构升级。中植鑫莽投资管理公司作为战略投资者引入可以为物产中大提供战略策划、投资建议，有利于双方的互利共赢。浙信资本、北京君联、赛领丰禾等资产管理公司的引入可以为物产中大投资管理、企业管理提供科学决策，助力企业股权投资、项目融资等。

### 3.3.3 员工持股

物产集团曾经实施过员工持股计划1.0版本，即“人人持股”，但推行过程中遇到了一些问题，难以很好地激励员工，本次物产中大推出员工持股2.0版本，实行“骨干持股”。本次员工持股数量占交易完成后总股本的6.97%，具体认股情况如表3.3所示。

表 3.3 物产中大 2015 年度员工持股计划具体认股情况

员工类别	认购人数	认购股份	认购比例
物产集团董监高	10 人	7,619.6 万份	5.6%
物产中大董监高	14 人	5,670.4 万份	4.2%
中层管理人员及业务骨干	1050 人	121,610 万份	90.2%

资料来源：物产中大混改公告

## 4 物产中大混合所有制改革模式对绩效的影响机理

物产中大采用三种不同的混改模式，通过改善企业产权结构和市场环境，完善公司内外部治理机制，进而影响企业绩效。在内部治理角度，主要从股权结构、董监高治理、激励机制三方面发挥治理效应；在外部治理角度，通过作用于产品市场、资本市场实现外部市场环境的改善，从而全面提升企业绩效。

图 4.1 为物产中大三种不同的混改模式对企业绩效的影响机理。

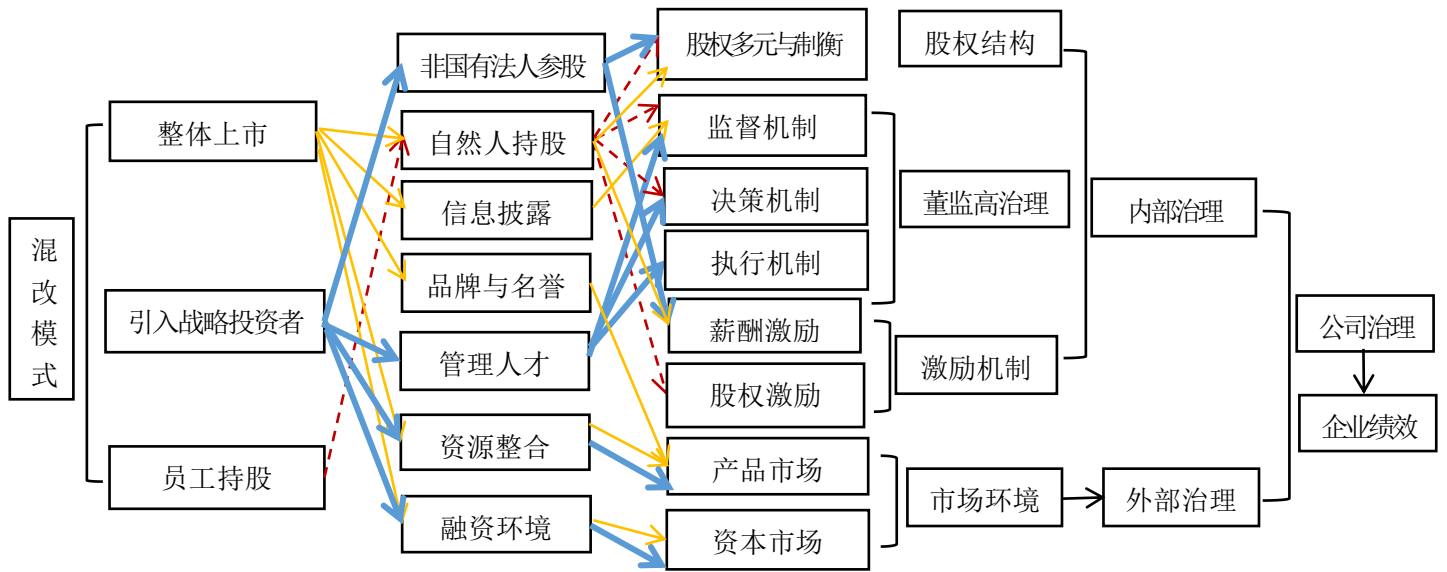


图 4.1 物产中大三种不同的混改模式对企业绩效的影响机理

### 4.1 公司内部治理层面

#### 4.1.1 优化股权结构

公司稳定有序地运行离不开合理的股权结构，它是公司持续发展的基础。混合所有制改革使民资、外资与国资实现高效融合，有利于企业所有权和经营权的合理配比，提高企业经营效率和治理水平。物产中大通过引入战略投资者，实现非国有法人参股，通过整体上市和员工持股计划引入了自然人股东，各种股权的加入实现了企业的股份制改造，有利于加强多元利益主体对国有股东的约束，从而形成多元利益制衡的良性发展局面，有助于搞活企业，为企业绩效的提高奠定制度基础。下面本文将具体说明物产中大不同混改模式下引入不同持股方后，其

股权结构的变化情况，及其对绩效的影响路径。

### (1) 整体上市对股权结构的影响分析

整体上市后，物产集团不再由国有股绝对控股，通过混改，浙江国资委将其所持物产集团股份转让给了国资公司和交通集团，改变了其一股独大的绝对地位，使股权集中度有所下降。同时，国资公司、交通集团所持股权份额相当，两者能够形成一定的牵制，使股权制衡性有所提高，具体持股比例见图 4.2 和图 4.3。而股权集中度和制衡性的改善，有利于优化股权结构，强化企业的独立性和稳定性。此外，整体上市使物产中大引入自然人股等流通股份，有利于进一步促进股权结构的多元，形成各投资主体相互制约与平衡的局面，促使公司良性运作。表 4.1 可以看到上市之后其股权结构的变化情况。

表 4.1 物产中大混改前后股权变化情况

股东名称	本次交易前（2014 年）		股东名称	本次交易后（2015 年）	
	股份数量 （万股）	持股比 例		股份数量 （万股）	持股比例
物产集团	30,499.75	30.62%	国资公司	73,402.35	33.62%
李怡名	2,568.49	2.58%	交通集团	44,988.54	20.61%
浙江省财务开发公司	2,136.40	2.14%	煌迅投资	1,641.39	0.75%
诺安基金—光大银行	2,068.49	2.08%	2015 年度员工持股计划	15,225.73	6.97%
国联安基金—民生银行	2,054.79	2.06%	天堂硅谷融源	3,386.00	1.55%
北京世纪力宏计算机软件科技有限公司	2,054.79	2.06%	中信并购基金—信浙投资	2,595.94	1.19%
财通基金—工商银行	1,095.89	1.10%	中植鑫莽	2,257.34	1.03%
财通基金—兴业银行	945.21	0.95%	君联资本	1,693.00	0.78%
华安创新证券投资基金—交通银行	881.68	0.89%	赛领丰禾	1,693.00	0.78%
国联安基金—民生银行	821.92	0.83%	兴证资管	1,693.00	0.78%
物产金属	500.00	0.50%	三花控股	564.33	0.26%
其他股东	68,599.76	68.88%	华安资管	564.33	0.26%
			其他股东	68,599.76	31.42%
合计	99,599.52	100.00%	合计	218,304.73	100.00%

资料来源：物产中大混改公告

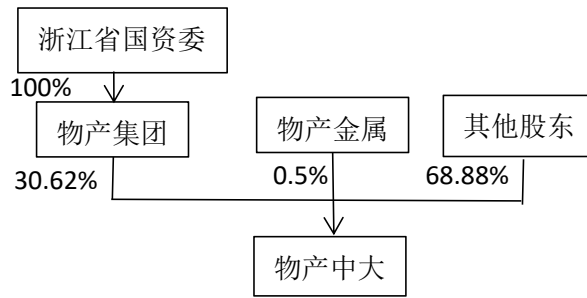


图 4.2 物产中大混改前股权结构图

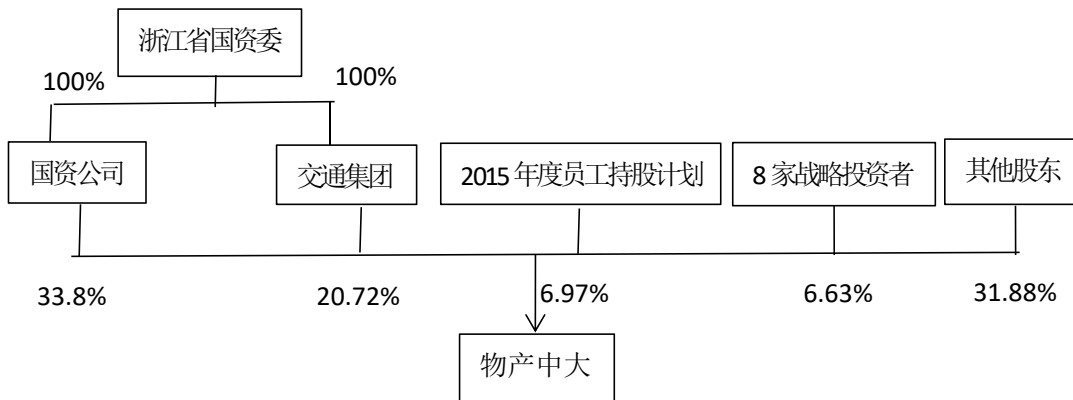


图 4.3 物产中大混改后股权结构图

### (2) 引入战略投资者对股权结构的影响分析

在此次混改中，物产中大还以 6.63% 的股权比例引入了 8 家战略投资者，非国有股的引入不仅促进物产中大法人结构的治理和完善，加强多元利益主体对国有股的约束，有助于明确企业产权，激发其发展动力及活力。同时为公司补充了大量资金，解决了融资难题。此外，多名战略投资者属于行业先进，入股物产中大的同时也带来了诸多技术和管理经验。尤其是天堂硅谷颇具国改经验，其加入物产中大有利于进一步提高混改的风险控制水平和管理能力及效率。

### (3) 员工持股对股权结构的影响分析

物产中大通过设立员工持股平台吸收员工所持股份对其进行系统化的管理，占总股本的 6.97%。员工个人股份具有广众性、集中性、稳定性、封闭性等特点，形成了多元化股东治理模式和各异质股权之间相互牵制的股权结构。让劳动者拥有公司股权，一方面，有利于激发员工主人翁意识和工作动力，提高参与公司治理的积极性；另一方面，各骨干员工持股并集中，有利于形成对大股东的制衡力量，对企业的决策和运行发挥一定的监督作用。



### 4.1.2 完善董监高治理

董事会、监事会、高层管理人员之间的协调、制衡与监督是公司内部治理机制能够高效运行的关键，直接决定着各项决策、执行、监督程序的运行，进而对企业绩效产生重大影响。物产中大通过混改构建了现代公司治理结构，完善了董监高治理，提高了治理效率。

#### (1) 整体上市对董监高治理的影响分析

上市公司建立现代企业制度，依法依规设立“三会一层”是交易所和监管部门的共同要求。通过一系列严格的规章制度，可以将日常经营规范化，落实企业各部分的主体责任，加强信息披露管理，提高公司透明度。因此，整体上市有利于建立现代企业制度，使公司内部治理规范化、标准化，董事会、监事会以及高级管理层等制度机制更加完善，公司经营行为进一步规范。

物产中大 2015 年实现整体上市，重新调整监事会成员，在成员数量上并无变动，仍为 5 名，但在成员构成上，变化有三，见表 4.2。一是增加职工监事，为职工接触了解公司战略和重大事项开通通道，为中小股东和职工诉求的表达提供了渠道；二是监事会主席由第二大股东交通集团成员担任，这有利于充分发挥第二大股东对第一大股东的监督制约作用，促进内部监督全面落地，完善公司内部外部约束治理体系；三是各位监事从业经验丰富多样，分别在财务、法务等方面具有良好的专业能力，且实现了不相容职务分离，具备充分的独立性和客观性，能够切实监督公司董事、高管，有效维护公司股东的正当权益。可见，上市公司的规范化要求促使监事会人员构成更加科学合理，极大地提升了监管效率，促使企业良性发展。

表 4.2 物产中大混改前后监事会成员构成变动情况

2014 年监事会成员			2015 年监事会成员		
姓名	职务	任职单位	姓名	职务	任职单位
张肃	监事会主席	物产集团	刘纯凯	监事会主席	浙江省交通投资集团
舒文云	监事会副主席	物产集团	张晓锋	监事	浙江省国有资本运营公司
黄志明	监事	浙江省财务开发公司	施心逸	监事	物产中大
邬玉明	监事	物产中大	辛琪	职工监事	物产中大

续表 4.2 物产中大混改前后监事会成员构成变动情况

毛文龙	职工监事	物产中大	朱江风	职工监事	物产中大
-----	------	------	-----	------	------

资料来源：物产中大年报

### (2) 引入战略投资者对董监高治理的影响分析

相比国有独资企业，民营企业的经营目标更偏向于盈利性。因此，国企在引入非公有资本后，其决策与运营在经济效益和社会责任的权衡上将更多地偏向前者。通过改革国有企业固有的行政化治理模式，使国企实现市场化、经济型治理，提高其经营效率。同时，由于异质性股权之间的相互碰撞，各股东会为了保障自身利益而致力于完善公司董监高治理体系，从而取得协同、长效治理效应。此外，相较于国有资本，民营资本在企业运营过程中会更加积极地监督甚至在必要时更换管理层，因而能够抑制管理者的机会主义行为，缩减企业不必要的管理成本，在降低企业成本的同时规范管理行为，促进企业绩效的提升。

2015年物产中大完成混合所有制改革，对董事会人数及成员构成都做了一定的调整。首先是人数增加至11人，包括7名董事和4名独董，两者都较之前增加一人；其次是成员构成趋向多元化，首次增加战略投资者，并且各董事专业背景、从业经历丰富多样，具体见表4.3。一方面，通过混改将具有财力、专业等实力的战略投资者引入公司董事会，有利于促进董事会专业尽责，提高董事会的有效决议，促进决策科学性。物产中大4名独立董事分别具有协会、高校、会计师事务所以及国企背景，具有较高的独立性和专业胜任能力，不同的从业经历和专业技能可以使其决策互补，从而改善董事会决策质量。另一方面，战略投资者往往资金实力雄厚，管理经验丰富，具有完善的公司治理机制，其与公司利益长期绑定，因而更有动力、更具能力致力于全面提升董事会建设，促进公司持续发展。此外，战略投资者作为非国有法人参股，有利于改善国有企业“一股独大”的情况，使企业决策能够反映各方声音，考量多方利益，增强董事会决策的民主性和广众性，从而保证决策贯彻执行。

表 4.3 物产中大 2015 年董事会成员构成情况

姓名	主要经历	职务
王挺革	具有从政经历，曾任国贸集团董事长、党委书记，物产集团董事长、党委书记； 现任物产中大董事长、党委书记。	董事
陈继达	具有审计、财务从业经历，曾任物产集团董事、党委委员，兼任物产中大元通董事长、党委书记；现任物产中大副董事长、董秘、党委委员。	董事
周冠女	具有从政经历，曾先后任物产集团旗下多家分公司董事、总经理、党委委员，任物产集团董事、总经理、党委委员；现任物产中大董事、总经理、党委委员、财务负责人。	董事
沈光明	具有从政经历，曾任浙江省粮油食品公司董事长、党委书记，物产集团董事、副总经理、党委委员；现任物产中大司董事、副总经理、党委委员。	董事
宋宏炯	具有从政经历，曾任物产集团董事、党委副书记；现任物产中大董事、党委副书记。	董事
何向东	曾有银行高层从业经验；现任浙江天堂硅谷资产管理集团总裁，物产中大董事。	董事
姚慧亮	现任浙江省交通投资集团财务部总经理，物产中大董事。	董事
沈进军	现任中国汽车流通协会会长，兼任中升集团独董，物产中大独董。	独董
贲圣林	曾先后担任荷兰银行、汇丰银行、摩根大通银行（中国）重要职务；现任浙江大学管理学院教授、博导、院长助理，物产中大独董。	独董
谢伟鸣	曾任省国贸集团副总经理、党委委员；现任物产中大独董。	独董
沈建林	现任立信会计师事务所董事、高级合伙人，两家上市公司（博雅生物、奥普集团）独董，物产中大独董。	独董

资料来源：物产中大年报

### （3）员工持股对董监高治理的影响分析

首先，员工持股有利于提高企业治理效能。员工作为自然人股东，享有参与股东会重大事项的表决权，可以在公司治理方面发挥作用，这极大地激发了员工的主人翁意识，强化劳动者治理机制。此外，由于员工直接参与基层工作，因而对企业日常运营中出现的问题有更多的了解，因此赋予员工一定的投票权有利于改善企业决策效率，提高治理效能。

其次，员工持股在一定程度上可以约束经营层，优化公司董监高治理体系。企业核心员工持股形成一定的股权份额，通过员工持股平台发挥作用，强化对管理层和大股东的约束力，防范企业经营管理中的不良行为，有助于克服现有公司治理中监事会形式化、表面化的现状，进而完善监督机制。

物产中大此次混改员工持股占总股本的 6.97%，与 8 家战略投资者合计占比不相上下。作为公司股权的重要一部分，通过多个单一独立的主权实体结合，形成利润分享、风险共担的统一实体，有利于实现员工利益与公司发展相挂钩，生

成内生的监督与约束机制，对企业经营中的各种不规范行为进行直接、及时、持续地监督。

### 4.1.3 强化激励机制

公司激励机制包括薪酬激励和股权激励等方式，多元股东的加入可以促使公司进一步完善激励体系。其中薪酬激励以更加直接的方式刺激高管和员工全身心地致力于企业绩效的提高。股权激励则通过授予股权，绑定公司、高管、员工利益，使他们出于对公司利益最大化的考量而直接参与重大事项的决策，实现利益共享、风险共担。

#### (1) 整体上市对激励机制的影响分析

物产中大实现整体上市前，公司高管由政府委派，往往按其行政职级确定薪酬，而不与企业绩效挂钩。相对固定的职级薪酬导致公司高管对企业经营效益不够关注，激励作用相当有限。同时，薪资水平与公司经营业绩未紧密联系，使高管对短期风险责任较高、收效周期较长但具有良好发展潜力的投资项目不愿关注，不利于公司未来的可持续发展。混改上市后，物产中大实行人事制度改革，摈弃了之前按照行政职级定薪的落后体制，采用竞聘制来对高管任命，高管薪酬与企业绩效挂钩，薪资福利的发放标准统一、有章可循。用人体系、薪酬管理体系的改革和完善有助于拓宽用人渠道，增强高管的忧患意识，提升员工工作主动性，促使高管关注企业业绩，以提高自身薪酬水平。而高管专业性和待遇的提升，将进一步提高决策质量，减少以权谋私。此外，职业经理人市场对高管的技能水平、职业道德的要求越来越高，将促使管理层规范自身执业行为，基于职业长远发展的考量勤勉尽责，提高企业绩效。

#### (2) 引入战略投资者对激励机制的影响分析

物产中大通过引入战略投资者进入薪酬考核委员会，促进了薪酬激励机制的完善，有利于监督薪酬管理制度的有效落实，激发高管的管理主动性。高管的薪酬与企业业绩高度关联，这会促使高管减少自利行为，有利于避免滥用职权导致隐性收入的泛滥，激发管理层努力工作致力于公司效益提升的积极性，改善企业绩效。同时，战略投资者的引入为物产中大带来了成熟的管理经验，进一步促进了薪酬考评体系的完善。目前，物产中大在薪酬管理上设立了年薪、岗位、业务、

市场四种工资制，公司董事、监事、高管薪酬依据公司各项考核指标、利润水平、岗位职责、工作业绩，并比照行业水平来确定，形成了规范成熟的薪酬激励机制和考核评价体系。

### （3）员工持股对激励机制的影响分析

物产中大在混改中积极践行员工持股计划，通过管理层和骨干员工持股，强化对核心员工的长期激励，使员工利益与企业发展休戚相关，效益和亏损共享共担。这一举措极大地激发了企业的人力资源效能，有利于提升企业的市场竞争力。此外，员工所持股份具有聚众性、稳定性的特点，通过设立员工持股平台来管理这部分股权，有利于对管理层形成一定的制约力，监督企业规范运行，降低控股股东掏空的第二类代理问题发生的可能性，保障企业良性可持续发展，为企业治理环境的稳定运行奠定基础，为绩效的提升提供源源动力。

## 4.2 公司外部治理层面

高度竞争的外部市场是国企突破僵化的治理体系，建立市场化竞争机制的有效平台。物产中大通过混改引入非国有股东，在激发企业内部良性竞争的同时也引入了外部竞争，带来市场化的运营机制。有利于突破固有的发展模式，优化企业战略，改进发展方向，改善融资环境，在开放竞争中提高发展效能，实现协同效应，最终提升企业绩效。本节主要从资本市场、产品市场两个层面分析物产中大混改不同模式对其绩效的影响。

### 4.2.1 融入资本市场

#### （1）整体上市对资本市场的影响分析

物产中大资产负债率自 2012 年以来一直高于 70%，重要原因在于公司项目扩展及营运发展所需资金产生大量的长期借款和应付债券，据 2014 年年报披露，两项非流动负债合计可达 37 亿元，占负债总额的 20%。大量的债务筹资使公司财务风险大大增加，存在资金链断裂的风险。2013 年、2014 年公司根据业务发展现状和产业布局，实施了多期非公开定向债务融资，合计募集资金 24 亿，公司资产负债率持续攀升，企业偿债压力逐步增大。

通过整体上市，一方面，补充了物产中大业务发展的资金缺口。2015 年整

体上市后，物产中大利用资本市场非公开定向发行股票募集资金，企业货币资金大幅增加，由2014年的57.03亿增加到137.31亿，极大地补充了企业运营的流动资金，缓解了资金链紧张的问题。另一方面，上市后利用资本市场募集股权资金，改变了过去利用各大银行、大型金融机构、其他投资机构等间接融资的方式，避免过度依赖债务融资，减轻了还款压力。根据物产中大披露年报，其应付债券由2014年的23.91亿下降至4亿，资产负债率在上市当年降至70%以下，公司负债程度得到很大的缓解。由此可见，物产中大通过整体上市极大地提升了其利用资本工具进行资本运作的的能力，降低了公司的资产负债率。

#### (2) 引入战略投资者对资本市场的影响分析

首先，物产中大通过引入多家投资管理、资本管理法人股，可以为企业在资本市场的投资决策提供专业性的指导，从而提高了企业的投资效率。其次，硅谷天堂作为一家综合性的投资控股集团，具有雄厚的资本实力，其入股物产中大可以为企业带来有力的资金支持，有效改善企业融资环境。

#### (3) 员工持股对资本市场的影响分析

首先，员工持股计划的实施可以改善企业市场绩效。2015年度员工持股计划的实施使物产中大短期内收益率大幅上涨，透出公司前景向好的信号，使投资人对企业未来持积极的态度，带来公司股价的上涨。其次，员工持股计划实现了以内部融资部分代替外部融资，以一定的股东权利，如表决权、收益权等减少给予员工的现金薪酬，不仅缩减了很大比例的现金支出，而且还以股权换来员工投入的资金，节约现金流支出的同时带来现金流入，不但能够降低企业债务融资压力，而且还增加了资金来源，缓解了企业在资本市场投资的资金掣肘，为企业在资本市场的投资带来利好。

### 4.2.2 改善产品市场

#### (1) 整体上市对产品市场的影响分析

通过整体上市完成混合所有制改革，有利于提升企业的影响力和市场地位，从而吸引更多国内外战略合作伙伴。有助于实现企业资源的优化重整，促进产业链的延伸和完善，开拓国际国内市场空间，取得规模效应和协同效应，提升产品品牌在全球范围内的知名度和吸引力，支持企业快速成长至同行业领先地位。

2015年物产中大完成混改后,积极践行物产集团“一体两翼”的战略部署,加快推进企业产业转型。首先,改革传统的主业运营方式。推进业务平台化、服务集成化,建立完善的产业电商平台,提升服务能力和水平,增强客户黏度。其次,加快业务拓展。通过资产剥离、战略重组,对集团的资源进行重新优化整合;以市场需求为导向,整合业务布局,拓宽业务范围,形成多元产业发展格局,实现产业转型升级;与大企业积极开展战略合作,延伸服务链条,拓展国际市场和海外项目。此外,整体上市后,集团内部的关联交易更加规范,进而降低了企业的经营风险,提高了公司的独立经营能力。

## (2) 引入战略投资者对产品市场的影响分析

战略投资者的引入能够充分发挥资源整合的优势,使国有资本可以利用非公有资本的技术、经验、营销网络等,扩展产品市场,促进产业结构优化升级,促进上市公司快速可持续发展。

一方面,有利于构建新的产品战略布局。三花控股集团有限公司是建筑、家电、汽车等领域的领军企业,其生产基地和研发机构在全球多地均有布局,营销网络分布广泛,科技实力行业领先。其与物产中大结成战略联盟,不仅可以为物产中大带来先进的技术支持,提高产品科技含量,促进科技创新和进步,构建新的产品战略布局,而且有利于整合资源实现市场扩张,使双方优势互补,经营协同效应日益显现。另一方面,有利于改善客户结构,降低客户集中度,促进客户多元化。一是战略投资者与企业共享客户资源,可以增强企业客户结构的多样性,有效降低潜在的市场风险,提升经营稳定性。二是新的产品战略布局会开拓企业产品市场,带来新的客户资源,提高企业的收益水平。

## 5 物产中大混合所有制改革的绩效分析

### 5.1 财务绩效

#### 5.1.1 基于财务指标的绩效分析

本节运用财务指标法，主要从盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力和现金流量分析五个维度，对物产中大混改前后的财务绩效进行纵向和横向的对比分析。首先，本文通过 wind 数据库，获取物产中大 2012 年—2020 年的各项代表性财务指标，通过观察其混改前后财务指标的历史波动情况，初步得到混改对企业财务绩效的总体影响。其次，根据 wind 数据库的划分标准，物产中大所属行业为批发和零售贸易业，本文通过将选取的物产中大混改前后共九年的各项代表性财务指标情况，与其所属行业的对应指标均值做横向对比，反映混改对物产中大财务绩效带来的影响。

##### （1）盈利能力分析

本文选取了净资产收益率、总资产报酬率和销售净利率三个指标来分析企业的盈利能力。

由图 5.1 可以看出，物产中大的三项指标在 2014 年混改前夕呈现一个大的降幅，而在 2015 年完成混改后，指标数值均有所上升，盈利能力有所改善。由表 5.1 我们可以具体看到，物产中大的净资产收益率在混改前由 2013 年的 12.49% 明显下降至 2014 年的 6.29%，同比降幅 98%，盈利水平呈现下滑趋势，而在 2015 年完成混改后，在行业均值仍处于持续下降态势的情况下，物产中大实现逆势上扬，由 2014 年的 6.29% 上升至 11.26%，同比增幅 79%，并在此后五年一直维持在 10% 以上，指标表现远比同行业平均水平优秀，表明混改极大地提高了企业盈利水平。在总资产报酬率方面，混改前物产中大及其所属行业该项指标均呈下降趋势，且物产中大指标表现不及行业均值，但在 2015 年完成混改当年，在大宗商品贸易行业整体市场低迷的情况下，物产中大总资产报酬率实现 67.55% 的同比增幅，大大缩小了与行业均值的差距，并在 2016 年首次超过行业均值，受混改效应持续发挥的影响，在 16、17、18 连续三年仍然保持了增长趋势，虽然在 19、20 年受全球疫情影响，指标有所下降，但仍保持在行业均值以上，公



司总资产盈利能力得到明显提高。这主要得益于物产中大通过混改，吸收了物产集团的优质资产，资本规模和资产质量飞速提升。同时，混改后物产中大不断寻求与战略伙伴的合作，并致力于新业务、新平台的开拓，盈利能力大幅提升。在成本费用水平方面，整个贸易行业在研究期间受宏观经济影响，销售净利率均值走势下降突出，物产中大在整体增长乏力的行业大环境中其销售净利率也呈下降表现，但降幅远小于行业。尤其在 2015 年混改完成后，在行业均值仍处于持续下降的情况下，物产中大在 15、16 年实现正向增长，并在 2017 年首次反超行业均值，虽然此后又呈现小幅波动下降，但与行业均值的差距逐步缩小。表明混改使物产中大实现资源的重新优化整合，各业务板块实现优势互补，有利于强化成本控制，取得规模效应和协同效应。

表 5.1 物产中大混改前后盈利能力指标变动情况

指标	公司	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
净资产收益率	物产中大	10.89%	12.49%	6.29%	11.26%	11.06%	12.06%	10.47%	11.15%	10.55%
	行业均值	6.00%	4.10%	4.00%	3.60%	4.30%	4.80%	4.80%	5.00%	6.80%
总资产报酬率	物产中大	2.36%	2.60%	1.51%	2.53%	3.31%	3.42%	8.27%	6.23%	6.27%
	行业均值	3.80%	2.90%	2.80%	2.80%	2.70%	3.40%	3.40%	3.60%	3.50%
销售净利率	物产中大	1.45%	1.77%	0.97%	1.01%	1.23%	1.06%	1.14%	1.09%	1.00%
	行业均值	3.20%	2.30%	2.20%	2.10%	1.80%	0.80%	0.80%	1.30%	1.10%

资料来源：wind 数据库

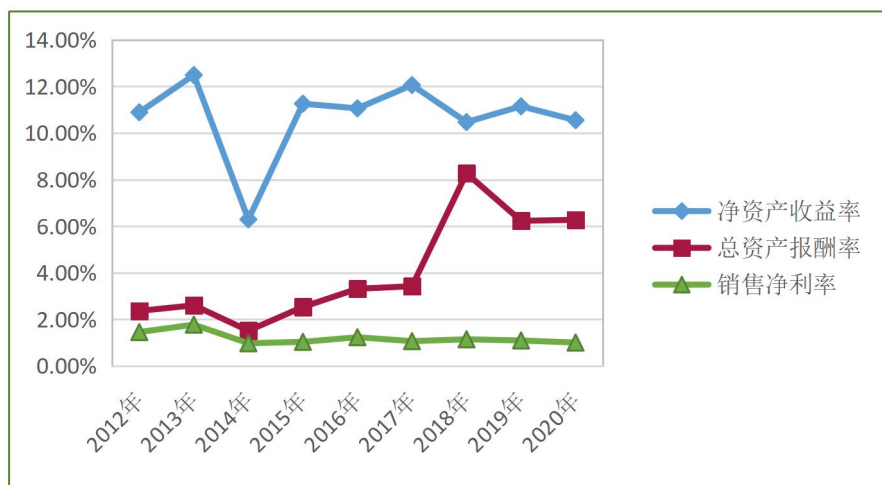


图 5.1 物产中大混改前后盈利能力指标变化趋势

## (2) 偿债能力分析

本文选取资产负债率、流动比率、速动比率三个代表性指标来分析混改对物产中大长、短期偿债能力的影响。

表 5.2 及图 5.2 列示了物产中大在 2012 年至 2020 年各年的相关指标数值及变化趋势。在短期偿债能力方面, 2014 年物产中大的速动比率仅为 0.42, 偿债能力较差, 而在混改完成当年, 速动比已增至 0.72, 同比上涨 71.43%, 短期偿债能力显著增强。从横向来看, 混改前物产中大的速动比率一直低于行业均值, 而在混改完成当年实现了第一次反超, 虽然 2016 年又降至行业均值以下, 但与混改前相比, 与行业速动比均值的差距大大缩小, 可见混改对企业短期偿债能力存在一定的正向影响。在流动比率指标上混改前后变化不大, 研究期间一直低于行业均值, 说明物产中大比起其他同行业企业, 其对存货、流动负债等方面的管理还需进一步加强。

在长期偿债能力方面, 受贸易行业特性影响, 物产中大一直以来债务水平都保持在较高程度, 2013 年时甚至高达 79.19%, 企业的偿债力偏弱, 导致其还款压力较大, 面临比较高的财务风险。而混改极大地改善了物产中大的偿债水平, 从 2015 年开始, 资产负债率三年来第一次降至 70% 以下。表明物产中大通过混改, 募集配套资金, 缓解了债务融资压力, 长期偿债能力有所改善。与全行业相比, 在混改前, 物产中大的偿债能力普遍弱于同行业平均水平, 而混改当年以及 16 年物产中大的资产负债率已有明显改善, 低至行业均值以下, 2015 年同比降幅 14.80%, 还债水平明显提高。

表 5.2 物产中大混改前后偿债能力指标变动情况

指标	公司	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
流动比率	物产中大	1.16	1.32	1.28	1.13	0.98	0.97	1.12	1.14	1.11
	行业均值	1.9	1.5	2	2.2	2.2	3.2	3.2	5.5	7.3
速动比率	物产中大	0.41	0.41	0.42	0.72	0.73	0.66	0.74	0.77	0.74
	行业均值	0.79	0.70	0.75	0.70	0.77	0.84	0.84	0.87	0.91
资产负债率	物产中大	77.61%	79.19%	75.97%	64.73%	63.99%	69.33%	74%	67.16%	68.21%
	行业均值	73.60%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	64.50%	64.00%	63.60%	63.30%

资料来源: wind 数据库

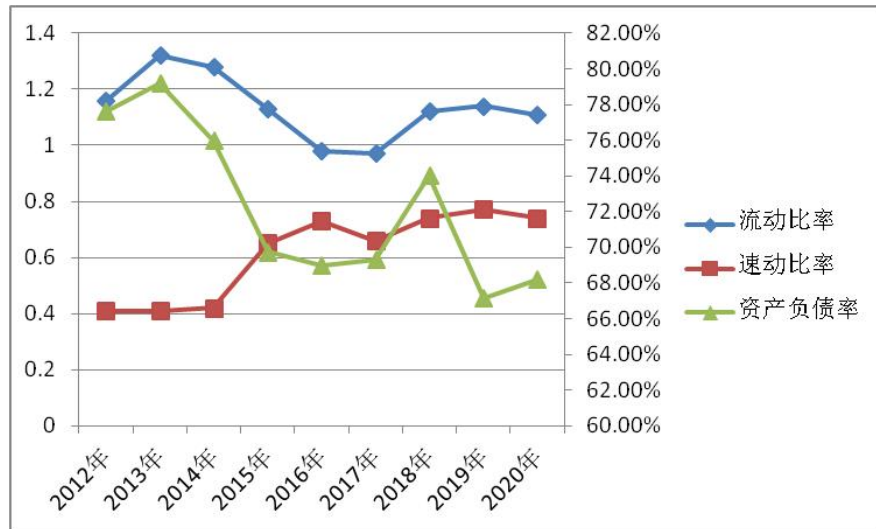


图 5.2 物产中大混改前后偿债能力指标变化趋势

### (3) 营运能力分析

本文选用存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率三个指标来评价物产中大混改对企业营运能力的影响，分析企业的销售能力、回款速度和经营质量是否有所改善。

物产中大及其所属行业在 2012 年至 2020 年各年营运能力指标如表 5.3 所示。应收账款周转率在研究期间一直高于行业均值，优势明显。纵向来看，混改前该指标处于直线下滑趋势，由 2012 年的 72.53 下降至 2014 年的 38.30。混改当年，在行业均值同比下降 16.67% 的情况下，物产中大的应收账款周转率同比上涨 90.16%，指标值飙升至 72.83%，说明混改提升了物产中大的应收款项管理效率，企业的回款速度加快，营运能力提升。这主要得益于混改后企业内部管理越来越规范化，同时加强集团公司和各子公司之间的业务整合，从而在内部和外部两个方面都提高了资金的清算效率，减少了款项的占用。此外，伴随着物产中大的上市，公司价值进一步增加，公司信用水平和业务扩张能力进一步提升，对外部市场环境的议价能力也显著增强，这势必会提高企业应收款项的回笼速度。

在存货周转率方面，可以看到在混改前，物产中大的存货周转率远低于行业均值，呈现下降趋势。而在混改完成后，存货周转率实现大幅上升，2015 年实现三倍的同比增长，首次超过行业均值，由 2014 年的 2.20 次上涨到 8.99 次，并在此后五年持续高于行业均值，存货管理效率有了显著提高。一方面是由于物产中大落实全员营销，加大地产板块的去库存化力度，加强了运营管理。另一方

面是物产中中对上下游供应商和客户的整合，实现互联网平台化运营，拓宽了分销渠道，缩短了产品的销售周期。但结合前面流动比率仍低于行业均值来看，物产中大还应该进一步加强存货管理，继续提升产品的营销推广能力。

在总资产周转率方面，研究期间物产中大该项指标呈曲线上升，于2015年出现巅峰，实现169.47%的增长率，混改后的指标明显高于混改前。横向对比来看，物产中大的销售能力表现虽在混改前就一直优于行业平均，但混改的推行使两者的差距进一步拉大，物产中大的指标优势更加突出，表明混改极大地提升了公司的资产管理能力和运营水平。

表 5.3 物产中大混改前后营运能力指标变动情况

指标	公司	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
存货周转率	物产中大	2.94	2.60	2.20	8.99	11.40	19.12	16.96	18.32	18.20
	行业均值	8.90	8.50	8.00	7.00	7.00	9.20	9.40	13.20	11.90
应收账款周转率	物产中大	72.53	52.35	38.30	72.83	45.09	51.94	52.59	51.12	44.51
	行业均值	9.20	7.50	7.80	6.50	7.50	8.20	8.20	10.10	9.10
总资产周转率	物产中大	1.69	1.56	1.31	3.53	2.77	3.40	3.49	4.00	4.04
	行业均值	1.10	0.80	0.80	0.60	0.60	0.80	0.80	1.40	1.50

资料来源：wind 数据库

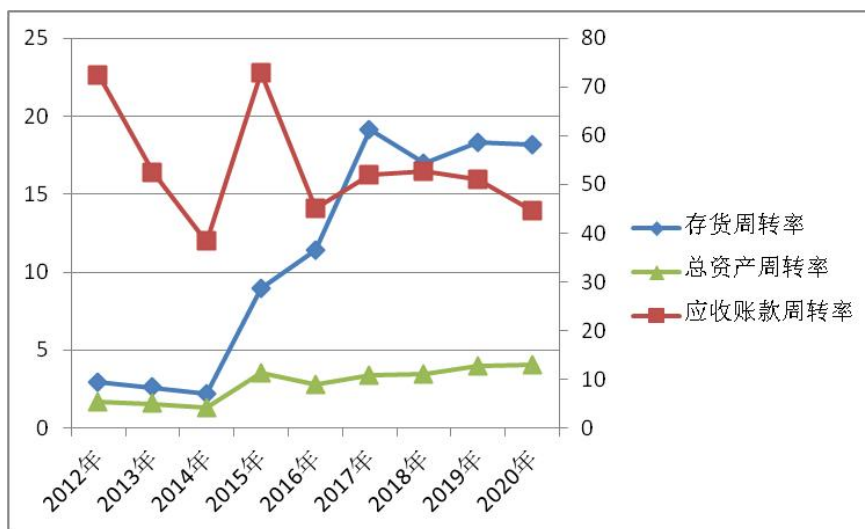


图 5.3 物产中大混改前后营运能力指标变化趋势

#### (4) 成长能力分析

本文选用营业收入增长率、净利润增长率和总资产增长率来对物产中大的成

长能力进行评价，分析企业的营运效益、发展潜力、资产规模扩张的速度是否有所提升。

物产中大在 2012 年至 2020 年各年成长能力指标如表 5.4 所示，由图表可明显看出，在混改完成当年三项指标均得到了显著的提升，相较于混改前实现了质的飞跃。2014 年混改前，物产中大的三项指标值为-5.74%、-27.96%、10.66%，随着 2015 年混改的完成，三组数字分别增至 380.82%、302.28%、140.67%，可以看出混改极大地提升了物产中大的发展能力。物产中大通过混改，反向收购母公司，资产规模得以非正常大幅增长，随着热度下降，三项指标从 2016 年开始回归合理水平，但仍远远处于同行业平均水平之上，说明混改提高了公司的净收益，加快了公司的成长速度。

表 5.4 物产中大混改前后成长能力指标变动情况

指标	公司	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营业收入增长率	物产中大	7.82%	1.88%	-5.74%	380.82%	13.46%	33.50%	10.38%	19.45%	12.57%
	行业均值	6.40%	5.00%	2.00%	1.50%	2.00%	9.50%	9.40%	4.60%	-3.00%
净利润增长率	物产中大	-18.84%	18.27%	-27.96%	302.28%	55.60%	22.10%	33.53%	14.21%	3.33%
	行业均值	7.00%	5.00%	2.00%	1.00%	2.30%	9.90%	6.10%	6.10%	-2.40%
总资产增长率	物产中大	8.69%	12.90%	10.66%	140.67%	4.94%	12.24%	12.68%	8.46%	14.27%
	行业均值	7.00%	5.80%	5.80%	3.00%	4.40%	4.80%	4.80%	6.90%	5.90%

资料来源：wind 数据库

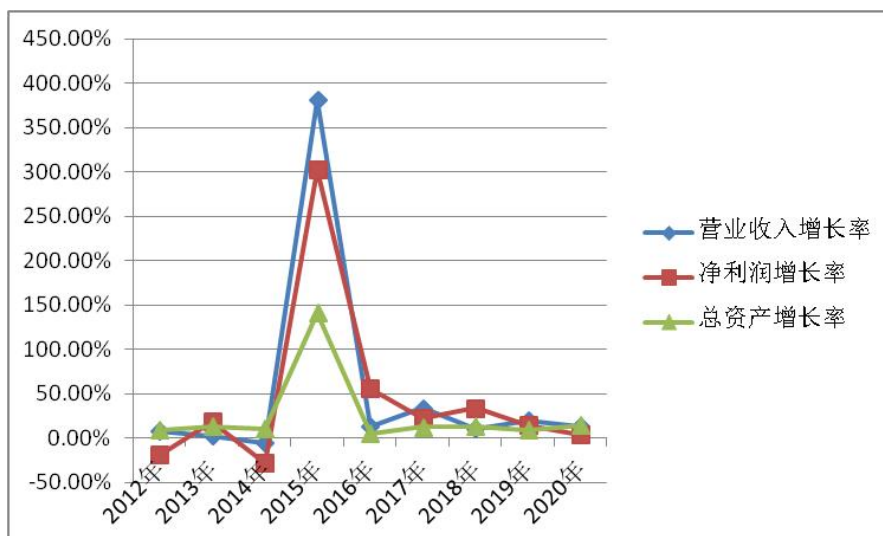


图 5.4 物产中大混改前后成长能力指标变化趋势

### （5）现金流量分析

一方面，本文选用现金流量利息保障倍数、负债保障率来研究物产中大混改前后的现金流动性，两项指标均与现金流动性成正比。另一方面，本文选用销售现金比、全部资产现金回收率来衡量物产中大的现金获取能力，指标值与获现能力成正相关。

由表 5.5 可知，物产中大的现金流量利息保障倍数在 2012 年至 2014 年均均为负值，反映企业经营获现水平及偿付债务利息的能力较弱。2015 年随着混改各项改革措施的完成，为公司带来大量现金流的同时也提升了股权融资能力，加之公司积极推行产业结构调整升级，改善产品市场，盈利水平大涨，表现在当年现金流量利息保障倍数由-6.27 上升至 5.16，增长 11.43。2017 年由于公司调整经营战略，业务扩张激进，致使企业资金紧张，现金流量利息保障倍数下降至-7.47。但调整期过后，企业综合实力得以提升，2018 年以来现金流量利息保障倍数又有所好转，造血能力有所加强。对于负债保障率，2012 年至 2014 年总体来看表现出下降态势，2015 年混改完成后，大量资本注入使得物产中大的经营现金流量净额由 2014 年的-127,510.51 万元上涨至 375,889.29 万元，经营现金流的大幅提升使物产中大的负债保障率回升，抗风险能力增强。在销售现金比和全部资产现金回收率方面，2012 年至 2014 年两项指标均为负值且呈下降趋势，2015 年受益于混改后对企业资产和业务的整合，公司全部资产产生现金的能力增强，两项指标均实现由负转正，说明混改提升了物产中大的盈利持续性和发展潜力。

表 5.5 物产中大混改前后现金流量指标变动情况

指标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
现金流量利息保障倍数	-1.63	-8.40	-6.27	5.16	-0.80	-7.47	5.23	6.00	1.59
负债保障率	-0.03	-0.09	-0.06	0.07	-0.01	-0.14	0.11	0.09	0.02
销售现金比	-0.01	-0.05	-0.03	0.02	0.00	-0.03	0.02	0.02	0.00
全部资产现金回收率	-0.02	-0.07	-0.04	0.05	-0.01	-0.10	0.08	0.06	0.02

资料来源：物产中大年报

### 5.1.2 基于经济增加值的绩效分析

通过财务指标分析法可初步得出，混改后物产中大财务绩效得以提高。但是

这一绩效的增长可能是由混改后企业大幅增加的净资产规模带来的。为验证这一猜想是否正确,本文接下来采用了考虑权益资本成本的经济增加值分析法来对企业绩效进一步分析,看是否能得出一致的结论。

EVA 经济增加值在评价企业业绩时,不仅考虑了投入与产出,更考虑了出资人的原始投资成本,因而能够表明企业在一定时期内为投资人创造了多少财富增值,可以更客观准确地衡量企业创造价值的能力。以下为本文对物产中大混改前后 2012 年至 2020 年的 EVA 经济附加值相关指标的计算过程。

表 5.6 物产中大 2012-2020 年税后净营业利润计算

单位:百万元

财务指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	572.58	711.93	458.57	1844.75	2537.90	2938.30	3425.99	3912.76	4042.97
加:利息支出	324.77	224.76	203.25	728.71	676.02	1118.63	1249.11	1067.80	1147.14
加:所得税费用	318.24	203.99	234.31	368.41	767.31	887.51	1133.53	987.35	1398.40
=息税前利润	1215.59	1140.69	896.13	2941.87	3981.23	4944.44	5808.62	5,967.91	6,588.51
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
息前税后利润	911.70	855.51	672.10	2206.40	2,985.92	3708.33	4356.47	4475.93	4941.38
加:少数股东损益	144.35	205.45	99.09	460.21	383.58	703.46	1028.75	1178.90	1297.25
加:递延所得税负债余额增加	-14.78	-31.44	-4.93	471.27	-51.43	447.91	-369.78	5.98	262.06
减:递延所得税资产余额增加	72.98	84.27	86.08	449.45	-128.40	-16.49	133.59	52.29	245.86
加:资产减值损失	99.07	145.93	387.16	567.79	1,451.86	516.62	1,050.97	495.02	702.56
减:营业外收支的税后净值	70.05	53.91	378.00	186.09	77.18	-7.82	12.17	-12.75	-47.54
=税后净营业利润	997.31	1037.27	689.34	3070.13	4821.15	5400.63	5920.65	6116.29	7004.93

资料来源:物产中大年报

表 5.7 物产中大 2012-2020 年资本总额计算

单位:百万元

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
所有者权益合计	5434.40	5701.88	7287.03	22087.37	23746.89	26363.28	29044.25	30654.56	33901.73
加:递延所得税负债	44.37	12.94	8.00	479.27	427.84	875.75	505.97	511.96	774.02
加:资产减值准备	175.49	237.67	259.07	553.11	1451.86	516.62	1050.98	-494.58	-701.92

续表 5.7 物产中大 2012-2020 年资本总额计算

单位：百万元

减：递延所得税资产	219.97	304.24	390.32	839.78	711.39	694.89	828.48	880.78	1126.63
减：在建工程净额	112.39	135.61	57.05	273.77	688.67	713.14	1185.54	1619.36	1103.83
加：短期借款	5279.63	5888.68	2210.57	10572.49	11228.28	14866.73	8623.89	7694.67	9374.02
加：一年内到期非流动负债	1343.73	979.20	1173.25	4150.07	274.51	378.14	291.13	319.29	195.73
加：长期借款	1218.20	2410.93	1378.00	2079.67	408.61	867.70	952.70	1181.09	2045.43
加：应付债券	0.00	1985.27	2391.10	400.00	3391.42	4493.52	5995.62	6432.78	4919.29
=资本总额	13163.46	16776.72	14259.65	39208.43	39529.35	46953.71	44450.52	43799.63	48277.84

资料来源：物产中大年报

本文以三年期国债收益率作为无风险收益率，用中国 GDP 年度增速作为市场风险溢价，从锐思数据库中下载到风险评价系数贝塔值，利用资本资产定价模型估算出股权资本成本率，采用一年期银行贷款利率代替债务资本成本率，通过加权平均计算出加权平均资本成本率。

表 5.8 物产中大 2012-2020 年加权平均资本成本计算

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
无风险收益率	4.25%	5.16%	4.16%	3.65%	3.65%	4.40%	3.71%	3.75%	3.75%
市场风险溢价	7.86%	7.77%	7.40%	6.90%	6.85%	6.95%	6.75%	5.95%	2.3%
风险评价系数 $\beta$	1.76	1.22	1.34	1.16	1.48	1.20	1.07	1.11	0.89
股权资本成本率	18.08%	14.64%	14.08%	11.65%	13.79%	12.74%	10.93%	10.35%	5.80%
债务资本成本率	6.00%	6.00%	5.60%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.15%	3.85%
权益资本（百万）	5434.29	5648.25	7163.78	22279.97	24915.2	27060.76	29772.72	29791.16	32847.2
债务资本（百万）	7729.17	11128.47	7095.87	16928.46	14614.15	19892.95	14677.8	14008.47	15430.64
总资本（百万）	13163.46	16776.72	14259.65	39208.43	39529.35	46953.71	44450.52	43799.63	48277.84
债务资本/总资本	58.72%	66.33%	49.76%	43.18%	36.97%	42.37%	33.02%	31.98%	31.96%
股权资本/总资本	41.28%	33.67%	50.24%	56.82%	63.03%	57.63%	66.98%	68.02%	68.04%
加权平均资本成本率	10.99%	8.91%	9.86%	8.50%	10.30%	9.19%	8.76%	8.37%	5.18%

资料来源：锐思数据库



表 5.9 物产中大 2012-2020 年 EVA 计算

单位：百万元

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
税后营业净利润	997.31	1037.27	689.34	3070.13	4821.15	5400.63	5920.65	6116.29	7004.93
资本总额	13163.46	16776.72	14259.65	39208.43	39529.35	46953.71	44450.52	43799.63	48277.84
加权平均资本成本	10.99%	8.91%	9.86%	8.50%	10.30%	9.19%	8.76%	8.37%	5.18%
EVA	-449.35	-457.54	-716.66	-262.59	749.63	1,085.58	2,026.78	2,450.26	4,504.14

为便于观察，根据以上计算结果得到物产中大 2012—2020 年 EVA 经济附加值趋势图 5.5。

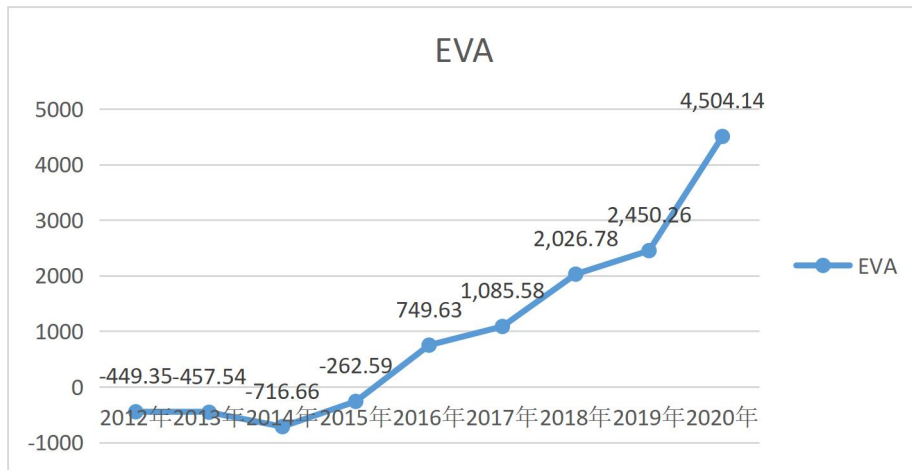


图 5.5 物产中大 2012—2020 年 EVA 经济附加值趋势

通过计算物产中大混改前后的经济增加值，可以发现混改前三年，企业 EVA 指标均为负值且逐年下降，企业经营不仅未给股东创造财富，反而蚕食了股东权益。在混改完成当年，EVA 指标由 2014 年的-716.66 百万元上升至-262.59 百万元，增长了 454.07 百万，同比增幅 63.36%，并在此后五年持续上涨，在 2020 年达到 4500 百万，相较于 2012 年企业价值增长了近九倍。混改后直线上升的经济增加值表明企业价值大幅提升，为投资人带来了正向回报。EVA 经济附加值计算结果与财务指标分析结果一致，因此混改后物产中大的财务绩效和股东价值得到了提升。

## 5.2 市场绩效

本文采用事件研究法，计算物产中大混改后的超额收益率、累计超额收益率等，以对其推行混合所有制改革的市场绩效影响作出分析。

### 5.2.1 研究步骤

#### (1) 确定事件和事件日

本文将物产中大完成混合所有制改革作为特定事件进行研究，将其首发混改公告日作为事件日，即 2015 年 2 月 13 日（ $t=0$ ）。

#### (2) 确定事件期

事件期是指对因特定事件发生而影响股票价格进行研究的时间段，通常包括事件发生日当天与事件发生日的前后数天。本文选择物产中大发布混改公告日前后 20 个交易日（-20, 20）作为事件期（去除停牌日和节假日），对混改前后股价波动情况做出测算，具体为 2014 年 9 月 5 日至 2015 年 3 月 20 日（去除停牌日和节假日）。

#### (3) 确定估计期

企业在估计期内因为未发生异常事件，故而可以对个股和市场指数的关系进行较为准确地模拟，进而为后续估计预期正常收益率做准备。本文确定的估计期为物产中大首发混改公告之前的 120 个交易日至前 21 个交易日，即 2014 年 3 月 13 日至 2014 年 9 月 4 日。

#### (4) 收集并整理数据，计算预期正常收益率

本文采用应用广泛的市场模型来计算预期正常收益率，该模型下的个股收益率与市场指数收益率之间的线性关系用公式表示如下：

$$R_t = \alpha + \beta \times R_{mt} \quad t = -120, \dots, -21$$

利用估计期物产中大股票的实际收益率  $R_t$  和上证综指指数收益率  $R_{mt}$ ，作为原始数据来计算物产中大估计期的预期正常收益率，通过 Excel 做回归分析，如图 5.6，计算出  $\alpha$  和  $\beta$ ，得到线性方程为：

$$R_t = 1.2704 \times R_{mt} - 0.0007。$$

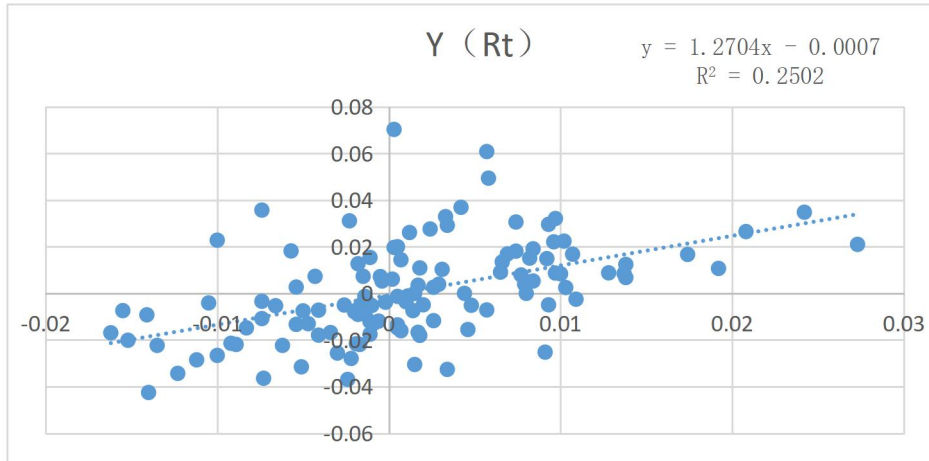


图 5.6 物产中大混改估计期模拟个股收益与市场指数收益线性关系

然后将事件期的市场收益率  $R_{mt}$  代入公式中, 就能够计算出物产中大股票在事件期的预期收益率  $E(R_t)$ 。

(5) 计算超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR

通过事件期的个股实际收益率与估计期计算的预期正常收益率相减得到 AR, 将事件期各 AR 相加得到 CAR。

## 5.2.2 结果分析

表 5.10 物产中大混改事件期市场绩效相关指标

事件期	实际收益率	预期收益率	超额收益率(AR)	累计超额收益率(CAR)
-20	0.0386	0.0100984	0.0285016	0.0285016
-19	0.0131	-0.0007	0.0138	0.0423016
-18	-0.0119	0.0083649	-0.0202649	0.0220367
-17	-0.0191	-0.00003799	-0.01906201	0.00297469
-16	0.0184	-0.00360472	0.02200472	0.02497941
-15	0	-0.00295921	0.00295921	0.02793862
-14	-0.0472	0.00846512	-0.05566512	-0.0277265
-13	-0.0074	0.0031	-0.0105	-0.0382265
-12	0.0127	-0.0183652	0.0310652	-0.0071613
-11	0.0189	0.00485634	0.01404366	0.00688236
-10	-0.0453	0.0032841	-0.0485841	-0.04170174
-9	0.0075	0.00606443	0.00143557	-0.04026617

续表 5.10 物产中大混改事件期市场绩效相关指标

-8	0.0139	-0.01766591	0.03156591	-0.00870026
-7	0.0021	0.0087045	-0.0066045	-0.01530476
-6	0	0.01471529	-0.01471529	-0.03002005
-5	0.0211	0.00060882	0.02049118	-0.00952887
-4	0.0062	0.0011	0.0051	-0.00442887
-3	0.0236	0.0043688	0.0192312	0.01480233
-2	0.035	0.00261736	0.03238264	0.04718497
-1	0.0039	0.00785368	-0.00395368	0.04323129
0	0.1002	0.003136	0.097064	0.14029529
1	0.0998	-0.00617738	0.10597738	0.24627267
2	0.1003	0.01036152	0.08993848	0.33621115
3	0.0999	0.0052511	0.0946489	0.43086005
4	-0.0618	0.00976648	-0.07156648	0.35929357
5	0.1003	-0.00514036	0.10544036	0.46473393
6	0.0433	0.02111178	0.02218822	0.48692215
7	0.0556	0.0013934	0.0542066	0.54112875
8	0.0029	0.0081165	-0.0052165	0.53591225
9	-0.0185	-0.0225282	0.0040282	0.53994045
10	0.0999	0.00499333	0.09490667	0.63484712
11	-0.0016	-0.00984965	0.00824965	0.64309677
12	0.0112	-0.0027995	0.0139995	0.65709627
13	-0.0434	0.0188976	-0.0622976	0.59479867
14	0.0797	-0.00480064	0.08450064	0.67929931
15	-0.0128	0.0011962	-0.0139962	0.66530311
16	0.0358	0.01960919	0.01619081	0.68149392
17	-0.0055	0.00680032	-0.01230032	0.6691936
18	0.002	0.02346254	-0.02146254	0.64773106
19	0.0176	0.0155923	0.0020077	0.64973876
20	0.003	0.0213196	-0.0183196	0.63141916

物产中大股票在混改事件期内的超额收益率和累计超额收益率的趋势如图：

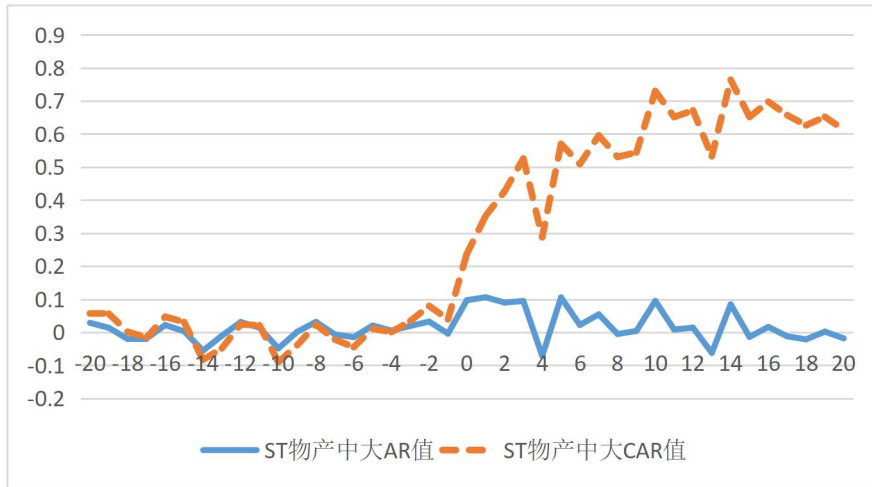


图 5.7 物产中大混改事件期内超额收益率和累计超额收益率

由表 5.8 和图 5.7 我们可以看到，物产中大首发混改公告之前的 20 个交易日，其超额收益率走势平稳，小幅波动。而混改公告发布之后，超额收益率出现大幅上升，由前一日的-0.39%上涨到 9.71%，并在第二天继续上涨至 10.60%。表明混改促使公司股价持续上涨，实现短时间内质的飞跃，也说明投资者对物产中大混改整体上市持较好的预期。在随后几天超额收益率仍然保持了较高水平，第 11 个交易日开始超额收益率降至-0.96%，表明物产中大混改整体上市的热度逐渐下降，市场投资回归理性。在累计超额收益率方面，混改公告发布的前三天表现出直线上升的趋势，日平均保持 50%的增长速度，涨势迅猛，公告效应明显，且在此后几天持续保持波动上升，并于第 14 个交易日达到峰值 67.93%，远高于事件日的 14.03%。从以上变化情况可以看出物产中大混改给股东带来了财富增值，企业市场绩效有所提升。

## 6 研究总结

### 6.1 研究结论与启示

#### 6.1.1 研究结论

本文通过梳理物产中大三种不同的混改模式，从股权结构、董监高治理、激励机制的内部治理层面和资本市场、产品市场的外部治理层面，对各混改模式作用于企业绩效的影响路径进行了探究，并对其混改绩效进行分析，案例研究的主要结论如下：

##### （1）混改模式选择方面

不同混改模式对企业绩效的影响各有侧重，对混改模式的选择应当参照企业目前的经营现状和未来的发展布局，确定混改的有效方式。

物产中大通过整体上市的混改模式，改善了企业基本面，实现了国资合理流动和优化配置，减少了同质竞争和关联交易，提升了盈利水平，通过强化信息披露，加强了外部市场的有效监督作用。但公司股权结构的多元、董事会构成的优化并不能单纯依靠整体上市带来。同样，整体上市也无法使国有企业摆脱僵化的治理体制，转变为以市场机制为主的经济型治理。通过员工持股进行企业混改，其实质是赋予劳动者资本工人的身份。通过给予员工股份，激发其主人翁意识和工作动力，发挥员工与高管的管理、决策、监督作用，与资本所有者共享公司的成功，最终为公司带来经济利益和民主力量。但是国有股东的绝对控股问题并不能通过员工持股计划来根本解决，因此对公司治理体系的完善存在明显的局限。引入战略投资者的混改模式实现了异质性资本的混合与治理机制的改善，通过引入市场化的管理团队，改革固有的经营机制，为国企经营注入活力，实现各种所有制资本多元制衡、互融共治。但战略投资者的引入应结合企业实际需求。物产中大综合使用了上述三种混改模式，对企业绩效提升效果显著。

##### （2）公司治理方面

在内部治理层面，物产中大通过混改引入不同所有制资本，优化了公司股权结构，形成了多元、制衡、协同的股权结构布局，是公司绩效提升的关键因素。同时，通过整体上市、引入战略投资者等，完善了董监高治理机制，提高了董事

会决策效率，强化了监事会的客观性和独立性，增强了高管的竞争意识，并在薪酬和股权的共同激励下，使高管和员工积极致力于改善业绩，提升公司治理水平。

在外部治理层面，一方面，混合所有制改革促进了物产中大战略转型和高质量发展，改善了产品市场。混改为物产中大产业转型升级提供了广阔的平台，无论是企业资产质量的提高，内外部资源的优化布局，还是资金难题的解决都得益于混改措施的有力推行，极大地提升了企业经营效率和经营成果。另一方面，混改提升了物产中大资本运营的能力，有利于企业内强管理，外拓市场，助推企业加速发展。混改整体上市后可以使企业充分利用资本市场进行权益融资，从而缓解因债务融资而导致的还款压力，通过资产证券化实现资产保值增值，促使企业在市场化竞争中完善治理机制，同时实现外延式扩张，提升市场竞争力。

### 6.1.2 启示

物产中大的混改在模式选择和机制改革上都取得了一定的成效，通过以上研究本文得出如下启示，以期为之后的国企混改提供一定的参考和借鉴。

#### (1) 结合国企实情，选择混改模式

对于拟实施混合所有制改革的国企来说，选择恰当的混改模式是决定混改能否成功的重要前提。整体上市对于国企深化改革具有积极意义，但存在一定局限性。上市时引入的公众投资者，股东数量多、股份小、力量散，加上信息不对称，短时间内无法扭转国有资本一股独大的局面，无法形成应有的制衡体系。而国企混改采用增资扩股或股权转让方式引入持股份额相对较大的战略投资者，同时结合企业实际情况，按照核心员工持股绑定原则，实行员工持股计划，有利于形成有效的内部监督机制，解决国资一股独大问题，增强员工“主人翁”意识，在持续激发国企市场活力的基础上切实提升企业价值。

#### (2) 优化股权结构，完善治理水平

股权结构的设置是公司机制运作的基础，其合理与否是混改取得成效的关键环节。混改的股权结构设计，要坚持国有资本相对控股、非国有股成分多元化、持股主体均衡制约等原则。具体而言，一是国有资本相对控股，可在保证国有股东权益的基础上实现多元利益制衡。二是非国有股（包括法人股及自然人股）主体多元，有利于加强各方资本对国有股东的约束，形成国有股与非国有股以及非

国有股权之间权利义务均衡的治理体系。三是均衡制约，通过提高非国有股东的集中度和话语权，形成对控股股东的牵制，进而限制管理者的自由裁决权。此外，股权结构安排关系到公司法人治理结构，混改应厘清股东大会、董事会、监事会等各层级的权力，明确用权流程，保证不同利益主体之间各守其位，配合得当和均衡制约，以形成规范良好的公司治理机制。

### （3）抓住混改契机，加快资产和业务的战略整合

混合所有制改革的完成并非一蹴而就，混改成效如何不仅仅是简单的“混”的问题，更是异质性资本混合后“改”的力度与效果如何的问题。其中混改后是否通过资产和业务的战略整合产生了协同效应，是企业应该关注的一个重要问题。因此，国企在引入非国有股东后应抓住混改契机，关注经营机制、管理模式和产业结构的改革，根据企业产业结构、战略布局、资源分布等进行重新整合，实现企业内外部资源优势互补，高效利用，加快落实战略布局和产业转型升级，实现业务重构、运营重构和管理重构，使混改成效转化为看得见的资产收益，从而提高企业价值。

## 6.2 研究不足与展望

### 6.2.1 研究不足

（1）本文在写作过程中，主要通过学校图书馆查找有关国有企业混合所有制改革的纸质版权威文献，通过中国知网等中文数据，搜索物产中大混改所公开的时效性较强的电子版资料，由于缺乏对案例企业混改相关的内部信息进行搜集的渠道，因而可能会限制本文研究的准确性和全面性。

（2）本文选定的案例企业物产中大是大宗商品供应链集成服务的典型企业，加之其业务涉猎广泛，属于特定行业里特定企业的研究，因而研究结论难免因企业的独特性而在一定程度上缺乏普适性的参考价值，得出的启示在应用时，还需从企业实际出发，立足现实情况具体分析问题。

### 6.2.2 展望

本文仅选取了物产中大一家企业对其混改模式、绩效以及影响机理进行研



究，因而无法排除研究结论的特殊性、个例性。之后的研究应着力于细化并扩大混合所有制改革的行业研究，通过对比分析各行业企业混改模式对其绩效影响的差异，找到国企混改成功的关键点，为不同行业国企混改模式的选择提供更加普适的实践指导意义。另外，本文在研究中缺乏企业内部一手数据资料的局限下一步还应通过深入企业实践去解决，以此保证论文研究结论的真实性和可靠性。

## 参考文献

- [1] Bruner.R.Does M&A pay A survey of evidence for the decision maker[J].Journal of Applied Finance,2002(12).
- [2] Buekert,Walker,Roering.Organization of Marketing Activities:A Contingency Theory of Structure and Performance[J].Journal of Marketing,1985(1): 13-25.
- [3] Megginson,W.L.,Netter,J.M.,2001.From state to market:a survey of empirical studies on privatization.Journal of Economic Literature,39(2),321-389.
- [4] Michel J.Lebas.Performance Measurement and Performance Management[J].Production Economics, 1995(1):23-35.
- [5] Malatesta,P.h.,1983.The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms.Journal of Financial Economics,11(1),155-181.
- [6] Martin,K.J.,2012.The method of payment in corporate acquisitions,investment opportunities,and management ownership.Journal of Finance,51(4),1227-1246.
- [7] Homburg,C.,Pflester,C. A multi-layer model of market-oriented organizational culture:measurement issues and performance outcomes.Journal of Marketing Research,2000,32(11):449-462.
- [8] 安星屿.国有企业混合所有制改革下的引入战略投资者研究[J].商场现代化,2017(17):83-84.
- [9] 财政部,国家经济贸易委员会,中共中央企业工作委员会,劳动和社会保障部,国家发展计划委员会.关于印发《国有资本金效绩评价操作细则【修订】》的通知[S].财统[2002]5号,2002.
- [10] 财政部.企业财务通则[S].北京:中国方正出版社,1993.
- [11] 陈晨,陈雅慧.论我国员工持股制度及其完善[J].知识经济,2013(23):120.
- [12] 陈坚,倪丸南,田志友.“管资本”视角下的国企集团整体上市[J].国资报告,2020(05):109-112.
- [13] 陈柳卉,邢天才.我国上市公司并购绩效评价及其发展[J].甘肃社会科学,2018(04):235-241.
- [14] 邓康林,高扬.企业集团整体上市的市场反应[J].财经科学,2010(11):17-25.
- [15] 冯璐.加快并购重组,推动国有企业混合所有制改革[J].团结,2019(03):58-60.

- [16] 顾远. 引入战略投资者是国企改革战略举措与重要路径[J]. 现代商业, 2019(13): 111-113.
- [17] 郭俊华. 并购企业知识资本协同及其价值创造潜能的三维分析[J]. 科技管理研究, 2005, (02): 144-147+143.
- [18] 胡海青, 吴田, 张琅, 张丹. 基于协同效应的海外并购绩效研究——以吉利汽车并购沃尔沃为例[J]. 管理案例研究与评论, 2016, 9(06): 531-549.
- [19] 胡颖, 刘少波. 混合所有制与国有企业产权多元化改革[J]. 科学·经济·社会, 2005(02): 30-33.
- [20] 黄群慧, 余菁, 王欣, 邵婧婷. 新时期中国员工持股制度研究[J]. 中国工业经济, 2014, (07): 5-16.
- [21] 黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 经济管理, 2014, 36(07): 1-10.
- [22] 康玲. 基于 EVA 与 BSC 的企业业绩评价体系设计——以保利房地产(集团)股份有限公司为例 [ J ] . 财会通讯, 2016(20): 51-54.
- [23] 李建标, 王高阳, 李帅琦, 殷西乐. 混合所有制改革中国有和非国有资本的行为博弈——实验室实验的证据[J]. 中国工业经济, 2016(06): 109-126.
- [24] 李念, 李春玲, 李瑞萌. 国有企业混合所有制改革研究综述[J]. 财会通讯, 2016 (27): 98-104+129.
- [25] 刘畅, 韩爱华, 沈锡茜. 基于因子分析法的上市公司并购绩效评价[J]. 统计与决策, 2017, (10): 179-181.
- [26] 刘芳. 国有企业混合所有制改革借鉴——以绿地借壳金丰投资重组为例[J]. 财务与会计(理财版), 2014(07): 31-33.
- [27] 莫磊, 胡国强. 上市公司整体上市与公司业绩关系的实证研究——来自 A 股上市公司的证据[J]. 会计之友, 2013(21): 31-37.
- [28] 彭陈. 员工持股对国有企业混合所有制改革影响的探讨——以安徽海螺集团为例[J]. 中国市场, 2014(31): 61-62.
- [29] 綦好东, 郭骏超, 朱炜. 国有企业混合所有制改革: 动力、阻力与实现路径[J]. 管理世界, 2017(10): 8-19.
- [30] 邱霞. 混合所有制改革的路径分析[J]. 西部论坛, 2015, 25(02): 33-39.
- [31] 沈红波, 张金清, 张广婷. 国有企业混合所有制改革中的控制权安排——基于

- 云南白药混改的案例研究[J]. 管理世界,2019,35(10):206-217.
- [32] 盛宇华,祖君.不同类型战略投资者对上市公司绩效影响的实证研究[J].投资研究,2014,33(02):120-129.
- [33] 宿晓,卢慧.股权集中度对企业盈余管理行为的影响研究——基于混合所有制改革背景下的分析[J].价格理论与实践,2020(05):94-97.
- [34] 王辉,孙志强.新形势下国有企业混合所有制改革:问题、路径及展望[J].改革与战略,2019,35(10):42-47.
- [35] 王晓卯.EVA 在国有企业绩效评价中的应用研究[J].河北企业,2008,13(11).
- [36] 王在全.新一轮国有企业改革中员工持股问题研究[J].经济纵横,2015(12):32-35.
- [37] 魏成龙,许萌,郑志,魏荣桓.国有企业整体上市绩效及其影响因素分析[J].中国工业经济,2011(10):151-160.
- [38] 吴爱存.国有企业混合所有制改革的路径选择[J].当代经济管理,2014,36(10):37-39.
- [39] 肖彦,董琦雅,王可可.混合所有制改革路径对企业绩效的影响研究[J].区域治理,2019(51):218-221.
- [40] 徐召红.不同企业智力资本和动态能力的差异及管理——基于 296 份调查问卷的分析[J].山东财经大学学报,2018,30(01):85-94.
- [41] 徐莉,柳瑞禹.企业绩效评价方法[J].经济管理,2004(05):51-53.
- [42] 杨家丽.国有企业混合所有制改革模式与公司治理[J].中国市场,2021(02):65-66.
- [43] 杨万寿.混合所有制改革对企业效益的影响研究——基于 A 股 390 家国有上市公司股价与绩效的分析[J/OL].价格理论与实践:1-4[2021-05-24].<https://doi.org/10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2020.10.426>.
- [44] 杨羽.公司换股吸收整体上市后的业绩表现问题研究[J].财会通讯,2020(12):110-113.
- [45] 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.
- [46] 张孝梅.混合所有制改革背景的员工持股境况[J].改革,2016(01):121-129.

- [47]张卓元.积极推进国有企业混合所有制改革[J].中国浦东干部学院学报,2015,9(02):11-14+107.
- [48]周娜,鲍晓娟.国企混合所有制改革轨迹与现实例证[J].改革,2017(02):77-87.
- [49]朱光华.大力发展混合所有制:新定位、新亮点[J].南开学报,2004(01):3-5.
- [50]张继德,刘素含.从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择[J].会计研究,2018(07):28-34.
- [51]赵子坤,李彬,秦淑倩.混合所有制陷阱真的存在吗——来自我国民营类上市公司跨所有制并购的微观证据[J].财经科学,2017(06):82-93.

## 后 记

三年硕士生涯转瞬即逝，回顾往事，感慨万千。临别之际，只言片语道不尽心中感激之情。

首先，我想特别感谢我的硕导雒京华教授。从论文开题到研究基本完成，老师数次问询督促研究进程，在每一个关键进度节点严审把关，悉心点拨，热诚勉励。雒老师精益求精的学术作风，严谨治学的求实精神以及积极向上的生活态度，岁月静好的处世能力，为我树立了良好的精神榜样。春风化雨沐桃李，言传身教引路人，虽历短短三年，老师的教诲却使我铭心刻骨，将激励着我在今后的人生道路上开拓进取，一往无前。

其次，我要感谢我的父母。回首漫长的求学生涯，父母的鼓励与支持历历在目，多少次犹豫不决、彷徨无措，是他们的爱与陪伴成就了我今天在这里的句点。

最后，本论文在选题、写作思路及研究过程中，还有很多可敬的师长为我倾心指导，很多可爱的同学朋友与我真诚交流，在此一并致以诚挚的谢意！

三年一瞬，聚散有时。愿我们都能够在新的征途走好脚下的路！