

分类号
U D C

密级
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 资源配置视角下康恩贝逆向混改协同效应研究

研究生姓名: 李思雅

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授 和晓登 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2024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： 李思雅 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 李思雅 签字日期： 2024年6月1日

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： 李思雅 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 李思雅 签字日期： 2024年6月1日

Study on the synergistic effect of CONBA's reverse mixed reform from the perspective of resource allocation

Candidate : Li Siya

Supervisor: Yuan Youfu He Xiaodeng

摘 要

逆向混改是混合所有制改革的一种，是从民营企业出发引入国有资本。近年来，受新冠疫情的冲击或由于自身发展受限，一些民营企业陷入经营困境，在此情形下这些民营企业开始尝试引入国有资本，希望与国企进行战略合作，借助国企优势帮助企业脱困。

本文梳理有关文献的基础上，分析了民营企业进行逆向混改的动因、效应等。接着将康恩贝引入省中医药集团作为案例，分析了康恩贝逆向混改的内外部动因及其实施情况，从资源配置的角度出发，分别从管理资源配置、经营资源配置、财务资源配置三个层面分析了国资股东资源与民企资源配置的过程以及实现协同效应的路径，进一步分析了管理协同、经营协同和财务协同，进而研究资源配置视角下康恩贝逆向混改的协同效应，试图为其他民营企业的逆向混改提供经验启示。

通过研究得出了以下结论：康恩贝与省中医药集团的这次股权式企业联盟不仅仅是非市场行为，更多的是优势互补、主动求变的共赢行为。混改双方在管理资源、经营资源和财务资源方面发挥了协同效应，实现了管理协同、经营协同和财务协同，双方充分整合资源并优化资源和配置资源，发挥了各自的优势，达到了“1+1>2”的效果。由此得出以下启示：一、作为民营企业要持续重视自身的核心竞争力并且选择合适的国有资本，积极调整战略方向，取其精华、弃其糟粕。二、作为国有企业要充分调研和了解民营企业的具体情况，制定有针对性的混改方案。三、作为政府需要努力打造一个与逆向混改相适配的监督监管体系，在制度层面为逆向混改提供保障。

关键词：协同效应 逆向混改 资源配置

Abstract

Reverse mixed reform is a kind of mixed ownership reform, introducing state-owned capital from private enterprises. In recent years, due to the impact of the novel coronavirus epidemic or due to their own limited development, many private enterprises have fallen into operational difficulties. Under the circumstances, more and more private companies are trying to bring in state capital, hoping to carry out strategic cooperation with state-owned enterprises and help enterprises out of difficulties with the advantages of state-owned enterprises.

On the basis of combing the relevant literature, the motivation and effect of mixed reform in private enterprises are analyzed. Then, the introduction of Conbe into provincial Traditional Chinese Medicine Group was taken as a case to analyze the internal and external motivations and implementation of the reverse mixed reform of Conbe. From the perspective of resource allocation, the process of resource allocation between state-owned shareholders and private enterprises and the path to achieve synergy effect were analyzed from three aspects: management resource allocation, operation resource allocation and financial resource allocation. This paper further analyzes management synergy, operation synergy and financial synergy, and then the synergistic effect of Conbey's

reverse mixed reform under the perspective of resource allocation is studied, in an attempt to provide experience and inspiration for other private enterprises' reverse mix reform.

Through the research, the following conclusions are drawn: the equity-type enterprise alliance between Conbe and Provincial Chinese Medicine Group is not only a non-market behavior, but more a win-win behavior of complementary advantages and active change. The two sides of the mixed reform have played a synergistic effect in terms of management resources, operating resources and financial resources, and achieved management synergies, operating synergies and financial synergies. On the basis of integrating resources, the two sides have optimized and allocated the resources, played their respective advantages and achieved the effect of " $1+1 > 2$ ". The implications are as follows. First, as a private enterprise to continue to pay attention to their own core competitiveness and choose the appropriate state-owned capital, actively adjust the strategic direction, take its essence, discard its dross. Second, as a state-owned enterprise, it is necessary to fully investigate and understand the specific situation of private enterprises and formulate targeted mixed reform plans. Third, as the government needs to strive to create a regulatory system to match it and provides guarantee for the reverse mixed reform.

Keywords: Synergistic effect; Reverse mixed reform; Resource allocatio

目 录

1. 绪 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	2
1.2.2 实践意义	2
1.3 研究内容与方法	3
1.3.1 研究内容	3
1.3.2 研究方法	5
1.4 文献综述	5
1.4.1 资源配置相关研究	5
1.4.2 民营企业逆向混改动因研究	6
1.4.3 民营企业逆向混改效果研究	7
1.4.4 文献述评	10
2. 相关概念与理论基础	11
2.1 相关概念	11
2.1.1 混合所有制改革	11
2.1.2 逆向混改	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 战略联盟理论	12
2.2.2 资源整合理论	12
2.2.3 委托代理理论	13
2.2.4 协同效应理论	13
3. 康恩贝逆向混改的案例介绍	15
3.1 逆向混改双方概况	15
3.1.1 民企方：康恩贝概况	15

3.1.2 国资方：省中医药集团概况	16
3.2 康恩贝逆向混改的动因	16
3.2.1 外部动因	16
3.2.2 内部动因	17
3.3 康恩贝逆向混改的实施过程	20
4. 资源配置视角下康恩贝逆向混改实现协同效应的路径	22
4.1 管理资源配置促进管理协同	22
4.1.1 优化股权结构，融合双方管理优势	22
4.1.2 改组董事会，强化内部监督机制	23
4.1.3 实施股权激励，建立长效激励机制	24
4.2 财务资源配置促进财务协同	25
4.2.1 实施股份转让，获取资金支持	25
4.2.2 提高授信额度，优化融资能力	26
4.2.3 强化政企关系，获得政府补助	28
4.3 经营资源配置促进经营协同	29
4.3.1 剥离低效资产，聚焦核心业务	29
4.3.2 受让优质资产，解决同业竞争	30
4.3.3 优化市场营销，提升研发能力	31
5. 资源配置视角下康恩贝逆向混改的协同效应分析	32
5.1 管理协同效应	32
5.1.1 代理成本分析	32
5.1.2 资产管理分析	32
5.1.3 费用管理分析	34
5.2 财务协同效应	36
5.2.1 融资成本分析	36
5.2.2 短期偿债能力分析	37
5.2.3 长期偿债能力分析	38
5.3 经营协同效应	40
5.3.1 经营规模分析	40

5.3.2 盈利能力分析	42
5.3.3 成长性分析	42
5.3.4 创新能力分析	44
6. 研究结论与启示	46
6.1 研究结论	46
6.2 研究启示	47
6.3 研究局限及展望	48
参考文献	48
后 记	53

1. 绪论

1.1 研究背景

党的十八大以来，混合所有制改革进入了由“混”到“改”的关键时期，混改进入了新的历史起点，混改的重点转移到了市场化机制改革上。2013年十八届三中全会进一步肯定了市场配置资源的主导作用，2014年进一步提出了加快发展混合所有制经济，国有企业与民营企业的融合成为新一轮国企改革的重头戏。此外，政府对民营企业的创新改革发展给予了积极的支持，党的十九大明确鼓励民营企业实施混改，相关政策的推行不仅使国有企业的活力被进一步激发，也为民营企业创造了更加公平的竞争环境，民营企业的发展空间进一步变大。正是政府倡导的鼓励民营企业进行市场化创新的发展理念，增强了民营企业的经营活力和生产创造力。

混合所有制改革有两种形式，一种是民营资本入股国有企业，称为“正向混改”，另一种则是国有资本入股民营企业，称为“逆向混改”。逆向混改是国有资本入资、控股民营企业的一种混改模式。近年来，实施逆向混改的企业数量增加，但目前对于民企混改的研究相较于国企混改还相对较少，并且一部分混改流于“混”的形式，却没有“改”的实质，究其原因是企业混改缺乏实质上的协同。在以混改为主题的学术研究中，现有研究成果主要围绕混改的动因、效果等方面展开，并且通常是对企业绩效先进行分析，进而分析混改的经济效果，对于混改协同效应的研究较少。

本文研究的案例企业康恩贝是国务院列为混合所有制改革的试点企业，获得国资大量入股，是第一个由浙江国资委专门制定混改方案的企业，并且混改的初衷是形成各种资源的优势互补，使得双方资源得到更好地优化配置。因此，本文选择康恩贝来研究其逆向混改的实施情况，从资源配置的角度出发，从管理资源配置、经营资源配置、财务资源配置三个层面来分析国资股东资源与民营企业资源配置的过程以及实现协同效应的路径，进一步分析管理协同、经营协同和财务协同，进而研究资源配置视角下康恩贝逆向混改的协同效应，试图为其他一些民营企业逆向混改提供经验启示。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

第一，对于新常态下双向混改的相关理论研究提供了参考，对实现混改的路径和效果的相关研究均有所丰富。混合所有制改革概念诞生后，学者们对以国有企业为主体的混改进行了大量的研究，但是对以民营企业为主体的混改研究还相对较少。本文从民营企业的角度出发，以民营企业作为引入方研究混改后的协同效应，补充了现有文献的空缺。

第二，拓展了研究视角。本文基于资源配置视角，从管理资源配置、经营资源配置和财务资源配置三个层面阐述国企股东资源和民营企业资源配置的过程以及实现协同效应的路径，分别从管理协同效应、财务协同效应、经营协同效应三个方面对康恩贝逆向混改的协同效应进行了分析。

1.2.2 实践意义

第一，为运营受到冲击的民营企业提供借鉴，试图解救处于困境中的企业。当下在新冠疫情的冲击下，一些民营企业可能处于困境，引入国有资本在一定程度上能获取较大的帮助。但是并不是所有的逆向混改都能成功，因此本文对康恩贝的逆向混改展开深入的分析，希望能为其他情况类似的民营企业的可持续发展提供思路参考。

第二，本文从资源配置视角出发，对其管理资源配置、经营资源配置和财务资源配置进行了进一步分析，为民营企业进行混改提供了新的思路。本案例中民营企业在进行逆向混改时控制权发生了转移，企业的控制权在民营股东和外部国有股东之间进行了重新分配，而控制权的配置也决定了资源的配置，从而进一步决定了公司的经营效率。

第三，在国有经济与民营资本越来越紧密的当下，作为政府需要努力打造一个与逆向混改相适配的监督监管体系，在制度层面为逆向混改提供保障。关于如何建立有效的监管制度保证混改效果需要重点考虑，因此本文通过分析该案例试图为逆向混改建立起监管体系提供帮助。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文研究内容分为六个部分：

第一部分：绪论。本部分介绍了研究背景、研究意义、对资源配置的相关文献以及民营企业混改的动因和效应的相关文献进行了梳理，紧接着介绍了研究内容与研究方法。

第二部分：相关概念与理论基础。本部分对涉及到的相关概念进行了阐述，然后介绍了战略联盟理论、资源整合理论、委托代理理论以及协同效应理论四个理论基础。

第三部分：康恩贝逆向混改的案例介绍。本部分对逆向混改涉及到的民企方和国资方进行了公司简介、从外部和内部两个方面分析了康恩贝逆向混改的动因，并详细介绍了康恩贝引入省中医药集团混改的过程，对逆向混改的实施情况做出了介绍。

第四部分：资源配置视角下康恩贝逆向混改实现协同效应的路径。本部分从管理资源配置促进管理协同、财务资源配置促进财务协同、经营资源配置促进经营协同三个层面来阐述国企股东资源和民营企业资源配置的过程，分析了康恩贝逆向混改实现协同效应的路径。

第五部分：资源配置视角下康恩贝逆向混改协同效应分析。本部分从管理协同效应、财务协同效应、经营协同效应三个方面对康恩贝逆向混改的协同效应进行了分析。管理协同效应主要进行了代理成本分析、资产管理分析、费用管理分析；财务协同效应主要进行了融资成本分析、短期偿债能力分析、长期偿债能力分析；经营协同效应主要进行了经营规模分析、盈利能力分析、成长性分析以及创新能力分析。

第六部分：研究结论与启示。本部分主要介绍了文章的研究结论，并且从民营企业层面、国有企业层面、政府层面分别得出了启示，同时也阐述了研究的不足和展望。

本文的研究思路如图 1-1 所示：

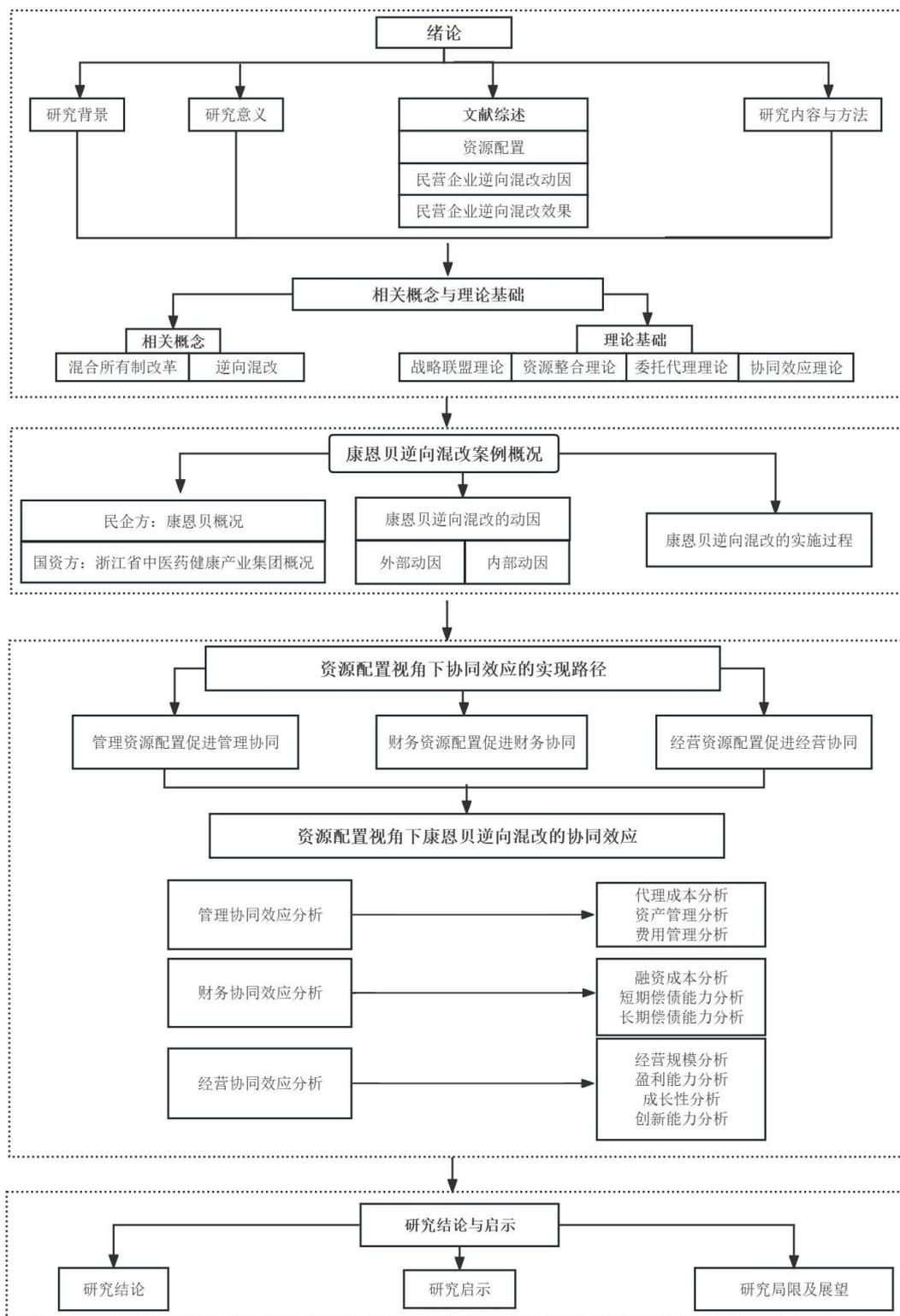


图 1-1 研究思路框架

1.3.2 研究方法

案例研究法是指选取一个或多个案例作为研究对象，全面收集与案例相关的资料和数据，并对其进行深入研究和分析，探讨某一现象在实际环境下的状况。本文主要研究民营企业逆向混改后的协同效应，这一问题的复杂性决定了本文选择案例研究法。案例研究法的深入性正好契合本文研究问题的特征，能够很好地实现本文的研究意图。

文章以案例研究法为主，选取了医药民营企业中康恩贝引入国资方省中药集团进行混改的案例。从案例公司官网、巨潮资讯网等官方渠道收集、整理数据资料，在具体的案例分析中结合资源配置的视角，从管理资源配置、经营资源配置、财务资源配置三个层面阐述国企股东资源和民营企业资源配置的过程以及实现路径，分别分析了康恩贝逆向混改的管理协同效应、财务协同效应和经营协同效应。基于上述分析，希望能够为其他民营企业逆向混改带来启示。

1.4 文献综述

1.4.1 资源配置相关研究

Penrose（1959）率先提出了资源基础理论，他认为对于不同企业而言所拥有的资源都是不同的，企业应该整合不同生产性质的资源，企业掌握的资源在一定程度上决定了企业的成长以及未来发展。Barney（1986）通过补充资源基础理论，提出利用已知信息挖掘有利资源的观点。

通过进一步梳理文献发现，大部分学者都从企业竞争优势方面对资源的静态层面展开了研究，比如 Tokarczyk（2007）提出了资源代替产品是企业竞争优势的来源，Sedera（2016）则通过对比人力、物力和组织这三种普遍资源得出要形成企业核心竞争力需要独一无二、不可替代资源的观点，Corte（2017）也是十分认可企业拥有自己的核心资源的重要性，Paulus（2017）认为核心竞争力就是拥有独具特色、难以模仿的资源。此外，也有不少学者从资源的动态角度出发进行了研究，Sausen（2015）提出了考虑动态资源的重要性，认为处理和应用现有资源对企业而言是十分重要的。

虽然关于资源发展理论学者们都非常关注企业的竞争优势，但是仅仅关注企业内部资源却忽略企业战略发展也是不可取的。李政（2016）提出了内部资源与外部环境的关系，认为内部资源具有可控性，企业能够通过计划和预测进行掌握，而外部环境则变化莫测、无法准确预计，如此一来企业在面临外部环境的不确定时如何将企业的内部资源有效转化为企业自身的核心竞争力显得尤为重要。此观点进一步丰富了资源基础理论。

综上所述，本文认为企业应该运用和发展好其自身所拥有的资源，重点开发不可替代资源，并且持续加强科学合理运用资源的能力，持续不断进行创新、进行研发，保持其自身资源的竞争力，利用好协同效应提升企业的整体价值。

1.4.2 民营企业逆向混改动因研究

随着混合所有制改革进程的不断深入，民营企业作为混改中的另外一方也逐渐被越来越多的学者所关注，有学者开始从民营企业的角度出发研究其主动引入国有资本的动因。在民营企业混改动因方面，现有研究发现民营企业混改的原因主要是资源获取动因和增强政治影响力动因，也有学者从国家政策因素的角度探索此动因。

民营企业引入国资的一个重要的、主要的动因是资源获取。国有企业独有的资源优势使其在获取信贷、政策补贴等方面的相关支持比较容易（韩元亮，石贝贝，2020），而民营企业由于信息不对称，银行等金融机构在对民营企业提供信贷服务时需要在信贷审查上付出大量成本，并且可能面临一定的风险，所以会更加偏向与有政府背书的国有企业合作。有学者认为，民企引入国资能够借助政府色彩在资源获取方面拥有优势，能帮助民企在信贷资源、投资创新资源等资源的获取方面占得先机，即便是企业面临破产清算等十分不利的情况时，政府部门也能够及时给予帮助。也有学者通过研究发现民营企业进行混改就是为了获取更多的优惠（姚梅洁等，2019）。因此，民营企业为了获取更多的信贷资源机会想要引入国有资本，这一做法向外界传递积极信号的同时也拥有了政府的背书，银行对其的信贷条件也会有所放宽，企业则有更多的信贷资源机会，这将减少民营企业在投融资方面的障碍，对企业整体绩效的提升也很有帮助。

已有实证研究表明，企业要想延长贷款期限、获得更多的银行贷款，引入国资是一个很有帮助的选择（黄昶生，王正寒，2021）。此外，民营企业引入国资不仅能够降低信贷门槛，对生产经营和规模扩张方面的可持续发展也大有裨益，还能加深创新程度和提高投资能力。晋兆奎（2021）分析了民营企业的创新活动后，得出了民营企业引入国资对提高民企创新能力有很大作用的结论。

民营企业引入国资的另一个动因是增强政治影响力。通过国企的牵线，国企的这一桥梁作用将会在民企与国企之间建立起一种紧密的联系。由此实现的政治联盟能够使民营企业进入国家严格监管的行业，并且能够获得当地政府的帮助（莫小东，2020）。有学者指出，民企引入国资后在企业产权保护方面十分有优势，全面的资源和优质的环境都将被获取。一旦引入国资与政府建立联系，对于规避风险、营造良好的外部发展环境有很大帮助（何璞，杨琳，2021）。有研究证据表明，属于混合国有属性的企业有更加强大的底气面对利益纠纷等不利事件，这种政治影响力有利于企业免除严苛的管制约束。也有学者提出了“政府庇护”的观点，认为民营企业引入国资能够获取官方机构的庇护，从而获取更多的先机。对于跨地区投资，有政治关系的民营公司也能比较容易地进行投资（廖飞梅等，2020）。

十九大以来混改被高度重视，相关政策的支持也越来越全面和有力，实施混改以来中国的混改经济发展迅速，改革模式也在深化进行。当前也有不少学者从国家政策因素视角出发探索逆向混改的动因。有学者认为民营企业引入国资除了能够帮助民营企业高质量发展以外，还能使双方资源互补、优化资源配置，建立起长效机制。

1.4.3 民营企业逆向混改效果研究

近些年“逆向混改”的高潮在逐渐掀起，但是现有文献对国有股东参与民营企业混改效应的研究则相对较少，且鲜有研究对逆向混改的协同效应进行分析。现有的大多数文献认为国有股东参股对民营企业具有积极作用，一方面是存在“资源效应”，另一方面是存在“治理效应”。

资源效应是指民营企业能够获得来自于国有企业的声誉保证，能在一定程度上改善与政府的关系，对于税收优惠、财政补贴以及信贷资源等能够更容易

地获得。同时，也能向外界传递政府支持的信号，基于国资参股的“背书”，对于企业突破行业发展壁垒也十分有利。Allen（2004）认为民营企业在获取生产经营过程中的有用信息时比较依赖同政府的关系密切程度。Faccio（2006）提出往往都是那些同政府有政治关联的企业能够享受到更多的税收优惠。Boubakri（2008）认为政府在提供补助时会更加偏向于国有企业。国内学者也有类似的观点，民营企业控股公司中的国有股权对企业获得银行贷款有显著正向影响（宋增基等，2014），国有资本的引入缓解了民营企业的融资约束（董小红等，2021），且能显著降低民营企业的现金持有（韦浪,宋浩，2020）。逆向混改能够使民营企业免遭信贷歧视，并且对于企业创新能力的提升大有裨益（竺李乐等，2021），张慧敏等（2023）通过案例分析得出引入国资后公司信贷融资能力和创新能力持续提升，财务绩效也得到了优化。此外，国有资本参股有利于缓解非国有企业的投资不足（李增福等，2021），有利于企业提升承担风险的能力从而促进创新投入（罗宏,秦际栋，2019）。

治理效应是指国有股东的引入对于企业监督机制的进一步完善发挥着重要的作用，因为国有股东不仅需要关注经济利益，更加需要关注政治和社会目标，这样一来对于高管可能存在的一些机会主义行为能够得到有效遏制，国有资本参股能通过强化高管薪酬激励来抑制高管机会主义行为，提高民营企业的战略风险承担水平（李鑫等，2022），并且能够形成有效的多元股权制衡结构，进而降低民营企业的代理成本。此外，还能降低民营企业的金融化程度，对民营企业过度金融化有所抑制（钱爱民等，2021），也能抑制企业超额持现的过度投资。民营企业混合所有制并未降低正式制度的有效性，而是通过监督治理与资源支持促进了民营企业合法合规健康发展，对于一些违规行为能够更好地监督和抑制（于瑶,祁怀锦，2022），比如：引入国有资本能够显著降低民营企业税收规避程度，逆向混改能够发挥对税收征管不足的补充效应（翟淑萍等，2023），也能够约束民营企业的缴费不合规行为，表明国有股东持股能在一定程度上实现国家社保基金收入、员工福利与企业发展共赢（汪圣国等，2022），并且在高融资约束程度和低创新意愿的公司中，引入国有股东也有助于提升企业劳动收入份额（温磊等，2023）。也有研究表明民营企业逆向混改通过降低经营风险从而能够降低了审计收费（李秉成等，2022），逆向混改通过降低融资约束、提高人

力资源水平等降低了自身对高质量审计师选择的意愿（陈丽蓉，高菲阳，2022），逆向混改也有助于改善民营企业财务信息风险（陈正威，2023）。

但是也有一些文献认为国有股东参股即便能够为民营企业带来一些资源，但是可能伴随的过度干预会对民营企业的生产率和盈利能力产生不利影响。张根林等（2020）通过实证研究认为国有资本的加入并没有发挥资源优势，反而对融资约束程度进一步加深，抑制了民营企业的技术创新。除此之外，对国资参股发挥的资源效应的持续性也有提出质疑，认为长此以往反而会加剧民营企业投资不足（刘惠好，焦文妞，2022）。同时，也有观点认为国有股东参股的治理效应并不明显，认为能否发挥治理效应可能与其参股比例密切相关（段敏，方红星，2022）。

关于国有股东参股对于民营企业创新到底是“掠夺之手”，还是“扶持之手”；到底能够提升企业创新意愿，还是抑制企业创新意愿。现有的研究目前存在一定分歧。从已有文献来看，大部分文献还是认为国有股东参股能够提升企业的创新意愿。当与被混改民营企业的地域匹配度更好时，拥有治理权的国有股东能够促进技术创新（高杰等，2022）。对民营企业而言，无论是渐进式创新还是颠覆式创新，参股性国有控股对其都更加具有促进作用，控股性国有股权则不利于其创新（刘宁，张洪烈，2022）。任广乾等（2022）通过实证研究也表明了国企参股对民营企业创新的正相关影响，并且国有参股比例越高民营企业创新效率越高，王平等（2022）通过实证研究肯定了民营企业逆向混改对数字金融与突破式创新产出之间的正向调节作用。

当前对于混合所有制改革协同效应的研究文献还相对较少。杨志强和曹鑫雨（2017）认为在非相关并购重组中业绩补偿承诺能够产生协同效应，对混改的协同效应而言也同样适用。也有观点认为双方的相对规模越小越有助于实现混改的协同效应。中国联通作为第一家央企集团层面的混改试点企业，通过引入 14 家战略投资者，实现了股权的有效制衡，形成了主要股东之间、董事会与经理层之间、企业与员工之间的协同效应（吕文静，刘古权，2019）。周志强等（2020）基于分享经济理论，探索了民营企业参与国有企业混改的权威冲突与治理协同，并构建了资本协同、决策协同、经营协同、监管协同四维一体的“锥形体”动态协同治理模式。通过分析东航物流混改过程，进一步分析财务

协同效应、经营协同效应和管理协同效应，认为混改产生的协同效应对东航物流的发展有较大的推动作用，公司财务、经营和管理水平均有所提升（张文文，刘冬蕾，2020）。

1.4.4 文献述评

通过对文献进行梳理有如下发现：第一，民营企业引入国资进行混改的学术研究还相对较少，更多的是民营企业引入国有资本的动因和效果研究。现有文献认为民营企业引入国有资本的动因主要有两点：资源获取动因和增强政治影响力动因，具体体现为获取信贷资源和政府补贴、减轻税收负担、建立政治关联从而达到“政府庇护”等。此外，也有学者从国家政策因素的角度探索其动因。第二，现有文献对国有股东参与民营企业混改效应的研究也相对较少，大多数文献认为国有股东参股对民营企业具有积极作用，一方面是存在“资源效应”，另一方面是存在“治理效应”。但是也有一些文献认为国有股东参股也可能不具有积极作用，比如：即便能够为民营企业带来一些资源，但是可能伴随的过度干预会对民营企业的生产率和盈利能力产生不利影响。第三，关于国有股东参股对于民营企业创新的影响，现有研究目前存在分歧，不过大部分文献还是认为国有股东参股能够提升企业创新意愿。第四，对于混合所有制改革协同效应的研究还相对较少，但也有现有文献通过分析混改的协同效应，进而得出混改的协同效应对企业具有正向影响的结论。

现有的研究成果仍有不小局限。一是对于民营企业所有制改革的涉及较少，二是对于逆向混改的协同效应分析鲜有涉及，这方面的研究资料较为缺乏。因此本文以康恩贝作为案例企业，研究其逆向混改的实施情况，从资源配置的角度出发，分别从管理资源配置、经营资源配置、财务资源配置三个层面来分析国资股东资源与民营企业资源配置的过程以及实现协同效应的路径，进一步分析管理协同、经营协同和财务协同，进而研究资源配置视角下康恩贝逆向混改的协同效应，为民企混改案例研究进行一个扩充，并为类似民企实施混改提供一定的参考和启示。

2. 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 混合所有制改革

混合所有制改革是指国有企业吸引民间资本入股，国有资本和民营资本两个不同经济主体相互取长补短。国有企业虽然资金充足且有政府背书，生存压力小，但是缺少创新的动力，企业绩效的提升也比较有限。并且很多国企目前已经面临资源浪费以及制度老化问题，如果长期下去国企也将面临很大的风险，因此国企改革势在必行。

混合所有制改革对于混改双方都是有益的，国有企业能够增加活力、吸引优质资产以及优化制度；民营企业能够获得政策利好、获取资金支持以及优化融资能力，不同的市场主体相互合作对企业充分提升自身竞争力去面临日益激烈的国际竞争十分有益。另外，混合所有制改革对于政府和国家而言，能为国家节省资本、创造就业机会、提高社会稳定度。

2.1.2 逆向混改

以民营企业为主体引入国有资本进行所有制改革就是逆向混改。已有相关的政策明确表明鼓励以非国有企业为主体引入国资，具有较大潜力和发展前景的非国有企业可以根据自身情况选择引入国有资本进行战略合作。由于以国有企业为主体引入非国有资本的这一行为被称为“正向混改”，因此民营企业为主体引入国有资本的这一行为则被称为“逆向混改”。

“正向混改”和“逆向混改”两者在具体实施、实施路径等方面均有所区别，而“逆向混改”之所以越来越多，这与当前经济增速放缓有一定关系，在民营企业的生存压力越来越大时，十分需要国有资本的加持来帮助民企脱困、为民企提供资金、技术等方面的支持。

2.2 理论基础

2.2.1 战略联盟理论

战略联盟理论最早的提出时间是 20 世纪 90 年代，提出者为 J.Hopland 和 R.Nigel。战略联盟本质是建立合作关系，如果两个或多个企业具有相似的战略和目标，那么通过取长补短、相互协作以及资源共享能够提升企业的绩效、增强企业的市场竞争力。企业通过战略联盟建立起的合作关系形成的竞争力往往能够帮助企业在面对市场变化以及外部风险时具有较为强大的应变能力和解决问题的能力。战略联盟旨在为有共同利益、不同能力的两个或多个企业提供合作，通过促进各方资源的流动以及资源共享来互利共生、优势互补，进而使资源价值达到最大化。

混改的本质是不同产权性质的资本形成战略联盟，共享资源、密切合作、有效解决企业存在的问题。民营企业引入国资建立起的战略联盟能有效增强民企的竞争力和发展力。

2.2.2 资源整合理论

企业吸收和整合不同来源的生产资源就是资源整合，在资源整合过程中企业要以实用价值和利用效率为导向，对资源进行取舍和分类，对于难度较大的资源需要打造出新的管理框架。有学者提出在资源整合的过程中企业会受到多种因素的影响，企业要根据自身情况选择资源来进行资源管理，企业随着资源不断地整合会促使创新的实现，此时拥有的资源能够转化为一种具有竞争力的组织能力。企业能够利用所拥有的资源降低成本、开发产品、积极布局生产和销售渠道，进而提升企业的绩效。

混合所有制改革的本质也就是整合国有资本和民间资本的资源，各取所长、优势互补，进而优化企业业绩。不管是正向混改还是逆向混改，如果能够将双方的优势资源进行很好地整合，就能够发挥出协同效应。但是在混改时，双方的资源是否真正互补也需要做好调研、谨慎做出选择，不能盲目引入。

2.2.3 委托代理理论

所有权和经营权的两权分离产生了委托代理理论，目前大多数公司的两权都是分离的，现代企业发展较快、企业规模也在快速扩大，企业的所有者逐渐不具备管理企业的精力和能力，为了使企业进一步做大做强，企业所有者需要聘请专业的经理人来管理企业。这些经理人具有专业的管理能力且具备足够的专业知识，但是专业经理人往往以追求个人的业绩为目标，对于公司长远的利益和未来发展可能关注不足。而企业所有者则是更加关注企业的长远发展和企业价值，由于委托人的目标与代理人的目标不一致，代理人在代理过程中可能做出损害委托人权益的行为，比如：信息披露不规范不及时、盲目过度投资使得经营行为短期化、财务杠杆过度保守、非法占用上市公司资金等。

为防止经理人损害股东利益，企业一方面是要监督经理人的行为和限制经理人的权限，对于可能损害企业利益的行为进行严格的权限管理，并且设置监事会、安排职工代表监督、进行轮岗换岗等，防止代理人的不良行为。另一方面是对管理者进行股权激励、员工持股计划等，将企业的利润目标与管理者业绩相挂钩，激发管理者的动力和潜力、提高管理者的积极性。另外，也可以对管理者进行一定条件下的惩罚机制，这种负强化在一定程度上也能约束和制约管理者，避免不良行为。

混改的过程中不同产权主体之间也存在委托代理关系，双方如何优化委托代理关系、降低代理成本也是混改的一个难点。

2.2.4 协同效应理论

协同效应是指双方核心优势的交互，因为规模扩大而产生的成本下降、业务结构以及管理制度的优化重建等均能使得协同效应发挥出“1+1>2”的效果。关于协同效应的分类，有以下两种观点：一种观点将协同效应分为了内部协同和外部协同，关于内部协同就是指企业基于总体战略规划对企业内部的各种资源进行整合，争取能够在价值链的各个环节形成总体协同；关于外部协同是指当企业处于同一集群内时可以通过合作、共享等方式形成资源的协同，双方经过整合的竞争力和企业整体绩效均优于整合前。另一种观点将协同效应分为了

管理协同、经营协同和财务协同，这种分类是被大多学者所认可的一种分类。此种分类曾被 Weston（1990）在《接管、重组与公司治理》一书中有所提及，以下对于管理协同效应、经营协同效应和财务协同效应的表现和具体实现路径做出了阐释。

（1）管理协同效应

管理协同效应的实现很大程度上依赖于资源的共享。当不同的管理水平和管理模式进行碰撞时，只有通过进一步整合优化管理资源，才能更新管理体制、提高管理效率和管理能力。人力资源在管理能力的提升方面起到了重要作用，先进的管理经验和优秀的管理能力对管理水平的提升起到极大的作用，双方管理层需要在充分协调和配合下，找到适合企业的管理模式、制定出合适的管理方案，进而提升企业的业务能力和资源配置效率，最终提升企业价值。

（2）经营协同效应

经营协同效应是指企业进行混改后双方资源实现共享，资源共享后企业的经营效率提升，业绩得到改善。主要表现在以下两方面：第一，规模扩大后在供产销等环节共享资源的可能性增加，单位产品的固定成本有所下降。第二，在现有经营业务的基础上进行横向一体化或纵向一体化，这能够使企业较好地控制上游原材料的成本、把控质量，也能控制下游销售渠道、提高市场份额，同类型的企业并购能够减小企业的竞争压力，提升企业的综合实力。

（3）财务协同效应

财务协同效应主要表现为以下两个方面：第一，获取资金支持。引入国资后能给企业较为充足的资金支持，在投资方面也能作出较为明确的预测和规划，并且企业无需再大规模筹资，筹资额度将会明显降低。第二，优化融资能力。逆向混改后民企能获得融资上的便利，将大幅降低融资成本，提升企业持续融资的能力，为企业在资金方面提供了有力支持，有效降低企业的财务风险。

综上，协同效应理论会对企业的方方面面产生影响，企业间的并购通常会采用协同效应来分析，但是对于混改效果的评价也同样能够采用协同效应进行分析。

3. 康恩贝逆向混改的案例介绍

3.1 逆向混改双方概况

3.1.1 民企方：康恩贝概况

浙江康恩贝制药股份有限公司（简称“康恩贝”）前身为成立于 1969 年的兰溪云山制药厂，于 1992 年整体改制后浙江康恩贝制药股份有限公司正式设立，1999 年更名为现使用名称——浙江康恩贝制药股份有限公司。作为知名的医药制造企业，康恩贝于 2004 年在上海证券交易所上市，并且自 2004 年在上海证券交易所主板上市以来得到了长足发展，一直聚焦于以现代中药和植物药为核心的大健康产业发展战略，曾获得“国家创新型企业”以及“国家中药五十强企业”等荣誉称号。目前已打造出集中药提取、研发、制造、销售的全产业链，其产品丰富、品牌知名度强，“肠炎宁”、“前列康”以及“天保宁”等多个品牌及系列产品都被人们所熟知。在生物制药方面拥有领先的技术，拥有良好的市场口碑，在同类药品领域和行业竞争中具有显著的竞争优势和市场领导地位。

在股权结构方面，如图 3-1，康恩贝集团有限公司（简称“康恩贝集团”）一共持有康恩贝 26.52% 的股份，是康恩贝的主要股东。胡季强个人持有康恩贝 6.6% 的股份，又分别持有东阳市咱老家投资有限公司和浙江博康医药投资有限公司 99% 和 92.37% 的股份，通过控制以上两家公司进而对康恩贝集团拥有控制权，因此胡季强为康恩贝的实际控制人。

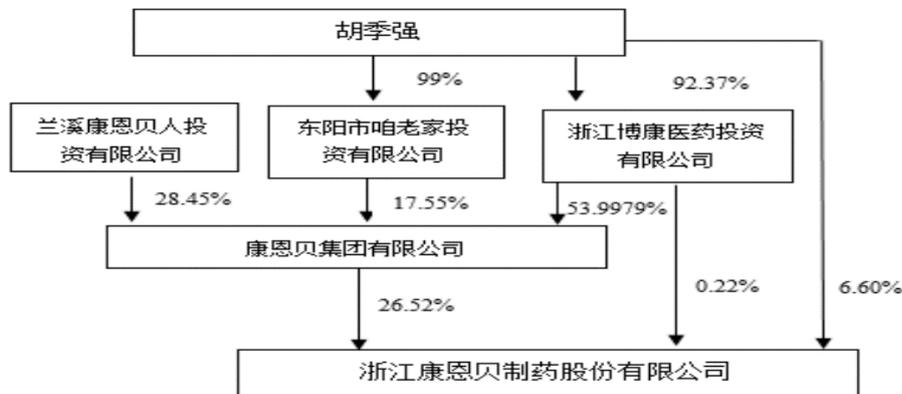


图 3-1 康恩贝混改前股权结构图

资料来源：康恩贝年报

3.1.2 国资方：省中医药集团概况

浙江省国际贸易集团有限公司（简称“浙江省国贸集团”）在浙江国资委的授意下成立了浙江省中医药健康产业集团有限公司（简称“省中医药集团”），2018年11月浙江省国贸集团全资控股的省中医药集团经省政府批准正式成立。省中医药集团由浙江省国贸集团全资控股，旨在加强省内医药产业链的薄弱环节，打造医药投资平台，增强省内医药产业的竞争力。省中医药集团仅在成立后一年多时间里就达到了近10亿的营业收入，其整合优势资源加快发展的意愿十分强烈。

在股权结构方面，如图3-2，浙江省国资委持有浙江省国贸集团90%的股份，浙江省国贸集团拥有省中医药集团100%的股份。

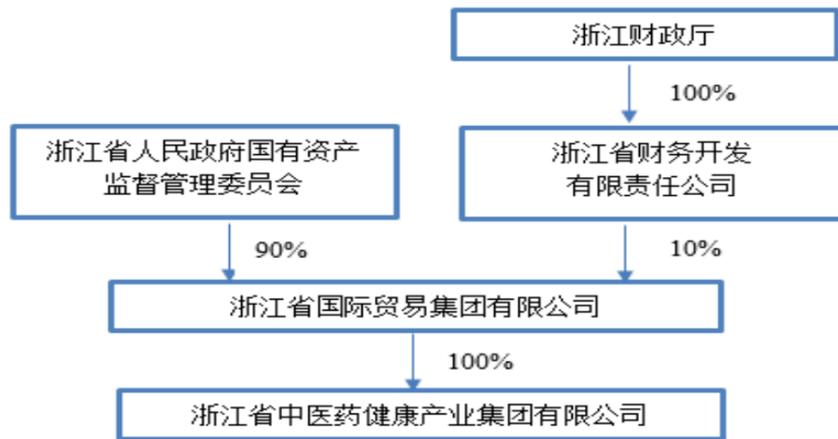


图 3-2 省中医药集团股权结构

资料来源：康恩贝年报

3.2 康恩贝逆向混改的动因

3.2.1 外部动因

第一，相关政策推动。随着人口老龄化程度的加深和居民人均收入的不断增长，中医药越来越受到人们的重视，国家也有意大力扶持中医药发展，中医药行业发展前景良好，所以康恩贝引入国资能够获得更多的资源和相关政策的支持。国务院于2015年发布了《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，

于 2019 年 12 月发布了《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，相关政策的支持进一步激发了民营企业的活力和创造力。一些国有资本也积极同民营企业展开合作，政策的利好为康恩贝的逆向混改提供了很大的帮助。

第二，应对市场竞争。虽然中医药行业有较大的成长空间，但是国内市场竞争也十分激烈，已有不少中医药企业达成药企战略联盟，引入国资也已成为医药行业一个现象级事件，比如佐力药业、海南海药等多家上市公司将控股权转让给国资平台，九强生物等上市药企也与国企形成战略联盟。在同行纷纷形成战略联盟的情况下，康恩贝为了更有力地应对变局，并更好地解决民营企业在诸如融资等资源获取及整合方面的弱项，能够在危机中育新机、开新局，康恩贝决定走新路，拥抱国企国资，形成合力。

第三，解决资金难题。随着近几年资本市场监管的不断加强，企业的融资渠道越来越窄，民营企业的融资难、融资贵问题对于民营企业的发展是极大的阻碍。银行等金融机构更倾向于国企或有国资背景的企业，民营企业在资金流动性方面确实存在很多问题。近几年国内一些药企相继面临资金难题，却又解困无门，然而国有药企虽然在研发上投入平平，但是因为有国家和地方政府的政策支持，能够整合医院、渠道以及资金等多方面的资源，企业的生存不成问题。因此，在这种难以改变的外部因素的影响下，康恩贝引入国资有利于缓解因监管政策导致的融资难问题，同时产生的政治关联也有利于降低资金流风险。

3.2.2 内部动因

(1) 改善经营困境

2015-2017 年康恩贝的净利润稳步上升，到 2018 年公司营收达到历史高点 70.18 亿元，其中医药工业营收 69 亿元，在全国中药类上市公司中名列第 7 位，净利润达到了 8.15 亿元，且 2017 年和 2018 年两年的净利润复合增长率达到了 35%。但是，2019 年国家医药政策整体大转变，康恩贝迎来 2004 年上市以来的首次亏损，企业陷入经营困境。

企业之所以陷入经营困境与国家医保目录调整的政策有很大关系。国家医保目录中相继移出了国家卫健委发布的重点监控目录的品种。丹参川芎嗪注射液是康恩贝旗下的核心产品，主要针对心脑血管治疗，占到康恩贝的全资子公

司贵州拜特营业收入的95%，混改前一直是康恩贝的销售主力，营业收入能够打破 10 亿元。就是在 2019 年被列入重点监控目录并且移出了国家医保目录，销量大幅下滑，如图 3-3，并且还有其他一些核心产品受到管制且被剔出医保名单，销量和利润均大幅下滑。



图 3-3 2015-2019 年丹参川芎嗪注射液销量

数据来源：康恩贝年报

由于贵州拜特业绩大幅下滑，且受国家医保政策影响几乎没有回转的趋势，此时康恩贝只能对贵州拜特产生的商誉和无形资产计提减值准备。康恩贝的营业收入开始呈现下滑趋势，营业利润和净利润出现暴跌，在 2019 年营业利润和净利润均变成了负值，如图 3-4 所示。

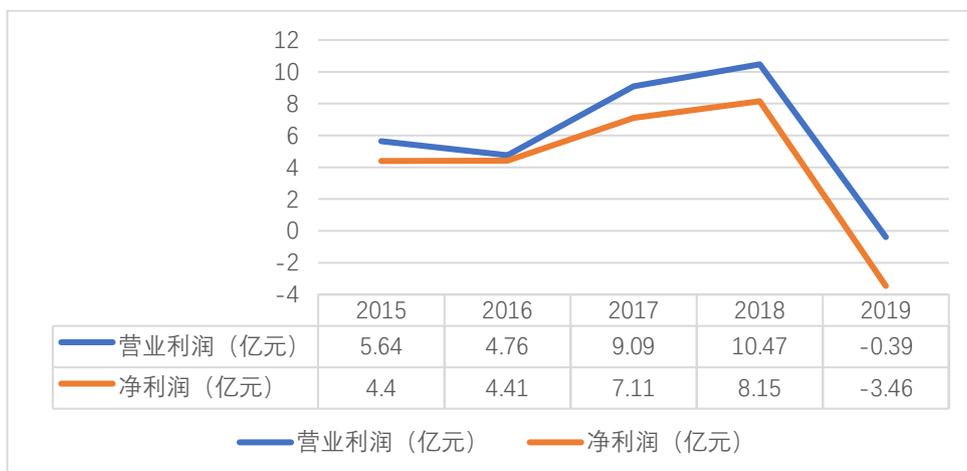


图 3-4 康恩贝 2015-2019 年公司营业利润和净利润

数据来源：康恩贝年报

在此情形下，为了防止净利润持续为负，企业要想办法改善此经营困境。因此选择引入省中医药集团，想要利用国资优势拓宽业务范围，互相补充人才，吸纳省中医药集团的优秀研发团队以及研发经验，从而走出困境，重新获得竞争优势。另外，省中医药集团的多元化销售平台也有利于康恩贝改善营收的不理想状态。

（2）缓解债务压力

从 2014 年开始康恩贝试图抓住并购整合的机遇，通过对 2014 年以来康恩贝重要收购和参股事项的梳理，发现康恩贝的竞争力不够聚焦，并且经营效率有所下降。此外，康恩贝多例企业的并购均以现金支付方式进行，导致了大量现金流出，使企业的投资活动现金流持续为负，极有可能资金链断裂。并且 2017 年以来康恩贝不断扩张、持续融资，导致企业需要偿还大量有息负债，如此一来企业的融资成本持续上升，此时康恩贝的经营风险和财务风险都非常高，财务费用在 2018-2019 年持续上升，如图 3-5 所示。

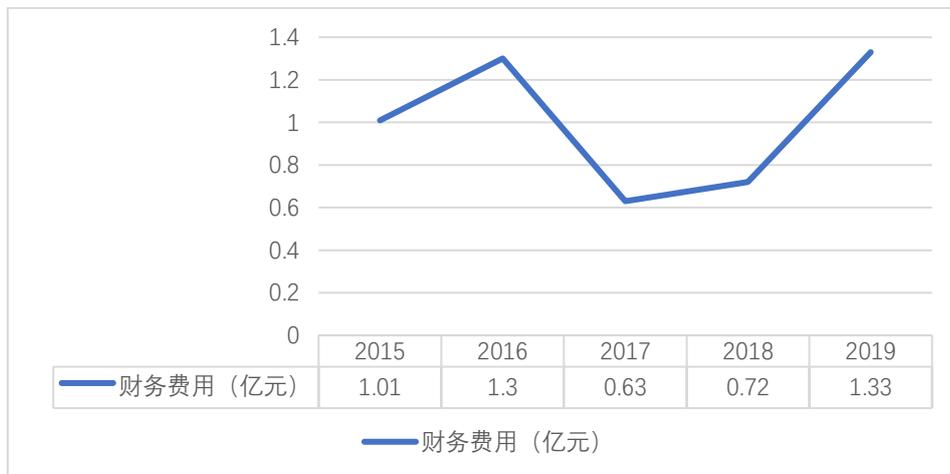


图 3-5 2015-2019 年康恩贝财务费用

数据来源：康恩贝年报

在此种情形下，如果企业继续进行债务融资筹集资金，会使财务杠杆持续变高、导致资金链断裂，甚至面临企业破产。因此选择引入省中医药集团能够有效缓解融资约束，延长信贷机构的放款期限、放松条件，提高融资能力。基于政治关联，也能获得政府的相应支持，比如扶持补贴或税收优惠等。

（3）寻求战略合作

省中医药集团是浙江省国贸集团在浙江国资委的授意下打造的医药投资平台，其整合资源加快发展的意愿强烈，拥有众多科研机构和优秀的研发团队，并且能够在研发创新方面有足够的资金支持，其销售渠道也十分广阔。而康恩贝在生物制药方面拥有领先的技术，加之康恩贝的市场口碑一直很不错，在2019年中国医药工业百强榜系列榜单中的排名为第9名，这在浙江省中药行业里属于遥遥领先，具有一定的发展优势。双方能够进行优势互补、实现高度协同，并且浙江省国贸集团除了省中医药集团外，还有省内最大的医药流通企业英特集团，具有充足的资源。如果双方的资源能够互补、整合，这对浙江中医药健康产业的发展也是一个巨大的推动。

此外，康恩贝在2017年试图收购日本汉方企业津村，想要进军海外市场，也能说明康恩贝比较重视海外市场的机遇。在“一带一路”的政策支持下，海外市场的拓展对于康恩贝是一个很好地机会。省中医药集团旗下恰好有专业的外贸子公司，且已经与韩国、日本、澳洲等多个国家有中药贸易，引入国资后康恩贝能够依托海外销售渠道布局海外市场，提升企业的竞争力。

3.3 康恩贝逆向混改的实施过程

2020年4月2日，康恩贝接控股股东康恩贝集团函告，康恩贝集团以及实际控制人胡季强先生与浙江省国贸集团及其全资子公司浙江省中医药集团就战略合作以及上市公司股份转让事项进行了协商，签订了《胡季强、康恩贝集团有限公司与浙江省国际贸易集团有限公司、浙江省中医药健康产业集团有限公司战略合作暨关于浙江康恩贝制药股份有限公司之股份转让意向性协议》（简称《战略合作暨股份转让意向性协议》）。

2020年4月22日，康恩贝在中财网披露了《战略合作暨股份转让意向性协议》，显示双方拟以股权转让的方式签订战略合作协议，此次合作共交易康恩贝20%的股权，交易后康恩贝成为了由浙江省国贸集团通过控制省中医药集团进而实际控制的上司公司，省中医药集团则成为了康恩贝的最大股东，拥有康恩贝的实际控制权。

双方于2020年5月28日签订股份转让协议，于2020年6月份走完审批程序，2020年7月2日完成股权过户登记。之后康恩贝发布公告显示已将20%股

权过户登记至省中医药集团，康恩贝的指定账户也已收到省中医药集团注入的33亿元现金。康恩贝于7月22日召开股东大会、董事会，圆满完成了第一阶段工作。

康恩贝逆向混改的实施过程如图3-6所示：



图 3-6 康恩贝逆向混改的实施过程

康恩贝混改后的股权结构如图3-7所示。本次股权转让完成后，省中医药集团占公司总股本的20%，成为康恩贝的控股股东和实际控制人；原大股东及一致行动人占公司总股本的13.5%，为康恩贝的第二大股东。通过上述股权交易，康恩贝正式纳入浙江省国贸集团体系，控股股东由康恩贝集团变更为省中医药集团，康恩贝的身份由民营企业转变为地方国有企业。

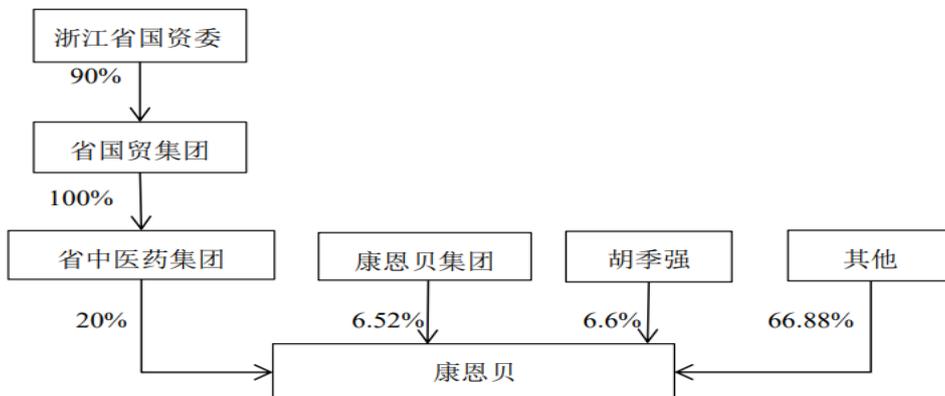


图 3-7 康恩贝混改后的股权结构图

资料来源：康恩贝年报

4. 资源配置视角下康恩贝逆向混改实现协同效应的路径

协同效应的实现基础就是企业的资源得到优化，通过上述对康恩贝逆向混改的动因、过程的梳理，对其逆向混改有了较为清楚的了解。接下来本章从管理资源配置、经营资源配置、财务资源配置三个层面分析国资股东资源与民营企业资源配置的过程，进一步分析如何通过资源优化配置实现协同效应，也就是进一步分析混改后协同效应的产生路径。

4.1 管理资源配置促进管理协同

4.1.1 优化股权结构，融合双方管理优势

混改前的康恩贝由胡季强占据控股地位，拥有绝对的控制权，第二大股东的份额仅为 4.65%。董事会的成员均为康恩贝的管理人员，如此一来对于董事会的监督和约束势必会减弱，管理能力也无法得到进一步提升。在大股东绝对控股的情形下，康恩贝的决策容易受决策者个人判断失误的影响，中小股东的权利无法得到较好的保障，对于企业长期的发展不利。

混改后的康恩贝由省中医药集团占据控股地位，打破了原来一家独大的局面，康恩贝的股权结构得到了较好的优化。股权结构中既有国有性质的股东，又有非国有性质的股东，两个性质的股东共同控制康恩贝，能够起到相互监督和制约的作用，并且能够优势互补，这对于加强企业的管理、提升企业的治理能力都有很大帮助。混改后康恩贝既保持了自身决策的灵活性，又借助了国资的管理规范和专业团队，这在日趋激烈的市场竞争中所具备的优势十分明显，在降低了大股东的掠夺风险的同时又减少了代理成本，更加规范了高管的行为，对企业未来的发展十分有利。

民企混改后需要面临的一个问题就是双方管理理念的差异，如果各执己见，在经营管理上的观点无法达成一致，则可能导致生产经营危机。康恩贝引入国资后也存在管理理念的不同，由于康恩贝之前具有一套有效的管理政策，国资方选择尊重且继续沿用，在此基础上又进一步制定了新的自上而下的决策制度，包括公司章程、“三重一大”决策制度、财务管理等方面的相关配套制度 52 个，

进一步完善了公司的管理机制，有效融合了两者的管理优势。混改后康恩贝实行业务分级授权方案，细化总部和经营单元权责事项，总部、事业部和各子公司深层次协同互动，正是对双方管理优势的有效融合，使得混改后公司治理更加有效。

4.1.2 改组董事会，强化内部监督机制

混改前康恩贝董事会共有 9 名董事，其中有 3 名独立董事。混改后国资方的代表加入了董事会，代表方为康恩贝的董事有 3 名，分别为胡季强、罗国良、袁振贤，监事有 2 名，分别为吴仲时和叶剑锋；代表方为浙江省国贸集团的董事有 4 名，分别为应春晓、谌明、程兴华、汪洋，监事有 1 名，为尹石水；独立董事共有 4 名，分别为吴永江、董作军、刘恩、吕久琴。混改后董事会、监事会构成如表 4-1 所示。

表 4-1 混改后康恩贝董事会及监事会构成

代表方	董事姓名及职务	监事姓名及职务
康恩贝	胡季强（董事长、法定代表人、董事）	吴仲时（监事）
	罗国良（总裁, 董事）	叶剑锋（职工监事）
	袁振贤（副总裁, 董事）	
浙江省国贸集团	应春晓（副董事长, 董事）	尹石水（监事会主席, 监事）
	谌明（副总裁, 董事, 财务负责人）	
	程兴华（董事）	
	汪洋（董事）	
	董作军（独立董事）	
	刘恩（独立董事）	
	吴永江（独立董事）	
	吕久琴（独立董事）	

数据来源：康恩贝年报

由引入国资后康恩贝董事会、监事会构成可以看出：第一，浙江省国贸集团并没有将原来康恩贝的大股东都悉数剔除，董事会也并非是由国资方一方独大，而是保留了康恩贝原有的核心团队，康恩贝原大股东胡季强仍然担任董事长一职，这是为了使康恩贝的经营决策更加科学合理。第二，不同代表方的董事均可各抒己见、相互监督和制约，有利于防止大股东的掠夺和合谋行为，在一定程度上减轻了小股东的风险，有利于维护相关利益者的权益。第三，监事会成员中加入了职工监事代表，更加全面地保障了利益相关者的权益，使监督机制更加完善，对企业的有效运营更加有益。成员结构的多元化充分体现了混改后康恩贝在管理理念上的更新、新的管理机制为管理层注入了新的动力和活力。

此外，引入国资后康恩贝董事会成员的履历、经验以及专长对于解决康恩贝目前发展过程中的问题十分有利。比如，罗国良和汪洋两位董事曾任浙江英特医药药材有限公司的总经理和副总经理，而浙江英特医药药材有限公司拥有十分成熟的营销体系，他们加入董事会之后能够结合过往经验对康恩贝目前面临的销售困境给出专业化的指导和建议，对于优化其投资决策也将十分有帮助。

4.1.3 实施股权激励，建立长效激励机制

虽然康恩贝在混改前也曾做过管理层股权激励，但混改后经过与大股东商议，未来将按照上市公司规则要求适时启动新的股权激励计划。新的股权激励计划提出“要以市场机制激发团队，推进康恩贝加快发展”，这对完善员工激励制度十分有益。

2022年9月，公司发布2022年股票期权激励计划，拟向激励对象授予7,000万股票期权。2022年11月，公司完成首次股票期权授予，向符合条件的537名激励对象授予6,247.5万份股票期权，代表国资股东出任副董事长的应春晓、副总裁谌明均在本次激励对象中。本次激励目标兼顾企业增速和经营质量、研发投入强度等，从多维度完善考核指标。2022年公司业绩预告中扣非归母净利润为4.75-5.25亿元，同比2021年增长200.26%-231.87%，初步达到2022年股票期权激励目标。公司股票期权激励计划具体行权目标如表4-2所示。

表 4-2 公司股票期权激励计划具体行权目标

考核指标	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期
	2022 年	2023 年	2024 年
净利润（以 2021 年扣非后净利润为基准）	>=4.74 亿元	>=5.37 亿元	>=6.00 亿元
	不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值		
加权平均 ROE	>=6.5%	>=7%	>=5.5%
	不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值		
研发投入总额占当期工业营收的比例	>=4.5%	>=5%	>=5.5%
净利润现金含量	>=105%	>=105%	>=105%

数据来源：康恩贝年报

由此能够看出，混改后新的股权激励计划更能激发康恩贝团队，建立长效激励机制，对于康恩贝的进一步发展十分有利。

4.2 财务资源配置促进财务协同

4.2.1 实施股份转让，获取资金支持

康恩贝进行逆向混改过程中，康恩贝的原控制人康恩贝集团持有的 20% 的股权被转让给了省中医药集团，转让后康恩贝集团的持股比例变为 6.52%，其他股东的持股情况未发生变化。

混改后与国资方必然会建立起政治关联，其公信力也必然会有所提升，自身的品牌也有了更大的影响力和竞争力，最重要的是能够给企业较为充足的资金支持。混改后国资确实给予了康恩贝较为充足的资金支持，康恩贝无需再大规模筹资，筹资额度有了明显降低，筹资活动的现金流出也持续减少，筹资活动产生的净现金流量保持为负，如图 4-1 所示。这说明混改后国资方为康恩贝提供了足够的资金支持，康恩贝的筹资压力有所减轻。

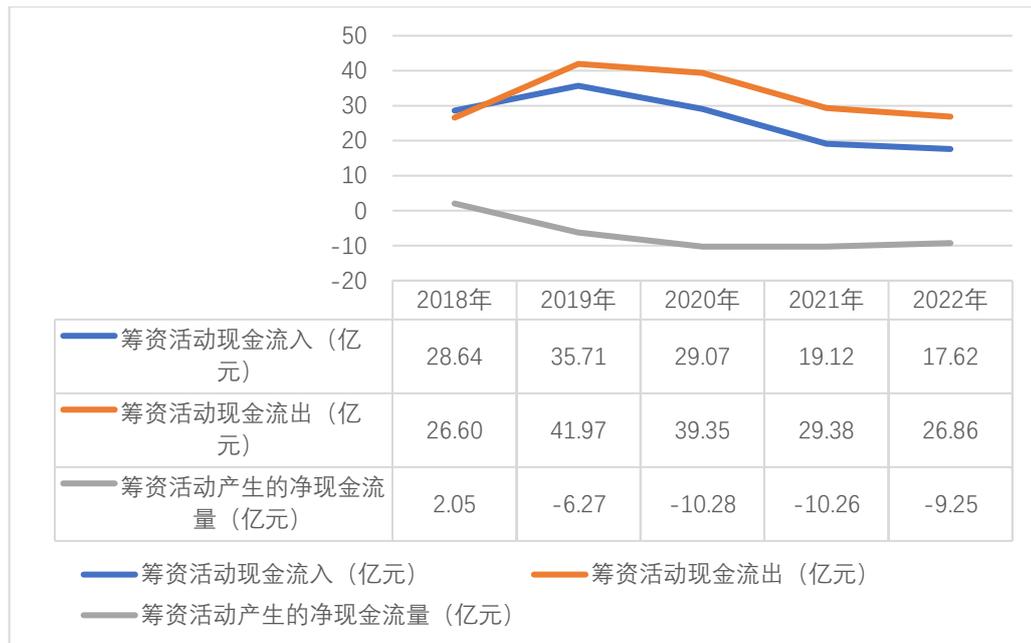


图 4-1 2018-2022 年康恩贝筹资活动现金流量情况

数据来源：康恩贝年报

4.2.2 提高授信额度，优化融资能力

大部分民营企业都或多或少面临资金不足、负债额度较高的情形，如果一旦负债额度超过企业自身能够承担的范围，继续融资将变得十分困难，甚至有可能出现资金链的断裂。此外，民营企业的管理制度相对而言较为粗放，对于未来的发展缺少较为明确的规划和制度保障，因此在融资和投资方面通常会出现一些问题，在获取银行等金融机构的信任和较高的信贷额度时都比较困难。混改前的康恩贝或多或少面临上述情形，但如果民营企业引入国资，有了政府的背书以及足量的国有资产作为抵押，企业自身的担保能力将大大增强，另外国资方的管理团队也会对于企业的投资作出较为明确的预测和规划，这对于企业进行合理投资以及获取外部融资都十分有益。

混改后康恩贝的银行授信额度上升明显，很大一部分原因是国有资本的背书为康恩贝提供了担保。如图 4-2，康恩贝的银行授信额度从 2018 年的 25.51 亿元持续上升到了 2022 年的 69.42 亿元。

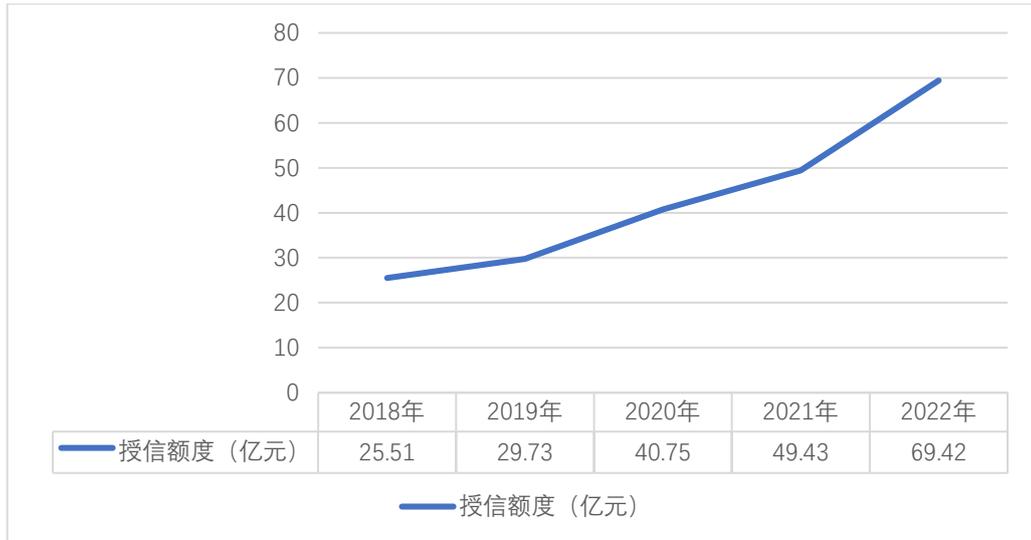


图 4-2 2018-2022 年康恩贝银行授信额度

数据来源：康恩贝年报

另外，由于混改前康恩贝进行了大规模扩张，大量资金以外部融资的方式取得，进一步增加了财务费用的支出。大规模扩张使得势必会导致融资负担的进一步加重，如果继续依赖高息的银行借贷，企业的融资能力将越来越弱。混改后，负债规模有了明显降低，长期借款和短期借款数额均有所下降，如图 4-3 所示，这说明康恩贝借助国资背景，在资金方面得到了有力支持，获得了融资上的便利，融资成本大幅降低，企业持续融资能力增强。

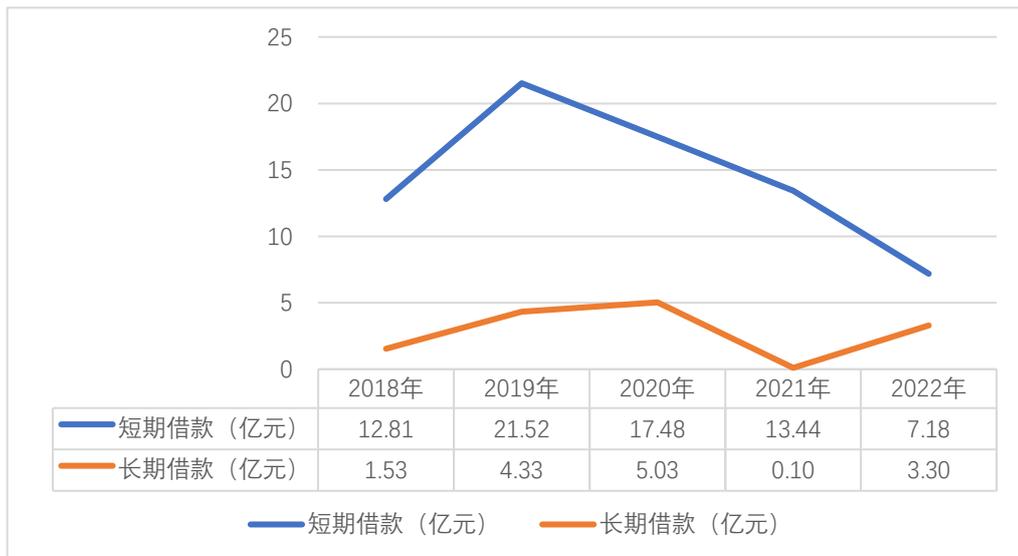


图 4-3 2018-2022 年康恩贝短期借款和长期借款

数据来源：康恩贝年报

4.2.3 强化政企关系，获得政府补助

混改后民营企业能够获得来自国有企业的声誉保证，能在一定程度上改善与政府的关系，基于国资参股的“背书”康恩贝在混改后享受到了更多的税收优惠，税收负担明显减轻。通过分析对比混改前后政府补助占净利润的比重，发现混改后政府给予的扶持力度明显增强。但从政府补助的数额来看，混改前后政府补助的增加并不明显，甚至 2022 年的政府补助额还低于 2019 年，如图 4-4 所示。

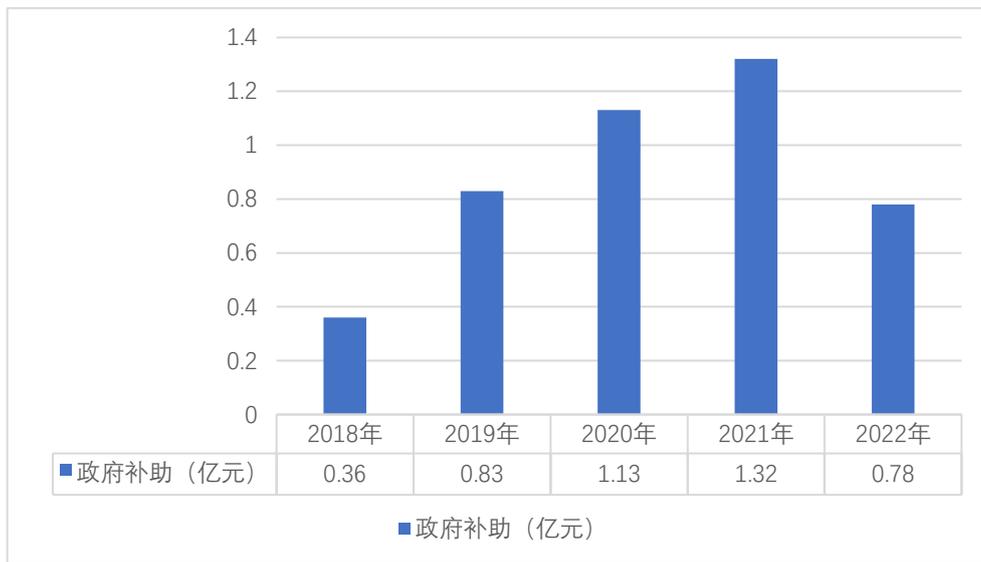


图 4-4 2018-2022 年康恩贝政府补助

数据来源：康恩贝年报

然而通过进一步分析政府补助占净利润的比重能够看出混改后康恩贝在一定程度上非常依赖政府补助，2018 年和 2019 年政府补助占净利润的比重均低于 5%，而混改后 2020 年政府补助占净利润的比重高达 20.58%，虽然 2021 年其比重降低为 6.18%，但考虑到 2021 年康恩贝转让了其子公司珍视明药业公司 42% 股权，这导致投资收益和净利润大幅提升。排除掉转让股权带来的投资收益导致净利润增加的部分，当年政府补助占净利润的比重能够达到 20% 左右。2022 年政府补助占净利润的比重也是达到了 16.96%，如下表 4-3 所示。这说明混改后政府给予的扶持力度明显增强。

表 4-3 康恩贝 2018-2022 年政府补助占净利润的比重

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
净利润（亿元）	8.22	-2.72	5.49	21.36	4.6
政府补助占净利润的 比重	4.38%	-	20.58%	6.18%	16.96%

数据来源：康恩贝年报

4.3 经营资源配置促进经营协同

4.3.1 剥离低效资产，聚焦核心业务

混改前康恩贝进行了大规模扩张，收购了一大批非核心业务，大幅增加了康恩贝的管理成本，阻碍了核心业务的发展。混改后在国有资金的支持下，康恩贝逐渐剥离低效和无效资产以及低利润业务。由于受到国家卫健委重点监控影响，丹参川芎嗪注射液销量出现大幅下跌，导致公司 2019-2020 年公司营业收入连续出现下降，利润出现亏损，康恩贝的市场排名也有所下降。混改之后，康恩贝将该品种的生产企业贵州拜特资产处置完成，2021 年末完成转让珍视明 42% 股权，获得 16.8 亿元资金。此外，康恩贝对旗下的兰信小贷等多个低效资产开展挂牌转让等措施，转让了兰信小贷公司 30% 的股权、迪耳药业 25% 的股权。康恩贝 2020 年以后出售的子公司如表 4-4 所示：

表 4-4 2020 年以后康恩贝出售的子公司

2020 年以后康恩贝出售的子公司
嘉和生物药业有限公司
JHBP (CY) Holdings Limited
兰溪市兰信小额贷款有限公司
贵州拜特制药有限公司
江西珍视明药业有限公司
浙江迪耳药业有限公司

数据来源：康恩贝年报

资产转让帮助公司获得了大量资金，降低了财务费用率，提升公司盈利水平。引入国资混改后财务费用率和资产负债率均有了明显的降低，如表 4-5 所示。这说明混改后康恩贝积极调整和优化业务结构，进一步加强了核心业务。并且依托省中医药集团打造多元的销售渠道，聚焦于中药大健康核心业务，将产品结构重心由处方药转向非处方药、健康消费品发展。

表 4-5 康恩贝 2018-2022 年财务费用率和资产负债率

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
财务费用率	1.02%	1.97%	1.84%	0.89%	-0.24%
资产负债率	45.01%	49.88%	42.34%	32.28%	32.99%

数据来源：康恩贝年报

4.3.2 受让优质资产，解决同业竞争

混改后，康恩贝不断整合公司现有资产，优化公司业务结构，将更多资源用于主力优势业务，为高质量发展打下了坚实基础。此外，混改后国资平台为康恩贝进行了资源赋能，为康恩贝化解同业竞争提供了很大的帮助。

康恩贝与浙江省国贸集团签订了解决同业竞争和战略合作协议，康恩贝将收购省中医药集团旗下浙江奥托康制药集团股份有限公司（以下简称奥托康集团）、浙江英特集团股份有限公司（以下简称英特集团）下属公司等存在竞争的业务，以便增强了康恩贝的核心实力，消除了可能的同业竞争问题。

2022 年 8 月，康恩贝受让了控股股东子公司奥托康集团持有的奥托康科技 100% 股权，成功解决了同业竞争问题，并对公司现有产业链进行补充协同。此外，2022 年 4 月与浙江中医药大学签订战略合作协议，康恩贝于 2022 年 9 月收购完成中医药大学饮片公司 66% 的股份，联合打造“浙江省中医药创新发展联合体”。公司为浙江中医药大学建设中药炮制、研究中心等提供资金支持，同时中医药大学为公司研发新中药品种提供技术支持，公司也将为后续中医药大学的研究成果上市商业化平台等。

4.3.3 优化市场营销，提升研发能力

随着互联网、大数据以及各类社交媒体的广泛应用，数字化营销得到了长足发展，康恩贝基于医药健康行业和市场变化趋势，结合企业现状梳理制定了发展非医保非处方依赖的大健康产品经营战略和目标，并且以互联网平台为基础，打造直接面向终端消费的新零售模式，将线下与线上结合，致力于为消费者提供全面的健康解决方案。

混改前的康恩贝销售渠道单一、商品流通范围较小，并没有很好地采用线上线下结合的营销模式。混改后康恩贝依托省中医药集团打造多元的销售渠道，积极转变营销策略，对传统的营销模式进行改进。康恩贝在混改后积极打造属于自己的专属营销网络，与各个地区的分销企业积极合作。并且积极布局互联网线上业务，拓宽销售渠道，与第三方平台建立战略合作关系，积极获取客户对售后服务以及配送需求等方面的意见，探索品牌直营消费者的数字化营销的发展模式，打造网上服务平台。2022年公司线上业务实现营收5.62亿元，可比口径同比增长37%，占营收比重9.4%，其中线上药品实现销售收入1.1亿元，同比增长73.2%。

此外，康恩贝同浙江省国贸集团旗下的优秀研发团队也展开了合作，2021年康恩贝出资人民币1.00亿元受让山东省药学院拥有的1.2类中药创新药（原5类）黄蜀葵花总黄酮提取物及黄蜀葵花总黄酮口腔贴片相关技术及研究资料、临床试验批件及相关全部知识产权。2022年康恩贝在中药创新方面取得瞩目成绩，获得黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片2个批件，是浙江省唯一获批上市的创新中药，实现了我省近几年中药创新药零的突破。

5. 资源配置视角下康恩贝逆向混改的协同效应分析

5.1 管理协同效应

5.1.1 代理成本分析

康恩贝通过引入国有资本使股权结构多元化，国有性质的股东和非国有性质的股东可以相互监督和制约，也能够优势互补。公司股权结构的多元化对其代理成本也将产生一定的影响。本文借助戴亦一等（2016）在文章中（管理费用+销售费用）/营业收入的这个公式来衡量企业发生的代理成本，能够看出康恩贝通过逆向混改进行股权结构优化后，其代理成本也节省了不少，代理成本由2018年的56.21%下降到了2022年的43%，如表5-1。其代理成本的下降是因为引入国资后利用国资方的资源进一步优化了终端零售环节，销售费用有了很大程度的下降，由2018年的34.98亿元下降到了2022年的20.62亿元。

表5-1 康恩贝2018-2022年的代理成本

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
管理费用（亿元）	4.47	4.8	4.98	5.41	5.2
销售费用（亿元）	34.98	33.6	24.69	24.24	20.62
营业收入（亿元）	70.18	67.68	59.09	65.68	60
代理成本	56.21%	56.74%	50.21%	45.14%	43%

数据来源：康恩贝年报

5.1.2 资产管理分析

资产管理能力的高低反映企业对资产的管理效率，下面从总资产周转率、应收账款周转率以及存货周转率三个方面对康恩贝的销售能力和运营周转能力进行分析，发现其在逆向混改重新配置资源之后资产的管理效率有所提高。

第一，总资产周转率可以很好地反映企业利用资产的能力，在对总资产周转率这一指标进行分析时，发现混改前后并没有发生优化，混改后的总资产周

转率反而有所下降，如图 5-1，这说明双方在管理资源的配置方面还需要进一步引起重视，对于资产的管理还需要加强，争取能够使企业的资产价值均被充分利用。

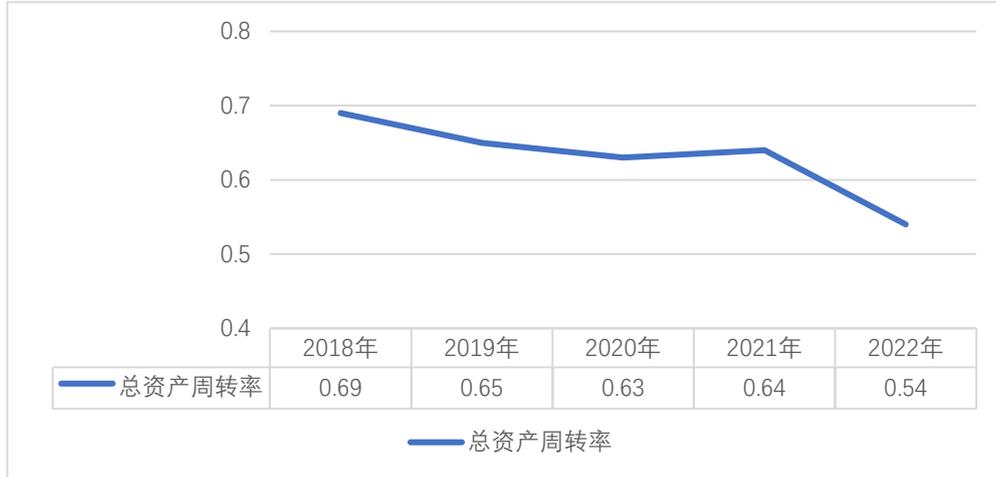


图 5-1 康恩贝 2018-2022 年总资产周转率

数据来源：康恩贝年报

第二，应收账款周转率反映了企业应收账款的管理情况，应收账款周转率越高说明企业收回欠款的时间越短，积压的应收账款也就越少，这对企业维持资金流有很大的帮助。通过分析康恩贝的应收账款周转率，发现混改后企业的应收账款周转率有了明显的改善，如图 5-2 所示，这说明混改后企业对于应收账款的管理有所改善，提高了企业资金周转的能力。



图 5-2 康恩贝 2018-2022 年应收账款周转率

数据来源：康恩贝年报

第三，存货周转率可以反映企业存货的流通能力，流通能力强就意味着企业在库存管理、仓储人员工资等方面的支出将有所减少，能够为企业节省一部分成本；而流通能力弱则意味着存货积压、除了会增加企业的仓储费用等成本，时间过长还可能导致存货过期、变质或腐烂等，甚至有可能产品已不具备市场竞争力面临淘汰的风险。通过分析康恩贝的存货周转率，发现混改后企业存货的流通能力较之前有了明显的改善，如图 5-3 所示，这很大程度上是得益于省中医药集团的较广的销售渠道、发达的销售平台和专业管理团队的加持，提升了存货的统筹规划能力、根据各地市场的需求提升了存货的管理水平。

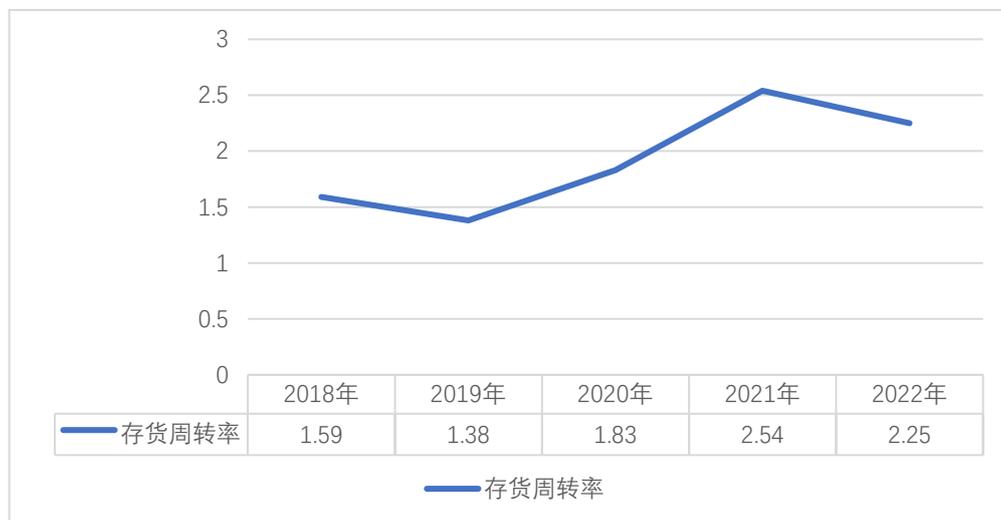


图 5-3 康恩贝 2018-2022 年存货周转率

数据来源：康恩贝年报

5.1.3 费用管理分析

在营业收入面临瓶颈时，想要提升利润则需要降本增效。企业降低成本、压缩开支的重要途径之一就是降低三费，也就是降低销售费用、管理费用和财务费用，企业费用率的计算公式是（销售费用+管理费用+财务费用）/营业收入，费用率越低就意味着企业的费用管理能力越强。如果公式中财务费用为负数，则企业费用率的计算公式是（销售费用+管理费用）/营业收入。

康恩贝 2018-2022 年的费用率如表 5-2 所示。混改后康恩贝的费用率持续下降，从 2019 的 58.7% 下降到了 2022 年的 43%，说明混改后康恩贝的费用管理

能力有了很大的提升。

表 5-2 康恩贝 2018-2022 年的费用率

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
管理费用（亿元）	4.47	4.8	4.98	5.41	5.2
销售费用（亿元）	34.98	33.6	24.69	24.24	20.62
财务费用（亿元）	0.72	1.33	1.09	0.59	-0.14
营业收入	70.18	67.68	59.09	65.68	60
费用率	57.24%	58.7%	52.06%	46.04%	43.00%

数据来源：康恩贝年报

此外，本文紧接着分析了康恩贝的销售费用率、管理费用率以及财务费用率。

销售费用率从混改前的接近 50%下降至了 34.37%，如表 5-3，这是由于混改后康恩贝在销售费用规范化自查方面作出了改进，节省了不必要的销售开支。另外，混改后康恩贝聚焦主业、积极改进传统的营销模式，并且借助省中医药集团的销售渠道变革了销售费用的支出。财务费用从混改前的 1.97%下降为负，如表 5-3，这是由于混改后负债规模减小、康恩贝从国资方获取了充足的现金，明显改善了其销售费用率和财务费用率。

虽然管理费用率较混改前有所提升，这和康恩贝在混改后聘请管理团队解决经营困境等有关，混改过后双方存在一个磨合期，管理费用有所提升也属于康恩贝作出的积极尝试。

表 5-3 康恩贝 2018-2022 年的销管财费用率

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
管理费用率	6.40%	7.09%	8.43%	8.24%	8.67%
销售费用率	49.84%	49.65%	41.78%	36.91%	34.37%
财务费用率	1.26%	1.97%	1.84%	0.90%	-

数据来源：康恩贝年报

5.2 财务协同效应

5.2.1 融资成本分析

本文借助魏志华等（2012）在文章中使用的财务费用/借款总额这个公式来衡量企业发生的银行借款成本，如表 5-4 所示。可以看出银行借款成本由 2019 年的 8.94%持续降低，到 2022 年已经为负值，这说明混改后康恩贝的融资成本明显降低，混改后国有资本在很大程度上帮助康恩贝降低了其银行借款的成本，使得康恩贝在混改后的短期内筹集到了更多的资金，降低了企业的融资成本，提升了企业持续融资的能力。

表 5-4 康恩贝 2018-2022 年银行借款成本

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
银行借款成本	6.04%	8.94%	4.62%	2.26%	-

通过分析康恩贝的财务费用，发现 2018-2022 年的财务费用大幅度下降，在 2019 年高达 1.33 亿元，混改后财务费用有了明显的降低，到 2022 年财务费用下降为负，财务费用增长率从 2020 年开始持续下降，如图 5-4 所示。

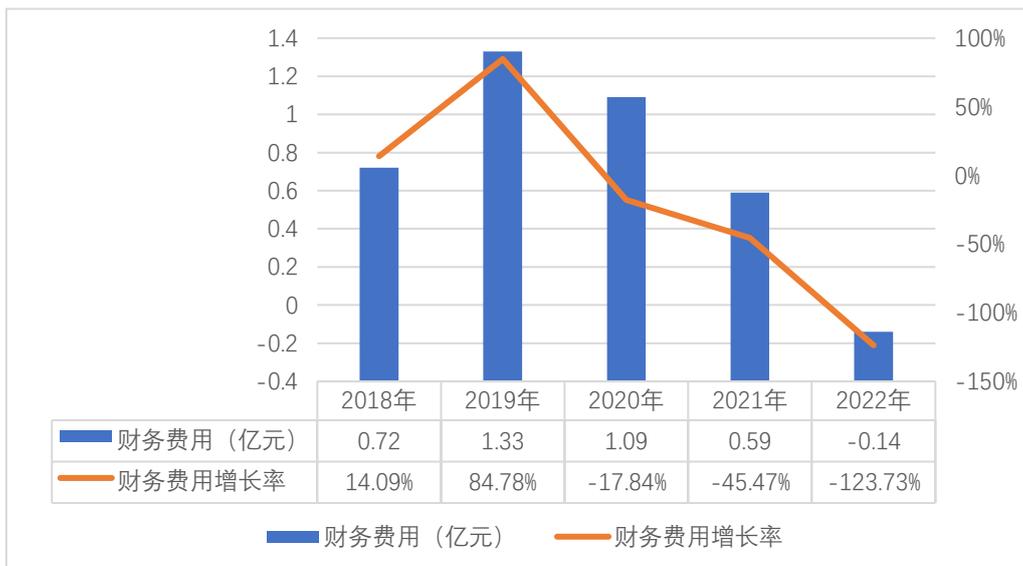


图 5-4 2018-2022 年康恩贝财务费用及财务费用增长率

数据来源：康恩贝年报

5.2.2 短期偿债能力分析

首先，本文分析了康恩贝的流动比率和速动比率，流动比率是流动资产与流动负债的比值，这一比率反映了企业偿付日常到期债务的能力；速动比率是指扣除存货后的流动资产与流动负债的比值，代表企业能够立即变现偿还流动负债的能力。如图 5-5 所示，混改后康恩贝的流动比率和速动比率均有所上升，流动比率从 2019 年的 1.12 上升到了 2022 年的 1.93，速动比率从 2019 年的 0.82 上升到了 2022 年的 1.53，这说明康恩贝资产的变现能力变强，短期偿债能力变强，其立即变现偿还流动负债的能力也在变强，企业能在一定程度上避免财务风险，更好地应对突发情况。

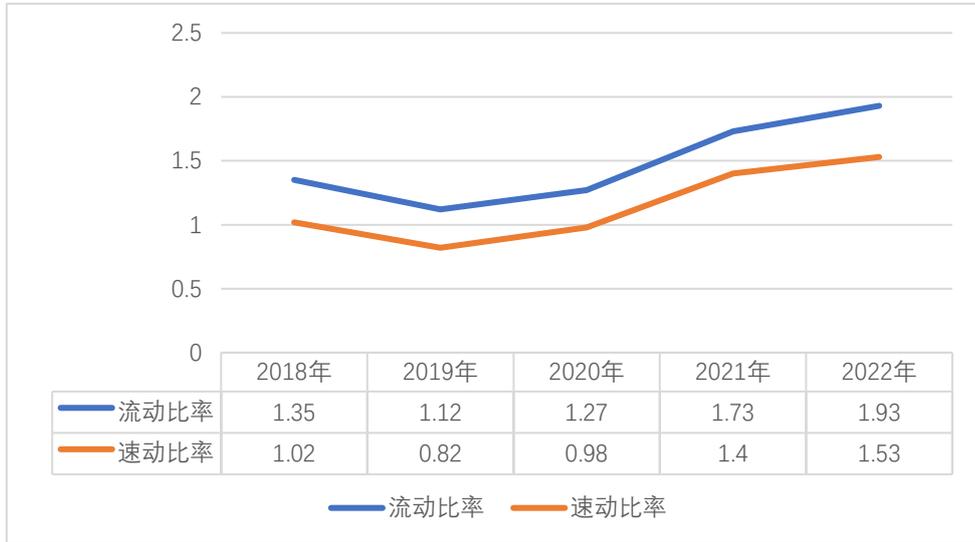


图 5-5 康恩贝 2018-2022 年流动比率和速动比率

数据来源：康恩贝年报

其次，本文分析了康恩贝的现金比率，现金比率是指速动资产扣除各类应收款项后的剩余资产和流动负债的比例，现金比率表明 1 元流动负债有多少现金作为偿债保障，反映了企业立即偿还债务的能力，体现企业直接偿还欠款的实力。如图 5-6 所示，混改后康恩贝的现金比率有了明显的提高，说明企业的变现能力变强，短期偿债能力变强。

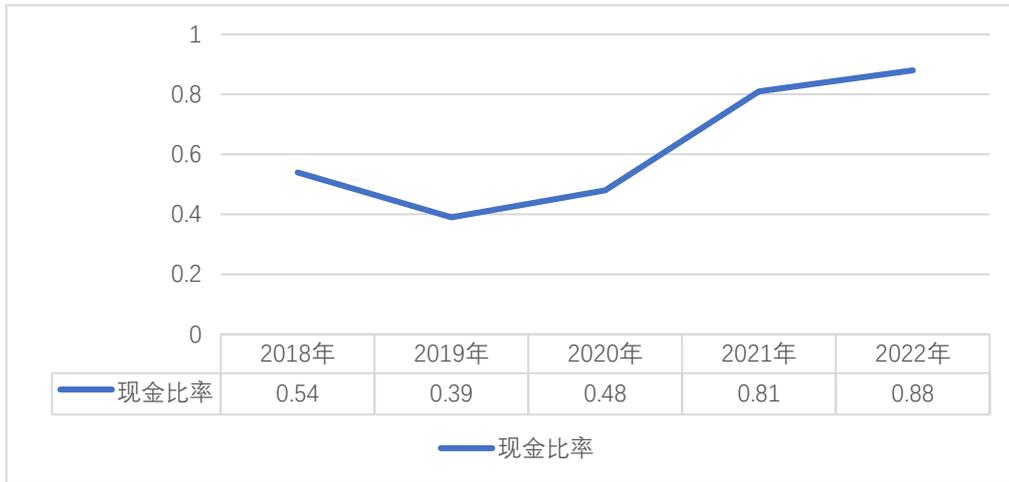


图 5-6 康恩贝 2018-2022 年现金比率

数据来源：康恩贝年报

最后，本文分析了现金流量比率，即企业现金净流入与同期流动负债的比率。现金流量比率反映企业经营活动现金流满足一般现金业务的需求程度，反映企业现金流压力 and 安全性，康恩贝混改后现金流量比率有所上升，如表 5-5 所示，说明混改后康恩贝偿还短期债务的能力变强。

表 5-5 康恩贝 2018-2022 年现金流量比率

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动产生的现金	5.49	9.26	12.5	8.91	11.55
净流量					
流动负债（亿元）	36.04	42.96	32.53	31.68	27.89
现金流量比率	0.15	0.22	0.38	0.28	0.41

数据来源：康恩贝年报

5.2.3 长期偿债能力分析

首先，分析了企业的资产负债率。2018 年和 2019 年康恩贝的负债总额高达 49 亿多，到 2022 年仅为 36.06 亿，如图 5-7，说明在混改之后国有资本给予了康恩贝相对充足的资金支持，使得康恩贝的短期负债和长期负债均有所减少。另外，如图 5-8，企业的资产负债率有了明显降低，从 2019 年的 49.87% 下降至

2022 年的 32.99%，混改后企业的负债水平降低、风险也有所下降，说明企业资产对负债的保障程度增强、运用债务资金开展业务活动的能力提升。

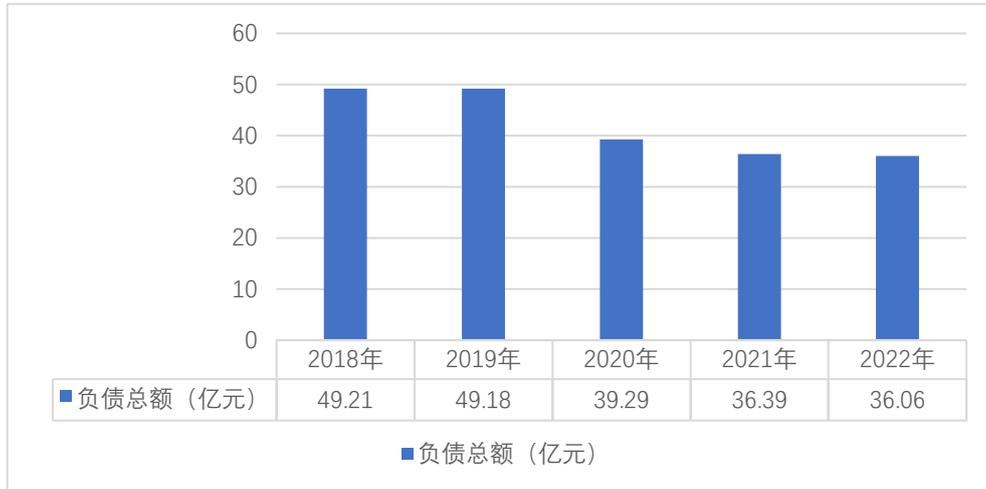


图 5-7 康恩贝 2018-2022 年负债总额

数据来源：康恩贝年报

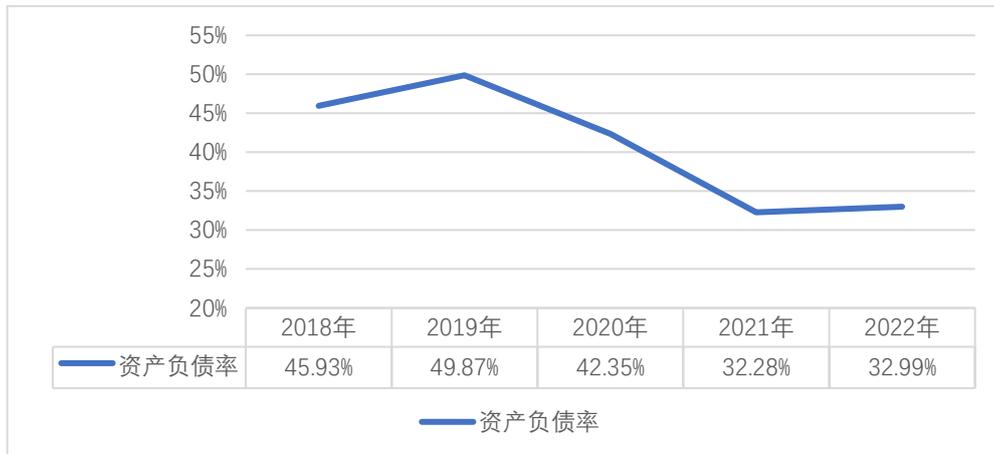


图 5-8 康恩贝 2018-2022 年资产负债率

数据来源：康恩贝年报

其次，分析了康恩贝混改前后的利息保障倍数和现金利息保障倍数，如表 5-6，发现 2019 年利息保障倍数大幅下降，混改后这一指标有了较大提升，说明混改后极大程度上改善了企业支付利息费用的能力。随后又分析了康恩贝混改前后的现金利息保障倍数，发现也是在 2019 年有所下降，随后稳步提升，这主要是由于混改后企业费用率有所降低，企业经营活动的现金流有所增加，公司负债规模也大幅下降。因此现金利息保障倍数有了较大的提升，说明混改后

康恩贝的债务利息处理能力有了较大的改善。

表 5-6 康恩贝 2018-2022 年利息保障倍数和现金利息保障倍数

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
利息保障倍数	11.87	0.67	7.19	35.51	12.93
现金利息保障倍数	9	8.29	12.86	14.27	37.35

数据来源：康恩贝年报

5.3 经营协同效应

5.3.1 经营规模分析

第一，从资产角度来看。2018-2020 年康恩贝的资产规模持续下降，在这一阶段康恩贝的经营发展确实出现了疲软，2021 年和 2022 年康恩贝的资产规模较之前均有了明显的提升，如图 5-9，这说明在混改后双方资源得到了重新配置，资产规模处于增长状态。

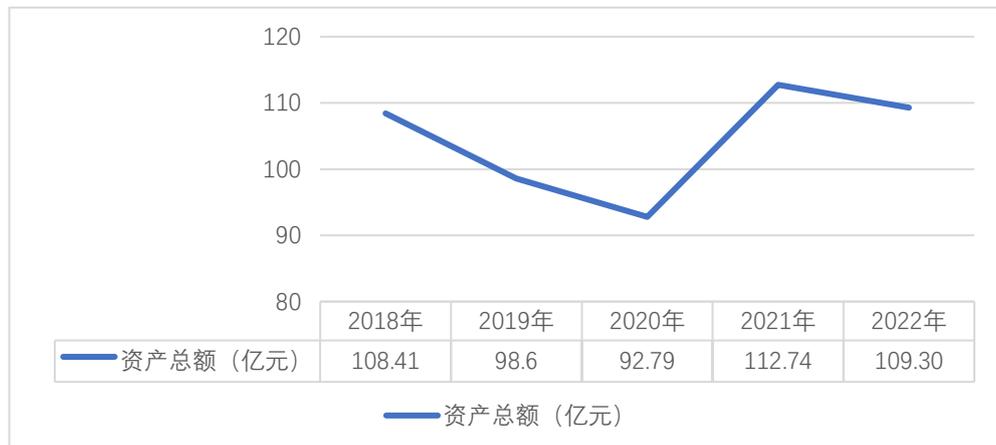


图 5-9 康恩贝 2018-2022 年资产总额

数据来源：康恩贝年报

第二，从业务角度来看。混改后康恩贝一直聚焦中药大健康核心业务，将产品结构重心由处方药转向非处方药、健康消费品发展，2022 年康恩贝中药大健康业务占总营业收入的比重在 2021 年的 54.82% 的基础上再次提升，达到

62.82%。此外，康恩贝积极丰富产品梯队布局，并且持续推进大品牌大品种工程，目前已有销售过亿的品种高达 15 个，如下图 5-10 所示。



图 5-10 康恩贝主要品牌

数据来源：康恩贝官网

第三，从员工数量来看。混改前康恩贝的员工数量略有增加，虽然在混改后员工的总人数有所下降，但是其中研究生以上学历的人员数量在混改前后几乎保持不变，本科学历的人员数量仅有较小的浮动，反而大学专科和中专及中等学历以下的人数有明显降低，如图 5-11。这说明混改后双方资源得到了充分的配置，降低了人力成本，人才团队的整体素质有所提升。

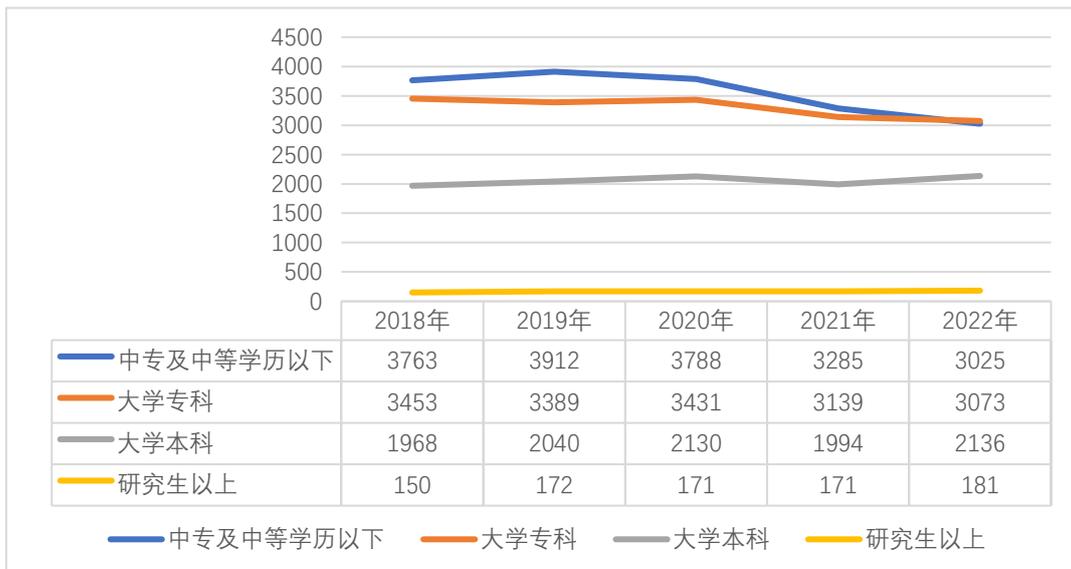


图 5-11 康恩贝 2018-2022 年康恩贝人员分布

数据来源：康恩贝年报

5.3.2 盈利能力分析

第一，通过对康恩贝混改前后的营业净利率进行分析，发现其营业净利率在混改后有较为明显的上升，如表 5-7，2019 年营业净利率为负数，混改后的几年内营业净利率都有了明显的改善，康恩贝的净利润扭亏为盈。2021 年的营业净利率之所以高达 38.6%，是因为 2021 年康恩贝转让了其子公司珍视明药业公司 42% 股权，导致投资收益和净利润均有了大幅提升。即便排除这部分因素，2021 年的营业净利率也能够达到较高水平，相比于混改前有很大提升。此外，逆向混改后康恩贝的销售费用显著降低并且偿还了大量借款，有效改善了企业的净利润和营业净利率。

表 5-7 康恩贝 2018-2022 年营业净利率

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入（亿元）	70.18	67.68	59.09	65.68	60
营业利润（亿元）	10.47	-0.39	7.84	25.35	6.02
营业净利率	14.92%	-0.58%	13.27%	38.6%	10.03%

数据来源：康恩贝年报

第二，通过对康恩贝混改前后资产报酬率和净资产报酬率进行分析，如表 5-8，发现资产报酬率和净资产报酬率均有所提高，对其盈利能力也是有所改善。

表 5-8 康恩贝 2018-2022 年资产报酬率及净资产报酬率

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
资产报酬率	9.59%	6.33%	-1.53%	3.32%	21.02%
净资产报酬率	17.29%	11.97%	-2.95%	5.80%	32.44%

数据来源：康恩贝年报

5.3.3 成长性分析

第一，营业收入增长率是评价企业成长状况和发展能力的重要指标，能够

反映市场占有能力和竞争力。如图 5-12 所示，康恩贝的营业增长率在 2018 年高达 32.57%，但在 2019 年大幅度下降至 3.56%，这与 2019 年康恩贝的核心产品销量下降有很大关系，2020 年营业收入增长率依然有较大幅度的下降，这是由于受到了 2020 年新冠疫情的不利影响。混改后营业收入增长率有了较大幅度的提升，这是因为混改后聚焦中药大健康核心业务，将产品结构重心由处方药转向非处方药、健康消费品发展，并且依托国资的销售渠道和平台，使得营业收入有了大幅提高，营业收入增长率由负转正。2022 年营业收入又有所下降，是因为 2021 年股权转让增加了投资收益拉高了 2021 年的营业收入，进而导致 2022 年的营业收入增长率为负，排除这一因素，整体来看混改后康恩贝的发展前景是不错的。

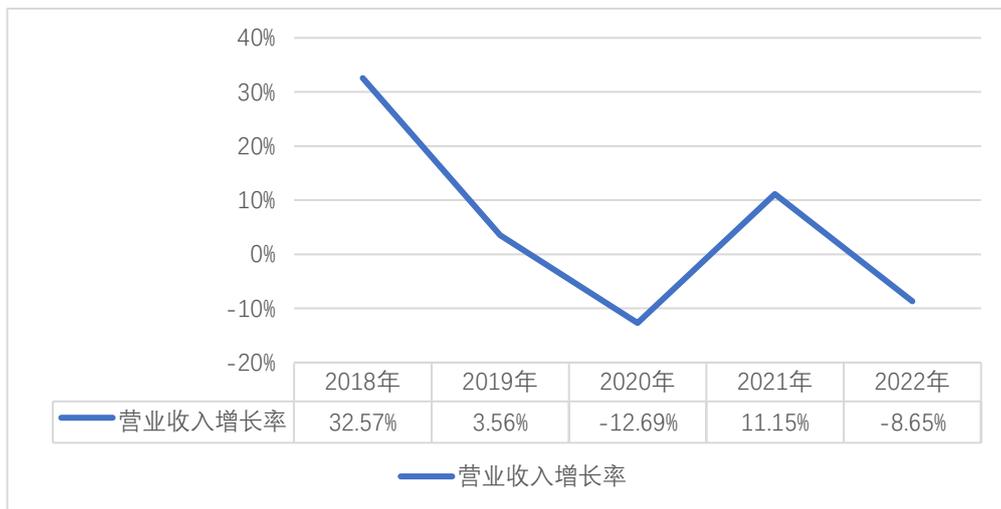


图 5-12 康恩贝 2018-2022 年营业收入增长率

数据来源：康恩贝年报

第二，总资产增长率表明企业一定时期内资产经营规模的扩张情况，如图 5-13 所示，康恩贝的总资产增长率在 2018 年达到 15.75%，但在 2019 年大幅度下降至-9.04%，2020 年依旧为负值，这是因为 2019-2020 年受到政策影响康恩贝对其子公司贵州拜特计提了大额减值准备，大幅减少了资产总额，2018-2022 年的资产总额如下图 5-14 所示。混改后，康恩贝的资产总额有所增加，内部资产的整合也有所加强，2021 年总资产增长率为 21.42%，较之前有了大幅度的提升，虽然 2022 年有所下降，但整体来看，混改后资产经营规模处于扩张状态。

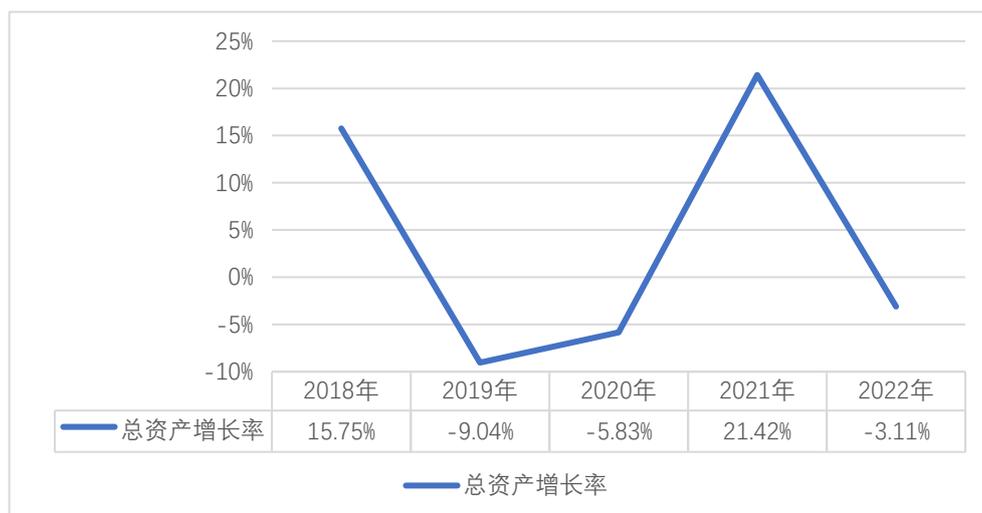


图 5-13 康恩贝 2018-2022 年总资产增长率

数据来源：康恩贝年报

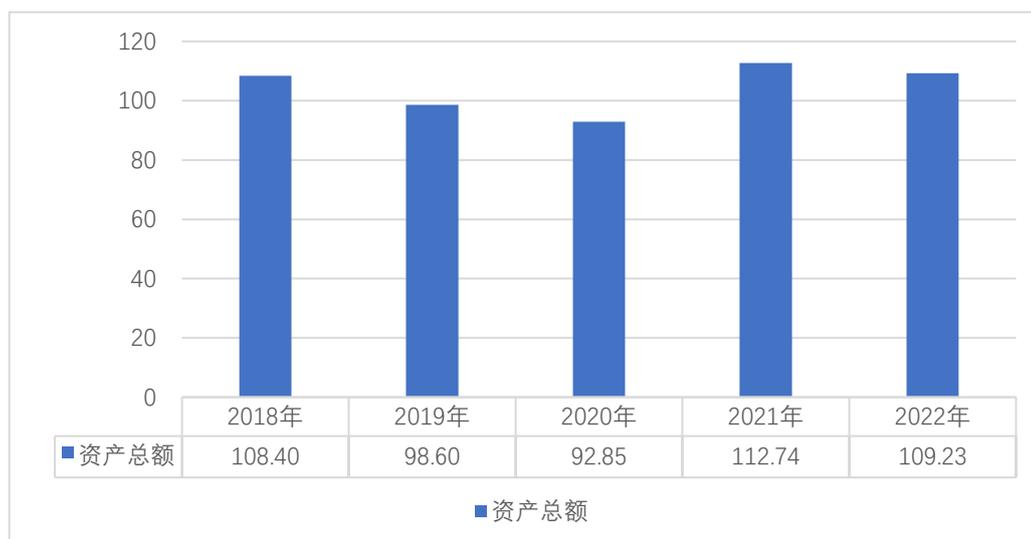


图 5-14 康恩贝 2018-2022 年资产总额

数据来源：康恩贝年报

5.3.4 创新能力分析

康恩贝在引入省中医药集团前，就拥有领先的生物制药技术、掌握着植物药和现代中药领域的核心产品。医药行业对于产品技术含量要求较高，对于企业的研发的要求也比较高，混改后康恩贝的研发支出占营业收入的比重明显提升，如图 5-15 所示，说明混改后企业将更多的资金用于产品的研发，研发投入的力度和程度都有所增加。

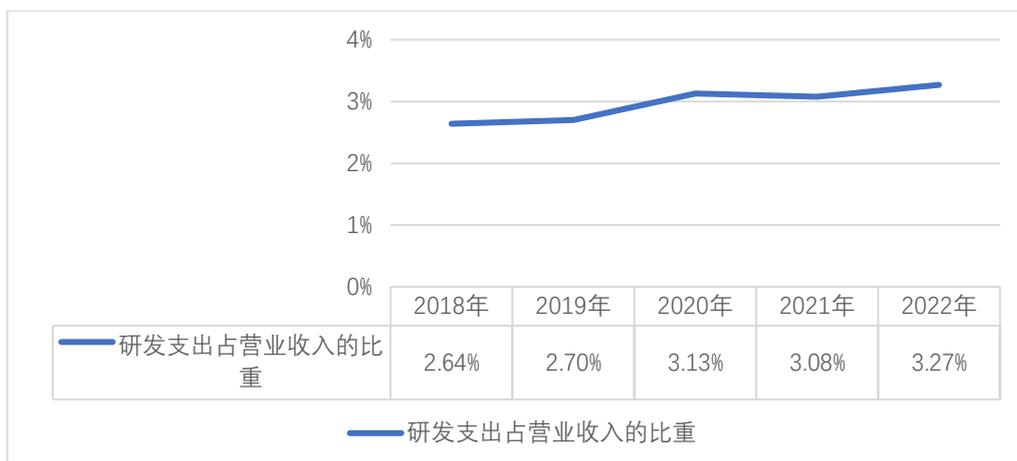


图 5-15 2018-2022 年康恩贝研发支出占营业收入的比重

数据来源：康恩贝年报

此外，康恩贝与相关单位、医院以及学校都进行了一些合作，具体如表 5-9 所示。这说明康恩贝在混改后积极布局创新合作、推进研发项目。

表 5-9 混改后康恩贝在研发方面的合作项目和单位

合作项目	合作单位
共建了浙江医疗机构制剂转化研究中心	有关产学研单位
“十三五”国家级课题圆满结题验收	南京林业大学、北京中医药大学
达成抗癆合剂、益胃饮及肺感颗粒（合剂）3 个制剂的合作开发	省级三甲医院
联合申报的发改委工程研究中心项目已获批公示，两个校企合作项目入围省重点研发项目	浙江中医药大学

数据来源：康恩贝年报

6. 研究结论与启示

6.1 研究结论

本文以民营企业康恩贝作为逆向混改中的主体和研究对象，通过分析研究康恩贝引入国资的动因和混改过程、基于资源配置视角，分别从管理资源配置、经营资源配置、财务资源配置三个层面来分析国资股东资源与民营企业资源配置的过程以及实现协同效应的路径，进一步分析管理协同、经营协同和财务协同。本文的研究结论如下：

第一，在管理资源促进管理协同方面，逆向混改充分融合了混改双方的管理优势，通过改组董事会更新了管理理念、新的管理机制为管理层注入了新的动力和活力，这对内部的监督机制进行了较好的强化，并且在优化代理问题进行员工激励时，建立了长效的激励机制。管理资源的协同有效降低了企业的代理成本，资产的管理效率有了较大提高，费用管理能力也有了很大的提升。

第二，在财务资源促进财务协同方面，逆向混改使得康恩贝获得了较为充足的资金支持，在税收优惠和政府补助方面的优势也优于混改前，并且提高了授信额度，优化了企业的融资能力，在获取银行等金融机构的信任和较高的信贷额度时不像混改前那样困难。财务资源的协同有效降低了企业的融资成本，企业的资产变现能力变强，短期偿债能力和长期偿债能力都有所增强，企业在一定程度上能更好地避免财务风险，更好地应对突发情况。

第三，在经营资源促进经营协同方面，逆向混改使得康恩贝很快剥离了低效资产，成功聚焦核心业务，获得了大量资金，降低了财务费用率，提升了公司的盈利水平。混改后国资对康恩贝进行了资源赋能，为其化解同业竞争提供了很大的帮助，并且康恩贝利用国资打造多元的销售渠道，以互联网平台为基础，打造直接面向终端消费的新零售模式，将线下与线上结合，通过积极转变营销策略，对传统的营销模式进行了改进，优化了市场营销。此外，康恩贝通过与国资平台旗下的优秀研发团队展开合作，进一步提升了自身的研发能力。经营资源的协同扩大了企业的经营规模，优化了企业的生产和销售环节，增强了企业的盈利能力，并且资产经营规模处于扩张状态，发展前景十分不错。

综上所述，通过分析康恩贝逆向混改的内外部动因以及实现协同效应的路

径，发现康恩贝与省中医药集团的这次股权式企业联盟不仅仅是非市场行为，更多的是优势互补、主动求变的共赢行为。康恩贝逆向混改使得混改双方在管理资源、经营资源和财务资源方面发挥了协同效应，实现了管理协同、经营协同和财务协同，双方充分整合资源并优化资源和配置资源，发挥了各自的优势，达到了“1+1>2”的效果。

6.2 研究启示

第一，在民营企业层面上。首先，民营企业进行逆向混改时要充分考虑其自身存在的问题和需要实现的目标，选择合适的国有资本进行引入，争取国有资本的引入与自身的战略方向相一致，并且能够在业务上协同互补。康恩贝之所以选择引入省中医药集团，是因为省中医药集团整合优势资源加快发展的意愿比较强烈，而康恩贝与其合作能够很好地改善其经营困境。其次，民营企业进行逆向混改后借助国有资本的管理团队时，应合理看待管理理念的差异，取其精华、弃其糟粕，有效融合双方的管理优势。并且充分反思过去在生产经营中的不足，及时更正过去在经营、管理以及决策中出现的错误。混改后的康恩贝聚焦核心业务、剥离低效资产以及优化市场营销，使得康恩贝走出了经营困境。最后，民营企业也要注重自身核心竞争力的提升，康恩贝在逆向混改前得到了长足发展，聚焦于大产业发展战略，并且有多个知名品牌，在同行业内具有明显的竞争优势，正是这些优势吸引了国有资本，最后达成了合作。逆向混改其实也是一个双向选择，因此，其他民营企业也要不断提升自己的核心竞争力，打造自己的独特优势，这样在遇到企业发展瓶颈时通过逆向混改引入国资才能有一个最大化的效果，才能通过资源配置达到 1+1>2 的效果。

第二，在国有资本层面上。首先，国有资本应该充分调研和了解迫切需要进行逆向混改的企业，选择出最符合其合作的企业，了解其目前存在的困境和发展的瓶颈，积极推动逆向混改并做好充足的准备，要重点聚焦于民营企业的具体情况和具体问题，有针对性的制定合适的混改方案，拒绝套用一些旧的普适化的混改方案。其次，国有资本应该用投资者的角度深入分析民营企业存在的问题，与民营企业的管理团队进行充分的沟通和交流，就经营理念、战略方向等重大问题达成一致，尽可能排除掉混改的不利因素。

第三，在政府层面上。随着国有经济和民营资本越来越紧密的当下，政府需要努力打造一个与逆向混改相适配的监督监管体系，在制度层面为逆向混改提供保障，这对混改的效果也能有一个较好的促进，监管体系的建立也能更加规范逆向混改。

6.3 研究局限及展望

第一，混改后的数据长度较短。由于康恩贝在2020年才完成混改，因此本文只是对混改后短期的情况做出了分析，长期的分析和评价还有待检验。

第二，资料和数据充分性有所欠缺。本文主要参考康恩贝近几年已经披露的年报和公告，对于内部成本信息和内部具体决策信息无法获取，因此本文的分析可能深入性有所欠缺。

第三，由于本案例公司康恩贝是规模较大、自身竞争力也较强的医药民营上市公司，可能本文的某些结论对于其他行业规模不够大、发展不够强劲的一些民营企业而言不太具有借鉴意义。

本文存在的研究局限作者会在未来持续关注，继续研究后续期间康恩贝的年度报表、公告等资料，弥补混改后的数据长度较短的缺陷，相信通过资料和数据不断丰富对于康恩贝逆向混改带来的协同效应也能够得到更好的验证。

参考文献

- [1] A. L. Paulus, P. Murdapa. The utilization of resource-based view theory on minimarket retail: its implication toward strategy and competitive advantage[J]. Social Science Electronic Publishing, 2017
- [2] Allen F, Qian J, and Qian M. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77, 57
- [3] D. Sedera, S. Lokuge, V. Grover, et al. Innovating with enterprise systems and digital platforms: a contingent resource-based theory view[J]. Information & Management, 2016, 53(3): 366-379
- [4] E. Penrose. The theory of the growth of the firm[J]. Journal of the Operational Research Society, 2015, 2(3): 192-193
- [5] Faccio M, Masulis R.W., McConnell J.J. Political Connections and Corporate Bailouts[J]. The Journal of Finance, 2006, (61), 2547-2635.
- [6] J. B. Barney. Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy[J]. Management Science, 1986, 32(10): 1231-1241
- [7] J. Tokarczyk, E. Hansen, M. Green, et al. A resource-based view and market orientation theory examination of the role of “familiness” in family business success[J]. Family Business Review, 2007, 20(1): 17-31
- [8] K. Sausen, T. Tomczak. The resource-based view as a foundation for a market segmentation theory: Development of theoretical constructs and a conceptual framework[M]. Cham: Springer, 2015: 190-194
- [9] M. Solesvik. Paradigm change in strategic management research: is the resource-based view a new theory of firm?[J]. Social Science Electronic Publishing, 2015: 1-20
- [10] P. Ruivo, T. Oliveira, M. Neto. Using resource-based view theory to assess the value of ERP commercial-packages in SMEs[J]. Computers in Industry, 2015, 73: 105-116
- [11] V. D. Corte, C. D'Andrea, G. D. Gaudio. The state of art of resource-based theory in marketing research[J]. The Marketing Review, 2017, 17(3): 283-306

- [12] 陈丽蓉,高菲阳.逆向混改与审计师选择——来自 A 股市场的经验证据[J].云南财经大学学报,2022,38(11):85-99.
- [13] 陈正威.民营企业“逆向混改”影响审计师风险感知吗——来自异常审计费用视角的经验验证[J/OL].中南财经政法大学学报:1-14
- [14] 翟淑萍,范润,缪晴.“逆向混改”与民营企业税收规避[J/OL].外国经济与管理:1-17
- [15] 董小红,孙文祥,李哲.民营企业引入国有资本能缓解融资约束吗? [J].管理学刊,2021,34(04):92-108.
- [16] 段敏,方红星.混合所有制对企业避税的治理效应[J].湖南科技大学学报(社会科学版),2022,25(01):73-83.
- [17] 高杰,余渡,逯东.从“混”到“改”:国有股参与民营企业治理的技术创新效应[J].财经科学,2022,No.415(10):122-136.
- [18] 韩元亮,石贝贝.金融深化、企业所有权性质与资本配置效率——基于沪深上市公司面板数据的实证研究[J].河北经贸大学学报,2020,41(02):24-36.
- [19] 何瑛,杨琳.改革开放以来国有企业混合所有制改革: 历程、成效与展望[J].管理世界,2021,37(07):44-60+4.
- [20] 黄昶生,王正寒.混合所有制改革与企业价值提升——基于上市国有企业的实证研究[J].工业技术经济,2021,40(08):78-88.
- [21] 晋兆奎.跨所有制并购、会计信息质量与债务融资成本——基于混合所有制改革背景[J].会计之友,2021,No.663(15):151-158.
- [22] 李秉成,王志涛,宋若兰.民企“逆向混改”能降低审计收费吗? [J].财会通讯,2022,No.885(01):28-34.
- [23] 李鑫,郭飞,周丹等.国有资本介入与民营企业战略风险承担——基于高管激励与机会主义行为视角[J].证券市场导报,2022,No.363(10):14-25.
- [24] 李增福,云锋,黄家惠等.国有资本参股对非国有企业投资效率的影响研究[J].经济学家,2021,No.267(03):71-81.
- [25] 李政,杨思莹.行业差异、所有权性质与创新效率:兼论国有企业创新资源配置[J].中国科技论坛,2016(09):65-70
- [26] 廖飞梅,万寿义,叶松勤.混合所有制改革影响企业费用粘性吗?[J].经济体制改

- 革,2020,No.224(05):93-98.
- [27] 刘惠好,焦文妞.国有股权参股与民营企业投资不足——基于资源效应与治理效应的双重视角[J].经济管理,2022,44(08):76-94.
- [28] 刘宁,张洪烈.宜控还是宜参? 国有股权与民营企业二元创新: 逆向混改视角[J].科技进步与对策,2022,39(18):77-87.
- [29] 罗宏,秦际栋.国有股权参股对家族企业创新投入的影响[J].中国工业经济,2019,No.376(07):174-192.
- [30] 吕文静,刘古权.中国联通:混改协同效应[J].企业管理,2019,No.460(12):83-84.
- [31] 莫小东.混合所有制改革与民营企业投资效率[J].投资研究,2020,39(10):4-19.
- [32] 钱爱民,吴春天,朱大鹏.民营企业混合所有制能促进实体经济“脱虚返实”吗?[J/OL].南开管理评论:1-36.
- [33] 任广乾,赵梦洁,刘莉等.国资参股、关系网络与民企创新效率[J].工程管理科技前沿,2022,41(02):84-90.
- [34] 宋增基,冯莉茗,谭兴民.国有股权、民营企业家参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J].金融研究,2014,No.414(12):133-147.
- [35] 汪圣国,高岭,黄永颖.国有股东持股能提高民营企业的社保遵从度吗?[J].经济管理,2022,44(07):42-58.
- [36] 王平,王凯.数字金融与企业创新产出——基于民营上市公司逆向混改的调节效应[J].财会月刊,2022,No.933(17):114-121.
- [37] 韦浪,宋浩.国有股权参股对民营企业现金持有的影响研究[J].财经科学,2020,No.390(09):28-39.
- [38] 温磊,张懿文,张瑞琛.“逆向混改”: 国有股东参股能否促进企业内部共同富裕[J].现代管理科学,2023,No.339(02):66-76.
- [39] 杨志强,曹鑫雨.业绩补偿承诺提高混合所有制改革的协同效应吗?——基于国有上市公司重大并购重组的经验证据[J].华东经济管理,2017,31(11):166-176.
- [40] 姚梅洁,宋增基,张宗益.制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据[J].管理世界,2019,35(11):158-173.
- [41] 于瑶,祁怀锦.混合所有制与民营经济健康发展——基于企业违规视角的研究

- [J].财经研究,2022,48(03):33-47.
- [42] 张根林,段恬.国有资本、融资约束与民营企业技术创新——基于混合所有制改革背景[J].会计之友,2020,No.626(02):146-152.
- [43] 张慧敏,刘春燕.中建环能逆向混改的动因及效果研究[J].生产力研究,2023,No.367(02):71-77.
- [44] 张文文,刘冬蕾.东航物流混合所有制改革中的协同效应分析[J].对外经贸,2020,No.318(12):120-123.
- [45] 周志强,李舜,王洁莹.民营企业参与国有企业混合所有制改革的协同治理研究——基于分享经济理论的视角[J].江淮论坛,2020,No.302(04):126-131.
- [46] 竺李乐,吴福象,李雪.民营企业创新能力:特征事实与作用机制——基于民营企业引入国有资本的“逆向混改”视角[J].财经科学,2021,No.394(01):76-90.
- [47] 戴亦一,肖金利,潘越.“乡音”能否降低公司代理成本?——基于方言视角的研究[J].经济研究,2016,51(12):147-160+186.

后 记

回顾求学之路，有过平坦亦有过坎坷；曾骄傲自信，亦曾自我怀疑，或喜或悲，或甜或苦，如今都要结束自己的求学生涯了。是句号，也是冒号；是结束，也是开始。一路走来，感谢自己走过坎坷、走出迷茫、走向未来。

感谢兰州财经大学为我提供了继续学习的平台，让我接触到更多的学习资源和学习途径，也让我认识到更多优秀的导师和同学，让我不断取人之长、补己之短。在毕业之际我在此祝愿我的母校栉风沐雨，芳华依旧，砥砺前行，再创辉煌。

感谢我的导师袁老师对我毕业论文的指导和建议，以及对我们的学习、生活等多方面的关怀。从袁老师身上我看到了作为一名会计人的认真严谨，以及对待生活豁达和包容的态度。老师在会计实务方面的能力让我深感敬佩，在课堂上讲给我们的实务案例都让我受益匪浅。同时也感谢我的校外导师以及同样为我们付出许多精力的学院老师，是你们的指导、教导和鼓励让我有所进步、倍感温馨。

感谢我的父母对我一如既往的支持，在生活和学习方面我总是没有任何后顾之忧，同时家里和谐、民主的氛围也让我从小就感受到了很多的“幸福感”和“重视感”。岁月静好，是有人替我负重前行。如今父母已过天命之年，希望未来的我也能为他们遮风挡雨。

感谢我的男朋友始终以积极阳光的心态感染我，以踏实上进的工作态度鞭策我，同时也给了我很多的包容和理解，与我一同进步、一同体验生活的各种可能。

感谢我的朋友和舍友，与我并肩前行，酸甜苦辣，都有你们一起感同身受，一起奔赴远方。愿此去繁花似锦，归来依旧如故。

毕业不是终点，而是下一段旅程的起点。愿所有曾与我相遇过的人都辞暮尔尔，烟火年年。