

分类号 F23/1127
U D C

密级 公开
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 东北制药混合所有制改革路径及效果研究

研究生姓名: 延婷婷

指导教师姓名、职称: 董成 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024年6月17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科研成果。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： 延婷婷 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 李斌 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 王景 签字日期： 2024.6.1

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： 延婷婷 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 李斌 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 王景 签字日期： 2024.6.1

**Research on the Reform Path and
Effect of Mixed Ownership in Northeast
Pharmaceutical Group Co., Ltd**

Candidate : Yan Tingting

Supervisor: Dong Cheng Wang Jing

摘要

我国作为社会主义大国，国有企业在国民经济中的重要性不言而喻，其所扮演的角色无法被取代。伴随着国内经济建设全面深化，我国的经济发展模式从单一的总量增长逐步转向优质化发展。因此，目前国有企业面临的重要任务就是推动混合所有制改革，以此来提升总体经济效益。在国家政策的推动下，我国的国有企业混合所有制改革正在深度推行，各级政府和企业纷纷响应，积极支持这一改革进程。为确保混合所有制改革得以顺利推进，中央以及地方政府出台了各类优惠政策，各国有企业也在引领、尝试实践多样化的混合所有制改革方式。

由此，本文基于分权控制、委托代理、利益相关者等理论，选取沈阳市的混改先驱—东北制药作为研究对象，将东北制药的混改路径划分为“混资本”与“改机制”进而分析由此路径对企业产生的效果。通过财务与非财务绩效的分析，进一步说明东北制药进行混合所有制改革带来的综合效果。

研究发现，东北制药在经过混合所有制改革后民营资本取代国有资本成为控股股东，不同所有制资本持股比例趋向均衡，股权结构明显优化，但是也存在着资源未能很好整合、员工激励措施有待优化和研发效率低等问题。针对存在的问题，本文指出东北制药需要从提高股权多元化和整合效应、落实薪酬激励制度、加大研发投入等方面着手解决，为企业的发展奠定坚实的基础。本文希望在研究东北制药混合所有制改革的途径及效果之余，也能对同类型企业有一定的借鉴和参考。

关键词：东北制药 混合所有制改革 路径 效果

Abstract

As a big socialist country, the importance of state-owned enterprises in the national economy is self-evident, and the role they play can not be replaced. With the comprehensive deepening of domestic economic construction, China's economic development mode has gradually shifted from single aggregate growth to high-quality development. Therefore, the important task facing state-owned enterprises at present is to promote mixed ownership reform, so as to improve the overall economic efficiency. Driven by national policies, China's mixed ownership reform of state-owned enterprises is being implemented in depth, and governments and enterprises at all levels have responded and actively supported this reform process. To ensure the smooth progress of the mixed ownership reform, the central and local governments have issued various preferential policies. Some enterprises in various countries are also leading and trying to practice diversified mixed ownership reform methods.

Therefore, based on the theories of decentralized control, principal-agent, stakeholder, etc., this paper selects Northeast Pharmaceutical Group Co., Ltd a pioneer of mixed reform in Shenyang, as the research object, divides the path of mixed reform of Northeast Pharmaceutical Group Co., Ltd into "mixed capital" and "reform mechanism", and then analyzes the effect of this path on enterprises.

Through the analysis of financial and non-financial performance, the comprehensive effect of the mixed ownership reform of Northeast Pharmaceutical Group Co., Ltd is further explained.

The study found that after the mixed ownership reform, private capital replaced state-owned capital to become the controlling shareholder of Northeast Pharmaceutical Group Co., Ltd and the shareholding ratio of different ownership capitals tended to be balanced, and the equity structure was obviously optimized. However, there were also problems such as poor integration of resources, optimization of employee incentive measures and low research and development efficiency. In view of the existing problems, this paper points out that Northeast Pharmaceutical Group Co., Ltd needs to solve them from the aspects of improving equity diversification and integration effect, implementing salary incentive system, increasing R&D investment, etc., to lay a solid foundation for the development of the enterprise. This paper hopes to study the path and effect of the mixed ownership reform of Northeast Pharmaceutical Group Co., Ltd, but also to have a certain reference for the same type of enterprises.

Keywords: Northeast Pharmaceutical Group Co., Ltd ; Mixed-ownership reform; Path; Effect

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 混合所有制改革路径相关研究.....	3
1.2.2 混合所有制改革效果相关研究.....	4
1.2.3 文献述评.....	5
1.3 研究内容与研究方法.....	6
1.3.1 研究内容.....	6
1.3.2 研究方法.....	7
2 相关概念与理论基础	8
2.1 相关概念.....	8
2.1.1 混合所有制改革.....	8
2.1.2 公司治理.....	9
2.1.3 资本结构.....	9
2.2 理论基础.....	10
2.2.1 分权控制理论.....	10
2.2.2 委托代理理论.....	10
2.2.3 利益相关者理论.....	11
3 东北制药混合所有制改革案例分析	12
3.1 东北制药混合所有制改革案例介绍.....	12
3.1.1 东北制药混合所有制改革案例背景.....	12
3.1.2 东北制药混合所有制改革主要参与者.....	13
3.2 东北制药混合所有制改革动因.....	14
3.2.1 国家政策导向.....	14

3.2.2 行业转型倒逼企业改革	14
3.2.3 企业自身发展欠佳	15
3.3 东北制药混合所有制改革的路径	18
3.3.1 “混资本”——引进战略投资者	18
3.3.2 “改机制”——改革体制机制	20
4 东北制药混合所有制改革效果分析	22
4.1 “混资本”路径的效果分析	22
4.1.1 股权结构优化	22
4.1.2 提供异质资源	23
4.2 “改机制”路径的效果分析	25
4.2.1 完善董事会与监事会制度	25
4.2.2 提高公司治理效率	27
4.2.3 提高研发创新能力	29
4.3 东北制药混合所有制改革综合效果分析	31
4.3.1 财务绩效分析	31
4.3.2 非财务绩效分析	42
4.4 本章小结	48
5 东北制药混合所有制改革过程中存在的问题及对策建议	50
5.1 存在的问题	50
5.1.1 资源整合功能未充分发挥	50
5.1.2 员工激励措施有待优化	50
5.1.3 研发效率不足	51
5.2 对策建议	51
5.2.1 提高股权多元化和整合效应	51
5.2.2 落实薪酬激励制度	52
5.2.3 加大研发投入	52
6 结论与不足	54
6.1 结论	54

6.2 不足.....	55
参考文献	56
致 谢	62

1 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

改革开放后，国有企业的产权结构得到了重要变革，采用了以国有资本为核心，并引进非公资本的形式，进而促成了国有企业产权的多样化和混合化，这在一定程度上提高了企业的管理效率和经济效益。然而，国有企业所面临的委托代理问题受到了严重的挑战，这主要是由于缺乏一套完善的制衡治理机制。国有企业内部代理人的诚信责任存在着模糊不清的情况，并且缺乏有效的监督机制。与此同时，国有资本处于控制地位，导致政府对企业的日常运营时时刻刻都有干预。在 1992 年的第十四次全国代表大会上，首次明确提出了一项方针政策，即不同的经济组成部分可以通过多种途径实现相互“融合”和共同经营。随后的十几年中，随着改革开放的深入推进和市场经济发展水平的不断提升，我国经济已经进入一个新常态。2015 年，党中央正式发布了关于深化国有企业改革的顶层设计方案，为 2020 年国企改革设定了一系列明确的目标，并详尽规划了关键的实施路径，从而为持续推进我国国企改革构筑了坚实的政策框架与行动指南。2017 年，党的十九大提出，为了培养一系列具备国际竞争力的高质量企业，在改革中须兼顾国有资本的有力支撑与非公资本的积极参与。2019 年，国务院国有资产监督管理委员会正式发布了《中央企业混合所有制改革操作指引》，该文件清晰地阐述了“混资本”和“改机制”等关键环节的具体操作步骤。二十大报告提出“中国式现代化”，体现在国有企业改革与发展方面，改革重点是进一步理清党组织、董事会、经理层之间的权责边界，形成权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡的治理机制，把改革思路从“政策调整”转向“制度创新”，当前阶段的国有企业混合所有制改革重心聚焦于通过“混”的手段催化深层次的“改”，旨在实质性增强企业治理架构与经营管理效能。

而医药行业作为典型的充分竞争行业，成为混合所有制改革的先驱。发达国家的医药企业大多为民营企业，未来医药企业的发展道路必然是采取市场化的运

营方式。这是由于优秀的民营企业在成本管控、运营策略、公司机制、营销手段等方面拥有国有企业无法比拟的优势。因此，外部市场环境和内部公司环境均要求医药国企进行改革。医药国企在改革的过程中仍有巨大的潜力空间，尤其是引入战略投资者可以给企业带来资金进而缓解企业的资金压力。所以国企改革的主要目标应聚焦于引入混合所有制、转变资产管理为资本管理、提高开放程度以及优化激励约束制度等方面，以推动企业的全面发展和竞争力提升。

作为沈阳国企混改的先行者，东北制药集团股份有限公司（股票代码：000597，以下称“东北制药”），成功引入辽宁方大完成了股权结构的多元化调整，即所谓的“混”。同时，还同步对董事会与监事会的组织架构及运作机制实施了深度变革，即“改”。混改之后，东北制药进一步推行了激励性薪酬制度。本论文以东北制药混改为案例，深入分析其改革路径和成效，旨在全面评析其混改过程中的优势与局限，为我国其他国有企业在探索混合所有制改革道路时提供富有启示性的理论参照与实践借鉴。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

本文采用的是案例研究法对文章进行深入探析。在理论方面，采用的是分权控制理论、委托代理理论和利益相关者理论。在案例选择方面，选取的是东北制药集团股份有限公司（股票代码：000597）。目前，大多数的研究主要依赖于广大的数据进行实证探究，从宏观视角分析混合所有制改革对国企所带来的效应，相较之下，在微观层面上的案例剖析仍显不足。有鉴于此，本文选择采用案例研究法，剖析了东北制药混合所有制改革路径及其效果。通过对实际案例的详细解析，进一步完善现有理论体系并丰富知识储备。

（2）现实意义

当前背景和政策都要求，加强混合所有制经济发展与国有企业改革。实际上，国有企业改革关注点已经转移到混合所有制改革。从实践中可以看出，在我国经济体制的改革中，国有企业的创新和变革是一个既关键又富有挑战性的环节。2016年至2017年，国家发改委与国资委先后开展了第三批国企混改的试验项目；到2019年，第四批试点中涉及的企业数量已经达到160家，这足以证明我国国

企改革的必要性和迫切需要。隶属于沈阳市国资委的地方国有企业——东北制药，探究其混合所有制改革的路径，不仅能充实现有的国有企业混合所有制改革案例，亦有助于为国企从中央到地方的改革政策提供宝贵经验。同样，通过剖析这种改革模式，可以明确揭示混合所有制改革对企业整体效益所产生的影响，并提出能够提升混合所有制改革效果的对策与建议。

1.2 文献综述

1.2.1 混合所有制改革路径相关研究

混所有制改革不断深化，改革路径持续优化创新，在宏观和微观层面逐步构建多元丰富的具体改革路径。

宏观层面的中心内容包括体制、政策的革新以及顶层设计的优化。Shleifer (1994) 从政治利益角度出发，提倡经济改革须与政治需求相适应，并受到政治制约；而 Nufazil (2016) 在其研究中强调了对于混合所有制改革的综合考虑，需涵盖政治建设、经济发展、社会进步等多个因素，必须坚守党的基本方针，制定合理的原则性方案。国内学者樊刚 (2000) 以体制转型为出发点，对改革路径进行探究，提出了在经济发展中提升非国有部门地位的建议，以促进混合所有制改革的推进；同时，他还主张国企改革应采取“循序渐进”策略。蒋海曦 (2014) 提醒不宜简单地低价出售或只顾混合而疏于管控，应以马克思生态思想为指导，将该观念融入国企改革全过程。此外，在完善顶层设计上，卢俊 (2018) 主张应确立创新驱动发展战略与可持续发展观，制定出适应国情且具有明确导向性的政策措施。周少燕和王秀 (2021) 强调，虽然已经实施了数项政策以改良顶层设计，然而在进入“十四五”发展期之后，优化价值观构建体系，推动体制结构变革，发挥市场赋能作用以及加强资产监管等方面将成为顶层设计改进的关键领域。

从微观层面来看，混合所有制改革在加强公司治理和实施相关配套措施的过程中，实现了改革路径的深度拓展。国外学者 Szymshal (2017) 强调，国有企业改革所需重点在于强化人才选拔和考核，优化培训和晋升通道，使选人体制更为严谨、公平和公开。针对国家高新技术产业，Fuad (2018) 的研究结果显示，减轻政府的过度干预以及控制，建立更具自主权的现代治理体系，能有效提升企业

创新能力。而国内学者何自力（2013）主张，混合所有制改革应该优先完善法人治理结构，包括深化内部决策和执行监督体系、设立职业经理人制度、完善奖励考核和执行机制等方面。基于实证研究，张斌和嵇凤珠（2014）提出，国企需在董事会制度以及选拔任用方式上改进以实现混合所有制改革的多元模式，保障同股同权。郝颖（2022）认为国企混改后的相对绩效有所改善，但是深化改革仍然存在诸多深层次矛盾，应通过内部治理与外部支持进行调整，国有资本与私有资本以混改国企为媒介实现优势互补，促进多种所有制经济互利共生。

如今，关于混合所有制改革路径的分类存在多种方法。吴爱存（2014）在其研究中，将混合所有制改革归纳为五种主要类型：改制上市、资本并购、产业链重构、员工持股机制以及融资方式的革新。罗良文（2016）进一步指出，推进混合所有制改革可采取如下途径：整体上市运作、企业股份制深度改革、广泛开展项目合作以引入社会资本、积极推广政府与社会资本合作模式，以及系统地推行员工持股计划。綦好东与郭骏超（2017）提出了一套改革路线图，倡导运用公开上市手段，实行“内引外投”的双线资本引入策略，创设资本投资运营实体或专门的国有企业改革基金，并同步推动员工持股计划的落地。巩娜（2018），她则着重强调了董事会试点改革、对外兼并收购活动、战略性引入各类投资者及民间资本、以公司制改革为引领的重组与上市进程、设计周密的员工持股安排、探索合资合营模式以及推动资产向证券化形态转化等多元且综合的改革路径选择。

1.2.2 混合所有制改革效果相关研究

针对国企混合所有制改革效果的研究，学者们着重探讨其对企业绩效及其他指标的影响。国外学者 Jensen & Meckling（1976）研究在委托代理理论环境下的公司转型，提出在适当条件下引进外部董事将改善公司效益。而 DiMaggio & Powell（1983）则持相反态度，认为增加外部董事对企业业绩无明显提升作用。

国内学者柳学信与苗宁柠（2018）研究中国 40 年来的国企绩效变化，指出一个由单一到多元的绩效评价体系的演变过程。依据混改央企的年度报告数据，刘汉民等人（2018）深入剖析了企业经营绩效与董事会股权配置模式之间的动态关联性，旨在客观评估混改成果。经过数据对比和分析，学者们得出了多样化的结果，采取的分析方法各异，指标种类广泛，大大丰富了研究结论。陈祖英与沈

璐（2020）针对我国 A 股市场中已实施混合所有制改革的制造业上市公司的财务数据展开了深度解析，选取资产配置视角，旨在揭示混合所有制改革的经济影响。研究结果显示，股权融合的程度与企业资产配置效率之间呈现出显著的负相关关系；但是，董事会规模的扩大将对这种负相关关系产生一定的缓冲效应，即在一定程度上削弱其紧密度。另外，曾富全与陈先彬（2020）运用实证研究手段，聚焦于沪深 A 股市场上制造业类上市公司的财务报告数据，旨在揭示不同股权结构对企业盈余管理实践的具体影响机制。王春燕等人（2020）对 2013 年至 2018 年中国股市前十大国有企业的民间股东身份资料进行了全面归纳整理。他们选取研发投入占营业收入比例作为衡量企业创新能力的核心指标，从董事会、监事会及高级管理人员的构成，以及股权结构的层面，对民间股东参与公司治理的效果进行了深入细致的考察与分析。

1.2.3 文献述评

通过对文献进行梳理，可以发现对国内混合所有制改革的路径及其效果研究颇丰。通过混合所有制改革，我国不断完善国有经济制度，不仅确保了经济的持续稳定增长，而且成功解决了当前股权配置失衡、运行效率低下以及治理机制匮乏。混合所有制改革路径可概括为宏观和微观两个层面。前者主要包括调整顶层设计以适应国家经济体制；后者则侧重于公司治理结构改善，推出相应举措进而改进股权结构、提升绩效和增强创新力。关于混合所有制改革效果的研究结论显示，众多学者以多元视角和手段，例如股权结构变更及财务业绩，对其进行深度解析。

现有的文献和研究已经对混合所有制改革的理论基础、政策框架、实施路径以及整体成效进行了深入探讨，并且也提供了丰富的实证数据支持，但对于具体经典案例的深度剖析和细节呈现可能相对有限。事实上，混改不仅需关注理论探讨，更应重视现实操作的效果，即经典案例的路径梳理与效果分析，以便更为直观地洞察其深远影响。为此，本论文采用案例研究法，以混合所有制改革效果显著的东北制药为例，探寻其混改路径，揭示改革实效。本举旨在扩充现有混合所有制改革的研究。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文通过六个章节来研究，具体内容如下：

第一章：绪论。本章节阐述了混合所有制改革的路径及效果的研究背景，以及论文的研究意义，对论文的研究内容进行了归纳和总结，指出了文中使用的研究方法。在文献综述部分，阐述了混合所有制改革路径和混合所有制改革效果的相关研究，最后对以上描述的相关文献综述进行了述评。

第二章：相关概念和理论基础。本章节主要阐述了本文中运用到的相关概念的界定以及相关理论基础。

第三章：东北制药混合所有制改革案例分析。本章节主要介绍了东北制药进行混合所有制改革的背景以及混改前的公司基本情况、战略投资者—辽宁方大的情况，对东北制药混合所有制改革的动因以及路径进行分析。

第四章：东北制药混合所有制改革效果分析。本章节探讨“混资本”与“改机制”路径对其产生的影响；之后从公司财务绩效以及非财务绩效方面综合评价东北制药混合所有制改革的成效。

第五章：东北制药混合所有制改革过程中存在的问题及对策建议。本章节通过对东北制药混合所有制改革进行分析，探讨其在混合所有制改革中存在的问题，并针对相应的问题提出对策及建议。

第六章：研究结论与不足。本章节阐述了本文的主要结论，并指出在分析过程中存在的不足。

本文的研究框架如图 1.1 所示：

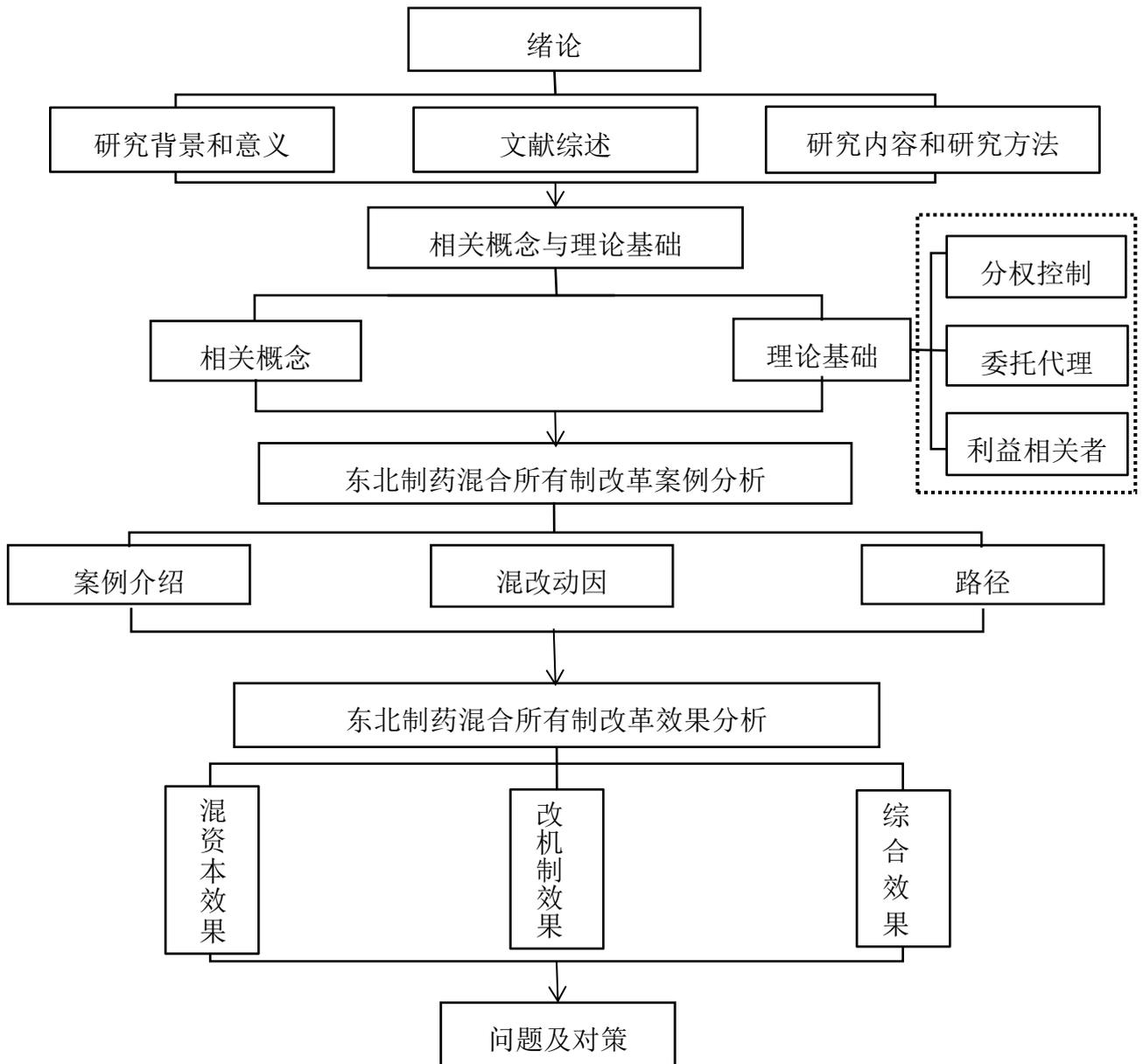


图 1.1 研究框架

1.3.2 研究方法

案例研究法。本文以东北制药混合所有制改革为例展开深入剖析。首先，对相关案例进行概述；其次，通过分析该企业混合所有制改革的动因及其路径选择，揭示出此次进行混合所有制改革的实际效果；最后，基于所收集到的数据资料，总结提炼本次案例分析最终的结论。

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

20 世纪 90 年代首次提出了混合所有制改革，意指各类经济成分共同构建紧密关联且互动协调的经济联合体，旨在通过改进国企治理机制及提升管控市场化水平以确保国有资产增值并稳定存续。在此基础上，十八届三中全会深化了混合所有制改革观念，明确指出其已发展为包括国有资本、集体资本和非公有资本在内的多元股权混合经济形式，成为基本经济制度的关键实践工具。这一论述突破了固有认知，揭示出其本质也为非公有制经济发展提供了契机。混合所有制改革的核心在于“混”与“改”的双重进程。“混”阶段着重于吸纳非公有制资本，实现股权多元化，打破单一国有资本主导的局面；而“改”阶段则聚焦于对国有企业内在体制机制进行深度改革，以适应市场化运营要求。然而，早前的国企混合所有制改革实践中，往往过于偏重“混”的表象性动作，即资本结构的调整，而相对忽略了“改”这一更具实质性的深层变革。尽管自 20 世纪 80 年代至 90 年代，一系列旨在推进国企股份制改造与上市的举措，的确在一定程度上推动了国企资本的社会化进程。然而，这一进程并未从根本上撼动国企内部固有的权力结构。

直至 2015 年初我国资本市场步入股权多样化的关键节点之前，国有控股股东在多数国企中仍牢牢掌握着绝对控制权，其他各类社会资本的角色相对边缘化，参与度有限。这种股权高度集中、国有资本一枝独大的格局，导致了国企在运营机制上的变革动力不足，进展缓慢。在这样的背景下，国有控股上市公司的运营效率、创新活力以及市场响应能力等方面，相较于同等规模和行业的民营企业，表现出了明显的劣势，长期业绩表现也因此普遍落后于民企同行。鉴于此，从 2015 年起启动的第三阶段混合所有制改革特别注重引进战略投资者参与混改，以此推动国企法人治理结构的现代化转型，激发内在创新力与市场竞争力，从而实现经营绩效的显著提升。

本文中所述的混合所有制改革，即通过引入民资激活国有企业活力，借其市场化运营理念与灵活机制，激发国有企业的内在活力与创新能力，使各类资本充分发挥其增值保值效能。对企业内部治理方式上创新求变，完善相应机制，力求增强其实施效果，展现混合所有制改革的多种路径与灵活特征。

2.1.2 公司治理

公司治理可以分为广义和狭义两个角度。从狭义角度来看，企业治理就是为保证内部权责平衡所设立的制度体系。重点在于明确所有人和管理者间的权益关系，防止管理人员实施损害公司利益之行为。而广义的企业治理则涵盖了外部制约因素，旨在借助内外部联动理念平衡所有利益相关方的权益。这些关联方除股东以外，还涉及债权人、员工和未来可能加入的投资人等。无论从广义抑或狭义视角，一套行之有效的公司治理体系均需清晰界定各方的权利与责任边界，实现权力与义务的均衡配置，进而确保企业决策过程的科学性与合理性，提升整体治理效能。

2.1.3 资本结构

资本结构理论是西方国家资本形成理论不可或缺的一部分，它主要揭示了企业各类型资本价值在特定时间内呈现出何种比例关系，尤其关注债务和股东资本的构成比例，这通常通过债务股权比率和资产负债率进行衡量。而在分类标准上，可以根据资金来源或者资金使用期限对资本进行划分，如可区分为债务资本、权益资本及短期资本、长期资本等多种形式。在学术领域中，学者们对于资本结构的理解存在着狭义和广义两大解读。狭义的观点认为，公司长期资本仅包括债务资本与股权资本的适当比重；而广义的观点则认为，所有债务资本与股权资本之间都应保持较好平衡，其核心分别在于对短期债务的税务筹划功能以及约束力度的考量。因此，企业的偿还债务能力及再融资能力皆受到其资本结构的显著影响，此外，企业未来盈利的波动范围亦与资本结构的合理性息息相关。

2.2 理论基础

2.2.1 分权控制理论

分权控制理论主张在企业管理中给予各部门和人员自由决策的权力,对自身决策所产生的后果承担责任,以此来实现公司内部的组织协调和快速反应。分权控制理论主要包括两个方面,股东分权,即根据持有股票份额和股东大会投票进行决策,以及董事会分权,其核心在于董事会架构设计和决策流程,可借助独立董事和外部董事配置及标准决策程序以提升企业管理者水平和资本利用效率。Bolton & Thadden (1998)的研究指出,在无相互制约的控股股东的企业环境下,占据主导地位的大股东易对专业经理人实施过分干预。当经理人提出的经营策略有可能减少企业当前看似稳定、可预见的未来现金流时,这种策略极有可能遭到大股东的坚决抵制,甚至一票否决。然而,这种基于短期现金流保护的干预行为,其潜在的长期经济损失可能远超过经理人因追求个人控制权而可能产生的私利侵占。因此,国有企业混合改革中施行的分权控制,就是通过引入民营资本背景的战略投资者,形成股权相对制衡的格局,如此能实现职业经理人和社会资本间的专门分工合作。同时,也可参照上市公司的治理形式,确保公司决策更具科学性和合理性。

2.2.2 委托代理理论

委托代理理论,源于两权分离环境,在我国国有企业中,由于两权分离和信息不对称的存在,所有者和经营者之间的利益冲突成了一个亟待解决的问题。委托代理理论强调经营者在大股东的监督下会做出更为科学有效的决策,从而避免短视行为。但实际上,国资委作为出资人仅为名义上的所有者,使得监督力度相对薄弱,这导致了对经营者行为的监督不够严密,可能增加了经营者利用信息优势进行机会主义行为的风险。另一方面,国有主体享有的绝对管控权使得大股东可能出于自身利益去侵害中小股东权益,使企业内部矛盾愈发尖锐。由此可见,引入非国有股东,实现股权制约,可以有效完善股东的监管体系;非国有股东往往具备更为强烈的监管责任和实力,能够有效地对经理人的短视行为形成制约,

鼓励并支持管理层制定与实施着眼于企业长期发展的战略规划。同时引入民营企业作为股东能打破国有董事会成员兼任经理职务的传统格局，强化内部监管，进一步提高公司治理水平。通过优化董事会结构，确保董事会成员具备独立性和专业性。

2.2.3 利益相关者理论

传统观点视股东为企业唯一所有者，理应追求股东财富最大化。然而，Freeman（1984）在《战略管理：利益相关者管理的分析方法》中指出：企业目标的达成需依靠众多主体的协同行动；同时，企业在追求目标过程中，亦对各方面产生深远影响。基于此，利益相关者理论被提出。这一观点认为，除股东之外，债权人、消费者、供应商、政府以及各类社会组织，同样应当视作企业的利益关联方。尽管非所有权持有者，但各自伴随企业参与相应的风险与决策，承担监督和控制企业运营的责任。同时，企业营收与利益相关者需求紧密相连，二者互相依存、相辅相成。因此，企业决策需兼顾各利益相关者诉求与制约，绩效评估亦应基于多元利益相关者的综合考量。国企混改涉及国有控股股东与战略投资者收益，以及债权人权益保护、员工福利晋升、企业舆论形象及社会责任等诸多方面，企业对此需多加关注，为提升业绩打好基础。

3 东北制药混合所有制改革案例分析

3.1 东北制药混合所有制改革案例介绍

3.1.1 东北制药混合所有制改革案例背景

(1) 制度背景

改革开放以来,我国经济体制经历了深刻的变革,其中最为关键的就是确立并深化了以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的经济体制。这一转变不仅丰富了社会主义市场经济的内涵,也极大地激发了市场活力,推动了我国经济的高速增长。混合所有制改革作为这一经济体制改革的重要组成部分,已经逐步成为我国经济发展的新动力。通过引入非公有资本,混合所有制企业实现了产权的多元化,增强了企业的活力和竞争力。同时,这也为国有企业转换经营机制、提高运行效率提供了有力支持。然而,混合所有制改革在推进过程中还存在一些问题和挑战。一方面,一些企业在改制过程中出现了产权不清、权责不明等问题,影响了企业的健康发展。另一方面,混合所有制企业的治理机制和监管体制还需要进一步完善,以确保企业能够规范运作、有效防范风险。

(2) 医药行业背景

医药行业的特点在于其高度的开放性、竞争性以及专业细分性,但长期以来,我国医药企业普遍面临着规模小、数量多、发展水平参差不齐的问题。为了应对这些挑战,2016年我国为推动医药行业持续健康发展发布了《国务院办公厅关于促进医药行业健康发展的指导意见》。该指导意见强调了增强医药企业的研发创新能力的重要性,并提出了降低新药从研发到制造再到流通上市每一个环节的成本费用的具体目标。这体现了政策层面对医药企业提出的深层次要求,即要在保证药品质量和安全的前提下,通过提高研发效率和降低成本,提升整个行业的竞争力。

对于医药企业自身而言,生产周期长、研发投入成本高以及产品研发失败的风险确实是制约其发展的重要因素。因此,许多医药企业选择通过改制来寻求新的发展机遇。改制不仅可以帮助企业获得新的技术与产品专利,迅速实现外延式

扩张，短期内提高企业的竞争力，还可以通过引入战略投资者、优化股权结构等方式，改善企业的治理结构，提高决策效率和执行力。然而，改制并非一劳永逸的解决方案。医药企业在改制过程中需要充分考虑自身的实际情况和发展需求，制定合理的改制方案，并确保改制后的企业能够持续、稳定地发展。总之，通过改制和政策的双重推动，我国医药企业有望克服困境，实现健康可持续发展。

3.1.2 东北制药混合所有制改革主要参与者

(1) 东北制药

东北制药创建于 1946 年，该公司 1996 年于深圳证券交易所上市，股票代码为：000597。作为中国重要的药品生产与出口基地，东北制药不仅在保障国内药品供应方面发挥着关键作用，还积极向海外市场拓展，向世界展示中国制药的实力与品质。公司秉承“以人为本、科技领先”的经营理念，不断加大研发投入，致力于创新药物的研发和生产，为人类的健康事业贡献着力量。从上游的研发环节到中游的制造生产环节，再到最终的销售环节，东北制药均有着深入的布局和强大的实力。公司拥有一流的研发团队和先进的生产设备，能够确保产品的质量和安全。同时，东北制药还积极与国内外优秀医药企业开展合作，共同推动医药行业的进步和发展。凭借强大的综合竞争优势和良好的品牌形象，东北制药在行业内具有深刻的影响力。

(2) 辽宁方大

辽宁方大集团实业有限公司（以下简称：辽宁方大）作为一家集碳素、钢铁、医药、商业、航空五大板块于一体的多元化大型企业集团，自 2000 年成立以来，凭借其跨行业、跨地区的经营布局和强大的国际竞争实力，取得了令人瞩目的成绩，充分展示了其强大的经济实力和市场竞争力。在坚持多元化发展战略的同时，辽宁方大集团明智地将碳素产业作为优先发展的重点，通过不断的技术创新和产业升级，提升主业的核心竞争力。这种战略选择不仅有助于巩固和扩大公司在碳素行业的市场份额，还能为公司其他板块的发展提供有力的支撑。为了进一步提升企业的整体竞争力，辽宁方大集团主动寻求管理模式创新和优化。公司深知，在全球化背景下，只有不断提高自身的管理水平，才能适应市场的快速变化，赢得更多的发展机遇。因此，辽宁方大集团积极引进国际先进的管理理念和方法，

结合自身的实际情况，打造出一套适合企业发展的管理体系。在迈向国际化的过程中，辽宁方大集团不仅注重提升企业的硬实力，如技术创新和产业升级，还高度重视企业文化的建设和软实力的提升。公司倡导诚信、创新、协作、共赢的价值观，努力营造积极向上、和谐共处的企业文化氛围。这种文化氛围有助于增强员工的归属感和凝聚力，为企业的发展提供源源不断的动力。

3.2 东北制药混合所有制改革动因

3.2.1 国家政策导向

国有企业在我国经济中占据核心地位，其健康发展对于国家经济、社会稳定以及行业和谐具有至关重要的作用。东北制药作为东北地区医药行业的领军企业，不仅要追求经济效益，还需积极履行其社会和政治责任，为就业稳定和行业发展贡献力量。但是，国企在其成长历程中常常遭遇诸如行政化管理、加强政府干预等制度性难题，这些挑战皆源于不健全的股权结构。

因此，自党的十八届三中全会以来，深化国企混改被视为推动国企改革升级的核心策略。在此背景下，构建科学合理的股权结构倍显关键。一个科学合理的股权结构能够平衡企业的行政属性和市场属性，实现国有资产的保值增值，同时激发企业的市场活力和创新动力。

3.2.2 行业转型倒逼企业改革

医药行业作为关乎民生大计的重要基础行业，在我国经济发展中占据重要地位。然而，随着市场竞争的加剧和医药需求的不断变化，国有医药企业面临着巨大的挑战和机遇。为了解决百姓看病难、看病贵的问题，国家出台了《关于深化医疗保障制度改革的意见》，旨在通过医保制度改革推动医疗和医药行业的自我变革。这一改革使得采购渠道和谈判更为公开透明，药企纷纷降价以争取中标，从而增加了产品销量和市场占有率。这无疑为医药类国企带来了巨大的发展机遇，同时也要求企业不断提高自身竞争力以适应市场变化。然而国有医药企业在市场上与民营医药企业相比，竞争力不高。民营医药企业相较于医药国企来说，在制

药经验、研发能力以及治理机制方面更加有优势。故而，医药国企想在竞争中赢得优势，就须深化改革。对于东北制药这样的国有医药企业来说，要想在激烈的竞争中保持优势并获取发展空间，就需要不断适应市场变化，加强内部改革和创新发展，以提升自身的竞争力和市场占有率。

3.2.3 企业自身发展欠佳

(1) 自身经营困难

据图 3.1 所示，从 2013 年至 2017 年，东北制药的经营收益不佳，尤其是 2013 年和 2015 年出现了严重亏损。尽管其他年份整体上保持盈利，然而净利润并不理想，这表明其主业稳定性不足，无法满足企业发展需求。同时，净利润增长并未扭转下滑趋势，反映出经营压力持续存在。虽然在 2016 年，企业营业收入得到大幅回升，但当年国内环境保护政策日渐严苛，导致大厂商生产受限，部分小型生产商甚至停工。受此影响，东北制药的部分原材料产品售价攀升，从而使得企业在这一年度略微实现盈利，并非企业自我经营改善所致。2017 年，作为“三年倍增计划”承上启下年度，利润提升应归功于该规划所产生的效益。然而，综合多方面因素，2013 至 2017 年，企业所处的经营困境，仅凭政府及企业本身之力难以化解，故此企业必须寻求新的推动力，助力改善经营困局，提升业绩。

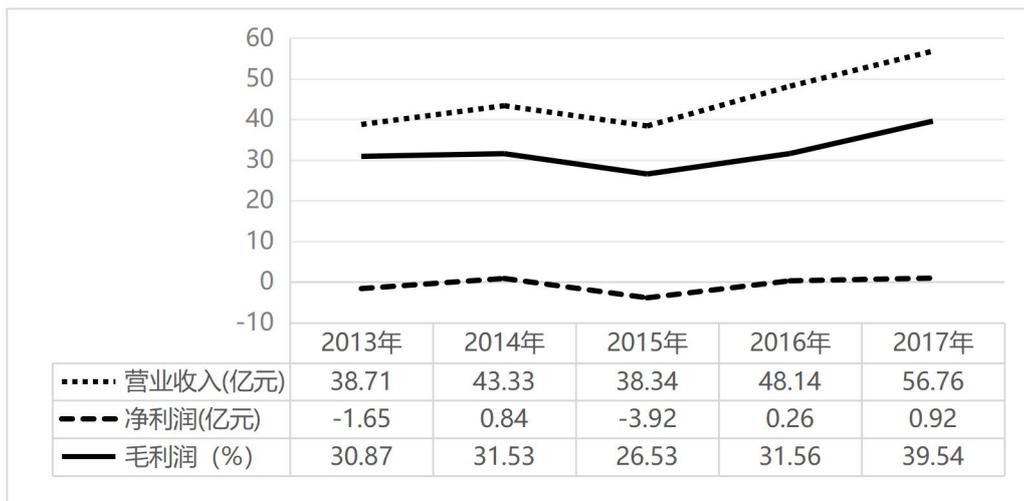


图 3.1 混合所有制改革前东北制药经营情况

数据来源：东北制药 2013—2017 年年报

通过对图 3.2 与图 3.3 的数据进行分析，我们可以发现，东北制药盈利能力低具体体现在两个方面。其一，公司营业成本呈逐步攀升之势，虽然 2017 年稍有下滑，但仍明显超过了 2013-2015 年间的数值。其二，尽管东北制药的营业成本率保持相对稳定，但一直处于偏高状态，而在 2015 年达到峰值 73.47%，这无疑提高了公司的运营成本。在此期间，企业运营期内各项费用占比均高于 30%，成本费用利润率与行业水平存在较大差距，因此可见，经营压力的持续存在，加剧了财务费用、管理费用及销售费用过高的困境，对公司的盈利产生不利影响。

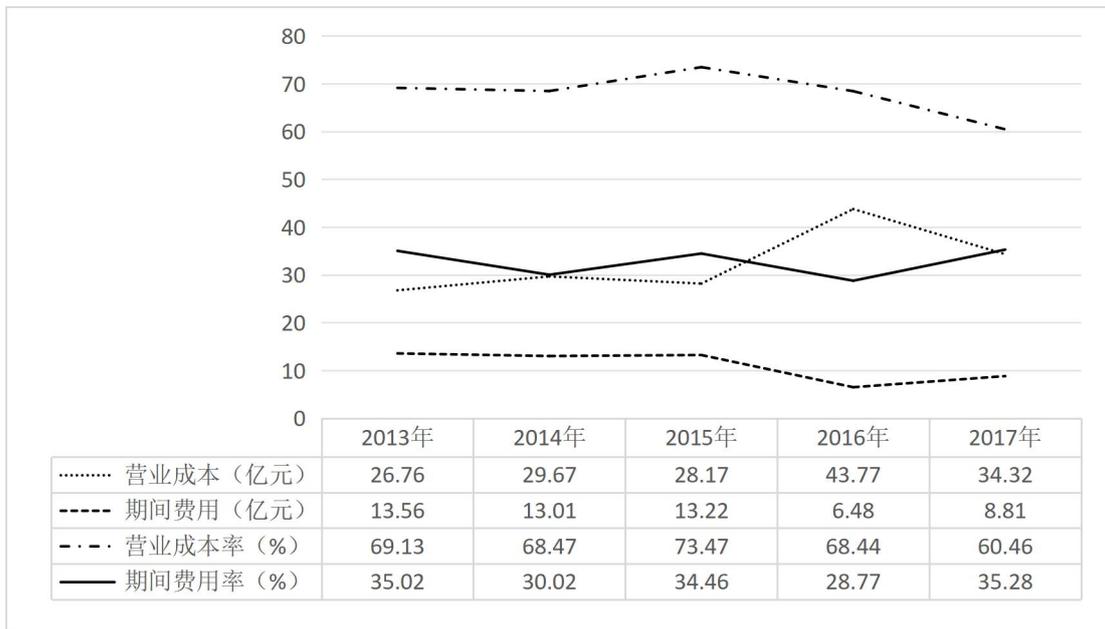


图 3.2 混改前东北制药营业成本与期间费用

数据来源：CSMAR 数据库

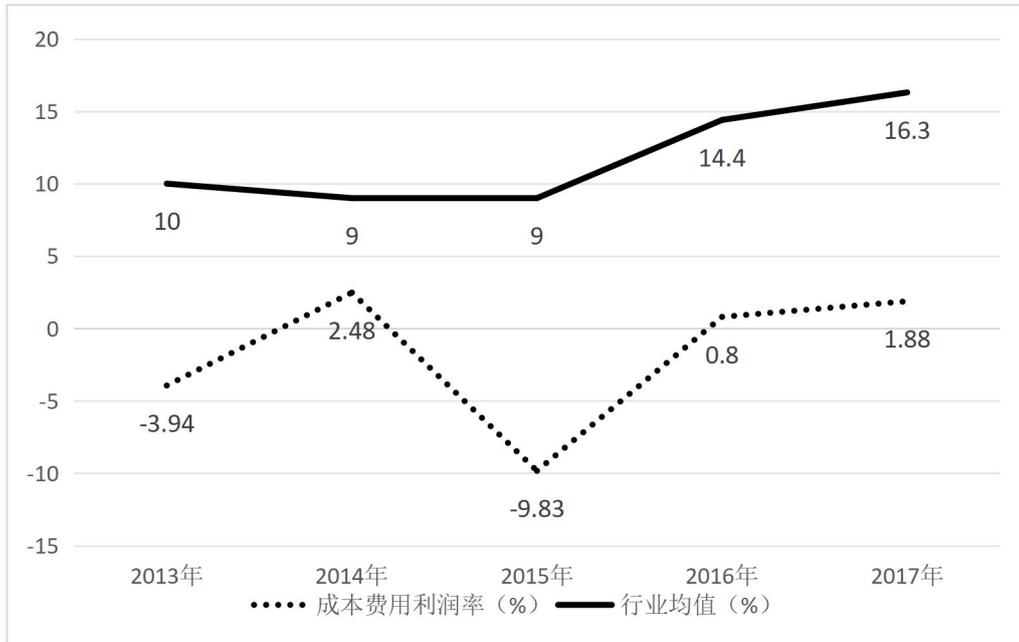


图 3.3 混改前东北制药成本费用利润率与行业均值表

数据来源：CSMAR 数据库

(2) 公司治理结构的需要

基于委托代理理论，国有大股东缺位和其在国企中的绝对控制权确实可能引发与中小股东的代理问题。混改前的东北制药就存在因内部股权单一及国有资本持股过高，产权主体职责不明朗，进而影响到公司治理结构与市场竞争力的问题。为了解决这些问题，引入民营资本作为战略投资者具有显著的优势。

首先，引进民营资本能推动企业内部股权多元化，防止一股独大，使得产权主体更明晰，有助于提高公司治理透明度及其效能。通过多元化的股权结构，可以形成有效的股东制衡机制，减少内部人控制的风险，从而保护中小股东的权益。其次，民营资本的参与能够完善企业的治理结构。战略投资者凭借丰富行业经验和专业管理团队，可积极参与企业日常运转决策，提升决策科学性与合理性。同时，他们的加入也能够带来新的管理理念和方法，推动企业治理结构的优化和升级。此外，战略投资者还能够为东北制药带来积极的业务和技术支持。他们在自身行业中往往拥有较高的地位和影响力，可以为东北制药提供更多的市场机会和业务合作。

因此，东北制药引进战略投资者以优化股权结构，实现股东有效制衡，是推进混合所有制改革、深化市场化进程的关键步骤。这不仅有助于解决公司治理结

构中的问题和矛盾，还能够提升企业的市场竞争力和创新能力，确保国有企业在推动我国经济走向高质量创新发展过程中起到重要作用。

3.3 东北制药混合所有制改革的路径

东北制药混合所有制调整并非简单的对资本进行“混”，而是从根本上重新调整了公司股权结构，构建与混合所有制相适应的现代企业管理机制。这既是对资本的“混”，更是对治理机制的“改”。通过“混资本”和“改机制”相结合，为公司深化改革奠定坚实基础。

3.3.1 “混资本”——引进战略投资者

在进行混合所有制改革前，东北制药由沈阳国资委实际掌控，两大国有控股股东包括东药集团及沈阳盛京金控投资集团。为响应国家政策，2017年，沈阳市政府将东北制药选为当地国企混合所有制改革的试点企业。在推进混改的实践中，东北制药采取了定向增发股票的方式，成功引入辽宁方大作为其战略投资者。

（1）制定非公开发行股票方案

为解决布局调整困局及融资难题，2017年3月末，东北制药于董事会议程中审议并通过了一项利用股票发行筹集企业发展资金的议案。会后，该定增预案随即被递呈至中国证监会，于同年9月28日顺利取得官方批准。

（2）特定对象认购股票

东北制药于2018年4月19日启动非公开售股活动，向130家选定的特定机构发出《认购邀请函》与《申购报价单》。在此次非公开售股活动中，辽宁方大占总份额高达79.11%，是此次非公开发行股票中占发行总量比例最大的企业。

（3）募集资金及验资

2018年4月25日，辽宁方大通过现金购买非公开发行股份的方式，对东北制药进行了重要的增持。辽宁方大增持了东北制药75,099,924股股份，占公司总股本的13.18%。新增股份于2018年5月11日在深圳证券交易所上市，增持完成后，辽宁方大持有东北制药的股份数量达到75,168,524股，占公司总股本的

13.20%。这一持股比例使辽宁方大成为东北制药的重要股东之一，为其在公司决策中提供了更多的话语权。在剔除相关费用后，东北制药实际筹得净资产 8.2 亿人民币。这不仅增加了公司的注册资本，提升了公司的资本实力，同时也为公司的未来发展提供了更多的资金储备。

(4) 辽宁方大增持股票

东北制药经此定向增发后，持股比例降至 17.45%，仍保持控股股东地位；与此同时，辽宁方大集团实业有限公司已经晋升为该公司的第二大股东，标志着东北制药股权结构发生了显著调整。自 2018 年 5 月 28 日至 6 月 1 日，辽宁方大累计增持东北制药 5% 的股份。此次增持过后，辽宁方大占据总股本的 18.20%。随后在 6 月 8 日至 12 日间，再次增持公司股份 16,078,440 股，占总股本的 2.82%，平均股价为每股 12.61 元。本次增持之后，辽宁方大便拥有了公司 119,743,184 股股份，占总股本的 21.02%，从而取代原第一大股东。在此基础上，辽宁方大还三次通过集中竞价的方式增加了 2.42% 与 2.58% 的股份，使其在东北制药中的持股比例迅速提升至 26.02%（具体增持过程见图 3.4），至此东北制药已基本完成了混合所有制改革，由原先的“一股独大”格局转变为国资背景与民企力量和谐共存的多元股权机制，辽宁方大成为新的控股股东。

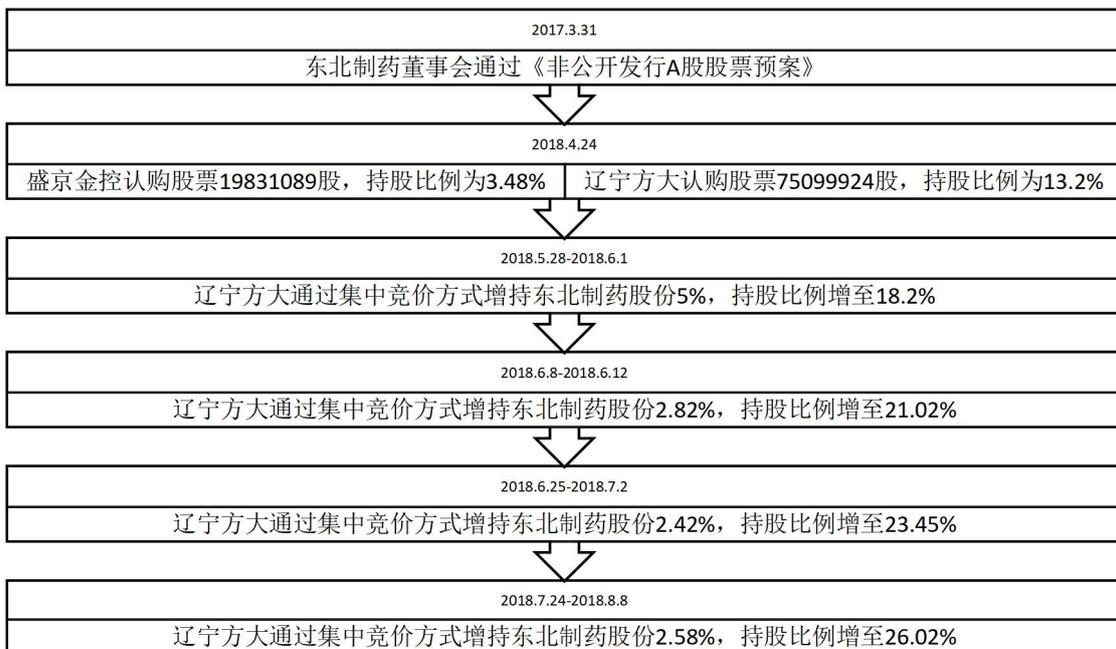


图 3.4 东北制药混合所有制改革中辽宁方大增持股票过程

资料来源：东北制药公告

3.3.2 “改机制”——改革体制机制

(1) 公司治理机制

在“混资本”的路径下，东北制药成功实现了股权结构的多元化转变，这一变革为“改机制”的推进奠定了坚实基础。辽宁方大通过增持股份成为东北制药的重要股东，并积极参与公司的经营管理，标志着公司治理机制和激励机制的完善进入了新的阶段。在股权结构多元化的背景下，东北制药的治理层发生了显著变化。混改前，董事会和监事会成员主要由国资方提名委派，存在董事绝对代表国有资本利益的单一结构。然而，辽宁方大的引入打破了这一局面，使得董事会和监事会中出现了来自民营资本的代表。这种股权结构的多元化有助于形成更为均衡和有效的决策机制，减少内部人控制的风险，提升公司治理的透明度和效率。

同时，在高管选拔过程中，辽宁方大选择了由市场主导，并未对日常运营进行直接干预。这种市场化的选聘机制有助于选拔具有专业能力和管理经验的人才，提升公司的经营效率和竞争力。

(2) 激励约束机制

分权控制理论强调避免大股东一股独大所带来的问题，通过不同股东间的合作与共赢，形成长效激励机制。东北制药在混改过程中，正是基于这一理论，对激励机制进行了全面改革，取得了显著成效。

首先，在货币薪酬激励机制方面，东北制药进行了大刀阔斧的改革。混改前，高管薪酬结构单一，与市场水平脱节，难以激发管理层的积极性。混改后，公司引入了年薪制和奖励薪酬制度，使薪酬结构更加合理，更加符合市场化激励机制的特点。同时，公司还根据高管的业务目标完成度计算薪酬，将绩效与薪酬紧密挂钩，从而提高了管理层的责任感和积极性。这种改革不仅使公司高管的薪酬水平趋近于市场标准，增加了外部竞争力，而且有效地激发了员工的工作积极性，推动了公司年度目标的顺利实现。

其次，东北制药实施了限制性股票激励计划。该方案广泛覆盖各层次员工，尤其重视中层管理者和核心技术人员的奖励，有效激发了全员的工作热情。此计划的实施使公司管理层与核心员工的利益与股价深度绑定，构建了风险共担、利益共享的紧密关系。通过授予限制性股票，公司管理层及核心员工成为股东，其

个人利益与公司整体利益密切关联。

此外，东北制药在混改后还全面落实了员工福利体系改革。通过提高员工收入水平、增加员工福利项目，提高了员工的归属感和幸福感。这种全方位的福利改革，有效地提升了员工的工作满意度和忠诚度，提升了公司的凝聚力和竞争力，为公司的可持续发展注入了新的活力。

4 东北制药混合所有制改革效果分析

4.1 “混资本”路径的效果分析

4.1.1 股权结构优化

东北制药在混改前的股权结构体现出了较为明显的国有企业特点，其中东北制药集团和中国华融资产管理公司的控股地位尤为显著。东北制药集团有限责任公司作为控股股东，持有公司 21.05% 的股权；位居其后的第二大股东则是中国华融资产管理股份有限公司（见图 4.1）。沈阳市国资委虽然是实际控制人，但其并不能有效地行使监督权。这种弱监督状态使得企业容易发生“内部人控制”危机，即企业内部的管理层或员工可能利用职权谋取私利，侵蚀企业资源，从而损害企业的整体利益。由于企业所有者的“缺位”，东北制药在经营决策上可能无法做到高效和准确。这种情况下，企业可能错失市场机遇，或者做出不利于长远发展的决策，从而影响企业效益。此外，国有企业在运营过程中往往还面临着一些体制机制上的束缚。比如，决策流程可能较为繁琐，反应速度较慢；在人才选拔和激励机制上也可能存在一定的局限性，无法充分激发员工的积极性和创造力。

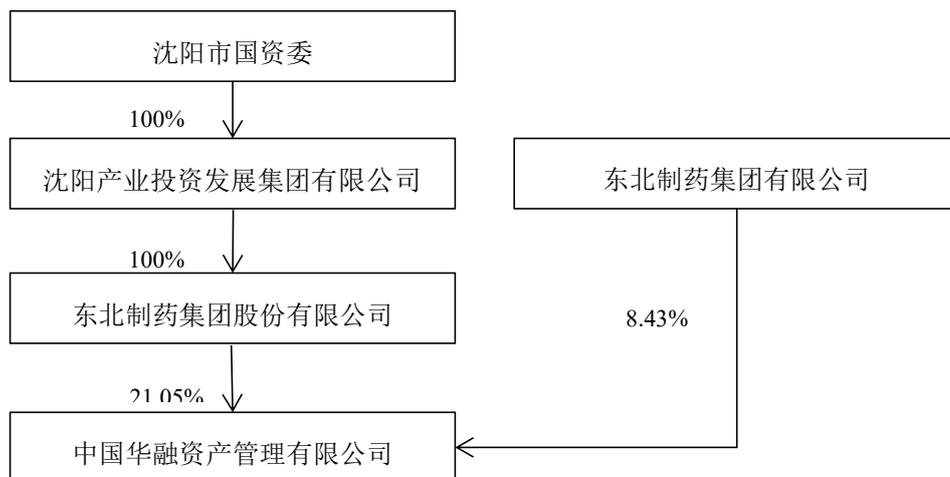


图 4.1 东北制药混合所有制改革前股权结构图

资料来源：东北制药年报

在完成混合所有制改革后，东北制药股份结构出现显著变革，由辽宁方大实业集团取代国有资本东药集团成为最大股东（见图 4.2）。这一变革不仅打破了过往国有资本在公司中“一股独大”的固有格局，而且避免了单一股东拥有绝对控制权可能带来的问题。作为民营属性的主导股东，辽宁方大在追求自身商业利益驱动下，势必将对东北制药的经营绩效表现提出更高要求。当面临高管作出可能损害公司盈利的决策或行为时，辽宁方大作为控股股东，能够凭借其控制权优势，迅速介入并实施有效的监督措施，以确保各项决策始终服务于公司效益的最大化目标。这种市场化的监督机制有助于提升公司的决策效率和经营效果。同时，东药集团作为第二大股东，持有一定比例的股份，与辽宁方大形成了相互融合与制衡的控制权结构。这种结构既保证了国有资本在公司中的影响力，又发挥了民营资本的灵活性和创新性。

在多元化经营战略方面，东北制药通过引入不同所有制的股东，实现了资源的优化配置和风险的分散化。由多位大股东共同参与重大决策制定过程，整合各方优势资源，从而做出更具实效性的经营决策。这种决策机制有助于提升公司的竞争力和市场占有率，促进公司业绩的提高。

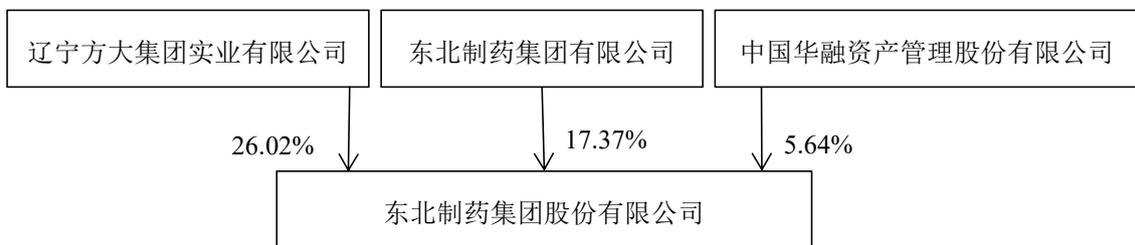


图 4.2 东北制药混合所有制改革后大股东股权结构图

资料来源：东北制药年报

4.1.2 提供异质资源

辽宁方大入主东北制药，为东北制药提供了互补的异质资源，包括：财务资源、组织资源与无形资源。

（1）财务资源

2018年，东北制药响应政策要求积极进行混合所有制改革，辽宁方大斥资

8.51 亿购得其 26.02%的股权，扣除费用，实际资金净入账约 8.26 亿元。经过混合所有制改革后，提升了企业净资产规模，减轻并降低了财务风险，优化财务结构，创造了充足资金为企业创新投资提供支援。

（2）组织资源

辽宁方大的组织资源在同类企业中较为明显。方威的资产整合和资本运作能力，特别是在盘活国有企业方面的经验，是辽宁方大最为宝贵的组织资源。方威在 2002 年首次接触并成功重组抚顺碳素有限责任公司，在年底就实现了扭亏为盈。这不仅是对方威个人能力的一次有力证明，同时也表明辽宁方大在企业管理和资本运作方面的实力。在随后几年中，辽宁方大稳步提升其影响力，陆续成功整合抚顺莱河矿业有限公司与合肥碳素有限责任公司等多家企业，取得优良经营成果。这充分展现了辽宁方大及其领导人方威卓越而专业的管理技能。这种才能既是激发东北制药进行管理机制创新的重要组织资源，同时也为其跨行业的产业集聚提供了有力的支持。通过借鉴不同行业的管理经验，辽宁方大能够在不同的市场环境下都保持高效的运营状态。

综上所述，辽宁方大的组织资源，特别是在企业管理和资本运作方面的能力是其能够在激烈的市场竞争中脱颖而出的关键因素。而这些能力正是得益于方威等管理者的专业素养和丰富经验。作为东北制药的控股股东，辽宁方大会逐步将其市场化的管理理念和方式应用于东北制药。依托于辽宁方大先进管理经验，公司重新审视并制定了采购及营销等多方面的规章制度。对违反规定的员工，采取严肃问责以健全管理体制。

（3）无形资源

无形资源是指那些不直接体现在公司财务报表上，但是对公司运营和长期发展有着重大影响的资源。这些资源通常包括公司的声誉、品牌形象、专利技术、管理技能、人力资本、研发能力和社会关系网络等。作为辽宁省的知名民营企业，辽宁方大具有丰富的无形资源。其所拥有的医药板块资源可以很好地反哺东北制药，有利于提升东北制药的市场竞争力和创新能力，进一步巩固其在行业内的地位。

此外，辽宁方大的无形资源还包括其广泛的社会关系网络和管理技能。作为一家知名的民营企业，辽宁方大与政府、行业协会、金融机构等各方建立了良好

的合作关系，这为其在市场上的发展提供了有力支持。同时，辽宁方大在多年的经营过程中积累了丰富的管理经验和专业技能，这些都将成为东北制药未来的发展提供有力保障。综上所述，辽宁方大的无形资产不仅能够提升公司的核心竞争力，也为其未来的发展奠定了坚实基础。

4.2 “改机制”路径的效果分析

4.2.1 完善董事会与监事会制度

在进行混合所有制改革后，东北制药的董事会结构得到合理配置，经改革后，以东北制药内部董事、战略投资者辽宁方大董事及专家独立董事为主，这个新模式旨在加强监管控制力，完善决策机制透明化，进一步推动公司向可持续方向前进。混改后，东北制药的归属和管理层级也发生了变化。公司不再作为市属企业管理，而是归属于沈阳产投三级企业管理。在人事管理方面，东北制药也进行了大刀阔斧的调整。原有的领导干部人事关系权利归属于市委组织部统一管理，混改后则实现了去“行政化”，原有领导干部辞去了副局级以上职务，使领导层更加专注于企业的市场化运营。董事会换届公告的发布代表东北制药混改进程步入新阶段，图 4.3、4.4 清晰展示了改制前后董事会成员构成的变动。尽管人数未变，但成员构成已变得更为合理且多样化。新的董事会结构能全面代表各股东的利益，实现国企和民企权力的平衡，对科学制定决策起着举足轻重的作用。同时，混改后的董事会职能得以更好发挥，非执行董事的角色得以明确，他们不再身兼数职，能集中精力投入董事会工作，为公司的长远发展提供强有力的政策支持。而原董事卸任后专注企业日常运行，体现了现代化企业制度的要求，对于提升公司管理水平和运行效益都有着积极影响。

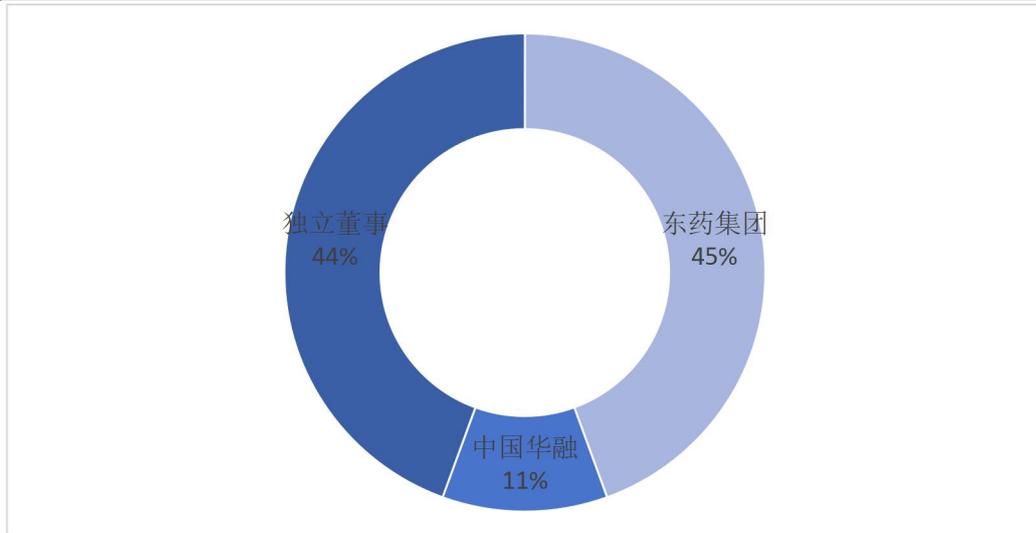


图 4.3 混改前董事会成员构成占比情况

资料来源：东北制药公告

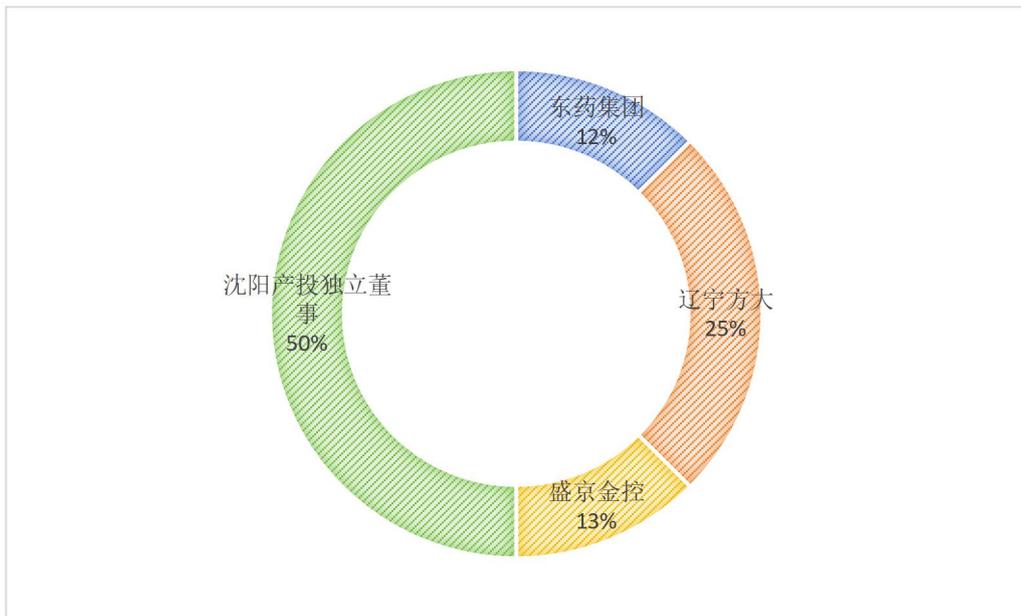


图 4.4 混改后董事会成员构成占比情况

资料来源：东北制药公告

因此，新选出的董事会较原董事会更具代表性，代表各方面利益，并非单方拥有决定性主导地位。辽宁方大可深度参与日常运营与重要决策制定，对公司未来发展及战略制订提出建议。

此外，东北制药在混改过程中，不仅对董事会进行了大幅调整，同样对监事会进行了相应的变革。这一系列变革的核心目的就在于强化公司内外部的监管，

提高整体治理水平。具体而言，监事会成员人数由五位降低至四位，尽管人数略有减少，但仍满足法规所需，保证了机制的正常运转。监事会中新增了代表民营资本的辽宁方大提名的监事，这使得监事会的利益各方达到了相对均衡，有利于增强他们对董事会的监督效力。而且改革前后监事会成员的学历层次明显提升，从本科升至研究生。更高的学术背景意味着他们具备更深入的专业知识和更出色的批判思维能力，能更有效地履行监督责任，从各个层面对高管层施加影响。同时，改革后的监事会成员具备的专业素养亦发生了巨大变化。他们除了熟悉财务、法律等领域，还有着丰富的企业管理经验，具备从多方位审查公司决策的能力。这种跨学科的专业背景有助于监事会及时识别潜在风险，提出有效建议，推动公司持续改进。总之，我们可以看到东北制药改革后成功构建了更为完善的监事会架构，为公司的合规发展和持续进步奠定基础。

4.2.2 提高公司治理效率

代理成本是衡量企业效率的一个关键指标，特别在国有企业中，这一问题尤为突出。由于国有企业特有的体制结构和政治经济背景，其代理成本往往高于非国有企业。首先，国有企业中剩余索取权和最终控制权的分离程度较大，这直接导致了代理成本的增加。在国有企业中，国家作为最终控制人，往往并不直接参与企业的日常经营决策，而是通过一系列的代理机构和管理层来实现对企业的控制。这种分离使得企业的实际经营者（代理人）与所有者（委托人）之间的利益不完全一致，进而使得代理成本上升。其次，中国特有的政治经济体制进一步放大了国有企业在代理成本上所面临的问题。在国有股东与管理层之间，通常存在着多重的管理机构层级，形成了一条错综复杂且冗长的委托代理链条。这样的链条不仅使得信息传递变得更为昂贵且困难，而且加剧了委托方与代理人之间的信息不对称现象，进一步凸显了“内部人控制”的问题。此外，“政企不分”的情况也是国有企业代理成本高的一个重要原因。政府对国有企业的干预较多，使得企业在经营决策时往往需要考虑更多的非经济因素，这不仅降低了企业的决策效率，还增加了企业的运营成本。因此，混改的一个核心目标便是降低国有企业的代理成本，以优化其运营效率和经济效益。

本文以管理费用率评估东北制药改革前后治理效率,发现东北制药在引入民营股东辽宁方大后,通过优化结构及管理创新,实现了治理效率的提升并降低了代理成本,促进了财务绩效的改进。一方面,作为最大股东,辽宁方大不仅更加明确产权,缩减了代理链条,同时加大了监管力度,加强了对国营股东的监管,通过多元化股权结构解决了内部人操控问题,降低了代理成本;另一方面,公司增派经验丰富的董事和监事,强化了内部监管,使主要决策能更加代表非国企股权利益,对国企股东做出有益监督,并通过该操作有效控管了监督成本。根据图 4.5 所示,从财务指标来看,东北制药的管理费用率在混改后呈现出明显的下降趋势。这表明公司在混改后,通过优化内部管理和控制成本,有效地降低了代理成本。数据显示,改革当年,管理费用率即降至 10%以内,2019 年股权激励摊销导致成本小幅上涨,2020 年因搬迁工程逐步完工导致停工维修折旧增加,使得管理费率增长。尽管如此,治理成本的降低确实为企业带来很大收益,治理效率提升以及内部监督加强亦使得经营效率和盈利能力均有所提高,总的来说,东北制药混合所有制改革极大地降低了代理成本,有力推动了治理效率和财务绩效的提升。

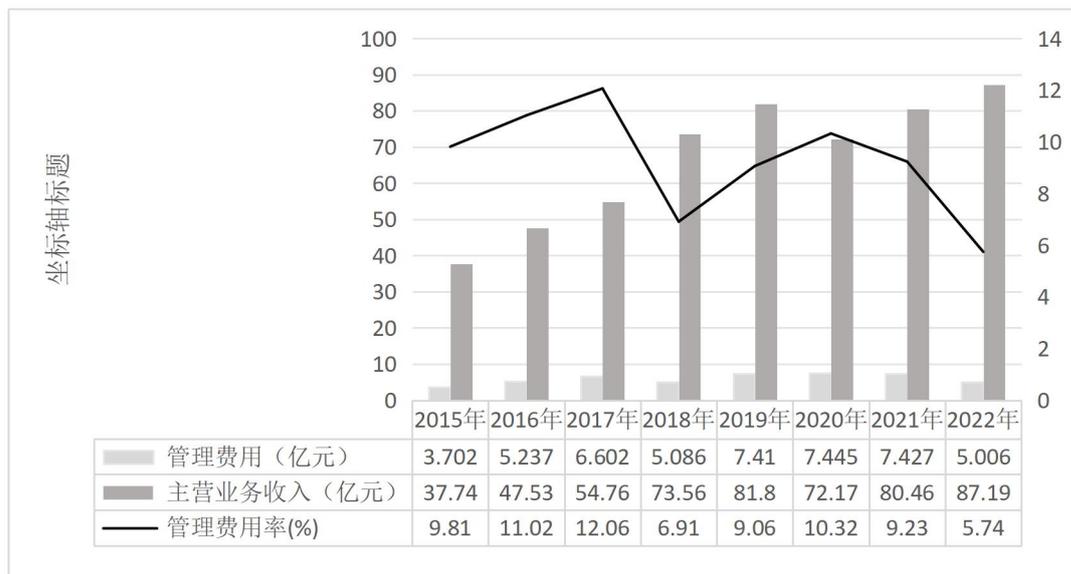


图 4.5 2015—2022 年管理费用率情况

数据来源:东北制药 2015 年—2022 年年报

4.2.3 提高研发创新能力

对于东北制药而言,对其混合所有制改革后创新成果的评估成为改革效果评估的关键要素。本文从两个维度:即创新投入与创新产出入手,来全面评估企业的创新能力。具体而言,创新投入主要通过研发投入强度来体现;而创新产出则是以专利申请及授权数目为标准。可以说,企业创新是由创新投入转变为创新效率,然后产生创新产出的一个连续过程。为此,本文将从东北制药混合所有制改革前后的创新投入、创新效率以及创新产出展开创新效果分析。

(1) 创新投入评价

表 4.1 展现了东北制药混改前至混改后的八年内研发开支情况。可以发现该公司始终保持着稳定的人员配备;然而,从研发人员在全体职工的比重来看,混改后的研发人员比例相较混改前有所提高,整体上有所上升。至于研发资金投入,2018 年恰好是混改实施当年,集团的研发费用大幅度攀升。随着时间推移,研发支出在销售额中所占比重亦稳步增长,直至 2019 年出现轻微下滑。可见,公司倾注了较大力度发展研发项目,这很大程度上得益于辽宁方大对其提供的强大财力支持。此后几年,尽管受到行业背景及新冠疫情冲击,集团研发投入始终不少于混改前水平,表现出公司对研发领域的高度重视。到了 2021 年和 2022 年,公司已经逐步摆脱疫情影响,重新致力于技术创新工作。

表 4.1 2015—2022 年东北制药研发投入表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	年	年	年	年	年	年	年	年
研发人员数量(人)	805	864	886	877	930	866	795	758
研发人员占员工数量 比(%)	9.38	11.68	9.96	11.45	8.86	11.44	11.19	11.32
研发投入金额(亿元)	0.74	0.79	1.24	2.04	1.40	1.26	1.51	1.55
研发投入占营业收入 比重(%)	1.93	1.63	2.18	2.73	1.71	1.70	1.85	1.76

数据来源:东北制药 2015 年—2022 年年报

（2）创新效率评价

通过对东北制药公司的研发资本化程度分析，可以明确其创新水平的高低。观察图 4.6 可知，混改之前该公司的投入额仅为 5.27 亿元，然而自 2018 年实施混改之后，这一数字激增至 9.09 亿元，涨幅高达 88%。虽然在接下来的 2019 至 2021 年间，公司的研发投入资本化有所下滑，但仍高于混改前，充分展示了混改对提高其创新效力的显著效果和持续的稳定性。而 2021—2022 年，由于两年研发项目结构性差异和项目进度差异，导致研发投入资本化率出现较大波动。



图 4.6 2015—2022 年东北制药研发投入资本化情况

数据来源：东北制药 2015 年—2022 年年报

（3）创新产出评价

本文通过分析东北制药 2015 年至 2022 年间已进入注册流程的药品以及生物诊断试剂的数量来评估其创新产出。从图 4.7 可知，自公司混合改革之前（2015-2017）到之后，药品与生物诊断试剂类型大致保持稳定，唯有 2016 年新增了长春西丁片这一品种。特别值得注意的是，混改后，生物诊断试剂的注册数量显著增长，由原来的 3 种增至 11 种。据此，可以肯定混合改革对其研究进展产生了积极推动作用。

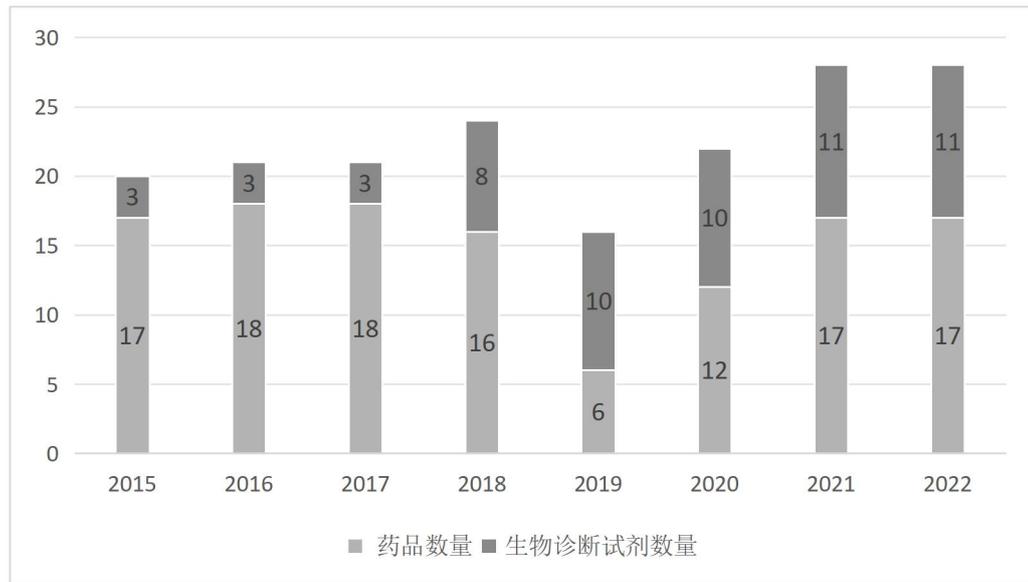


图 4.7 已进入注册程序的药品和生物诊断试剂数量

数据来源：东北制药 2015 年—2022 年年报

总之，从短期来看，混改后东北制药在创新投入、效率以及产出方面得到显著提高，企业创新能力得到了提升。但是，从长远来看，企业对于研究开发的投入不足，导致研究成果呈现下降趋势，回归到混改前的水平。然而，仅凭研发投入及产出并不能完全反映企业的创新能力，因此在评价过程中要特别关注创新效率。综合来看，尽管东北制药的研发投入和产出有所下滑，但是其创新效率一直处于上升状态，由此可见，此次混改对企业创新能力的提升发挥了积极作用。

4.3 东北制药混合所有制改革综合效果分析

4.3.1 财务绩效分析

本文通过分析东北制药的财务数据，剖析其混合所有制改革前后盈利、偿债、运营及发展能力的变化，以反映出混合所有制改革对企业财务绩效的影响。本文为了使东北制药混合所有制改革效果评价更加具有客观性和可比性，将其与同行业的云南白药进行对比。云南白药作为拥有百年历史的国粹老字号，曾荣获“全国国有企业典型”的称号，且其主营业务与东北制药存在部分重叠。随着国企改革

革推进，两家公司也都是地方改革先锋，且混改时点相近。二者通过混改均形成了股权结构的不同，因此二者具有一定的可比性。

由于东北制药引入战略投资者发生于 2018 年，因此，本文以 2015 年至 2022 年共八年间的财务数据为依据，从企业内部、企业间和行业整体角度开展分析，全面客观地评价了东北制药的财务表现。本文所选用的企业财务数据和相关指标均来源于 CSMAR 数据库。

（1）盈利能力分析

作为企业，盈利是其核心目标，本文通过对净资产收益率、总资产报酬率及销售净利润进行研究，深入分析东北制药与云南白药在盈利方面的状况。

表 4.2 东北制药与云南白药盈利能力指标分析表

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	
东北制药	净资产收益率 (%)	-15.53	1.03	5.01	6.33	4.64	0.30	2.46	7.98
	总资产报酬率 (%)	-4.54	0.29	0.9	1.81	1.41	0.09	0.75	2.65
	销售净利率 (%)	-10.23	0.55	1.62	2.70	2.07	0.15	1.17	4.05
云南白药	净资产收益率 (%)	22.43	20.03	18.55	17.37	10.31	14.46	7.58	7.87
	总资产报酬率 (%)	16.74	14.18	13.34	13.13	9.39	11.9	6.16	5.69
	销售净利率 (%)	13.29	13.08	12.88	12.32	14.07	16.83	7.69	7.78
行业均值	净资产收益率 (%)	13.18	12.04	12.23	8.61	8.20	3.04	11.58	7.85
	总资产报酬率 (%)	7.3	7.47	7.84	5.60	5.54	2.66	7.64	4.90
	销售净利率 (%)	10.35	11.67	13.00	8.34	7.45	2.87	12.20	8.31

数据来源：CSMAR 数据库

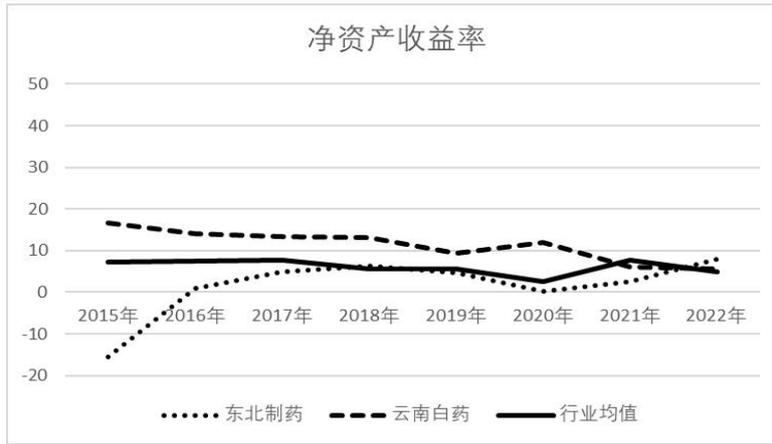


图 4.8 净资产收益率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

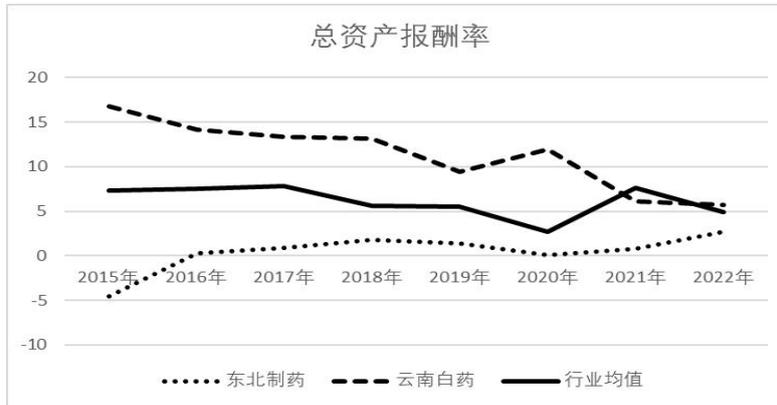


图 4.9 总资产报酬率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

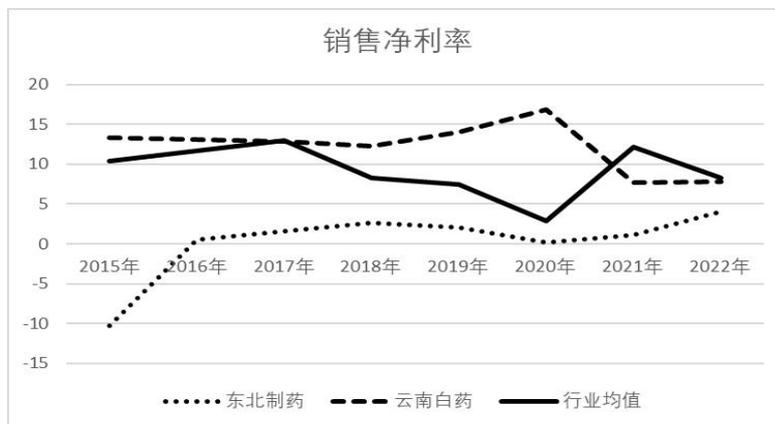


图 4.10 销售净利率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

近年来,面对行业与政策的重大变革,我国医药企业纷纷进行战略升级转型,与此同时,国外医药巨头借其技术与资本实力强势渗透进中国市场,争夺市场份额并赚取利润。

由表 4.2、图 4.8、图 4.9 和图 4.10 可知,2017 年前,东北制药净资产收益率、总资产收益率及销售净利率皆呈振荡走势。然而,自 2018 年进行混改以来,东北制药的净资产收益率逐步攀升。尽管 2019 年限制性股票激励所需费用的摊销引起净利润下跌,导致净资产收益率稍有降低,但较混改前仍有所提升,这主要源于股权结构变革带动的企业管理体系优化所致。2020 年新冠疫情爆发,药品市场终端需求锐减,加之生产线转移使得以维生素 C 为代表的药品营收骤降,造成销售额的大幅下滑,净利润亦因此受损。

虽然此项指标整体与行业均值有些差距,但 2021 年与 2022 年企业盈利有所回升,显示出混改带来的积极影响足以抵挡市场环境变动所带来的压力。

从总体上观察,云南白药的净资产收益率表现出逐渐下滑的态势,尽管如此,总资产报酬率仍然高于行业平均水平,销售净利率也与行业平均水平相差不大。在 2019 年,云南白经历了两家公司的合并,尽管药品的营业收入持续上升,公司的净资产回报率却同比滑坡。面对新冠肺炎疫情的影响,云南白药的大健康业务在 2020 年取得了显著进展,并通过进一步完善激励机制提升了员工的工作效率。由于工作积极性的提升,云南白药在行业总体下滑的背景下却实现了逆势增长。从 2018 年至 2022 年,虽然行业处于深度变革与经济低谷期,但是云南白药业整体稳健,混合所有制改革完成,盈利能力呈现明显增长,其发展势头相当显著。

(2) 偿债能力分析

偿债能力是企业稳固运营的根本保障,如企业未能按时偿还债务,不仅将引发财务危机,甚至有可能陷入财务困境。基于此,本文选用流动比率、速动比率及资产负债率三大关键指标,对东北制药与云南白药两家公司的偿债状况作出深入剖析。

表 4.3 2015—2022 年东北制药偿债能力指标分析表

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
东 资产负债率 (%)	72.38	75.14	75.95	69.34	68.76	66.12	67.45	65.87
北 流动比率 (%)	0.84	1.02	0.92	0.84	0.74	0.76	0.83	0.94
药 速动比率 (%)	0.62	0.69	0.63	0.62	0.56	0.57	0.65	0.78
云 资产负债率 (%)	29.87	35.56	34.51	34.42	23.28	30.56	26.50	27.75
南 流动比率 (%)	3.61	3.28	3.34	2.68	4.65	3.15	3.58	2.63
白 速动比率 (%)	2.41	2.25	2.18	1.53	2.89	2.25	2.55	1.94
行 资产负债率 (%)	43.25	40.14	41.26	44.43	43.89	44.04	38.79	39.63
业 流动比率 (%)	1.64	1.85	1.81	1.71	1.69	1.66	1.77	1.80
均 速动比率 (%)	1.20	1.43	1.31	1.25	1.23	1.29	1.39	1.42

数据来源：CSMAR 数据库

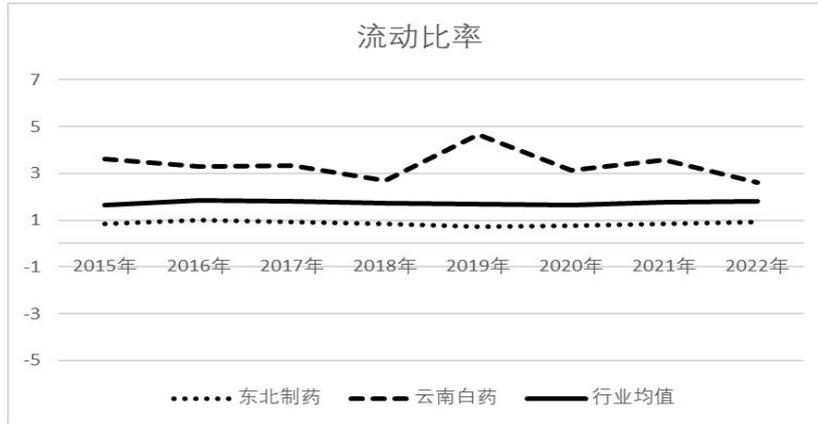


图 4.11 流动比率比较图

数据来源：CSMAR 数据库



图 4.12 速动比率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

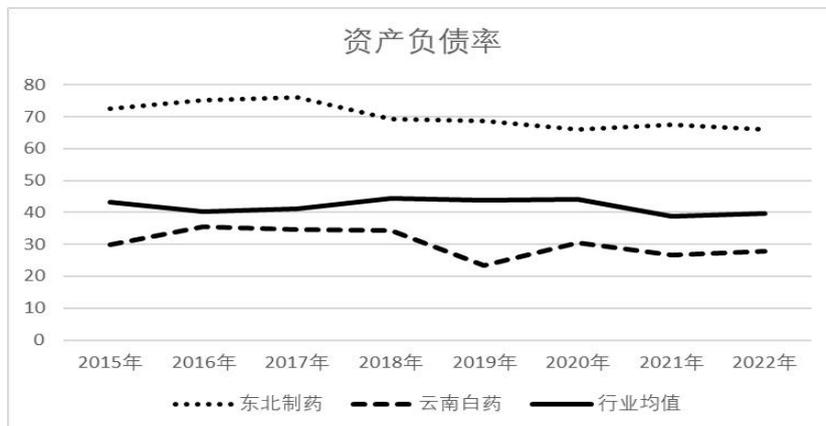


图 4.13 资产负债率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

根据表 4.3、图 4.11、图 4.12 及图 4.13 可知，自 2018 至 2020 年，东北制药正处在关键性的产业升级阶段。为加速实施重大工程项目，公司需投注大量资金，形成创新驱动战略格局，从而提高龙头竞争力，拓宽市场份额，优化业绩成果。从公司短期偿债能力分析，东北制药的偿债能力始终未能达到行业平均水平。尤其是 2015 至 2017 年间，混改前资产负债率有所攀升，债务支付能力降低。而在 2018 年混改之后，尽管东北制药的财务状况有所改善，但仍显低于行业平均水平，说明仍有提升空间。从长期偿债能力看，东北制药的资产负债率呈一定程度的高居不下。尤其在 2018 年，该企业通过发行定向股票融资达到 6.72 亿元，这有效缓解了因 VC 项目拓展而导致的资金压力。混改后，虽然东北制药的偿债能力有所提升，但相较于行业平均水平仍有不足之处，暗示仍有待进一步改进。

而云南白药的短期偿债能力整体上显示出超过行业平均水平的表现。2018 年该公司流动负债增加源于将 18 亿元公司债务划分为一年内需偿还的长期债务，使其短期偿债能力受到影响。在 2019 年混改完成后，云南白药的短期偿债能力有了一定的提升，之后，云南白药的短期偿债能力始终处于稳定波动的范围。云南白药的长期偿债能力也处于稳定的波动范围。在混改中通过引入战略投资者的方式，使得云南白药的偿债能力得到提升。

（3）营运能力分析

本文利用总资产周转率及应收账款周转率，评估东北制药与云南白药混改前后的运营能力。

表 4.4 2015—2022 年东北制药营运能力指标分析表

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
东 总资产周 北 率（次）	0.44	0.52	0.56	0.67	0.68	0.60	0.64	0.65
制 应收账款周 药 转率（次）	5.31	5.31	4.55	4.57	4.48	4.18	4.58	4.61

续表 4.5

云南白药	总资产周转率 (次)	1.16	1.02	0.93	0.92	0.74	0.62	0.68	0.69
东北制药	应收账款周转率 (次)	6.23	5.81	5.45	17.30	15.25	11.71	6.77	4.48
行业均值	总资产周转率 (次)	0.60	0.54	0.54	0.57	0.61	0.59	0.58	0.57
行业均值	应收账款周转率 (次)	5.80	5.68	4.89	4.46	4.69	4.90	5.17	4.90

数据来源：CSMAR 数据库

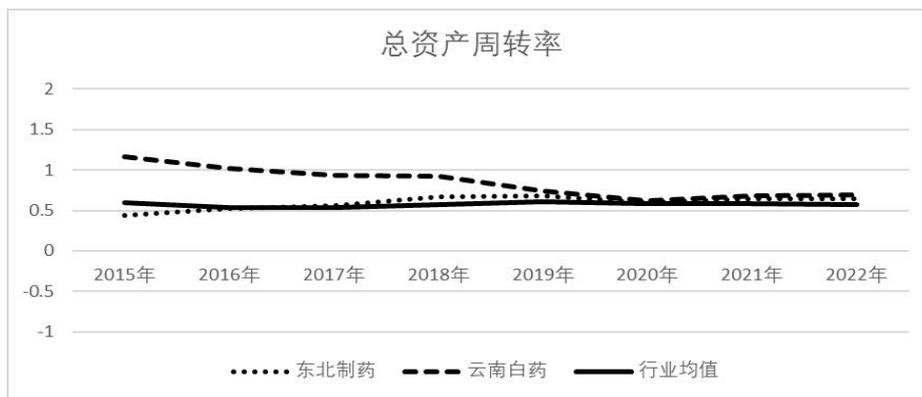


图 4.14 总资产周转率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

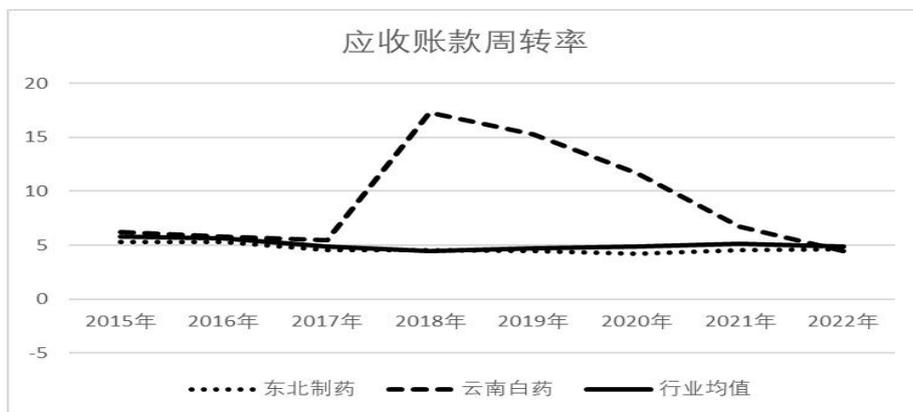


图 4.15 应收账款周转率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

本文选取东北制药自 2018 至 2022 年间的财务数据展开分析。从表 4.4、图 4.14 及图 4.15 所示的内容可观察到, 2015 至 2019 年间, 该企业总资产周转率呈现上升趋势。相较混改前, 速度有所加快, 始终维持于 0.6 以上。在 2020 年, 尽管总资产周转率稍有回落, 但相比当年行业下降速率仍略显优势。所以可以得知, 东北制药通过混改, 其总资产周转状况得以显著改进。从全局来看, 该企业总资产周转率呈现稳定的升势, 自混改以来, 公司推进经营模式变革及资源调配。其中, 生产部门依据生产线潜能制定合理生产计划, 销售团队则依据循环产品周期, 以减少库存积压, 确实实现了生产与销售的紧密结合。2020 年疫情突然爆发, 由于药品销售没有达到预期, 导致了市场的滞压现象, 存货的周转速度呈现下滑趋势。然而, 从总体上看, 这家企业的周转速度表现出色, 其经营效益也显著提升。这得益于拥有优秀的运营效率和显著的经营效益, 辽宁方大作为战略投资者为其提供的全方位支持, 整合资源, 深入研究管理经验, 全力提升采购、生产环节和销售流程中的成本控制和效益最大化空间, 有效加速存货和总资产周转, 从而全面提升业绩。混改后的东北制药公司治理结构得以优化, 应收账款周转率稍有提高, 接近行业平均水平。

而云南白药在应收账款管理方面整体优于行业均值, 但在行业竞争加剧背景下, 为了争取合同、维持领先地位, 赊销金额加大, 导致应收账款比例升高。在混合所有制改革实施后, 云南白药公司的应收账款周转率的下滑趋势得到了一定程度的缓解。然而, 与此同时, 公司对应收账款融资成本的占比逐步增加, 导致公司的资金流动性受到一定程度的限制。综合而言, 混合所有制改革对云南白药公司的应收账款管理能力产生了一定的积极影响, 但是影响较小。云南白药呈现出下降的趋势, 新的医疗改革产生了显著的效果, 导致产品的销售收入减少, 并伴随着长时间的低价收购行为使得库存商品出现了大量的积压现象。在进行混改之后, 为了更好地适应市场的变化, 云南白药也进行了相应的调整, 对营销渠道和营销模式进行创新和扩展, 然而受到外部环境的作用, 指标没有显示出任何上涨的迹象。但从总体上观察, 混改实施后, 总资产周转率与应收账款周转率, 都超过了行业的平均水平, 这说明混合改革的好处远大于其坏处。

(4) 发展能力分析

本文选用资本保值增值率、资本积累率和营业收入增长率三个指标来反映东

北制药与云南白药混改前后的发展能力变化状况。这三个指标将作为衡量其未来市场竞争力，规模扩张及业绩增长可能性的重要依据。

表 4.5 2015—2022 年东北制药发展能力指标分析表

指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
东 资本保值	86.96	101.37	104.68	141.01	109.05	105.22	104.08	109.86
北 增值率(%)								
制 资本积累	-13.04	1.37	4.68	41.01	9.05	5.22	4.08	9.86
药 率(%)								
营业收入	-11.51	25.56	17.9	31.54	10.09	-10.17	10.3	8.15
增长率(%)								
云 资本保值	119.77	117.12	114.51	109.81	95.24	100.64	100.23	100.24
南 增值率(%)								
白 资本积累	19.76	17.12	14.51	9.81	-4.76	0.64	0.23	0.24
药 率(%)								
营业收入	17.60	4.93	4.29	3.47	3.48	4.43	-13.66	7.57
增长率(%)								
行 资本保值	116.15	124.81	112.14	106.46	105.41	102.43	114.57	106.48
业 增值率(%)								
均 资本积累	16.15	24.81	12.14	6.46	5.41	2.43	14.57	6.48
值 率(%)								
营业收入	7.27	14.86	12.73	19.16	12.26	1.00	10.00	6.27
增长率(%)								

数据来源：CSMAR 数据库

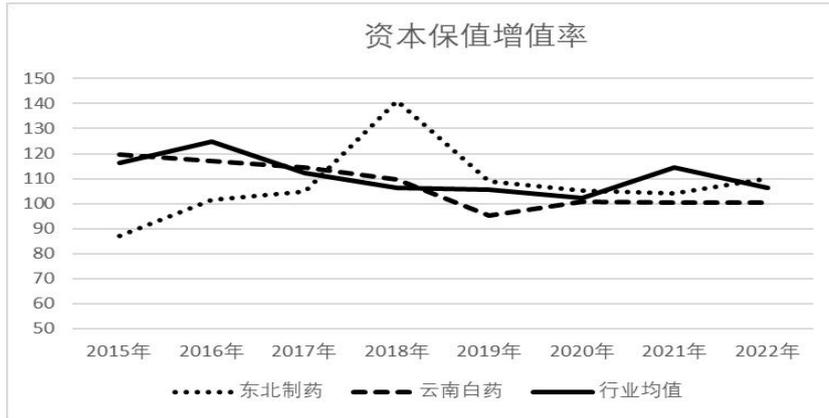


图 4.16 资本保值增值率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

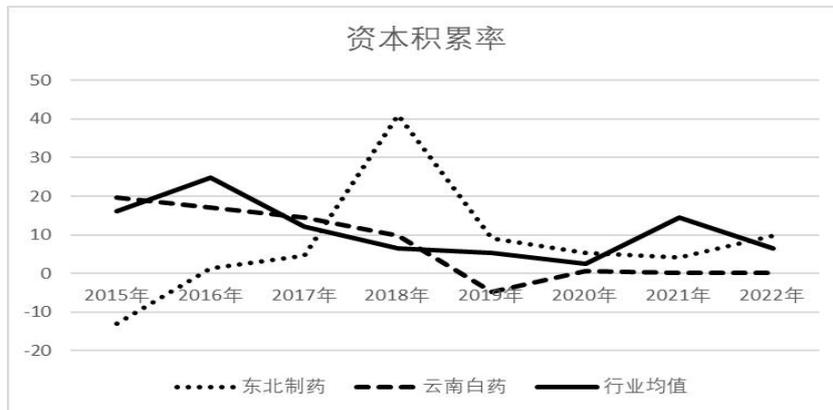


图 4.17 资本积累率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

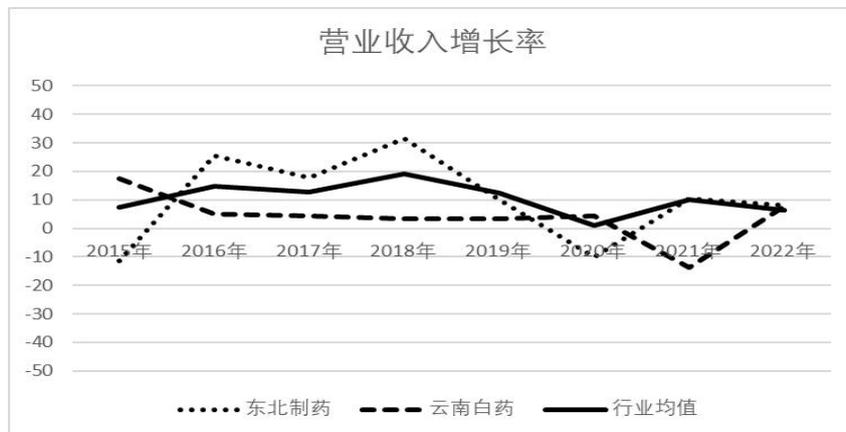


图 4.19 营业收入增长率比较图

数据来源：CSMAR 数据库

由表 4.5、图 4.16、图 4.17 和图 4.18 可以得出，混改前，东北制药的营业收入增长率处于波动状态，资本积累率呈现由负转正的现象，资本保值率呈现上升趋势，结合其年报分析，2016 年营收大增得益于维生素 C 价格上涨和生产效率改善等因素。但是，在 2016—2017 年，该公司的营收出现大幅下滑，可见其经营状况欠佳。然而，在实行混改后的一年内，东北制药的营收增长率达到 31.54%，资本积累率与资本保值率显著增长，分别达 41%和 141%。这表明，混改使得企业收益增加，资本实力增强，抵御风险能力提高，有利于企业可持续性发展。2019 年，东北制药成功实现了营业收入的正增长。面临复杂激烈的市场竞争，东北制药仍然保持稳健的发展步伐，虽然收入增长速度比以往稍有下降，但总体趋势仍显示出上扬态势。结合其 2019 年年报来看，营收净额主要来自原料药和制剂药销售，当年度原料药产量及销售额同比大幅度下降，影响整体营业利润。公司主打产品维生素 C 在 2019 年价格大幅下滑，对企业经营利润造成严重影响。在面临市场逆风及主营业务线改造的双重挑战下，企业仍能保持营业收入的正向增长态势，虽然面临市场及主业调整困难，公司仍实现了销售额增长，显示出了其强大的发展潜力。然而，2020 年新冠疫情突袭，全产业链受挫，市场经济严重受损。东北制药药品需求下滑，销售成果缩水，营收逆趋势下跌，甚至出现负增长。待国内疫情有所缓解，各行业逐步回归正常运营，东北制药逐步恢复稳定发展态势，成功释放混改所带来的活力。

而云南白药的三项关键指标在 2017 年混改实施以来不断下滑，与同期行业平均水平相较之下，混改并未能提升云南白药的发展能力，直至 2020 年平稳渡过经营调整期后，混改效益逐步体现。尤其在大部分企业深受疫情剧烈冲击的大环境下，云南白药表现尤为稳健，投资收益有所上涨，有充足资金投入新业务拓展和外部收购。由此可见，混改对云南白药的发展起到了积极的促进作用。

4.3.2 非财务绩效分析

(1) 资本市场表现分析

a. 短期市场反应分析

事件研究法是分析市场因某一项事宜发生所受影响的有效手段，其核心在于以事件发生之日为基准日，据此合理选择临近时间段构成窗口期，运用预测模型

测算出该期间的预期收益，随后与实际收益进行比较，从而获取每日两者之差的超额收益（AR）及累积超额收益（CAR），进一步分析以上数值结果，探究市场反应。

本文以此方法探讨了东北制药引入辽宁方大这一战略投资者期间市场的相应反应。在 2017 年 4 月 6 日，东北制药公布了相关定向增发计划。此后，对该计划内容进行多轮修改，历经一年多的努力，终于成功引入辽宁方大，且对外界揭示了整个过程及其成果。为了更加明确地了解此次增发引进战略投资者对企业微观经济状况的影响，本文选定 2018 年 5 月 9 日，也就是公告日为事件日，定为 T0。对于窗口期，选择以包括事件日在内的前后 10 个交易日，即 $T = (-10, 10)$ 。这主要是考虑到市场可能会提前得知消息并作出回应，因此较短的窗口期不足以全面反映市场动态；然而若窗口期过长，可能受到其他因素影响导致研究准确度下降。另外，对于非交易时段的事件日，取其停牌前最后一个工作日为事件日。同时，为方便估算，我们选择事件日前 120 个交易日内的时间段为估计期，区间为 $[-120, -11]$ 。在此期间，我们利用收盘价和深证成指收盘指数计算出股票日收益率 R_{it} 和市场日收益率 R_{mt} ，得出他们之间的回归关系。

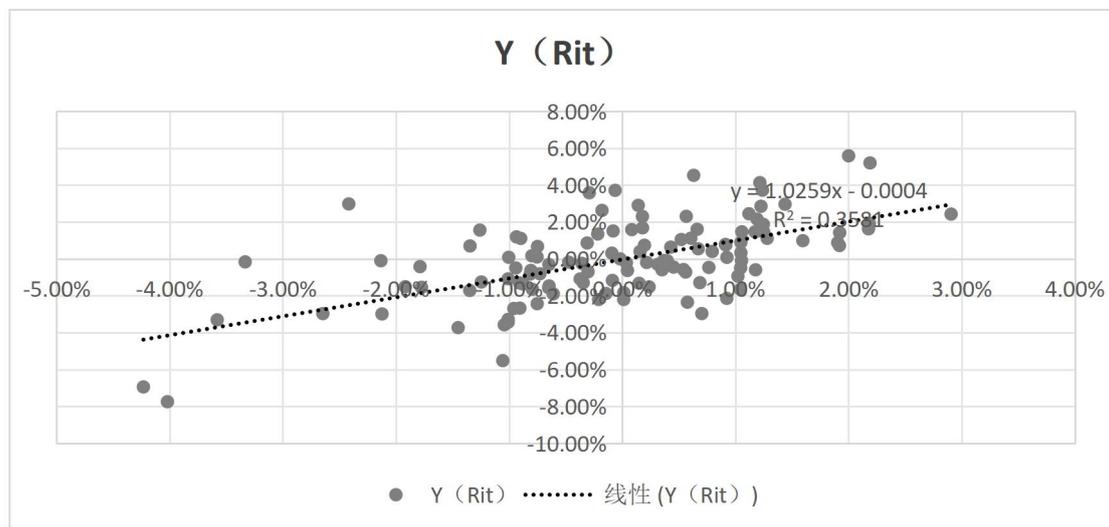


图 4.19 东北制药个股收益率和市场收益率的回归散点图

来源：根据 CSMAR 数据库计算绘制

利用图 4.19 所得的线性回归关系，基于修正后的资本成本定价模型计算获得窗口期的预期日收益率，进而得到窗口期的超额收益率 AR 以及累计超额收益

率 CAR，如下表 4.6 所示。

表 4.6 事件窗口前后 10 天的 AR 和 CAR 数值

	异常收益率 (AR)	累计收益率 (CAR)
t=-10	-1.62%	-1.62%
t=-9	2.99%	1.37%
t=-8	0.44%	1.82%
t=-7	5.50%	7.32%
t=-6	-0.58%	6.73%
t=-5	2.16%	8.89%
t=-4	1.34%	10.23%
t=-3	1.22%	11.44%
t=-2	-0.51%	10.93%
t=-1	-1.21%	9.72%
t=0	-1.09%	8.63%
t=1	3.16%	11.79%
t=2	-0.88%	10.91%
t=3	-0.88%	10.03%
t=4	0.34%	10.37%
t=5	0.49%	10.85%
t=6	-0.45%	10.41%
t=7	2.22%	12.63%
t=8	0.52%	13.15%
t=9	-4.13%	9.03%
t=10	0.28%	9.31%

数据来源：自行计算

东北制药混改引入战略投资者事件对其股票市场影响甚微。事件当天深证指数浮动明显，公司股票当日收益骤减，相较前一日（t=-1）以及市场日均收益相

差较大。在事件第二日，该股股价略有攀升，之后却又持续下滑。以上数据表明，混改对公司股价产生了显著的提振效应，但总体来说，波动幅度较大表明这种积极影响只是暂时性的。

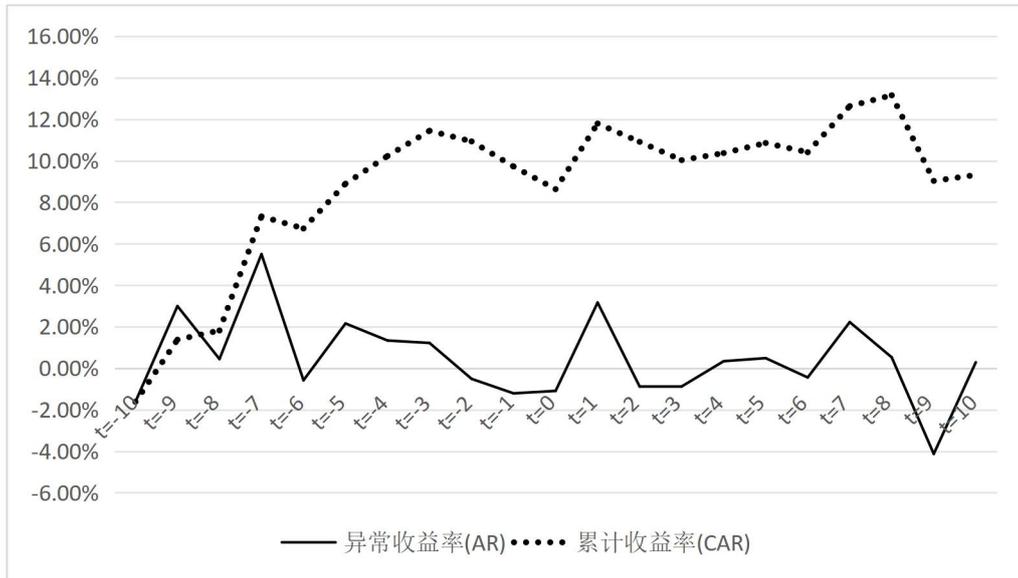


图 4.20 东北制药混合所有制改革短期市场的反应

数据来源：根据 CSMAR 数据库数据计算绘制

根据图 4.20 所示，东北制药在混改进程中的超额收益以及累计超额收益均有较大波动性，走势几乎保持一致。尽管混改方案推动了累计超额收益的上升趋势，但指标在混改计划出台之前已经有所改善，因此混改为股票市场带来的积极影响相当有限。这主要源于东北制药在混改之前的管理体制僵硬且营收不佳，再加上混改方案的定向增发过程较为漫长，难以吸引投资者的长期关注。

b.托宾 Q 值指标分析

托宾 Q 值是资产市场价值与重置价值之比，可用来衡量其市场定价是否过高或过低。它反映出市场上对该公司盈利能力和投资价值的判断。

分析图 4.21 可知，因为国企运营管理模式过时和利润下滑，导致东北制药的托宾 Q 值低于行业均值，然而整体仍高于 1 的常规标准。由此可见，公司的市值仍具较高价值。具体来说，东北制药的托宾 Q 值稳定徘徊于 1.2 附近，反映出混合所有制改革对其市场价值的实质性影响并不显著。

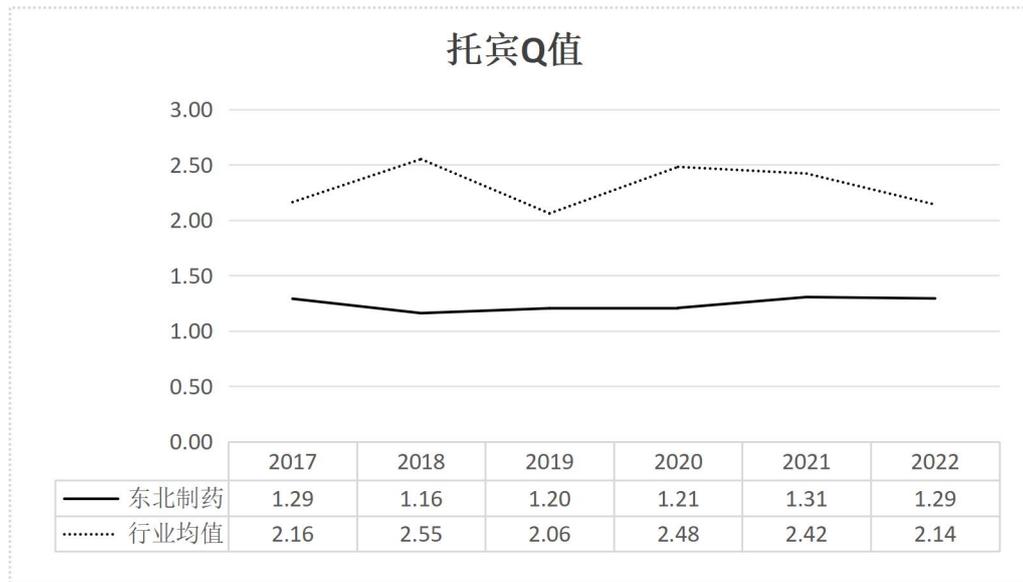


图 4.21 东北制药与行业托宾 Q 值分析

数据来源：东北制药与 CSMAR 数据库自行整理

（2）竞争能力

竞争能力即企业独有的优势使其在竞争中脱颖而出，如生产成本较低、技术工艺领先或消费者对其品牌信赖度高。据此，本文选取营业收入及产品市场占有率作为评估竞争能力的指标因其便于量化并直观反映企业在医药市场的地位。

据图 4.22 显示，混改前，尽管东北制药营业收入持续上升，但总体仍处于较低水平，最高不过 56.76 亿人民币，显示出传统营销模式在当前竞争环境下的局限性，限制其市场份额及盈利能力。然而，混改以来，东北制药开展了一系列改革创新，包括重新构建营销架构及加大市场推广力度，产品市场占有率明显提升。这表明企业在医药市场的地位得到巩固，有力提升了自身竞争力。在 2018 年，东北制药营收成功突破 70 亿，同比增长 24%。且自此之后，除 2020 年因疫情影响稍减之外，公司连续三年业绩稳定上扬，皆维持在 73 亿人民币以上，大大超越混改前的高峰期。尤其是从 2020 年到 2022 年，公司营业收入均实现稳步增长，其中，2022 年营业收入更创近八年来最好成绩。同时，公司市场占有率的变化大致与营业收入变化趋同。这一现象表明，经历了混合所有制改革，公司在医药市场保持着强劲的竞争力。



图 4.22 东北制药 2015—2022 年营业收入以及产品市场占有率

数据来源：CSMAR 数据库

（3）员工满意度

在混合所有制改革之前，东北制药面临诸多挑战，其中包括：未能依据市场需求调整经营策略；历史遗留问题导致经营不善，员工福利待遇低下；薪酬制度无法体现员工价值，且难以及时支付薪资。此种状况使得部分员工寻求兼职工作，从而影响其工作积极性并削弱了员工的责任感。然而，东北制药的混合所有制改革后呈现了巨大转变。借鉴方大集团的成功经验，东北制药实施全面的市场化改革，原先的国企大锅饭式薪资体系被摒弃，转为以岗位目标为核心的绩效考核准则。此外，公司调整了行政化提拔机制，转而采用市场化、动态化的选拔方式。在此过程中，公司给予了员工切实可见的福利改善。在方大集团的帮助下，公司设置了多元化福利，提升了员工的幸福感与向心力。这些举措有效地提高了员工的工作满意度和归属感，成功地激发了员工的工作热情，提高了工作效率，为公司的长期稳定发展奠定了坚实的基础。

（4）社会责任

面对困难时期，企业应挺身而出，以自身行动践行社会责任与大爱精神。2019年，新冠疫情袭来，各企业凭借责任感采取各项措施，积极助力抗疫工作。东北制药便是其中的佼佼者，以其坚定的社会责任感和实际行动，为抗击疫情和抢险救灾贡献了自己的力量。

疫情初期，东北制药迅速响应，果断承担起社会责任。向抗疫前线捐赠维生素 C 咀嚼片等救援物资，并紧急购置医用防护服及大量口罩，为医护人员提供有力防护支持。同时，东北制药积极投身抢险救灾工作，2020 年度对外捐赠总额高达 6,732.35 万元。随着疫情的持续和自然灾害的频发，2021 年，无论是河南的洪涝灾害还是山西的特大暴雨，东北制药都第一时间向灾区捐赠了急需的药品和物资，用实际行动诠释了企业所承担的社会责任。据统计，用于河南省、山西省的防汛救灾金额累计达到了 1604.76 万元。并且战略投资者辽宁方大的加入为东北制药的社会责任履行注入了新的动力。辽宁方大倾力抗击疫情与灾情，捐款捐物、派遣医疗团队至防疫前线展示其强大的社会责任感及担当。通过辽宁方大的示范作用，东北制药更加关注社会发展，积极尽其所能回馈社会，以实践彰显新时期企业的责任担当。这种社会责任感的增强不仅提升了公司的潜在发展能力，也为社会和谐稳定作出了积极贡献。

4.4 本章小结

本章节首先对东北制药的“混资本”及“改机制”路径产生的效果进行深入剖析，随后从财务绩效及非财务绩效维度全面评估混改的效果。总的来说，混改后的东北制药明显改善了业绩，展现了积极向上的发展势头。在混改前，企业因创新动力不足、管理体制陈旧而陷入长期亏损，利润波动较大。随着改革推进，东北制药的改革效果也逐渐显现出来：

(1) 混改后，东北制药形成了由国有资本、民营资本和社会资本共同持有股份的多元化股权架构，成功将行政化体制转向市场化体制，体现了国有资本与民营资本资源互补优势。辽宁方大成为东北制药的控股股东，不但大大降低了国有资本比重，还促进了投资主体间互相制约，从而推动了完善的公司治理体系。

(2) 在财务绩效方面，通过对东北制药混改后盈利能力、偿债能力、运营能力、发展潜力等各方面的分析，运营能力和偿债能力相对稳定，但盈利能力的提升和市场份额的扩大直观明显；此外，偿债能力同样得到改进，有助于优化企业资本结构，减轻高负债压力，为企业发展作出了重大贡献。

(3) 非财务绩效部分，混合所有制改革后，市场对东北制药本次混改持乐观态度。在医药生物板块整体下滑之际，东北制药通过混改大幅提振了股价，实

现了资产增值。东北制药在诸如竞争力、社会贡献等方面都有所提升，可以看出，这种变革对于企业效益的改善确实有着积极而明显的影响。

辽宁方大集团实业有限公司以其成熟、畅达、高效的管理、商业和创效模式，极大激发了企业活力，引领东北制药步入全新的市场化发展道路。

5 东北制药混合所有制改革过程中存在的问题及对策建议

5.1 存在的问题

由上文分析可知,东北制药通过引进战略投资者实施混合所有制改革效果显著,但短期效益突出,长期潜力未充分释放,部分财务数据显示效果提升与创新能力提升仍显不足。因此,接下来的部分将重点探讨本次引入战略投资者混改存在的不足。

5.1.1 资源整合功能未充分发挥

医保体制改革推动医药产业转型,树立新的市场格局。在此背景下,东北制药的混合所有制改革尤为关键。引进战略投资者有助于公司获得充裕资金,投向新领域研究及开发,从而提升竞争力。然而,分析结果显示,尽管该公司在混改后不断加强研发,但其主营业务构成与核心竞争力依旧未现显著变化。这表明公司在管理战略投资者带来的直接资金过程中存在问题,尚未实现资源的高效整合以及协同作用的充分发挥。另外,辽宁方大作为东北制药的战略投资者,其主业中虽然包含医药板块,但公司为了扩大投资和多元化发展业务,还参与了其他非医药主业的企业的投资。这种多元化的投资策略可能会分散公司的精力和资源,对东北制药的医药业务发展产生一定的影响。

5.1.2 员工激励措施有待优化

企业在混改过程中不仅要关注高层管理人员的薪酬激励制度,还需要充分考虑到其他员工的薪酬福利,确保整个员工队伍都能得到合理的激励。东北制药在混改后虽然对高管薪酬进行了调整,并实施了中高层员工持股方案,但普通员工的薪酬福利过低确实可能带来一系列问题。普通员工薪酬福利的不足,有可能导致员工工作热情的降低,进而对企业运行效率造成不良影响。这种情况也可能成为东北制药公司在研发方面人才众多却效率较低的原因之一,因为研发人员的薪资水平低下,无法激发其工作积极性,从而影响企业的研发效率。研发是医药行业的核心竞争力之一,如果研发人员不能全身心投入创新工作,那么企业的长期

发展也会受到制约。

5.1.3 研发效率不足

经过深入分析发现，辽宁方大和东北制药公司均已意识到创新的重要性，并且清楚创新对企业发展所产生的决定性影响。同时，在行业内两者也拥有相对较高比例的研发团队。然而，二者的研发效果还存在相应问题，其根源可能在于薪资激励制度未能激发研发人员的工作热情；此外，研发投入不足也是重要原因之一，因为东北制药在创新研发方面未能够获得必要的经费，如技术学习、审批试验等环节的支持，从而影响了研发进程。为了寻找新的利润来源并增强核心竞争力，加大创新投资至关重要。

5.2 对策建议

在引入辽宁方大作为东北制药的战略投资者后，进一步促进了该公司的全面发展，并确保了混合所有制改革效应在未来的长期发展中持续发挥积极的导向作用。为取得更优异的成效，仍需重点关注以下几个方面的改革举措。

5.2.1 提高股权多元化和整合效应

东北制药在混改过程中，通过引入战略投资者辽宁方大，确实取得了一定的成效。尽管辽宁方大和东北制药均涉足医药领域，但辽宁方大主要还是着力于钢铁和碳素行业。首先，东北制药可继续寻找同行业战略投资者，以丰富股权架构并优化股东资源配置。这样可以使得企业获取更多的资源及资金支持，同时实现与同行在产品创新、市场定位以及人才引进等方面的优势互补。东北制药凭借其在管理层面的敏锐洞察力，有望扩大市场占有率、提高产品竞争力。

其次，在多元化产业链布局优势下，东北制药可以充分拓展业务至药材种植及药品销售。通过把握供应链上游并探索市场前沿，从而丰富产业链并增强抵抗风险的能力，助力企业提高议价权，进一步提升盈利。在并购或参股医药制造商时，需注重市场与财务分析，追求高获益，降低交易成本。强化资源整合可提升资产产出效率，从而抵御资产贬值对公司成长造成的阻力。

此外，可以利用辽宁方大资源拓展战略领域并提高品牌认知度，以期有效提升医疗品牌的市场价值。通过共同发展和推广，可以提高东北制药的品牌知名度和市场影响力，从而吸引更多的客户和合作伙伴。

辽宁方大在医药板块的发展规划显示出了其对未来的雄心壮志。东北制药可以借此机会，与辽宁方大紧密合作，共同推进医药大健康产业链的建设。通过发挥各自的优势，实现资源共享和协同发展。

5.2.2 落实薪酬激励制度

东北制药在完善市场化的薪酬激励制度方面，可以采取一系列措施来构建一个更科学有效的综合薪酬考核体系，以提高各类员工的工作积极性，促进企业价值的最大化实现。

首先，健全不同层级及年限设定的激励制度，参照现行涨薪策略，确保薪酬体系充分反映职员岗位与工作价值差异。通过合理划分薪酬层次，根据员工的职务、岗位、技能等因素设定不同的薪酬水平，使员工的薪酬与其贡献和绩效相匹配。同时，考虑员工在公司的服务年限，对长期服务的员工给予适当的薪酬回报，以激励员工长期稳定发展。其次，允许企业内存在适当的薪资差异，同时确保薪资总额在可控成本范围内，确保薪酬有一定的灵活度且具有激励效果。这种差异可以基于员工的工作表现、能力水平、市场价值等因素进行设定，以激发员工的竞争意识和进取心。此外，企业可将高管、研发及普通员工纳入增资范围内，使各级别员工均有薪酬提升之机。增资策略有助于激励员工，提升其满意度与忠诚度。在实施股权激励计划中，可以采取长期激励的方法，如股票期权、员工持股计划等，以避免短期投机行为的存在。通过员工持股，可以让员工更加关注企业的长期发展，增强他们的归属感和责任感。最后，东北制药可以采用与公司经济效益相挂钩的薪酬考核制度，根据公司的业绩和员工的表现来设定薪酬水平。

5.2.3 加大研发投入

东北制药需在提高创新研发能力上增加研发投入以提升研发效率。创新研发能力是医药行业的核心竞争力，对于企业的长期发展至关重要。唯有抢占先机，

掌握主导权，才能开拓多元市场，发掘潜在盈利领域，同时强化企业的核心竞争力。作为拥有庞大科研团队的东北制药，资金投入是其中至关重要的环节。为此，公司积极寻求多元化的资本筹措途径，例如与具备雄厚资本底蕴的战略合作伙伴如辽宁方大建立深度合作关系，以此实现跨行业研发资源的整合与协作。同时，东北制药还应积极借鉴全球领先科技，不断引进和吸收新的科技成果，打造核心的竞争优势。通过持续的技术创新和产品优化，有效提升对市场波动的抵御力，确保收益的稳定性和持久性。

此外，东北制药在充分发挥其专业研发团队潜能的过程中，企业还应建立更加完善的人才激励机制，为研发人员提供更好的职业发展机会和福利待遇，激发他们的创新热情和工作积极性。通过构建高效的研发团队，可以为企业研发新产品、优化产品结构、提高核心竞争力提供有力支持。

6 结论与不足

6.1 结论

本文在广泛研读并深入剖析国内外相关文献的基础上，以分权控制、委托代理、利益相关理论作为分析基础，探究东北制药引入辽宁方大的动因、路径，并从中对东北制药进行混改的效果进行分析，发现在进行混合所有制改革后，东北制药的整体绩效得到了提升，对企业的经营有促进作用，并提升了综合竞争力，进而得出如下结论：

(1) 东北制药采取定向增发引入战略投资者的动因包括内部和外部两个层面，外部动因为：与国家产业政策导向相契合，可以利用外部资本力量实现企业的振兴和战略转型，尤其在竞争激烈的医药行业；内部动因为：解决制约企业发展的结构性难题，通过调整和优化资本结构，满足企业运营所需的流动资金需求，从而推动企业稳健前行。

(2) 东北制药通过“混资本”和“改机制”两条路径，引入民营资本持股，并对股权结构进行重新划分。通过迅速整合互补合作方资源，并构建高效协同的治理机制，进而规范混合所有制企业的管理体制。

(3) 对东北制药混合所有制改革效果进行分析：通过“混资本”路径，优化公司的股权结构，并为企业带来优秀异质资源，促进企业发展壮大；通过“改机制”路径，完善董事会与监事会机制使得公司治理效率得以提高，在实施激励机制后更是提高了企业的研发创新能力。就财务绩效与非财务绩效而言，东北制药混改后优化了资本结构，提升了偿债能力。盈利能力也增强，企业的营运与发展能力均有提高。基于非财务绩效的视角，公司革新营销模式，竞争能力显著增强，并对分配机制和用人机制进行了市场化改革，提高员工满意度。同时，随着辽宁方大的加入，东北制药的企业社会责任意识亦显著提升，展现出积极履行社会责任的良好姿态。就市场反应而言，运用事件研究法对东北制药向战略投资者定向增发这一事件进行深入分析后，结果显示：事件发生次日，东北制药的超额收益率与累计超额收益率呈现出显著上扬态势。这一异常变化显然超出了市场常规股价波动的范畴，揭示出投资者对该定向增发行动持有积极乐观的市场预期。

然而，值得注意的是，这种积极态势并未得以持久延续。事实上，东北制药仅仅在短期内享受到微幅的超额收益，未能将此利好效应转化为长期稳定的市场价值提升。

总的来说，辽宁方大的加入给东北制药带来了资金援助，有效减轻了公司财务负担，提高了盈利能力并增强了市场竞争力，为该公司实现可持续健康成长打下了牢固基础。然而，我们仍需密切关注混改过程中的问题，利用股权多元化及整合效应，完善薪酬激励机制，加大研发投入等方法，以期实现混改利益的最大化。

6.2 不足

本文采用案例研究法，对东北制药混合所有制改革进行研究。由于其内部资料无法获取，主要利用上市公司年报、对外公告、CSMAR 数据库的资料进行分析，存在一定的局限性。在混合所有制改革进程中，东北制药旗下各层级子公司的具体混改实施方案及其效益提升状况，由于涉及众多细节与复杂因素，难以在此进行全面详述。另外，混改作为一种深层次的体制变革，其对企业的长远影响与成效，必然需要经历一定时间周期的观察与验证，才能得到充分展现与准确评估。

参考文献

- [1] Anup Agrawal, Tommy Cooper. Accounting Scandals in IPO Firms: Do Underwriters and VCs Help?[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2010, 19(4): 1117-1181.
- [2] Bierly Paul E., Damanpour Fariborz, Santoro Michael D. The Application of External Knowledge: Organizational Conditions for Exploration and Exploitation[J]. Journal of Management Studies, 2009, 46(3): 481-509.
- [3] Ding Y., Zhang H., Zhang J. The Financial and Operating Performance of Chinese Family-Owned Listed Firms[J]. MIR: Management International Review, 2008, 48(3): 297-318.
- [4] Fuad Rakhman. Can partially privatized SOEs outperform fully private firms? Evidence from Indonesia[J]. Research in International Business and Finance, 2018, 45(10): 285-292.
- [5] J. Szymaszal, B. Gajdzik. The Use of Some Forecasting Methods and SWOT Analysis in the Selected Processes of Foundry[J]. Archives of Foundry Engineering, 2017, 17(4): 111-116.
- [6] Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [7] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. North-Holland, 1976, 3(4).
- [8] Nufazil Altaf. Economic value added or earnings: What explains market value in Indian firms?[J]. Future Business Journal, 2016, 2(2): 34-57.
- [9] Paul J. Di Maggio, Walter W. Powell. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields[J]. American Sociological Review, 1983, 48(2).
- [10] Shleifer, Andrei and Robert Vishny. Politicians and Firms[J]. Journal of Economics, 1994, 34(12): 194-196.

- [11] 曾富全, 陈先彬. 国企混改能否抑制真实盈余管理行为——来自我国A股混合所有制企业的初步证据[J]. 会计之友, 2020, No. 635(11):144-152
- [12] 陈明镜. 混合所有制改革对国有企业综合绩效影响研究[D]. 东北电力大学, 2019.
- [13] 陈默. 国有企业引入民营资本公司治理问题研究[D]. 北京交通大学, 2017.
- [14] 陈瑶, 余渡. 控制链混合所有制改革的经济后果研究——基于企业治理与效率的视角[J]. 经济管理, 2022, 44(08):40-59.
- [15] 陈祖英, 沈璐. 国企混合所有制改革对金融资产配置的影响[J]. 华东经济管理, 2020, 34(08):113-119
- [16] 邸丛枝, 庞晴, 张梅. “引入战略投资者+整体借壳上市”两阶段混改的路径与效果研究——以中粮资本为例[J]. 财会通讯, 2022, No. 890(06):104-109+115.
- [17] 樊纲. 论体制转轨的动态过程——非国有部门的成长与国有部门的改革[J]. 经济研究, 2000(01):11-21+61-79.
- [18] 付翠英, 葛宝东. 国企混改基础及公司治理机制[J]. 北京航空航天大学学报(社会科学版), 2022, 35(06):102-111.
- [19] 巩娜. 国有企业深化改革的主要实践模式与完善对策[J]. 经济纵横, 2018, No. 393(08):80-88.
- [20] 郝颖. 国有企业混合所有制改革:逻辑溯源、演化路径与实践启示[J]. 财会通讯, 2022, No. 902(18):3-8+23.
- [21] 何自力. 发展混合所有制经济要坚持社会主义方向[J]. 山东社会科学, 2014, No. 231(11):23-26.
- [22] 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.
- [23] 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.
- [24] 简新华. “所有制中性”是市场经济规律还是谬论?[J]. 上海经济研究, 2019, No. 368(05):5-10.

- [25] 蒋海曦,田永.用《资本论》研究成果推进我国全面深化改革——全国高等财经院校《资本论》研究会第31届年会综述[J].经济纵横,2014, No. 347(10):122-124.
- [26] 李佳霖,罗进辉.混合所有制改革与国企董事会多样性[J].财会月刊,2022, No. 939(23):19-31.
- [27] 李明敏,李秉祥,惠祥.异质股东控制权配置对企业混改绩效的影响——基于股东资源与治理结构双视角[J].预测,2020, 39(01):26-34.
- [28] 李维安.CEO公司治理[M].北京:北京大学出版社,2011.
- [29] 李维安.公司治理学(第二版)[M].北京:高等教育出版社,2009:33
- [30] 李小斌.“二次混改”后的公司治理结构与绩效变化——基于国有控股上市公司的实证研究[J].南方金融,2018, No. 501(05):27-37.
- [31] 李芊霖,王世权,汪炫彤.国有企业改革中企业家如何提升员工活力——东北制药魏海军“和合共生”管理之道[J].管理学报,2021, 18(07):949-958.
- [32] 林艳,李梦媛,李炜.战略投资者及其控制权配置与国企混改绩效——基于股权结构和治理结构双视角[J].财会通讯,2021, No. 881(21):65-69.
- [33] 刘汉民,齐宇,解晓晴.股权和控制权配置:从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究[J].经济研究,2018, 53(05):175-189.
- [34] 柳学信,苗宁柠.国有企业绩效评价40年的回顾与展望[J].会计之友,2018, No. 600(24):154-159.
- [35] 卢昌崇.公司治理机构及新、老三会关系论[J].经济研究,1994(11):10-17.
- [36] 卢俊.推进混合所有制深化国有企业改革[J].宏观经济管理,2014, No. 369(09):18-20+24.
- [37] 鲁富仓.国有企业混合所有制改革的财务绩效研究——基于引入战略投资者视角[J].财务管理研究,2022, No. 33(06):43-47.
- [38] 罗良文,梁圣蓉.供给侧改革背景下国有企业混合所有制改革的理论逻辑与实践路径[J].湖南社会科学,2016, No. 176(04):120-124.
- [39] 穆林娟,杨扬.国企混合所有制改革中的股权结构安排问题——以中航油与泽胜集团为例[J].财务与会计,2015, No. 486(06):26-27.

- [40] 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, No. 289(10): 8-19.
- [41] 乔惠波. 混合所有制企业公司治理研究[J]. 经济体制改革, 2017, No. 205(04): 102-108.
- [42] 沈昊, 杨梅英. 国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析[J]. 管理世界, 2019, 35(04): 171-182.
- [43] 汤吉军, 张智远. 国有企业双重目标下发展混合所有制研究[J]. 经济体制改革, 2018, No. 212(05): 113-118.
- [44] 佟健, 宋小宁. 混合所有制改革与国有企业治理[J]. 广东财经大学学报, 2016, 31(01): 45-51.
- [45] 汪蕾, 贾颖. 民资介入下企业混合所有制改革效果研究——以山西汾酒为例[J]. 财会通讯, 2022(04): 97-102.
- [46] 王春燕, 褚心, 朱磊. 非国有股东治理对国企创新的影响研究——基于混合所有制改革的证据[J]. 证券市场导报, 2020, No. 340(11): 23-32.
- [47] 王德发, 王雪松. “同向发力” 国企混改协同效应研究——以武汉控股公司为例[J]. 财会通讯, 2023, No. 910(02): 102-108+144.
- [48] 王东京. 国企改革攻坚的路径选择与操作思路[J]. 管理世界, 2019, 35(02): 1-6.
- [49] 王曙光, 王子宇. 股权结构、企业绩效与国企混改——基于A股上市国有企业的实证研究[J]. 新视野, 2018, No. 210(06): 47-54.
- [50] 王曙光, 徐余江. 混合所有制经济与深化国有企业改革[J]. 新视野, 2016, No. 195(03): 17-23.
- [51] 王婷, 李政. 党的十八届三中全会以来国有企业混合所有制改革研究进展与述评[J]. 政治经济学评论, 2020, 11(06): 116-145.
- [52] 王玮, 梁诗, 何红玲等. 国企混改与双元创新——基于股权多样性视角[J]. 华东经济管理, 2021, 35(09): 11-20.
- [53] 王欣. 公司治理的多元演变与深化路径: “十三五”回顾与“十四五”展望[J]. 财贸研究, 2021, 32(02): 102-110.

- [54] 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.
- [55] 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.
- [56] 吴敬琏. 建立有效的公司治理结构[J]. 天津社会科学, 1996(01): 16-18.
- [57] 吴熙君, 彭天. 混合所有制改革后股权多元化企业监督案例剖析与对策建议[J]. 财务与会计, 2022, No. 659(11): 36-38.
- [58] 夏宁, 赵嘉衡, 赵来方. 协同共生式混改驱动国企增效——中国联通国企混合所有制改革案例研究[J]. 会计之友, 2023, No. 704(08): 133-140.
- [59] 薛有志, 西贝天雨. 公司治理视角下企业社会责任行为的制度化探索[J]. 南开学报(哲学社会科学版), 2022, No. 286(02): 183-192.
- [60] 严汉民, 陈阳雯. 国企混合所有制改革效应和影响机制研究[J]. 会计之友, 2019(13): 150-156.
- [61] 杨帆, 边菲. 混改企业引入战略投资者的路径及效果分析[J]. 经营管理者, 2023, No. 592(02): 94-95.
- [62] 杨红英, 童露. 论混合所有制改革下的国有企业公司治理[J]. 宏观经济研究, 2015, No. 194(01): 42-51.
- [63] 原诗萌. 东北制药: 干字当头抬起龙头 管理变革脱困图强[J]. 国资报告, 2018(08): 64-66.
- [64] 张斌, 嵇凤珠. 股权制衡与混合所有制改革: 基于特质信息释放效率的视角[J]. 江海学刊, 2014, No. 294(06): 92-96+238-239.
- [65] 张斌, 武常岐, 谢佩洪. 国有股东与战略投资者如何“混”与“合”? ——基于中国联通与云南白药的双案例研究[J]. 管理世界, 2022, 38(10): 174-195.
- [66] 张非非, 石庆伟. 探秘东北制药混改: 全面激活内生动力[N]. 经济参考报, 2019-08-12(006).
- [67] 张晖明, 张陶. 国有企业改革再出发: 从“分类”到“分层”[J]. 学术月刊, 2019, 51(01): 59-67.

- [68] 张军. 国企混合所有制改革中投资者选择的风险控制[J]. 财务与会计, 2017(13):65-66.
- [69] 张维迎. 产权、激励与公司治理[M]. 北京:经济科学出版社, 2005:1-2
- [70] 张维迎. 所有制、治理结构及委托—代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点[J]. 经济研究, 1996(09):3-15+53.
- [71] 郑红亮. 公司治理理论与中国国有企业改革[J]. 经济研究, 1998(10):21-28.
- [72] 郑志刚. 国企混改的逻辑、路径与实现模式选择[J]. 中国经济报告, 2020(01):54-67.
- [73] 周少燕, 王秀. “十四五”时期深化国企混合所有制改革的核心任务、难点与突破思路[J]. 财会通讯, 2021, No. 876(16):7-12.
- [74] 周绍妮, 张颖, 王中超. 国企混改与目标实现——基于董事会效率的中介效应研究[J]. 财会通讯, 2021, No. 867(07):81-85.
- [75] 朱红军, 汪辉. “股权制衡”可以改善公司治理吗?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J]. 管理世界, 2004(10):114-123+140-156.

致 谢

二十载求学路将尽，三载悠悠，研途漫漫，始于桑落，终于夏荷。在这三年的校园生活中，我收获颇多。不仅学到了宝贵的知识，还遇到了许多良师益友，帮助我成长，让我遇见更好的自己。

涓涓师恩，铭记于心，感谢我的导师董成老师给予我生活和学习上的帮助。本篇论文从选题到定题，从撰写初稿、不断修改到定稿，董老师都一直用最严谨的治学精神对我的论文进行指导、提供帮助。感谢董老师对我论文给出的意见，给予我写作思路上的指导，让我明白论文存在的问题以及修改的方向，从而能完成毕业论文的写作。在这里由衷地向董老师说一声谢谢！

春晖寸草，难以回报。在这近 20 年的求学生活中，我的父母为我提供了最好的学习条件，肯定我的每一次进步，也是他们教会我在人生中要学会去对自己负责，学会对他人感恩，未来的日子我也希望能不负父母的期望，好好过好自己的生活，也望父母身体健康，一家人陪伴常在。

相会是缘，同行是乐，共事是福。感谢这一路上的朋友们，我们共同走过了这段时光，谢谢你们对我的体谅、包容和照顾。

毕业在即，希望各位老师在未来的日子里身体健康，万事胜意，曾经一起携手走过的朋友们今后的事业生活都能一切顺利。风有起止，人有聚散，关关难过关关过，前路漫漫亦灿灿，努力生活，不负遇见！