

分类号 F23/1098
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 徐工机械混合所有制改革的绩效研究

研究生姓名: 王娟娟

指导教师姓名、职称: 曹剑峰 副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

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： 王焯焯 签字日期： 2024.06.01

导师签名： 曹峰 签字日期： 2024.06.01

导师(校外)签名： 李和庆 签字日期： 2024.06.01

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： 王焯焯 签字日期： 2024.06.01

导师签名： 曹峰 签字日期： 2024.06.01

导师(校外)签名： 李和庆 签字日期： 2024.06.01

Research on Corporate Governance of Southeast Asian Corporations

Candidate : Wang Juan Juan

Supervisor: Cao Jian Feng

摘要

习近平总书记在二十届三中全会上提出,我国的经济已经由高速发展进入到高质量发展的新时期。然而,我国的央企国企作为促进国民经济发展的骨干企业,存在股权结构单一,监督和激励机制失效,资产运营效率低下等问题。对此,政府陆续出台一系列国企混改的指导意见,为持续规范、高效推进混合所有制改革奠定基础。

基于以上背景,本文选择双百行动改革试点之一的徐工机械作为案例对象展开研究,采用案例分析法,对徐工机械混改情况进行介绍,首先根据内外环境状况探析此次混改背后的动因,对徐工机械混改的过程进行梳理,总结徐工机械混改的路径。其次,通过对徐工机械与同行企业之间的 EVA 横、纵向对比分析以及传统财务指标横、纵向对比分析,探究混改对企业财务绩效的影响。结合案例对公司治理层面、员工层面和市场层面的非财务绩效与混改的关系进行分析阐述。最后梳理总结上述分析成果,并站在企业和政府的角度提出相关建议。

经过研究,本文明确了此次混改对绩效的影响。一是混改对财务绩效的影响:通过混改,获得新的资金注入,引入新的战略、机制等资源,支撑公司技术创新和国际化战略落地,研发投入大量增加,国际化市场得到拓展,境外收入增五成,出口占有率提升,进而提升徐工机械的偿债能力、盈利能力和发展能力,对于徐工机械的营运能力未发现显著影响。二是混改非财务绩效的影响:通过混改引入多家战略投资者,优化股权结构,提升公司治理效率;员工持股平台的建立实现激励机制的完善与补充;通过混改,巩固拓展产业链,增加市场竞争力,提高业务的可持续性和稳定性。

关键词: 混合所有制改革 财务绩效 非财务绩效 徐工机械

Abstract

At the Third Plenary Session of the 19th Central Committee, General Secretary Xi Jinping proposed that China's economy has entered a new period of high-quality development from high-speed development. However, China's centralized state-owned enterprises (SOEs), as the backbone enterprises promoting the development of the national economy, suffer from problems such as a single shareholding structure, ineffective supervision and incentive mechanisms, and inefficient operation of assets. In response, the government has successively issued a series of guiding opinions on the mixed reform of SOEs, which have set a clear tone for the continuous standardization and efficient promotion of mixed ownership reform.

Based on the above background, this paper chooses XCMG Machinery, one of the pilot reforms of the Double Hundred Actions, as the case object to carry out the research, and adopts the case study method to introduce the mixed reform situation of XCMG Machinery. Firstly, it explores the motivation behind the mixed reform based on the internal and external environmental conditions, and combs through the process of XCMG Machinery's mixed reform to summarize the path of XCMG Machinery's mixed reform. Secondly, it explores the relationship between XCMG's financial performance changes and the mixing reform by analyzing the horizontal and vertical comparison of XCMG's EVA as

well as the horizontal and vertical comparison of traditional financial indicators. Combined with the case study, the relationship between non-financial performance at the corporate governance level, employee level and market level and the mixed reform is analyzed and elaborated. Finally, we summarize the results of the above analysis and put forward relevant suggestions from the perspective of enterprises and the government.

After research, this paper clarifies the impact of this mixed reform on performance. First, the impact of the mixing reform on financial performance: through the mixing reform, new capital injection is obtained, new strategies, mechanisms and other resources are introduced to support the company's technological innovation and internationalization strategy, the R&D investment is increased substantially, the international market is expanded, the overseas revenue is increased by 50%, the export share is increased, which in turn improves XCMG Machinery's solvency, profitability and development ability, and no significant effect is found on the operating ability of XCMG Machinery. Significant impact on the operating capacity of XCMG machinery. Secondly, the impact of non-financial performance of the mixed reform: through the mixed reform to introduce a number of strategic investors, optimize the shareholding structure and improve the efficiency of corporate governance; The establishment of the employee shareholding platform to

realize the improvement and supplementation of the incentive mechanism; Consolidate and expand the industrial chain, increase market competitiveness, and improve the sustainability and stability of business through the mixed reform.

The applicability of the findings is very limited due to the fact that this paper is centered on only one case study, as well as the impact of the objective economic environment. In addition, because of the late hybridization of XCMG machinery, the current performance of XCMG machinery may not be sufficient to objectively reflect the relationship with the hybridization, and further research is needed to study the medium- and long-term impact on corporate performance.

Keywords : Mixed ownership reform; Financial performance; Non-financial performance; XCMG Machinery

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 对混合所有制改革观点的相关研究	3
1.2.2 混合所有制改革的动因研究	4
1.2.3 混合所有制改革的路径研究	5
1.2.4 混合所有制改革的绩效研究	6
1.2.5 文献述评	8
1.3 研究内容和方法.....	8
1.3.1 研究内容	8
1.3.2 研究方法	9
2 相关概念及理论基础	10
2.1 相关概念.....	10
2.1.1 混合所有制	10
2.1.2 混合所有制改革	10
2.2 理论基础.....	10
2.2.1 利益相关者理论	10
2.2.2 股权结构理论	12
2.2.3 委托代理理论	13
2.2.4 公司治理理论	14
2.3 混合所有制改革对绩效的影响机理.....	15
3 徐工机械混合所有制改革实施情况	18
3.1 徐工机械混改背景.....	18
3.1.1 政策背景	18

3.1.2 行业背景	18
3.2 徐工机械概况	19
3.3 徐工机械混改动因分析	19
3.3.1 外部动因	19
3.3.2 内部动因	22
3.4 徐工机械混改路径分析	24
3.4.1 混改前徐工机械股权结构	24
3.4.2 混改的实施过程和路径	24
3.4.3 混改后徐工机械股权结构	26
4 徐工机械混合所有制改革实施绩效分析	28
4.1 基于 E V A 的财务绩效对比分析	28
4.2 基于传统财务指标的财务绩效对比分析	33
4.2.1 偿债能力对比分析	34
4.2.2 盈利能力对比分析	37
4.2.3 营运能力对比分析	41
4.2.4 发展能力对比分析	43
4.3 徐工机械混改的非财务绩效分析	47
4.3.1 员工层面	47
4.3.2 公司治理层面	49
4.3.3 市场层面	49
5 结论与建议	51
5.1 研究结论	51
5.2 研究建议	52
5.2.1 企业层面	52
5.2.2 政府层面	53
5.3 不足与展望	53
参考文献	55
致谢	61

1 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

习近平总书记在中共十九届中央经济工作会议上对经济发展历程进行了回顾和分析，并提出，我们的经济已经实现由高速发展向高质量发展的转变。而我国的央企国企始终是促进国民经济发展的骨干力量，为我们党和国家建设提供了坚实的材料和政治保障。随着我国的经济不断发展，国有企业却普遍存在国有企业资产运行低效、管理不当、所有者缺位、股权结构单一、监督与激励机制失效等弊端，在市场竞争道路上遇到了众多障碍，表现出体制机制不灵活、激励与市场化程度存在较大差距等问题，甚至出现“民进国退”的尴尬局面。民营企业的数量多年来保持持续增长，近年来，我国的民营企业不断增加，并且呈现出欣欣向荣的发展局面。为此，国有企业一直在持续推进着企业改革，并在改革的进程中，对公私资本的比例进行了一次又一次的试验，逐步摸索出一条符合我国国情的“国民共进”道路。因此，要大力发展我国的混合所有制，使国有资金和民营资金相互融合，取长补短，达到共同发展的目的。

2016年起，国务院先后发布了四批混合所有制改革试点名单，到目前为止，已经涵盖了160家混合所有制改革试点企业。目前在2020~2022年国企改革三年行动主体任务基本完成，多家试点企业陆续完成引入战略投资者、完善股权结构及改变管理制度等重要任务，成效显著，具有中国特色的现代企业制度正在逐步完善，向“世界一流企业”迈进了一大步。2023年初，中央企业负责人会议上国务院国资委党委书记张玉卓明确指出，要进一步巩固和深化国有企业改革三年行动的成效，积极筹划实施新一届国有企业改革的深化升级工程。这再一次向外部展示了国家对国有企业发展计划的政策安排，显示了目前国有企业混合所有制仍然是一个关乎国计民生的重要话题，并且目前正处于探索和试点总结阶段，研究其混改的路径和绩效问题具有理论和实践意义。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

我国是以公有制为主、多种所有制共同发展为主要内容的社会主义国家。随着我国国企适应社会和经济的发展，其承担的社会法律义务也在不断增加，在完全竞争市场中的产业优势逐渐减弱，经营管理工作的效果也逐渐下降。如何从广义上更好地促进我国经济的快速稳定发展，从而提高国企的“软力量”，是当前中国迫切需要解决的一个重大课题。目前进行的混合所有制改革，就是一种较好的处置与运用方法。由于中国现有的混合所有制与欧美等先进国家并无本质区别，因此，无论是在国内，还是在世界其他国家，基本没有可供参考借鉴的国家。由于当前各国基础状况的不同，中国绝大多数国企的混合所有制都还停留在测试与试验阶段，缺乏从理论到实际的实操环节。因此，本文对徐工集团混合所有制改革的动因、路径及财务效应的研究，有助于丰富国企混改的相关理论研究。

(2) 实践意义

对同行业国企进行混改具有示范和推动作用。工程机械行业在促进我国经济发展与国民经济的运行中起着重要作用，尤其在国家“一带一路”倡导下，市场基础建设大规模增加，对工程机械的需求量大幅度提高，给工程机械行业带来良好的发展契机，但工程机械行业尤其国有企业存在管理制度落后，激励机制不健全，技术创新能力不足等问题，阻碍了整个行业的生产力水平。徐工机械混改的成功实施对工程机械行业以及其他行业的国企混改能够起到示范与推动作用。

在国企改革不断深化的过程中，大量的非公有制资本进入国企，对促进我国经济发展、提高企业效益具有重要作用。而在国企中，各种资本之间的激励兼容以及控制权分配等问题，则涉及到国企的股权结构，以及这些股权的引入能否高效提升公司的价值。目前，混合所有制改革的重点在于，怎样最大程度地实现与民营企业的一体化，同时又不侵占他们的利益，让民营资本重新获得资金的活力，提升运营的效益。笔者通过对徐工机械混合所有制改革的途径与成果进行研究，探索徐工公司在混合所有制改革背景下的混合所有制改革模式，研究了通过混合所有制改革对企业产生的经济效益。检验这种混合所有制的做法，在于是否能够激发企业的生机，提高企业的绩效。为更多的国企开展混合所有制改革，促进国企改革纵向深向发展，实现公司治理结构的优化，提高社会效益和经济发展水平。

1.2 文献综述

1.2.1 对混合所有制改革观点的相关研究

(1) 国内相关研究

沈红波、张金清（2019）提出，将民营资本引进到国有企业的混改过程中，需要着重加强和推动国有企业的治理和人才、行政等方面的创新，健全中国的现代公司企业制度，进而提高国企的管理效率。蔡贵龙、郑国坚（2018）指出，在企业中非国企大股东持有的股份与代表董事、监督人和高级管理人员的比率保持正相关，非国有股东持股比例越高，其显著性越强，即政府放权的意愿对国企混合所有制改革具有重要影响。沈昊和杨梅英（2019）通过研究，认为非上市公司小股东的出资方式与投资时机对企业的经营管理模式、投资绩效等均具有重要的影响，但事实上，职工持股机制的引进对于完善公司整体的治理结构并没有产生显著的促进效果。张孝梅（2016）提出，要对企业的法律法规和管理制度进一步完善，要构建一个完善的员工的激励和约束制度，形成一个由上级政府、企业管理层以及企业内部所有的员工共同构成的三方系统和参与系统，并且要以有利于培养一个人的长期、稳定、可持续的激励机制作为企业目标，设立健全由政府支持的企业员工进行的定期激励持股行为，并在此基础上，构建起一个由政府、企业管理层和企业内部所有员工共同构成的三方系统和参与体系。杨志强、曹鑫雨（2017）指出，业绩报酬保证能够有效地提高混合改制的整体效果，特别是对于关联性不强的公司来说，这种效果更明显。方明月、孙鲲鹏（2019）团队首先运用多项国内外最新研究成果，通过识别并选取一系列重要的“僵尸”企业，针对“间接控股”、“间接参股”和“非直接控股”三种方式，对以上方式进行对比实验。通过实证分析发现：与传统的纯所有制民营国企相比，混合所有制改革的政策措施对于当前各类“僵尸国企”都有着非常明显的“治疗”作用。吴秋生与独正元（2015）通过对中信国安企业股权所有权的研究，发现该企业存在着信息不透明、监督不力、国有资产遭受较大损失等问题，为此，应从国有企业管理，资产管理入手。吴秋生（2019）通过构建两个分配维度来衡量国企的国企改革效果，并通过国企过度举债、国企隐性信贷保证等因素的调节效应进行实证检验。通过理论和实证研究发现，在我国，随着我国经济体制的不断完善，我国企业的债务问

题也在不断地得到解决。袁惊柱（2019）提出，我国国有企业的战略规划和运营并未发生根本变化，国有资产的逐步流失和同股异权阻碍了企业的合并，这些都对国有企业的混合所有制改革产生了一定的推动作用。许光建、孙伟（2018）提出，国企混改应当与供给端的结构变革密切相关，在混合所有制的进程中，要对去产能、去杠杆等问题给予格外重视，既不能低估国企的优势，也不能放大国有资产功能。

（2）国外相关研究

HongYu（2014）认为，作为一种新型的上市公司，外部审计在上市公司中产生了积极而关键的效用，非国有股东介入上市公司的股权激励会增强其对独立审计的直接需求，而上市公司的高管层级、产业阶级之间的竞争强度并没有对其产生明显的直接影响。Zhiqiang（2020）提出，我国上市公司实际控制盈余管理水平与上市公司持股的比率存在着明显的负向关系，说明上市公司对公司控制权的管理存在着明显的负面影响。JianGuan（2021）站在维护小股东利益的角度来看，他突出了要在三个方面来强化对小股东的保护，首先要主动引进外部投资人，其次要构建健全的监事会和独立董事会，最后以此来保证小股东的利益，并以此来达到对国企和民营资本间关系的均衡，促进国企资金的发展。

1.2.2 混合所有制改革的动因研究

（1）宏观视角

混合所有制改革是促进社会稳定的原因。綦好东与郭骏超（2017）提出，我国国企混改的主要动机是通过改善政府和国企的公共服务质量，改善政府与国企之间的关系，进而提升我国的经济增长和社会稳定。在中国特色社会主义新时期，混合所有制改革对促进我国混合所有制经济的发展和经济结构的优化升级（YuanRunsen,2021）有着重大的现实价值。（刘伟，2015）。对我国国有企业实施“混改”是一项重要而有效的制度安排。本文从理论上分析了我国国有企业的发展现状，提出了我国国有企业改制的对策建议。通过把各利益相关者的差异化的目的转变成内在的问题，促进公有和非公有两个主体的共生、双赢，从而取得最大的社会效益。（刘长庚，张磊，2016）。

同时，为了提高我国的经济发展水平，我国进行了多种形式的混合所有制改

革。实施混合所有制改革可以有效地提高企业的管理效率，从而带动我国经济的快速增长（姜凌，2018）。綦好东和郭骏超（2017）认为，国企的运营效率低下是我国国企混合所有制改革的主要动因，而国企改革有助于提高企业的资源配置效率。通过对国有企业和民营企业的混改，可以更好地推动两种企业共同发展，提高全社会的资源分配效率（黄速建，2014）。作为资本层次上的一项根本性改革，混合所有制改革的目标是打破公有制和非公有制经济间的壁垒，发挥各自的比较优势，推动政企结合（肖雪，陈茜子，高原，2023）。

（2）微观视角

为了提高公司的价值，推动公司高效运营，我国实施了混合所有制改革。在新结构理论框架下，国企改革能够有效缓解国企治理中存在的“低效”与“预算软约束”等问题。LinqiangHuang（2012）利用2012-2017年的样本数据，从理论和实证两个方面验证了非国有企业在提高国企绩效中的作用。股权结构的差异将导致公司具有不同的资源禀赋，进而对公司的融资决策与运作效率产生重要的影响（ZhengJ.,2019）。郑康则指出，改善企业绩效、引进战略投资人的先进的科技与管理思想、减少委托-代理费用，是企业实施混合所有制改革过程中引进战略投资人的动因。张红梅（2020）的实证分析表明，上市公司的上市动机主要有以下几个方面：一是公司股权激励机制的完善，二是运营模式的完善；了解网络科技，改进操作方式；跨行业的强强联手，争取更大的市场占有率。还有一部分学者认为，这一变革是为了完善公司的内部管理。国企进行混合所有制改革，是为了寻找破解国企内部治理难题、提高国企竞争力的有效途径（WangHua,2021）。国企改革使企业体制更加健全，资金运转更加顺畅（张冰石，2017）。国企通过改革可以完善公司治理，通过引进大股东可以吸引更多的人来参加公司的治理，有利于强化监管，提高公司的管理能力，减少企业的代理费用，避免大股东“一股独大”和“掏空”利润（綦好东，郭骏超，2017）。从总体上讲，国企改制的内部动因可以概括为：国企的内部管理制度有待改进；一些国企经营效益仍不理想；陈剑文（2016），部分国有企业的空间布局结构存在创新动力不足。

1.2.3 混合所有制改革的路径研究

在股权视角下，我国现阶段的混合所有制改革包括资本市场运作、引入投资

者和外资、组建资本投资公司和股权激励等途径（綦好东，郭骏超，2017）。关于股票激励，有人把它划分为管理体制改革的层面。对此途径的具体区分也要与股票激励比率相联系，如果股票激励的比率比较高，对公司的控制权有很大的影响，那么应该将其分到权股权层面的途径；相反，如果股票期权的比重很低，那么就可以将其分成两种不同的方式来进行治理结构的变革。除了以上两条途径，基金投资也会为新时代下我国混合所有制的发展提供一种新的思路和方法，并以此为基础推动我国国企的混合所有制改革发展（何瑛，杨琳，2021）。

在公司治理层面，通过国企改革，构建与之相适应的民主管理制度，从而推动国企绩效的提高（MinyingCheng，2013）。王丹(2019)通过建立市场化的公司治理结构，实施引入市场化选聘职业经理人，推进“三会一层”建设等公司治理结构的改革，进一步健全公司治理结构。另外，国有企业需要制定完善的改革运行机制，采用层级改革的方式，做好试验工作，总结相关的工作经验，为后续调整与改革提供重要的参考依据。国有企业需要建立完善的监督机制避免出现各种不规范的问题，提升混改的效果（肖雪、陈茜子、高源，2023）。

很多学者都把高层管理者激励作为一种有效的制度安排。管理层的激励对于提高国企经营业绩具有显著的促进效应（YuanRunsen，2021）。JianGuan（2021）利用沪深 A 股的 620 个样本进行实证研究，发现管理层持股对于企业的绩效存在着显著的调节作用。研究发现，在不同行业的企业中，实行适当的股权激励措施，可以高效地发挥公司的资本优势，推动企业的创新（ZhiqiangZhou,2021）。通过对国企经营中的激励机制进行创新，实现经营者的市场化选择和任命，以及对其任职和评价的决策（ZhengJ.,2019），形成一套动态的激励体系，构建多种相互制约的治理体系，构建与之相适应的董事会，健全我国的独立董事体制。

1.2.4 混合所有制改革的绩效研究

关于混改对国企财务效应的影响，学者们主要从公司治理、企业创新以及企业绩效等角度，阐述混合所有制改革带来的效应。杨帆（2023）则指出，混改对于我国国有企业经营业绩具有积极的促进作用。本文对国有企业的发展水平进行了分析，通过对国有企业改制前和改制后企业的经营业绩和运营效率进行对比分析。现有研究发现，虽然国有企业的规模对经济增长产生具有显著的负面效应，

但随着改革次数的增加，其负向效应将逐渐消失。

陆正华、黄玮等人通过对九龙仓战略投资绿城中国的混合所有制企业的研究，发现绿城中国在债务、资金结构等方面均有较大提高，且财务情况逐渐稳定的情况下，减少了其盲目扩大的投资规模，大大降低了运营风险。与此同时，绿城中国的上市也给了市场一个正面的信息，那就是它为中国的盈利前景带来了正面的影响，这也推动了它的资产规模快速成长。郭东阳等人的实证结果显示，在混合所有制改革过程中，职工股权激励能够促进职工的工作热情，减轻企业融资困难压力，从而促进公司业绩的提升。另外，市场的竞争水平也会增强这种积极的影响。LinqiangHuang（2012）通过分析策略投资者对公司业绩的影响，提出了通过引进策略投资者这种方式能够提高公司的长远业绩，如盈利能力，运营效率，资产质量，进而提高公司的价值。但是，关于混合所有制改革是否会给国有企业带来财务效应，一些学者却存在分歧。杨万寿通过对 390 家我国 A 股公司的业绩进行了实证研究，结果显示，总体来说混合所有制确实对我国国企业绩起到了正面作用，但是这种正面效应非常微弱，说明各类混合所有制改革在深度和途径方面还需要进一步强化和改进。沈红波等通过对 2014-2017 年云南白药业绩的考察，分析了其在混合所有制下的短期经济效益，结果表明，尽管混合所有制企业的运营效率有所提升，但在短期内并未发生明显改变，其国有企业改革效应还需要更长期的研究。可以看出，混合所有制改革确实可以对国有企业的财务效应起到一定的作用，但目前的研究结果还存在着很大的分歧。关于混改如何影响企业创新这一问题，李增福等学者通过对国有企业进行大量的经验研究，发现可以通过强化内控机制、提高管理层薪酬等方式来促进我国企业的科技创新。杨运杰等人则认为，我国上市公司通过获取国家补助、减少经营费用等方式推动了企业的技术创新，并且这种模式对于我国的企业来说具有更加显著的推动作用。张凌（2016）指出，今后一段时间，我国国有企业必须把混合所有制作为企业发展的重中之重。

只有消除社会对混改的认识和思维上的障碍，才能使国企的混合所有制改革取得显著的效果，并且进一步健全全面的配套政策，为适合混合所有制的发展营造良好的市场氛围，另外引导公有与非公有资本之间的良性互动，使此次的国企混合所有制改革见实效。刘琦（2016）提出，在中国，职工持股柔性模式既能激

发企业内部创新的动力，又能将企业的经营活动与社会资本的市场运营相结合，使企业通过柔性职工间接持股等多种形式实现对企业的混合所有制改革，对我国企业混改而言有重要的参考价值。

1.2.5 文献述评

通过对现有文献的梳理发现，学者对于国企混改已经进行了大量的理论与实证研究。大部分的学者都是从改革的动机、实施的路径和绩效的评估三个角度来开展研究的，而且在进行研究的时候，也采用了大量的实证研究，探讨了混合所有制经济和企业所有制经济二者间的联系。多数学者表明国企混改存在积极效应，有利于优化股权结构、提升公司治理水平、促进企业研发创新以及提高企业绩效，促进国有资产保值增值。我国当前的混合所有制经济，和欧美发达国家地区没有核心实质差别，所以，混合所有制改革不管是在我国还是其他国家，都没有能够模仿参考的实践经验，在这期间，中国大部分国有企业因为目前的基本条件存在差异，混合所有制改革大多数位于测试实验阶段，缺少理论和应用综合实践。因此，本文对徐工集团混合所有制改革的动因、路径及绩效的研究，有助于丰富国企混改的相关理论研究。

1.3 研究内容和方法

1.3.1 研究内容

第一部分：绪论。该章节将首先对本文的研究背景进行阐述，然后说明本文的案例研究所具有的理论价值与实践意义，其次对国企混合所有制改革及其动因、路径及财务效应的相关国内外文献研究现状进行梳理与评述。最后，介绍采用的研究方法，明确研究内容与研究框架，说明本文可能的研究创新点。

第二部分：相关概念及理论基础。该章节首先将介绍国企混改的相关概念，然后分析国企混改的动因、路径及财务效应，最后将阐述本文相关理论基础的具體内容。

第三部分：案例介绍。该章节首先将对案例公司及其混改背景进行介绍并阐述案例选取的原因，其次分析徐工集团实施混改的动因，再次，介绍徐工集团混

改的实施路径。

第四部分：徐工集团混合所有制改革的实施效果分析。该章节拟首先构建徐工集团混改实施效果分析框架，其次通过基于 EVA 的横纵向对比以及基于经营业绩的横纵向对比分析徐工集团混改的财务绩效，再次拟从市场、员工、创新、公司治理等方面分析徐工集团混改的非财务绩效，最后基于以上分析对徐工集团混改实施的绩效进行综合评价。

第五部分：徐工集团混改的经验启示。该章节拟通过上述分析归纳总结徐工集团混改的经验启示并提出建议，以期国企更好地实施混改，进一步深化国企改革。

1.3.2 研究方法

本文主要运用了如下几种方法进行研究：

（1）文献研究法

在查阅了大量有关国企混合所有制改革的学术文献的基础上，本文就国企混改的动机、路径以及财务效果等方面的学术文献做了一个总体的梳理、分析和归纳，为构建本文的理论框架做基础。

（2）案例研究法

本文以我国工程机械行业龙头企业之一“徐工机械”为主要研究对象，首先对案例背景进行介绍的同时，阐述了其混改可能产生的财务效应，其次探究了混改的实施动因和路径，最后徐工混改的实施效果进行评价。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 混合所有制

2013 年召开的党的十八届三中全会会议提出：国有企业可以通过引入非国有资本进行持股，汇集不同性质资本的优势，从而实现不同性质的资本也可以协同发展。混合所有制是一种具有中国特色的所有制结构，但在国外的研究成果中并不多见，根据中共中央、国务院颁布的有关政策，结合我国学术界对混合所有制的界定，可以认为，我国的混合所有制是指国有资本吸纳了非国有资本而形成的一种企业所有制。此外，新引进的非国有控股公司还包括国有企业、私营企业，以及通过职工持股方案持有的个人资本。

2.1.2 混合所有制改革

混合所有制改革并非单纯的对国企进行股权的多样化，还需要通过引进各种性质的资本，来建立更加健全的公司治理制度，而且这种制度也不再限于企业本身。当前，大部分是在国企中进行混改，但在积累了充分的成功和失败的经验以后，也可以推广到其它机构。

当前，我国国有企业混合所有制改革可采取四种方式：一是集团公司通过增资后整体上市，二是分/子公司改制后上市，三是集团层次引入战略投资者，四是实施股票激励，如职工持股计划。例如中国联通通过向企业内部引进战略投资者，并向其发放了限制性股份，然后再通过吸收资金进行重组，从而实现了对职工的股权激励。

2.2 理论基础

2.2.1 利益相关者理论

彭罗斯于 1959 年出版了《企业成长理论》一书，该书中他认为公司是由人

力资产与人际关系构成的，从那以后，公司的股东就成为了大家关注的焦点。弗里曼于 1984 年发表的《战略管理:利益相关者管理的分析方法》第一次提出了“利益相关者”这一概念。Freeman 和 Reed (1983) 把利益相关者按照内容分为两大类：一是政府，社区以及环境，二是股东，债权人，职工，供应商以及消费者。Hill and Jones (2007) 通过构建利益相关者代理模型，认为企业应当采取协同策略，通过与商业伙伴及员工之间的团队合作来实现企业的长远利益。

利益相关者理论有着深刻的理论依据，站在企业本质的视角，利益相关者理论提出，公司的投资者不仅仅是公司的股东，还包括了为公司提供人力资本的债权人、员工、客户、供应商等。由于除了股东之外，其他的投资者还担负着企业的剩余风险，因此在理论上，他们也应当拥有一定的剩余索取权。从企业的目标视角来看，利益相关者作为一个为企业创造财富、让股东利益最大化的群体，公司应当给予更多重视，当他们在企业中的投资地位日益上升后，必定要承受一定的风险，利益相关方应当获得协商的权利，也就是所谓的剩余索取权。

利益相关者理论认为，企业为了实现长远的目标，往往会在他们的治理制度中融入利益相关者这一要素，两者相互结合能够建立起一种长久而又稳固的互利共赢的合作关系，这样的合作可以减少企业的交易费用，同时也会变成一种竞争优势。利益相关方理论的不足之处表现为：第一，过分重视公司对社会责任的需求和对社会效益的过多重视，这会增加公司的运营负担，给公司带来过多的压力。第二，关于利益相关方的定义尚不清晰，在学术界，关于利益相关者的定义存在着许多分歧，但是到目前为止还没有一个清晰的界定，事实上，对不同的企业来说，其所对标和需要的利益相关者的范围是不一样的，如果纳入的范围过大，将会给企业造成很大的压力。但是，在国企中，利益相关者是一个必要的因素。国企自身肩负着一些社会职责，他们的运营目标不仅仅是个人的利润，还包括促进社会的发展与进步，因此国企要接受更多的政府干预，并且承担更多的政策压力。对于国企来说，利益相关者的应用要比一般公司更为广泛。

徐工集团作为一家国有企业，其引进的战略投资人，就是与徐工集团具有长远发展前景的利益相关者，如果把他们纳入徐工公司的治理体系，他们就会深入到公司的运营和管理之中，从自己的利益出发，对企业的运营和发展给予更多的重视，两者能够建立起一种长久而又稳固的双赢的合作伙伴关系，这样的合作可

以减少企业的交易费用，也会形成一种竞争优势。因此，通过混合所有制改革，将利益相关者纳入治理体系中，优化企业治理体系，将能使企业更加长久稳健地发展。

2.2.2 股权结构理论

贝利（Bailey）和米恩斯（1932）认为，公司的股权结构可以划分为股权的集中程度和股权的构成。股权结构的设置是公司治理关键所在。一个合适的股权结构能激发员工在工作中的积极性。股权结构是公司所持股票数目的多少，按持股数目划分为大、中小股东两类。

拉波特（1999）将公司的股权结构分为两大类：一是公司的剩余控制权分配，二是公司利润分配权。在有竞争性的情况下，公司的剩余控制权与利润分配权可以平等地转换。由于股东个人的利益与企业的利益是密切联系的，因此，公司的所有者有充分的动机来对公司的董事、经理进行监控。在这种情况下，股东大会、董事会与管理层互相制约，各司其职，从而构成了有效的公司治理结构。在非竞争性的情况下，企业的剩余控制权与利润分配权之间存在着不相适应的矛盾，大股东的位置一直保持稳定，这就使得其它股东对公司的参与程度降低，同时也削弱了对公司的监管和制约。因此，在我国上市公司治理结构调整过程中，少数股东为了自己的利益而采取了不利于公司利益的行动，并产生了“用脚表决”的情况。大股东在选拔董事的过程中存在舞弊行为，损害公司的内控制度。上市公司应当建立一个较为完善的产权制度，以实现控股股东对公司的控制权与利润分配的平衡，同时保证少数股东的权益得到保障。而一个合适的股权配置，则可以起到对企业的内在激励和监管功能。

针对目前国企普遍股权结构单一、大股东掏空的现状，徐工公司采取混合所有制改革，引进了大量的战略投资者，结合了国资与非国资的各自优势，形成了交叉持股，从而改善了公司的治理制度，从原来的“一股独大”转向了股权结构的多样化，增强了公司的管理能力，提升了企业的整体效益，从而达到公司的最大价值。股权结构理论，对提高国有企业的运营效益和经济效益具有重要的现实意义。

2.2.3 委托代理理论

委托代理理论指出，委托人可以与代理人确立一份委托代理合同，以此来对代理人进行约束，这类合同的关键条款有限制条款和奖励条款，限制条款的首要功能是防止代理人的失德行为，而奖励条款则是将双方的利润捆绑在一起，以此来提高代理人的工作效率，进而达到减少企业代理费用的目的。二十世纪三十年代，美国的伯利米恩斯指出，如果存在所有者也是经营者的情况，会严重不利于对公司的治理体健全完善，因此，BerryMines 提出，通过将公司所有权和经营权分开，而聘请专门的人员来管理公司，这种方式可以很好地解决由于股东和管理者之间的矛盾。

在此基础上，不少学者也开始应用这一理论来分析企业中雇员的动机、公司内外部的非对称性，并提出了很多应用这一理论的模型。其中以三种模式最为典型。第一种是威尔逊等人于 1969 年所建立的状态空间模型；第二种方法为莫里森于 1974 年首先建立的分布函数的参数法，后来被霍姆斯特姆加以完善；第三类是一般分布法，它是比较抽象的一种分配算法。当前，以委托代理理论为人们熟知，其发展也日趋完善，以该理论为企业经营的逻辑出发点已被人们普遍认同。当前，在不对称信息博弈视角下，学者们形成了一种较为普遍的看法，认为这一现象是在快速发展的市场经济条件产生的。李瑛（1999）指出，随着生产力的不断发展，企业所有者的能力和精力都无法支持公司的发展，因此必须寻求外界的帮助，同时，在这样的背景下，社会的劳动关系变得越来越清晰细致，出现了大量具备较强的职业技能的管理者，与股东相比，他们的管理能力更强，对公司的运营也更有利。但是，由于股东和经理的利益不同，加之不完全的信息，使得委托方很难对其进行有效的监督，由此带来了较高的代理费用，容易出现经理逆向选择、内部人控制和道德风险等问题。

对此，应当寻求一种有效的方法来克服委托代理中的相关问题，缓解公司股东与管理者之间的矛盾。在将民营企业引进到国有资本时，也会将国有性质的股东引进来，通过这种方式，可以使国家股东与非国有股东形成一种互相制约的关系，在某种程度上缓解了委托代理问题；同时，国家控股大股东还可以通过对公司的内部监控来约束公司的经营和管理活动，从而减少公司的代理费用。本文认为，合理运用委托代理理论，妥善处理徐工公司的委托代理关系，对于徐工公司

建设和完善“三权分置”具有重要意义。

2.2.4 公司治理理论

Jillsolomon 和 ArisSolomon (2003) 提出, 公司治理是保证相互信赖的一种有效机制。根据 Fama 和 Jensen (1983) 的观点, 他们提出了以股东利益最大化为中心的公司治理结构; Wartick 和 Cochran (1988) 提出, 公司不应该以被保护的方式, 侵害其它股东的利益。Shleifer 和 Vishny (1997) 指出, 企业管理对于投资者来说是一种保障其投资收益的手段。朱长春 (2004) 提出公司治理是一个企业权利安排的口述科学研究; 张维英 (2011) 则指出, 公司治理是一种特殊的公司产权制度。朱长春 (2004) 认为, 公司治理就是对企业经理进行委托与监管的一门科学。阮素梅, 杨善林 (2013) 提出, 良好的公司治理应当兼顾董事行为与股东预期以及企业雇员三方面的关系。李维安 (2012) 将公司治理界定为一种监管和平衡的制度, 就是由股东大会、董事会、监事会和管理层组成的公司的一种监管和平衡机制。林毅夫等人 (1997) 指出, 我国上市公司的内部管理方式及监管方式因环境的不同而存在区别, 并在持续地进行着体制改革。

亚当·斯密的《国富论》包含了两个较为典型意义的观点。一种是单边的管理模式, 这种模式将股东拥有公司的真正控制权, 并且是公司的投资主体, 因此, 保障股东的利益是公司治理的首要前提。而多边治理理论则主张, 公司在进行企业的运营管理时, 要从多个角度来考量, 不仅要照顾到股东的权益, 也要有利于公司的其它利益相关者, 包括员工, 供应商, 债权人, 社会等等。实质上, 两种公司治理理论最基本的区别在于对所有权的主体, 单边即公司的所有权由股东持有, 而多变则强调公司利益相关者的的剩余价值索取权。然而, 前者的治理理论具有局限性, 即股东仅能承受有限的风险, 而大公司中的大股东人数众多且持股分散, 对管理者的监管难度也比较大, 因而越来越多的学者倾向于采用多边治理的方法。公司治理理论要求构建一个健全完善的公司治理体系, 将董事会、监事会、高管等管理者的权力进行合理分配, 将各个方面的利益进行合理调整, 让他们彼此之间能够互相监督与约束, 董事会向股东汇报, 管理层进行科学决策, 监事会进行监督, 从而提升公司的运营管理水平, 推动公司的长远、平稳发展。公司治理不仅要研究公司治理中对管理者起到的监管和平衡的功能, 而且还要关注

企业在制定过程中，怎样才能确保企业的决策是有效、科学的，以保护企业中各个利益相关者的利益。

对于目前我国国企普遍面临着公司管理机制不健全、政企不分、经营效率不高等问题，董事会和监事会作用缺乏的问题，徐工集团的混合所有制改革，能够整合国资与非国资的各自优势，形成交叉持股，从而完善公司的治理机制，解决一股独大的问题，提高公司的经营业绩，推动公司的价值最大化。除此之外，国企还承担着维护中国经济稳定和民生福祉的重要职责，通过完善公司的管理，提高公司的运营效益和利润，从而使其更好地实现自己的社会价值。

2.3 混合所有制改革对绩效的影响机理

国有企业是我国社会主义制度的重要基础，从高速增长到高质量发展是国有经济发展的必由之路。何瑛和杨琳（2021）提出了“宏-中-微”三个角度的混合所有制与“高质量发展”之间的内在联系。从宏观上讲，民营经济和国有经济可以相互配合，相互补充，共同推动我国的高质量发展。在中观层面上，对企业的资本结构布局进行了重新调整，加快了我国国有企业与市场一体化的步伐，促进了我国企业在国际经济大背景下的核心技术革新和创新。从微观上讲，提高了企业总体的资源分配能力，加速了企业的运行效率，取得了高质量的企业财务业绩。桑凌和李飞（2019）采用基于事件分析的方法，在剔除了职能锁定这一替代因素之后，实证分析了我国上市公司的股权结构和股权结构对公司业绩的影响机理，从激励机制、品牌建设等角度验证了混合所有制对公司的短期和长期财务绩效的正面效应。郭冰和刘坤（2022）通过对我国 A 股上市公司的实证检验，证明了股权结构和激励机制对公司的经营效率尤其是公司的经营业绩具有显著的正向作用。另外，本文还发现，在我国进行了混改之后，国有和非国有的持股比率呈现出较为均衡的状态，因此，提升公司的经营效益必须重视公司的治理结构。在以上研究的基础上，本文将从三个层面探索我国混合所有制改革对企业经营绩效的作用机制，为之后的研究奠定相关理论基础。

（1）股权整合影响机理

股权结构是公司治理的核心依据，它包括了股权的集中程度和股权的背景，因此，股权的分配比率会对公司的内部治理效果产生巨大影响，进而对公司的财

务业绩产生重要影响。就国企来说，因其特有的经济体制和高度集权导致的公司决策机制的独断性，导致出现了国企“一股独大”、“政企不分”等一系列问题。同时，由于股权主体的单一性，也会使公司逐渐失去所有权，实际控制权掌握在国家和当地政府手里，企业管理者受制度约束，没有足够的自主经验权，从而产生了很多“委托代理”、“关联交易”等问题。国有企业在进行混改时，可以引进高质量的民营资本、完善监管制度、提高公司的经营效益和经营业绩。

首先，通过增加股权背景来解决“一股独大”的问题。民营企业以购买股票的形式进入国企，改变了原来的控股地位，建立了互相约束的股权关系。通过对股权的合理配置，可以使民营资本更好地融入公司的经营管理，实现公司的一体化，提高公司的管理水平。其次，要实现股权的多样化，提高经营者的自主经营权。通过引入民营股份，改变原来的决策体制，让国有企业重新承担其应有的、以市场为基础、高效率的经济责任。以混合所有制作为推进综合深化改革、提高经营绩效的关键方式。

（2）治理结构影响机理

作为一种独特的经济改革方式，混合所有制改革借鉴了西方经济学理论，建立起了以公有制为主、多种经济体系协调发展的新体系。首先，国企改革是国家总体社会稳定的根本保证，国企必须在整个国家的经济体系中起到引领作用。同时，它也是适应市场有序发展的客观要求，也是推动中国高质量发展的重要攻坚力量。首先，混合所有制改革把两种经济体制进行了科学的结合，为国有企业提供了先进的技术支撑和丰富的项目资源，增强了国有企业的治理能力，在民营企业的帮助下，实现了资源的合理分配，提高了企业的管理水平，从而为企业寻找新的发展基点。其次，在市场化的竞争中，民营企业已经积累了较高的管理经验和大量的专业技能，在当前世界经济一体化带来的巨大压力下，更加具备应对市场风险的力量，能够为国有企业制定更加完善的战略规划，在激烈的市场竞争中不断地应对挑战，扩大公司的经营规模，激发国有企业的活力，提升公司的绩效水平。

（3）激励机制影响机理

企业员工是企业最广泛的群体，关系影响着企业的存在与发展。在公司的管理运作中，不但要使股东的权益得到保障，而且还要满足利益相关者的要求。首

先，对于管理者来说，他们是公司发展的中坚力量，发挥他们的作用非常关键。一个合适的激励机制可以让董事会和监事会更加科学、有效地运行，通过市场化招聘和绩效为基础的工资管理体系可以提高他们的工作积极性。有助于提升公司的管理能力，增加公司的绩效水平。其次，对一般职工来说，一套科学的激励机制能够将企业的利润和个体的利润紧密地联系在一起，从而提高公司的业绩，还能为将来的高质量的人力资源提供物质保证，为之后的绩效考核奠定坚实的理论和基础。

关于影响机理详见如下图 2.1:

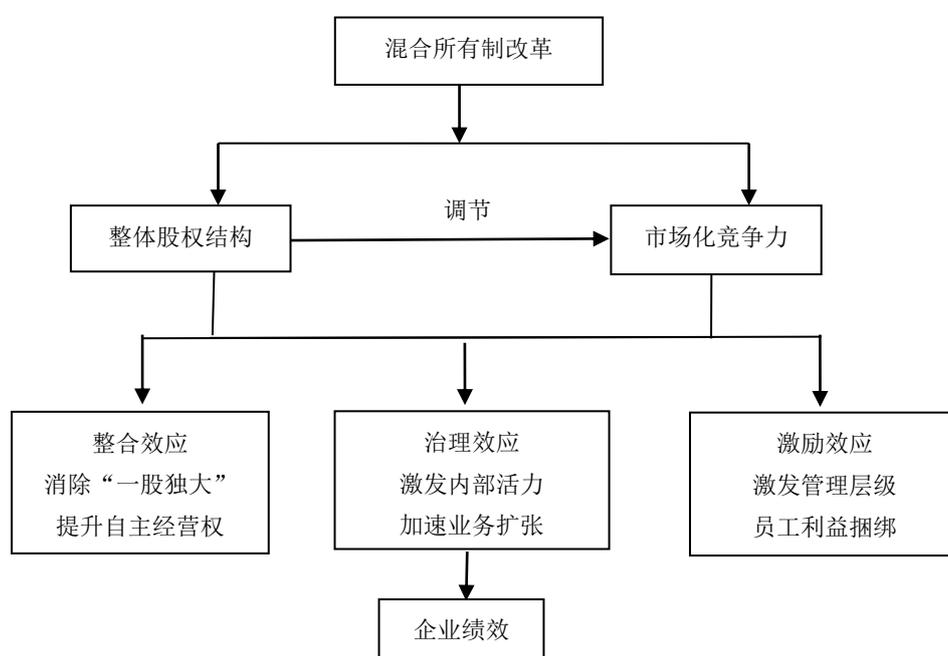


图2.1 混合所有制改革对企业绩效的影响机理

3 徐工机械混合所有制改革实施情况

3.1 徐工机械混改背景

3.1.1 政策背景

党的十九大和二十大都强调,我国的经济已不再是曾经仅追求高速发展的阶段,如今更要全面贯彻高质量发展。然而,我国的央企国企作为促进国民经济发展的骨干企业,存在股权结构单一,监督和激励机制失效,资产运营效率低下等问题。对此,政府陆续出台一系列国企混改的指导意见,为持续规范、高效推进混合所有制改革明确了基调。国企改制的重要作用,既要着眼于企业自身,更要着眼于我国的经济与社会发展。通过混合所有制改革,将较为单一的股权结构向多元化股权结构转变,有助于提高社会资源配置的效率,解决企业的委托-代理问题,同时也能强化体制内外的交流。从全国的经济局势的大趋势出发,以混合所有制改革为契机,进行改革创新,使更多的国企能很好地掌握国家高质量发展的基调。

3.1.2 行业背景

徐工机械属于工程机械行业。由于我国的科学技术的发展滞后,其发展经历了从无到有,由弱到强的过程。在我国,大部分的建筑领域,都是靠着国外的机器,就连长江三峡这样的大型工程,都是靠着国外的装备。目前,工程机械已经是我国经济发展的重要组成部分。经过几年的努力,中国工程机械行业的国产化步伐不断加速,已逐步拥有了赶超世界先进水平的实力。随着中国的快速发展,我国的市场竞争也越来越激烈,国外的大公司盯上了巨大的市场,国产企业的人数不断增加,适者生存的现象日益明显,这也给我国的企业带来了更多的压力。

由于大多数的工程机械都被用来进行建筑的前期平整,所以整个的建筑机械的需求量与固定资产的投入息息相关,并且还会受宏观经济周期的影响,呈现出一定的周期性。以过去十年为例,该产业经过了一个从高峰到谷底、然后逐步复苏的全过程:2006-2009 是一个高速发展时期,随着城镇化速度的加快,我国的

房地产和基建项目也开始了新一轮的投资期，投资额都保持在 20%~30%之间，这推动了整个工程机械产业的飞速发展。第二个时期是 2010-2011 年度，在“四万亿”政策刺激下，工程机械行业得到了极大的拉动，行业呈现出爆炸式的发展态势，此外，市场上信用贷款利率的降低也发挥了一定的促进效应。第三个时期是 2012-2016 的这段时间，这个产业进入了一个发展的低潮时期，在整个经济的发展过程中，整个经济的增速都在放缓，而在这个过程中，整个工程机械产业的投资需求也在不断地降低，再加上之前的一些市场已经被过度消耗，整个产业的发展都陷入了一种萧条的状态，导致了一些设备的销售出现了大幅度的下滑。第四个时期是从 2016-2020 年，伴随着基础设施建设的逐步恢复，以及消费者对产品升级的需要，以及“一带一路”建设对国外建设项目的巨大需求，使得工程机械的销售呈现出良好的增长态势，同时也为产业的发展提供了良好的支撑。

3.2 徐工机械概况

徐工集团工程机械股份有限公司(以下简称“徐工机械”),股票代码:000425,创建于一九八九年,历经数十载的努力,现已成长为一家综合型的建设机械生产厂家,在中国具有较强的竞争力和较强的市场竞争力。徐工机械始终站在科技发展的前列,始终坚持自主创新,不断加大对产品开发的投资力度,在产品设计、生产过程和智能集成等领域一直处于世界前列。同时,徐工机械积极与国内外同行携手,共同推进我国工程机械行业的科技发展,目前已将业务拓展至世界各地,并已在多个国家及地区构建了完善的营销及售后服务系统。在激烈的国际竞争中,徐工机械不断扩大自己的海外市场占有率,为中国的建设机械产业走向世界作出自己的一份力。

3.3 徐工机械混改动因分析

3.3.1 外部动因

党的十八大报告已经明确提出了新时代下国有企业改革的重要使命,新一轮的国企改革,围绕着公司主体治理结构的优化,先后出台了有关的政策措施,从宏观角度出发,从总体上总结了我国企业的两权分离,建立了一个良好的国有资

本市场化的专业平台，推动了资金的合理流通，使资金得到了更好的分配，更好地发挥了其运行的作用。这样，“1+N”的国有企业体制的深化改革已经初步成型。在此分析基础上，构建分析框架如下图所示。。

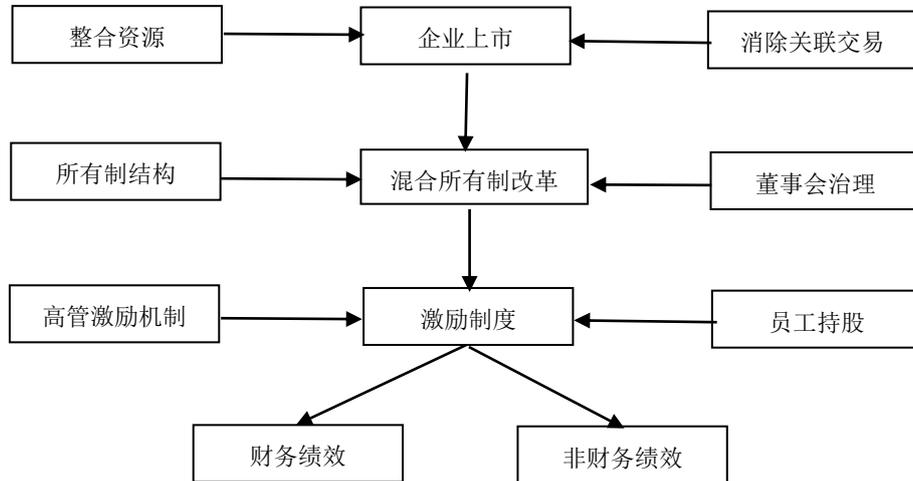


图3.1 混合所有制改革的的分析框架

(1) 顺应宏观经济趋势

党的十八届三中全会提出“积极发展混合所有制经济”，之后的一系列政策包括党的十九大也都在强调大力发展混合所有制经济的重要性。其目的不止是为了混改而混改，更是为了让国企通过混改提升竞争力和活力，为企业打造一个充满创新力和现代化的管理体系，提高企业整体的管理运营效率。从现实情况来看，以混合所有制为基础的模式更有助于提高国有企业的综合竞争能力。深入开展国有企业的混合所有制改革，能够很好地解决因产权结构大幅变化而造成的资源失衡问题，实现公有制和非公有制之间的良性互动。把非公有制引入到公有制的体系中，让它们共同发展，让它们互相结合，优势互补。从而在二者之间产生良好的相互影响。它也是我们国家的一项重大计划和战略性措施，是我们国家的经济体制变革的一项主要内容。要充分调动新一轮的混合所有制改革的动力，使其能够更好地发挥作用。目前，我国已经确定了新一轮的“混改”企业名单，包括中国石油天然气股份有限公司和中国电建集团。通过进一步的国企改革，使国企持续通过混合所有制改革来提升自己的生产技术和运营管理能力，并对企业进行更高的标准，加强自己在经济发展中的引导作用，发挥国企的优势，在这个时期

发挥带头作用。在党中央的强力推动下，为了响应政府关于央企国企改革的政策安排部署，各地国有企业纷纷实施国有企业混合所有制改革。希望以此为标准，带动更多的企业参与到混合所有制改革的大军中来。

(2) 提升国有企业经营管理效率

在目前的国有企业制度下，国资委是唯一的大股东，在评价企业的经营绩效时，不能很好地判断究竟是政策因素导致的业绩下滑还是经营不善所致。许多情况下，国家不得不承担全部损失，这就是经济学者所研究的公司预算的软约束。国企如果经营不好，可以通过从政府那里获得财务资助，但是这会形成一个恶性循环，使这个问题得不到根本的解决，而且还会造成运营效率降低，企业增长和发展受阻等问题。国企中存在的“政治关系”是制约其发展的一个重要因素。由于企业的动力不够，企业获利能力不够，债务问题日益严重，除国家金融支持外，国企还依赖于国有银行。国有企业内部高度的政治联系使得其过度报酬与企业的财务业绩之间具有显著的负向关系，同时国有企业内部也经常会出现贪污现象。目前，我国一些国有企业高度依赖于政府的财政补贴，严重制约着我国的经济的发展，因此，如何有效地提升我国的运营管理效率成为当务之急。

(3) 完善国有企业的激励制度

国企改革的重点在于实现国企职能由“管人管运营管财产”向“管资本”转变。引进民营企业作为战略投资人，将先进的经营理念与现代企业制度引进到国有企业中，以提高国有企业的发展动力，提高国有企业的市场竞争能力。改善国有企业的激励制度，提高国有企业的劳动生产率，提高企业的创新能力。非公有制经济参与，实现各类资金的互相制约，促使其最大限度地发挥其作用，设立独立董事、设立专业委员会，如审计委员会和薪酬委员会，加强对公司全员的监督和建议。这有助于提高公司治理的民主性和科学性，确保企业决策的公正性，实现国有企业在企业内相互融合、相互促进，以实现国有企业在当前新的经济环境下的目标。

徐工机械混改前由徐州市国有资产监督管理委员会控股，其企业管理受到政府意志影响比较大，容易导致官僚化的管理化模式，容易滋生腐败。并且国资一股独大可能导致生产效率低下，决策程序不科学，阻碍企业的自主性和积极性。而多元化和均衡化的股权结构，有利于各种治理机制的融合与制约作用，减少了

股权集中所引起的治理矛盾。

3.3.2 内部动因

(1) 填补资金缺口，加快智能制造布局，打造智能型企业

近年来，徐工机械为了大力发展国际化产业和研发科技创新，建设了全球的研发基地。数字化和智能制造是工程机械行业不可忽视的发展趋势，科技创新和产品研发对于公司的长期发展至关重要。徐工机械作为全球工程机械行业强有力的竞争者，以转型升级和高质量发展为主线，注重研发，需要更多的资本来支持技术创新、产品研发。从表 3.1 可以看出，2020 年混改后，徐工机械的研发投入一直呈梯度上涨，2020 年相比上年提高了 52.75 个百分点，达到 37.52 亿元，2022 年更是高达 57.50 亿元，较 2020 年混改年度上升了 53.25 个百分点。研发人员的引进是研发过程中至关重要的一环。从 2020 年完成混改后，徐工机械的研发人员也在不断增加，从混改前的两千多人增加至 2022 年的五千多人，多为硕士研究生和博士研究生。通过徐工机械不断地创新研发，目前获得的专利数高达九千多项，专利奖 20 多项，以及“国家知识产权示范企业”和“优势企业”等荣誉称号。

2020 年以来迅速扩大的研发混合所有制改革战略通过引入更多的资本，可以为公司提供强有力的资金支持，有助于公司更快地推进数字化转型，投入更多资源实现智能制造，推动更多的研发项目和技术创新，提质、降本、增效，增强市场竞争力，优化内部资本结构的途径，更好地满足企业需求的资本运作和投资需求，助力企业加快智能制造战略，建设智能型的产业，为徐工机械这辆前进中的火车再添薪火。

表 3.1 徐工机械研发投入明细

项目名称	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
研发人员数量(人)	2,370	2,596	2,818	2,923	5,767
研发人员数量占比	16.55%	17.97%	18.55%	18.88%	21%
研发投入金额(亿元)	20.15	24.56	37.52	44.52	57.50

徐表 3.1 徐工机械研发投入明细

项目名称	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
研发投入占营业收入比例	4.54%	4.15%	5.07%	5.28%	6.13%
研发投入资本化的金额(亿元)	2.36	3.30	5.04	7.77	16.68
研发投入资本化比例	11.73%	13.43%	13.43%	17.45%	29.01%

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

(2) 拓展国际市场，强化国际化布局，扩大全球市场份额

除了在技术创新方面保持战略定力，徐工机械在国际化方面亦坚定不移。全球化带来了不平等的市场机遇，同时也带来了更加复杂的全球化竞争。工程机械产业的整体需求与其固定资产投资有着紧密的联系，且受到宏观周期波动的制约，具有周期性。但是，纵观全球，各地区的经济景气程度具有地域差别，而工程机械行业又表现出较小的周期特征，这就使得徐工机械的国际化发展趋势毋庸置疑。

通过混合所有制改革，有了大量资金助力，有助于徐工机械更好地融入全球产业链，通过引入战略投资者和社会资本，支持国际市场拓展计划的实施，并有利于优化全球供应链，提高供应链的灵活性和效率，实现全球一体化推进农村战略化，应对全球市场挑战。混改后，徐工机械建设全球研发基地，为大力发展国际化产业打下基础。徐工机械秉承“国际化、世界级”的发展战略，争抢“一带一路”的战略机遇，加快渠道、制造、服务等核心能力的完善，放眼国外市场，注重研发以适应国外市场的产品，抢占海外高端市场。

徐工机械 2022 年的收入高达九百多亿元，其中国际化收入便占其中三成、较去年翻了一番，出口额 216.3 亿元，上升了 70 个百分点。不仅国际化收入飞快上涨，其毛利率也上涨 63.98%，并高于国内毛利。徐工机械外贸国新增至 191 个，出口占有率增加 2.4%，欧美国家地区增长更快，充分体现了徐工机械的产业在国际高端市场的市场地位迅速提升。

3.4 徐工机械混改路径分析

3.4.1 混改前徐工机械股权结构

混改前徐州市国有资产监督管理委员会对徐工集团持有 100% 的股权，徐工集团持有徐工机械 38.11% 的股份。徐工机械作为徐工集团的绝大部分收入来源，而徐工集团由徐州市国资委全资控股。2019 年混改前，徐工机械的营业收入为 591.76 亿元，2020 年混改完成当年，销售收入已实现 25% 的增长，达到了 739.68 亿元。



图 3.2 混改前徐工机械股权结构图

3.4.2 混改的实施过程和路径

(1) 混改的实施过程

根据徐工机械官网发布的公告，将徐工机械混改过程整理如下表所示：

表 3.2 徐工机械混改历程

2016 年 1 月	徐工集团被列入江苏省国有资产监督管理委员会 2016 年混改计划
2017 年 12 月	习总书记到徐工机械进行视察并给与充分肯定
2018 年 8 月	徐工集团被列入徐州市第一批进行混合所有制改革的试点单位
2019 年 7 月	江苏省国有企业改革试点工作获批得复
2020 年 5 月	徐工集团与江苏民营投资控股有限公司、江苏省苏商发展促进会签署战略合作协议
2020 年 6 月	徐工机械增资项目在证券市场公开发行

徐表 3.2 徐工机械混改历程

2020 年 9 月	徐工集团与国信集团、建信投资、交银投资的股权转让获得国有资产监督委员会审批通过；徐工机械与 12 家战略投资者以及徐工金帆签署增资协议；混改基本落地完成，最终徐工集团对徐工机械持股降至 34.1%
------------	--

资料来源：徐工机械官网公告

从表 3.2 中可以看到，从 2018 年到 2019 年，徐工集团的混改已经开始了初步的方案编制，在公司高层和国资委的精心策划下，终于于 2020 年 9 月基本上完成了混改，徐工集团将徐工机械的股份转移到了国信集团、建信投资和交银投资，并通过另外 12 个战略投资者和职工持股平台对其进行了增资，使得徐工集团在徐工机械中所持的股份减少到了 34.1%。徐工在混改结束后，更新高管薪酬制度、优化治理结构，徐工集团将工程机械主要业务整合到一起注入徐工机械，丰富了徐工机械的产品种类。

（2）混改的实施过程

徐工混改主要是通过存量股权转让、增资扩股和员工持股的方案，将股权扩散至其他国有资本和非国有资本，混改后，整个股权结构为国有企业、民营企业和核心骨干三者共同持股的形式，更具多元化和均衡化，更有利于不同管理体系的相融和制约作用，这将成为徐工机械未来业务发展的良好基石，同时也是一次全方位的变革。

① 转让股权

徐工集团与建信金融、江苏国信和交银金融公司签订股权转让协议，把其持有的徐工机械的 8.6%、18.4%、和 6.1% 股份分别转给以上三家投资者。建信投资是国信集团创办的专业投资管理机构，秉持着丰富的资本运作经验，于专注股权、债权等信念投资。交银投资作为建信投资的战略合作伙伴，形成参与共创卓越绩效。国信集团是中国领先的综合性投资集团，业务覆盖金融、地产、能源等多个领域，致力于全球资本运作。三者紧密合作，强大的资本联动动力，为客户提供全方位、多层次的金融服务。

② 引入战略投资者

引入战略投资者是徐工机械混改的一项重要战略，旨在通过与具有丰富行业经验和资源的战略伙伴合作，共同推动企业的创新和发展。通过增资扩股的方式引入 12 家战略投资者，共计持股比重 46.29%，其中包括了国家的工业基金、国内著名的工程机械投资公司、以及其他产业链上的合作伙伴。通过与投资者的深度合作，徐工机械可以获得通常的市场、技术和管理理念，激发内部创新活力，加快产品研发周期，提高市场敏感度，从而更好当地适应快速变化的市场需求。

③实施股权激励计划

员工持股计划是混改战略中一项注重激励和团队聚集力的重要策略。通过让员工成为公司的股东，不仅能够分享企业成长的红利，还可以调动员工干活的积极性，增强其与企业同舟共济的使命感。员工持股制度下，职工不仅是为公司工作的劳动者，同时也成为了公司的股东，其个人的利益也将与股东和公司的整体利益联系在一起。实践表明，如果职工持股可以保障职工对股份的相应的控制，为职工参加公司的管理和重大决策提供便利，为职工提供充分的激励，充分发挥职工的监督作用，降低了代理费用，那么公司的业绩就会得到提高。徐工机械设立徐工金帆持股平台，以二级合伙人的身份，控制了公司 2.72% 的股份。通过员工持股计划，员工参与企业治理，分享企业成长红利，提高员工的积极性和聚集力。通过徐工机械的员工持股计划，激发员工的责任感和责任心，建立更加团结向心的企业团队，共同为公司的可持续发展贡献力量，有助于构建更加和谐的企业文化，促进团队协作。

3.4.3 混改后徐工机械股权结构

历时五年，徐工机械通过混合所有制改革形成了多种所有权形式交叉持股，相互融合的多元化股权结构。原本 100% 持有徐工机械股份的徐工集团（实际控制人为徐州市国有资产监督管理委员会），交出自己原持有的 65.9% 的股份，只剩下一票否决权，而徐工机械的股份，也变得比之前更完善。

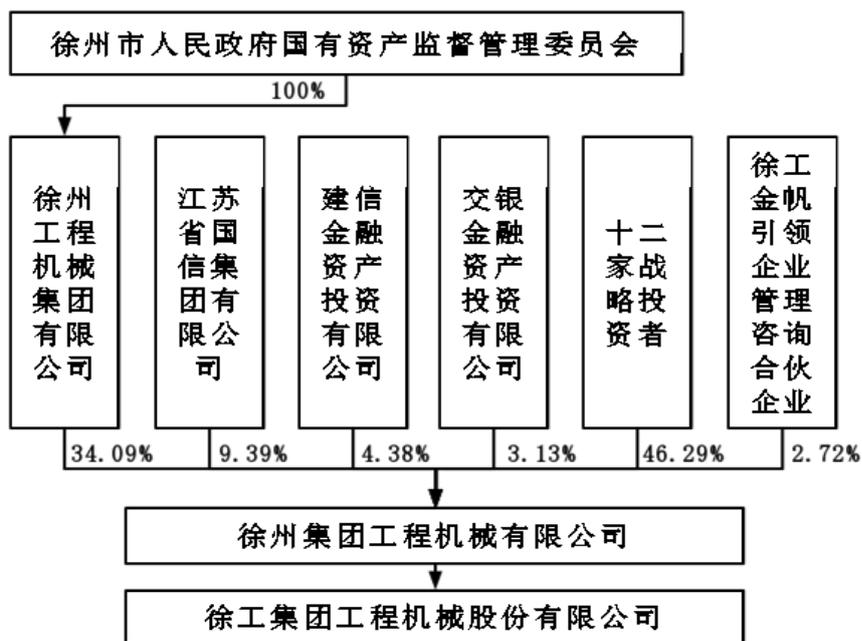


图 3.3 混改后徐工机械股权结构图

4 徐工机械混合所有制改革实施绩效分析

4.1 基于EVA的财务绩效对比分析

EVA 代表经济附加值。它是一种衡量财务绩效的评价指标，是在扣除资本占用费用后，企业运营过程中所产生的剩余价值，其核心概念是企业的经营中创造了超过其资本成本的附加价值，为股东提供的真实经济回报。EVA 基于会计利润，更关注的是“资本利润”，这有助于避免企业依赖会计指标而忽略成本的缺陷，综合考虑企业的经济和绩效，提供全面的评价指标，更全面地反应混合所有制改革对徐工机械的绩效影响。因此，本文使用 EVA 评价法来判别徐工机械在混改前后的绩效水平变化趋势。

(1) 调整税后净营业利润

税后净营业利润是指企业在扣除各种税费（如所得税等）和其他费用后，实际获得的净利润，反映企业在经营活动中实际取得的盈利情况。税后经营净利润可以用来评估企业的盈利能力和财务状况，是投资者、管理者和其他利益相关者判断企业经营状况的重要指标之一。通过关注税后经营净利润，企业可以评估其在扣除各种税费和费用后的真实盈利情况，帮助制定经营策略、做出投资决策、规划未来发展方向等。在本文中对徐工机械混改前后税后净营业利润的计算公式为：

$$\text{税后净营业利润(NOPAT)} = \text{营业利润} - \text{所得税费用} + [\text{利息支出(非金融机构)} + \text{资产减值损失} + \text{开发支出}] * (1 - \text{企业所得税税率}) + \text{递延所得税负债增加额} - \text{递延所得税资产增加额}$$

表 4.1 徐工机械 2018-2022 年税后经营净利润

单位：亿元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业利润	21.095	40.831	42.748	61.819	50.828
所得税费用	1.592	4.569	5.502	6.404	7.181
利息支出	3.455	3.462	6.033	6.101	15.325

续表 4.1 徐工机械 2018-2022 年税后经营净利润

单位：亿元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
资产减值损失	7.545	-1.362	-3.812	-3.656	-3.265
开发支出	0.929	1.760	2.076	4.067	8.137
递延所得税负债增加额	0.124	0.262	0.311	1.983	8.645
递延所得税资产增加额	0.996	1.069	3.415	2.527	12.977
企业所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%
税后净营业利润	28.770	38.736	37.794	60.406	56.483

数据来源：根据徐工机械年报及国泰安数据库资料整理

(2) 调整资本总额

资本总额(TC)= 所有者权益合计+资产减值准备-在建工程减值准备-在建工程净额+递延所得税负债-递延所得税资产+短期借款+交易性金融负债+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

表 4.2 徐工机械 2018-2022 年期末总投资额

单位：亿元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
所有者权益合计	303.405	336.462	341.707	371.692	546.546
短期借款	34.869	30.436	23.143	31.288	175.982
交易性金融负债	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
一年内到期非流动负债	13.188	4.791	56.773	36.129	101.783
长期借款	8.252	27.630	36.446	41.495	155.069
应付债券	29.930	29.799	20.217	47.360	27.152
长期应付款	0.000	0.614	0.312	0.174	30.606
递延所得税资产	5.643	6.712	10.127	12.655	25.632
递延所得税负债	0.124	0.386	0.697	2.680	11.325
资产减值准备	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

续表 4.2 徐工机械 2018-2022 年期末总投资额 单位：亿元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
在建工程减值准备	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
在建工程净额	7.346	7.641	9.629	9.823	28.940
资本总额	376.779	415.763	459.538	508.339	993.891

数据来源：根据徐工机械年报及国泰安数据库资料整理

(3) 计算加权平均资本成本

加权平均资本成本（WACC）是用来衡量企业资本结构成本的指标。它代表了企业所使用的资本来源的平均成本，由企业的权益资本成本和债务资本成本以及其他融资来源的成本所加权平均而得到。

$(WACC) = \text{债券资本成本} * (1 - \text{企业所得税税率}) * (\text{债务资本} / \text{总资本}) + \text{股权资本成本} * (\text{股权资本} / \text{总资本})$

股权资本成本 = 无风险利率 + 风险因子 * 市场风险溢价

其中：债券资本成本使用一年期银行贷款利率；无风险收益率使用银行一年期存款利率；风险因子使用沪深市场股票 250 交易日流通市值加权的 BETA 值；考虑到中国股票市场波动率过大的特点，计算时市场风险溢价使用 4%。

表 4.3 徐工机械 2018-2022 年加权平均资本成本

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
无风险利率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
风险因子	1.088	1.374	1.189	1.405	0.869
市场风险溢价	4%	4%	4%	4%	4%
股权资本成本	5.850%	6.998%	6.255%	7.120%	4.975%
债券资本成本	4.350%	4.350%	4.350%	4.350%	4.350%
股权资本	78.337	78.337	78.337	78.337	118.162
债务资本	309.094	436.455	576.265	728.599	1204.310

续表 4.3 徐工机械 2018-2022 年加权平均资本成本

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
总资本	387.430	514.791	654.602	806.936	1322.472
加权平均资本成本	4.133%	4.200%	4.004%	4.030%	3.812%

数据来源：根据徐工机械年报及国泰安数据库资料整理

(4) 计算 EVA

经济增加值(EVA)=税后净营业利润(NOPAT)-资本总额(TC)*加权平均资本成本(WACC)

表 4.4 徐工机械 2018-2022 年 EVA

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
税后净营业利润（亿元）	28.770	38.736	37.794	60.406	56.483
资本总额（亿元）	376.779	415.763	459.538	508.339	993.891
加权平均资本成本	4.133%	4.200%	4.004%	4.030%	3.812%
经济增加值	13.199	21.276	19.396	39.921	18.600

数据来源：根据徐工机械年报及国泰安数据库资料整理

考虑到企业各年的 EVA 值变化可能受同行业发展趋势影响，并突出混改对企业绩效的影响，本文除纵向对比徐工机械混改前后年度的 EVA 值变化，还选取了截止 2022 年底未进行混合所有制改革的工程机械行业的国有企业，以其 2018-2022 年的平均经济增加值作为工程机械行业的整体水平与徐工机械进行横向对比，充分反映在剔除行业发展趋势之后，徐工机械与没有混改的公司的经济增加值变化情况。

故此本文选取 7 家没有实施混合所有制改革的公司：柳工（000528）、大连重工（002204）、山推股份（000680）、华电重工（601226）、三一重工（600031）、厦工股份（600815）、安徽合力（600761），作为本次的对照组，按照上述步骤

计算出上述 7 家企业的 EVA 平均值，如表 4.5 所示。

表 4.5 工程机械行业 2018-2022 年 EVA 平均值

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
税后净营业利润（亿元）	15.335	18.841	25.928	21.397	10.385
资本总额（亿元）	124.708	143.612	159.813	177.526	204.793
加权平均资本成本	4.358%	4.445%	4.216%	4.208%	4.160%
经济增加值	9.901	12.457	19.190	13.927	1.866

数据来源：根据徐工机械年报及国泰安数据库资料整理

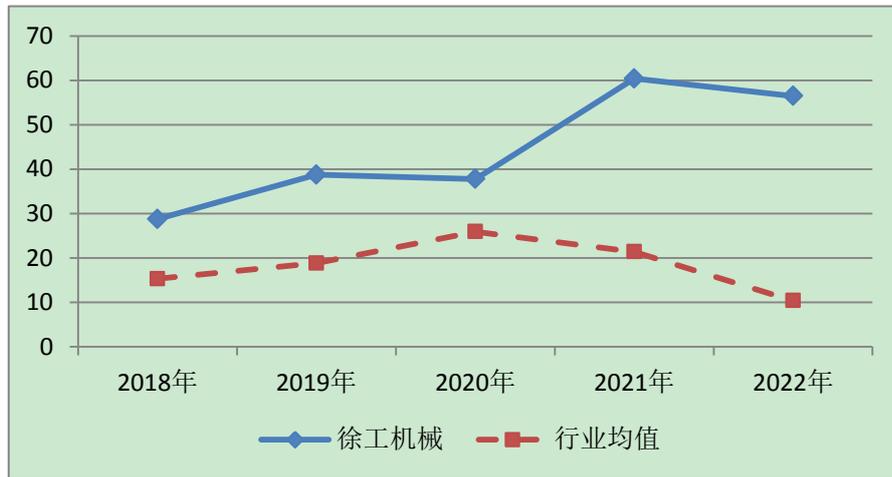


图 4.1 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年税后净营业利润



图 4.2 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年 EVA

由图 4.1 和图 4.2 可以看出, 徐工机械 2020 年以前税后净利润和 EVA 较为稳定, 2020 年混改后税后净利润和 EVA 均呈现大幅度上升, 2021 年税后净营业利润较 2020 年上升了 57.89%, EVA 较上年上升了 110.53%, 这表明, 通过混改, 徐工机械的资产运营状况良好, 企业资源得到了最大程度的发挥, 公司的价值得到了提高, 同时也给股东带来了很大的收益。

对比行业发展趋势来看, 行业均值在 2018-2020 年较为稳定, 2020-2022 年开始断崖式下跌, 其原因主要是: 近年来, 国际、国内的产业环境较为复杂, 加上疫情的反复冲击, 对下游的地产、建筑业造成了一定的冲击, 对产品的需求也存在一定的不确定性。另一方面, 由于上游的钢铁和其他金属材料生产加工企业的产能下滑, 以及原材料的涨价, 以及人口红利的消失, 以及劳动力成本的增加, 使得位于产业链中游的工程机械公司面临着需求减少和产能过剩的窘境。因此, 2021-2022 年工程机械行业普遍低迷, 在如此大背景下徐工机械税后净营业利润仍能保持增长, EVA 也只是降到之前混改前的水平, 这也体现了企业能够为股东创造价值的能力, 可以看出引入战略投资者在公司生产经营决策中起到了非常良好的正面效果。

4.2 基于传统财务指标的财务绩效对比分析

徐工机械混改于 2020 年完成, 一直到 2022 年均受新冠疫情形势反复和各地封控政策的严重影响影响, 并且徐工机械所处的工程机械行业受行业周期性影响也较大, 因此单一对比徐工机械混改前后年度的财务指标不能合理展现混改的成效, 应结合其他同行业企业进行横纵向对比分析。本文选取柳工(000528)、大连重工(002204)、山推股份(000680)、华电重工(601226)、三一重工(600031)、厦工股份(600815)、安徽合力(600761)作为本次的对照组, 取其均值作为行业均值与徐工机械财务指标进行对比分析, 并选取 2018-2022 年的财务数据以便更直观的对比徐工机械混改前后的各个财务指标变化趋势。

4.2.1 偿债能力对比分析

一个公司是否能够按时还款，是这个公司是否能够继续经营的关键，它的抗风险能力取决于它的偿债能力。因此，在一定程度上，企业的发展稳定取决于其偿债能力。研究企业的偿债能力，既要考虑短期因素，也要考虑长远因素。并不是说一家公司的偿债能力一定要追求更强，从财务杠杆效应的角度来看，必须将偿债能力控制在一个适当的区间，这样才能确保公司的偿债能力和资产的使用效率。本文通过流动比率和速动比率对徐工机械的短期偿债能力进行评估，通过资产负债率对徐工机械的长期偿债能力进行评估。

(1) 短期偿债能力分析

短期偿债能力评估的是公司日常偿还债务的能力，本文选用流动比率和速动比率来进行评估。

表 4.6 徐工机械及行业平均流动比率

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
徐工机械	1.691	1.637	1.380	1.349	1.337
行业均值	1.583	1.743	1.679	1.641	1.869

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

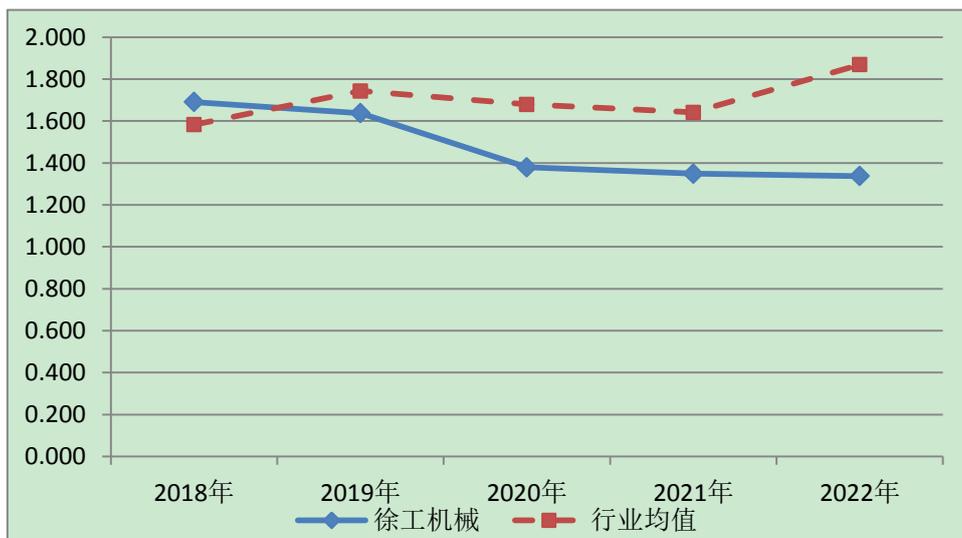


图 4.3 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年流动比率

表 4.7 徐工机械及行业平均速动比率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	1.313	1.353	1.123	1.083	0.974
行业均值	1.175	1.332	1.256	1.196	1.421

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

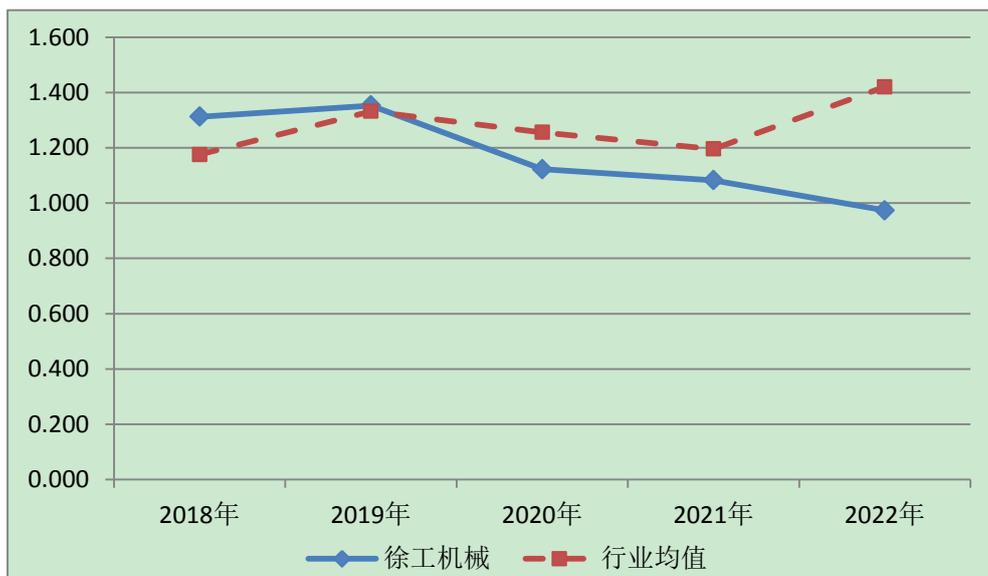


图 4.4 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年速动比率

从图 4.3 和图 4.4 可知，在 2018—2022 年间徐工机械的流动比率和速动比率总体上均呈现稳步下降的趋势，反映出公司整体的短期偿债能力并不高，但是，流动比率和速动比率不是越高越好，偿债能力充足，表明公司对资产的利用效率有所不足，不少资金处于闲置状态，没能发挥资金本该有的效用。从图 4.3 和图 4.4 中可以看出，2018、2019 年徐工机械的流动比率和速动比率均较为稳定，混改后比率较混改前更接近 1:1 这一比率。徐工机械混改引入战略投资者，募集资金 210.56 亿元，速动比率由 1.31 增长至 1.35 后，到 2020 年又降低到 1.12，2021 年降到 1.08；尽管该公司的速动比率有所降低，但仍然在同行业中处于领先地位，因此，用该时期的速动资产来清偿其债务并不困难，该比率是较为合理的。

与行业情况横向对比来看，工程机械行业的平均流动比率和速动比率总体上均呈升高趋势，且本次选取的对比公司中，安徽合力和厦工股份流动比率都有高于 2 甚至接近 3 的情况，可以看出这两家可能存在存货积压以及现金持有过多的

风险,也意味着不会有够多的创造性改革,这类企业在经营范围与企业创新方面未有大的进展,不利于企业的经营管理。只有合理平衡好公司的偿债能力和资产的使用效率,方能使企业稳定发展的基础上,提高资源使用率,实现创造性改革。因此,从总体上来说,混合所有制改革后,徐工机械的速动比、流动比都有所提高,表明了资本结构在徐工机械混合所有制改革后得到改善。

(2) 长期偿债能力分析

本文选取了资本负债率来衡量徐工机械的长期偿债能力。一般而言,如果公司的资产负债率较高,那么它的债务清偿能力就会降低,同时,公司的财务风险也会变得更加严重,但是,并不是说公司的高资产负债率就一定是最佳值。适当的负债,才能使公司的经营更加有效。据调查,企业资产负债率保持在 40%-60% 之间是比较合理的,不过,工程机械行业的投入金额很大,除自有资金之外,大部分都是依靠银行贷款和融资租赁等手段来购置设备等数额较大的基础设施,因此,整个工程机械公司的资产负债率普遍都很高。

表 4.8 徐工机械及行业平均资产负债率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	0.505	0.565	0.628	0.662	0.688
行业均值	0.525	0.538	0.566	0.590	0.651

数据来源:根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

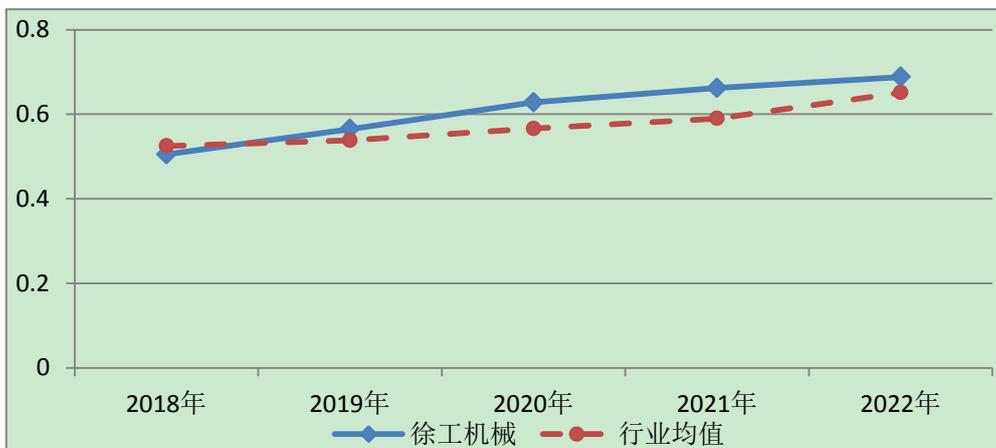


图 4.5 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年资产负债率

由图 4.5 可看出,徐工机械的资产负债率在 2020 年混改之前上升速度较快,2018 年至 2020 年资产负债率的平均增速为 12.20%,而 2020 年混改完成后增速明显变缓和,2020-2022 年资产负债率的平均增速为 4.79%,这表明,混合所有制改革有利于提高徐工机械的长期偿债能力。这主要是因为混改几次引进了战略投资者,募集了大笔的资金,使公司的资产和债务结构得到了进一步的改善。

未进行混改的另外几家工程机械企业自 2018 年到 2020 年资产负债率均值均呈逐渐上升趋势,增速也越来越快,并且这其中还包括前文提到的几家流动比率较高、未进行创造性改革的企业,而徐工机械近年来投入大量资金用于研发创新改革,在资产利用率快速提升的同时减缓了资产负债率的增速,这也横向突出了混改对徐工机械长期偿债能力的显著正面效应

综上所述,从工程机械产业特点来看,在改革前和改革后,徐工机械的短期偿债能力、长期偿债能力均不佳,公司债务负担很重,而在 2020 年,通过引进战略投资者,募集了 210.56 亿元,获得了新的资金投入,缓解了偿债能力的下降速度,使公司的财务状况得到了进一步的改善,公司的资本结构得到了一定的改善,说明徐工机械的混合所有制改革对公司的偿债能力有了一定的积极影响。

4.2.2 盈利能力对比分析

盈利能力是指企业在特定时期内获得收益的稳定程度,它反映了企业的经营效率、市场竞争力和抵御风险的能力。高利润率的企业,其抵御风险的能力较高,增长较快。国有企业混合所有制改革是以改善企业盈利为目标,以获取更大的经济利益。因此,盈利指数不仅对公司本身,而且对债权人,对投资者都非常重要。通过对徐工机械混改前、改制后的净利润、净资产收益率和营业利润率等几个方面的研究,探讨了混改前、改制后的经济效益。

(1) 净利润

由表 4.9 和图 4.6 可明显看出,徐工机械和行业净利润均值从 2018-2020 年均呈稳定上升趋势,2020 年后行业均值急剧下降,回到 2018 年的水平,徐工机械净利润在 2020 年混改后大幅度上升,后在 2022 年稍有下降,总体上高于混改前的水平。2020-2022 年工程机械行业整体业绩下降的原因主要是由于 2020 年后机械行业正是低迷调整期,且受新冠疫情反复的影响,房地产行业不景气,建筑

投资低迷，因此工程减少，工程机械的需求也就随之减少，导致收入下滑。在此严峻的宏观大背景下，工程机械行业整体较为低迷，徐工机械不降反升，可以看出混改引入战略投资者在公司生产经营决策中起到了比较良好的正面效果。

表 4.9 徐工机械及行业平均净利润

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械净利润（亿元）	20.557	36.454	37.457	56.472	42.947
行业净利润均值（亿元）	18.522	32.666	42.197	38.786	19.882

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

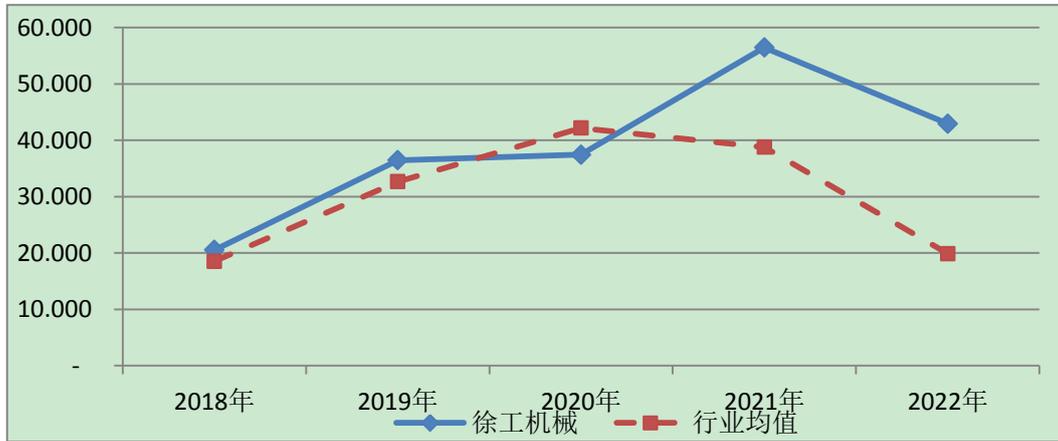


图 4.6 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年净利润

(2) 净资产收益率

净资产收益率能够全面地反应公司的经营业绩，能够更好地体现公司的整体获利状况。净资产收益率高表明企业能够为投资者带来更多的利润。

表 4.10 徐工机械及行业平均净资产收益率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	0.068	0.108	0.110	0.152	0.079
行业均值	0.098	0.122	0.128	0.108	0.073

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

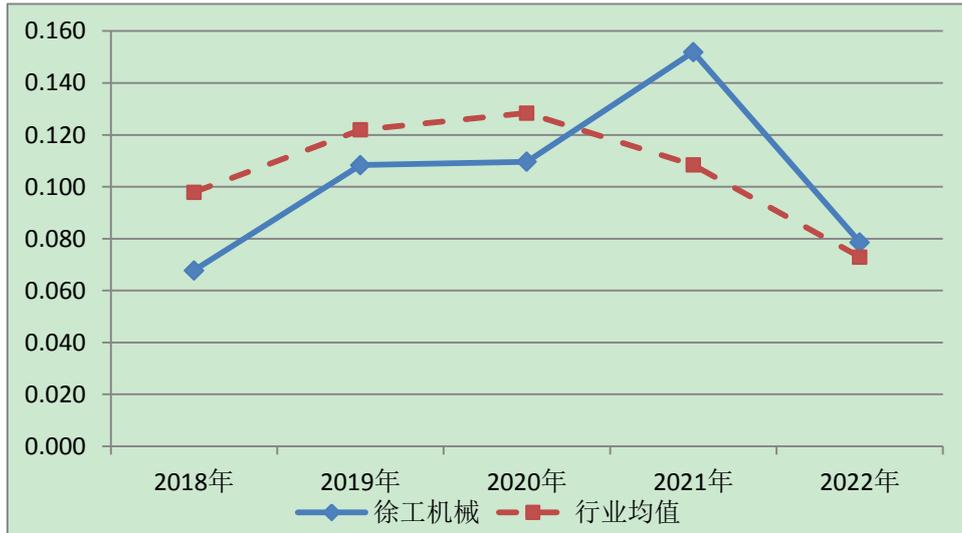


图 4.7 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年净资产收益率

由表 4.10 和图 4.7 可看出，行业平均净资产收益率变化趋势几乎和前文净利润的变动趋势一致，徐工机械 2022 年净利润下降至 42.947 亿元，仍高于混改年度 37.457 亿元，净资产收益率下降至 7.9%，低于混改年度 11%，其原因是混改引入战略投资者，所有者权益增加。此外，徐工机械在各个领域都在扩张自己的公司，并且进行了一些设备升级，但是那些都是投资大、回报时间久的工程，所以在短时间里，并不能很好地提高公司的资本收益率，再加上大环境的影响，使 2022 年净资产收益率没有得到显著提升。整体上混改对徐工机械的净资产收益率具有显著正面效应。

(3) 营业利润率

营业利润率是一种反映公司经营收益产生净利润的能力，它的数值较大表明公司的盈利水平较高。

表 4.11 徐工机械及行业平均营业利润率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	0.167	0.175	0.171	0.162	0.202
行业均值	0.197	0.202	0.178	0.164	0.169

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理



图 4.8 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年营业利润率

由图 4.8 可知,工程机械行业营业利润率在 2018-2022 年间呈逐渐下降趋势,尤其是 2020 年至 2022 年,受疫情影响,房地产景气度大幅下滑,原材料价格处于高位,市场竞争激烈,叠加疫情扰动,物流成本有所上升,营业收入下降幅度较大,导致行业整体营业毛利率呈逐渐下降趋势。在如此不景气的大环境下,徐工机械对下游的经销商伸出援手进行扶持,并且在营销和服务方面加大投资,同时继续加大对工程机械产品和核心零件的研发和投资,尤其是在数字化、电动化、国际化产品和技术方面,大力推进数字化、电动化、国际化战略。这些举动都加大了徐工机械的成本投入,而徐工机械营业毛利率在 2018-2022 年间仍呈先降后升态势,可见混改的红利还在继续释放。

综上所述,根据徐工机械混改前后的净利润、净资产收益率和营业毛利率指标变化可以看出,剔除行业背景及大环境影响后,混改对徐工机械的盈利能力是有一定的积极效应的。

一是通过混改,将徐工集团的主要工程机械业务整合到徐工机械,从而进一步充实公司的产品线;二是通过混合所有制改革,引进战略投资者,为企业带来新的战略和机制等资源,把产业链进一步做大做强,并与产业链的上游和下游企业进行紧密的联系,从而达到资源的集成和协作,使资源得到最大程度的分配。三是混改,徐工机械得到资金注入,统筹规划构建全球研发基地,为企业的科技创新与国际化发展提供了有力的支持。^①研发方面,混改后徐工机械资金更宽裕,

加大对研发的投入。前文中表 3.1 显示，2020 年混合所有制改革后，公司的研发投入较去年增加 52.75 个百分点，达到 37.52 亿，2022 年更是达到 57.50 亿。通过徐工机械不断地创新研发，目前获得的专利数高达九千多项，专利奖 20 多项，荣获“国家知识产权示范企业”和“优势企业”等荣誉称号。②国际化方面：国际化收入增五成，出口占有率提升。2022 年，徐工机械共完成了 938.17 亿元的销售，其中海外业务收入 278.38 亿元，上升了 50 个百分点；出口额 278.38 亿，已经占据了徐工机械总营收的 30%，相比去年增加了一倍。徐工机械的海外销售不但实现了快速的发展，而且其毛利也有所提高，远高于国内。

4.2.3 营运能力对比分析

本文选择运用应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率来分析徐工机械的营运能力。

表 4.12 徐工机械及行业平均应收账款周转率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	2.460	2.268	2.869	2.695	2.319
行业均值	2.899	3.113	3.419	3.620	2.847

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

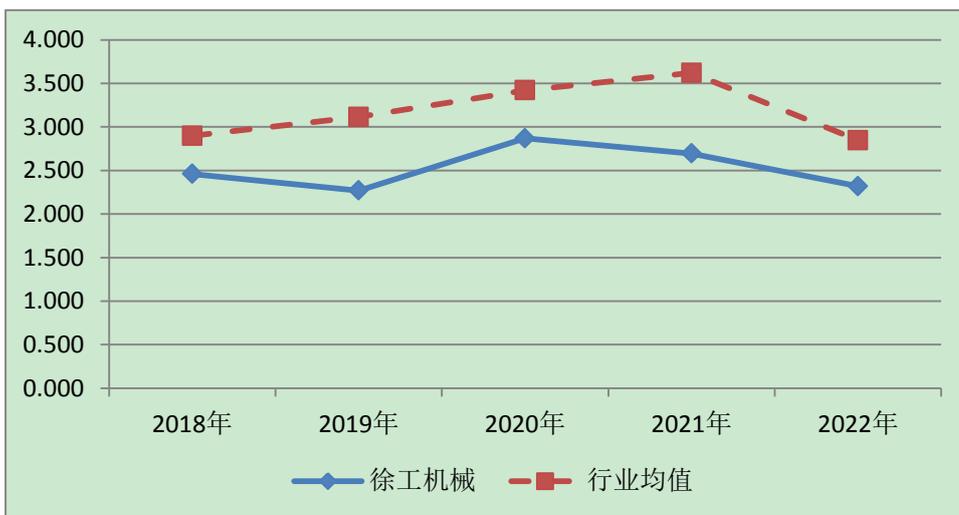


图 4.9 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年应收账款周转率

表 4.13 徐工机械及行业平均存货周转率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	3.629	4.656	4.697	4.197	2.133
行业均值	2.893	3.197	3.245	3.278	2.424

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

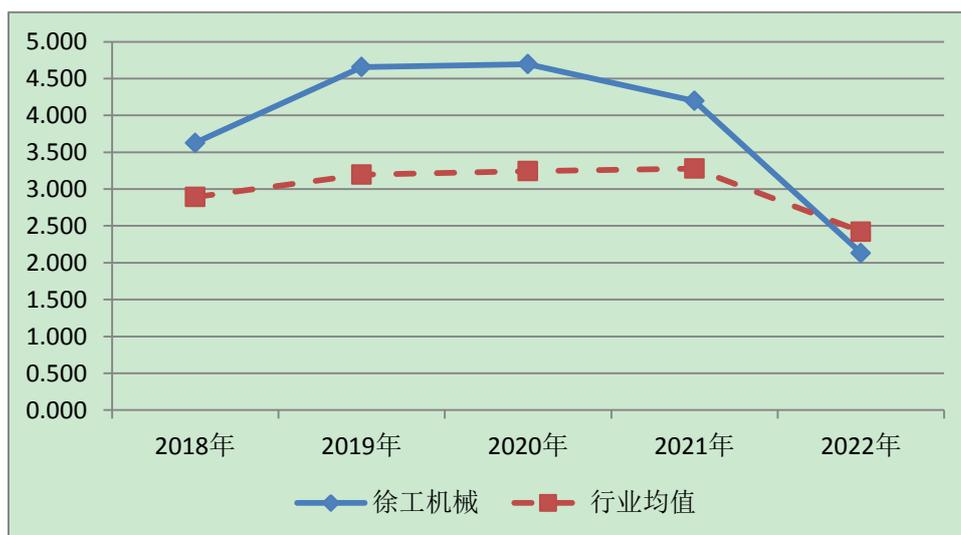


图 4.10 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年存货周转率

表 4.14 徐工机械及行业平均总资产周转率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	0.725	0.766	0.806	0.766	0.536
行业均值	0.682	0.684	0.705	0.692	0.508

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理

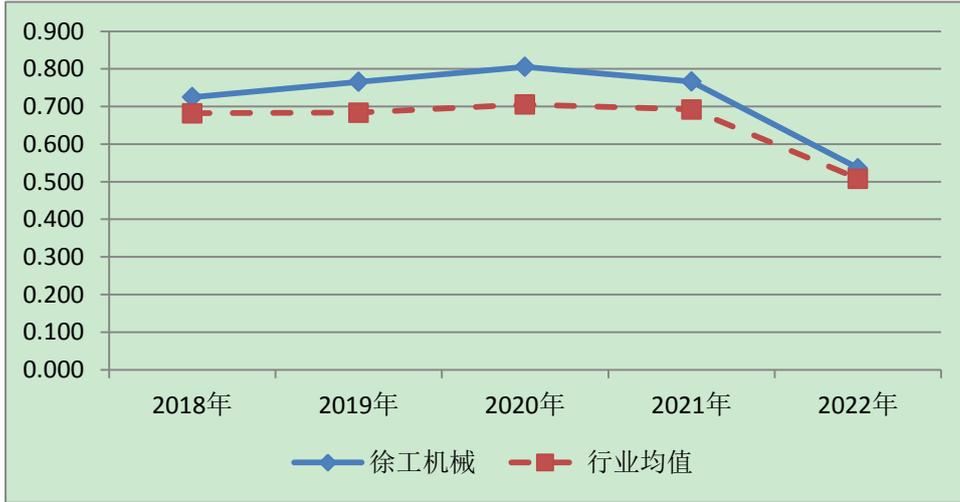


图 4.11 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年总资产周转率

从上面的几个指标可以发现，2018-2020 年，徐工公司应收账款周转率、总资产周转率、存货周转率总体趋于平稳，而在 2020-2022 年均出现下滑。公司的应收账款周转速度始终低于行业均值，改革前后无明显差异。存货周转率和总资产周转率 2020-2022 年下降速度变快，但徐工机械总资产周转率始终高于行业均值，并呈现大致相同的变化趋势。因此，本文未发现混改对徐工机械的营运效率有明显的促进效应。

4.2.4 发展能力对比分析

为了评估混合所有制改革对徐工机械发展能力的作用，本文选取了营业利润增长率、固定资产增长率和资本积累率等几个重要的指标进行分析。

(1) 固定资产增长率

表 4.15 徐工机械及行业平均固定资产增长率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	-0.002	0.058	0.049	0.080	0.090
行业均值	-0.050	-0.078	-0.012	0.113	0.061

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理



图 4.12 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年固定资产增长率

通过图 4.12 可见，2020 年徐工机械混改前的固定资产增长率呈下降趋势，混改后开始逐年上升，从 2020 年的 4.9% 上升至 2022 年的 9%，而行业均值虽然在 2021 年又负增长转为正增长，短暂超过徐工机械，但是 2022 年又骤降至 6.1%，再次低于徐工机械，其稳定性和增长率高低均低于徐工机械。这反映出混合所有制改革对国有资产保值增值能力的提升作用。

(2) 营业利润增长率

表 4.16 徐工机械及行业平均营业利润增长率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	-0.027	-0.090	2.408	0.364	-1.076
行业均值	-0.095	0.861	0.252	-0.134	-0.555

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理



图 4.13 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年营业利润增长率

通过图 4.13 可以明显发现，徐工机械 2020 年前营业利润均为负增长，2020 年混改后，营业利润增长率从-9%激增至 240.8%，虽然 2022 年再次降为负值，但这是由于受疫情影响，房地产景气度大幅下滑，原材料价格处于高位，市场竞争激烈，叠加疫情扰动，物流成本有所上升，营业收入下降幅度较大，导致行业整体营业毛利率呈逐渐下降趋势。在如此不景气的大环境下，徐工机械对下游的经销商伸出援手进行扶持，并且在营销和服务方面加大投资，同时继续加大对工程机械产品和核心零件的研发和投资，尤其是在数字化、电动化、国际化产品和技术方面，大力推进数字化、电动化、国际化战略。这些举动都加大了徐工机械的成本投入，降低了企业利润。

（3）资本积累率

资本积累率反映了企业在经营过程中投入资本的多少和效率，对企业经济增长具有重要影响。一般来说，资本积累率越高，意味着更多的资本被投入到生产中，可能会带来更高的经济增长率。然而，过高的资本积累率也可能导致资源配置不合理，造成经济结构失衡。因此，资本积累率被视为一个重要的指标，用来评估企业的发展能力。

表 4.17 徐工机械及行业平均资本积累率

公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
徐工机械	0.261	0.109	0.016	0.088	0.053
行业均值	0.064	0.051	0.033	0.074	0.035

数据来源：根据徐工机械年报资料及国泰安数据库资料整理



图 4.14 徐工机械及工程机械行业 2018-2022 年资本积累率

如图 4.14 所示，2020 年混改前，徐工机械的资本积累率断崖式下跌，从 2018 年的 26.1% 骤降至 2020 年的 1.6%，低于行业均值水平，2020 年混改完成后，不断回升并始终高于行业均值。

综上所述，根据徐工机械混改前后的营业利润增长率、固定资产增长率和资本积累率指标变化可以看出，剔除行业背景及大环境影响后，混改对徐工机械的发展能力是有一定的积极效应的。混改对于徐工机械来说，是一个重大的契机，无论是引入的大量资金，还是新兴的战略，或是扩充的产业链，都高效推动徐工机械从传统业务向更智能化业务发展，增强了企业的竞争力和可持续发展能力，对企业发展能力有促进效用。

4.3 徐工机械混改的非财务绩效分析

4.3.1 员工层面

(1) 员工持股平台实现公司和员工的利益捆绑

混在混合所有制改革中，职工持股也是一种引进资金的方法，这是由于混改的实质是为了处理产权问题，而职工作为股东将资金投入到企业中，也有助于实现产权多样化结构。徐工机械混合所有制改革的路径之一便是员工持股，以徐工集团的高管、研发人员、市场销售人员为核心，一共 435 人，通过徐工金帆共计持股 2.72%。

Jensen（1986）提出的自由现金流量理论认为，解决公司代理问题的一个重要途径就是把剩余的资金归还给所有者，增加分红可以在某种程度上降低经理人员的浪费，使公司利益最大化。徐工机械在改制之前的股利只有 12.98%，但是在改制之后，今年的股利却高达 21%，这就说明了它的代理费用有所下降。而获取股利的同时若经营不善，平台的员工也面临着需要承受公司运营失败所造成的损失的风险，出于自己利益的考虑，员工们也会通过更积极地工作来促进公司的发展，从而减少了代理费用。此外，通过员工持股平台，将企业和员工的利益进行捆绑，使职工在享受徐工机械红利的过程中，增强了对企业的认同与归属感，增强了自己的责任感，增强了自己的工作热情。36 个月的禁售期限和通过持股红利而获得的个人收入增加，能够有效抑制核心人才的流失，从而激活了人力资本，徐工机械的主要成员中，生产、销售和技术人员占据了公司总人数的大部分，他们是公司的中坚力量和力量来源，而参与员工持股的正是这些人才，稳住他们，就是在稳住了徐工机械未来的经营发展。

总之，徐工机械员工持股平台的构建，是对目前徐工机械的管理体系下的一种员工薪酬激励机制的一种有效的补充，它通过“利益捆绑”的方式，在职工和企业的长期互利共赢的基础上，既可以通过监管和员工自发的积极性解决委托代理问题，完善公司的治理体系，还可以使一般职工共享企业的利润，充分调动职工的工作热情和创造力，推动徐工机械的绩效水平。

(2) 激励机制更完善

由于国企的性质问题，国企的薪酬一直以来受政策因素制约比较严重，不像

私企薪酬和业绩挂钩，大部分的国企高管因为没有股份，所以他们缺乏股票的价值回报，起不到激励作用，这严重影响了员工的积极性。

2020年，徐工机械成功完成了混合所有制改革，首先是职工持股，让企业的精英和高管们，都拥有了一定的股权，并在第二年，对公司的工资制度进行了调整，达到了与市场同步的程度。公司高层管理人员薪酬结构从“底薪+业绩薪酬”向“底薪+岗位薪酬+效益薪酬”进行了调整。首先按照绩效与报酬的双重基准来决定每年的基准薪资，再选择规模、效益比较类似的同行为参考群体，以主要绩效指数为基准，根据各主要绩效指数来设定公司的绩效分值，以此来制定董事长的薪资，也就标志着徐工机械的薪资水平逐步向市场上的其他公司靠拢。其次，在进行绩效工资计算时，以往的绩效工资基础都是固定的，而现在，将徐工机械最近三年的营业收入均值与薪酬联系确定。从图 4.15 可以看出，2020 年混改前徐工机械的董事、监事和高级管理人员报酬稳定保持在 2000 万元左右，而混改完成后一直激增至 6,871.93 万元，相比 2020 年上升了 167 个百分点，这其中离不开混改带来的资金支持和薪酬制度的完善。

这一次的激励机制的完善，既能确保公司高层管理人员的工资与市场上的同类企业相一致，也能让他们的工资与公司的绩效相联系，工资的表现更加敏感，能够让他们的工资与公司利益密切地联系在一起，这也是对以往的薪酬制度的一种完善。



图 4.15 徐工机械全体董事、监事和高级管理人员报酬（万元）

4.3.2 公司治理层面

混改战略强化了公司的治理结构，提高了企业管理效率。引入了更多的独立董事和专业委员会，加强了对公司治理的监督，确保了决策的科学性和合规性，为公司长期发展提供了完善保障。通过对徐工机械进行混改的历程进行剖析，可以发现，在进行混改之前，其本质上是一家以国家资产为主的国企。但是随着混合所有制改革的实施，整个徐工集团的所有权结构进行了重组和优化，形成了一种更为多样化的格局，各种资本相互制约，形成了一种平衡的关系。

混合所有制改革其核心问题是要通过对国有股权“一股独大”而产生的监督与激励机制失效、资产运行低效等弊端以及委托-代理关系的复杂性等方面进行深入研究。过去，国企一家独大所产生的治理问题使得国企央企难以建立起健全的现代企业体制，难以应对快速变化的市场，从而导致其应对能力不强。而徐工混改起到了正面作用，原本 100%持有徐工集团（实际控制人为国有资产监督管理委员会）转让 65.9%的股份，只剩下一票否定权，丰富了徐工机械的股权结构。

在混合所有制改革后，虽然徐工集团还剩 34.1%的股份，依然保持着徐工机械的控股地位，但引入的战略投资者和徐工金帆这个职工持股平台，也加入了进来。这些投资人都是相对独立的，他们按需行使表决权，互不干涉，也不会以协议的形式来实现自己的股东权益，也就是说，他们可以利用自身的优势，为公司的发展出谋划策，或者为公司的发展提供资助。从徐工机械的视角来看，这些战略投资者的单一股权不能高于 11%，这就说明，在保证各种社会资本的同时，还能保持对公司的控制权，从而有效地规避了资产的流失。

4.3.3 市场层面

徐工机械混合所有制改革在市场层面带来了多方面的非财务效果，这不仅影响了企业自身的竞争力，还对整个市场格局产生了深远的影响。通过引入战略投资者和社会资本，支持国际市场拓展计划的实施，并有利于优化全球供应链，提高供应链的灵活性和效率，实现全球一体化推进农村战略化，应对全球市场挑战。混改后，徐工机械统筹规划构建全球研发基地，为大力发展国际化产业打下基础。徐工机械秉承“国际化、世界级”的发展战略，争抢“一带一路”的战略机遇，

加快渠道、制造、服务等核心能力的完善，放眼国外市场，注重研发以适应国外市场的产品，抢占海外高端市场。

徐工机械 2022 年的收入高达九百多亿元，其国际化收入便占其中三成、较去年翻了一番，出口额 216.3 亿元，上升了 70 个百分点。不仅国际化收入飞快上涨，其毛利率也上涨 63.98%，并高于国内毛利。徐工机械外贸国新增至 191 个，出口占有率增加 2.4%，欧美国家地区增长更快，充分体现了徐工机械的产业在国际高端市场的市场地位迅速提升。

总之，混合所有制改革使得徐工机械有机会通过合作伙伴关系或联合投资，进入新兴市场领域，这包括但不限于国际市场、高新技术产业、绿色环保领域等。通过深度整合外部资源，企业可以更迅速地适应新兴市场需求，拓展业务范围，提升市场份额。

5 结论与建议

5.1 研究结论

通过案例分析研究，本文重点解决了“徐工机械混合所有制的动因是什么”，“混合所有制对徐工的绩效产生了怎样的影响”的问题。得到结论如下：

第一，徐工选择混合所有制改革的背后动因是：外部动因：（1）顺应宏观经济趋势；（2）提升国有企业经营管理效率。（3）完善国有企业的激励制度内部动因：（1）填补资金缺口，加速智能化制造布局建设智能化企业；（2）拓展国际市场，强化国际化布局，扩大全球市场份额

第二，混改对徐工机械绩效的影响：

（1）财务绩效：①通过混改，徐工机械得到了新的资金注入，减缓了偿债能力恶化的速度，改善了企业资本结构，一定程度上提升了企业的偿债能力。②通过混改，获得新的资金注入，引入新的战略、机制等资源，支撑公司技术创新和国际化战略落地，研发投入大量增加，国际化市场得到拓展，境外收入增五成，出口占有率提升，进而提升徐工机械的盈利能力和发展能力。③混改并没有显著提升徐工机械的营运能力。总体来说，除了营运能力，混改对于盈利能力、发展能力、偿债能力以及 EVA 均有显著积极效应。

（2）非财务绩效：①公司治理层面，通过混改，徐工机械引入多家战略投资者和员工持股平台，实现股权多样化，完善治理结构，引入市场优质的激励机制，提高企业的管理能力，使企业决策更加市场化，促进企业绩效提升。②员工层面，员工持股平台的建立通过“利益捆绑”的方式，在职工和企业的长期互利共赢的基础上，既可以通过监管和员工自发的积极性解决委托代理问题，完善公司的治理体系，还可以使一般职工共享企业的利润，充分调动职工的工作热情和创造力，推动徐工机械的绩效水平。③市场层面，通过混改，增加市场竞争力，抢占市场份额，推动企业与更多利益相关者建立更紧密的合作伙伴关系进一步增强企业在市场中的综合实力，提高业务的可持续性和稳定性。

综上所述，徐工机械通过混合所有制改革改善治理结构，得到大量资金注入，引入战略投资者，为徐工机械带来新的战略、管理机制、激励机制等资源，为徐工机械的研发创新和国际化战略打下基石，实现降本、提质、增效，进而提升徐

工机械的偿债能力、盈利能力和发展能力，增强企业在市场中的综合实力，提升企业的市场竞争力。

5.2 研究建议

5.2.1 企业层面

（1）混改要因地制宜

目前，我国正积极推动相符的国企实行混合所有制改革，在此背景下，很多国企也都开始纷纷效仿积极参与。但是，一些国企是关系国家经济命脉的重要产业，民营企业的加入会导致国有企业的社会性下降，并且在出现市场失灵时还容易引起混乱，这就不适用于实行混合所有制改革。另外，一些国企只是迫于政策压力而只进行了一些形式上的改革，缺少了改革内在的动力，没有发挥自身的主观能动性，存在着改革的不完全化和形式化。对此，企业应给予足够的关注。徐工机械取得今日的业绩，主要原因在于公司管理层积极改革，顺应市场，从长远的眼光规划促进公司的发展。所以，开展混合所有制改革需要国企领导层对国企的内部情况、存在的主要问题和以期达到的目标作一个完整的、明确的剖析，同时依据自己的主观能动性，采取更加积极的措施，联系改革过程中出现的问题和状况，坚持以目标为导向，对改革成效不断深化。

（2）重视混改的持续性

国有企业实行混改，最重要的是要让国企更好地与市场体制相匹配，提高企业的运营效率。国企要明晰，开展混合所有制改革是为了企业的长期、稳定发展，应该从长远的角度来审视企业的改革，而避免一味地关注短期效益。徐工从2014年起就准备实施企业的混合所有制改革，针对当前存在的问题，进行了一系列的深化，直至2020年，这一系列的变革无不体现徐工混改过程中的深思熟虑。国企要想获得长远的发展，就必须做好持续改革的准备，针对企业面临的特定问题，适时、高效地进行调整和变革。

（3）谨慎选择战略投资者

我国大部分国企均采取了引进战略投资者的方式，而在此过程中，战略投资人的选取是关键。就其内涵而言，要求投资则具备丰富的管理经验，较强的资金

和技术，才能推动公司的高速发展。一些国企在引进民营资本的过程中，没有把好质量的关，引进的民营资金目光狭隘，只注重眼前的经济效益，利用国有资金为自己谋取利益，造成了国有资本的大量损失。对于企业的战略投资人，徐工机械从多方面进行了筛选，最后选定的投资人既有资金和管理上的优点，长远的战略目光，以及清晰的战略方向。该投资者加入徐工公司后，并非一味追逐短期利润，而是采取了一系列的、持续的持股方式，为徐工公司制定了一套高效的公司治理体系，从而推动了公司的良性发展。所以，国企应通过广泛调查、慎重考量，选择重视企业长远发展与具备可靠性的战略投资者。

5.2.2 政府层面

在国有企业混改的过程中，国家作为创立者与引导者，肩负着制定混改政策、实施监管等多项职责，对混改起到了宏观和整体的调控作用。对此，国家应充分承担发挥引导与监督的职能。

第一，要在我国实施混合所有制改革，首先必须以法律为保障，并建立健全的法律体系。正是由于公司法、合同法、企业国有资产法、物权法等一系列健全的规章制度，保证了企业在准入、退出、产权保护等各个环节都能够得到有效的法律规范。为此，中央政府应主动健全与混合所有制改制有关的法律制度和相应的政策，并按照法定程序，对地方国企改革进行规范。

第二，通过混合所有制改革，实现了由“管人管事管企业”到“管资产”的转变，这就要求我国政府必须转变过去的国资管理模式。在此背景下，通过构建“管资本”的国有企业监督体系，可以推动政府对国有企业的监督走向市场化，进而通过股东和资本市场对国有企业进行有效的监督。与此同时，为了实现政府的职能转换，实现政企分离，国企现有的管理团队的去行政化工作也是非常关键的，国家应该在管理层的选拔方面下投入更多精力，把对职业经理人的考评和调任权返还给国企的董事会，由董事会面向社会进行公开、公正的选拔任命。

5.3 不足与展望

通过与徐工公司的 EVA 比较与传统财务指标的绩效进行比较，发现徐工的各项经济指标整体上呈逐步增长的态势，而工程机械行业的均值则趋于稳定，这

使得徐工公司虽然在混改之后具备了一些优势,但由于混合经营对公司的财务绩效与非财务绩效产生了滞后效应,短期内并没有太大的起色。徐工机械的混合所有制改革是在 2020 年完成的,而最近的财务资料是从 2020 年到 2022 年的年报中提取出来的,但是由于时间上的限制,所以在研究过程中,我们更多的关注的是这一过程对徐工机械财务绩效的影响,以及对企业的中长期财务绩效的影响。徐工当前的公司治理与绩效评价指标并不能全面反映企业的治理水平,且徐工企业在深化改革过程中,已有治理机制的优化还有待进一步完善,因此,如何对其进行有效的优化还需要进一步研究。

另外,由于全文仅围绕一个案例展开研究,且被研究企业受区域经济背景等因素的限制,导致此次研究的一些研究结论仅适用于该企业,对其他类似企业而言适用性并不强。因此,本文的研究成果能否推广到其它同类企业,还需要进一步的研究。最后,由于作者的专业知识及综合能力所限,所以对公司业绩变化趋势的研究与分析不够全面和准确。

后续研究者可以拓展我国国企混合改革的案例研究对象,拓宽我国国企混改的研究领域,选择我国各行业中具有代表意义的国企,围绕混改动因和经济后果开展实证研究,为我国各行业国企改革实践提供借鉴。

参考文献

- [1]Goldeng E, Grünfeld L A, Benito G R G. The performance differential between private and state owned enterprises: The roles of ownership, management and market structure[J]. *Journal of Management Studies*, 2008, 45(7): 1244-1273.
- [2]Yu H. The ascendancy of state-owned enterprises in China: Development, controversy and problems[J]. *Journal of Contemporary China*, 2014, 23(85): 161-182.
- [3]Hoi C K S, Hasan I, Wu Q, et al. Does Social Capital Matter in Corporate Decisions? Evidence from Corporate Tax Avoidance[J]. *Evidence from Corporate Tax Avoidance* (August 10, 2017). Bank of Finland Research Discussion Paper, 2017 (21).
- [4]Guan J, Gao Z, Tan J, et al. Does the mixed ownership reform work? Influence of board chair on performance of state-owned enterprises[J]. *Journal of Business Research*, 2021, 122: 51-59.
- [5]Huang L, Xiao S. How does government ownership affect firm performance? A simple model of privatization in transition economies[J]. *Economics Letters*, 2012, 116(3): 480-482.
- [6]Cheng M, Lin B, Wei M. How does the relationship between multiple large shareholders affect corporate valuations? Evidence from China[J]. *Journal of Economics and Business*, 2013, 70: 43-70.
- [7]Wang H, Wang W, Alhaleh S E A. Mixed ownership and financial investment: Evidence from Chinese state-owned enterprises[J]. *Economic Analysis and Policy*, 2021, 70: 159-171.
- [8]Yuan R, Li C, Li N, et al. Can mixed-ownership reform drive the green transformation of SOEs?[J]. *Energies*, 2021, 14(10): 2964.
- [9]Zheng J. Reform of Mixed Ownership of State-owned Enterprises and Enterprise Value[C]//4th International Conference on Humanities Science, Management and Education Technology (HSM

- ET 2019). Atlantis Press, 2019: 783-788.
- [10]Zhou Z, Xu X, Qu X, et al. Study on the networked integration model and its efficiency of private company taking part in state-owned company mixed ownership reform[J]. International Journal of Engineering Business Management, 2020, 12.
- [11]蔡贵龙,郑国坚,马新啸,卢锐.国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革[J].经济研究,2018,53(09):99-115.
- [12]陈剑文.当前国企改革动因及未来发展思路分析[J].企业改革与管理,2016(24):21-22.
- [13]崔楷.要素市场化配置下国企混合所有制改革的创新驱动路径[J].经济体制改革,2021(03):108-114.
- [14]邓晓益,解德强.对国有资产管理体制进行根本性变革——论国资委的组建[J].经济师,2003(09):61-62.
- [15]杜煜.国有企业混合所有制改革分析与对策研究[J].福建冶金,2022,51(01):60-62.
- [16]方明月,孙鲲鹏.国企混合所有制能治疗僵尸企业吗?——一个混合所有制类啄序逻辑[J].金融研究,2019(01):91-110.
- [17]葛扬,尹紫翔.70年所有制改革:实践历程、理论基础与未来方向[J].经济纵横,2019(10):9-15+129.
- [18]韩卓辰.混合所有制企业股权激励研究——以中国联通混合所有制改革为例[J].当代经济研究,2020(12):33-40.
- [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.
- [21]黄涛,杨晓敏.国有企业混合所有制经济的实现形式和存在问题[J].时代金融,2014(24):82-83.
- [22]季晓南.国企改革三年行动方案要聚焦和突破难点[J].国企管理,2020(02):50-55.
- [23]姜凌,许君如.深化我国国有企业混合所有制改革的基本思路与政策建议[J].经

- 济研究参考,2018(66):39-41.
- [24]孔祥贞,张华,田佳禾.国有企业混合所有制改革的出口效应研究[J].世界经济研究,2021(05):116-133+136.
- [25]冷兆松.发展混合所有制经济的决策演进[J].当代中国史研究,2015,22(06):36-45+127.
- [26]李赫美,王汀汀.新一轮混改下的国有企业投资与创新分析——基于自然实验的政策评估[J].经济问题探索,2020(12):1-15.
- [27]李井林.混合所有制改革有助于提升国有企业投资效率吗?[J].经济管理,2021,43(02):56-70.
- [28]李瑛.治理会计信息失真的对策研究[J].中国经济问题,1999(06):58-62.
- [29]李禹桥,陈林.国有企业分类改革与高管薪酬[J].暨南学报(哲学社会科学版),2020,42(04):14-25.
- [30]梁永福,王凤生,陈林.混合所有制改革:上缴红利、转移支付与社会福利效应[J].管理评论,2020,32(12):37-48.
- [31]刘凤义,崔学东,张彤玉.论发展混合所有制经济的客观规律——兼谈《关于深化国有企业改革的指导意见》的学习体会[J].马克思主义研究,2016(01):65-74.
- [32]刘莉,任广乾,孙丰铭.混合所有制改革、国有股比例与企业价值[J].经济体制改革,2021(01):100-106.
- [33]刘启亮,李祎,彭璐瑶.国有企业混合所有制改革的现状与思考[J].财会月刊,2020(23):7-11.
- [34]刘伟.发展混合所有制经济是建设社会主义市场经济的根本性制度创新[J].经济理论与经济管理,2015(01):5-14.
- [35]刘长庚,张磊.理解“混合所有制经济”:一个文献综述[J].政治经济学评论,2016,7(06):25-41.
- [36]刘震,张祎嵩.基于案例研究的混合所有制改革动因分析[J].学习与探索,2015(08):86-90.
- [37]鲁瑛均,耿云江.混合所有制企业社会责任与创新关系研究——基于董事会群体断裂带视角[J].财经论丛,2020(04):73-83.
- [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(04):120-124.
- [39] 吕立邦, 黄恒学. 国有企业改革中的政企关系问题探析[J]. 社科纵横, 2016, 31(10): 67-71.
- [40] 马新啸, 汤泰劫, 郑国坚. 非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献——基于混合所有制改革的视角[J]. 管理世界, 2021, 37(06): 128-141+8.
- [41] 綦好东, 郭骏超, 朱炜. 国有企业混合所有制改革: 动力、阻力与实现路径[J]. 管理世界, 2017(10): 8-19.
- [42] 钱学锋, 王备. 中国企业的国际竞争力: 历史演进与未来的政策选择[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2020, 35(04): 43-56.
- [43] 桑凌, 李飞. 混合所有制改革能提升企业的市场绩效吗?——以云南白药集团股份有限公司为例[J]. 财经问题研究, 2019(09): 111-119.
- [44] 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.
- [45] 沈红波, 张金清, 张广婷. 国有企业混合所有制改革中的控制权安排——基于云南白药混改的案例研究[J]. 管理世界, 2019, 35(10): 206-217.
- [46] 沈红波, 宗赞, 杨慧辉. 国企混改如何从管企业过渡到管资本——基于格力电器的案例研究[J]. 中国管理会计, 2021(01): 89-101.
- [47] 盛毅. 我国国有经济使命变迁历程回顾与“十四五”取向[J]. 经济体制改革, 2021(03): 11-17.
- [48] 施春来. 国企混合所有制改革中若干焦点问题的思考[J]. 上海市经济管理干部学院学报, 2017, 15(06): 16-22. 10): 8-19.
- [49] 汤瑞丰, 锁箭. 混合所有制改革国际比较研究[J]. 技术经济与管理研究, 2020(11): 50-55.
- [50] 王丹. 推动混合所有制经济走深走实的思路与建议[J]. 宏观经济管理, 2019(09): 45-50+58.
- [51] 王守元. 国有企业混合所有制改革文献综述[J]. 中小企业管理与科技(中旬刊), 2020(10): 96-97.
- [52] 王玮, 梁诗, 何红玲, 王春莉. 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,韩宝山.混合所有制企业股权结构治理效应分析[J].经济体制改革,2018(06):125-131.
- [54]吴敬琏.用市场经济的方法改组国有经济[J].集团经济研究,1997(09):14.
- [55]吴秋生,独正元.混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债[J].经济管理,2019,41(08):162-177.
- [56]吴祖光,孟祥龙.混合所有制改革对研发投入强度的影响:政府透明度的调节作用[J].科技进步与对策,2021,38(18):18-26.
- [57]肖雪,陈茜子,高源.国有企业混合所有制改革路径再辨析:问题与创新[J].中国市场,2023,(30):15-18.
- [58]谢多.持续推动资产证券化更好服务实体经济发展[J].清华金融评论,2018(09):18-20.
- [59]谢海洋,曹少鹏,孟欣.混合所有制改革实践与企业绩效——基于非国有股东派任董监高的中介效应[J].华东经济管理,2018,32(09):123-131.
- [60]熊爱华,张质彬,张涵.国有企业混合所有制改革对创新绩效影响研究[J].科研管理,2021,42(06):73-83.
- [61]许光建,孙伟.国有企业混合所有制改革的五个关键问题[J].宏观经济管理,2018(01):20-25.
- [62]杨瑞龙.探索国有制与市场经济相兼容的中国特色改革道路[J].中国人民大学学报,2021,35(03):10-14.
- [63]杨运杰,毛宁,尹志锋.混合所有制改革能否提升中国国有企业的创新水平[J].经济学家,2020(12):71-79.
- [64]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.
- [65]杨帆.混合所有制改革的动机、路径及效果研究[J].投资与合作,2023,(06):196-198.
- [66]余菁.“混合所有制”的学术论争及其路径找寻[J].改革,2014(11):26-35.
- [67]袁惊柱.国有企业混合所有制改革的现状、问题及对策建议[J].北京行政学院学报,2019(01):71-78.

- [68]张冰石,马忠,夏子航.国有企业混合所有制改革理论研究[J].经济体制改革,2017(06):5-11
- [69]张凌.我国国有企业混合所有制改革研究 D.中国财政科学研究院,2016.
- [70]张孝梅.混合所有制改革背景的员工持股境况[J].改革,2016(01):121-129.
- [71]赵力澜,于敬如.我国民营资本参与国有企业混合所有制改革的障碍及政策建议[J].对外经贸,2016(04):101-103.
- [72]周观平,周皓,王浩.混合所有制改革与国有企业绩效提升——基于定义矫正和PSM、DID、IV法的再透视[J].经济学家,2021(04):80-90.
- [73]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(04):126-131.
- [74]中国财富通.行业低谷期保持战略定力“新徐工”今年或重回增长[EB/OL].(2023-04-29)[2024-03-26].

致 谢

在硕士学习生涯即将结束之际，我满怀感激之情，向所有在我求学路上给予我帮助、支持和鼓励的人表示最衷心的感谢。

首先，我要衷心感谢我的导师曹剑峰。在整个研究生阶段，您以严谨的学术态度、深厚的学术造诣和敏锐的洞察力，为我点亮了学术道路上的明灯。在论文的撰写过程中，您给予了我宝贵的指导意见和悉心的帮助，使我在困惑中找到了方向，在挫折中不断成长。您的言传身教将永远铭记在我心中，成为我未来学术道路上的宝贵财富。

其次，我要感谢我的同学和师兄师姐们。在我遇到困难、陷入迷茫时，你们给予了我无私的帮助和指引。我们共同探讨学术问题，分享研究心得，互相激励，共同进步。这段宝贵的经历将成为我人生中难以忘怀的回忆。

此外，我还要感谢我的家人和朋友们。在我求学的道路上，你们始终是我坚实的后盾。你们的支持和鼓励是我前进的动力源泉，让我在困难面前始终保持坚定的信念和勇气。感谢你们在我忙碌的学习生活中给予我的关心和理解，让我能够全身心地投入到学术研究中。

最后，我要感谢母校为我提供了如此优秀的学术环境和丰富的学术资源。学校的图书馆为我提供了广阔的学术视野和宝贵的学习机会。同时，也要感谢学院领导和老师们对我的关心和培养，让我在研究生阶段不断成长和进步。

在即将告别母校之际，我深感不舍。然而，我深知学术之路永无止境，我将带着这份感激之情和所学知识，继续努力前行，不断探索新的学术领域，为学术事业贡献自己的力量。再次感谢所有在我硕士学习生涯中给予我帮助和支持的人，谢谢你们！