

分类号 F23/1088

密级

U D C

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 协同视角下美亚柏科反向混改
实施效果研究

研究生姓名: 仁青草

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 张建红 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2024年6月3日

独创性声明

本人声明所提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： 任青草 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 张连红 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 张连红 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： 任青草 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 张连红 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 张连红 签字日期： 2024.6.1

**Research on the implementation effect of
reverse mixed reform of Mayapak from the
perspective of synergy**

Candidate : Ren Qingcao

Supervisor: Guo Hengtai Zhang Jianhong

摘要

自党的十八届三中全会以来，国有企业混合所有制改革工作稳妥推进，成效显著。在改革的规模、涉及领域、实施方式以及推进速度等方面，均取得了令人瞩目的进展。这一改革不仅局限于民营资本参与国有企业，更是拓展到国有资本投资入股非国有企业，展现了改革的深度和广度。国有企业也越来越倾向于入股高新技术和战略性新兴产业等重点领域。国资背景股东的引入意味着民营企业能够获得资金、政策以及市场准入等方面的资源优势。那么，当民营企业通过引入国有资本，是否能促进形成“国民共进”的大好局面，达到持续提升绩效的目标，实现协同效应，这些问题值得进一步研究。

文章选取美亚柏科引入国投智能的案例进行研究。首先，梳理总结现有文献以及相关理论，为后文反向混改实施效果提供理论支撑。其次，文章介绍了美亚柏科引入国投智能的实施过程以及双方混改动因。然后，在内部协同效应中从四个维度对各项指标展开横向+纵向具体分析，并基于熵值法进行综合评价。在外部，分析市场反应及企业价值变化。最后，对美亚柏科反向混改实施效果进行总结，并提出经验启示。

文章采用案例研究法，研究表明美亚柏科引入国投智能对企业的外部 and 内部都带来了协同效应。一方面，本文丰富了现有关于民营企业反向混改的相关研究，探究了其带来协同效应的作用机理和具体影响；另一方面，本文的研究结论为民营企业选择引入国资提供经验样本，为民营企业混改过程中遇到的相关问题提供解决思路。

关键词： 反向混改 国有资本 控制权变更 协同效应 美亚柏科

Abstract

Since the third plenary session of the 18th CPC Central Committee, the reform of mixed ownership of state-owned enterprises has been steadily advanced with remarkable results. Remarkable progress has been made in the scale, scope, implementation and speed of the reform. This reform is not only limited to private capital participation in state-owned enterprises, but also extended to state-owned capital investment in non-state-owned enterprises, showing the depth and breadth of the reform. State-owned enterprises are also increasingly inclined to invest in key areas such as high-tech and strategic industries. The introduction of state-owned capital background shareholders means that private enterprises can obtain capital, policy and market access and other resources advantages. So, whether the private enterprises can promote the "National Progress" by introducing state-owned capital, achieve the goal of continuous improvement of performance, and achieve synergy, these issues deserve further study.

In this paper, a case study of the introduction of intelligence from foreign investment is presented. First of all, carding summary of the existing literature and related theory, for the implementation of the reverse mix to provide theoretical support. Secondly, the article introduced the implementation process of the introduction of intelligence and the two sides of the mixed modification. Then, in the internal synerg

effect from the four dimensions of the various indicators carried out horizontal and vertical specific analysis, and based on the entropy method for comprehensive evaluation. On the outside, analyze the market reaction and the change of enterprise value. At last, the effect of reverse mix reform of meyabecco is summarized, and the experience enlightenment is put forward.

This paper adopts case study method, which shows that the introduction of CII by MIAPAK brings synergy effect on both external and internal aspects of the enterprise. On the one hand, this paper enriches the existing research on private enterprise reverse mix reform, and explores the mechanism and concrete impact of synergy; on the other hand, the conclusion of this paper provides experience samples for private enterprises to choose to introduce state-owned capital, and provides solutions for related problems encountered in the mixed reform process of private enterprises.

Key words:Mixed ownership reform; State-owned capital; Change of control; Synergy; Mayapak

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	4
1.2.1 反向混改相关研究	4
1.2.2 协同效应相关研究	5
1.2.3 协同视角下反向混改实施效果研究	7
1.2.4 文献述评	8
1.3 研究内容与方法	9
1.3.1 研究内容	9
1.3.2 研究方法	11
2 概念及理论基础	12
2.1 相关概念	12
2.1.1 协同效应	12
2.1.2 反向混改	12
2.2 理论基础	12
2.2.1 协同效应理论	12
2.2.2 资源依赖理论	14
2.2.3 委托代理理论	15
3 案例介绍	16
3.1 混改双方简介	16
3.1.1 美亚柏科基本情况	16
3.1.2 国投智能集团基本情况	17
3.2 反向混改动因分析	18
3.2.1 民企方—美亚柏科	18
3.2.2 国资方—国投智能	20

3.2.3 小结	21
3.3 反向混改实施过程	22
3.3.1 停牌筹划并签订股份转让协议	22
3.3.2 获得批复并转移控制权	23
4 协同视角下美亚柏科反向混改实施效果分析	24
4.1 内部协同效应下反向混改实施效果分析	24
4.1.1 基于指标分析法的具体评价	24
4.1.2 基于熵值法的综合评价	33
4.1.3 内部协同效应评价结果	39
4.2 外部协同效应下反向混改实施效果分析	39
4.2.1 基于事件研究法的市场反应评价	40
4.2.2 基于托宾 Q 值的企业价值评价	42
4.2.3 外部协同效应评价结果	43
5 结论与启示	44
5.1 结论	44
5.2 启示	45
5.2.1 民营企业层面	45
5.2.2 国有资本层面	46
参考文献	48
致谢	52

1 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

十八届三中全会明确指出，混合所有制经济是我国基本经济制度的重要载体，正式启动了混合所有制改革的进程。随后，中央审批《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，这一方案深入贯彻了党的十九大对国资国企改革的具体要求，提出了进一步深化混合所有制改革的战略部署，主要包括三个方面：一是强化重点领域的混合所有制改革；二是推动“双向”混改，实现资本和企业的双向流动；三是借助“混资本”手段，推动“改机制”的深化。政府期望通过这一方案，将近年来实施的“1+N”系列改革政策和顶层设计转化落实。然而，目前学者们主要关注的是国有企业引入民营资本的模式，对于民营企业引入国有资本的研究还不够充分。因此，如何有效推进反向混合所有制改革（以下简称“反向改革”），构建国有与民营经济一体化、协调发展的新模式，成为未来混合所有制改革的重要研究方向。

民营企业在我国市场经济体系中具有举足轻重的地位，但在其发展壮大过程中，却常常受到产权保护不力、行业进入壁垒以及信贷不公等问题的掣肘。这些问题直接导致了民营企业难以获得优质的发展资源，进而对其提升产品质量和生产效率构成了障碍。针对这一现状，我国政府提出了积极引导和鼓励国有资本注入民营企业的策略，借助混合所有制改革的契机，充分发挥国有资本在国有企业中的独特优势，以此推动民营经济迈向更高质量的发展阶段。

反向混合所有制改革作为一种创新模式，促进了不同所有制资本间的和谐共生与相互制约。国有资本的参股，打破了民营企业股权结构单一的局面，为多元利益相关者的权益保护提供了有力支撑。此举不仅有效缓解了民营企业的流动资金压力，更为其后续的生产运营、产业链拓展以及结构优化升级注入了强劲动力。最终，这将有助于民营企业全面提升其经营绩效，实现更加稳健和可持续发展。但也可能在一定程度上干预其生产经营，阻碍企业自我造血能力的提升，最终可

能导致民营企业陷入僵尸化困境。此外，目前民营企业成功引入国有资本的案例并不多见，可借鉴的经验相对有限。因此，民营企业在国有化过程中如何确保达到预期效果，还需要经过实践和时间的检验。未来，应进一步深入研究反向混改的机制与效果，为民营企业与国有资本的有效融合提供理论支持和实践指导。

近年来，随着互联网技术发展，网络安全事件日益频发，已引起了国家的高度重视。国家已将网络安全视作国家安全的重要组成部分，并坚决打击网络犯罪活动。公安部以及最高检察院等多个政府部门也针对电子数据取证信息化建设以及网络空间安全保障等方面，陆续推出了相应的行业准则和政策指引。然而，网络安全行业由于起步晚、竞争激烈、业务敏感性强以及易受宏观经济影响等特点，行业发展充满了挑战与机遇。在这样的背景下，厦门市美亚柏科信息股份有限公司（简称“美亚柏科”）作为网络安全行业的民营企业，率先引入国资实现国有化，该举措不仅成功地解决了企业自身的业务资质难题，更重要的是，它突破了行业内的限制和隔阂，为企业未来的长期稳定发展打下了坚实的基础。在国有控股股东相对控股的新模式下，差异化的监管和治理方式得以实施。这种方式既保留了美亚柏科公司在市场上的原有活力和经营动力，又推动了国有资本管理从传统的“管资产”向现代的“管资本”模式的转变。因此，本文所选取的这一案例，不仅生动地反映了在国家关键领域中民营企业混合所有制改革的实际操作，更深入地揭示了以“管资本”为核心的国有资产监管新体系下的创新尝试和探索。

在此背景下，本文以民营企业美亚柏科引入国投智能科技有限公司（下文简称为“国投智能”）为例，对其国有化行为进行深入研究，深度了解双方混改的动机与过程、评价混改双方是否充分发挥了各自的特点与优势，进而实现了深层次的融合与协同进步。通过这一研究，我们期望能为后续信息安全行业乃至其他行业的民营企业在推行反向混改时，提供有价值的参考与借鉴。同时，本研究也将为深入探讨反向混改的实施效果及影响提供新的研究视角和分析维度。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

首先，本文旨在为“反向混改”相关理论研究提供有价值的参考。自混改概念提出以来，学术界主要聚焦于以国有企业为主导的改革研究，形成了丰富的实

务经验和理论成果。国家也针对改革中的问题进行了总结，并出台了一系列政策以优化改革进程，推动国企的持续发展。然而，当前研究多从国企引入民企的视角出发，探讨非国有股东如何改善公司治理、提升国企效率。相较于国有企业吸纳非国有资本的研究，以民营企业为主体、特别是其吸纳国有资本为特征的混合所有制改革研究显得较为匮乏。鉴于此，本文将重点聚焦于民营企业主动邀请国有股东加入并参与混合所有制改革的这一过程。分析其后续反应与变化，旨在为“新常态”下的“双向混改”理论研究提供新的视角。

其次，本文旨在为研究混改效果提供新的切入点。鉴于企业并购与混合所有制改革之间的紧密联系，在本文中，将深入探讨企业并购中已被广泛认可的四大协同效应，并将其应用于国有企业混合所有制改革的研究中，从而对反向混改所产生的协同效应绩效进行全面而系统的分析，深入剖析协同效应的形成机制及其所带来的具体成果，为混改效果的评估提供更为全面和深入的视角。

（2）实践意义

首先，本文所选案例能为民营企业主动引入国有资本提供宝贵的经验借鉴。当前，现如今，民营经济已崛起为我国社会发展的重要支柱，其稳健的发展态势受到了党和国家的高度关注。众多民营企业正逐步选择通过“反向混改”与国有资本进行深度融合。然而，如何克服产权差异、实现优势互补，仍是众多企业面临的难题。美亚柏科，作为成功引入央企混改的民营先驱，其丰富的实践经验具有极高的研究价值。因此，深入探究美亚柏科如何巧妙地利用国有资本的优质资源与治理优势，达到协同共进的目标，无疑将为其他正在寻求引入国资、突破发展瓶颈的民营企业提供有力的指导，实现跨越式的发展。

其次，本文基于国有资本与非国有资本之间协同共赢的理念，采用一套全面而多维度的评价指标体系。该体系涵盖了经营协同、管理协同以及财务协同等多个关键方面，旨在全面评估混改过程中不同资本间的协同效果。通过这一体系，对民营企业反向混改的实施效果进行定性和定量的深入分析，以期为计划进行混改的企业提供更多借鉴，同时为解决民营企业在反向混改过程中遇到的困境和问题提供新的思路。

1.2 文献综述

1.2.1 反向混改相关研究

混合所有制改革（以下简称“混改”）核心理念在于通过引入民营资本以推动国有企业的生产力发展，或者民营企业通过吸纳国有资本以获得政府的支持（孙亮和刘春，2021）。尽管在多数文献中，混改主要指的是国有企业引入民营资本的模式，然而，另一种视角——“反向混改”，即民营企业引入国有资本的情况，同样值得深入研究。但目前关于“反向混改”的研究相对匮乏，这在一定程度上限制了我们对于混改全面而深入的理解（竺李乐等，2021）。所以，可以在对“混改”的传统研究视角进行归纳基础上，对“反向混改”进行进一步的研究。这样的研究不仅有助于完善混改的理论体系，也能为实践中的混改操作提供更为科学的指导和借鉴。

（1）反向混改的动因研究

不少民营企业面临资金紧张和经营难题。在此情况下，国有资本通过股权投资的方式，为这些企业提供了及时的支援和帮助。每当西方国家遭遇经济危机时，国资入股民企的现象几乎都会随之发生（金碚等，2009）。国有资本入股的主要目标在于缓解民营企业面临的股权质押风险和债务压力，进而协助其解决融资难题（张颖等，2019）。其次，国有资本入股民营企业也是为了战略布局。在选择入股对象时，国有资本更倾向于那些具有广阔发展前景的战略性新兴产业（Chernykh, 2011），从而更有效地发挥国有资本的作用，实现更大的社会价值。

民营企业反向混改在于寻求政治关联，包括国资背景带来的资源优势以及产权保护（潘越等，2009）。政治关联不仅有助于民营企业在激烈的市场竞争中获取更多关键资源（如资金、项目等），还能为企业财产提供有效保护，降低外部侵扰的风险（肖浩和夏新平，2010）。在资源获取方面，民营企业往往面临诸多劣势。通过引入国有资本，民营企业可以突破这些限制，获得政府支持所带来的资源优势，包括提高政府补贴以及跨越行业准入壁垒等（罗党论和刘晓龙，2009）、缓解融资约束（罗党论和甄丽明，2008）。国有资本作为一种隐性的信誉担保，能够为企业发展创造更加有利的条件（胡旭阳，2010）。因此，反向混改对于民营企业而言，不仅意味着获取政治关联带来的资源优势，更意味着在产权保护方

面得到强有力的支持，从而推动企业的稳健发展。

（2）反向混改的实施效果研究

对于反向混改带来的实际效果，学术界存在不同看法，既有正面的肯定，也有负面的担忧。

从积极的角度来看，民营企业通过引入国有资本有利于提升企业的经营效果。国有资本的参与为民营企业带来了丰富的社会资源，可以降低企业税负，缓解融资难题。这些因素的共同作用提高了民营企业的经济效率（冯璐等，2021）。同时，反向混改可以依靠政府资源，缓解融资约束，解决部分投资不足的问题（赵璨等，2021）。此外，国有持股还能有效监督民营企业金融化行为，抑制民企盲目金融化，有助于提升整体绩效（赵晓阳和衣长军，2021）。此外，还有研究证实了国有股权的加入，有利于民营企业加大研发投入。国资参股能够正向影响民营企业的创新效率，国有资本的背景有利于帮助民营企业获得信贷资金和政府补助，为企业创新发展提供动力（任广乾等，2022）。

从消极的角度来看，一些学者提出了“政治干预假说”，认为国有资本参股民营企业可能引发一系列不利后果。他们指出，并非所有进行混合所有制改革的民营企业都能迅速见效，反而可能在不同层面面临挑战。仅仅改变民营企业的所有权结构为国有化，并不足以显著提升企业绩效。虽然国有资本可以解决部分融资难题，但也会在一定程度上增加企业的财务费用支出，加大企业的信贷压力，不利于企业的长期发展（郭世辉和朱雨辰，2018）。民营企业通过获得政治关联可能会挤压研发投资的空间，导致研发资金短缺，进而影响到企业的核心竞争力。他们指出政治关联与研发投资之间的这种替代效应可能对企业的长远发展产生不利影响（乐菲菲和刘姗姗，2019），会抑制民营企业的创新意愿和绩效，对企业的长期发展造成负面影响。

1.2.2 协同效应相关研究

（1）协同效应概念界定研究

协同这一概念最初起源于系统科学领域，用于描述当某一机制或要素融入整个系统时，子系统间的相互作用能够催生一种相较于初始状态更为优越的新状态（哈肯，1994）。而后，Ansoff（1965）首次从经济学的角度将其定义为不同企

业间达到的最佳匹配状态。在这种状态下，企业能够精准识别并抓住与自身能力和机遇相匹配的新业务机遇。Porter (1985) 对协同的概念进行了进一步的拓展，强调协同并非仅仅是单个业务单元的简单相加，而是各业务单元之间的深度联系与互动。他认为，这种联系能够显著提升企业的整体竞争力。而 Weston (1990) 则以一个简洁而深刻的表达式“ $2+2=5$ ”来诠释协同效用。尽管这与 Ansoff 从动态角度的定义在本质上相通，但 Weston 的表述更注重静态视角，凸显了协同效应的整合与增值特性。这一表达式也被誉为描述协同作用最为经典的方式之一。

Sirower (1997) 提出了有限协同理论，认为企业并购后的整体业绩应超越并购前两家公司的预期业绩之和。该理论从并购后绩效变化的角度界定了并购协同效应，并强调协同效应是提升企业绩效的有效途径。Sirower 的理论同样关注协同效应的动态演变，认为并购能够创造超出预期的价值。这一观点在学术界得到了广泛认可，并成为众多学者研究相关议题时的重要参考依据。

(2) 协同效应分类研究

Rumelt (1982) 将协同效应划分为财务协同与经营协同两大主要类别。Weston (2006) 在此基础上，提出管理协同。他认为，企业在并购重组后，可以产生协同效应进而增加企业价值，提升企业的核心竞争力，实现“ $2+2=5$ ”的增值效果。根据不同的外在表现形式，协同效应可细分为管理协同、财务协同和经营协同三类。Chatterjee (2010) 则在此基础上，提出了合谋协同的概念，认为并购还可以带来合谋性的协同效应，通过并购增强企业的市场竞争能力。这些分类不仅丰富了协同效应的理论内涵，也为企业并购实践提供了有益的指导。

顾晓敏与孙爱丽 (2015) 在三类基础协同之外，加入了税收协同以及无形资产协同。胡晓明与刘东练 (2016) 则从投资价值的独特视角出发，对协同效应进行了静态与动态的双重划分。他们不仅构建了相应的价值评估模型来量化和分析这些效应，还进一步探讨了这些效应在不同投资环境和市场条件下的动态演变过程。刘丽华与陶蕴彬 (2018) 在深入研究医疗器械行业的并购特点时，提出经营、管理和财务这三大核心要素在并购过程中的重要作用。吴航与陈劲 (2021) 认为，跨国并购可以获取前沿知识、核心技术及资金支持，因此他们将跨国并购的协同效应分为运营和财务协同。刘兰与黄鹏辉 (2022) 则基于协同效应视角，从管理、经营、财务和技术四个维度分析了蓝帆医疗跨国并购协同效应的实现路径，并选

取代表性财务指标评估了并购绩效。研究发现，跨国并购在经营协同与技术协同方面成效显著，但管理协同与财务协同仍有待加强。

（3）协同效应实现研究

Campbell 等学者（2000 年）认为，在企业内部，当某一部门拥有的资源能够通过与其他部门的横向合作产生协同效果时，那么这些资源就能够被其他部门无成本地利用，从而实现整体效益的提升。为了更深入地理解协同作用的本质，Campbell 等学者从资产特性的角度出发，指出协同作用的核心在于充分利用企业内部的隐性资产，虽然难以量化和转移，但却是企业竞争优势的重要来源。通过协同作用，企业可以将这些隐性资产有效地整合起来，形成独特的竞争优势，从而在市场竞争中脱颖而出。Porter（2005 年）强调，并购不仅仅是简单的资源整合和规模扩张，更重要的是要实现双方价值链的融合和协同。只有从价值链的角度出发，深入分析并购双方的优势和劣势，找到合适的切入点进行整合和提升，才能真正实现协同效应的最大化。王艳等学者（2020 年）在研究民营企业并购协同效应时指出，由于民营企业在资源获取和配置方面存在诸多限制和挑战，因此它们更加需要通过并购来实现资源的优化配置和整合。在并购过程中，民营企业可以充分利用自身的灵活性和创新性优势，积极寻找并整合各类有价值的资源要素，从而实现并购双方利益的最大化和趋同。这不仅有助于提升民营企业的市场竞争力和经济效益，还能够为整个行业的发展注入新的活力和动力。

1.2.3 协同视角下反向混改实施效果研究

协同概念已深刻影响企业的经营理念。尽管协同理论常被用于分析企业并购活动，但其在企业引入国有战略投资者进行反向混改中也同样具有适用性。当公司引入战略投资者后，为达到理想的投资效果，投资双方必将实施资源整合，这一举措将对被投资企业的经营、财务、管理等方面产生积极的促进作用。从这个角度看，协同效应不仅可以应用于企业并购，还能在企业反向混改中发挥关键作用。

（1）协同效应与反向混改的关系研究

林春雷和蔡琳（2013）以安泰科技为案例，深入剖析了国企混改如何达成协同效应。他们发现，混改过程中不同所有制资源的融合，显著提升了企业的协同

效果，有效解决了盈利不佳和运营效率低下的问题。吕文静和刘古权（2019）通过中国联通的案例，进一步阐释了混改所带来的协同效果。他们认为，混改不仅促进了主要股东、董事会和经理层之间的协同，还通过企业员工间的协同以及业务技术和其他有形资源的共享，实现了企业流程整合方面的协同。李维安（2014）则从治理层面探讨了混改的协同效应。他提出，国企与民企在混改中可以实现优势互补，达到“1+1>2”的治理效果。武立东等（2016）也指出，民营企业具有更强的公司治理和经营机制适应性，而国有资本则享有产权制度保护和资源占有的优势，两者的结合能够产生显著的协同效应。

然而，也有学者对此持不同观点。魏源鸿（2020）认为，混改在营运和盈利能力方面并未显现明显效果。王德发和王雪松（2023）则指出，国企混改中的改制重组、整体上市、引入战略投资者和设立政府引导基金等方式都有可能带来协同效应，但这一效应的实现还受到企业经营策略、政策环境等多重因素的影响。因此，在混改过程中，选择有效的路径、科学制定战略规划并强化积极因素，是实现协同效应“同向发力”的关键。

（2）反向混改协同效应研究

众多学者的研究表明，民营企业在混改过程中若能与国有战略投资者有效对接，通过资本融合，可显著提升治理效率和其他绩效指标。盛宇华（2014）指出，战略投资者的引入若能产生协同效应，将更有利于企业的长期效益增长。杨秀欣（2020）以国企四维图新引进腾讯为例，分析了引入战略投资者对提升公司经营能力、研发创新能力及整体绩效的积极作用，实现了显著的协同效应。类似地，张文文和刘冬蕾（2020）从财务、经营、管理三个维度选取评价指标，对混改效果进行了深入分析。此外，王德发和王雪松（2023）通过对武汉控股四次混改的经营协同、管理协同和财务协同三个方面的绩效评价，得出第二次混改带来的协同效应最为显著，进一步巩固了混改成果，深化了混改的影响。综上所述，民营企业通过混改引入国有战略投资者，不仅能够缓解资金压力，还能通过资本融合实现治理效率和其他绩效的提升，进而实现企业的持续健康发展。

1.2.4 文献述评

通过文献梳理发现，近年来随着国家政策的积极扶持，越来越多的民营企业开始主动进行反向混改，即引入国有资本。然而，当前学术界大多关注国有企业

积极引入民营企业进行混改，对民营企业反向混改的研究相对较少。至于协同效应方面，尽管学术界在相关概念和分类上存在分歧，尚未形成统一的认识，但普遍共识是，多方主体的协同合作能够对企业运营产生积极的优化作用，有助于提升企业的整体竞争力和市场表现。研究多从经营、管理和财务等维度探讨协同效应的产生和效果，且主要集中在企业并购协同效应的探讨上。然而，对于混改的实施效果，学者们的观点并不一致。一部分学者认为，国有资本通过建立政治关联、缓解融资约束等方式，能够促进民营企业的经营绩效和创新能力的提升。而另一部分学者则认为，国有资本可能带来的过度干预和政策性负担，可能会对企业的经营和创新活动产生负面影响。至于国民产业联动是否真正产生了协同效应，相关的混改实施效果仍需进一步深入研究和探索。因此，未来的研究可以更加关注民营企业引入国有资本的混改案例，以更全面地揭示其协同效应和潜在影响。

综上所述，学术界对“协同效应”的研究文献大多数是从并购视角出发。对于民营企业主动进行“反向混改”的研究，目前的成果仍相对较少，关于实施效果也存在不同的观点。此外，关于民营企业如何与国有资本实现优势互补、产生协同效应等方面的研究仍有待进一步深入。因此，本文从协同效应视角出发，选取美亚柏科作为案例企业进行深入剖析，详细探讨其引入国投智能进行混改的动因和过程，旨在揭示混改过程中协同效果实现的内在逻辑和外部表现，有助于补充反向混合所有制改革方面的理论研究以及案例研究内容。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文以反向混改的主动方美亚柏科为研究对象，基于协同效应理论对美亚柏科反向混改的实施效果进行研究，章节设计与内容安排如下：

第一章：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，其次对反向混合所有制改革以及协同效应国内外文献研究现状进行梳理与评述。最后提出文章研究的主要内容与研究方法。

第二章：相关概念及理论基础。该章节首先将介绍协同效应以及反向混改的

相关概念，然后阐述协同效应理论、资源依赖理论及委托代理理论具体内容。

第三章：案例介绍。该章节首先将对混改双方案例公司进行介绍并阐述案例选取的原因，其次将介绍美亚柏科反向混改过程及混改后的情况并从美亚柏科和国投智能两个企业视角分析两者混改的动因。

第四章：协同视角下反向混改实施效果分析。内部协同效果评价对财务协同效应、管理协同效应、经营协同效应以及战略协同效应展开具体评价分析，以及基于熵值法展开综合评价。外部协同效果评价包括市值反应评价、企业价值评价；

第五章：研究结论与启示。该章节首先对美亚柏科反向混改的效果进行总结，再从民营企业 and 国有资本两个方面归纳美亚柏科反向混改的经验启示。

本文结构框架如下图 1.1 所示：

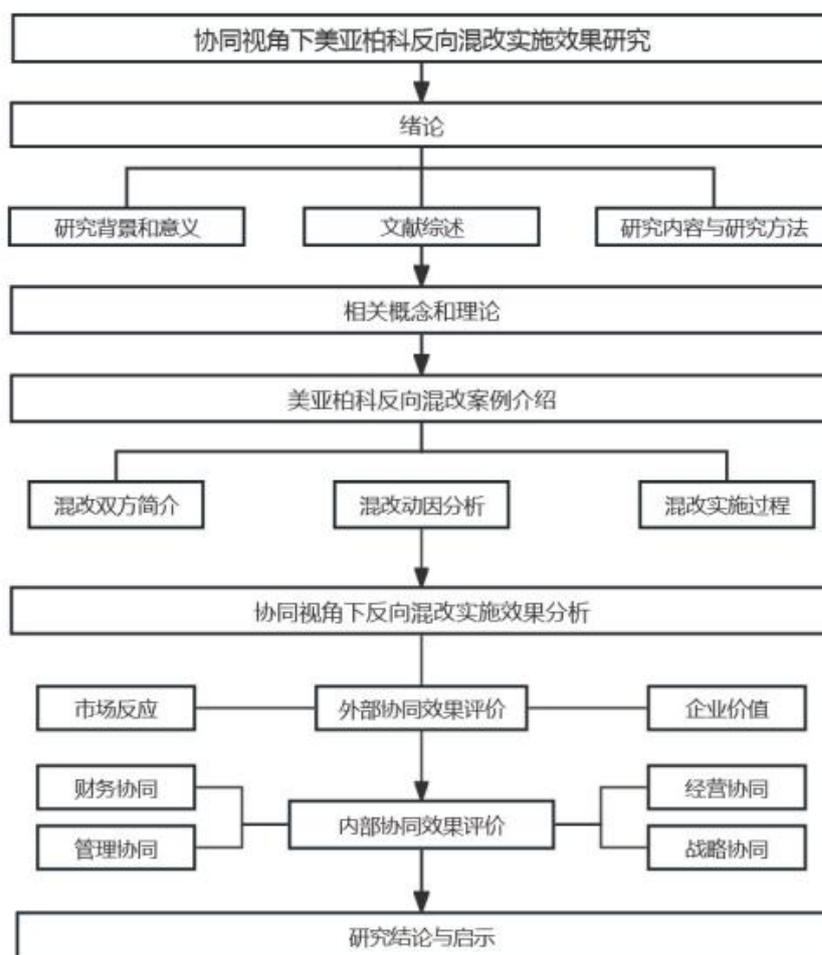


图 1.1 结构框架图

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

本文通过查阅大量关于国企混合所有制改革,反向混改以及协同效应等学术研究文献,并对反向混改、协同效应以及协同视角下反向混改实施效果的相关学术研究文献进行了整体上的梳理、分析与总结,为本文理论框架的搭建做准备。

(2) 案例研究法

本文以信息安全行业民企混改的典型例子——美亚柏科公司为研究对象,首先对文章的选题背景与研究意义进行说明,并阐述了与本文相关的现有文献及理论基础,为本文的研究提供支撑。其次梳理双方企业混改的动因及过程,最后从协同视角出发,对美亚柏科反向混改的实施效果进行分析与评价,并得出结论,提出经验借鉴。

2 概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 协同效应

协同效应，即“1+1>2”的现象，主要源于范围经济与规模经济的相互作用。从协同的类型来看，我们可以将其分为外部协同与内部协同两种。外部协同主要指的是同一集群内的企业通过合作共享资源，从而获得比单独行动更多的经济效益。相对而言，内部协同则侧重于企业在生产、管理、营销等关键环节的资源共享，以实现整体上的协同增效。具体来说，协同效应在经营、管理和财务等多个层面都有所展现，为企业的全面发展提供了坚实的支撑。这些效应不仅与并购活动紧密相关，也适用于企业引入战略投资者的情况。通过这些协同作用，企业能够获得更为积极的发展成果。

2.1.2 反向混改

混合所有制改革包含两个方向，即正向混改和反向混改。当国有企业融入民营资本时，这被视为正向混改，这一命名主要从国有企业的视角出发。相对而言，本文着重探讨的是反向混改，这是从民营企业的视角来定义的，主要涉及民营企业主动吸纳国有资本或国有资本对民营企业的投资。在实际的反向混改操作中，根据国资在股权中的占比不同，可以分为控制权保留和控制权转移两大类。前者指民营资本仍维持公司的主导权，后者则意味着公司的控制权从民营资本转交到国有资本手中。这种改革模式不仅有助于民营企业改进治理结构，还能通过资本的有机结合提高经营效率和其他相关绩效指标。

2.2 理论基础

2.2.1 协同效应理论

在协同效应的定义方面，Ansoff（1965）和 Sirower（1997）等西方学者的观点具有广泛代表性。对于协同效应的研究，学者们已经历了由静态分析向动态分析的转变。早期的研究主要聚焦于并购前后某项具体指标的变化情况，而现在

的研究则更加注重评估并购是否真正实现了预期的协同效应。目前，管理协同、经营协同和财务协同这三大维度被公认为较为权威的分类标准，对实际操作和评估具有重要的指导意义。在本文的研究中，我们将主要借鉴 Weston（1996）的研究方法，从协同活动的角度出发，深入分析我国国企混合所有制改革的情况。通过这一研究，我们期望能够为我国国企混改提供有益的参考和启示，推动改革进程更加顺利和高效。

（1）管理协同效应

在企业并购过程中，由于并购双方在资源储备及行业背景等方面存在差异，导致它们的管理模式也各不相同。新生企业的整体治理能力在并购后会很大程度上受到原先治理水平较高一方的影响，推动高层级企业的管理能力向低层级企业流转，进而增强新组建公司的整体治理能力，这有助于优化组织结构，进而实现管理协同合并重组后，公司管理部门通过整合资源和优化人员配置，可以显著提高部门效率，从而推动整个公司治理水平的提高。这种调整不仅可以实现管理协同，而且可以为公司带来更大的整体效益。这一过程不仅体现了管理协同的效应，也展示了并购重组在优化公司治理结构、提升治理能力方面的积极作用。

（2）经营协同效应

在企业进行合并之前，双方各自拥有销售渠道、市场拓展等方面的丰富经验和独特优势。然而，这些资源和优势在单独运营时可能无法得到最大化的发挥和利用。而通过合并，双方可以共享彼此的销售渠道、市场资源等重要资产，从而实现优势互补，共同提升市场竞争力。此外，合并后的企业可以更加专注于具有市场优势的产品线，通过集中资源和能源，推动这些优势产品实现更大的生产规模，进一步巩固和提升市场竞争力。在这个过程中，经营协同发挥了至关重要的作用。它使得合并后的企业能够更加高效地利用资源，优化产品组合，提高市场竞争力，从而实现持续稳健的发展。

（3）财务协同效应

财务协同效应在企业并购中占据着重要地位，它主要体现在并购后双方财务层面的差异得以有效融合和优化，进而提升企业的整体财务表现。与前文所述的管理协同和经营协同不同，财务协同的来源更为广泛，包括筹资、投资、日常经营活动等多个层面。具体来说，财务协同效应可以通过多种方式展现出来。首先，并购可以利用递延收益及亏损等税收优惠政策，实现合理避税，从而为企业创造额外的财务价值。其次，随着并购的完成，企业规模的扩大和风险的降低往往能

够吸引更多的债权人和投资者。此外，通过提升企业管理能力，可以进一步优化资金的使用效率，改善资本结构，进而提升企业对财务风险的防控能力。这些协同效应的综合作用，有助于提升企业的整体财务绩效和市场竞争力。

（4）战略协同效应

战略协同是企业发展战略的核心构成部分。企业在确立长期发展目标和计划后，需促成内部各部门的紧密配合，并与外部公司展开深度合作。通过优化管理资源配置、加强沟通交流等举措，旨在提升企业在行业内的核心竞争力，进而达成既定的战略目标。传统的协同效应主要聚焦于经营协同、管理协同与财务协同三个层面，它们分别对应于企业收入的增加、运营成本的降低以及财务指标的改善。然而，对于现代企业而言，混合所有制改革后的协同效应远不止于此。它还会在隐性指标中得以体现，例如企业管理层的任职情况、品牌影响力的增强以及研发技术能力的提升等。因此，在推进混合所有制改革的过程中，除了关注上述显性协同效应外，混改双方之间的资源互补效应同样至关重要。这种互补效应有助于实现双方资源的优化配置，进一步提升企业的整体竞争力。

2.2.2 资源依赖理论

资源依赖理论在组织行为学中具有举足轻重的地位，它主张组织通过获取关键资源来确保自身在不断变化的环境中的生存与繁荣。1978年，普费弗在《组织的外部控制》一书深入剖析了资源依赖理论的核心要点：为了减少外部环境变化带来的冲击，组织会努力降低对外部核心资源的依赖程度；同时，组织会采取多种方式将这些关键资源内部化，以增强其竞争优势；当内部资源不足以支持组织的运营和扩张时，它们会积极寻求外部资源的支持，以实现组织目标。

在这一理论的指导下，当企业意识到内部资源不足以支撑其实现预定目标时，它们通常会向外界寻求资源补充，以满足企业发展的新需求。并购和战略投资是企业获取核心资源的常见手段，这些举措不仅能增强企业的整体实力，还能帮助企业更好地应对外部环境的变化。民企策略性地引入国有资本是一种高效的外部环境适应策略。通过引入国资，企业可以获得更低成本的贷款、享受更多的政策优惠，并在国资的监管下优化其组织结构，从而推动实现企业的战略目标。这种策略不仅有助于企业的长远发展，还能显著提升其在市场竞争中的地位。

2.2.3 委托代理理论

委托代理理论，起源于 Wilson（1969）的开创性研究，经后续学者不断补充和完善，现已成为现代公司治理领域的关键理论支撑。其核心在于企业所有者将其决策权交由职业经理人来行使（Stephen，1973）。然而，这种安排可能会导致所有权与管理权的分离，所有者无法直接参与企业经营，进而可能会引发信息不对称问题，增加了经营风险。因此，在委托代理理论的研究中，如何设计有效的监督机制和激励机制，以激发职业经理人的工作积极性和责任感，成为了亟待解决的两个关键问题。改写后的句子在保持原意的基础上，调整了语序，替换了部分同义词，使得句子更具逻辑性和论文规范性。

国有企业在这方面的委托代理关系尤为错综复杂，这在很大程度上源于其特有的多层级任命体制。具体来说，国资委通过任命的方式将国有企业的管理权力下放给各级领导者。领导者通常具有较强的风险承担意愿和较低的违规成本预期，这可能会导致他们在寻求政绩或晋升的过程中对投资项目进行过于乐观的评估，从而不慎将国有资本投入到高风险的领域中。另外，我国国有企业的大股东往往不会长期持有或管理其股权。这种“流水的大股东”现象意味着经营者可能会更加注重追求短期的经济绩效，以迎合不断更迭的大股东或上级领导的考核标准，从而忽视了对企业长期竞争力的培养和维护。因此，在国有企业中，如何优化委托代理关系，提高管理效率，成为亟待解决的问题。

当前，国有企业改革正迈向深入，混改策略成为其关键一环。在这一背景下，国有企业积极寻求民营资本的融入，增强企业活力，并构建更为有效的监督机制，从而降低代理成本，提升企业效率。然而，正如厉以宁（2013）所指出的那样，混改过程中存在一个显著问题：部分国有产权主体在引入民营资本后，仍然将民营资本仅仅视为代理人角色。这种心态导致国有企业在与民营资本的合作中表现出强烈的控制欲和严密的监督态度。这种不平等、不对等的合作关系无疑给民营资本带来了深刻的疑虑和抵触情绪。面对这种情境，即便是已经入股的民营资本，其对国有企业的信任度也会大幅下降。这种信任的缺失不仅严重影响了混改的绩效表现，更使得混改的初衷和目标难以实现。因此，在推进国有企业混改的过程中，如何有效平衡国有资本与民营资本之间的关系，确保双方能在平等、公正的基础上实现互利共赢，已成为当前亟待解决的核心问题。

3 案例介绍

3.1 混改双方简介

3.1.1 美亚柏科基本情况

(1) 公司简介

美亚柏科，作为国内电子数据取证领域的领军企业，在公共安全大数据和网络空间安全与社会治理领域发挥着重要作用。作为国投智能的控股子公司，以及国投集团的重点投资对象，公司的实际控制人为国务院国资委。在 2022 年，公司成功完成了向特定对象发行股票并募集资金的重大事项，这一举措使得控股股东国投智能的直接持股比例从 15.61% 提升至 21.08%，而公司的控股股东及实际控制人依然保持不变。

美亚柏科始终遵循国投集团和国投智能的战略规划，以服务于国家的数字中国和网络强国战略为核心使命。公司立志成为国投智能在数字经济产业布局中的关键支撑力量，为了实现这一宏伟目标，公司精心制定了《美亚柏科“十四五”发展规划》。依托多年来为各级公检法司、政府机关及企事业单位提供的优质服务经验，公司充分发挥在人工智能、大数据等领域的核心技术优势，持续深耕基石赛道，并积极开拓创新赛道。

美亚柏科的主要服务对象涵盖了公检法司、政府机关以及企事业单位，致力于为其提供全方位的支持，包括打击犯罪、优化社会治理以及推动各领域数字化建设。公司的核心业务涉及公共安全大数据、电子数据取证、新网络空间安全以及新型智慧城市等多个领域，并提供一站式综合解决方案。目前，公司的服务网络已覆盖全国各省、市、自治区，并延伸至部分“一带一路”沿线国家，展现出强大的市场覆盖能力。展望未来，数字经济正迎来前所未有的发展机遇。美亚柏科紧跟行业趋势，精准把握市场需求，不断完善市场布局，扩大服务客户群体。公司力求充分发挥并输出自身的技术及资源优势，实现业务规模和质量的双重提升，推动企业高质量发展。

(2) 公司业务

美亚柏科的技术与产品发展战略紧密围绕“产品装备化，大数据智能化”的核心思想，不断拓展和深化业务版图。公司构建了一个共性技术基座，并在此基

基础上划分了四大业务航道，涵盖了六大产品类目，四十个产品体系以及超过一百三十个产品系列，这一战略布局清晰地呈现在公司主营业务图中。公共安全大数据和电子数据取证作为公司的两大基石业务，不仅稳固了公司的市场地位，更为公司的未来发展奠定了坚实基础。在此基础上，公司加大了研发投入，于2021年推出了“乾坤”大数据操作系统，这一系统作为大数据技术的共性基座，使得大数据技术能够快速构建和复用，推动了公司大数据研发模式从“项目型”向“产品型”的转变。

在电子数据取证业务的基础上，公司积极拓展新网络空间安全板块，将业务从事后电子数据调查取证延伸至网络空间安全的全流程，包括事前、事中、事后各个环节。为此，公司推出了“长城计划”和“狼烟计划”，专注于大数据安全和网络安全大数据平台的建设，从而进军千亿级的广阔市场。同时，新型智慧城市板块也依托公司在公共安全大数据领域的领先优势，借助在打击犯罪、国家安全等领域取得的显著成效，进一步拓展至社会治理领域。

3.1.2 国投智能集团基本情况

国投智能科技有限公司（以下简称国投智能），成立于2016年11月，总部位于上海。如图3.2，国投智能是国家开发投资集团有限公司旗下的一家重要子公司，承载着推动数字经济产业发展的战略任务。作为国投集团内的战略投资与信息化综合服务提供商，专注为数字经济领域的核心科技和尖端装备提供股权投资，进而推动这些领域与国家及集团的发展战略紧密结合，成为对国民经济具有重大影响的支柱产业。借助数字技术的力量，国投智能不仅促进了传统产业集群的转型升级，更引领其向智能化、高效化的发展道路迈进。以实际行动贯彻国投集团在开拓数字经济新领域和推动传统业务数字化改造方面的战略布局。通过这样的努力，国投智能不仅有力推动了相关行业的健康与持续发展，也为国家经济的整体增长注入了新的活力和动力。

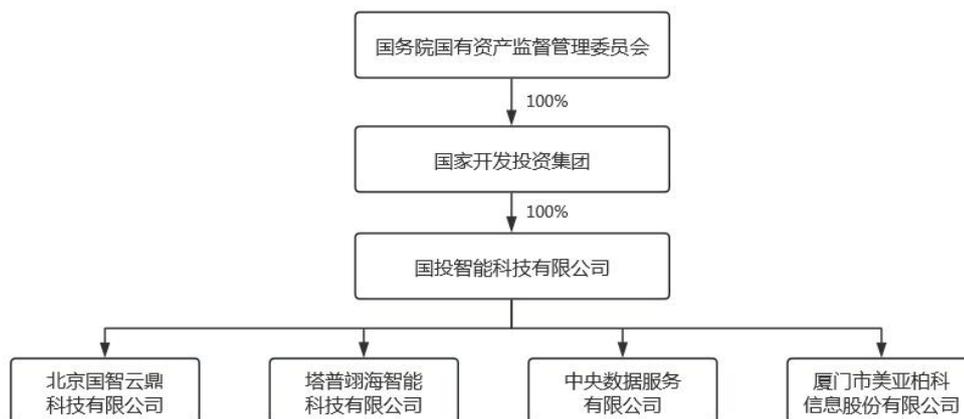


图 3.2 国投智能股权结构图

3.2 反向混改动因分析

3.2.1 民企方—美亚柏科

(1) 获得政治关联

随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，众多企业开始将注意力集中在提升自身的核心竞争力上。在这个过程中，部分民营企业选择引入国有资本来强化自身实力，依靠国有股东独特的政治关联优势，为企业带来广泛资源和新的业务机遇。国有资本对于民企的投资越来越集中在战略新兴产业或高新技术等具有巨大发展潜力的企业，民企也可依靠国资背景，增强客户粘性和信任程度，也可以吸引更多投资者。就如美亚柏科等信息安全行业面临业务不断深入，触及涉密领域，急需国有资本背景的支持，不仅可以化解客户的疑虑，也能够在此背景下不断提高自身竞争力，吸引更多优质客户，也能为企业拓展新的业务领域及市场，一举多得。

在此背景下，美亚柏科积极寻求国资帮助，在与对家中央企业接触后，选择了国投集团。国投集团不同于多数国企实行的以控股方式进行管理，缺少差异化管理。这种管理模式一定程度上会扼杀民企经营的积极性及创新动力。国投集团作为国资委首批投资公司试点央企，对民营企业的管理中，注重保护民企市场经营活力，采取相对控股方式，推动民企国企共同进步。通过建立政治上的关联，为企业后续发展带来优质资源。

（2）提升市场竞争力

在网络信息安全越来越受到国家重视的情况下，科技行业的角逐日益白热化，市场关注度持续升温。为了在这场技术竞赛中脱颖而出，众多企业竞相探索创新技术。然而，民营企业在追求技术创新的过程中，往往受到资金短缺的制约，这在一定程度上束缚了其在研发方面的投入。为了突破这一发展瓶颈，民营企业开始积极寻求与国有战略投资者的合作。国有股东的注资不仅为企业带来了丰富的资源，还在管理层面上注入了新的活力，通过完善董事会构成，能够提升决策的科学性。同时，国有股东的参与也加强了对企业经营管理的监督，推动了企业向更高水平的发展迈进。

美亚柏科客户群体对产品要求的严格性随着外部环境和政策风向的不断变动而持续升级，对产品功能和技术性能设定标准越来越高。为了响应这一市场挑战并把握其中的机遇，美亚柏科作出了引入国有战略投资者的决策。此策略的核心目的在于利用国有股东的雄厚资源和显著优势，进一步拓宽公司的业务领域，并强化公司的规范管理和经营水平，以确保能够更加灵活地应对市场和政策的变化。通过反向混改的策略实施，美亚柏科成功地引入了具有深厚国有背景的投资人，从而实现了从民营企业向国有企业的身份转变。这种转变为公司带来了诸多益处：它使美亚柏科能够依托国有资本的雄厚实力，大幅增加对研发的投入，吸引更多行业内的顶尖人才，并充分释放企业的成长潜能。此外，这一变革还帮助公司更好地适应外部环境的不断变化，积极面对新的挑战，显著提升市场竞争力，为公司的长远发展和高效运营奠定了坚实的基础。

（3）缓解融资约束

融资难一直是制约民营企业发展的核心问题，尤其是发展高科技的信息技术行业需要不断创新，加大企业的研发投入，引进高技术人才，都需要高额费用，所以融资问题根深蒂固。引入国有战略投资者，在一定程度上可以减轻融资难题，一方面，国企的加入势必会带来资金加持，另一方面，国资背景有利于银行提高对企业的信任程度，可以为企业带来更多信贷支持。美亚柏科选择引入国投智能作为其战略投资者，其中一个关键考量便是信贷市场上存在的“所有制歧视”现象。在国资参股之前，美亚柏科筹资能力不足，面临严峻挑战。考虑到企业持续发展的需求以及研发投入的不断增加，美亚柏科面临着巨大的外部筹资压力。

美亚柏科引入国投智能一方面获得国资背书，提高了企业的信誉，另一方面，

可以获得更多资金支持，有效提升融资能力。此外，国投智能与美亚柏科的发展理念都是致力于发展数字经济，维护国家网络安全，这种在理念上的契合不仅极大提升了公司的核心竞争能力，还增强了企业的盈利能力。这一积极变化向外界传递了强有力的信号，有效吸引了更多社会投资者的关注与参与，进一步拓宽了公司的融资渠道，提升了融资能力。

3.2.2 国资方—国投智能

（1）响应国家政策

在党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》等一系列政策文件中，多次强调要促进不同所有制资本之间的优势互补与共同发展，最大化混合所有制经济的改革效益，实现多种所有制经济的共同发展。十九大报告中也提出要对国有与非国有资本进行充分结合，发挥混合所有制的积极性，优化实体经济资源配置。而在十九届四中全会上，更是将“毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展”确立为基本经济制度的重要组成部分。

政府制定颁布一系列文件，推动民企深化改革创新发展。就如美亚柏科所在信息安全行业被国家定位战略性新兴产业，享受到国家层面的重点扶持及政策优惠，倡导国企和民企充分发挥各自优势，进行深度合作，携手共进。在这一政策背景下，美亚柏科积极响应国家号召，主动引入国有资本，共同实现国民共进的美好蓝图。

（2）战略布局数字经济

近年来，国投集团已明确将互联网和大数据确定为其重点发展领域。2018年，国投智能进一步提出“强化数字国投能力，积极布局数字经济”的倡议，以更好地响应并引领数字经济发展趋势，利用数字技术为国投集团的信息化规划提供动力，并引领成员企业实现数字化转型。同时，国投智能围绕大数据产业积极整合集团内部资源，开展有针对性的投资活动，致力于打造国投集团的数字经济产业生态圈。而美亚柏科，作为电子数据取证行业的领军企业，其经营内容与国投智能的主营业务发展方向紧密契合，满足国投集团布局数字经济的需求。

（3）国企数字化转型的推进

当前，我国数字经济正处于快速发展的关键时期，这一进程不仅需要依靠民

营经济的灵活性和创新力，更需要国营经济的坚实基础和强大实力。为实现双方的优势互补，共同促进数字经济的高速增长，国家已明确国有企业数字化转型的战略方向。2020年，国务院国资委正式发布《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，为国有企业的数字化转型提供了明确的指导原则和实施策略。该文件强调，国有企业在面对数字经济时代的挑战时，必须主动求变，既要提升传统产业的效率，又要积极培育新的增长动力。随着数字经济等国家重大战略的深入实施，国有企业数字化转型已成为不可逆转的发展趋势。

当前，许多国有企业的数字化转型尚处于初始阶段。由于这些企业内部通常具有相对稳固的组织架构和复杂的利益关系，数字技术难以与其传统业务模式实现深度融合，这构成了企业在数字化转型进程中所面临的一项核心难题。为了有效推进国有企业的数字化变革，制度创新成为了不可或缺的关键环节。作为现代市场体系与企业制度的重要基石，混合所有制改革在推动国有企业改革与发展中扮演着至关重要的角色。通过引入多元化的所有制结构和灵活的市场机制，混合所有制改革有望为国有企业打破固有束缚，注入新的活力，从而加速其数字化转型的进程。

为了顺应数字经济的发展趋势，国投集团在2016年创建了国投智能，并深刻意识到收购与兼并策略在推动数字化转型中的重要作用。然而，仅依赖企业自身的摸索进行数字化转型，往往容易走入误区。因此，为了迅速且有效地推进国企的数字化变革，国投集团计划通过投资入股具备数字化专业背景的民营企业，利用其先进的技术和市场洞察力，加速自身的转型进程。

3.2.3 小结

美亚柏科积极寻求引入国有股东，以期通过政治关联来增强企业的竞争优势。2019年，美亚柏科成功成为由央企控股的混合所有制上市企业，实现了企业性质的转变。这种混合所有制的改革模式结合了央企的雄厚实力与民企的灵活机制，为美亚柏科的跨越式发展奠定了坚实基础，并为其未来拓展提供了更广阔的空间。值得注意的是，美亚柏科的创始人在这次股权转让中是基于对公司长远发展的深思熟虑，旨在进一步提升企业的综合竞争力。国投智能与美亚柏科在发展愿景和管理理念上达成了高度一致。在战略定位、业务布局和管理层面的协同作用成为

此次反向混改成功的核心要素，也为国有资本与民营企业之间的反向混合所有制改革树立了典范。

3.3 反向混改实施过程

美亚柏科为增强核心竞争力、推动创新发展，积极实施了混合所有制改革。改革过程如下图 3.2 所示。

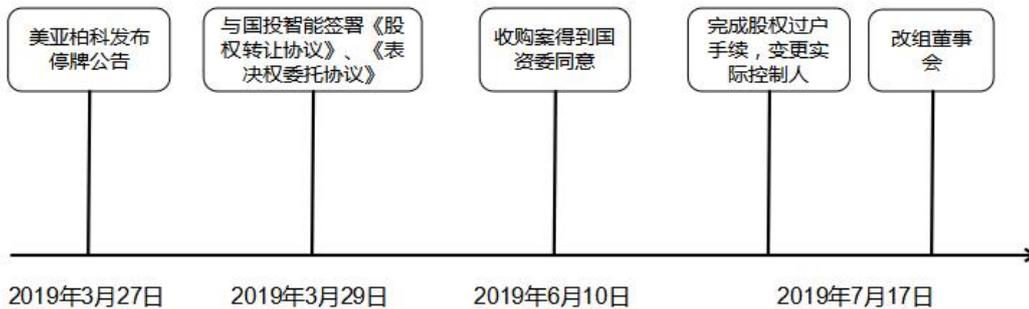


图 3.2 美亚柏科引入国投智能过程

3.3.1 停牌筹划并签订股份转让协议

2019年3月26日，美亚柏科实际控制人与国投智能达成股份转让的意向并签署《股份协议转让意向书》，并于2019年3月27日至4月2日期间停牌，并及时披露复牌公告以及权益变动报告。企业实际控制人郭永芳、滕达以及李国林等主要股东，于3月29日与国投智能正式签署了《股权转让协议》，将合计持有的公司股份转让给了国投智能。此外，股东李国林、刘冬颖与国投智能签订了《表决权委托协议》，将除收益权和股份转让权等权利之外的其他权利授权国投智能行使。

转让前，郭永芳和滕达母子为美亚柏科的实际控制人，共计持有公司22.8%的股份。转让后，国投智能将持有美亚柏科15.79%的股份，再加上拥有表决权的股份，达到了公司股本的22.59%，成为美亚柏科后期的实际控股股东，国务院国资委也成为了美亚柏科的实际控制人。

3.3.2 获得批复并转移控制权

2019年7月4日美亚柏科发布了更新公告，此次股份转让等事宜已取得国资委的批复同意。表明本次控制权转让事项已经取得了重要的阶段性成果，为后续的合作奠定了坚实的基础。同年7月16日，国投智能接收到转让股份，并完成过户登记手续。正式转移企业控制权，国投智能成为了美亚柏科的控股股东，国资委也成为了美亚柏科的实际控制人。为了保证稳定实行控制权，在国投智能成为实际控制人后，原控制人需要在法定范围内帮助其运行，并承诺不会谋取美亚柏科实际控制权，也不能在没有取得国投智能书面批准情况下，增加股份持有。

由于国资背景的加持，美亚柏科的自然人股东与国有股东之间在股权制衡的基础上，将形成相互制约与监督的效应。这一机制将有效防止大股东为谋取私利而损害公司利益的行为，确保公司的稳健运营和可持续发展。这一改革举措不仅符合公司治理的最佳实践，也进一步提升了美亚柏科的市场竞争力和长期价值。

4 协同视角下美亚柏科反向混改实施效果分析

4.1 内部协同效应下反向混改实施效果分析

Weston 在其著作《接管、重组与公司治理》中，深入剖析了企业合并的主要动因，主要包括管理协同、财务协同和经营协同。此外，也有学者从多个维度对协同效应进行分类，将其划分为技术协同、战略协同以及多元化协同等多种形式。基于此，本文在分析过程中借鉴 Weston 关于企业协同效应的理论框架，并学习其他学者进一步拓展协同效应范畴，引入战略协同效应。接下来，本文将从财务、管理、经营以及战略这四个维度，深入剖析美亚柏科反向混改所带来的内部协同效应，以期全面揭示其对企业发展的积极影响。

4.1.1 基于指标分析法的具体评价

(1) 财务协同效应评价

企业引入国有投资者实现财务协同效应，主要体现在增强了财务风险控制能力，衡量企业到期偿还债务的能力，也是评估企业能否持续稳健经营的关键因素。本节将结合以往学者采用的财务协同效应评价指标对美亚柏科混改前后实际情况进行分析。

表 4.1 2017 年-2022 年美亚柏科财务风险控制能力指标及行业对比

指标\年份		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
流动	美亚柏科	2.61	2.60	2.31	2.48	2.62	2.73
比率(倍)	行业均值	2.74	2.42	2.44	2.49	2.80	2.89
速动	美亚柏科	2.04	2.16	1.93	2.01	2.09	2.31
比率(倍)	行业均值	1.99	1.78	2.04	2.04	2.10	2.15

数据来源：国泰安数据库

流动比率与速动比率都是企业短期偿债能力的指标，通常情况下，比率越高，企业企业资产偿债能力和变现能力越强。如表 4.1 所示，美亚柏科在引入国有资

本后的流动比率和速动比率与前一年相比略有下降。然而，这种下降并非负面现象。在 2018 年及之前，美亚柏科的流动比率远超过 2，速动比率也远超 1，这可能暗示着公司存在现金储备过多、存货积压以及应收账款偏高的问题。2020 年，美亚柏科的短期偿债能力指标开始出现回升趋势。美亚柏科近年来逐渐将其业务重心转向大型平台建设类项目。这类项目不仅合同金额庞大，而且其实施周期和收款进度往往也相对较长。因此，公司在这些长期、大规模的项目中投入的资源，会在一段时间内以合同资产的形式体现在财务报表上，从而进一步加剧了合同资产的增加趋势。这种业务结构和客户特性共同作用，使得美亚柏科的公司资产呈现出持续增长的态势。因此，为了进一步提升企业的偿债能力，美亚柏科需要对存货和应收账款进行优化管理。通过更加精细化的管理，公司可以更有效地利用这些资产，从而增强自身的短期偿债能力。

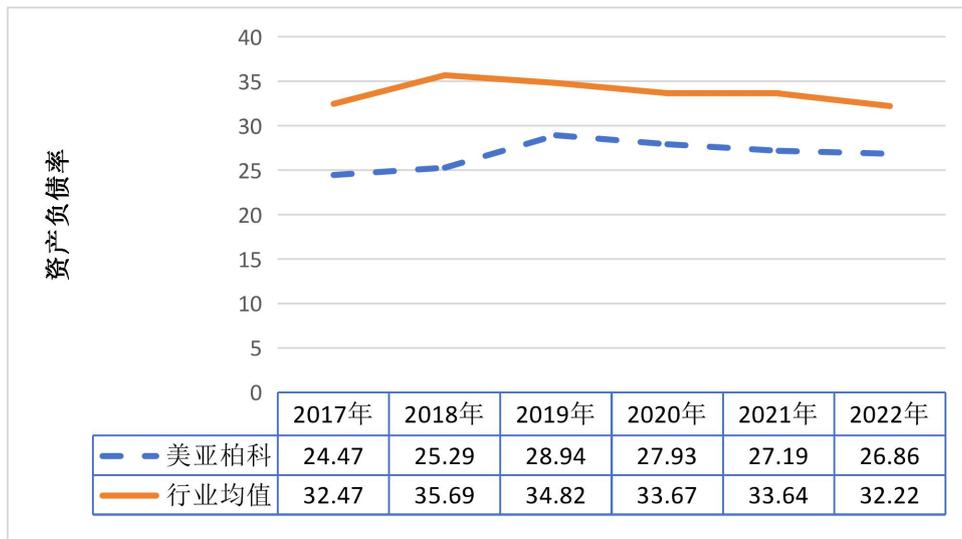


图 4.1 2017 年-2022 年美亚柏科资产负债率及行业对比

资产负债率，即企业通过借款筹集的资金与其全部资产之间的比率。根据表 4.1 的数据，美亚柏科在 2017 年至 2022 年间的资产负债率始终稳定地保持在 30% 以下，显示出其属于低负债经营的企业范畴。然而，自 2019 年国有股东入驻美亚柏科以来，尽管公司的资产负债率有所上升，但仍稳定地保持在 30% 以下。这一现象表明，国有股东的参与并未对美亚柏科的长期偿债能力构成负面影响，相反地，它增强了公司对财务杠杆的运用效果。

通过全面分析美亚柏科的长期和短期偿债指标，我们可以得出以下结论：国有控股股东的加入并未对美亚柏科的偿债能力产生明显影响。但值得一提的是，这一变革成功地提高了公司对财务杠杆的利用水平。这样的调整有助于美亚柏科在维持稳健偿债能力的同时，实现更为高效的资本运营。

（2）管理协同效应评价

随着混合所有制改革的进行，企业通过有效整合管理资源来提高企业的营运效率和费用管理能力。本章将重点关注营运效率和费用管理能力这两个方面，以深入探讨美亚柏科反向混改是否能够带来显著的管理协同效应。

① 营运效率

营运效率能够反映企业的运营能力和资产管理水平。为了全面揭示美亚柏科的营运效率状况，本部分将选取美亚柏科存货周转率、总资产周转率等指标与行业均值进行横向对比。

表 4.2 2017-2022 年美亚柏科营运能力指标及行业对比

指标名称	公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022
存货周转率	美亚柏科	1.49	1.82	2.30	2.02	1.80	1.79
	行业均值	3.09	2.87	2.71	2.64	2.20	2.17
应收账款周转率	美亚柏科	4.43	3.32	2.91	3.09	3.18	2.43
	行业均值	3.25	2.99	2.92	2.93	2.96	2.90
总资产周转率	美亚柏科	0.47	0.49	0.54	0.54	0.53	0.42
	行业均值	0.57	0.55	0.53	0.48	0.54	0.48

资料来源：国泰安数据库

存货周转率的高低直接反映了企业的营运效率。然而，这个指标并非越高越好，而是需要保持在一个稳定且较高的水平上，以确保企业能够有效地管理其资产。企业的存货周转率受到多种因素的影响，包括所在行业的特性、生产经营的特点以及管理者的管理水平等。根据表 4.2 的数据，我们可以看到，自 2017 年以来，美亚柏科所在行业的平均存货周转率持续下滑。然而，与此形成鲜明对比的是，美亚柏科自身的存货周转率却呈现出上升态势，逐渐缩小了与行业平均水

平之间的差距。这一变化表明，美亚柏科在存货管理方面可能采取了更为有效的策略，从而实现了与行业趋势相悖的良好表现。这表明，在引入国有控股股东后，美亚柏科在存货管理方面可能采取了更为有效的策略，从而实现了与行业趋势不同的良好表现。此外，2020年许多客户的项目验收程序出现了延迟，导致美亚柏科的存货周转率出现了小幅度的下降。

应收账款周转率的高低直接反映了企业的资金利用效率。美亚柏科的核心客户所处的领域和职责具有高度的敏感性和重要性，因此在采购和付款流程上，他们需要遵循更为繁琐且严格的审批程序。这些审批程序不仅确保了资金使用的合法性和透明度，还反映了这些客户对于产品质量和服务水平的高标准要求。这种审批制度的存在，使得美亚柏科在与客户进行交易时，不可避免地面临着应收账款较多以及回款周期相对较长的问题。从表 4.2 的数据可以看出，自 2017 年以来，美亚柏科的应收账款周转率呈现出与行业趋势相一致的下降趋势。这种情况可能源于多种因素的综合作用，包括但不限于客户群体的特殊性、审批流程的复杂性以及行业环境的变化等。因此，美亚柏科在未来可能需要进一步优化其应收账款管理策略，以应对这些挑战并提升财务表现。在国投智能成为其主要股东后，美亚柏科积极开展了“两金”压降工作。这一举措使得公司的应收账款金额自 2020 年开始呈现持续下降趋势，应收账款周转率也开始呈现回升态势，并且其回升的幅度显著超过了所在行业的平均水平。美亚柏科已经成功地向外界传递了公司的优势信息，进而增强了客户对公司的信赖与支持。这种来自客户的深厚信任与坚定支持，进一步促进了公司应收账款的迅速回收，从而有助于大幅提升营运资金的周转效率。这不仅为美亚柏科带来了更为稳健的财务状况，也为其未来的持续发展奠定了坚实的基础。

总资产周转率是一个重要的财务指标，用于全面评估企业对资产的利用和管理效率。通过深入分析表 4.2 中的数据变化趋势，我们可以清晰地观察到，自 2017 年以来，整个行业在总资产周转率均值方面呈现出一种缓慢下降的趋势。这种趋势可能受到多种因素的影响，可能是市场竞争加剧、行业环境变化以及企业内部管理策略的调整等。因此，企业需要密切关注总资产周转率的变化，并采取有效措施优化资产管理，提高资产利用效率，以应对行业挑战并推动企业的可持续发展。然而，美亚柏科却始终保持着增长势头。特别是在 2019 年引入国投智能后，

公司的总资产周转率实现了显著增长。这表明国投智能的加入，有效提升了美亚柏科利用资产创收的能力。

综合上述多方面的分析，我们可以清晰地看到，美亚柏科这一举措对公司的营运能力产生了显著的正面影响，实现了明显的提升作用。然而，我们也必须认识到，从公司长期发展的视角来看，这种增长趋势是否能够得以持续，以及在何种条件下能够得以持续，仍然是一个需要深入研究和进一步观察验证的问题。因此，未来美亚柏科需要继续加强内部管理，优化资源配置，同时密切关注市场动态和行业趋势，以确保公司能够保持稳健的发展态势。

②费用控制能力

企业资产的流动性不仅揭示了其资产的有效利用状况，还映射出资源管理的潜在能力。本文基于这一视角，选取了特定的指标，以更细致地探讨美亚柏科的管理协同效应。

表 4.3 2017 年-2022 年美亚柏科费用控制能力指标及行业对比

期间费用情况		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
销售费用率	美亚柏科	14.80	15.70	13.03	11.47	11.55	11.95
	行业均值	11.97	11.78	12.11	11.39	10.81	11.75
管理费用率	美亚柏科	27.68	15.40	13.97	14.21	14.14	14.00
	行业均值	33.87	10.18	14.64	9.67	9.99	10.86
财务费用率	美亚柏科	-9.12	-6.06	-0.29	-4.25	-0.04	0.11
	行业均值	0.16	0.16	0.22	0.23	0.23	-0.37

数据来源：国泰安数据库

销售费用率是衡量企业销售费用与营业收入之间关系的指标，从表 4.3 可知，自 2019 年起，美亚柏科在销售费用方面的表现呈现出稳步下降的趋势，这一现象不仅反映了企业在减少非必要费用开支方面的积极进展，更凸显了其在成本控制方面的显著提升。通过精细化的费用管理和高效的运营策略，美亚柏科成功地将销售费用压缩在较低水平，这不仅增强了企业的盈利能力，同时也进一步加深了与控股股东之间的协同效应，实现了资源的最优配置和价值的最大化。

管理费用率是衡量企业管理效率与盈利能力关系的重要指标。从表 4.3 所展示的数据可以看出，反向混改之后的美亚柏科，在国投集团的引领下，成功引入了全面预算管理体系并开展了一系列卓有成效的管理活动。这些举措有力地推动了企业管理费用的持续降低，进一步提升了整体的管理水平。

财务费用率是衡量企业财务费用与主营业务收入之间关系的指标。根据表 4.3 的数据，尽管在反向混改之前，美亚柏科的财务费用率整体呈现出上升的趋势，然而在混改实施的关键年份，尽管银行借款的增加并未能立即促使财务费用率实现下降，但其增长的幅度已经出现了明显的放缓。2020 年，美亚柏科的财务费用率开始下降，这无疑初步验证了反向混改所带来的积极作用。这一趋势的出现说明，混改在一定程度上已经对企业的财务费用支出产生了积极的影响，有助于降低企业的财务成本。

（3）经营协同效应评价

结合以往学者对于经营协同的分类，以及反向混改特征，将从盈利能力和发展能力对美亚柏科混改后的经营协同效应进行评价。

①盈利能力

表 4.4 2017-2022 年美亚柏科盈利能力指标及行业对比

指标\年份		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
销售净利率 (%)	美亚柏科	19.62	18.87	13.96	16.79	13.25	7.52
	行业均值	-5.33	4.71	0.93	7.22	4.87	-3.59
净资产收益率 (%)	美亚柏科	12.96	12.43	10.51	11.97	9.16	3.85
	行业均值	9.77	13.29	4.16	3.48	2.47	-15.91
总资产收益率 (%)	美亚柏科	9.14	9.22	7.55	9.06	6.51	2.74
	行业均值	7.36	8.82	7.53	6.28	3.40	-0.16
每股收益 (元)	美亚柏科	0.56	0.38	0.36	0.47	0.39	0.18
	行业均值	0.38	0.23	0.41	0.43	0.43	0.16

数据来源：国泰安数据库

成功的混改行为不仅有利于原产业的发展，也能开拓新业务，提高整体盈利

能力。销售净利率可以反映企业的管理水平，销售毛利率、净资产收益率以及每股收益可以反映管理者的经营业绩。

净资产收益率是衡量一家公司利用其投入的资本创造收益能力的重要指标。当这一指标较高时，意味着公司的盈利能力较强，能够为投资者带来更高的投资回报率。从表 4.4 中，我们可以观察到美亚柏科的净资产收益率与总资产收益率呈现出大致相似的变化趋势。在 2019 年，美亚柏科的净资产收益率和总资产收益率均出现了轻微的下降，这与行业整体的趋势是一致的。然而，亚柏科净资产收益率的下降幅度相对较小，优于行业的平均降幅。这种变化不仅受到了行业整体环境的影响，也与美亚柏科自身业务重心的调整有关，这种调整在短期内对净利润产生了一定的负面影响。2020 年，尽管行业的平均净资产收益率和总资产收益率继续呈现下降的趋势，但美亚柏科却实现了逆势上扬。这两项关键指标均出现了积极的增长，这表明公司在应对行业挑战和优化自身运营方面取得了显著成效。这种转变不仅提升了公司的盈利能力，也为投资者带来了更高的投资回报预期。2021-2022 年之后盈利指标有所下滑是由于企业加大研发投入以及市场推广投入等导致成本增加较多，但各项指标都仍远高于行业均值。

从上述分析可见，美亚柏科在成功引入国投智能作为战略投资者并实现资源协同发展后，其盈利水平呈现出积极的提升趋势。这种提升并非昙花一现，而是持续稳定地维持在高于行业平均水平的状态。这种盈利能力的增强，不仅有助于公司改善其投融资行为，使财务成本得到更为有效的控制，还为公司在研发投入上提供了更大的空间。因此，美亚柏科在研发投入上的金额能够得到更高的产出效率，投资行为所得到的回报也随之提高。这种盈利能力的提升并非偶然，而是建立在公司坚实的业务基础和战略调整之上，具有可持续性和长期的发展潜力。

②发展能力

经营协同效应评价除了公司盈利水平，还必须重视发展能力指标，可以借此评价混改后是否能够可持续发展。只有发展能力强的企业，才会市场中占有更高的竞争力，所以有必要对美亚柏科营业收入增长率和净利润增长率进行进行深入研究。

表 4.5 2017 年-2022 年美亚柏科发展能力指标及行业对比

指标\年份	公司名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入增长率 (%)	美亚柏科	33.94	19.75	29.17	15.41	6.25	-10.08
	行业均值	21.67	20.91	18.02	10.46	19.67	2.63
净利润增长率 (%)	美亚柏科	48.78	11.59	-4.47	29.32	-17.06	-52.41
	行业均值	63.03	-28.00	1.92	-79.82	-74.81	-117.32

数据来源：国泰安数据库

企业的发展能力，通常指的是其不断扩大生产规模并提升企业整体价值的能。根据表 4.5 的数据，2019 年美亚柏科营业收入增长率有了显著的提升。这一显著成绩的实现，主要得益于国资背景的加入，为国投智能带来了丰富的资源和广阔的市场渠道。使美亚柏科在营收渠道方面得以迅速拓展，实现了业务规模的快速扩大。尽管在 2020 年，由于受到复杂多变的市场环境影响，公司的营业收入增长率出现了一定程度的下降，但总体来看，其表现依然稳健，并且明显高于所处行业的平均水平。这表明，国资背景的加入为公司带来了强大的竞争力和市场适应力，使其在逆境中依然能够保持领先地位。

在引入国有控股股东的同期，美亚柏科的净利润增长率却出现了异常的负值。造成这一现象的原因主要有两方面：一是由于销售费用、管理费用和研发费用的增加，导致了公司整体费用的上升；二是原材料等营业成本的增加，这两大因素共同作用，使得美亚柏科净利润出现了下滑。然而，随着 2020 年原材料费用的降低，公司的营业利润率开始呈现明显的上升趋势。这表明，美亚柏科在经历短期的净利润负增长后，正逐步恢复其盈利能力，并展现出良好的发展势头。2021 年之后营业收入增长率及净利润增长率大幅下降是受宏观经济影响，部分订单以及项目延后，在手订单实施和项目交付验收部分延缓。同时公司持续培育新网络空间安全、新型智慧城市等新赛道，加大在大数据智能化、数据安全及新型智慧城市等领域创新研发及市场拓展投入。

综上所述，剔除企业自身业务转型问题，美亚柏科引入国有控股股东后，由于业务转型及成本增加，上述指标时涨时落，但是高于行业均值。而且美亚柏科引入国投智能后的几年，宏观经济下行，行业发展能力指标也大幅下降，公司后

续发展需要继续进行追踪和探讨。

(4) 战略协同效应评价

战略协同作为一种无形资产，无法被模仿，作为企业核心竞争力的表现，能够为企业带来可持续的竞争优势。企业也要不断创新，保持领先地位。正如美亚柏科作为电子数据行业龙头，一直深耕科技创新，不断加大创新投入，满足市场需求，为企业的长远发展奠定坚实基础。在评价战略协同时，可以将研发能力作为评价标准。

表 4.6 2017-2022 年美亚柏科创新投入及行业对比

指标名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022
研发投入总额（亿元）	2.03	2.62	3.58	4.16	4.50	3.90
研发投入增长率（%）	29.34	28.65	36.80	16.20	29.79	-13.33
研发人员数量	1622	2103	2292	2522	2857	2428
研发人员数量占比（%）	68.09	70.19	69.08	67.34	68.43	67.20

数据来源：美亚柏科公司年报

美亚柏科历来重视研发投入，如表 4.6，在 2019 年之前，公司每年的研发投入稳定地占据其总收入的约 16%，显示出对技术创新的高度重视。然而，自引入国有控股股东以来，美亚柏科在研发投入上的力度进一步加大，增长趋势十分明显，凸显了公司在技术创新方面的决心和战略远见，但是研发人员在公司总员工数中的占比却有所下降。可能是由于随着国资的加入，企业在运营过程中不再仅仅关注经济利润，而是开始更多地承担起社会责任。这种转变促使美亚柏科在招聘和用工方面，更加注重提供非研发领域的就业机会，以回应社会对于多元化人才的需求。这种策略的调整，不仅有助于企业树立良好的社会形象，还能够通过满足更广泛的社会需求，进一步巩固和拓展其市场地位。因此，可以说，所有制背景的转变在一定程度上影响了美亚柏科的用工策略，使其更加注重社会责任的履行和可持续发展。因此，尽管研发人员数量仍在增长，但其在公司总员工数中的比例却因这一战略调整而有所下降。

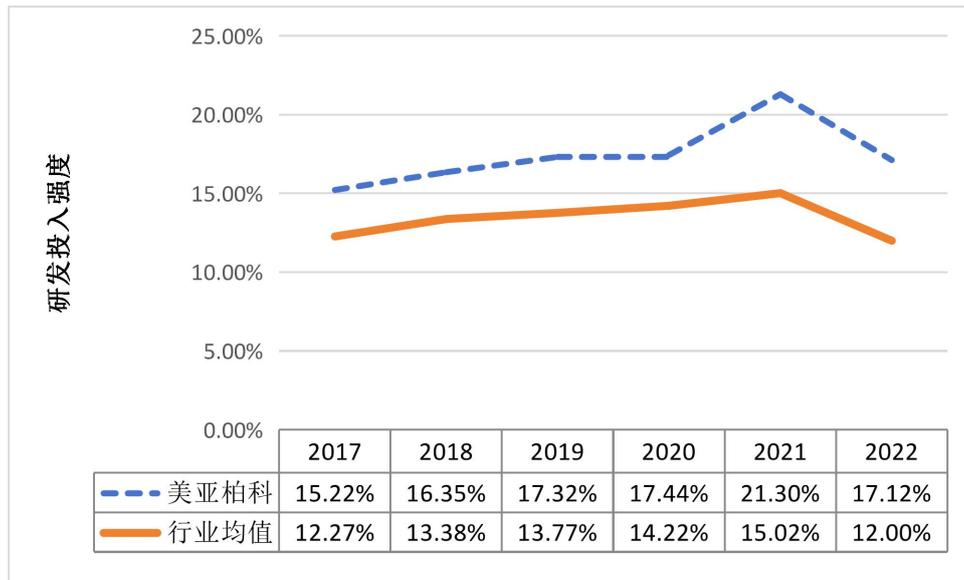


图 4.2 美亚柏科研发投入强度变化趋势及行业对比

图 4.2 呈现了美亚柏科在反向混改前后研发资金投入的变化趋势，并与行业平均值进行了比较。从图中可以清晰地观察到，美亚柏科在研发费用上的投入金额占其营业收入的比例呈现逐年上升的趋势。这表明，尽管公司的营业收入也在逐年增长，但研发费用的增长速度更为迅猛。到 2021 年，美亚柏科的研发投入强度已经超过了 20%，显示出公司对技术创新的坚定承诺和持续投入。与行业平均值相比，反向混改前美亚柏科的研发投入强度与行业保持相似的增长步伐。然而，在 2022 年宏观经济环境恶化对整个行业造成冲击的背景下，美亚柏科在研发投入上的增长幅度却远超过了行业的平均水平。这一现象有力地说明了反向混改对企业的研发投入产生了积极的影响，极大地激发了企业的创新活力和积极性。即使在行业面临挑战的时期，美亚柏科依然坚定地加大在研发上的投入，以技术创新为驱动，推动企业的持续发展。

4.1.2 基于熵值法的综合评价

熵值法作为一种灵活且实用的分析工具，能够深入剖析企业过往决策变革的效果，也有助于在分析过程中减少主观臆断的影响。在本研究中，相关数据的收集相对容易，且量化程度高。因此，在本文中，我们选用熵值法对企业上述协同效应指标进行综合评价，以确保分析结果的客观性和准确性。

(1) 指标数据处理

根据美亚柏科公司在 2017 年至 2022 年间的详细财务报表数据,对之前章节中用于评估内部协同效果的各项关键指标进行了系统性的整理,以确保能够全面反映美亚柏科公司在这一时间段内的内部综合协同效果。

表 4.7 美亚柏科内部协同评价指标

指标名称/年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
流动比率	2.61	2.60	2.31	2.48	2.62	2.73
速动比率	2.04	2.16	1.93	2.01	2.09	2.31
资产负债率 (%)	24.47	25.29	28.94	27.93	27.19	26.86
存货周转率 (次)	1.49	1.82	2.30	2.02	1.80	1.79
应收账款周转率 (次)	4.43	3.32	2.91	3.09	3.18	2.43
流动资产周转率 (次)	0.47	0.49	0.54	0.54	0.53	0.42
管理费用率 (%)	27.68	15.40	13.97	14.21	14.14	14.00
销售费用率 (%)	14.80	15.70	13.03	11.47	11.55	11.95
财务费用率 (%)	-9.12	-6.06	-0.29	-4.25	-0.04	0.11
销售净利率 (%)	19.62	18.87	13.96	16.79	13.25	7.52
净资产收益率 (%)	12.96	12.43	10.51	11.97	9.16	3.85
每股收益 (元)	0.56	0.38	0.36	0.47	0.39	0.18
营业收入增长率 (%)	33.94	19.75	29.17	15.41	6.25	-10.08
净利润增长率 (%)	48.78	11.59	-4.47	29.32	-17.06	-52.41
研发投入增长率	29.34	28.65	36.80	16.20	29.79	-13.33
研发人员占比 (%)	68.09	70.19	69.08	67.34	68.43	67.20
研发投入强度 (%)	15.22	16.35	17.32	17.44	21.30	17.12

数据来源: 美亚柏科公司年报

①对数据进行无量纲化和非负化处理

上述所选择的各种指标的测量单位不一致,导致了数据之间存在不可比性,无法正确评价混改效果。因此,需要对每一项指标进行无量纲化处理。本文利用

Excel 软件，分别对美亚柏科的 17 项内部协同效果评价指标展开了非负化处理和无量纲化处理，处理结果如下表 4.8 所示：

表 4.8 内部协同指标无量纲化数据处理

指标名称/年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
流动比率	0.7144	0.6906	0.0001	0.4049	0.7382	1.0001
速动比率	0.2896	0.6054	0.0001	0.2106	0.4212	1.0001
资产负债率 (%)	0.0001	0.1835	1.0001	0.7741	0.6086	0.5348
存货周转率 (次)	0.0001	0.4075	1.0001	0.6544	0.3828	0.3705
应收账款周转率 (次)	1.0001	0.4451	0.2401	0.3301	0.3751	0.0001
流动资产周转率 (次)	0.4168	0.5834	1.0001	1.0001	0.9168	0.0001
管理费用率 (%)	0.0001	0.8958	1.0001	0.9826	0.9877	0.9979
销售费用率 (%)	0.2129	0.0001	0.6313	1.0001	0.9812	0.8866
财务费用率 (%)	1.0001	0.6686	0.0434	0.4725	0.0164	0.0001
销售净利率 (%)	1.0001	0.9381	0.5323	0.7662	0.4737	0.0001
净资产收益率 (%)	1.0001	0.9419	0.7312	0.8914	0.5830	0.0001
每股收益 (元)	1.0001	0.5264	0.4738	0.7633	0.5527	0.0001
营业收入增长率 (%)	1.0001	0.6777	0.8917	0.5792	0.3711	0.0001
净利润增长率 (%)	1.0001	0.6326	0.4739	0.8078	0.3494	0.0001
研发投入增长率	0.8513	0.8375	1.0001	0.5892	0.8603	0.0001
研发人员占比 (%)	0.2978	1.0001	0.6289	0.0469	0.4115	0.0001
研发投入强度 (%)	0.0001	0.1860	0.3455	0.3652	1.0001	0.3126

数据来源：由笔者计算整理所得

②计算指标权重

将转换后的数值，运用 EXCEL 软件对各项指标的熵值和差异系数以及各个指标的权重进行了计算，得到的结果如下表 4.9 所示：

表 4.9 内部协同绩效评价各指标熵值赋权计算结果

一级指标	二级指标	三级指标	熵值	差异系数	权重	
财务协同效应	财务风险控制效应	流动比率	0.8778	0.1222	0.0450	
		速动比率	0.8168	0.1832	0.0675	
		资产负债率	0.8381	0.1619	0.0597	
		存货周转率	0.8512	0.1488	0.0548	
管理协同效应	营运效率	应收账款周转率	0.8220	0.1780	0.0656	
		流动资产周转率	0.8703	0.1297	0.0478	
		总资产周转率	0.8979	0.1021	0.0376	
		管理费用率	0.8442	0.1558	0.0574	
		销售费用率	0.6502	0.3498	0.1289	
经营协同效应	费用控制能力	财务费用率	0.8753	0.1247	0.0459	
		销售净利率	0.8886	0.1114	0.0411	
		盈利能力	净资产收益率	0.8755	0.1245	0.0459
		每股收益	0.8690	0.1310	0.0483	
		发展能力	营业收入增长率	0.8627	0.1373	0.0506
净利润增长率	0.8908		0.1092	0.0402		
研发投入增长率	0.7571		0.2429	0.0895		
战略协同效应	技术研发能力		研发人员占比	0.7992	0.2008	0.0740
		研发投入强度	0.8778	0.1222	0.0450	

数据来源：由笔者计算整理所得

评价结果受各指标权重系数的影响，且各指标权重系数的不同对结果的影响程度也有所不同。侧重于研究权重系数高的指标，可以更准确地进行评价。下表 4.10 列出了每个指标的权重，可以根据数据大小衡量其重要性。

表 4.10 基于熵值法的美亚柏科内部协同综合评价分析

一级指标	总权重和	二级指标	权重和	三级指标	权重
财务协同效应	17.22%	财务风险控制效应	0.1722	流动比率	0.0450
				速动比率	0.0675
				资产负债率	0.0597
				存货周转率	0.0548
管理协同效应	39.21%	营运效率	0.1682	应收账款周转率	0.0656
				流动资产周转率	0.0478
		费用控制能力	0.2239	管理费用率	0.0376
				销售费用率	0.0574
				财务费用率	0.1289
				销售净利率	0.0459
经营协同效应	23.18%	盈利能力	0.1329	净资产收益率	0.0411
				每股收益	0.0459
		发展能力	0.0989	营业收入增长率	0.0483
				净利润增长率	0.0506
战略协同效应	20.37%	技术研发能力	0.2037	研发投入占比	0.0402
				研发人员占比	0.0895
				研发投入强度	0.0740

数据来源：笔者计算整理所得

从表 4.10 可以得出，在四个维度的协同效应中，管理协同效应权重最高，需要进行重点关注，其他协同效应占比差距不大，需要将四者结合起来，综合分析。

(2) 综合评价结果分析

表 4.11 美亚柏科内部协同效果综合得分及排名

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
排名	2	1	5	3	4	6
综合得分	0.1960	0.2011	0.1624	0.1795	0.1721	0.0888
财务协同效应	0.0168	0.0285	0.0192	0.0257	0.0323	0.0497
管理协同效应	0.0944	0.0734	0.0583	0.0848	0.0527	0.0287
经营协同效应	0.0653	0.0473	0.0400	0.0493	0.0298	0.0000
技术协同效应	0.0195	0.0519	0.0449	0.0197	0.0573	0.0105

数据来源：由笔者计算得出

采用熵值法，我们对美亚柏科在财务、管理、经营及战略协同四个维度的 17 项财务指标进行了客观权重分配。基于这些权重，计算得出美亚柏科在引入国投智能前后各年份的财务绩效综合得分。从图 4.3 可以看到，在引入国投智能后，美亚柏科的财务绩效综合得分出现了一定程度的下滑。但在 2020 年混改效果初见成效，综合得分有所上涨。正如上述指标分析，2022 年由于宏观经济影响，整个网络安全行业绩效下行，各项指标下降，所以综合得分减少。



图 4.3 2017-2022 年美亚柏科财务绩效综合得分情况

综合得分下滑的原因如下：首先，美亚柏科引入国资后，拓宽融资渠道，加大了对研发创新的投入。其次，美亚柏科的经营业务出现变化，投身于智能化平台建设。一方面，成本大大增加，另一方面，初入新市场，获利较慢。再加上，混改在 2019 年底，对当年的影响时间较短，效果未能及时体现。最后，由于美亚柏科服务客户的特殊性，销售产品货款回笼周期较长。以上种种都导致 2019 年美亚柏科综合得分有所降低。

4.1.3 内部协同效应评价结果

经过上述指标及综合分析，美亚柏科在引入国有股东后的 2020 年综合绩效呈现上升趋势。而整个行业受宏观经济影响，经济发展低迷。可见，引入国有资本，能够为企业在一定程度上带来内部协同效应。根据混改后的年报数据，美亚柏科一改之前发展趋势，营业收入在 2019 年首次突破 20 亿，实现了业绩的逆势增长。公司的研发投入也是大幅提升，专利数量相较混改前增长了 50% 以上。这些成果充分表明，在引入国有控股股东后，美亚柏科的科技创新能力得到了显著加速和提升。

4.2 外部协同效应下反向混改实施效果分析

混改的成功并不仅仅在于企业资产和负债的简单累加，更重要的是这些变化所带来的质量提升。外部市场反应以其公正性、真实性和客观性成为评价企业外部协同效果的重要指标。公司改革策略成功与否，也需要外部市场进行验证。因此，本节在评价外部协同效应时，选取了事件研究法评估外部市场标准；判断混改是否实现外部协同效应的另一个重要标准是是否成功开拓了新市场。上市公司通过实施混合所有制改革，可以充分发挥协同效应，进而实现公司特定的战略利益。此外，借助资本市场的高效传导机制，混改还能确保企业未来的预期价值得以直观地反映在其市值上。

基于这一认识，本文选取混改实施前后的市值变化和企业整体价值作为评估外部协同效果的核心指标。通过深入分析这些指标的变化情况，我们能够更全面地理解混改对企业市值和整体价值的影响，进而为相关决策提供有力支持。

4.2.1 基于事件研究法的市场反应评价

在本文中，我们运用事件研究法来计算超额收益率，进而分析美亚柏科在引入国投智能这一事件前后的市场反应。

表 4.12 超额收益率和累计超额收益率

窗口期	Rt (%)	E(Rt) (%)	ARt (%)	CARt (%)
-10	3.689	1.644	2.045	2.045
-9	-6.354	-3.067	-3.287	-1.242
-8	-2.512	-2.197	-0.315	-1.557
-7	-0.340	1.640	-1.980	-3.537
-6	2.299	3.567	-1.268	-4.806
-5	2.193	-0.065	2.258	-2.548
-4	-1.751	-0.494	-1.257	-3.804
-3	0.496	0.815	-0.320	-4.124
-2	-4.608	0.093	-4.700	-8.824
-1	0.344	-2.174	2.519	-6.305
0	-1.385	-2.354	0.969	-5.337
1	9.526	-0.106	9.631	4.295
2	9.517	0.904	8.613	12.908
3	2.044	0.841	1.203	14.111
4	-3.301	-0.752	-2.549	11.562
5	-5.088	0.948	-6.036	5.526
6	0.663	-0.038	0.701	6.227
7	-1.073	-3.213	2.139	8.366
8	2.387	-0.326	2.712	11.078
9	-3.888	-0.945	-2.943	8.136
10	-0.996	2.711	-3.707	4.429

数据来源：根据国泰安数据库数据计算得到

2019年3月26日美亚柏科控制人与国投智能签署协议，标志着美亚柏科反向混改的初步完成。所以选取此日为事件窗口日，并选取26日前后10个交易日为事件窗口期。以资本资产定价模型为基础，建立了美亚柏科的预期收益回归模型，计算超额收益率和累计超额收益率。计算结果如表5.1所示，可以直观地反应此次事件对美亚柏科股票的市场绩效产生的影响。

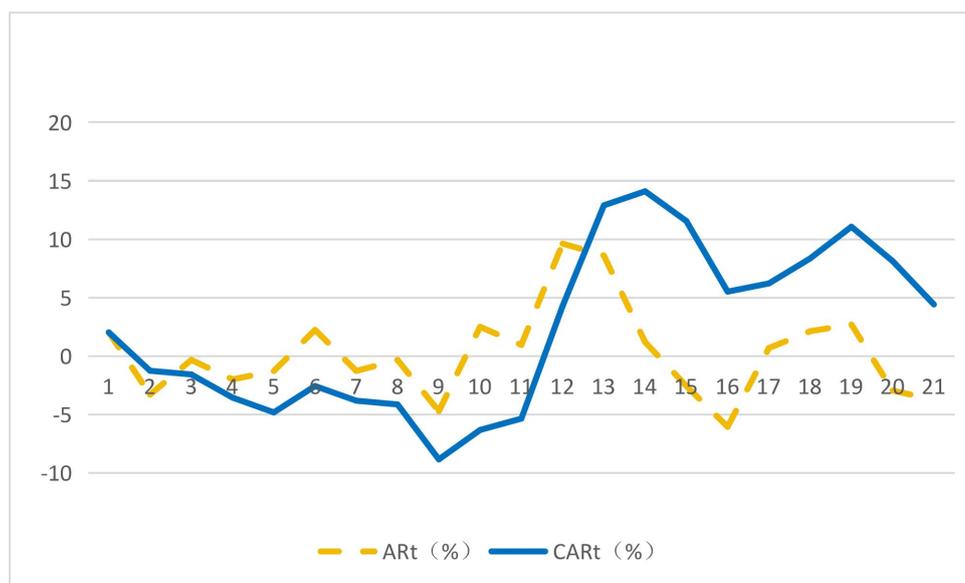


图 4.3 美亚柏科超额收益率及累计超额收益率

通过对图 4.3 的观察，可以清晰地发现，在美亚柏科公开宣布引入国资这一重大事件之前的最后一个交易日，公司的超额收益率已经出现了由负转正的显著变化。这一转变可能暗示着，尽管正式的公告尚未发布，但部分投资者可能已通过其他非官方渠道提前获知了美亚柏科即将引入国投智能作为战略投资者的消息。这种信息的提前泄露，很可能在一定程度上推动了公司股价的上涨。在事件日正式公布后的第一个交易日，美亚柏科的超额收益率更是飙升，进一步印证了之前的信息泄露和投资者对公司前景的乐观预期。而从事件日之后的一系列数据来看，公司的累计超额收益率始终保持在正值区间，并且呈现出一种稳步上升的趋势。这种持续的正面表现，不仅充分展现了引入国资事件在短期内对投资者财富产生的显著增值效应，也反映了资本市场对于美亚柏科与国投智能合作所带来的长期价值的认可和期待。

因此，我们可以有理由认为，引入国投智能作为战略投资者，不仅是对美亚柏科短期价值的一次重要提升，更是对公司未来发展潜力和市场竞争力的有力增强。这一举措不仅给投资者带来了实实在在的收益增长，也为公司在激烈的市场竞争中占据了更为有利的位置。

4.2.2 基于托宾 Q 值的企业价值评价

为了更全面且深入地探究美亚柏科反向混改事件对公司价值产生的具体影响，本研究决定采用托宾 Q 值这一重要的评估指标。研究美亚柏科在 2017 年至 2022 年间的托宾 Q 值数据，这一时间跨度涵盖了公司反向混改事件发生的前后几年，从而确保我们能够全面观察并分析该事件对公司价值产生的长期影响。同时，为了更客观地评估美亚柏科的反向混改策略是否真正提升了公司价值，提取同期软件与信息服务行业的托宾 Q 值平均值作为对比基准。通过对比分析美亚柏科在引入国有股东后的托宾 Q 值变化趋势与行业均值，我们可以更清晰地看到公司价值的实际提升情况以及这种提升是否超越了行业平均水平。以下图表详细展示了这一对比分析的结果，通过直观的数据呈现，我们能够更清晰地看到美亚柏科反向混改事件对公司价值产生的深远影响。

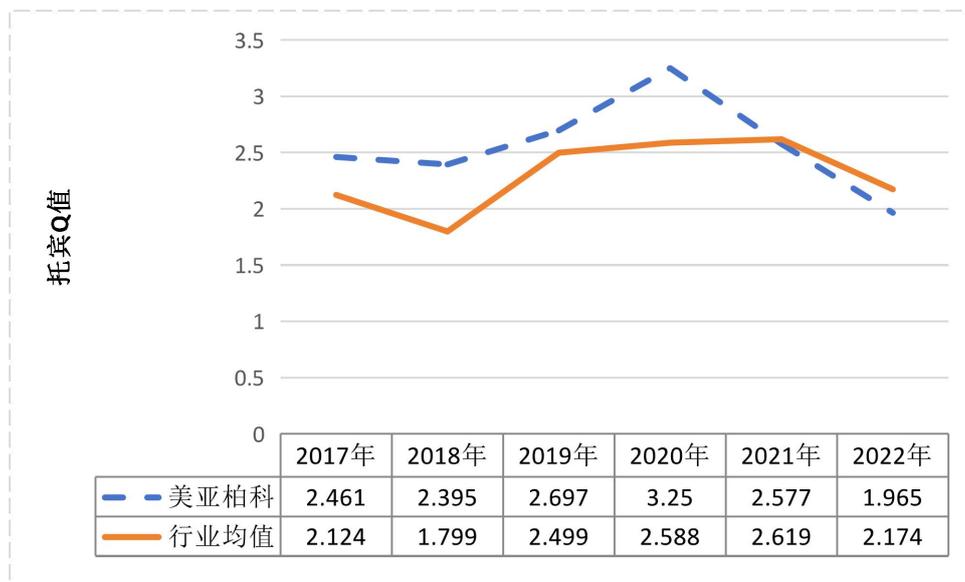


图 4.4 美亚柏科 2017-2022 年托宾 Q 值与行业对比

观察图 4.4，我们可以发现 2018 年美亚柏科的托宾 Q 值出现了下滑趋势。根据公开披露的数据，美亚柏科公司每股净资产在近年来一直维持在一个相对稳定的水平。鉴于此，托宾 Q 值——这一衡量企业市场价值与重置成本比率的指标——的变动在很大程度上是受到了公司股价波动的影响。这一趋势与同期软件与信息服务行业托宾 Q 值的平均下降趋势相一致，表明整个行业在这一时期都面临着类似的市场压力和挑战。然而，自 2019 年美亚柏科开始引入国有股东以来，情况发生了显著变化。与之前几年的下降趋势相比，美亚柏科的托宾 Q 值在这一时期实现了明显的扭转和增长。

这表明国投智能的加入受到了投资者的广泛认可，国资的引入为美亚柏科带来了明显的优势，进而推动了企业价值的逐步提升。然而，受到宏观经济因素的影响，从 2021 年起整个行业陷入低迷状态，包括同行业其他企业在内的美亚柏科托宾 Q 值也出现了下降。

4.2.3 外部协同效应评价结果

从市场反应的角度来看，美亚柏科在引入国投智能前的一个交易日，其超额收益率成功由负转正。在引入事件后的第一天，公司的超额收益率更是攀升至 9.63% 的高位。此后，公司的累计超额收益率持续保持正值，并呈现出强劲的上升趋势。这充分表明市场上的投资者对美亚柏科引入国有控股股东这一决策给予了积极的短期市场反馈。

从企业价值层面分析，自 2019 年国有股东入驻以来，美亚柏科的托宾 Q 值实现了显著增长，扭转了此前的下降趋势。由此可见，国投智能的加入不仅赢得了投资者的广泛认可，也为美亚柏科带来了实质性的优势，推动了企业价值的持续提升。

5 结论与启示

5.1 结论

在我国混合所有制改革不断深入的背景下，民营企业与国有资本的融合现象愈发显著。与以往不同，如今的国有资本不仅扮演着“及时雨”的角色，更致力于稳固和发展战略性产业，为民营企业提供了强大的支持。在这种背景下，美亚柏科主动引入国有资本，携手共进。本文在此基础上，深入分析两者混改的动因、过程以及带来的内外部协同效应。

第一，美亚柏科引入国有资本是内外因素共同作用的结果，同时也是双方需求的有效对接。随着国家越来越重视对于民企、国企混合所有制改革，提供了有利的政策环境，民企为了获得政治关联，取得优质资源，主动选择引入国有资本。再加上高新技术企业行业壁垒高，发展需要不断的国家政策以及资金支持，增强自身的核心竞争力。所以美亚柏科选择引入国资，应对一系列的挑战。引入国资不仅可以为企业带来新的客户、市场，也能在一定程度上带来资金支持，能够解决民企融资难题；国投智能选择美亚柏科一方面是为了顺应国家对于战略企业混改的政策，布局数字经济的发展。另一方面，也是为了能够推动国有企业进行进一步数字化转型。这一选择不仅符合双方的战略利益，也为未来的合作奠定了坚实的基础。

第二，美亚柏科引入国有资本，从多条路径实现了协同效应。国投智能的加入，为美亚柏科树立了良好的市场形象，减少了客户及上下游供应商对民企的疑虑，减少了彼此间的信息隔阂，可以更好的获得一些优质资源，能够获得跟多投资以及银行贷款，减轻融资问题。通过政治关联，可以获得一些税收优惠、政府补贴、及时的政策信息等资源，为企业可持续发展提供了坚实基础。国有股东的引入也在一定程度上优化了公司治理，通过实施差异化的管理策略，既能有效规避管理风险，也保留了民企的活力和创新力。综上所述，美亚柏科借助国有资本的引入，从多条路径实现了协同效应，达到“1+1>2”的效果。

第三，美亚柏科引入国有资本后，其协同效果体现在多个维度。首先，两者的混改，实现了资源互补，为美亚柏科带来更多发展机遇，实现了财务、管理、经营及战略上的协同，缓解了融资压力，提高企业盈利能力、治理效率，在研发

投入的大力支持，为美亚柏科创新发展带来了强大的动力。使美亚柏科的整体绩效得到显著提升，综合得分也是远远高于同期行业均值。在外部协同方面，引入国资在长短期内显著增强了美亚柏科在资本市场上的表现，传递出企业稳健运营和光明前景的积极信息，从而坚定了投资者的信心。

5.2 启示

5.2.1 民营企业层面

（1）民营企业引入国资需充分考虑自身条件

一方面，民营企业在推进混合所有制改革前，必须深思熟虑，对于国有股东的引入，更应着眼于其对公司长远发展的实际贡献。以美亚柏科为例，该公司在引入国有股东之前，进行了详尽的市场调研和内部评估，明确了公司的发展方向和混改需求，确保引入国有股东的决策是基于公司实际需求的理性选择。近年来部分民营企业因面临股权质押等资金压力，选择引入国有股东以缓解困境。然而，这种仅基于短期资金需求的混改往往缺乏长远规划，混改效果难以达到预期。

另一方面，民营企业在挑选国有战略投资者时，应当进行审慎评估，积极寻找那些能与企业自身产生强大协同效应的合作伙伴。美亚柏科在混改过程中，对多家央企进行了深入接触和比较，最终选择了管理模式更为灵活、能够保持企业原有经营活力和创新动力的国投集团。这一选择体现了美亚柏科在混改对象选择上的审慎态度。然而，当前市场上仍存在部分民营企业在选择国有战略投资者时，对对方的管理方式了解不足，导致混改后企业运营出现问题。因此，民营企业应充分了解潜在合作伙伴的管理模式和企业文化，选择能够与企业自身优势互补、实现协同效应的战略投资者。

（2）民营企业应善用资源优势，推动创新与转型

民营企业引入国有资本进行反向混改，并非一劳永逸的举措。在混改前，企业需精心挑选合作对象，确保所引入的国有资本在产业、业务及技术层面能与自身形成协同效应和资源互补。将所获资金科学合理的投入至经营及研发活动，做好合理的发展战略，充分利用国资带来的优质资源，提升盈利能力。凭借国有资本的政治背景，企业可以更有效地突破在新业务开拓过程中所遇到的行业壁垒，

从而在新领域中迅速占据有利地位。因此，民营企业不应仅将国有资本视为解决困境和发展瓶颈的工具，而应通过经营整合，充分发挥国有资本的资源优势，推动企业不断创新发展，实现战略转型。

5.2.2 国有资本层面

（1）国有资本应实施差异化管理，保持民企活力

当民营企业融入国有资本或转变为国有资本主导后，其成效的积极与否在很大程度上取决于国有资本的管理模式。盲目沿用国有独资或全资企业传统的治理与监管模式可能会带来一系列问题，可能导致企业管理变得僵化，进而抑制了原本属于民营企业的活力和创新力。为了避免这种情况，国有资本在参与企业管理时应当积极倡导并实施差异化的管理策略，清晰地界定集团公司与其相对控股的子公司之间的权利和责任。这样做有助于确保各个企业在保持一定自主性的同时，也能与集团公司形成有效的协同和合作。在执行这一策略的过程中，应避免使用行政命令来直接干涉企业的日常运作。相反，应根据各企业的独特情况、市场环境和发展阶段来定制灵活且适应性的管理机制。这样的做法不仅有助于保留和激发企业的活力和创新力，还能促进国有资本与民营资本之间的良性互动和共同发展。美亚柏科在这方面的实践为我们提供了宝贵的经验。混改后的企业保留了原有的董事长和管理团队，他们更熟悉企业的实际情况，保留了美亚柏科高效决策的优势。国投智能在管理中，构建了合理的监督机制，为国资管理企业提供了制度保障，也保留了民企部分管理，提高了企业运行效率。所以国资应避免管理僵化，实行差异化管理，促进国有资本与民营资本的深度融合，实现双方的共赢发展。

（2）国有资本应加强对民营企业资源扶持

为推动混合所有制改革政策的有效落地并助力民营企业的长远发展，国有资本需进一步加大对民营企业的扶持力度。过去，国有资本的介入主要是为缓解民营企业在流动性及质押风险方面的压力，因此其主要作用往往局限于资金援助，对于双方内部的深度融合关注较少。然而，当前民营企业对于国有资本的期待已不仅仅局限于资金支持，更希望通过与国有资本的合作建立稳固的政治关系，获取更多优势资源，并实现双方的优势互补。与此同时，国有资本也倾向于将资本

投向与国家战略紧密相连的关键行业，以此引导更多社会资本流动，助力整体经济增长。为满足双方的发展需求，国有资本的角色必须实现从单纯资金提供者向战略投资者的转变。这意味着国有资本需要更精确地识别民营企业面临的发展瓶颈与需求，进而提供更具针对性的帮助。

参考文献

- [1] Ansoff,Corporate strategy. McGraw-Hill, New York, NY, 1965.
- [2] Chernykh L,Profit or Politics? Understanding Renationalizations in Russia[J]. Journalof Corporate Finance,2011,17(5):1237-1253.
- [3] Haynes KT,Hillman A. The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change [J]. Strategic Management Journal,2010,31(11):1145-1163.
- [4] Hillman A,Dalziel T.Boards of Directors and Firm Performance:Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives[J].Academy of Management Review,2003,(03):383-396
- [5] J.Fred Weston,MarkL.Mitchel,J.HaroldMulherin.Takeover,restructuring and corporate governance [M].Peking University Press, 2006.
- [6] Krishnan,Masulis,Singh. Does Venture Capital Reputation Matter Evidence from Subsequent IPOs.[R]. SSRN working paper,2007.
- [7] La Porta,R.F.,Lopez-de-Silane,Shleifer,A,Vishny R.Investor Protection and Corporate Governance[J]. Journal of Financial Economics,2000,58(2):3-27
- [8] Porter M., Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. New York: Free Press1985.
- [9] Rumelt Richard P. Diversification Strategy and Profitability [J], Strategic Management Journal, 1982, 3(4): 359-369.
- [10] Tong,SarahY.China's NewPush to Reform the State Sector:Progress and Drawbacks[J].China:An International Journal,vol.16,no.3(August 2018),pp.35-51.
- [11] 白俊,刘园园,邱善运.国有资本参股促进了民营企业技术创新吗?[J].金融与经济,2018(09):38-45.
- [12] 卜华,杨宇晴,张银杰.控股股东股权质押、股权集中度与股价崩盘风险[J].会计之友,2020(08):87-94.
- [13] 邸丛枝,张子宁.民营企业引入国有资本混改的动因及效果分析——以合力泰引入福建电子为例[J].财会月刊,2021(19):31-40.
- [14] 顾晓敏,孙爱丽.并购重组与价值创造:目标公司的协同效应分析[J].财会月刊,

- 2015,(34):10-17.DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2015.34.003.
- [15] 桂良军,任颖,马景惠.关联交易、国有参股与企业绩效[J].财会通讯,2019(15):51-58.
- [16] 郭世辉,朱雨辰.企业政治关联与过度投资的相关性研究——基于我国民营上市公司的经验证据[J].西安财经学院学报,2018,31(01):12-18.
- [17] 哈肯.协同学和信息:当前情况和未来展望,信息与交叉科学——迈向 21 世纪的探索和运用[M].昆明:云南大学出版社,1994.
- [18] 胡爱平,秦白云.探索国有企业混合所有制实现路径——以 T 科技公司为例[J].会计之友,2020,(4):150-153.
- [19] 胡迟.新中国成立 70 周年再论新时代完善国有企业的功能定位[J].经济纵横,2019,(06):37-45.
- [20] 胡旭阳.民营企业的政治关联及其经济效应分析[J].经济理论与经济管理,2010,(02):74-79.
- [21] 金碚,刘戒骄.西方国家应对金融危机的国有化措施分析[J].经济研究,2009,44(11):38-46+54.
- [22] 兰岚.产业演进视角下企业并购绩效分析——以乐普医疗为例[J].财会通讯,2020(06):105-108.
- [23] 乐菲菲,刘姗姗.从众投资下政治关联对创新绩效影响研究——基于民营上市公司数据分析[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2019(01):35-44.
- [24] 李文贵,邵毅平.产业政策与民营企业国有化[J].金融研究,2016(09):177-192.
- [25] 李文贵,余明桂.产权保护与民营企业国有化[J].经济学(季刊),2017,16(04):1341-1366.
- [26] 林春雷,蔡琳.混改是提升国有企业发展质量的有效方式吗?——以安泰科技为例 [J].国际商务财会,2021(4):9-13.
- [27] 刘静,娄登峰.地方国有资本投资公司混合所有制改革路径研究——以长春国投为例[J].会计之友,2021,(24):144-149.
- [28] 刘兰,黄鹏辉.协同效应视角下上市公司跨国并购绩效分析——以蓝帆医疗并购柏盛国际为例[J].商业会计,2022(23):42-46.
- [29] 卢相君,陈露.长春建工实现国企混改路径探究——基于与安徽建工的对标

- 分析[J].会计之友,2021,(17):138-144.
- [30] 罗党论,刘晓龙.政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J].管理世界,2009(05):97-106.
- [31] 罗党论,甄丽明.民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J].金融研究,2008(12):164-178.
- [32] 罗进辉.“国进民退”:好消息还是坏消息[J].金融研究,2013(05):99-113.
- [33] 潘越,戴亦一,李财喜.政治关联与财务困境公司的政府补助——来自中国 ST 公司的经验证据[J].南开管理评论,2009,12(05):6-17.
- [34] 任广乾,赵梦洁,刘莉,郑敏娜.国资参股、关系网络与民企创新效率[J].工程管理科技前沿,2022,41(02):84-90.
- [35] 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,(9):111-119.
- [36] 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,(10):206-217.
- [37] 盛宇华,祖君.不同类型战略投资者对上市公司绩效影响的实证研究[J].投资研究,2014,33(02):120-129.
- [38] 宋冬林,李尚.混合所有制改革与国有企业创新研究[J].求是学刊,2020,(1):51-61.
- [39] 宋增基,冯莉茗,谭兴民.国有股权、民营企业家参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据[J].金融研究,2014(12):133-147.
- [40] 孙亮,刘春.民营企业因何引入国有股东? ——来自向下调整盈余的证据[J].财经研究,2021,47(08):109-122.DOI:10.16538/j.cnki.jfe.20210119.102.
- [41] 万立全,徐清.民资控股国企的混合所有制改革绩效评价研究——以华录百纳为例[J].商业会计,2021,(7):107-109.
- [42] 汪伟,石珊.公益类国有企业混合所有制改革路径探究——以长春公交集团为例[J].会计之友,2021,(18):154-158.
- [43] 王丽南,潘蕴凡.长港燃气混改路径探究——基于与深圳燃气的对标分析[J].会计之友,2021,(20):146-152.
- [44] 王甄,胡军.控制权转让、产权性质与公司绩效[J].经济研究,2016,51(04):146-160.

- [45] 韦浪,赵劲松.非控股国有股权对民营企业创新水平的影响研究[J].财政研究,2021(10):114-129.
- [46] 吴超鹏,吴世农,郑方镰.管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究[J].管理世界,2008(07):126-133+188.
- [47] 肖浩,夏新平.政府干预、政治关联与权益资本成本[J].管理学报,2010,7(06):921-929.
- [48] 杨孝安,程振,陈宝东.政治关联对上市民营企业研发投入的影响研究——基于信贷融资的中介效应[J].会计之友,2021(16):99-106.
- [49] 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.
- [50] 姚梅洁,宋增基,张宗益.制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据[J].管理世界,2019,35(11):158-173.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2019.0155.
- [51] 余汉,杨中仑,宋增基.国有股权、政治关联与公司绩效——基于中国民营控股上市公司的实证研究[J].管理评论,2017,29(04):196-212.
- [52] 张雨潇,方明月.民营企业为什么要戴上“红帽子”——基于行政壁垒的一个解释[J].经济学动态,2016(02):31-40.
- [53] 张雨潇,杨瑞龙.利益相关者理论视角下国有资本入股民营企业的效果评估[J].政治经济学评论,2022,13(03):190-212.
- [54] 赵璨,宿莉莎,曹伟.混合所有制改革:治理效应还是资源效应? ——基于不同产权性质下企业投资效率的研究[J].上海财经大学学报,2021,23(01):75-90.DOI:10.16538/j.cnki.jsufe.2021.01.006.
- [55] 赵晓阳,衣长军.国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚?——兼论亲清政商关系的调节作用[J].经济管理,2021,43(07):61-74.DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2021.07.004.
- [56] 竺李乐,吴福象,李雪.民营企业创新能力:特征事实与作用机制——基于民营企业引入国有资本的“逆向混改”视角[J].财经科学,2021(01):76-90.

致 谢

在硕士学位论文完成之际，我感慨万分，内心充满了无尽的感激与喜悦。这篇论文的完成，不仅是我个人学术研究的成果，更是众多人无私帮助和支持的结晶。在此，我谨向所有在我硕士研究生阶段给予我关心、帮助和支持的人表示最诚挚的感谢。

首先，我要衷心感谢我的导师郭恒泰教授。在我研究生阶段的学习过程中，导师以其渊博的学识、严谨的治学态度，给予了我极大的指导和帮助。从论文选题、研究思路的确定，到论文的撰写和修改，导师都倾注了大量的心血。导师的教诲和鞭策，使我在学术上不断进步，更在人生道路上受益匪浅。

其次，我要感谢我的家人。他们一直是我坚实的后盾，给予我无尽的关爱和支持。在我遇到困难和挫折时，他们总是鼓励我勇敢面对，坚定信心。正是他们的支持和鼓励，使我在学术道路上勇往直前，不断追求更高的目标。

此外，我还要感谢我的同学和朋友们。在研究生阶段，我们共同学习、共同进步，一起度过了许多难忘的时光。他们的陪伴和支持，使我的研究生生活更加丰富多彩。在论文撰写过程中，他们也给予了我许多宝贵的建议和帮助，使我能够顺利完成论文。

最后，我要感谢学校和学院为我提供了良好的学术环境和丰富的学术资源。学校图书馆丰富的藏书和便捷的电子资源，为我的论文撰写提供了极大的便利。学院组织的各种学术活动和讲座，也使我受益匪浅，拓宽了我的学术视野。

在此，我再次向所有关心、帮助和支持我的人表示衷心的感谢。我将永远铭记这段美好的时光，继续努力，追求更高的学术成就，为社会的发展贡献自己的力量。