

# 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

□沈红波 张金清 张广婷

**摘要:** 国企混合所有制改革的关键在于引入非公有制经济的同时,进行治理结构以及人才机制和管理体制的变革,完善现代企业制度,从而提高国企的资产效率。然而,在国企混改的方案中,控制权如何安排,这是国企和民企都最关注的核心问题。云南白药的混改结果是云南省国资委和民企新华都共同控制上市公司,云南白药变更为无实际控制人,不再保留国有企业的级别和待遇,其经营活动无需政府行政审批,可建立更市场化的决策和治理机制,公司的管理效率得到了较大的提高,最终实现政府、社会资本和管理层三方利益统一。本案例从研究云南白药的混合所有制改革历程入手,探究国企混合所有制改革中为何要混改、和谁混改、是否转让控制权、如何定价、改革后的绩效等核心问题,并对国企改革提出若干针对性的建议。

**关键词:** 国有企业 混合所有制改革 控制权 云南白药

## 一、引言

改革开放四十多年以来,政府与国有企业的关系始终是困扰社会各界且仍未解决的问题。究竟是行使“国家所有权委托代理”,还是“政府直接干预”?在现有的体制下,国有企业基本都是国家占控股地位,国有企业在缺乏制衡机制下委托代理问题严重,而如果受到政府干预,则国企的经营会更多体现行政管制的特征。如何保留一定的国有经济成分,让国有企业成为市场化的主体,这是本轮国企改革的关键。

解决国有企业的机制问题,核心不是削弱国有企业,而是要做强做大国有企业,要实现所有权与经营权的分离,把经营权交给企业,让企业真正成为相对独立的经济实体,提高企业的活力和竞争力。20世纪90年代以来,苏联和东欧国家采用“休克疗法”实行大规模私有化后,不仅没有带来显著的经济增长,反而导致大量国有资产流失,社会收入差距扩大。鉴于股权转让私有化过程中的负面效应,采用国有股减持以改善控制权结构自2000年以后基本陷入停滞状态,但对国企如何改革一直有很多的讨论和争议。党的十八届三中全会提出了国企改革明确发展方向:“积极发展混合所有制经济。国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济,是基本经济制度的重要实现形式,有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力,有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展”。然而,国企混合所有制改革后,究竟国企占控股地位,还是民企占控股地位,抑或采用共同控制的模式,这是理论和实务界都密切关注的核心问题。

对国企混合所有制改革的研究目前主要分为两大类。第一类是研究国有企业的经营绩效及其原因。Loren Brandt等(2008)研究发现,虽然国企拥有较多的资本、原材料和中间投

\*本研究得到国家社科基金重大项目“中国地区金融风险指数构建与应用研究”(18ZDA094)的资助。

人,但总产量和附加价值份额却相对偏少;1978~2007年,国有企业的全要素生产率增长速度为1.52%,而同期民营企业为4.56%。Yuan Ding等(2008)研究发现,造成国有企业效率低下的原因主要有5个:委托人与代理人的冲突、签约能力、软预算约束、企业文化和组织架构,其中最重要的因素是代理冲突。Fan等(2007)从国有企业政府干预的角度研究了国企绩效较差的原因,他们发现中国上市公司高管政府背景对公司经营带来负面效应的结论,这与国外许多文献提到的高管政府背景具有正面影响完全相反,政府委派具有政府背景的高管到这些国有企业是要它们承担政府的社会功能,由此造成了较差的经营业绩。第二类是研究国有企业民营化后的效果。胡一帆等(2006)研究发现,大多数小型国有企业是通过职工持股或管理层收购方式加以民营化,大型国有企业则是让国有企业交叉持股,他们根据世界银行对中国5个城市、覆盖6个行业的近300家国有企业1996~2001年间的调查数据,发现绩效较好的国有企业优先被民营化,且民营机构控股、彻底民营化的企业比那些仍然是国有控股、部分民营化的企业绩效表现更好。许召元等(2015)分析了国有企业和非国有企业在要素边际生产率、资本配置效率、TFP增长率和溢出效应4个方面的差别,更全面地分析了国企民营化改革影响经济增长的主要机制,数值模拟结果显示国企改革对经济增长有明显促进作用,如果每年有5%的国企进行改革,经济增速可提高0.33个百分点左右。

本轮国企混改是由点到面逐步推广的,目前全国各个省份都在进行成功的国企改革案例研究。其中,云南白药和格力电器格外引人注目。本案例聚焦云南白药,其主要有3点制度上的创新:第一是云南白药采用增资入股的形式引入战略投资者,这种模式没有国有股减持但改变了控制权结构,激发了战略投资者的积极性和主动性,共谋企业改革发展;第二是云南白药的混改采用两步走的策略,即先从集团这个会计主体出发进行混合所有制改革,最后再由上市公司发行股份与白药控股的股东进行换股;第三是云南白药从国有股一股独大,变为无实际控制人,股东相互制衡,不再保留国有企业的级别和待遇,从而率先实施职业经理人制度。本文聚焦云南白药这个典型案例进行研究,希望其成功的经验能对其他国企混合所有制改革起到借鉴作用。论文内容安排如下:第二部分是国有企业混合所有制改革的理论框架;第三部分是案例背景及其介绍;余下部分是案例研究,包括控制权的安排过程及其制衡机制、混改的市场反应和财务绩效、控制权变更后的国有企业创新和激励机制改革、以及政府与国企治理的讨论。

## 二、国有企业混合所有制改革的理论框架

新一轮国有企业改革的主要内容,就是以管资本为主改革国有资本授权经营体制。2013年党的十八届三中全会,对新时期全面深化国有企业改革进行了战略部署,明确了新时期全面深化国有企业改革的重大任务。2015年9月13日《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》下发,配套文件相继出台。2018年7月30日,国务院发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》,要求通过改组组建国有资本投资、运营公司,实现国有资本所有权与企业经营权分离,构建国有资本市场化运作的专业平台,促进国有资本合理流动,优化国有资本布局,提高国有资本配置和运营效率,更好服务国家战略需要。至此,深化国有企业改革的指导文件体系“1+N”基本形成。

国有企业的改革关键是将国资委的角色从“管人管资产管事”变更为“管资本”。2018年的试点改革意见,首次明确了对国有资本投资和运营公司的政府直接授权模式。推进简政放权,将包括国有产权流转等决策事项的审批权、经营班子业绩考核和薪酬管理权等授予国有资本投资、运营公司。同时,国有资本投资、运营公司所持国有控股企业中,符合条件的可优先支持同时开展混合所有制企业员工持股、推行职业经理人制度、薪酬分配差异化改革等其他改革试点,充分发挥各项改革工作的综合效应。以往的研究在分析国有企业时,有学者从产权制度(平新乔等,2003)、竞争壁垒(林毅夫等,1998)等多个角度进行过研究。但是,这些研究都站在单一的角度,缺乏一个系统的框架。目前的中国国有企业并不完全是市场化的竞争主体,很多企业具有政治特征。本文建立了一个国有企业改革分三步走的分析框架,并进一步将云南白药放在图1这样的框架下进行研究。

(一)国有企业的政策性负担、整体上市与真实经营绩效

国资委对国有企业高管进行预算和绩效评估时,由于政府无法区别政策性亏损和经营性亏损,只好把所有亏损的责任都背负起来,从而形成了经济学家所形容的企业预算软约束的问题(林毅夫等,2004)。国有企业存在政策性负担,就可以不断向国家要保护、补贴来弥补其亏损,这进一步导致国企最核心的业绩考核无法顺利进行,并带来效率低下和发展缓慢等问题。在当前企业集团和上市公司的关联交易研究领域,已有的文献主要是从金字塔式的持股结构出发,验证控股股东的掏空和支持行为。本文认为,目前已有的关于掏空和支持的文献主要集中于两个视角,第一是并购重组视角。自李增泉等(2005)提出大股东掏空支持的文献以来,很多学者从并购重组的视角研究了大股东的掏空和支持行为,他们普遍认为,大股东在公司业绩较好的时候高溢价并购就是一种掏空,而在业绩较差时的并购则是一种支持(陈骏、徐玉德2012)。然而,上市公司的并购只是一种异常行为,大部分的上市公司平时并购较少,平时我们无法观测到掏空支持行为。第二是集中于金字塔持股视角,认为金字塔式的大股东持股有掏空的动机(马金城、王磊,2009)。然而,在中国大多数的上市公司大股东持股比例又较高。因此不能简单地采用掏空或支持的角度来分析大股东的动机。对中国的国有企业来说,国有企业的关联交易很多时候是由于国有企业承担了政策性负担。因此,需要降低国有企业的关联交易、政策性负担,还原国有企业的真实利润,这是当前国企改革和国有企业评价的重要前提(陈林、唐杨柳,2014)。

国有企业为了达到上市条件,目前很多还是分拆上市。根据 Wind 金融终端的统计,在目前 A 股所有上市公司中,实际控制人为国资委、地方国资委、地方政府的上市公司总计只有一千多家,还有大量的非上市国有企业没有证券化。新一轮国企国资改革有赖于多层次资本市场,通过资本市场整体上市,兼并重组是实现国资委管资本的重要途径。因此,国企改革的第一步除了要剥离国有企业的政策性负担,还要加速推进国有资产的证券化。

(二)战略投资者增资入股和国有企业的控制权安排

国有企业完成证券化后的第二个难题是,随着资产注入和整体上市,国有股权的持股比例进一步提高,内部人控制的现象不仅没有削弱,反而进一步增强,因此需要对控制权进行重新分配。欧瑞秋等(2014)研究了介于“完全国营”与“完全民营”中间状态的部分民营化问题,结果发现部分民营化是国有企业的最优民营化策略,其均衡社会福利水平在3种竞争模式中是最高的,因此国有企业改革的基本思路应该是,国有企业从主导市场供应的领导者角色向补充市场供应的跟随者角色转变。刘星和刘伟(2007)研究发现,第一大股东和第二大股东分别是国有和非国有时,股权制衡效果明显,而第一大股东和第二大股东都是民营企业,其大股东之间倾向于合谋。刘汉民等(2018)的研究发现,降低前五大股东中国有股占比有利于提高企业绩效,但是过多提高非国有股占比不会提高企业绩效。

目前对于国有企业混改过程中的控制权安排,主要是采用战略投资者增资入股的方式。增资入股和股权转让都是改变控制权结构的方式,但增资入股可以避免上一轮国企改革中股权转让带来的国有资产流失问题。在非国有资本占比的问题上,国资委的方针是分类管理。根据主营业务范围,国有企业被界定为商业类和公益类两种类型。公益性的可以采用投资主体多元化,政府购买模式。而商业类又分为充分竞争行业、重要行业以及自然垄断行业。对于自然垄断行业,由于其利润率较高,例如烟草行业,改革的主要方针是政企分开和政府监管,目前并没有将混合所有制改革作为第一目标。对于涉及国

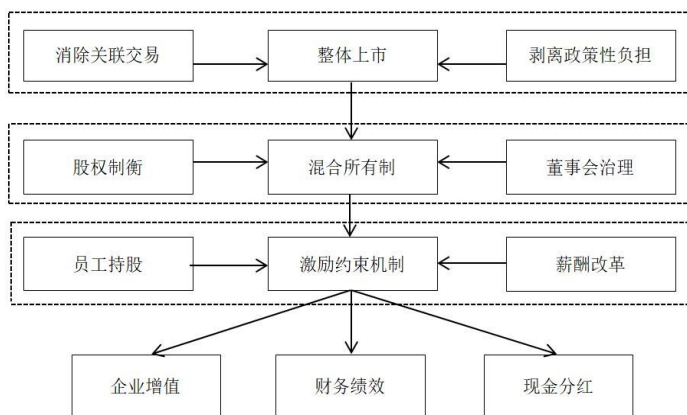


图1 国企改革的理论分析框架

家安全 and 经济命脉的重要行业,在混改的过程中要求国有资本保持绝对控股地位。对于完全竞争的行业,这是本轮国企混改的重点,要求其积极引入非国有战略投资者,实现股权多元化。国有资本可以采用绝对控股,也可以采用相对控股或参股模式。

### (三)强化国有企业的激励约束机制、完善公司治理

实现了整体上市、控制权安排之后,国有企业的最后一个环节就是高管的选聘、激励和约束问题。国有企业高管的收益分为隐性收益和显性收益两部分。隐性收益成为了货币性激励的补充,共同促进企业绩效的提高。姚艳虹和曾德明(2006)证明对高管人员的非物质激励比物质激励更能有效提升企业绩效。职位晋升机会、工作条件都能有效激励高管人员提升企业绩效。然而,吕长江和赵宇恒(2008)研究发现,权力强大的管理者可以自己设计激励组合,在获取权力收益的同时实现高货币性补偿,并不需要盈余管理迎合董事会的激励要求;而权力较弱的管理者则更关注货币性补偿,只能通过盈余管理虚构利润,以达到薪酬考核的目的。

因此,国有企业高管的激励约束机制应该从以下4个方面入手:第一是取消国有企业高管的行政级别,消除长期以来国企高管的晋升激励这一经营目标。第二是提高国企高管的显性年薪,应该采用同行平均的薪酬作为国企高管年薪的制定标准,而非考虑薪酬差距(陈冬华等,2005)。既然实施了国企改革,应进一步放松限薪令(杨青等,2018),防止国企出现像上汽集团那样的高管人才流失现象。第三,实施高管的员工持股长期激励机制(Jones et al., 1995)。第四,对国企高管的考核,应采用市场绩效为主,相对业绩为辅的模式。所谓市场绩效就是投资者认可的股权增值,相对业绩则指企业相对行业标杆的经营效率。同时,加强国有企业高管的约束机制,没有达到预算目标应有相应的惩罚机制,不能让国有企业的业绩考核流于形式。

## 三、案例背景及其介绍

### (一)混改的主体:白药控股

2016年7月19日,云南白药股份公司接到控股股东白药控股的通知,称公司实际控制人云南省国有资产监督管理委员会正在筹划与白药控股相关的重大事项,以推进白药控股开展混合所有制改革相关工作。混改在白药控股层面进行,以新股东增资为主,引入新股东后,云南省国资委与新股东将各自持有白药控股50%股权,不影响白药控股持有的上市公司的股份比例,亦不影响白药控股的控股股东地位。同时,本次改革坚持市场导向,白药控股高管由董事会选聘。2016年11月15日,该方案获云南省国资委核准。2016年12月16日,新华都实业集团股份有限公司临时股东大会审议通过新华都作为增资方出资253.7亿元取得白药控股50%股权的事项。2016年12月27日,白药控股召开总裁办公会审议通过混改事项。2016年12月28日,云南省国资委、新华都及白药控股签署了合作协议。云南白药混改的事件过程如图2所示。

通过此次混合所有制改革,白药控股将引入长期战略合作伙伴,建立更为灵活的机制和更加市场化的治理结构,从而使白药控股更好地适应市场竞争,为长期可持续发展奠定良好的制度基础。同时,白药控股可引入资金实现规模扩张,发展增量业务。本次改革将有利于白药控股在此次医药行业转型的窗口期抓住机遇、赢得先机。

云南白药是整个云南省盈利能力最为出众的上市国企。云南白药近3年年均贡献净利超过20亿元,优秀的管理层、正确的战略使得云南白药早已成为云南省国企当之无愧的标杆。云南国企改革拿出了最优质的资源进行混合所有制改革。云南白药一方面是上市公司,早已剥离了政策性负担,另一方面白药控股和云南白药之间已不存在关联交易问题。因此,本文的案例研究主要从国企改革的第二步和第三步进行研究。然而,此次新华都增资入股的是母公司白药控股而非上市公司。如表1所示,鉴于云南白药的收入、归母净利润及总资产分别占到了白药控股的99%、103%以及81%。因



图2 云南白药混改事件的过程图

## 国有企业混合所有制改革中的控制权安排

### 工商管理

此,可以认为新华都通过增资获得白药控股50%股份等同于获得了云南白药20.76%的股权。

#### (二)新华都参与云南白药的混改始末

早在2009年,为响应相关部门“烟草企业退出非烟投资”的要求,云南红塔集团与陈发树签订《股权转让协

议》,陈发树以22亿元收购云南红塔集团持有的云南白药股票6581万股,占公司总股本的12.32%,受让价格为33.53元/股。但当股票转让款到账之后,股票转让的程序却迟迟没有完成。2011年,在多次催促无效的情况下,陈发树向云南省高级人民法院递交了民事起诉状,要求继续执行股权转让协议,后一审判决陈发树败诉。2014年,陈发树再次向最高人民法院提起上诉,2014年7月23日,最高法院判决云南红塔集团向陈发树返还22亿元本金及利息,股权转让协议无效,陈发树的这次投资最终失败。交易不成功的根本原因是云南白药的股价在签订协议后大幅上涨,签订协议的2009年9月10日云南白药的股价为43.92元/股,之后云南白药股价一路上涨,很快就于2010年6月上涨到超过65元/股,相比于转让的协议价,涨幅接近100%。为确保国有资产保值增值,防止国有资产流失,交易变得愈发敏感,没有审批通过。

尽管在第一次交易中闹得极不愉快,但陈发树并没有改变他对于云南白药的投资意向。随着云南混改步伐的加快,陈发树的白药梦出现了新的转机。2014年,云南省提出对白药控股进行混改的意向,并在之后先后与平安、华润、复星、阿里巴巴及新华都等公司接触谈判。2016年4月,有多家意向买家赴滇应标答辩,到2016年7月,新华都最终在比选中脱颖而出,进入深入尽调和方案谈判阶段。在众多意向公司中,新华都最终从众多强劲的对手中突围,究其原因新华都对云南白药长久以来的看好、出价更高以及新华都在零售行业和云南白药具有协同效应。

#### (三)民企鱼跃科技入股

在新华都和云南国资委共同控制白药控股的背景下,白药控股进一步推动了混合所有制改革。2017年6月,白药控股审议通过江苏鱼跃科技作为增资方取得白药控股10%股权的事项。江苏鱼跃是持有多家企业股权的控股型投资平台,在国内设有数十家全资、控股子公司及孙公司,是中国医疗影像和家用医疗领域的龙头民营企业。江苏鱼跃对白药控股单方面进行增资,使得在本次交易完成后,云南省国资委、新华都实业和江苏鱼跃科技分别持有白药控股45%、45%、10%的股权。本次引入鱼跃科技的估值按照上一轮新华都增资时的估值,江苏鱼跃拟向白药控股增资约人民币56.38亿元。董事会层面,白药控股董事会将由5名董事组成,其中云南省国资委、新华都各提名两名董事,江苏鱼跃提名一名董事。从资本力量对比来看,江苏鱼跃的入局,使得白药控股整体上的民营资本大于国资力量。2017年11月27日,云南白药上市公司又进一步实施了高管薪酬改革方案。至此,云南白药的混合所有制改革基本完成。

## 四、控制权安排、股权制衡与经营效率

#### (一)为何要混改

2013年之后,随着中国经济迈入“新常态”以及中央对于推动改革的决心,国企的混合所有制改革进入新周期。2013年党的十八届三中全会确立了全面深化改革的精神,之后国企混合所有制改革不断摸索,最终于2016年开始进行试点。总体而言,中国经济的主体还是国有企业,在宏观经济增速下滑时,不得不面对的一个事实是,金融危机以来企业杠杆率出现了明显的走势分化。非国有企业的杠杆率从0.48降低到0.35,而国有企业的杠杆率从0.51稳步增长到0.53,而国有企业在加杠杆的同时其利润率仅为非国有企业的70%左右(纪洋等,2018),出现了“好杠杆减少,坏杠杆增加”的现象(钟宁桦等,2016)。数据的滑落折射出的是国企的经营困难日益加剧,国有企业的活力逐渐丧失,如果不能提升管理效率,国有企业就有可能再次束缚中国经济增长。在面对宏观经济增速下滑,社会总需求偏弱,国有企业负债端压力较大的背景下,国企需要引入有效的社会资本改善经营效率。

表1 云南白药各项财务指标占比

	云南白药	白药控股	上市公司占比
2015年收入(亿元)	207.38	209.45	99.01%
2015年净利润(亿元)	27.70	26.66	103.90%
2015年12月31日总资产(亿元)	192.91	236.80	81.47%
2015年12月31日净资产(亿元)	134.33	148.68	90.35%

资料来源:云南白药股份有限公司年报及白药控股有限公司年报。

## (二)和谁混改

对于充分竞争的行业,国有企业在混合所有制改革时可以采用绝对控股,也可以采用相对控股。战略投资者可以是行业巨头,也可以是外资机构。如果是行业巨头,最偏好国际上的行业龙头企业,因为国企可以从这些企业借鉴领先的管理思维和经验;也可以是国内的民营企业,但需要与国企有一定的协同效应,即优势互补。选择何种对象关键还是取决于市场的根本需求,选择绝对控股还是相对控股也取决于市场需求。白药控股选择和民企新华都进行混改,主要有以下几个考虑:第一,本次改革是在云南白药集团的控股股东,即白药控股层面进行,并对股权设定了6年的锁定期,充分体现了通过改革引入战略投资者的基本导向,因为白药控股的股权流动性较差;第二,改革采用增资扩股的方式进行,确保公司发展资金的长期稳定,增强白药控股的资金实力和竞争力;第三,股权安排为50%对50%,既体现云南省委省政府推动白药控股混合所有制改革的决心和开放的态度,也确保民营资本与国有资本拥有同等话语权,有利于国资监管部门在能充分发挥监管职能的同时,激发战略投资者的积极性和主动性,共谋改革发展。云南省政府主要根据上述几个要点来确定白药控股混改方案,并以此为标准,在相当范围内进行了比选,先后接触了大量的潜在投资者,最终选择了新华都作为战略投资者引入白药控股。此后,白药控股还进一步引入鱼跃科技这个长期战略合作伙伴。在遴选投资者的过程中,最主要的考虑因素为投资人对白药控股在产业资源上的支持能力。

## (三)混改为何选择白药控股而非云南白药上市公司

上市国有企业改革的过程中,如果要采用定向增发募集资金、定向增发收购资产等资本运作,由于是公众公司,需要证监会发审委或证监会重组委的审批。这对于急切进行混合所有制改革的国有企业来说,增加了时间成本和不确定性。但是,如果选择在上市公司的控股公司层面进行资本运作,就不需要证监会审批,这降低了改革的不确定性。另一方面,国企改革选择的是战略投资者而非财务投资者,战略投资者入股了流动性较差的白药控股且锁定6年,这表明引入的是长期合作伙伴。等到未来时机成熟,再启动上市公司发行股份收购母公司资产,将母公司的资产证券化。这样的两步走策略与中国经济改革的“摸着石头过河”方针一致。从2016年7月19日白药控股混改引入新华都这个战略投资者后,2018年12月13日,云南白药上市公司公告,实施混改的第二步即上市公司发行股份与白药控股的股东进行换股,缩减管理层级。该交易于2019年5月29日完成后,云南省国资委和新华都及其一致行动人并列成为上市公司第一大股东。

## (四)混改如何进行定价

混改的核心问题就是股权的定价。早在2009年的新华都股权收购中,中国烟草总公司就以“为确保国有资产保值增值,防止国有资产流失,不同意本次股权转让”,单方面终止股权转让。但究竟股权如何定价,这是协调双方利益的关键。本次混改采用的是历史以及同行业市盈率方法来进行估值定价。估值的会计主体是白药控股,白药控股持有上市公司云南白药集团股份有限公司41.52%的股份,因此增资253.7亿元获得白药控股50%股份,相当于获得了云南白药20.76%的股份以及126.85亿元现金,此次对价对应云南白药上市公司整体的估值为 $(253.7-126.85)/20.76\%=611$ 亿元,对应的是白药控股参考云南白药2016年预计归母净利润为29.2亿元,对应PE约为20倍。从云南白药上市公司的市盈率来看,历史以来上市流通的股份一直在20~30倍左右。同行业的估值在2016年也在20~30倍左右。从白药控股这个会计主体的估值来看,2015年白药控股的归属于母公司股东的利润为10.6亿元,按照253.7亿元增资获得50%股权来计算,白药控股增资前的估值即为253.7亿元,对应10.6亿元利润其市盈率为24倍,没有带来国有资产流失。考虑到此次新华都获得的是控股公司的股权而非上市公司,在流动性上无法与持有云南白药上市公司股票相提并论,在一级市场以二十多倍的PE估值对一家传统行业企业进行定价,从各个角度看都是一次定价合理且并不低估的交易。

## (五)控制权变更后的股权制衡

混合所有制改革之后,云南白药的实际控制人依然是白药控股。但是,不再是由云南省国资委这个大股东来控制白药控股的董事会,而是形成了2:2:1的股权制衡比例。其中云南省国资委、新华都各提名两名董事,江苏鱼跃提名一名董事。从资本力量对比来看,白药控股整体上的民营资本甚至大于国资力量。国有企

业的诟病就是大股东控制,但是谁来行使大股东的权力?长期以来国有企业的大股东处于缺位状态,造成了内部人控制,但内部人的激励约束又不到位。因此,国企改革的关键在于引入有制衡作用的非国有股东。图3和图4是混改前后云南白药和白药控股的股权结构图。

(六)混改前后的经营效率

要正确评估混合所有制改革的效果,需要关注公司在公司治理层面的过程而非结果。从表2的销售人员、管理费用、现金流3个角度来看,公司的经营效率已经发生了一定程度的改善。医药工业公司的销售费用较高,从人均销售收入的角度,2014~2015年,公司的人均销售收入从497万元降低到417万元,出现了16%的滑坡,但是自从2016年启动混合所有制改革以来,人均销售收入止跌回升,到2017年底,已经从417万元增长到476万元。人均毛利和人均净利润也得到了类似的结果。从管理费用的角度,管理费用率是国内外学者普遍认可的一个国有企业代理成本指标(李明辉,2009)。2014~2015年间,云南白药的管理费用率一直在5%左右,但是混改之后,2016年降低到了4.84%,2017年进一步降低到了3.87%,企业管理效率提升明显。公司应收账款周转和应付账款周转,衡量的是企业管理现金流的能力。2014年,公司作为一个品牌企业,应付账款周转天数是应收账款周转天数的5.3倍,但是到了2015年下滑到了4倍,公司的现金流管理效率降低。但是,混改以来,公司的现金流管理效率开始提高,2017年应付账款周转天数回升到应收账款周转天数的4.4倍。

五、控制权变更后的市场反应和财务绩效

在评估云南白药控制权变更后的经营绩效时,需要采用相对业绩评价,即不仅要考虑其相对自身业绩的变化,还要考虑同行业其他类似公司的变化情况。这一研究方法在经济学属于事件研究的倾向匹配法和双重差分模型(PSM+DID)。但是,由于混合所有制改革的样本还不够大,并不适合采用大样本的实证分析。但是,我们可以采用其研究框架,将云南白药作为实验组,将与云南白药类似的公司作为控制组。比较两者在混改前后的差异变化。

控制样本的选择按照4个标准:第一是同行业;第二是国有企业;第三是大股东持股比例较高;第四是与云南白药业绩接近。由于云南白药在内地A股市场上市,本文选取在上海和深圳上市的中药企业作为同行业样本。选择标准为:按“申万中药II级行业”得到71个样本,由于本文研究的是国有企业大股东降低其持股比例后带来的经济后果,因此选择实际控制人为国有且大股东持股比例高于30%的国企,进一步选择净资产收益率ROE高于10%的公司,最后得到7家配对样本。鉴于两家公司出现极端值,剔除掉一家收入负增长10%的公司、一家收入增长超过50%的公司,最终得到了表3的5个配对样本作为控制组。所有财务数据和日收益率数据来自Wind金融终端数据库。

表2 云南白药混改前后的经营效率

年份	2014	2015	2016	2017
销售收入/销售人员 (万元/人)	497.72	417.26	434.74	476.58
销售毛利/销售人员 (万元/人)	150.13	127.4	129.84	148.63
利润总额/销售人员 (万元/人)	76.98	64.69	65.92	70.99
管理费用率(%)	5.52	4.93	4.84	3.87
应收账款周转天数 (天)	10.44	14	16.62	16.63
应付账款周转天数 (天)	53.11	56.5	64.88	72.93



图3 云南白药混改前的股权结构

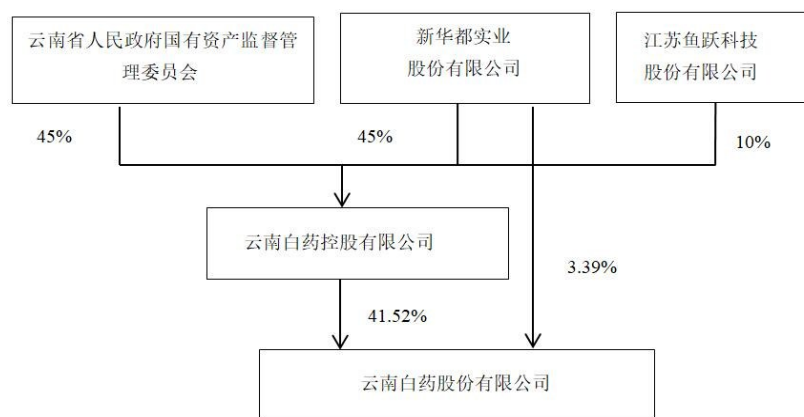


图4 云南白药混改后的股权结构

### (一)混改事件的市场反应

本文按照前面的理论框架,从企业增值、财务绩效和现金分红研究云南白药实施混合所有制改革的经营绩效。市场反映的超额收益计算有两种主要的方法:基于CAPM的市场模型、基于单个公司与市场收益差额的市场调整模型。基于CAPM模型需要计算单个公司的 $\beta$ 值。然而,由于经济的不断发展变化,各种证券的 $\beta$ 值也会产生相应的变化,依靠历史数据估算出的 $\beta$ 值对未来的指导作用也受到较大的干扰。市场调整模型下超额收益的计算等于 $R_t - R_{m,t}$ ,其优点是计算方法直观精确,但不足之处是中国各行业的市场收益差别较大,例如医药行业累积涨幅较大但上证指数一直在3000点左右。在计算市场调整收益的时候,需要进行行业的进一步调整。

本文为了准确衡量混改事件对云南白药的市场效应冲击,采用了控制行业效应的市场调整模型。由图5可知,从2016年4月至2017年4月间,云南白药混改一年的市场累计收益有40%,相比之下未进行混合所有制改革的国有医药企业也有20%的累计收益。之所以未进行混合所有制改革的国企也有20%的累计收益,是因为股票市场的事件具有一定的联动效应或传染效应,即市场预期未进行混改的白云山等国企将来也会进行混改,因此控制样本的累计超额收益也有13%(20%-7%)。云南白药的累计超额收益则有33%(40%-7%)。投资者整体而言对国企的混合所有制改革抱有较好的预期。值得说明的是,云南白药的混改是两步走的策略,第一步在白药控股集团实施增资扩股引入战略投资者,第二步再发行股份换股合并集团股份。鉴于云南白药的混改从2016年已实质性开展,我们需要研究的是第一步混改的市场效应。

### (二)财务业绩变化

根据云南白药混改前后的财务绩效可以清晰得出控制权变更对公司短期财务业绩的影响。本文分别从产品竞争力、成长性和盈利能力研究短期财务绩效的变化,并与控制样本进行对比。表4显示,从混改前的2014年和2015年来看,云南白药的收入增长率分别为18.97%和10.23%,但是收入增速下滑的局面在混改后并没有短期得到扭转,而是维持在8%左右防止增速进一步下滑。对比控制样本的中值,云南白药也没有表现出更优异的短期成长性。从销售毛利率来看,云南白药的产品毛利率一直稳定在30%左右,这说明短期而言公司的产品结构没有发生大的变化,尚没有出现影响产品综合毛利率的新产品。控制样本的均值也没有较大波动,其均值都在55%左右,之所以云南白药的综合毛利率更低是因为其产品多元化,不仅有高毛利的伤科药品也有低毛利的日用品。从净资

表3 云南白药及其控制样本的选择

证券代码	证券简称	大股东持股	实际控制人名称	2015年ROE
000538.SZ	云南白药	41.52%	无实际控制人	22.51%
000999.SZ	华润三九	63.60%	国务院国有资产监督管理委员会	17.43%
600085.SH	同仁堂	52.45%	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	13.85%
600332.SH	白云山	45.04%	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	16.06%
600750.SH	江中药业	43.03%	江西省人民政府国有资产监督管理委员会	16.56%
000423.SZ	东阿阿胶	30.00%	国务院国有资产监督管理委员会	25.12%

注:东阿阿胶的第一大股东华润东阿阿胶和第三大股东华润医药合计持股30%,控制样本删除了2017年收入增长60%的片仔癀和收入增长为负10%的中新药业极端值,以及利润增长为负500%的太极集团。

表4 云南白药混改前后的财务绩效变化

年份	2014年	2015年	2016年	2017年
	收入增长率	收入增长率	收入增长率	收入增长率
云南白药	18.97%	10.23%	8.07%	8.50%
控制样本均值	-0.19%	15.74%	2.19%	12.63%
控制样本中值	0.92%	10.08%	9.33%	11.23%
	销售毛利率	销售毛利率	销售毛利率	销售毛利率
云南白药	30.16%	30.53%	29.86%	31.19%
控制样本均值	51.63%	52.30%	55.33%	56.55%
控制样本中值	52.22%	52.86%	57.57%	60.49%
	净资产收益率	净资产收益率	净资产收益率	净资产收益率
云南白药	24.80%	22.51%	20.03%	18.63%
控制样本均值	7.81%	16.75%	17.01%	13.36%
控制样本中值	15.27%	16.31%	15.04%	13.33%

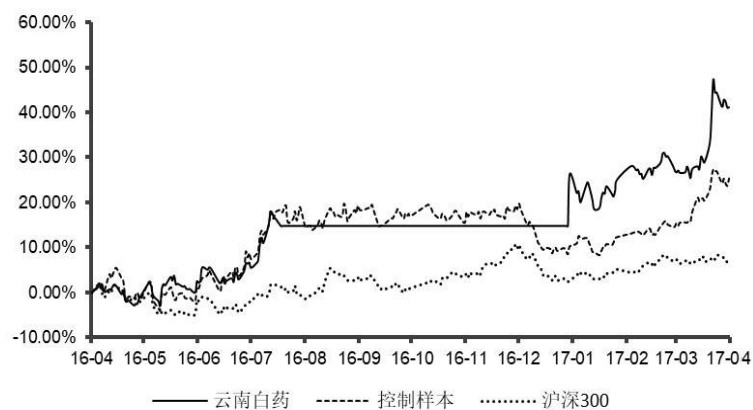


图5 云南白药的混合所有制改革超额收益



产收益率来看,云南白药的净资产收益率以2%的速度稳步下滑,这也反映出我国GDP增速从高速增长降低到稳定增长的经济形势。控制样本的中值也是保持稳定且以2%的速度缓慢下滑。总体而言,在混合所有制改革后,云南白药的产品结构短期没有发生变化,收入增速保持稳定,盈利能力也与控制样本相比没有显著变化。我们并没有看到混改后云南白药的财务业绩发生突飞猛进的变化。其国企改革的效应还需要更长的时间窗口来检验。

### (三) 股东现金分红

Jensen(1986)的自由现金流量理论认为,解决现金流代理成本的关键是把富余的现金还给股东。股利的增加能减弱管理者寻求浪费行为的能力,从而有益于股东。在中国,由于法制的不完善,投资者保护较弱,国有企业自由现金流的代理成本非常高昂。国企改革一方面是要加强国有企业的现金管理,降低自有现金流的代理成本,例如在职消费(陈冬华等,2005)、过度投资(罗党论等,2012),另一方面是提高国企的现金分红比例,提高投资者的短期回报。从表5可以看出,自混合所有制改革以来,云南白药的现金分红比例从混改前的20%提高到49%,现金分红比例大幅提升,这是降低代理成本、提高投资者短期收益的重要体现。从现金分红收益率(税后的现金股利除以年末股价)来分析,我们发现云南白药的现金分红收益率在混改前和控制样本差异不大,均为0.8%左右。但是,混改之后,云南白药的现金分红收益率大幅提升,从0.75%提升到1.47%,尽管控制样本受到国资委现金分红的要求,其分红收益率也得到了一定提高,控制样本的均值提高到0.93%,但是相比之下,云南白药的股东现金分红收益率的期末值和变化程度都显著高于控制样本。

## 六、控制权变更后的国有企业创新和激励机制改革

### (一) 公司的决策机制和战略创新

混改完成后的云南白药完善了决策机制,这有利于公司建立健全现代企业制度,提高了公司经营活力。公司的重大决策在原来的体系下往往需要层层审批,尤其是并购融资等项目,过长的决策流程和审批的不确定性可能影响公司外延战略的拓展和有效的资本配置(Graham et al., 2015)。然而,混改完成后,公司变更为无实际控制人的企业,决策机制无需报国资委审批,这使得公司能够在完全竞争的市场环境中迅速做出决策。混改后,公司的董事、监事和高管都实现市场化原则聘任,采用市场化薪酬,企业和高管不再保留国有企业的行政级别。

企业的创新还体现在公司的发展战略上。战略创新体现在两个维度上:从仿科第一品牌走向大健康品牌、从内生发展到内生并购并重。为了能够抓住机遇、推进医药产业转型升级,未来将继续坚持并购标的两大搜寻原则,即与白药的理念、产品和品牌有勾稽关系,且能对白药的现有业务发展起到协同和促进作用。从并购定增审批来看,考虑到国资委对国有资产流失的担忧等因素,公司在国企大股东时代兼并收购较为谨慎。随着混改的落实,公司兼并收购国资委审批的不确定性将减少,而且新华都253.7亿元增资和鱼跃科技56.38亿元增资到位后,进入了白药控股的资产负债表,白药控股有300多亿元现金在手,加速并购提高资产收益率将更为迫切,公司战略转型的速度将明显加快。

### (二) 国有企业的科技创新

国有企业的科技创新是国有企业核心竞争力的重要体现。表6显示,混合所有制改革前,2014年和2015

表5 云南白药混改前后的现金分红

	2014年	2015年	2016年	2017年
Panel A	现金分红比例	现金分红比例	现金分红比例	现金分红比例
云南白药	20.77%	22.55%	28.53%	49.66%
控制样本均值	36.13%	22.53%	34.85%	19.39%
控制样本中值	38.31%	32.19%	31.77%	30.04%
Panel B	现金分红收益率	现金分红收益率	现金分红收益率	现金分红收益率
云南白药	0.75%	0.83%	1.05%	1.47%
控制样本均值	1.41%	0.75%	1.11%	0.93%
控制样本中值	1.41%	0.55%	1.17%	1.19%

表6 云南白药的科技创新

	2014年	2015年	2016年	2017年
研发人员数量(人数)	572	649	679	701
研发人员占比(%)	8.13%	7.96%	8.09%	8.45%
研发投入金额(万)	15864	10037	8992	8403
研发占收入比例(%)	0.84%	0.48%	0.40%	0.35%
新增专利(数量)	43	19	18	21
研发效率	0.0027	0.0019	0.0020	0.0025

注:专利数量来源于国家知识产权局。研发投入数据来源于Wind金融终端。

年云南白药的研发人员占比处于下降趋势,从2014年的8.13%降低到7.96%。在对高管激励不足的背景下,科研人员的占比也没有得到应有的重视。在混合所有制改革后的2016年和2017年,公司的研发人员占比稳步提高,从2015年的7.96%逐渐增长到2017年的8.45%。此外,国有企业的科技创新不仅体现在科技人员占比,更重要的是研发的效率,即研发的投入产出比。从研发的投入角度,云南白药的研发投入总金额在缓慢下降,但研发产出即新增专利数量在不断稳步增长,投入产出比也从2015年的0.0019增长到0.0025,研发效率是比研发金额更重要的绩效指标。与同行业的国有医药企业海正药业相比,海正药业2017年研发投入84419万元,新增专利68件,研发投入产出比为0.0008,巨额的研发投入不仅消耗了企业的现金流,也没有带来更高的研发专利,更拖累了财务绩效。

### (三)激励机制改革

中国的国有企业一直以来面临着较为严重的薪酬管制现象,这削弱了高层管理人员的业绩激励作用(Kato et al., 2006)。自从2014年实施国有企业“限薪令”以来,国企高管的薪酬分为基本年薪、绩效年薪、任期激励3部分。基本年薪一般不超过职工平均薪酬的两倍,绩效年薪不超过职工平均薪酬的4倍,任期激励收入根据任期考核评价结果一般不超过负责人任期内年薪总水平的30%左右。根据云南白药2017年年报数据,公司为员工支付的现金流出为12.78亿元,员工数量为8294人,则云南白药为职工支付的现金平均每人15万元。考虑到现金开支除了工资外,还有各种津贴、补贴和养老保险等。假设职工平均工资是每年12万元,则总经理基本年薪不能超过24万元,绩效年薪不能超过48万元,任期激励不超过22万元,则总经理的总薪酬不能超过94万元。根据云南白药的上市公司年报公告,执掌云南白药千亿元市值的总经理尹品耀其在2014年到2016年这3年一直在95万元左右,2017年的薪酬增长到243万元。而尹品耀除了薪酬3年不变之外,云南白药的核心高管也没有股份。相比其他的市场化程度较高的民营药企,高管的薪酬明显偏低。一方面是激励不足,另一方面薪酬与公司业绩不符,这影响了公司高管的积极性。表7显示,康美药业的总经理马兴田2017年薪酬为70万元,但股权增值451万元;九州通总经理龚翼华2017年薪酬94万元,但股权增值1545万元;丽珠集团总经理陶胜德2017年薪酬288万元,股权增值741万元。显然,市场化程度较高的民营药企以企业价值和长期激励为激励目标。从薪酬和股权增值的角度,云南白药只占丽珠集团的1/4,如果从薪酬和持股市值的角度,云南白药不到丽珠集团的1/10。控制样本也都是没有进行薪酬改革的国有医药企业,其薪酬结构与云南白药一致,都存在长期激励不足的现象,且薪酬固化与业绩相关性较差。

2017年11月27日,公司第八届董事会宣布,“鉴于公司面临的内外部环境 and 体制机制已发生重大变化,为体现价值贡献分配与价值贡献相匹配,确保实现公司稳健发展,依据《公司法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》等有关法律、法规的规定,遵循绩效推动、导向长期、合理定位、科学构架之原则,公司制定了《云南白药集团股份有限公司高级管理人员薪酬管理与考核办法》”。我们从2017年的年报中看到,市场化的高管薪酬机制已经建立。公司从2014年至2016年利润增长了24%,但高管的薪酬合计一直在600万元左右。表8显示,公司混改完成后,不再需要遵守国有企业的“限薪令”,高管的薪酬从600万元增长到1200万元左右。薪酬占净利润的比重也从0.22%增长到0.44%。然而,2017年的激励机制改革中,只有高管参与了薪酬改革,核心员工并未参与。而且,本次激励机制改革尚未启动高管持股制度,需要在未来参照市场化的民营药企进行激励机制的进一步改革。云南白药的激励机制改革中,还取消了国企的“级别”这种隐性的晋升激励,提高业绩敏

表7 云南白药高管的薪酬结构和行业对比

	市值 (亿元)	姓名	职务	薪酬 (万元)	股权增值 (万元)	持股市值 (万元)	薪酬和股权 增值(万元)	薪酬和股权 市值(万元)
云南白药	1060	尹品耀	总经理	243	0	0	243	243
控制样本	335	—	—	155	21	199	176	354
康美药业	1112	马兴田	总经理	70	451	2236	521	2306
九州通	356	龚翼华	总经理	94	1545	3395	1639	3489
丽珠集团	339	陶德胜	总经理	288	741	2384	1029	2672

注:高管的薪酬采用总经理2017年底的数据进行比较。这里的控制样本指的是中药行业的国企,华润三九、同仁堂、白云山、江中药业、东阿阿胶平均值。采用年底的持股数计算股价和持股市值。

表8 云南白药的薪酬改革

	2014年	2015年	2016年	2017年
净利润(万元)	232145	250607	277084	291987
增长率	7.97%	10.57%	5.38%	7.71%
高管薪酬合计(万元)	588	597	607	1297
增长率	24.92%	1.48%	1.69%	113.62%
薪酬占净利润比例	0.25%	0.24%	0.22%	0.44%

注:高管薪酬我们采用总经理尹品耀、副总经理杨勇、副总经理秦皖民、副总经理王锦、财务总监吴伟、技术质量总监李劲、人力资源总监余娟、研发总监朱兆云8人年度薪酬合计。

感性较高的年薪和奖金薪酬方式,但未来还需实施高管持股制度这种长期激励形式(辛清泉、谭伟强,2009)。

## 七、进一步讨论:混改中政府与企业的定位

### (一)政府和企业的边界

国有企业的公司治理主要在选聘—激励—约束3个方面受到政府的干预,这严重削弱了国有企业公司治理的有效性(Nee et al.,2007),致使许多治理机制只能流于形式。在激励方面,国有企业需要建立适合自身的市场化的短期和长期激励机制,激发管理者提高企业价值的动力(Mehran,1995)。在选聘机制上,国有企业高管至今还保留着自己的行政级别,其经营目标可能是为了其政治上的晋升激励而非股东价值最大化(廖冠民、张广婷,2012)。在约束机制上,国有企业的董事会由于都是大股东选派的董事担任,其经营决策没有制衡机制。因此,政府的干预会带来职业经理人的缺失、企业绩效与高管薪酬脱钩、内部人控制严重等公司治理弊端。要实施国有企业改革,首先就是要划清政府和国有企业的边界,使国有企业还原其公司的内在属性(Bai等,2006)。只有剥离了国有企业的政策性负担和政府干预,才能还原企业真实的盈利状况,否则我们无法区分其财务亏损究竟是政策性亏损带来的还是经营带来的。具体而言,在进行混合所有制改革之后,需要从原来的政府—企业两层架构,变成政府—资本运营平台—实体企业的三层架构组织形式,实现政企分离。

首先,政府部门是各项规则的制定者,不能干预企业的运营(Qian,2010)。政府不能既做“运动员”,又做“裁判员”。未来国资委的“裁判员”职能将进一步厘清。国有资本运营、投资公司则成为相对独立的“教练员”,国企这个“运动员”则引入市场化手段来激发其竞争活力(Raith,2003)。其次,资本运营投资部门将发挥“隔离”作用,隔离政府和企业。资本运营投资部门将是管资本的主体,在政府制定好的规则范围内发挥执行功能。资本运营投资部门将以市场化方式运营,不对投资企业进行行政性的干预,并按功能不同分为国有资本运营公司与国有资本投资公司。最后,国有企业是资本保值增值的最终实现者。国企进行改革后的目标是以股东财富最大化的国企保值增值,对国企高管的考核也将以财务绩效、现金分红和市场增值为最终考核为主,其次考虑企业的非财务因素,如研发创新、环境保护等可持续发展指标。

### (二)淡马锡的管资本模式

政企分开中最典型的案例就是新加坡的淡马锡模式。本轮国企改革的核心是国资委过渡到管资本模式,淡马锡模式的特点也是坚持国有控股地位、董事会治理和激励相容。但是,淡马锡当前已经从一家国有资本投资公司演变为全球重要的主权财富基金,其收益不仅来自于实业,还来自以亚太为主的新兴市场金融投资。中国的发展国情与新加坡不太相同,我们现阶段的主要任务是政企分离,并激发国企高管和股东的活力,而不是对外金融投资。中国经济的发展特点,决定了淡马锡模式并不完全适合中国经济的国情。

## 八、研究结论和建议

云南白药是云南省国企混合所有制改革的标杆企业。目前看来,云南白药采用了增资扩股这种混合所有制模式。其在混改的过程中,率先解决了政府、企业和引进的投资人三方利益一致这个核心问题,成为目前国有企业混合所有制改革的重要案例。从混改的股权结构来看,云南白药目前形成了国资委参股、民营企业股权制衡的公司治理模式,其公司的经营效率也显著提高:体现在人均销售收入在混改后显著提高、管理费用率显著降低、现金流明显好转。在投资者回报方面,混改提高了股东的短期市场超额收益和现金股利,但财务绩效尚没有显著的变化,需要未来的长期业绩来体现。同时,混改成功实施之后,公司的研发效率也得到了明显提高,且建立了市场化的薪酬激励制度。

当前我国正处于国有企业改革的关键时期,政府、企业和投资者应该认识到,国有企业是中国经济的核心,在中国经济转型升级中应发挥支柱性作用。国企混改不能简单地采用民营化或私有化政策。而且,最新的证据表明,民企的大股东也缺乏制衡机制,过多提高非国有股占比不会提高企业业绩(刘汉民等,2018),民企大股东之间还会形成合谋(刘星、刘伟,2007)。在国企混合所有制改革过程中,我们应避免国有资产流失、

贫富差距扩大这些不良经济后果。云南白药的案例说明,云南省国资委保持大股东地位,从“管人管事管资产”过度到“管资本”,有利于国资监管部门在充分发挥监管职能的同时,激发战略投资者的积极性和主动性,共谋企业改革发展。随着国企改革的推进,会有越来越多的成功案例出现,我们需要总结这些成功的案例背后的共性并加以推广。同时,国企混合所有制改革也不是简单的拉郎配,要理解国有企业改革的目的是什么,能否通过国有资本投资公司和国有资本运营公司这个隔离带降低政府对国企的干预。此外,真正降低政府的干预和激活国企高管和股东的活力,还需要密切落实《国务院国资委授权放权清单(2019年版)》,理顺公司治理体制,激发企业活力。

(作者单位:沈红波、张金清,复旦大学经济学院;张广婷,上海社会科学院世界经济研究所。责任编辑:尚增健)

#### 参考文献

- (1)陈冬华、陈信元、万华林:《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》,2005年第2期。
- (2)陈骏、徐玉德:《并购重组是掏空还是支持——基于资产评估视角的经验研究》,《财贸经济》,2012年第9期。
- (3)陈林、唐杨柳:《混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究》,《经济学家》,2014年第11期。
- (4)胡一帆、宋敏、张俊喜:《中国国有企业民营化绩效研究》,《经济研究》,2006年第7期。
- (5)纪洋、王旭、谭语嫣、黄益平:《经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化》,《经济学(季刊)》,2018年第2期。
- (6)李明辉:《从独立董事制度在大陆法系国家(地区)的移植看公司治理的国际趋同问题》,《当代会计评论》,2009年第1期。
- (7)李增泉、余谦、王晓坤:《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》,《经济研究》,2005年第1期。
- (8)廖冠民、张广婷:《盈余管理与国有企业高管晋升效率》,《中国工业经济》,2012年第4期。
- (9)林毅夫、李周:《竞争、政策性负担和国有企业改革》,《经济社会体制比较》,1998年第5期。
- (10)林毅夫、刘明兴、章奇:《政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究》,《管理世界》,2004年第8期。
- (11)刘汉民、齐宇、解晓晴:《股权和控制权配置:从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究》,《经济研究》,2018年第5期。
- (12)刘星、刘伟:《监督、抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究》,《会计研究》,2007年第6期。
- (13)罗党论、应千伟、常亮:《银行授信、产权与企业过度投资:中国上市公司的经验证据》,《世界经济》,2012年第3期。
- (14)吕长江、赵宇恒:《国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释》,《管理世界》,2008年第11期。
- (15)马金城、王磊:《系族控制人掏空与支持上市公司的博弈——基于复星系的案例研究》,《管理世界》,2009年第12期。
- (16)欧瑞秋、李捷瑜、李广众、李杰:《部分民营化与国有企业定位》,《世界经济》,2014年第5期。
- (17)平新乔、范瑛、郝朝艳:《中国国有企业代理成本的实证分析》,《经济研究》,2003年第11期。
- (18)辛清泉、谭伟强:《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》,《经济研究》,2009年第11期。
- (19)许召元、张文魁:《国企改革对经济增速的提振效应研究》,《经济研究》,2015年第4期。
- (20)杨青、王亚男、唐跃军:《“限薪令”的政策效果:基于竞争与垄断性央企市场反应的评估》,《金融研究》,2018年第1期。
- (21)姚艳虹、曾德明:《高层管理者激励方式与企业绩效的相关性研究》,《财经理论与实践》,2006年第1期。
- (22)钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林:《我国企业债务的结构性问题》,《经济研究》,2016年第7期。
- (23) Bai, C., J. Lu and Z. Tao, 2006, “The Multitask Theory of State Enterprise Reform: Empirical Evidence from China”, *The American Economic Review*, 96(2), pp.353~357.
- (24) Brandt L., Rawski T. G., 2008, *China's Great Economic Transformation*, Cambridge Books, Vol.64.
- (25) Ding, Y., H. Zhang and J. Zhang, 2008, “The Financial and Operating Performance of Chinese Family-owned Listed Firms”, *Management International Review*, 48(3), pp.297~318.
- (26) Fan, J. P. H., T. J. Wong and T. Zhang, 2007, “Politically Connected CEOs, Corporate Governance and Post-ipo Performance of China's Newly Partially Privatized Firms”, *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp.330~357.
- (27) Graham, J. R., C. R. Harvey and M. Puri, 2015, “Capital Allocation and Delegation of Decision-making Authority Within Firms”, *Journal of Financial Economics*, 115(3), pp. 449~470.
- (28) Jensen, M. C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *The American Economic Review*, 76(2), pp.323~329.
- (29) Jones, D. C. and T. Kato., 1995, “The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data”, *The American Economic Review*, 85(3), pp.391~414.
- (30) Kato, T. and C. Long, 2006, “Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges”, *Economic Development & Cultural Change*, 54(4), pp.945~983.
- (31) Mehran, H., 1995, “Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 38(2), pp.163~184.
- (32) Nee, V., Opper, S. and Wong, S., 2007, “Developmental State and Corporate Governance in China”, *Management and Organization Review*, 3(1), pp.19~53.
- (33) Qian, Y., 2010, “Enterprise Reform in China: Agency Problems and Political Control”, *Economics of Transition*, 4(2), pp.427~447.
- (34) Raith, M., 2003, “Competition, Risk and Managerial Incentives”, *The American Economic Review*, 93(4), pp.1425~1436.