

国有资本投资、运营公司与国有经济的高质量发展

——基于国企系族的视角

辛宇^{1,2}(博士生导师)

【摘要】 国有经济的高质量发展是经济高质量发展的重要组成部分,其为后者提供物质基础、协调平衡利益、抵御极端风险。随着我国国资监管思路从“管人、管事、管资产”向“以管资本为主”的方向转变,以国有资本投资、运营公司为核心,以产权资本为纽带,将形成规模比较庞大、结构比较复杂的国企系族。此时,应该充分、全面地了解企业系族的利与弊,在国企系族中兴利除弊;厘清国有资本投资公司和国有资本运营公司所存在的主要差异及其业务的复杂性和动态转化特点;根据国企系族的不同类型及系族内企业的不同情境,设计相匹配的管控模式和治理结构。此外,还应当放松管制、加强监管,有效释放国企活力;合理运用财务金融创新工具,提升国有资本的影响力、控制力和抗风险能力;处理好与其他利益相关者尤其是成员企业其他出资者之间的关系。

【关键词】 国企系族; 国有资本投资公司; 国有资本运营公司; 管控模式; 治理结构

【中图分类号】 F276.1 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)11-0003-6

十九大报告明确指出,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,而高质量发展是体现创新、协调、绿色、开放、共享发展理念的发展,也应是生产要素投入少、资源配置效率高、资源环境成本低、经济社会效益好的发展^[1]。此时的经济高质量发展,应该是国民共进、竞争中性、分工合作、协调平衡的发展。国有经济的高质量发展是经济高质量发展的重要组成部分,为其提供物质基础、协调平衡利益、抵御极端风险。随着我国国资监管的思路从“管人、管事、管资产”向“以管资本为主”的方向转变,国资监管的对象将更多地集中于国有资本投资、运营公司,并授权国有资本投资、运营公司履行出资人职责。此时,以国有资本投资、运营公司为核心,以产权资本为纽带,将形成规模比较庞大、结构比较复杂的国企系族。因此,需要从治理结构和财务金融创新的视角来思考如何进一步深化国资监管和国企改革,进而实现国有经济乃至国民经济的高质量发展。

一、充分、全面地了解企业系族的利与弊,在国企系族中兴利除弊

(一) 股权性质与企业系族

在我国资本市场上存在各种各样的企业系族,有民营背景的(如复星系、万向系、明天系等),有央企背景的(如中石油系、中石化系、中粮系等),有地方国资背景的(如首创系、上实系、广晟系等)。不同的实际控制人,其所有权行使方式和目标导向存在明显差别。

就行权方式来看,民企系族的实际控制人主要是通过纵向的金字塔持股和横向的交叉持股来实现控制权与现金流权的分离,同时更加侧重于经济目标和经济利益的实现。国企系族的实际控制人实现控制权和现金流权分离的手段,除金字塔持股和交叉持股这些常规的股权结构安排之外,监管方式更加多样,监管手段更加丰富,如高管的组织任命及任

【基金项目】 国家社会科学基金重大项目“国有企业监督制度改革与创新研究”(项目编号:17ZDA086)

期管理、企业党委纪委、内部审计及内部控制、监事会及外部监事、外部董事、国资委或国有资本投资运营公司的出资人代表监督、上级党委巡视、上级纪检监察、审计署的政府审计监督、政府业务部门的行政监督、执法部门的司法监督等^[2]，都在对国有企业的监管中发挥重要作用。

就目标来看，国企系族的目标更加多元，涵盖经济目标、政治目标和社会目标，而且在某些情况下，经济目标可能不是最为重要的目标。例如，央企系族可能会对政治目标有更多的考量，而且其政治目标往往与中央政府的导向和国家整体发展战略密切相关，因而受地方政府的影响相对较小。而地方国企系族，则受地方政府的政绩诉求和治理动机的影响较大，从经济发展到财政收入，从保障就业到社会稳定等^[3]，呈现出更为明显的多元化特征。

（二）企业系族的利弊分析

企业系族这种组织形式或治理模式，既有利也有弊^[4-6]：

1. 有利之处。主要包括：①通过控制权和现金流权更大程度的分离，可以明显地放大实际控制人所投入资本的功能，从而极大地增强实际控制人的影响力和控制力；②通过产业布局和策略联盟，系族内企业之间可以产生横向和纵向的协同效应；③品牌在产品市场上跨领域、跨行业的外溢效应明显，进而可以有效地分摊成本；④通过内部资本市场、资金集中统一管理、财务共享中心等机制的设计和构建，可以有效地缓解融资约束，提升资金周转效率和配置效率；⑤由于系族内各个企业承担的是有限责任，因此具有风险隔离的效果；⑥当系族内有企业处于危机状态时，系族内企业之间的风险共保机制有助于其顺利渡过难关；⑦系族内不同企业沿产业链方向的相关多元化经营，或者是通过从事非相关产业的多元化经营（如产融结合），可以起到风险分散、增强抗风险能力、节约交易费用、增加利润来源等作用。

2. 可能存在的弊端。主要包括：①控制权和现金流权的严重分离，加上错综复杂的股权结构所带来的足够的隐蔽性，容易使实际控制人产生滥用有限责任进而剥夺外部出资者及其他利益相关者的激励。这种剥夺型公司治理问题的主要表现形式包括非公允的关联交易、不恰当的或未经批准的抵押担保、不公平的重大资产重组活动等，其目的在于向实际控制人输送利益，为其谋取控制权私有利益。②企业系族内的资本虚增和资本空转容易导致实体经济

被虚拟经济所稀释，进而放大了整个经济体系的总体风险。③当系族内有企业处于危机状态时，如果该企业的危机过重，无法救助，进而成为财务黑洞吞噬大量系族资源时，容易产生风险传染效应，可能会拖累整个企业系族陷入危机状态。

（三）在国企系族中兴利除弊

随着我国的国资监管步入“以管资本为主”的发展阶段，将会陆续形成一系列的国企系族。以国有资本投资、运营公司为实际控制人所形成的国企系族，有如下几点值得特别关注：①参照对上市公司信息披露的要求，考虑到国有资本的全民所有属性及其涉及更多公共利益的特点，大幅度地提高对国企系族透明度的要求，同时强化媒体、舆论和公众等社会力量的监督。②充分利用党组织治理在政策价值取向和意识形态层面不受任何利益集团制约的特点及其“中性化”特征^[7]，将党组织内嵌到公司治理机构或公司治理结构中^[8]，把方向、管大局、保落实，明确国企系族的目标导向和约束条件，进而构建出各利益主体共存、共享、共赢的利益平衡机制。③党委会领导中心和董事会决策中心的双元理念需要统筹协调并通过公司章程和议事规则予以落地、固化，如双向进入和交叉任职、党委先议及前置讨论、会前沟通、会上表达和会后报告等；同时，还需要特别强调实现股东视角的效率导向、利益相关者视角的效果导向和运作成本视角的效能导向的协调统一。④避免过度金融化，严格规范系族内企业之间的关联交易，有所为、有所不为。

二、国有资本投资公司与国有资本运营公司之比较及其业务的复杂性和动态转化

（一）两类公司的比较

根据《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（国发〔2018〕23号），作为履行国有资本出资人权责的国有独资公司及国有资本市场化运作的专业平台，国有资本投资公司和国有资本运营公司均以资本为纽带、以产权为基础，依法自主开展国有资本运作，不从事具体的生产经营活动。国务院及国资监管部门对这两类公司在目标定位、设立形式、持股特征、实施方式和效果要求等各方面的差异化设计比较清晰，具体如表1所示。

由表1可以发现，国有资本投资公司更像是一家以产业资本运作为主要特征的金融控股集团，其投资实体产业，进而通过投资融资、产业培育和资本

表 1 两类公司的对比

	国有资本投资公司	国有资本运营公司
目标定位	服务国家战略、优化国有资本布局、提升产业竞争	提升国有资本运营效率、提高国有资本回报
设立形式	通过选择具备一定条件的国有独资企业集团改组设立	通过划拨现有商业类国有企业的国有股权以及国有资本经营预算注资组建
持股特征	在关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域,按照政府确定的国有资本布局和结构优化要求,以对战略性核心业务控股为主	以财务性持股为主
实施方式	投资融资、产业培育和资本运作等	股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等
效果要求	发挥投资引导和结构调整作用,推动产业集聚、化解过剩产能和转型升级,优化国有资本布局结构,培育核心竞争力和创新能力,积极参与国际竞争,着力提升国有资本控制力、影响力	盘活国有资产存量,引导和带动社会资本共同发展,实现国有资本合理流动和保值增值

运作等手段实现产业资本与金融资本的深度融合,具有战略投资视角;而国有资本运营公司则更像是一家以资本(股本/股份/股权)运营为主要特征的金融公司,其不涉及、不参与具体的实体产业层面的经营,具有财务投资视角。

截至2016年,已经公布的中央和地方国有资本投资、运营公司的试点企业数量超过了100家^[9],而且还在不断增加。中央层面的包括中粮集团、国投公司、诚通集团、中国国新等,地方层面的试点范围涵盖山东、山西、辽宁、广东、福建、云南、海南、上海、江苏、浙江、安徽、湖北、江西、重庆、四川、宁夏等地。

(二)两类公司业务的复杂性和动态转化

需要特别注意的是,尽管在理论或顶层设计层面,我们可以清晰地界定国有资本投资公司和国有资本运营公司,但是在实践层面,由于企业成长路径的依赖性、商业环境的多变性、投资项目的复杂性、企业决策的权变性以及两类公司功能的互补性,国有资本投资公司和国有资本运营公司之间的共同属性以及战略性产业投资业务和财务性金融投资业务的相互转化有时会表现得更加明显。

一方面,作为国有资本投资公司,其原来在某个公司的战略性投资业务,可能会由于国有资本产业布局调整而开始减持,进而从原来的控股地位变为

参股地位,从原来的战略投资者变为财务投资者;作为国有资本运营公司,其原来在某个公司的财务性投资业务,可能会由于该公司的发展前景较好及投资机会极具吸引力而不断增持,进而成为具有重要影响的战略投资者。此时,两类公司之间的区别就不那么明显,甚至开始变得模糊。

另一方面,在对某一家国有企业进行混合所有制改造时,国有资本投资公司、国有资本运营公司以及民营战略投资者等可能同时成为该企业的股东,此时,国有资本投资公司和国有资本运营公司各自功能的发挥和身份的确定,以及两者之间是否构成了实质上的一致行动人,都值得深入思考。

因此,有些省份在设计国有资本运作平台时,并未严格地将其性质明确界定为国有资本投资公司或国有资本运营公司,而是比较笼统地以国有资本投资运营公司来进行描述。这与新加坡淡马锡模式下只存在一类公司而非两类公司的情形比较接近^[10]。同时,在国有资本运作平台实际投资业务的开展过程中,也会出现战略性业务和财务性业务,并存在两者动态转化的现象。

可见,国有资本运作平台作为一种新型的组织形式和治理模式,根据其战略性投资业务和财务性投资业务的结构特征,未来可能会出现国有资本投资公司(以战略性产业投资业务为主)、国有资本运营公司(以财务性金融投资业务为主)以及国有资本投资运营公司(战略性产业投资业务和财务性金融投资业务并重)三种类型。相应地,各级政府及国资监管部门对不同类型国有资本运作平台的激励—考核机制和治理结构设计也应有所区别。

三、根据国企系族的不同类型及系族内企业的不同情境设计相匹配的管控模式和治理结构

(一)两类公司与国有企业集团的比较及其面临的挑战

国有资本投资、运营公司并不是当前国有企业集团的简单改组或变更^[11],两者在公司属性、基本原则、涉及领域、治理结构、管控模式等多个方面存在明显差异,具体如表2所示。

在国资监管从“管人、管事、管资产”向“以管资本为主”转变之后,随着国有资本投资、运营公司的陆续组建,国资监管的分层管理模式得以明确。此时,如何打造这两类公司的核心能力、如何处理对上与国资委对下与所控/参股国企的工作界面和权责

表 2

国有资本投资、运营公司与当前国有企业集团的比较分析

	国有资本投资公司	国有资本运营公司	当前国有企业集团
公司属性	国有资本运作平台,不从事具体生产、经营活动	国有资本运作平台,不从事具体生产、经营活动	从事生产经营活动的产业集团
基本原则	以管资本为主	以管资本为主	管资产,相当于国有资本投资公司的二级平台
涉及领域	以产业资本投资为主,强调优化国有资本布局,可以涉及一个企业集团,也可以涉及多个企业集团	以资本运营为主,强调国有资本在合理流动过程中的保值增值,可以涉及一个企业集团,也可以涉及多个企业集团	围绕国资监管机构确定的主业范围
治理结构	原则上为国有独资企业,党组织功能发挥得更加充分,嵌入到公司治理结构之中	原则上为国有独资企业,党组织功能发挥得更加充分,嵌入到公司治理结构之中	一般性国有企业,可以开展股权多元化及混合所有制改革
管控模式	以资本为纽带,以产权为基础,对所投资企业以战略管控为主,更强调其法人治理结构的设计及对公司治理层的监管	以资本为纽带,以产权为基础,对所投资企业以财务管控为主	以产业为纽带,对所属企业实施管理,基于产业相关性、地域特征、总部管理能力和信息化程度,酌情选择运营型管控、战略控制型管控、战略设计型管控、财务型管控等多种管控模式

注:根据有关资料整理^[8,9,11-13]。

划分等,都必然要面临极大的挑战^[9]。例如:对于“管资本”具体管什么、如何管等问题尚无明确指引;在党建工作方面,虽然已经明确了党组织“双向进入、交叉任职”的领导体制以及党组织前置研究讨论的议事决策机制,但党组织具体的前置方式以及把关的具体范围等仍然不够清晰^[14]。在国资委不再履行出资人职责,并将之授权给国有资本投资、运营公司之后,国资委将专责监管这两类公司,此时这两类公司就成为国资委与负责实际经营的国有企业之间的

隔离层^[10],进而实现政企分开,但是这种安排可能会导致委托-代理链条增加,监管层、出资层和经营层的权责边界不够清晰等治理和监管问题。

(二) 国企系族内成员企业的管控模式和治理结构安排

我国国资监管体系除分层管理特征之外,还具有分级管理和分类管理的典型特征,如表3所示。此时,有必要结合国企系族内成员企业的不同情境来设计相匹配的、状态依存的管控模式和治理结构。

表 3

分级管理和分类管理视角下的管控模式和治理结构安排

	中 央	省 级	地 市 ^[15]
分级管理典型特征	面临中央政府比较严格的监管,受地方政府影响较小;能够调动的各种资源比较庞大;公益类、功能类和竞争类企业分布比较均衡;行政管理色彩相对较浓	受地方政府影响较大;能够调动的各种资源比较适中,具有一定的区域垄断特征;公益类、功能类和竞争类企业分布比较均衡;具有一定的行政管理色彩	受地方政府影响较大;能够调动的各种资源比较有限,公司治理结构创新压力较大;以公益类和功能类企业为主;行政管理色彩相对较浓
	公益类	功能类	竞争类
分类管理典型特征 ^[16]	原则上为国有独资企业;组织任命;参照公务员管理	原则上为国资绝对控股或相对控股企业;董事会有一定的独立性;经理人由政治任命和市场化选聘相结合;薪酬管制和市场化薪酬相结合	国资不谋求控股地位;强调董事会独立性;经理人由市场选聘;市场化薪酬+股权激励

本文认为,对于国有资本投资、运营公司,不宜完全照搬之前针对国有企业集团所使用的管控模式,典型的如在华润和中粮等大型央企中成功运行的6S管理体系(包括利润中心的业务战略体系、全面预算体系、管理报告体系、内部审计体系、业绩评价体系、经理人考核体系等六个方面),这种集团管控模式与国有资本投资、运营公司“管资本”的目标定位存在比较明显的不一致之处。此时,新加坡的淡

马锡模式以及一些主权财富基金、社保基金等机构投资者成熟做法,可供借鉴。

整体来看,目前对国有资本投资、运营公司本身及其所投资企业的管控模式和治理结构的安排,主要是以原则性的规定为主,没有成熟的经验可供借鉴。因此,仍然需要基于试点企业的经验积累和总结情况,在试体制、试机制、试模式等方面进行大胆的探索实践,形成若干典型模式,再予以固化、推广。

四、促进国有经济高质量发展的相关建议

(一) 放松管制、加强监管,有效释放国企活力

一方面,国资监管部门和国有资本投资运营公司应该以管资本为主梳理权责清单,通过放松管制来激发国企活力。要激发国企活力,尤其是商业竞争类国企的活力,首当其冲的是要激发商业竞争类国企治理层(尤其是以CEO为代表的高管团队)的企业家精神。企业家精神涵盖胸怀全局的大视野、因势而变的经营观、创新创业的进取心、诚信立业的价值观和报效社会的责任感^[17],能够有效整合各种资源、合理配置生产要素,是企业兴衰成败的关键。同时,在当前的全球变革趋势下,公司治理范式也出现了从股东中心向企业家中心转变的现象^[18]。相应地,在国有企业中以董事长或总经理为代表的企业家契约结构安排中,在其职位设置、团队组建、激励机制、任期保障等多个方面,都要对如何充分激发其企业家精神有所考虑和体现。

另一方面,可以通过加强监管、创新监管方式、降低监管成本、提升监管效能,来鼓励和引导国有企业的企业家合理、有效地承担风险。有如下几点需要特别注意:一是通过规范运作指引(如《中央企业合规管理指引》)来促进容错免责机制及失败容忍机制建设,并将其与纠错追责机制进行有效平衡。此时,当出现投资经营失败时,监管机构可以对企业合规管理的有效性进行审查,进而有效区别何为一般性经营失败,何为违规经营投资造成的企业损失^[19]。二是在加强监管方面,一定要注意避免监管叠加、监管竞赛但效能不彰的情况出现。此时,既要加强各监督主体间的信息共享和业务协同,构建实时动态的监管体系,又要充分尊重国有企业的法人财产权,审慎使用穿透式监督,不宜使用行政化手段直接干预其生产经营活动的正常开展。

随着当前政治经济环境的变化以及全球性避责时代的来临,与政府官员的行为模式变化类似,“避责”也很有可能逐渐取代“邀功”成为国企高管的主要行为特征。我国基层政府官员常用的避责策略包括忙而不动、纳入常规、隐匿信息、模糊因果关系、转移视线、找替罪羊等^[20],而这些行为同样有可能出现在国企高管身上。因此,应实行宽严相济的监管原则,完善顶层设计,规范操作指引,适度容忍失败,强化胜任能力,鼓励善意行使控制权及不违背忠诚勤勉义务下的风险承担。

(二) 合理运用财务金融创新工具,提升国有资本的影响力、控制力和抗风险能力

作为在国企系族中处于核心枢纽位置的国有资本投资、运营公司,如何合理运用有效的财务金融创新工具,放大有国资本的影响力和控制力,提升国有资本的抗风险能力,直接决定了两类公司能否顺利实现其最初的目标定位和效果要求,关系着国企改革事业的兴衰成败。如果能合理运用有效的财务金融创新工具,则国有资本的流动性将明显增强,其布局调整将明显增速,而且在除国有资本之外的其他资金来源方面,不再仅仅依赖于传统的银行借款。

本文认为,可以考虑的财务金融创新工具包括:

- ①在商业竞争类成员企业彻底推行混合所有制改革;
- ②在少数特定、敏感行业,建立国有资本的“金股”机制,行使特定事项的否决权;
- ③通过年薪制、股权激励、员工持股计划以及对MBO的理性探讨,创新国有企业中的人力资本激励机制;
- ④通过产融结合、供应链金融、融资租赁等多种形式实现产业资本和金融资本的良性互动;
- ⑤通过组建战略联盟、兼并重组、资产处置、僵尸企业清理及“三供一业”分离、打造产业集群、国际化经营及资本在全球的合理配置,实现经营层面的协同效应;
- ⑥通过调结构、去杠杆、市场化债转股、财务共享中心及资金集中统一管理和内部资本市场,实现融资成本的下降;
- ⑦通过股权投资、股权处置,以及私募/风投/民营外资资本等战略投资者的引入,实现国有资本的有效流转;
- ⑧通过购买服务、特许经营、委托代理、托管等方式,创新民企参与非竞争类国企改革的非典型实施方式;
- ⑨大力推动资产证券化并积极参与多层次资本市场,通过发行各种类型的股票和债券进行直接融资;
- ⑩设立国有资本产业投资基金、国有资本创新创业基金、国企改革发展基金、国企结构调整基金、PPP基金等,强化国有资本的引领效果。

需要注意的是,在使用财务金融创新工具的过程中,要尽量避免出现过度使用的情况。例如,过度负债、明股实债、影子银行、定价显失公平、产品条款设计过于复杂等,都会导致风险与收益之间关系的错配,进而在经济体系中累积了过高的金融风险,为未来的经济发展埋下隐患。

(三) 处理好与其他利益相关者尤其是成员企业其他出资者之间的关系

作为国企系族的实际控制人,国有资本投资、运营公司(尤其是国有资本投资公司)将会大力推动对

所投资国有企业的混合所有制改革,引入民营战略投资者。此时,如何才能既实现国有控股股东有效的战略管控,又满足民营战略投资者对平等权利的诉求,就成为决定混合所有制改革成败的一个高度敏感的话题。相应地,履行国有资本出资人职责的国有资本投资运营公司与民营战略投资者之间如何积极互动,既同股同权、同股同利、平等协商、充分沟通,又相互尊重、相互理解、相互制衡、相互妥协^[10],各自都有所为有所不为,进而通过公正、有效的公司章程设计和治理结构安排来实现互利共赢,是一件极其考验双方智慧的任务。毕竟,从利益分配的视角来看,有时候妥协也是一种智慧与胜利。

各类企业之间的竞争是市场经济的常态。但是,面对经济全球化的浪潮、复杂多变的国际形势以及艰巨繁重的国内改革发展任务,加强合作,实现各种所有制经济的共进共赢共同发展才是大势所趋^[21]。

总的来看,依托国有资本投资、运营公司,国企系族的形成在未来一段时期将会愈发明显,其在国民经济发展过程中所发挥的作用也会越来越重要。此时,有必要清醒地认识企业系族这种组织形式的利弊,进而兴利除弊,准确把握两类公司之间的区别和联系,基于不同情境设计相匹配的管控模式和治理结构,通过放松管制和加强监管来有效释放国企活力,通过合理运用财务金融创新工具来提升国有资本的影响力、控制力和抗风险能力,处理好与其他利益相关者之间的关系。这些对于国有经济乃至国民经济的高质量发展至关重要。

主要参考文献:

- [1] 林兆木. 关于我国经济高质量发展的几点认识 [N]. 人民日报, 2018-01-17.
- [2] 谭劲松, 辛宇, 曹春方. 在整合视角下系统构建国资监管格局 [N]. 经济参考报, 2019-01-14.
- [3] 逯东, 孙岩, 周玮, 杨丹. 地方政府政绩诉求、政府控制权与公司价值研究 [J]. 经济研究, 2014(1): 56~69.
- [4] 宁向东. 公司治理理论(第二版) [M]. 北京: 中国发展出版社, 2006: 83~100.
- [5] Khanna T., Palepu K.. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets [J]. Harvard Business Review, 1994(75): 41~51.

- [6] 黄抒扬. 交叉持股多层持股那些事 [EB/OL]. <https://xueqiu.com/1937308599/68354079>, 2016-05-05.
- [7] 姚洋, 席天扬. 中国新叙事——中国特色政治经济体制的运行机制分析 [M]. 上海: 格致出版社, 2018: 6~9.
- [8] 马连福. 党组织嵌入国有企业治理结构的三重考量 [J]. 改革, 2017(3): 5~13.
- [9] 施能自等. 改组/组建国有资本投资公司和运营公司的思考重点 [A]. 上海: 德勤国企改革系列白皮书之五, 2016.
- [10] 郑志刚. 中国国企改革的困境与出路 [EB/OL]. http://www.sohu.com/a/289721227_352307, 2019-01-15.
- [11] 温源. 财政部有关负责人详解推进国有资本投资、运营公司改革试点 [N]. 光明日报, 2018-08-02.
- [12] 王静宇. 以市场化资本运营为主体, 扎实推进国有资本投资运营公司试点 [N]. 中国经济时报, 2016-07-27.
- [13] 李振涛. 集团管控模式的选择和意义 [A]. 北京: 北京求是联合管理咨询有限公司, 2013.
- [14] 华强森, 黄河, 袁伟, 韩灼, 吴亚洲. 筚路蓝缕、攻坚克难——聚焦国有资本投资公司试点改革 [R]. 北京: 麦肯锡报告, 2017.
- [15] 辛宇. 创新治理结构, 释放基层国企活力 [N]. 经济参考报, 2018-08-20.
- [16] 魏明海, 蔡贵龙, 柳建华. 中国国有上市公司分类治理研究 [J]. 中山大学学报, 2017(4): 175~192.
- [17] 马蔚华. 企业家精神包含五方面要求 [N]. 经济参考报, 2018-08-20.
- [18] 郑志刚. 从“股东”中心到“企业家”中心: 新经济时代公司治理制度变革的全球趋势 [J]. 金融评论, 2019(1): 58~72.
- [19] 丁继华, 王志乐. 国资委发布《中央企业合规管理指引》的背后 [J]. 新财经, 2018(12): 31~33.
- [20] 倪星, 王锐. 从邀功到避责: 基层政府官员行为变化研究 [J]. 政治学研究, 2017(2): 42~51.
- [21] 肖亚庆. 实现各种所有制经济共进共赢共同发展 [N]. 学习时报, 2019-03-20.

作者单位: 1. 中山大学现代会计与财务研究中心, 广州 510275; 2. 中山大学管理学院, 广州 510275