

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 东方园林引入国有战略投资者的动因  
及效果研究

研究生姓名: 李晶瑶

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授 许杰 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2023年6月19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： 李晶瑞 签字日期： 2023.5.28

导师签名： 方文彬 签字日期： 2023.5.29

导师(校外)签名： 尹杰 签字日期： 2023.6.15

## 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內容。

学位论文作者签名： 李晶瑞 签字日期： 2023.5.28

导师签名： 方文彬 签字日期： 2023.5.29

导师(校外)签名： 尹杰 签字日期： 2023.6.15

# **Research on the introduction of state-owned strategic investors into Oriental Gardens and its effect**

**Candidate : Li Jingyao**

**Supervisor: Fang Wenbin Xu Jie**

## 摘要

国务院在 2015 年的 54 号文件《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中明确提出，要支持国有企业通过各种形式对非国有企业进行参股，并支持具有较强成长性和发展潜力的非国有企业。因此，在我国的混合所有制改革中，不仅要鼓励国有企业引入民营战略投资者，也要鼓励民营企业引入国有战略投资者。近年来，民营企业的发展环境在某种程度上受到了制约，导致了公司的一系列问题，在此种情况下，民营企业选择引入国有战略投资者，依靠国企背景，帮助其纾困，从而实现公司的破茧重生。

本文选取的案例是我国生态环境保护的龙头企业，有着“中国园林第一股”的东方园林，它是第一批引入国有战略投资者的民营企业，因此用东方园林做为研究对象具有一定的代表作用。本文首先采用文献分析，回顾国内外学者关于民营企业引入国有战略投资者的相关文献。其次采用案例分析法，在简单回顾东方园林引入国有战略投资者历程的基础上，分析企业引入国战投的宏观动因、行业动因以及公司自身动因。接着，本文从治理效果、市场效果、财务效果三个方面分析了东方园林引入国有战略投资者的实际效果。在公司治理方面，东方园林降低了股权集中度，提升了股东间制衡能力，完善了治理结构；在市场效果方面，东方园林第一次引入国有战略投资者事件在市场反应上偏于消极，第二次引入则带来了良好的市场反应，提升了公司的短期绩效。在财务效果方面，东方园林获取了大量资金，改善了公司的融资环境，使得东方园林的盈利能力、偿债能力、营运能力和发展能力都得到了一定程度的改善，但是公司偿债风险仍然巨大，关于 EVA 值，东方园林五年来 EVA 值持续下降，但引入国有战略投资者后下降趋势明显减缓，因此东方园林引入国有战略投资者会提高其持续价值的创造能力。

结合上述分析结果，总结了东方园林引入国有战略投资者存在过度融资导致负债结构不合理、效率传导路径受阻、创新机制面临抑制风险、产权清晰度影响混改积极性的相关问题。并提出了引入国投后企业应正确对待宽松的融资约束、夯实效率传导机制、引入国投企业正确认知政治关联的价值、清晰划分产权界限的优化建议。

**关键词：**民营企业 国有战略投资者 动因 效果

## Abstract

The State Council clearly proposed in Document 54 Opinions on State-owned Enterprises Developing Mixed Ownership Economy in 2015 that state-owned enterprises should be supported to participate in non-state-owned enterprises through various forms, and non-state-owned enterprises with strong growth and development potential should be supported. Therefore, this paper holds that in the mixed ownership reform, not only state-owned enterprises should be encouraged to introduce private strategic investors, but also private enterprises should be encouraged to introduce state-owned strategic investors. Recent years, the development environment of private enterprises has been restricted to some extent, leading to a series of problems of the company. Under such circumstances, private enterprises choose to introduce strategic state-owned investors to help them save by virtue of the background of state-owned enterprises, so as to realize the rebirth of the company.

The case selected in this paper is the leading enterprise of ecological environmental protection in China, which has the Oriental garden as "the first stock of Chinese garden". It is also one of the pioneers of introducing state-owned strategic investors into private enterprises. Therefore, the Oriental garden as the research object has a certain representative role. This paper firstly uses literature analysis to review the relevant literatures

of domestic and foreign scholars on the introduction of state-owned strategic investors by private enterprises, and summarizes effect of the introduction of Strategic state-owned investors. Next, use of case study method, according to the brief review of the history of Oriental Landscape's introduction of Strategic state-owned investors, the author analyzes the macro motivation, industry motivation and the company's own motivation of the introduction of state-owned strategic investors. Then, from the governance effect, market effect and financial effect, this paper analyzes the practical effect of Oriental gardens introducing state-owned strategic investors. In terms of corporate governance, Oriental Landscape has reduced the degree of ownership concentration, enhanced the ability of checks and balances among shareholders, and improved the governance structure. In terms of market effect, the first introduction of state-owned strategic investors in Oriental Landscape was somewhat negative in the market reaction, while the second introduction brought good market response and improved the short-term performance of the company. In terms of financial effect, Oriental Garden has obtained a large amount of capital, improved the company's financing environment, and improved its profitability, debt paying ability, operation ability and development ability to a certain extent. However, the company's debt paying risk is still huge. As for EVA value, Oriental Garden's EVA value has continued to decline in the past five years. However, after the

introduction of state-owned strategic investors, the downward trend is obviously slowed down. Therefore, the introduction of state-owned strategic investors will improve the sustainable value creation ability of Oriental Gardens.

Combined with the above analysis results, the author summarized the problems related to the unreasonable debt structure caused by excessive financing, the blocked transmission path of efficiency, the risk of restraining the innovation mechanism, and the definition of property rights affecting the enthusiasm of the mixed reform when Oriental Garden introduced state-owned strategic investors. It also puts forward some optimization suggestions that enterprises should treat the loose financing constraints correctly, strengthen the transmission mechanism of efficiency, correctly recognize the value of political correlation and clearly divide the boundary of property rights after introducing State Investment Corporation.

**Keywords:**Private enterprises; State-owned strategic investors;  
Motivation;Effect

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景和研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外研究现状.....	3
1.2.1 民营企业引入国有战略投资者的动因研究.....	3
1.2.2 民营企业引入国有战略投资者的影响路径研究.....	4
1.2.3 民营企业引入国有战略投资者的效果研究.....	6
1.2.4 文献评述.....	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.....	10
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	12
2.1 相关概念.....	12
2.1.1 混合所有制改革.....	12
2.1.2 战略投资者.....	12
2.1.3 国有战略投资者.....	13
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 政治关联理论.....	13
2.2.2 资源依赖理论.....	13
2.2.3 委托代理理论.....	14
2.2.4 协同效益理论.....	14
<b>3 东方园林引入国有战略投资者的历程及动因分析</b> .....	16
3.1 公司简介.....	16
3.2 东方园林引入国有战略投资者的历程.....	16
3.2.1 第一次引入盈润汇民.....	16



3.2.2 第二次引入朝汇鑫 .....	18
3.3 东方园林引入国有战略投资者的动因 .....	20
3.3.1 宏观因素 .....	20
3.3.2 环保行业特殊性 .....	21
3.3.3 公司发展要求 .....	22
<b>4 东方园林引入国有战略投资者的效果分析 .....</b>	<b>26</b>
4.1 治理效果分析 .....	26
4.1.1 股权集中度 .....	26
4.1.2 异质性股权制衡度 .....	27
4.1.3 代理成本 .....	27
4.2 市场效果分析 .....	29
4.2.1 确定事件窗口期 .....	29
4.2.2 窗口期内累计超额收益率 .....	29
4.2.3 短期市场效果评价 .....	30
4.3 财务效果分析 .....	32
4.3.1 盈利能力 .....	32
4.3.2 营运能力 .....	34
4.3.3 偿债能力 .....	36
4.3.4 发展能力 .....	38
4.3.5 EVA 值 .....	40
<b>5 东方园林引入国有战略投资者存在的问题及优化建议 .....</b>	<b>45</b>
5.1 东方园林引入国有战略投资者存在的问题 .....	45
5.1.1 过度融资导致负债结构不合理 .....	45
5.1.2 效率传导路径受阻 .....	46
5.1.3 创新机制面临抑制风险 .....	46
5.1.4 产权清晰度影响混改积极性 .....	47
5.2 东方园林引入国有战略投资者的相关建议 .....	47
5.2.1 正确对待宽松的融资约束 .....	47
5.2.2 夯实效率传导机制 .....	48

---

5.2.3 正确认知政治关联的价值 .....	49
5.2.4 清晰划分产权界限 .....	49
<b>6 研究结论与未来展望 .....</b>	<b>50</b>
6.1 研究结论 .....	50
6.2 研究展望 .....	51
<b>参考文献 .....</b>	<b>52</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>56</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和研究意义

### 1.1.1 研究背景

2013年，十八届三中全会在《关于全面深化改革若干重大问题的决定》中指出“国有资本、非公有资本、集体资本等相互交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要的实现方式，对各种所有制资本起着扬长避短、共同发展的作用。”2015年国务院明确提出“支持国企参股，通过股权融合、战略整合、资源共享等形式，促进混合所有制经济的发展”。接下来的几年，《关于深化国有企业改革的指导意见》等一系列文件也相继发布。在一系列利好政策的影响下，国企入股民企的数量不断提高，不少民企选择了引进国有战略投资者。

目前，国家极其重视环境治理，但我国的生态环境治理方面还存在着一些问题，由于环境治理的特点是工程量大、投资规模大、资金回报周期长，所以这一块更适合国有企业牵头，民营企业则负责提供配套的设备和技术支持。在2018年，国家对PPP政策收紧，加之金融去杠杆政策，导致了大量环保民营企业面临着资金流动性危机，加之民企的融资环境受到限制，因此环保企业累积起来的危机，都在这一刻显露出来。自2018年开始，有很多民营环保上市公司都发表了公告称，出于多种原因，公司将选择引入国有战略投资者。据了解，2018至2020年间，就有20起环保类民营上市公司拟引入具有国资背景的战略投资者，涉及的市值高达1274.7亿元。近年来专注于环保行业的北京东方园林环境股份有限公司（以下简称“东方园林”）也选择了引入国有战略投资者。

东方园林主要聚焦生态、环保及循环经济三大核心业务，近几年，在规划设计、工程建设、投资运营、技术研究等方面，已经形成了一个完整的生态环境价值链。自2014年起，在我国政府大力发展PPP模式的背景下，东方园林也开始了由传统项目管理模式到PPP项目管理模式的转变。伴随着PPP业务的迅速发展，公司的经营收入有了很大的提高。同时，因为参与PPP项目所需的前期资本投入较多，使得公司的资产负债率从2014年的56.22%上升至2017年的

67.62%。PPP项目主要是与政府开展业务合作，因此政府的资金支持尤为重要，由于国家对地方政府的债务进行了严格的管理，PPP项目出现了一系列问题，如结算进度放缓、应收账款回款周期延长、工程工期延长等。2018年中旬，东方园林计划发行一笔不超过十亿元的公司债券，但最后只募集到了五千万元，此次发债也被称为“史上最凉发债”。由于发债融资不足，东方园林面临严重的债务危机。此后，东方园林为解决资金流动性危机、促进公司长远发展，便一直筹划引入国有战略投资者计划，最终于2018年和2019年两次引入国有战略投资者。本选题选择东方园林为案例研究对象，研究东方园林引入国有战略投资者的动因以及引入后产生的效果，以期为今后的民营企业引入国有战略投资者提供了一定的参考。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

对于混合所有制改革，长期以来都是学界的一个热门话题，但过去的学者主要是从国企的视角，对国企引入民营战略投资者的问题进行分析。对比之下发现，学者对民营企业引入国有战略投资者的研究主要是从实证的角度，而很少从具体案例公司分析，且总的来说，民营企业引入国有战略投资者参与混改本身就是近几年才开始出现的，因此站在此角度的研究还相对较少。但是，在最近几年，由于政府频繁地出台有关的政策，受到国家政策推动亦或是出于公司综合的考量，许多民营企业纷纷选择引入国有战略投资者参与到混合所有制的改革中来。所以，本文通过我国民营企业引进国有战略投资者的案例分析，对我国民营企业引进国有战略投资者的案例进行了补充。

#### (2) 现实意义

在经济高速发展的当下，国有经济与民营经济共同发展已经是一种必然。从运营层面来看，国企拥有得天独厚的条件，如资源的获得和产权的保护等，但民营企业在相较之下却具有较高的经营弹性。最近几年，出现了多起国有资本入主民营企业的案例，在这些案例中，民营企业如何引入国有战略投资者，实现“国”与“民”的双赢，是需要我们重点关注的问题。因此，研究民营企业引入国有战略投资者对于国有企业和民营企业共同发展具有重要意义，对于促进混合所有制

经济的发展也具有重要作用,也为今后的民营企业引入国有战略投资者提供了一定的参考。

## 1.2 国内外研究现状

### 1.2.1 民营企业引入国有战略投资者的动因研究

吴国鼎(2020)认为,民企引入国有战略投资者主要包括两个大的方面,一方面是民企的主动行为,主要是为了缓解自身危机和扩大市场份额,另一方面则是国企的主动行为,国有资本想通过对民企控股来优化自身的产业布局,实现协同发展。站在民营企业角度来看,具体有以下几方面原因。

获取“政治名分”寻求保护。孔东民(2013)认为我国目前主要是政府在管控社会资源的分配,为了发展和扶持国有企业,社会资源总是会更多的偏向国企,因此民营企业就会遇到更多障碍,例如难以获得财政资源、政府补贴、降低企业的税收负担等。张雨潇与方明月(2016)认为,不管是什么产业,都会有一定的行政性障碍,这也是民营企业积极引进国资的原因之一。应尚军和蔡雨欣(2020)的研究结果显示,与国企相比,民企因为不能与国企形成比较公平的竞争,所以他们面临着更大的经营与生存压力。为此,罗党论、唐清泉(2009)等学者的研究指出,在经营过程中,为了降低或避免可能出现的各类利益损失或不公正待遇,民营企业通常会有很强的动机去向政府靠拢,希望能够与政府建立并保持良好的关系,从而获得政府对公司的更多的保护。李文贵与余明桂(2017)亦指出,私营公司向国企转让部分股份,赋予其“政治名分”来寻求产权保护,可获得国家对其更多的关注与支持,提高其经营发展的安全度,进而可获得更多的资源,改善其生存环境。因此,很多私营公司都会采用一种比较稳健的方法,即通过引进国有战略投资者,来与政府建立关系,从而提高公司的发展水平。

借助国有平台解决筹融资问题。国外学者 Johnson (2002)、Cull and Xu (2005)指出随着民营企业不断扩展其经营规模,它将会更需要依靠外部融资来获得资金。而彭文华(2019)则认为在中国目前经济转型时期,相对于国有企业而言,民营企业获得外部融资的难度更大。由于银行对国有企业和民企的“差别待遇”,导致了民企融资渠道窄,融资力度弱,这就使得民营企业被迫选择股权

质押。研究表明通过引入国有战略投资者的方式,可以使私营企业与政府之间建立良好的关系,获得更低的利率优惠和更多的银行贷款。而余汉(2017)也认为通过引入国有战略投资者,民营企业能够向社会传递良好的信号,即国企对民企实力的认可,这样一来,就可以通过国企的身份来降低银行对民企的信贷歧视,从而保证企业资金流动的稳定性。

引入异质性股东改善公司治理。一些民营企业的内部管理存在着很多问题,企业的风险也相应增大,异质性的股东地加入可以对民企资本进行有效的控制,并以此来构建并健全现代企业管理体系。Fishman(2001)指出对于民营企业来说,公司的高管拥有政府背景是一种宝贵的资源。郝阳和龚六堂(2017)研究表明我国的混改进程中,只有引入异质性股东,才能发挥双方的优势,主机共同发展。潘爱玲(2019)提出国有企业自带的政府属性能够起到震慑和制约的效果,从而对民营企业中出现的“隧道行为”和大股东对公司的控制权滥用等问题起到一定的遏制效果。此外,吴兴宇、王满(2021)等学者提出,企业引进的国有控股股东,通常承担着国有资产保值增值的责任,为防范资产的流失,国企将安排相关人员进入民企董事会,并加强监管,防止公司因自身的短期利润,而损害国有股东的资产及财富。所以,民营企业引入国有战略投资者的核心问题就是完善公司治理,充分利用国有战略投资者的优势。

获取资源,促进企业转型升级。Guillen and Mauro(2000)、Chang and Hong(2002)等在研究中表明授权、并购以及政策倾斜等政府支持能推动民营企业的多元化发展。与其他的改革方式相比,民营企业引入战略投资者的最大好处在于,他能依靠国资的背景去获取更多自己获取不到的资源,如先进的技术、优质的项目资源、宽松的融资环境等。民企可以借助这些资源扩充自己的资本、改善经营环境,实现业务转型。所以,在出现管理不善、资金不足、技术落后等问题时,民企可以选择引入国有战略投资者,利用国资背景争取更优质的资源,吸纳资金,调整产业结构,拓宽销售渠道,改善经营治理模式,进而提升企业的竞争力。

## 1.2.2 民营企业引入国有战略投资者的影响路径研究

### (1) 基于政治关联理论影响路径研究

多数学者认为,民营企业引入国有战略投资者,将会以构建政治关联的方式,

对公司的投融资行为等产生影响,进而影响公司的经济业绩。Adler(2000)研究指出,政治关联能够使公司快速获取有效的信息,还能提高公司间合作的紧密程度。国外学者 Adhikari(2006)研究还指出,政治关联对公司的实际税率具有一定的影响,具有政治关系的公司通常能够获得更多的税收减免和税收返还等优惠。而 Blau(2013)研究发现,政治关联在信息不对称的市场中可以连接政府和企业,加强双方的紧密联系,使企业获取更多的资金和资源支持。国内的学者也在这方面进行了大量的研究和分析,余明桂和潘红波(2008)研究指出,政治关联能够帮助公司获取更多的信贷,并且可以使公司的信贷期限延长。吴文峰等人(2008)通过对 1046 个私营公司的面板数据进行分析,得到了与此类似的结果,他还特别指出,企业在获得更多短期贷款上,政治关联的作用性更大。刘凝霜(2016)在行业准入壁垒方面研究发现,政治关联还可以帮助民营企业更轻易进入政府管制行业,从而获得更多的投资机会。钱先航与徐业坤(2014)对 1781 家民营企业进行了实证分析,结果表明,在我国民营企业中,政治关联可以有效地减少由政府职务变动引起的不稳定因素,进而降低公司陷入财务危机的概率。

## (2) 基于委托代理理论影响路径研究

目前学术界已形成共识,即民营企业引入国有战略投资者后会通过改变公司的治理层,进而影响公司的财务绩效。在股东会层面, Suzanne (2005)提出多元化的股权结构可以帮助企业提高其经营能力和治理能力。王雪平等人(2017)研究表明,当公司的股份集中程度较高时,公司的经济业绩就会较低。除此之外,我国学者陈璇雯等(2018)也发现,国有股东的进入能够提升股权多元化,制衡各方股东,提高公司的治理水平,进而提高公司的经营业绩。在董事会层面, Fama (1983)将董事会看作公司的最高层级,他认为公司的盈利能力能力很大程度是由董事会运行的效率决定的。在对 1100 多个中国公司的实证分析中, Havemantal (2016)、Qianguang and Yong(2017)的实证结果表明,混改能够将公司推向一个最优的发展阶段。此外,董事会所有权同股本回报率以及资产报酬率也存在显著正相关关系。Veysel Kula (2005)对大量土耳其公司的董事会结构进行了分析,结果表明,所有者和经营者的两职分离程度也会影响公司的绩效,两职分离程度越高,公司经济效益越高,两职分离程度越低,则公司经济效益越低。国内学者闫举纲、杨颖(2017)将陕西省上市公司与国内上市公司的相关数据进行

了比较,得到了类似的结果。刘家松(2019)使用分组比较法发现,公司董事会中非执行董事的比率与公司业绩之间存在着显著的正向联系,并且这种联系会随外部董事比率的增加而变得更加明显。

### (3) 基于资源依赖理论影响路径研究

国外学者 Detomasi (2008)指出目前我国政府仍掌握着大部分的核心资源,企业的经营活动和政治行为并没有完全脱离。刘小玄和张蕊(2014)在研究高壁垒行业后指出,民企一旦进入高壁垒行业,那么就能获得更多资源分享超额收益,提升公司业绩。谢家智等(2014)也指出,引进国有战略投资者,可以使民营企业在竞争中获得更大的优势和更大的利益。张铄和宋增基(2016)发现,一方面,引入国有战略投资者能够使公司与国家之间的联系更加紧密,有利于公司获取更多的资金,改善公司的融资环境;另一方面,国有战略投资者也是一个经济实体,也会具有一定的逐利性,当政府给民企带来更多的资源时,民企和战略投资者之间就会产生“共生关系”,从而连接的更加紧密。郝阳和龚六堂(2017)也发现,混合所有制改革可以利用所有制的制度优势,完成国企和民企的资源互补,提升企业经济绩效。

## 1.2.3 民营企业引入国有战略投资者的效果研究

民营企业引入国有战略投资者之后会产生怎样的效果,一部分人认为引入国有战略投资者会带来正向效果,另一部分则认为引入后会带来反向效果,目前的看法并不统一。

部分学者认为引入后会带来正向效果。他们认为,在民营企业中,引进国有战略投资者,可以使两个方面的优势得到很好的整合,其优点大于缺点。国外学者 Faccio (2006) 通过实证分析发现,具有政治关系的企业对其股价具有明显的促进作用。Niessen and Ruenzi (2007)以德国的企业作为样本研究,结果表明,与缺乏政治关联的公司相比,拥有政治关联的公司更容易获得好的市场效果和财务效果。罗进辉(2013)以中国民企国有化事件为研究对象,研究表明,在“国进民退”的背景下,资本市场表现出了一种积极的情绪,这种情绪可能会为投资者带来较高的短期回报。田利辉和张伟(2013)对中国上市公司面板数据进行了实证研究,结果表明,在中国,政治关联对民营企业的长期业绩具有促进作用。



王甄与胡军（2016）提出，无论是国企还是民企，都可以通过引进战略投资者进行混改，改善公司的经营业绩，他还进一步提出，由于“隧道效应”的减弱，使得民营企业引入国有战略投资者的混改对公司的经营业绩产生了正面的作用。黄怡享（2020）以东江环境为研究对象，研究表明，国有战略投资者的引入对企业业绩具有明显改善作用。李健（2021）从管理者的角度对其进行了全面的分析，发现股权利益分享可以激励国有战略投资者更多的参与公司的管理，从而帮助提升民营企业的决策质量。在引入了国有战略投资者之后，民企和国企能够借助产业集群实现人才、技术和信息的分享与协作，充分利用国企和民企的双重优势，提高双方的经营业绩和综合实力。竺李乐（2021）基于中国产业数据进行的实证分析也表明，尽管不同类型的民营企业在混改程度、行业特征和发展阶段等方面表现出明显的差别，但是，总的来说，民营企业引入国有战略投资者的创新能力都会得到较大提升。

另一部分学者认为引入战略投资者会带来反向效果。这些学者中，大部分都是从国有资本的缺点出发，他们认为，国有资本尽管拥有着非国有资本所不能相比的优点，但是，它也有着许多缺点，如效率低、创新成本高、政治化、社会责任大等。总的来说，民营企业引入国有战略投资者，其利小于弊。例如，Fan and Wong (2002)、Cheung (2005)发现，过度的政治关联会产生利益攫取，导致“市场失灵”，进而对经济行为造成不利的影 响。在 Huang（2015）的实证分析中，我国民营企业在引进国有战略投资者之后，其利润水平和劳动生产率都出现了一定程度的下降。Gelvesa and Heywood（2016）研究后也指出，与完全的民营企业相比，混合所有制公司的创新成本更高。姚德全和章剑辉(2014)实证研究结果表明，引入国有战略投资者有助于民营企业获得更多的信贷资源，缓解其资金压力，但如果未能充分有效的利用信贷资源，或者像过度投资这样滥用资源，同样会对其经营业绩造成负面影响，因而，引入国家控股战略投资者所获得的信贷资源并不一定能够提高其经营业绩。李文贵（2016）的研究结果也同样表明，虽然在经过国企混改之后，民营企业具有了国企的身份，可以享受税收优惠和政策补贴，但是，与未经过国企混改的民营企业相比，其利润水平、劳动生产率等的表现并不理想。另外，学者胡宁等(2018)从长期视角提出，引入国有战略投资者，将使民营企业面临更大的社会压力，而过重的社会负担会让企业面临更大的资金

压力，从而不利于其长期发展。

## 1.2.4 文献评述

通过以上文献的相关研究，我们可以看出，因为混合所有制是我国在一定经济发展阶段所产生的一种特殊经济制度，所以关于民营企业引入国有战略投资者进行混改方面，国外的相关研究要比国内的少。但现有文献大多局限于国企混改，且多从国企与政府两个层面进行，很少从民企视角探讨如何引入国有战略投资者进行混改。也就是说，从整体上来说，国内关于引进国有战略投资者的文献研究还很少。首先，在理论上，关于民营企业引进国有战略投资者动机的研究，在理论上较为广泛和零散；其次，关于引进国有战略投资者的民营企业在经营业绩上如何发挥作用，是否有利于经营业绩的提高，目前尚无统一的认识。最后，不同的民营企业因其行业和自身情况的不同，难以对其引入后的效果进行概括。基于此，本文将从民营企业引入国有战略投资者的角度，结合东方园林引入朝阳国资委的相关实例，研究民营上市公司引入国有战略投资者的动因及引入后产生的效果，为后续的“民营企业引入国有战略投资者”提供经验。

## 1.3 研究内容和方法

### 1.3.1 研究内容

本文以东方园林为研究对象，以东方园林面临的实际情况为切入点，研究东方园林如何引入国有战略投资者、引入战略投资者的动因以及引入国有战略投资者后所产生的效果，从而找出其不足之处并提出相关建议。本文的研究分为六章：

第一章为绪论。本章节是文章的基础部分，包括了三部分内容：第一部分是研究背景和研究意义，这部分主要是为后文展开讨论做好铺垫；第二部分主要介绍民营企业引入国有战略投资者的动因、引入国有战略投资者后的影响路径以及引入战略投资者后的具体效果的研究现状，并指出现有文献不多，意见不统一的问题；第三部分主要提出了论文的研究内容和研究方法。

第二章是相关概念与理论基础。此章节主要界定了混合所有制改革、战略投资者、国有战略投资者这三个概念。理论基础部分主要包括政治关联理论、资源

依赖理论、委托代理理论和企业战略协同理论。

第三章主要介绍东方园林引入国有战略投资者的历程及动因分析。本章节首先介绍案例基本情况，接着详细描述东方园林两次引入国有战略投资者的历程，然后从宏观环境、环保行业特殊性和公司发展要求三个方面介绍东方园林引入国有战略投资者的动因。

第四章为东方园林引入国有战略投资者的效果分析。本章节为文章主要章节，主要分析了东方园林在引入国有战略投资者后对其公司治理产生的影响、市场的影响以及财务效果的影响，为后续的问题及优化建议做好铺垫。

第五章为东方园林引入国有战略投资者存在的问题及优化建议。本章通过对前文东方园林引入国投案例的整体研究，总结了其引入时存在的相关问题，并提出了相应地优化建议。

第六章是研究结论和展望。通过对整篇文章的分析，对东方园林引入国有战略投资者的动因及效果进行了总结，根据研究不足，提出了在今后的研究中应该发展的方向。

论文的框架示意图如图 1.1 所示。

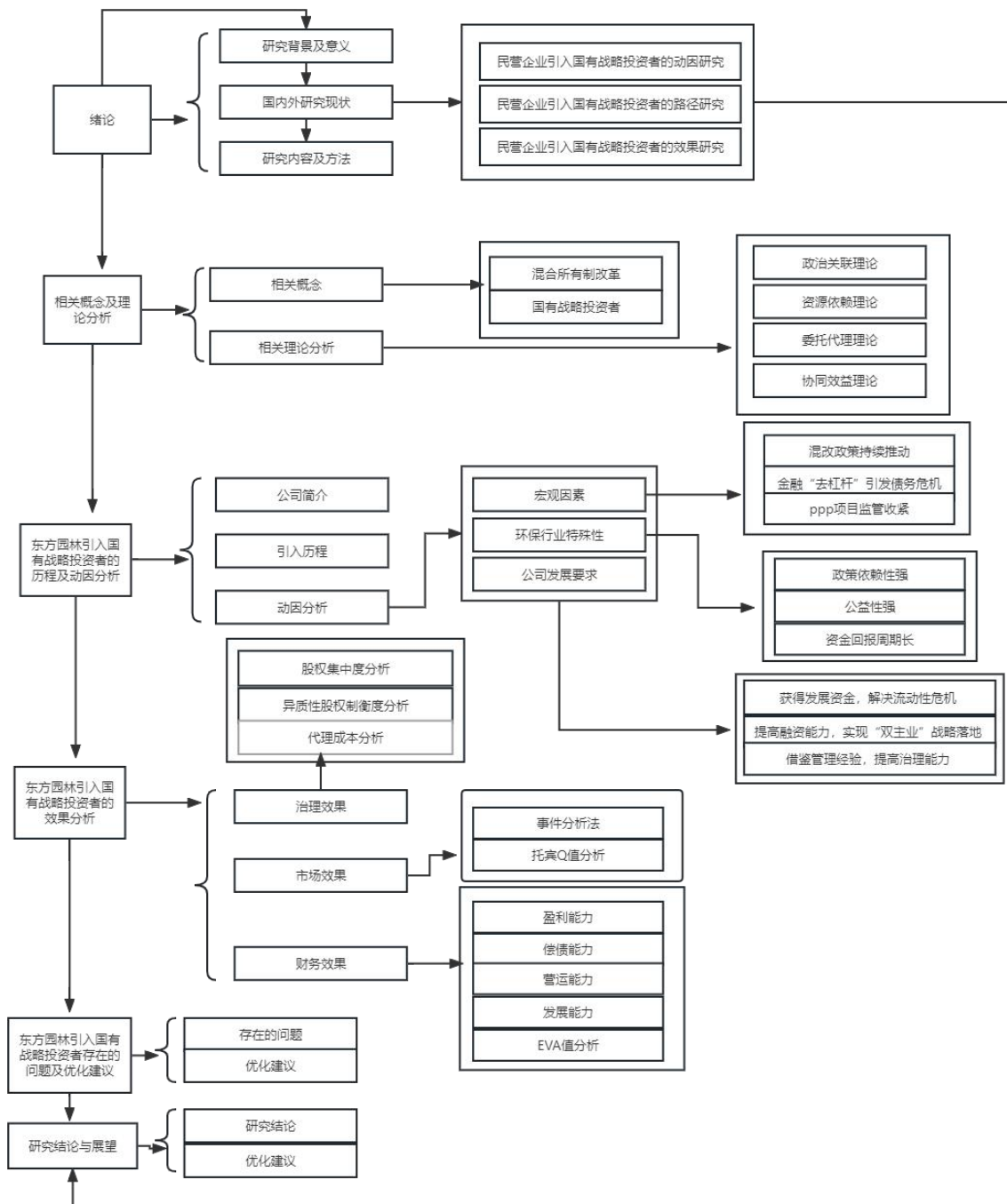


图 1.1 论文框架示意图

### 1.3.2 研究方法

#### (1) 案例研究法

本选题选取的企业是环保行业中具有代表性的东方园林，在文中我们将深入探讨其引入朝阳国资委进行混改的动因、历程及效果，通过对东方园林个案的研

究，为我国正在引入或者准备引入国有战略投资者的民营企业提供一定借鉴意义。

## （2）事件研究法

事件研究法是将东方园林引入国有战略投资作为一个独立事件，并确定引入前后的时间段，计算时间窗口期内的累计超额收益率，检验这一事件在窗口期内是否创造了超额收益，从而评价市场对东方园林引入国有战略投资者行为的反应。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 混合所有制改革

党的十五大首次提出“混合所有制”概念。当前，我国学术界对“混合所有制”的定义还没有形成共识，但是，就其总体而言，主要分为了宏观和微观两个层面。但对本文来说，混合所有制是指国有资本、集体资本和非公有资本交叉持股、相互融合的混合所有制企业。其重点在于将不同资本进行融合和捆绑，而这种融合和捆绑不仅包括了国有企业引入民营战略投资者，还应该包括民营企业引入国有战略投资者，这样的混合所有制方式可以将国有企业的资源优势与民企的灵活的市场机制优势相结合，形成良好的互动关系，促进国企和民企的共同进步。

#### 2.1.2 战略投资者

战略投资者是指那些为了追求长期战略合作并且和被投资方有着密切相关的行业背景的投资者，这种投资者在入股后还能够参与被投资方的公司治理。从投资方和被投资方的关联度来看战略投资者被分为了三类：无直接关系，互补关系，竞争关系。一般情况下，与企业没有直接联系的战略投资者，因为与企业无业务直接关联，无法对被投资方的企业发展起到最直接的作用，因此他们只能给企业带来基础的资金以及关于公司管理制度的相关经验；然而，对于被投资企业来说，与公司互补的战略投资者一般都是最好的选择。在引入这类战略投资者后，不仅可以带来资金支持，还可以在销售渠道、管理模式、前沿技术和资源信息这些诸多方面得到极大的帮助，这样还能深化双方之间的合作，达到共同发展的目的。竞争型战略投资者和被投资企业的业务之间存在着一定程度的竞争关系，但双方若能抛开恶性竞争，实现资源和信息的共享，那么就能提高双方的竞争优势，提前抢占市场，达到共同发展的目的。所以，企业在选择战略投资者时，要从自己的市场定位和战略规划出发，才能实现长远的可持续发展。

### 2.1.3 国有战略投资者

中国证监会在 1996 年提出，战略投资者是与被投资者企业有业务上联系能够开展合作且在短期内不会抛售被投资者企业股票的法人。由此，国有战略投资者是与民营战略投资者相对应的概念，是指以国有资本为主要资本成分的战略投资者。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 政治关联理论

政治关联理论是在国外学者研究企业寻租行为中产生的，在 Krueger (1974) 看来，与政府的良好关系可以为公司的成长提供有利的外在环境，因此很多公司都会花很大的力气去维护和政府或者其官员之间的联系，以获取更多的利润。政治关联和贪污、行贿等概念并不对等，它是一套沟通机制，是一种在正规制度尚待健全的情况下，存在的一种特殊政企关系。当前，我国还没有建立起与之相适应的法律约束和监管体制，在正式制度亟待完善的情况下，政治关联减轻了政府对企业的管理制约，还帮助其获得了政府补助、信贷支持以及税收减免等。宋增基等人 (2014) 还指出，引入国有战略投资者的民营企业与政府之间会建立一种紧密的联系，民营企业也会增添一份政府色彩。民营企业在企业运营上更具弹性，但国企在融资方面和产权保护等方面有着更明显的优势。因此，在民企引入国有战略投资者后，民营企业可以利用国企的优势，获得更多的信贷支持。根据此理论，本文也将观察，东方园林引入国有战略投资者是否出于政治关联动因。

### 2.2.2 资源依赖理论

国外学者 (Pfeffer and Salancik, 2003) 提出了资源依赖理论，资源依赖理论强调一个企业仅依靠自身的力量去获得发展中所需的资源是很困难的，还必须从周围的其它组织中汲取。为获得更多的外部资源，保护自己的利益，企业就需要通过和拥有这些资源的组织进行沟通和合作，来获得企业在生存和发展中所

需要的资源。以资源依赖理论为基础,企业可以选择与自身存在互补性的战略投资者,这种类型的投资者可以带来销售渠道、管理模式、前沿技术等重要战略资源。这样可以使企业间实现资源共享,推动双方的协同发展。但是由于民营企业生存环境受到挤压,项目资源、融资资源以及市场资源都受到了极大的限制。而引进国有战略投资者,可以让民企借助国有背景,获得更多项目及资金资源。国企较民企而言,有着天然的无可比拟的政治优势,但在专业技术性和灵活性方面还存在一定缺陷,因此民营企业引入国有股东可以充分发挥各自的优势,取其精华去其糟粕让平台和技术实现共赢。

### 2.2.3 委托代理理论

目前,委托代理理论成为了国内外学者解释现代企业治理的主流理论。在现代企业中,委托代理问题一般分为两种,第一类是所有者和经营者之间的委托代理问题,第二类是大股东和小股东之间的委托代理问题。关于第一类委托代理问题,企业的管理者参与企业的日常经营管理,而公司中的股东只对企业享有所有权,并不会参与公司的实际生产经营。在委托代理理论中,企业的所有者与管理者均为寻求自身效用最大化的理性人,都有着逐利性,但双方在各自追求的利益目标上存在着不同程度的差异,因而在委托代理关系中不可避免地存在着利益冲突。在没有管制的情况下,管理阶层则会为了一己之私而损害股东的利益。在这种情况下,股东可以使用不同的方法对管理层进行约束,如不同的薪资激励方案、引入独立董事、设立职能委员会等。除此之外,学者们还发现,大股东与中小股东之间也存在着利益偏向,这样就产生了第二种代理问题,也就是掌握公司所有权的大股东会利用剩余控制权来赚取私利。在国外学者 Shleifer & Vishny (1997)的研究中指出,大股东会用极其隐秘的方式来获取控制权私利,这样不仅损害公司整体的利益,还会损害小股东的利益。本研究以民营企业引入国有战略投资者为背景,分析在此种代理理论下,引入国有战略投资者是否会改善东方园林的治理能力,进而影响经济效果。

### 2.2.4 协同效益理论

协同效应理论是指一家公司在合并后获得的总体利益要比单个公司获得的



利益总和更大，他更多强调的是一种外部协同。在这种外部协同中，企业作为一个单独的个体，可以通过整合其它成员的资源来填补自己的缺陷，达到“1+1 大于 2”的作用。在引入国有战略投资者后，民企可以与被投资企业产生规模效应，合理运营资本、整合优化产业、升级业务布局，促进企业的价值升值。具体而言，协同效应主要包括管理、经营和财务的相关协同三个方面。管理协同主要是指在获得了民营企业的股份后，国有战略投资者可以加入到民营上市企业的股东会或者治理层中去，他们可以参与到公司的日常管理中，做出一些重要的决策，通过分享自己企业成功的管理经验来提升被投资企业的管理水平。经营协同的具体体现主要是投资方和被投资方之间存在着资源的互补性，进而达到规模经济的目的，它们可以通过各方面的交流来提高被投资单位的议价能力和定价能力，改善公司的运营环境；财务协同主要是指民营企业引入国有资本后，民营企业会获得大量资本，缓解企业流动性危机，对于民企而言，引入国有战略投资者还能够让它以较低的成本获得更多的信贷资金。

## 3 东方园林引入国有战略投资者的历程及动因分析

### 3.1 公司简介

北京东方园林环境股份有限公司（股票代码：002310）成立于1992年，于2009年上市。东方园林主要聚焦生态、环保及循环经济三大核心业务，近几年，在规划设计、工程建设、投资运营、技术研究等方面，已经形成了一个完整的生态环境价值链。其中环保业务占其主营业务收入的64.57%。公司以环境治理、土壤和矿山修复、危废和固废处理等方式，实现了工业园区的循环经济，实现了生态环境的改善，促进了产业的升级，并带动了当地的就业，并在2019年成为北京市朝阳区国资委控股的首家A股上市公司。

自2014年起，伴随着PPP业务的迅速发展，东方园林也开始向PPP项目管理模式转变，到2017年，公司的营收增加至152亿元，增幅为225%。同时，因为参与PPP项目所需的前期投入多，资金需求大，为了筹集大量资金，东方园林资产负债率也一路攀升至2017年的67.62%。但是，由于政府对债务进行了严格的管理，很多PPP项目出现了结算困难和应收账款回收期延长等一系列问题。由于项目资金回收期延长，加之发债不顺，东方园林落入无法偿付巨额到期债务的窘境。尽管公司采取了债转股、引入战略投资者等多种措施，但也只解决了部分资金问题，东方园林依然面临融资难、现金流紧张的问题。

### 3.2 东方园林引入国有战略投资者的历程

东方园林至今两次引入国有战略投资进行混改，先后引进了盈润汇民和朝汇鑫两位国有股东。2018年，东方园林实际控制人以股份转让方式引入第一位国有股东盈润汇民；2019年，东方园林再次引入第二位国有股东朝汇鑫。

#### 3.2.1 第一次引入盈润汇民

##### （1）盈润汇民概况

北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）（以下简称盈润汇民）成立于2016年10月20日，注册资本20亿人民币，由北京朝投发投资管理有限公司负

责管理,是北京市朝阳区国有资本经营管理中心通过旗下母基金出资参与的基金主体,它的业务主要是投资咨询和股权管理等,北京市朝阳区国有资本经营管理中心成立于 2009 年 5 月 27 日,注册资本为 100 亿人民币,是北京市朝阳区国有资产监督管理委员会下属企业,其经营范围包括资产管理、投资及投资管理等。朝阳国资委此次入股东方园林,也是对东方园林实力的认可,相信其今后会继续稳步发展,朝阳国资委也承诺会给东方园林提供资金和融资支持,帮助其度过财务危机,还会帮助企业改善公司的治理结构,促进其稳步发展。

## (2) 引入盈润汇民过程

东方园林在 2018 年 11 月 2 日早上发布公告称,公司控股股东唐凯先生、何巧女女士与盈润汇民就引入国有战略投资者事项达成共识,已于 11 月 1 日签署了《股权转让框架协议》。协议的主要内容为东方园林拟引入盈润汇民做为战略投资者,受让公司不超过总股本 5%的股份。

2018 年 12 月 9 日,东方园林称唐凯先生、何巧女女士已与盈润汇民正式签署《股份转让协议》,协议约定唐凯先生将其持有的 51,337,383 股份以及何巧女的 82,935,718 股份转让给盈润汇民,共计 1.34273101 亿股股份,此部分股权共计 5%,共计资金 10.14 亿元,根据上述《股份转让协议》,在标的股份转让至盈润汇民名下之日起 22 个月期满后 20 个交易日内,出让方可按本次转让价格回购此次转让标的股份的 40%,若未按时回购,受让方将自行处置上述股份。协议的最后还明确提出该转让资金主要用于东方园林的日常经营等。

股权变更之前,何巧女和唐凯分别持有东方园林的股份 41.47%和 7.65%。交易完成后,何巧女所持股权为 38.39%,唐凯所持股权为 5.74%,盈润汇民所持股权为 5.00%,公司实际控制人还是何巧女和唐凯,并未发生变化。第一次引入国有战略投资者后东方园林的股权结构图如图 3.1 所示。

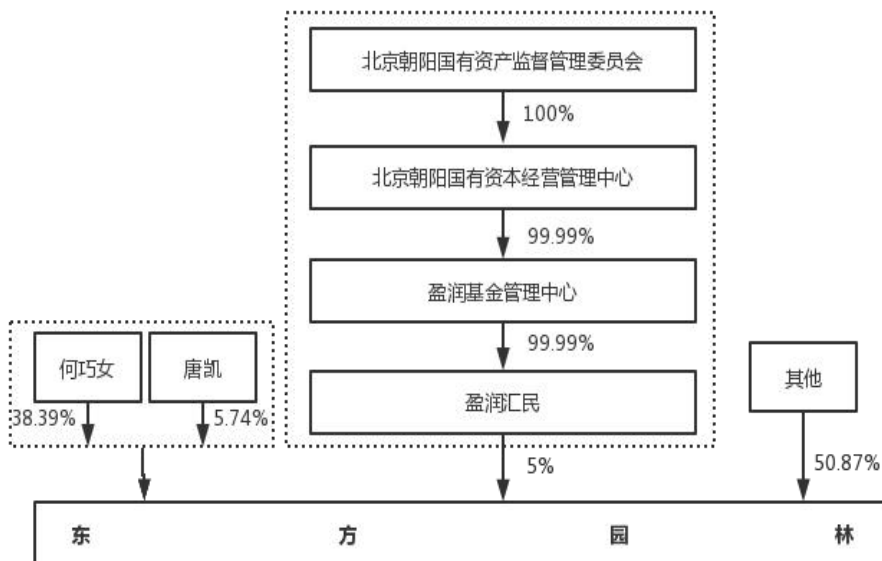


图 3.1 东方园林第一次引入国有战略投资者后的股权结构图

### 3.2.2 第二次引入朝汇鑫

#### (1) 朝汇鑫概况

北京朝汇鑫企业管理有限公司(以下简称朝汇鑫)于2019年7月23日成立,公司法定代表人为王岩,注册资本为1.5亿元,公司主要从事企业管理和企业管理咨询等,朝汇鑫也是朝阳国资委的全资子公司,因此与盈润汇民是一致行动人。

#### (2) 引入朝汇鑫过程

2019年5月11日,在回复年报问询函中,东方园林表示,公司引入盈润汇民作为战略投资者,主要为了帮助公司提高征信等级,改善筹融资环境,以及补充流动性资金等,东方园林还表示后续还将继续引入战略股股东。

东方园林在2019年8月5日晚称,唐凯先生、何巧女女士已与朝汇鑫达成两份协议,一份为股份转让协议,另一份为表决权委托协议。根据股份转让协议可知,控股股东何巧女女士以5.90元/股的转让价格转让股份134,273,101股给朝汇鑫,共计价款792211295.9元,共计总股本的5%;此外,还承诺将其持有的16.8%表决权委托予朝汇鑫。在这份股份转让协议中,东方园林需要将朝汇鑫提名的6名董事和2名监事吸纳进入公司高层,除此之外,还应聘任朝汇鑫推荐的人员担任其高管人员,监督董事会选举朝汇鑫提名的董事担任目标公司董事

长。

此次股权变更后，何巧女和唐凯分别拥有东方园林 33.39%和 5.74%的股权，朝阳国资委最终拥有东方园林 10%的股份及 26.8%的表决权。至此，公司实际控制人变更成为朝阳国资委。第二次引入国有战略投资者后东方园林的股权结构图和表决权委托前后表决权权益变动情况如图 3.2 和表 3.3 所示

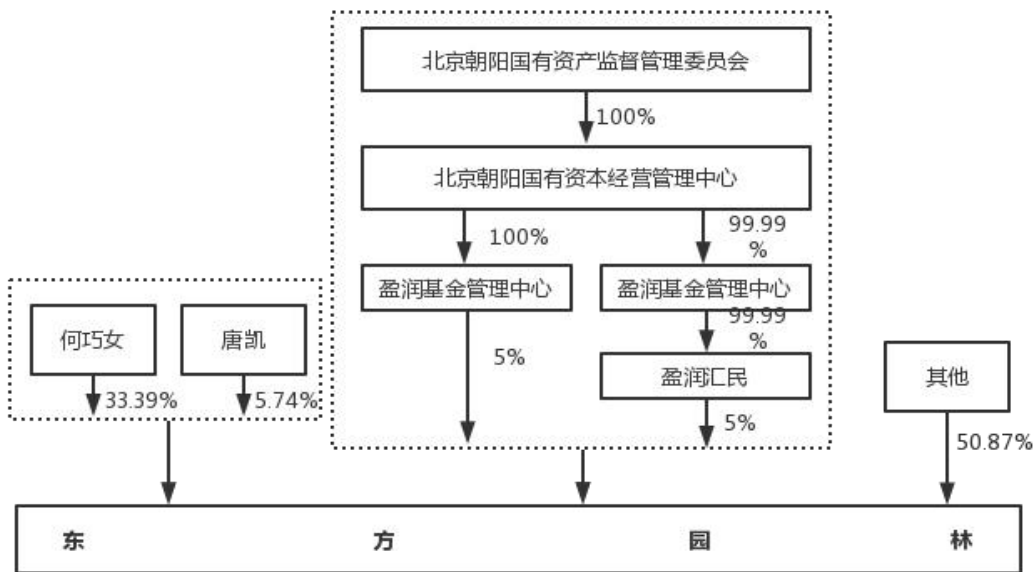


图 3.2 东方园林第二次引入国有战略投资者后的股权结构图

表 3.1 表决权委托前后表决权权益变动情况

股东	持股比例 (%)	委托前表决权比例 (%)	委托后表决权比例 (%)
张巧女	33.39	33.39	16.59
朝汇鑫 (委托人)	5	5	21.8
盈润汇民	5	5	5
唐凯	5.74	5.7	5.74
其他股东	50.87	50.8	50.87
总股本	100	100	100

资料来源：东方园林 2018 年-2019 年年度财务报告

### 3.3 东方园林引入国有战略投资者的动因

#### 3.3.1 宏观因素

##### (1) PPP 项目监管收紧

为了加强对我国基础设施行业的建设，在 2015 年，国家对 PPP 模式进行了全面的推广，政策的红利带动了一大帮环保企业参与 PPP 模式的项目。由于政府对环境保护的重视，环保企业也不断地调整自己的经营方式，将目光投向了环境保护项目的 PPP 模式。东方园林也于 2015 年向 PPP 投资模式转型，在 PPP 快速发展的带动下，其经营业绩节节攀升，市值高达 600 亿元，其控股股东何巧女更是有“PPP 皇后”之称。但在 2017 年 11 月上旬，为了减轻其债务负担、控制 PPP 项目风险，政府相继发出了各类 PPP 项目管控文件，这些文件的发出，标志着 PPP 项目进入下行期，在此期间，环保企业也相继“爆雷”，主要因为 PPP 项目前期投入成本多，项目回报周期长，许多公司还有大量存量 PPP 项目尚未实施，已经投入的项目难以收回成本，优质的项目资源也相继变少，公司剩余的 PPP 项目也将面临着清零的局面。在 2018 年，东方园林连续拿下了 10 个大型 PPP 项目，但由于 PPP 项目监管的收紧，公司在当年的应收款项一度达到了 102.96 亿元的高额数值，同样在那年，公司的总债务猛增到 291.84 亿元。为了解决债务困境，东方园林决定发行公司债券，但效果并不理想，公司股价也随之一落千丈，在短短的数月时间内，东方园林的市值就蒸发了 320 亿元。为挽救自身，东方园林迫切需要获得外部帮助来抵御危机。

##### (2) 金融“去杠杆”引发债务危机

自 2014 年开始，我国经济增长速度开始减缓，同时，货币政策更加宽松，金融自由度也在不断提高，这导致了环保行业的杠杆率有了很大的提高。而从 2018 年开始，国家为了稳定市场经济和防范金融风险，开始在“金融去杠杆”上发力，而在此过程中，股票市场、债市市场和货币市场都出现了剧烈的震荡。民营企业的融资环境受到挤压，融资成本增加，公司原有的资本金和为开展项目而进行的贷款都受到了影响，不到半年的时间里，环保企业陆续出现了财务危机。国有资本的背后是国家的支持，资金雄厚、资源众多、融资便利都是国企亮眼的标签。正是在这样的情况下，从 2018 年开始，在环保领域中，出现了一大批民

营上市公司引入国有战略投资者来帮助其解决经营困境。所以，向外界寻求援助，引进国有战略投资者，是东方园林应对去杠杆政策的积极反应。

### （3）混改政策持续推动

2013年，在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中，国务院对混合所有制进行了介绍，明确了混合所有制是不同所有者资本的交叉持股和相互融合，混合所有制经济有利于不同形式的资本发挥优势，还对各种所有制资本进行了有益的补充，对不同所有制的企业的共同发展起到了积极的作用。随着政策的逐步颁布，混合所有制的逐步发展，越来越多的企业参与了混合所有制改革。但此时的混合所有制改革主要以国有企业为主体，吸引非国有资本的进入。

2015年国务院在《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中指出，“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业，与非国有企业进行战略合作、股权融合、资源整合，发展混合所有制经济”。此文件的颁布证明了国家不仅要鼓励国有企业引入民营资本，也要鼓励民营企业引入国有资本。至此，国有资本参股非国有资本的混改模式逐渐增多。随着我国市场经济体制的逐步开放，为了获得政府的支持，许多民企向国有资本伸出了手。因此，国家利好政策混改政策的持续推动也是东方园林引入国有战略投资者的重要因素之一。

## 3.3.2 环保行业特殊性

### （1）政策依赖性强

对环行产业来说，它的发展需要与国家的政策有着密切的关系。污染防治是国家三大攻坚战中的一项，与人民的生存环境密切相关，在当前的全球经济形势下，特别是最近日本政府将核电厂的污水排放到海里的决定，让环境保护不再成为一个单纯的环保问题，而是已然到达政治高度。因此，政策依赖性强就要求环保企业必须紧跟环保政策的步伐，及时了解并推进国家在环保方面的决定。作为环保行业的龙头企业之一，东方园林引入国有战略投资者，使其拥有“政治名分”，就能和国家拥有更紧密的联系，也能及时的了解和应对一系列环保政策。

### （2）公益性强

环保行业是一种公益性的产业，在这个行业里，项目的获得是按照地方政府发出的招标计划来进行的，而招标计划则按照地方的环境状况来确定，这个产业

的客户资源大部分都来自于政府，并且由政府出资承担项目的费用。因此，在环境保护领域，政府议价能力将直接影响到环保行业的盈利水平。与其它产业相比，环保行业更多地受着政府项目的影 响，这就需要环保公司在特定的条件下，不能只追求利润。东方园林作为一家民营企业，盈利动机强烈，难以长久地介入到环境保护产业中去。但如果你拥有一个国企身份，那你就不能只为了企业利润，你还得与国家的公益事业相挂钩，承担更多的社会责任。东方园林引入国有战略投资者后，有了国企的血液，能更自觉地参与环保公益事业，也能更好的在环保行业发挥其价值，促进环保行业的持续健康发展。

### (3) 资金回报周期长

和基建一样，环保行业也是需要资金的。环保产业的项目规模巨大，前期需要的投资金额高达几十亿元，并且，项目的建设周期也很长，需要公司把大部分资本长期投入到项目中去，这就导致了公司投入的资金的回报周期也会比较长。这一特性决定了环保行业必须拥有雄厚的财力支持，并有能力进行项目的运作。对于民营企业来说，其生存环境就决定了资本调动的不稳定性，但国资是国企的最终控制方，其与政府、银行间有着紧密的“血缘”关系，引入国有战略投资者能充分利用这种血缘关系，提升信用等级，降低融资成本。因此，环保行业的投资属性加上国有企业的“政治背景”将会更好地契合。

## 3.3.3 公司发展要求

### (1) 获得发展资金，解决流动性危机

表 3.2 东方园林 2016-2018 年 PPP 项目资金需求情况

年份	PPP 项目中标金额 (亿元)	需要项目资本金 (亿元)	公司现金净流量 (亿元)
2016	416	83.2	15.6
2017	715	143	29.2
2018	408	81.6	0.5

资料来源：东方园林 2016 年-2018 年年报

作为最早一批参与 PPP 项目的民营企业，东方园林在 2009 年上市，主要专注于环保业务和园林设计。得益于 PPP 的政策红利，从 2015 年起，东方园林 PPP



项目的总订单量持续增加。从上表可以看出，在 2016-2018 年度，东方园林分别获得了 PPP 项目 416 亿元的中标、715 亿元的中标和 408 亿元的中标。但是，根据财政部的要求，PPP 项目竞标所需的社会资本至少要占到项目金的 20%。例如，在 2016 年度，以 416 亿元来估算，东方园林所需资金将达到 83.2 亿元。但是，在 2016 年，公司的经营活动现金净流量只有 15.6 亿元，这意味着，公司如果想要维持 PPP 项目正常的运作，就必须依靠持续的融资来维持自己的生存。

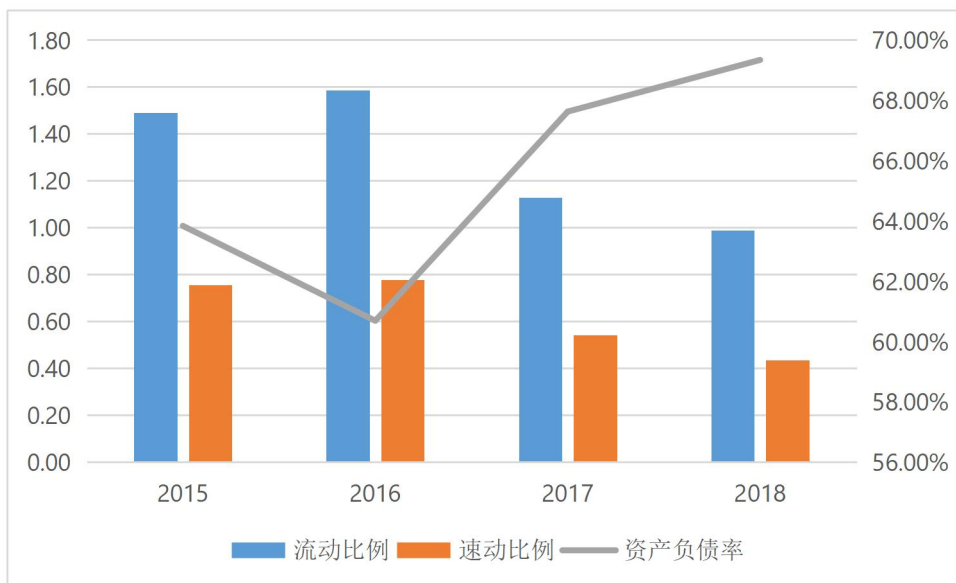


图 3.3 东方园林 2017-2021 年偿债能力变化

为了保证 PPP 项目顺利进行，公司采用各种手段进行融资，在高杠杆的路上越走越远。一般而言，公司流动和速动比率可以用来衡量企业的偿债能力，流动比率处于 2，速动比率处于 1 为正常值，但由图 3.3 可知，东方园林的流动比率一直在 2 以下，速动比率在 1 以下的水平，且流动比率和速动比率一直处于下降态势，到 2018 年其流动比率和速动比率下降到了 0.99 和 0.43。相较于 2015 年的 112 亿元，公司在 2018 年负债总额达到了 145 亿元，增幅达到 30%，资产负债率也一路飙升至 2018 年的 70%，这说明公司近年来短期偿债能力极弱。因为前期支付了巨额的款项，加上项目竣工时间太长，东方园林的资金链出现巨大的问题，在 2018 年，公司连续出现了项目违约、拖欠员工工资等情况，同期，公司股票下跌了 60% 以上，市值损失了近 300 亿人民币。在这种情况下，东方园林资金链断裂，面临巨大的流动性危机，因此急需寻找外部帮助，获得大量发展资金来帮助企业成功渡过此次难关。

## (2) 提高融资能力，实现“双主业”战略落地

表 3.3 东方园林历年融资统计

类型	数额（元）	占比（%）
融资总额	27307775403	100
外部融资	20889587344	76
股权融资	4338716906	16
债权融资	16550870438	60
内源融资	6418188059	24

资料来源：东方园林年报

近年来，随着公司的快速发展，公司采取了股权和债券融资方式去募集资金。根据公司过去几年的融资数据，我们可以发现，东方园林主要依靠的是外部融资，而且在这种融资模式之下，债务融资的数量要比股票融资多三倍以上。此外，公司很少利用内部资金来进行融资，外部融资的方式让企业承担了更多的融资成本，增加了很多的带息负债。但如果引入国有战略投资者，将会获得紧密的政治关联，能够提升企业的信用等级，用更少的成本去获得更多的融资。

我国经济迅速发展，但随之生态环境问题也越来越严重，国家在环境治理方面也加大了力度，生态环境部发布一系列管理制度，东方园林在水环境治理和工业危废处置领域拥有众多核心技术，这些技术使其在环保行业里拥有较强的竞争力。如此一来，政策利好和自身优势给企业带来了巨大的市场机会。但推动水环境治理和工业危废处置双主业落地需要大量资金支持。因此，东方园林引入国有战略投资者改变其自身的融资环境，增强融资能力，最终帮助公司加快推进水环境治理和工业危废双主业等战略落地，使公司环保板块更加稳定。

## (3) 借鉴管理经验，提高治理能力

公司成立之初，东方园林在其创始人何巧女、唐凯的带领下屡创辉煌业绩，但随着企业的逐步扩张，各方利益相关者也逐渐增多。在这种情况下，如果大股东和其他利益相关者产生矛盾，而这种矛盾未能得到有效解决，且大股东未能被有效监督的时候，他们就会通过一系列方式将危害转嫁给小股东，大股东操纵着管理层，在企业里发挥着至关重要，如果大股东不能很好地发挥自己的作用，那么，东方园林就会遭受巨大的损失。选择引入国有战略投资者的方式，能提高公司管理和治理能力。首先，东方园林的经营效率如果得到提升，那么其战略投

投资者也能带来收益回报。所以，国有企业为了追求收益最大化，通常会向被投资者的董事会派遣董事，让这些人参与到企业的经营活动和决策中，强化对企业的监督和控制，让其内部组织形成一个多方制衡的局面，通过制衡还会帮助中小股东减少自身利益侵害。其次，国有企业的制度和体系更加完善，东方园林引入国有战略投资者可以改善其管理体系，增加制度灵活性。另外，引入国有战略投资者后，东方园林会提高异质性股权制衡度，推进股权多元化发展，提高公司治理能力。因此，提升公司管理能力、改善公司治理结构也是东方园林决定引入国有战略投资者的原因之一。

## 4 东方园林引入国有战略投资者的效果分析

### 4.1 治理效果分析

#### 4.1.1 股权集中度

Hansen (1999) 采用前十大股东持股比例平方和作为衡量股权集中度的指标, 该比例平方和越大代表股权集中度越高, 也就是大股东绝对控股优势越显著。一般来说, 该平方和小于 0.25, 则说明股权分散比较明显, 也说明前十大股东的持股比例相对来说较为均衡。如图 4.1 所示, 东方园林的前十大股东持股比例平方和一直小于 0.25, 说明东方园林的前十大股东持股相对比较均衡。2018 年引入国有战略投资者后, 该指标同比下降 0.02, 此后 2019 年再次引入朝汇鑫, 该数值又大幅下降了 0.04。由此可见, 东方园林在两次引入国有战略投资者后股权分散程度更为显著。

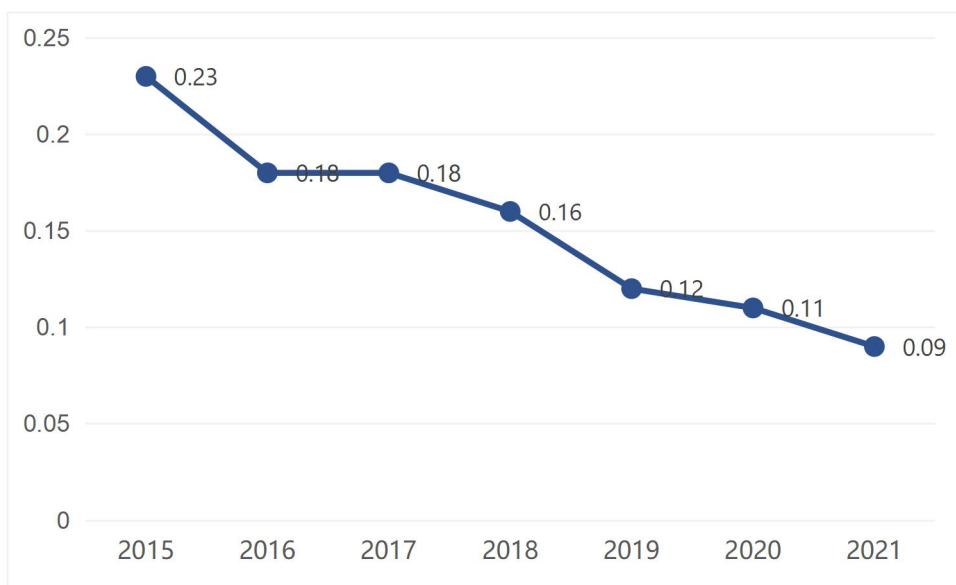


图 4.1 2015 年-2021 年东方园林股权集中度

### 4.1.2 异质性股权制衡度

异质性股权制衡度一般用国有股东比例与非国有股东比例之差的绝对值来衡量，此差值越小，说明企业的制衡能力越强，绝对值越大，则说明制衡能力越差。如图 4.2 所示，东方园林 2018 年第一次引入国有战略投资者后，国有股东持有 5% 的股份，其他非国有股东则持有 95% 的股份，这时其异质性股权制衡度为 90%。东方园林在 2019 年第二次引入国有战略投资者后，朝汇鑫持股 5%，国有股东持股比例进一步上升，国有股东一共有 10% 的股份，而其他非国有股东持股则降至 90%，至此东方园林异质性股权制衡度为 80%。由此可见，通过两次引入国有资本，东方园林的异质性股权制衡度持续下降，股权制衡能力逐步增强。

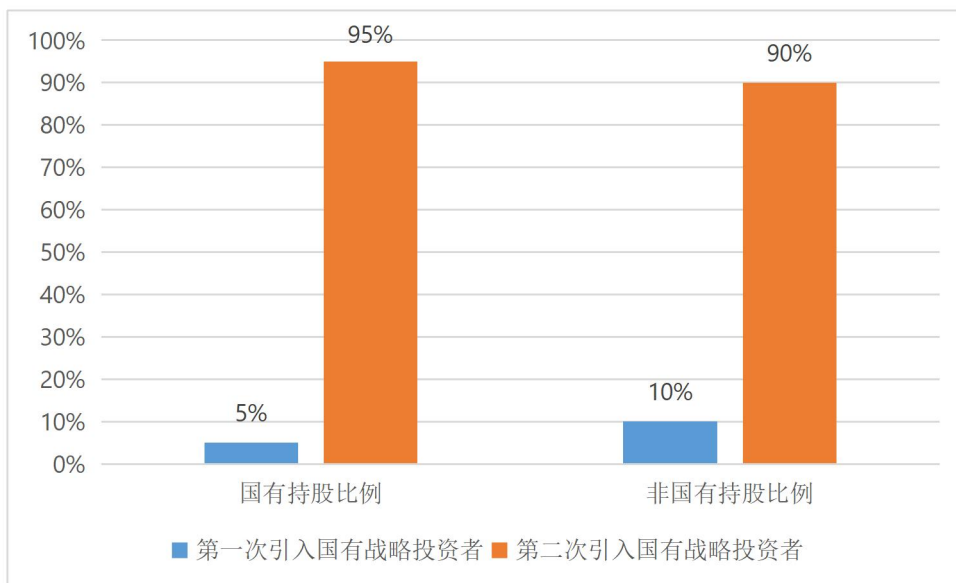


图 4.2 东方园林异质性股权制衡度

### 4.1.3 代理成本

公司的使用权与所有权的分离会产生一种委托代理关系，而在这个委托代理关系中，会产生代理成本。因为信息不对称，所以股东们不能了解管理者是否是为了实现他们的利益最大化而付出自己的劳动，或者说管理层只是为了获得一个

平稳的的投资收益率而未付出更多的努力；股东不参与生产经营，因此也无法知道经理人是否将资金用于有益的投资，因此代理成本的分析对于公司的治理能力非常重要。从投入的角度来看，管理费用率可以直接地反映出公司在日常运营中所产生的代理成本，该指标主要考察公司高管的在职消费情况，管理费用率越高，说明公司在在职消费越严重。从产出的角度来看，资产利用率可以体现出企业管理层对公司资产进行运营管理时的效率情况，如果资产利用率较高，则说明管理层对公司资产管理得当。

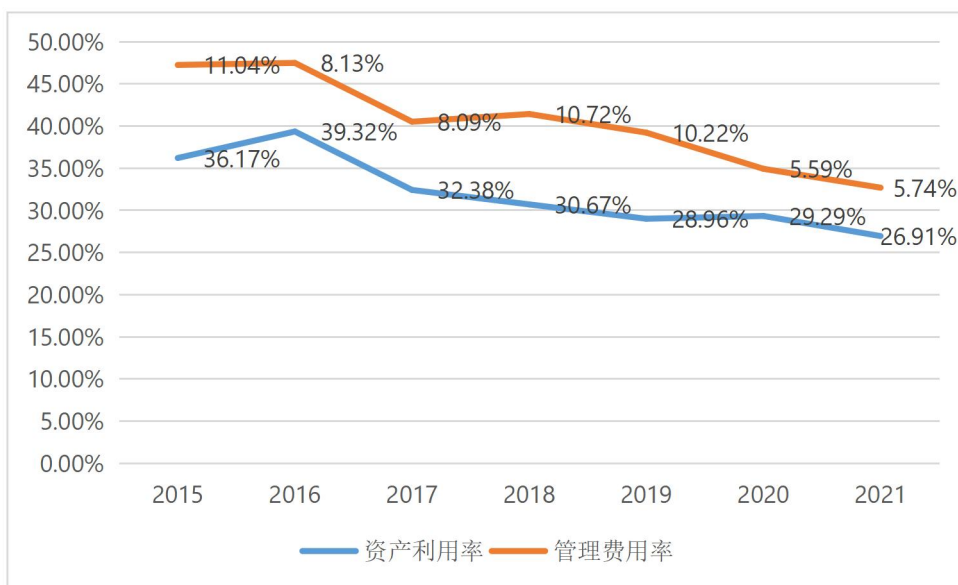


图 4.3 2015-2021 年东方园林资产利用率和管理费用率

如图 4.3 所示，2015 年至 2021 年间，东方园林的资产利用率变化较为平缓，无大幅增加或减少，管理费用率逐年下降，表明在两次引入国有战略投资者后，东方园林在企业经营过程中发生高管在职消费程度有所下降，公司治理得到一定程度改善。同时，虽然东方园林的资产利用率呈逐年下降趋势，但是从图中数据可以发现，该指标下降逐渐缓慢，特别是在引入国有战略投资者后的 2019 年。由此看来，东方园林引入朝阳国资委减少了管理层的过度在职消费、投资不当等行为，降低了代理成本，提高了治理能力。

## 4.2 市场效果分析

### 4.2.1 确定事件窗口期

事件日就是指某一具体事件发生或信息披露的时间点。而事件窗(Windows)就是通过确定事件发生前后的一段时间用以分析该事件对公司股价的影响。一般将第0期作为信息或者事件宣告日,前一个日期为第-1期,后一个日期为+1期,以此类推。

2018年12月10日,东方园林发布公告称唐凯先生和何巧女女士已签署股权转让协议,这标志着东方园林引入了北京市盈润汇民基金作为其战略股东,事件发生日是东方园林发布公告的当天,因此本文选择12月10日作为东方园林第一次引入国有战略投资者零时刻;东方园林在2019年8月5日发布公告称引入了北京朝汇鑫企业管理有限公司,同理可得,本文将选取2019年8月5日作为东方园林第二次引入国有战略投资者的事件零时刻。

以上两次事件窗口期均选取事件发生日的前后15个交易日,即{-15, 15},则第一次引入国有战略投资者窗口期为2018年11月25日至2018年12月25日,第二次引入战略投资者窗口期为2019年7月21日至2019年8月20日;清洁剂样本主要选取事件期前{-135, -16},共计120天。

### 4.2.2 窗口期内累计超额收益率

正常收益率是指事件并未发生时公司应该获得的正常预期收益率,本文选取CAPM模型作为预期收益的估计模型,计算公式如下:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中 $R_{i,t}$ 和 $R_{m,t}$ 表示的是特定t日的个股收益率及市场收益率,因为东方园林在深圳证券交易所引入国有战略投资者,因此本文选取深圳综指作为本次模型中股票的市场收益率,即将东方园林股价日收益率作为个股收益率,通过查阅年报和大量资料,对获得的大量数据进行回归分析,确定东方园林第一次引入国有战略投资者的回归方程如下:

$$R_{i,t} = -0.0068695 + 1.234481R_{m,t}$$

获得东方园林的预期收益率回归方程后，便确定窗口期内的超额收益率。计算公式如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t}$$

即

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (-0.0068695 + 1.234481R_{m,t})$$

由上可得东方园林第二次引入国有战略投资者的个股超额收益率为：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (-0.0023398 + 1.173847 R_{m,t})$$

### 4.2.3 短期市场效果评价

为了更好地观察东方园林两次引入国有战略投资者市场效果的变化情况，判断市场投资者对东方园林引入国有战略投资者的态度，本文将两次引入国有战略投资者的超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR）通过 4.4 和 4.5 两个折线图来展现。

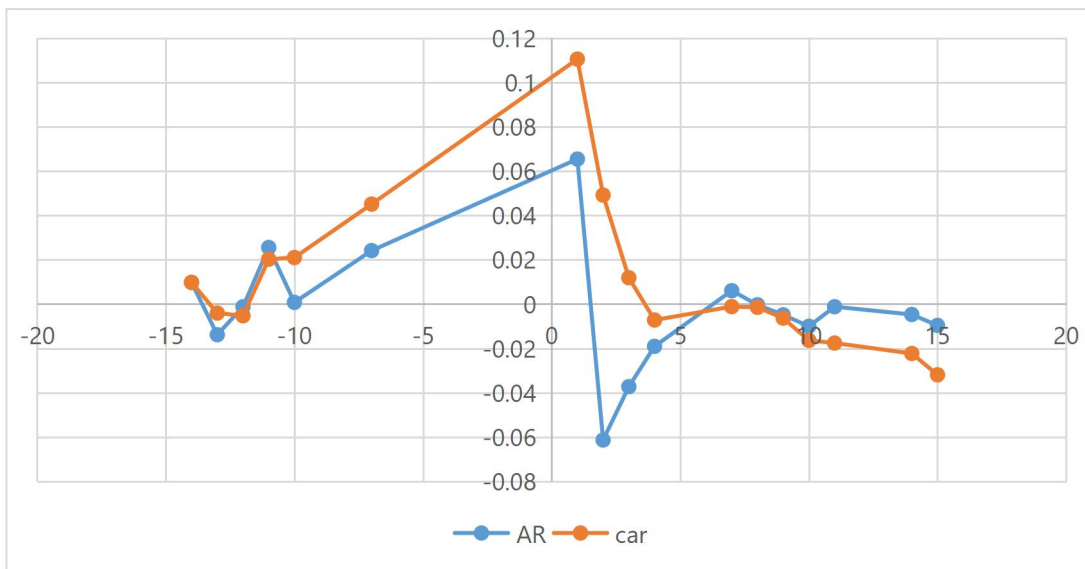


图 4.4 东方园林第一次引入国有战略投资者的 AR 和 CAR



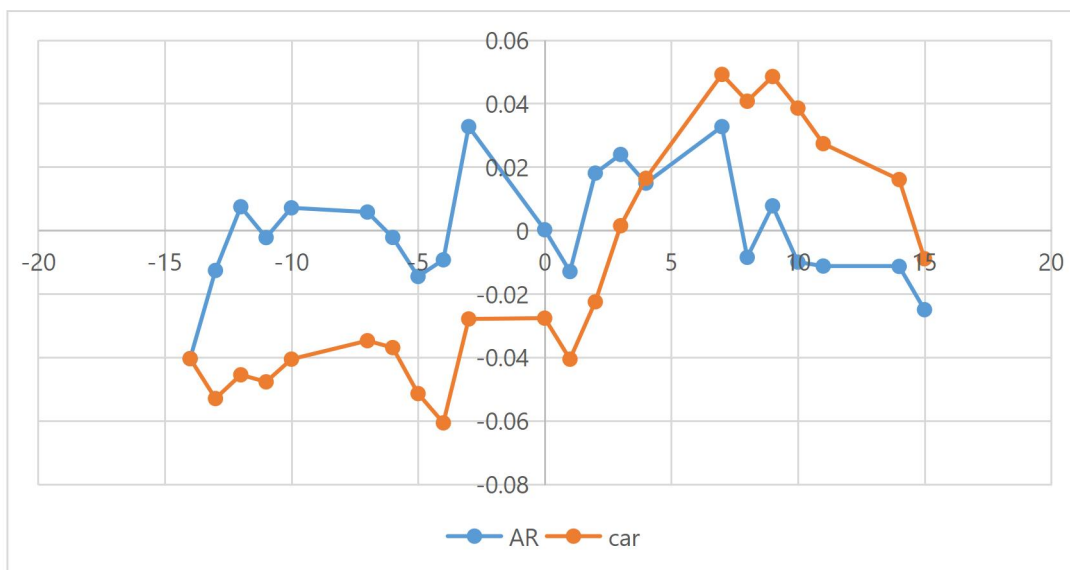


图 4.5 东方园林第二次引入国有战略投资者的 AR 和 CAR

如图 4.4 所示，第一次引入国有战略投资者零时刻前，东方园林的累计超额收益率一直处于波动上升态势，且该值大部分时间大于 0，零时刻后，该值出现了一个较大幅度的下跌，一直在 0 以下徘徊，可以明显看出，公司在引入国有战略投资者事件之后的累计超额收益率总体要低于事件发生前。我们会大致认为东方园林第一次引入国有战略投资者对公司的短期绩效并未产生积极影响。如图 4.5 所示，第二次引入国有战略投资者的累计超额收益率在零时刻后呈波动上升状态，在零时刻前，公司超额收益率小于 0，但在事件发生后，其超额收益率大幅上升，达到了 5% 的高值，给股东创造了超额收益。由此判断，东方园林第二次引入国有战略投资者对公司的短期绩效产生了积极影响，即从短期来看，本次引入国投活动是成功的。

综上所述，东方园林第一次引入国有战略投资者参与混改事件在市场反应上偏于消极，第二次引入则带来了良好的市场反应，提升了公司的短期绩效。第一次引入国有战略投资者的市场反应体现了投资者的理性态度，投资者会根据市场综合情况来做出判断。但随着第二次引入国有战略投资者力度的加深，理性的市场投资者会看到了公司的决心，从而更多的关注企业的实际行动和后续发展，因此，第二次引入国投的良好市场反应也是情理之中。

## 4.3 财务效果分析

### 4.3.1 盈利能力

#### (1) 净资产收益率分析 (ROE)

净资产收益率=净利润/平均净资产，该指标能更全面的评价公司的盈利能力。净资产收益率愈高，说明公司获利愈大，反之，说明公司获利愈小。

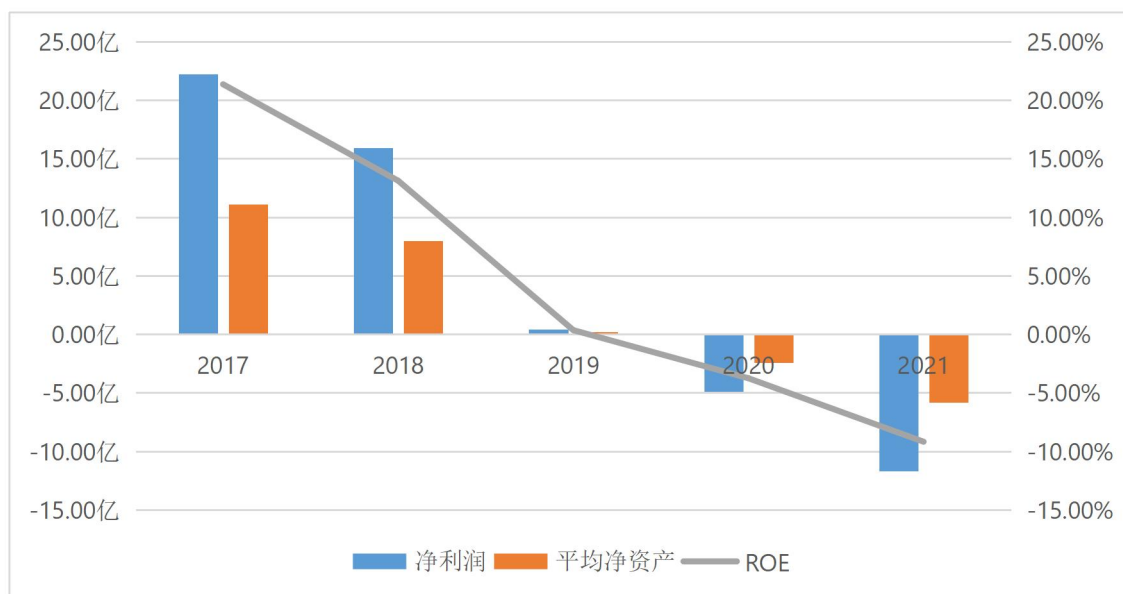


图 4.6 东方园林 2017-2021 年净资产收益率

表 4.1 东方园林与同行业公司净资产收益率对比表

	东方园林	三聚环保	启迪环境
2017	21.34%	31.13%	10.82%
2018	13.11%	5.45%	4.52%
2019	0.34%	1.07%	2.65%
2020	-3.77%	-12.82%	-8.77%
2021	-9.19%	0.61%	-33.85%

资料来源：新浪财经数据库

如图 4.6 所示，东方园林从 2017 年开始，其净利润、平均净资产和净资产收益率均持续下降，最终三个指标在 2020 年均降至负值，随后两年还在继续下降。但从表 4.1 看，和同行业的三聚环保和启迪环境的净资产收益率相对比后发

现，2017年后，随着市场竞争的加剧及环保行业经济下行趋势明显，三家公司整体净资产收益率均呈下降趋势且都达到负值。东方园林在2018年及2019年引入朝阳国资委后，下降趋势显著放缓，2019年8月公司易主国资后，在随后的2020年公司的净资产收益率虽处于负值，但却高于同行业的三聚环保和启迪环境。总的来说，东方园林引入国有战略投资者后，缓解了净资产收益率的大幅下降趋势，但也并未使其实现正增长，由此说明2019年引入国有战略投资者没有对东方园林的净资产收益率产生较大有利影响。

## (2) 销售净利率分析

销售净利率反映公司每一元的销售收入能够带来多少净利润，主要用来评价公司的盈利能力。该指标越高，则说明公司盈利能力越强；反之，则越弱。

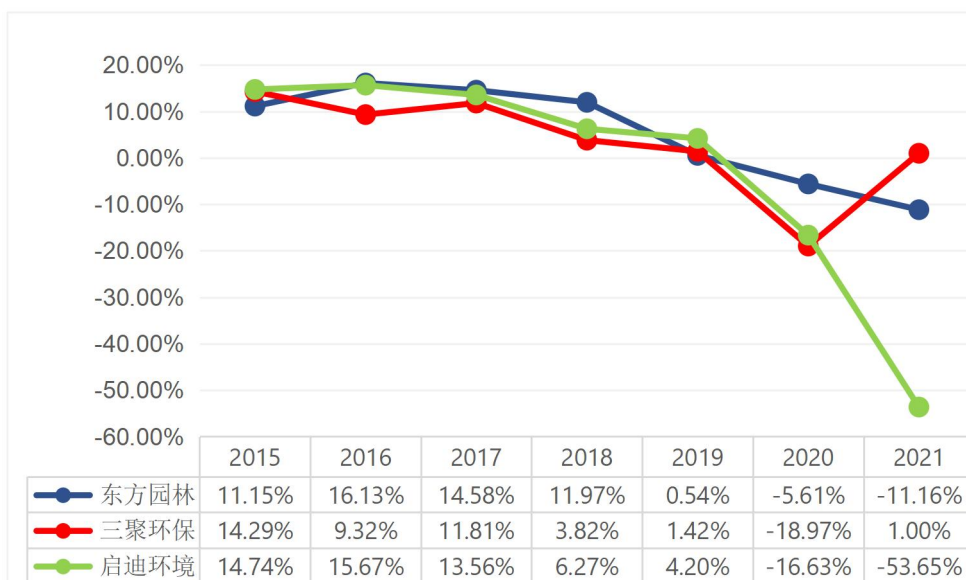


图 4.7 东方园林与同行业公司销售净利率对比图

由图 4.7 所示，2017 年以来，东方园林和同行业公司总资产周转率均处于下降趋势，但与三聚环保及启迪环境相比，东方园林总资产周转率呈现平稳发展态势，一直处于中间水平。2017 年行业总资产周转率下降，主要因为该年 11 月 PPP 政策收紧，销售收入减少，加之行业竞争越来越激烈，所以导致各公司利润减少，销售净利率下降。

东方园林在 2019 年完成引入国有战略投资者后，公司调整经营战略，砍减不良资产，发展优质业务，到 2020 年其销售净利率下降趋势显著放缓，销售收

入也开始缓步回升。综上所述，东方园林引入国有战略投资者对其销售净利率产生了有利影响，虽然销售净利率仍然处于负值，但东方园林历经多年发展，其核心竞争力仍然突出，随着战略不断地深入落地，东方园林销售净利率将会向善发展。

### 4.3.2 营运能力

#### (1) 总资产周转率分析

总资产周转率是企业一定时期(通常为一年)的销售收入占平均资产总额的百分比，是衡量企业投资规模与销售能力之间配比情况的指标，比率越高，说明企业营运能力越强。

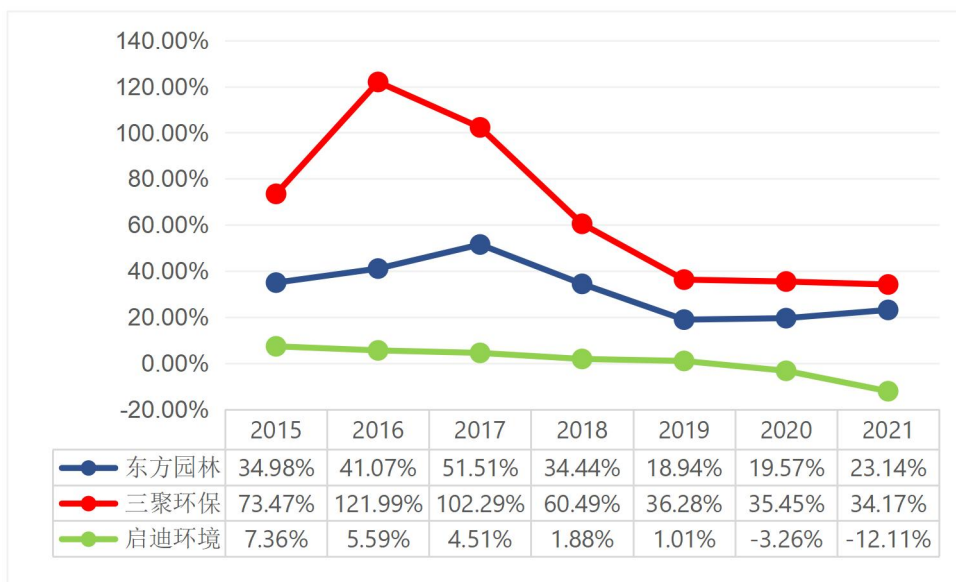


图 4.8 东方园林与同行业公司总资产周转率对比图

如 4.8 所示，从 2017 年开始，随着经营规模扩大，东方园林资产总额不断增加，但总资产周转率却在 2018 年和 2019 年呈下降态势，同年三聚环保和启迪环境的总资产周转率也处于下降趋势，但与这两家公司相比，东方园林总资产周转率一直处于中间水平，走势较为平稳。三家环保公司销售净利率在此时同时下降主要是因为 2017 年 11 月 PPP 政策缩紧，公司在之前大量承接 ppp 项目，

出现投资规模与销售水平不匹配现象,加之行业竞争越来越激烈,所以导致 2017 年开始总资产周转率持续走低,营业收入也持续下降。

2019 年引入国有战略投资者朝汇鑫后,东方园林开始转变经营战略,进行业务归核,主要聚焦于生态、环保和循环经济,在生态治理项目方面,东方园林也控制了规模,如加大 EPC 项目的占比、砍减处在支付能力较差领域的 PPP 项目。除此之外,公司还加大了应收账款回收力度,处理坏账,降低存货总资产规模,增加经营类资产规模的投入,以此实现水环境治理和工业危废双主业落地实行,因此,东方园林在引入国有战略投资者后,公司的总资产周转率开始呈现缓步上升趋势,且与三家公司中排名第一的三聚环保逐渐靠近。由此说明,东方园林引入国有战略投资者对东方园林的总资产周转率产生了有利影响,帮助公司提升了营运能力。

## (2) 应收账款周转率分析

应收账款周转率是指销售收入占平均应收账款余额的百分比,该指标是指应收账款在一定期间(通常为一年)内转化为现金的平均次数,主要用来衡量企业营运能力。作为环保上市公司,东方园林的经营性现金流极度依赖于客户(主要是地方政府)的回款速度,企业应收账款发生数额大,因此应收账款周转率可以作为衡量东方园林营运能力的重要指标。

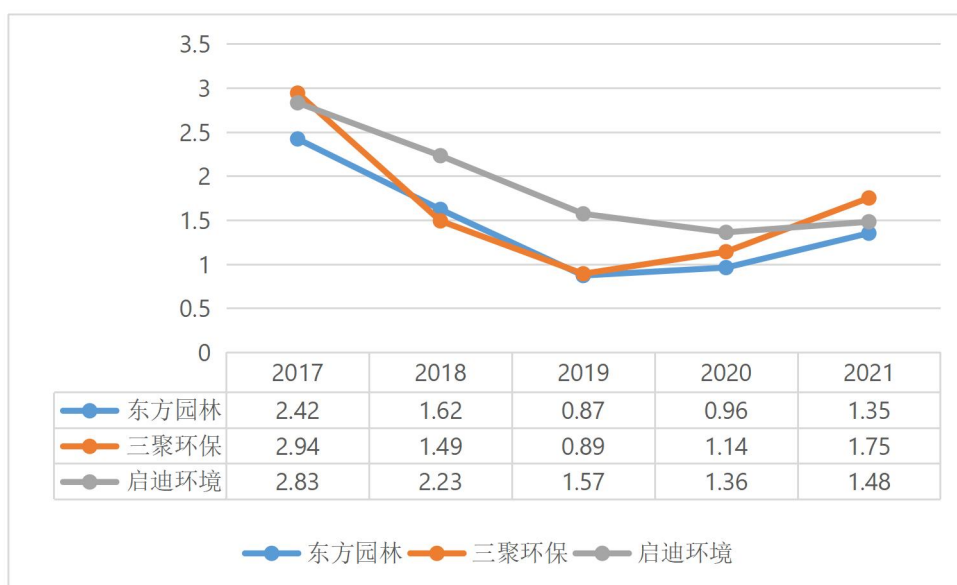


图 4.9 东方园林与同行业公司应收账款周转率对比图

如 4.9 所示，东方园林 2017 年-2019 年应收账款周转率逐年下降，下降至最低点 0.84 次后便开始缓步回升，最高到达 2.42 次。由数值看来，相较于三聚环保及启迪环境，东方园林的应收账款周转率一直处于较低水平，但三家公司总体变化趋势一致。2017 年后，受去杠杆金融政策的影响，环保行业营业利润总体下降，PPP 项目信贷周期变长，相应项目回款滞后。2019 东方园林引入国有战略投资者后，加强了应收账款管理和对风险的管控，使得应收账款周转率开始回升。综上分析，东方园林引入国有战略投资对应收账款周转有所激励，但还未达到预期效果。

### 4.3.3 偿债能力

#### (1) 权益乘数分析

权益乘数是资产总额与股东权益总额的比率。该指标是杜邦分析体系中衡量企业财务杠杆大小的重要指标，当资产总额一定时，该比率越大，负债就越多，财务风险也就愈高。

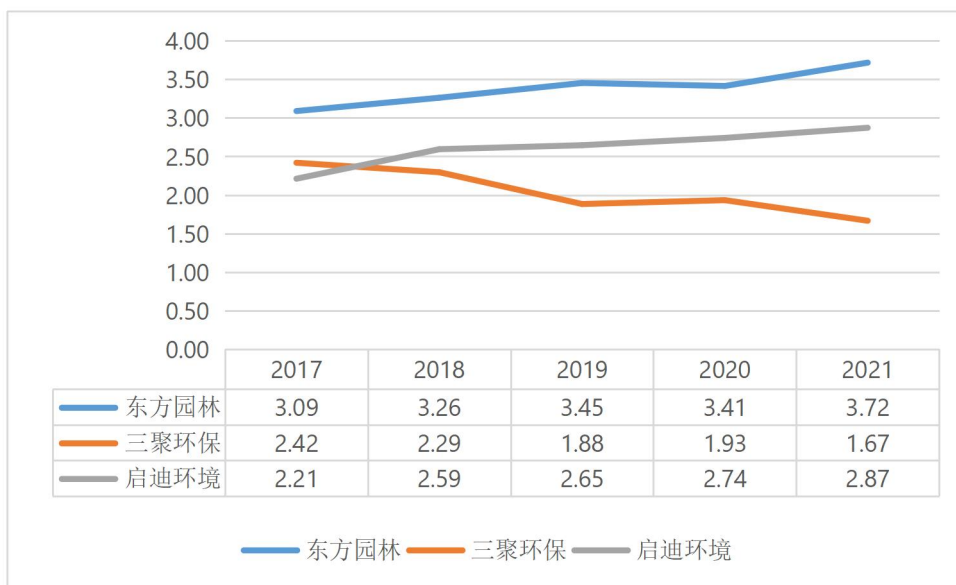


图 4.10 东方园林与同行业公司权益乘数对比图

由图 4.10 可知，从东方园林自身权益乘数来看，该指标在 2017 年至 2021 年间总体处于上升趋势，2020 年有小幅度的下降，之后便继续增加。相较于同行业的三聚环保和启迪环境来看，东方园林权益乘数一直处于较高数值。结合近

年来公司发展动向，发现东方园林的扩张步伐非常迅速，为了满足大量 PPP 项目的资金支持，公司采取发债和有息贷款等多种方式，如 2018 年 8 月，东方园林先后与各大银行达成合作，其中包括兴业银行的 40 亿授信额度、农银投资 10 亿元的“债转股”协议。这些举措短暂的缓解了东方园林的财务危机，但其副作用却更大，在回复年报问询函时，东方园林表示 2018 年下半年到 2019 年初的 6 个月内公司需要偿还大量有息负债，金额高达 69 亿元。东方园林的系列融资可能会带来一定程度的杠杆利益，但随之风险也会增加。2019 年公司引入国有战略投资者引入了资金，权益乘数有所下降，但此次下降只是昙花一现，并未根本解决公司的债务问题，2021 年后公司权益乘数又继续上涨。综上分析，东方园林引入国有战略投资者带来了权益乘数短暂的下降，但并无过大影响，公司债务风险依然显著。

## (2) 资产负债率分析

资产负债率是指总负债占总资产的百分比，该指标可以用来度量公司破产时对债权人权益的保障程度，是一种可以用来评估公司的负债水平、衡量经营者使用借款能力的综合指标。一般而言，企业资产负债率保持在 40%-60% 时，说明资本结构较为合理。

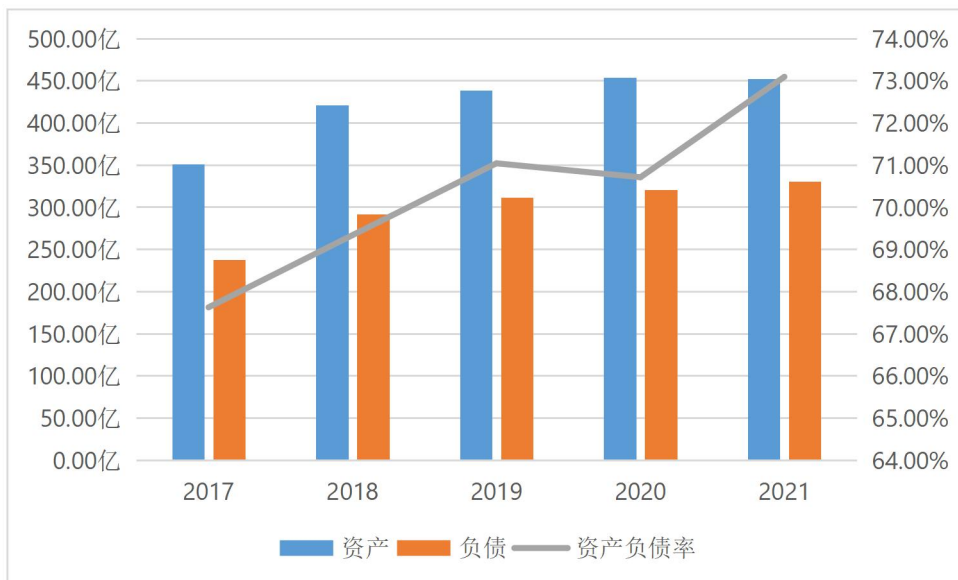


图 4.11 东方园林 2017-2021 年资产负债率

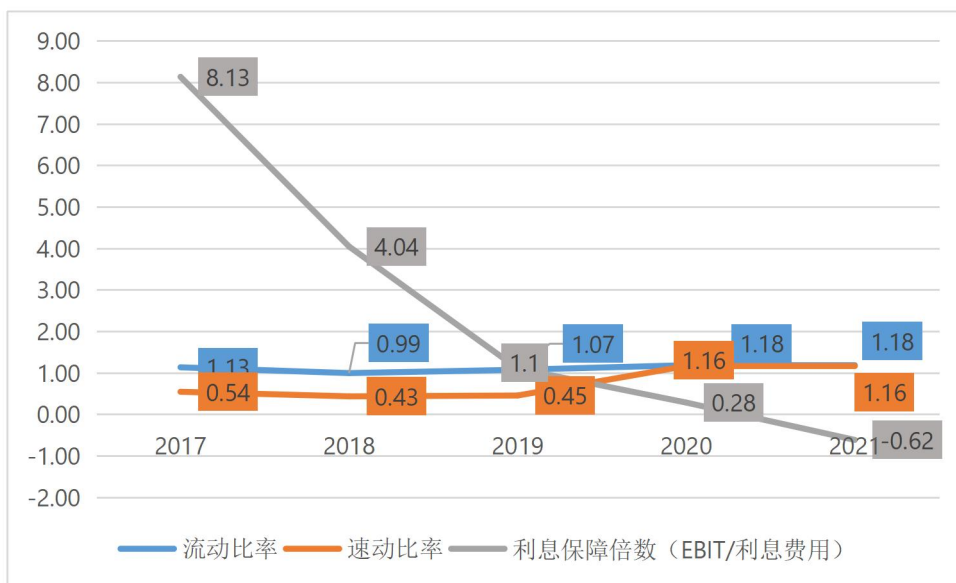


图 4.12 东方园林 2017-2021 年偿债能力指标

从 4.11 可以看出，东方园林资产负债率从 2017 年至 2021 年总体处于上升趋势，且该指标一直高于 60%，到 2021 年甚至到了 73% 的高值，公司 2019 年引入国有战略投资者后，给公司带来了现金流，缓解了流动性危机，但由于前期借款太多，负债压力太大，其资产负债率仍高居不下，财务费用也逐年增加，而在 2021 年，东方园林的利息支出高达 8 亿元，对盈利造成了很大的影响。高额的债务增加了该公司的财务风险。到 2021 年为止，公司短期债务及一年内到期的有息负债共达 90 亿元，而在同一时期，其财报上货币资金只有 9 亿元，由此看出，东方园林债务压力很大。由图 4.12 可以看出，在 2021 年，该公司的流动比率为 1.18，速动比率为 1.16，这表明该公司的短期偿债能力也很弱，2017 至 2019 年的利息保障倍数也大幅下降，也这说明东方园林的利息支付能力也越来越差。公司引入国有战略投资者后，资产负债率小有下降，流动比率和速动比率也有所提高，但下降幅度和上升幅度都不大。说明引入国有战略投资者只是给东方园林带来了短暂的有利影响，但从总体指标来看，并没有改善公司的资金链危机，公司偿债压力仍然巨大。

#### 4.3.4 发展能力

##### (1) 营业收入增长率分析

营业收入增长率=本年营业收入增加额/上年营业收入总额，该增长率越高，



说明企业的前景好，发展能力越强，反之，则越弱。

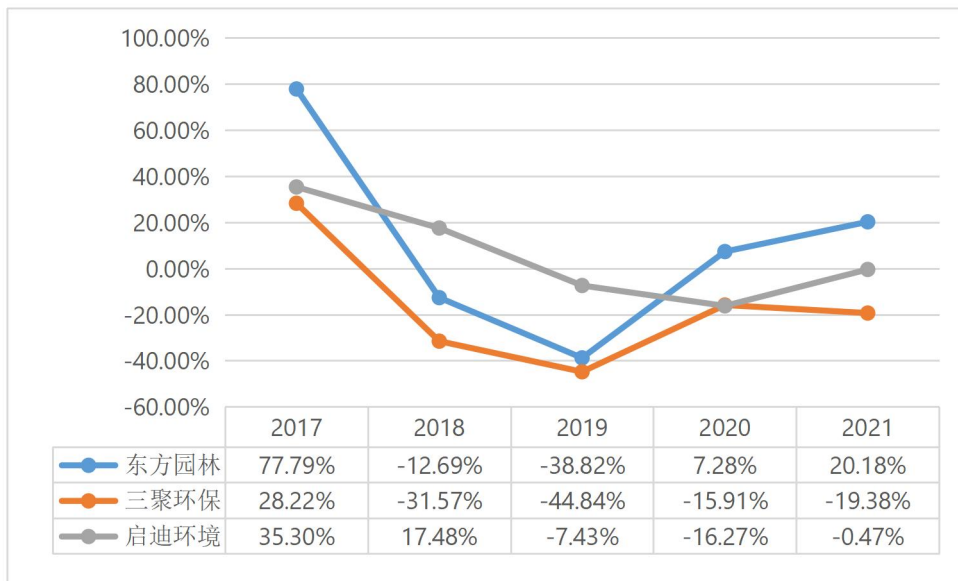


图 4.13 东方园林与同行业公司营业收入增长率对比图

由图 4.13 所示，东方园林借助 PPP 项目使得其营业收入在 2017 年达到顶点，营业收入增长率也在 2017 年高于同行业的三聚环保和启迪环境，但 2018 年受 PPP 政策退坡影响，公司爆发财务危机，营业收入出现负增长，直到 2019 年，成功引入国有战略投资者后，公司调整相关业务，紧紧把握住市场发展机遇，不断地开拓水环境综合治理业务，继续聚焦生态与环保的主业方向，同时，全力以赴发展循环经济，提高专业服务能力；公司还持续延伸着产业链，一方面有在对先进的规划运营理念进行利用，另一方面也有对核心技术应用进行运用，将生态、环保、循环经济三大业务板块相互绑定，形成一个业务体系，从而彼此关联相互协同发展，使公司的市占率不断提升，经过这些举措，公司营业收入又重新出现正增长，且持续高于同行业的三聚环保和启迪环境。综上分析，东方园林引入国有战略投资者对其营业收入增长率产生了较大有利影响。

(2) 净利润增长率分析

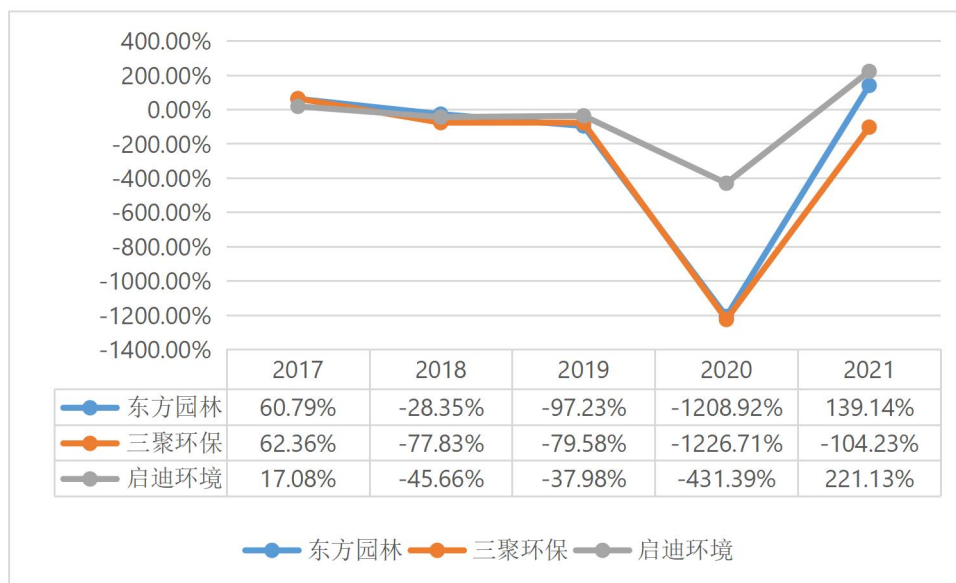


图 4.14 东方园林与同行业公司利润增长率对比图

由图 4.14 可知，东方园林和同行业公司三聚环保及启迪环境净利润从 2017 年均出现负增长，2019 年到 2020 年更是大幅下降，在此期间金融环境和行业政策变化，PPP 项目的紧缩、疫情的席卷使得环保行业业务无法很好开展。随后东方园林引入国有战略投资者后对经营战略进行调整，从 2018 年年末开始，公司就偿还了大量负债，还主动将一些融资比较困难的 PPP 项目关停并转卖，降低了项目的投资的速度，也降低了运营的支出。另外，一些正在运营的工厂面临技术整改，未产生盈利。在这种情况下，营业利润下降，各费用却在增加，这就导致 2019 年和 2020 年净利润呈大幅下降趋势，但随着工厂整改完成，东方园林转型的逐步完成，其 2021 年净利润增长率又大幅上涨，甚至超过了三聚环保。综上所述，东方园林引入国有战略投资者对净利润增长率产生了一定的有利影响。

### 4.3.5 EVA 值

#### (1) EVA 相关概念

早在 1990 年，美国知名顾问斯特恩·斯图尔特就提出并推行了“经济增加值”（EVA）理论，并被可口可乐、索尼等大型企业所采用。虽然才 20 多年的时间，但它已经得到了企业的普遍认可和使用。经济增加值理论的核心思想是在投资过程中投资者所承担的风险与其所能得到的回报相等。根据这个定义，我们可以发现，在 EVA 值大于零的时候，就意味着股东得到与之对应的投资者回报，

也说明管理者更好地履行了职责为股东创造了更多的价值；如果 EVA 值为零时，则表示管理者未能为企业创造多余的价值，股东得到的收益等于投入资本成本相；如果 EVA 值小于零时，则表示管理者在毁损投资者应获得的最低风险报酬在此时，股东获得的收益小于其投入的资本成本。

由于采用斯图尔特公司及学术界对 EVA 进行的分析，EVA 的调节及计算过于繁琐。为了便于运用，国务院国资委在 EVA 评估中采取了一种简单的方法。根据国家国资委的总体要求，EVA 值的计算应该从我国的实际情况入手，逐步向 EVA 的绩效评估系统过渡，使其能够平稳顺利地完成了从传统绩效评估向 EVA 绩效评估系统的转变。如图 4.15 所示，我国国资委对年度业绩的考核指标中，整体内容没有发生变化，只是将税后经营净资产收益率这一业绩考核指标更换为 EVA 考核指标，所占比例高达 40%。东方园林引入国有战略投资者后，朝阳国资委成为其实际控制人，因此 EVA 值的分析对于其绩效研究有着非常重要的作用。



图 4.15 国资委业绩考核指标

国资委明确规定，在业绩考核的早期，主要调整 5 个计算 EVA 的会计项目，也就是利息支出、在建工程、无息流动负债、研究开发费用、非经常性收益项目。另外，如果是我国国资委认可的特殊情况或者因为不可抗力而造成的企业项目调整，允许企业依据实际情况予以调整。

## (2) 东方园林 EVA 值计算及分析

### ① 税后净营业利润

根据调整，税后净营业利润 = 净利润 + (利息支出 + 研究开发费用 - 非经常性收益 × 50%) × (1 - 25%)。表 4.2 为东方园林税后净营业利润：

表 4.2 东方园林 2017-2021 年税后净营业利润

项目/万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
净利润	222062.6	159097.3	4411.2	-48917.0	-116980.8
加：利息支出	39851.6	68728.3	80267.7	80985.5	85065.3
加：研究开发费用	20411.2	36997.2	23244.9	18792.8	17007.0
所得税税率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
减：非经常性收益	138.1	739.8	3950.1	2487.9	618.2
税后净营业利润	273227.3	248649.6	90718.2	34837.1	-30482.1

资料来源：东方园林 2017-2021 年年报

### ②资本占用

据调整，资本占用=平均所有者权益+平均负债合计-平均无息流动负债-平。

以下为东方园林历年来资本占用额。

表 4.3 东方园林 2017-2021 年资本占用额

项目/万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
平均所有者权益	1040411.1	1213938.8	1279891.0	1299119.4	1273459.7
平均负债	1915599.2	2646409.5	3015315.5	3160411.8	3257859.9
平均无息流动负债	1352997.0	2076774.9	2098393.7	1743528.8	1626751.2
平均在建工程	10466.6	21161.5	24948.2	37020.6	61124.9
资本总额	1592546.8	1762411.9	2171864.6	2678981.9	2843443.6

资料来源：东方园林 2017-2021 年年报

### ③资本成本率

工业企业的资产负债率在 75%以上，非工业企业资产负债率在 80%以上的，

国资委规定其资本成本率为 6%，剩下的中央企业资本成本率统一为 5.5%。东方园林 2018 年和 2019 年的资产负债率为 69%和 71%，均未超过 75%，因此将以 5.5% 的资本成本率计算。

#### ④EVA 值及分析

经济增加值=税后净营业利润-资本总额\*资本成本率，据计算，得到引入国与战略投资者前后，2017-2020 年东方园林的 EVA 值。

表 4.4 东方园林 2017-2021 年 EVA 值

项目/万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
税后净营业利润	273227.3	248649.6	90718.2	34837.1	-30482.1
资本总额	1592546.8	1762411.9	2171864.6	2678981.9	2843443.6
资本成本率	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
经济增加值 (EVA)	185637.2	151716.9	-28734.4	-112506.9	-186871.5

资料来源：东方园林 2017-2021 年年报

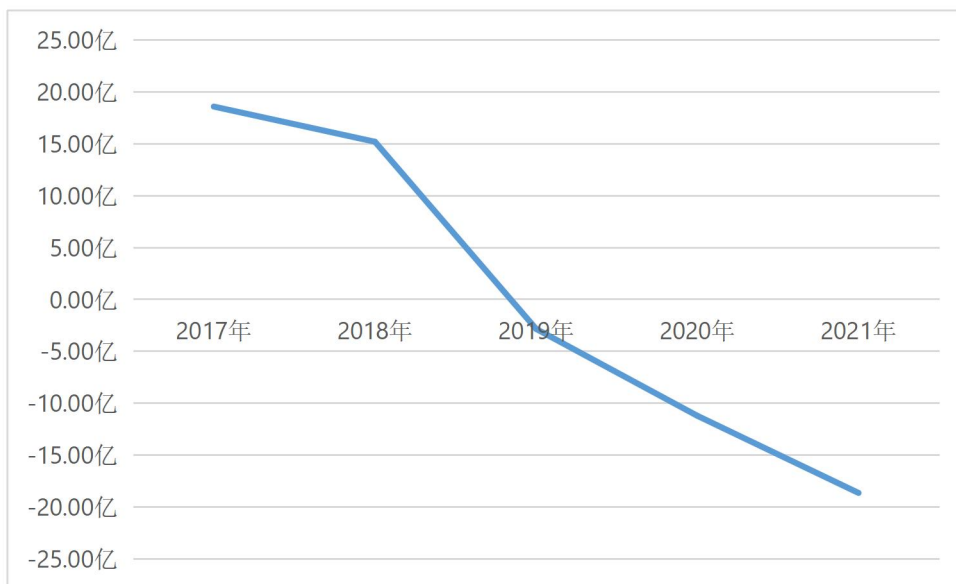


图 4.17 东方园林 2017-2021 年 EVA 值变化趋势

由图 4.17 和表 4.4 可以看出，东方园林 2017 年至 2021 年的 EVA 值一直处于下降趋势，尤其是 2018 至 2019 年，EVA 值跳崖式下降，从 18 年的 15 亿直接

下降至 - 2.87 亿元，在 2019 年公司完成引入国有战略投资者后，EVA 值依然下降，不过下降幅度有所减缓，到 2021 年，公司 EVA 值下降到了 - 18.69 亿元。

从表 4.4 中可以看出，2017 年至 2021 年，东方园林税后净营业利润是影响 EVA 值大幅变动的主要原因。2017 年税后净营业利润为 27.32 亿元，之后继续下降，到 2021 年，下降到了 - 3.05 亿。税后净营业利润变动如此之大的主要原因为公司在金融环境和行业政策变化的压力下，关停和转卖了部分 PPP 项目，加之 2019 年引入国有战略投资者后，公司缩减业务，砍减不良资产，控制相关业务规模，这在一定程度上导致了公司净利润的下降，在 2020 年，由于新冠疫情的冲击，劳务人员流动受到限制，对公司新项目的开展和原有项目的进度都产生了巨大影响，此外，受相关政策影响，工业废弃物循环再生业务也有所缩减，进一步降低了公司税后净营业利润。

东方园林 EVA 值连续 5 年持续下降，说明公司近年来盈利状况并不理想，2019 年引入国有战略投资者后，朝阳国资委帮助其解决资金、资源、筹融资、企业管理制度等问题。在企业经过大规模整改后，虽然 2019 年之后的 EVA 值继续下降，但下降趋势明显减缓，况且环保企业本身就存在工程前期投入大，回款时间长等问题，因此可以说东方园林引入国有战略投资者后提高了其持续价值的创造能力。

## 5 东方园林引入国有战略投资者存在的问题及优化建议

### 5.1 东方园林引入国有战略投资者存在的问题

#### 5.1.1 过度融资导致负债结构不合理

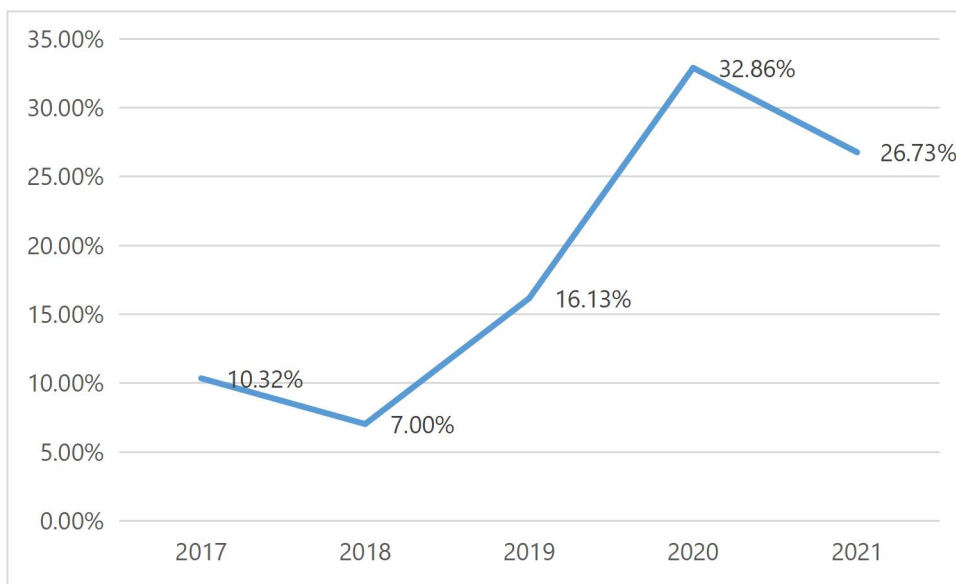


图 5.1 东方园林 2017 年-2021 年非流动负债比

非流动负债比率是非流动资产总额占总资产的比率，反映企业全部资产中有多少是由非流动负债形成的，非流动负债率越大，说明每一元资产中非流动负债所占比重越高，企业主要依赖长期债务进行融资，长期偿债能力风险较大。由图 5.1 可以看出，东方园林在 2017 和 2018 年间非流动负债比率一直处于较低水平。在混改之前，由于金融去杠杆力度大、PPP 管理趋紧等原因，企业难以获得大量融资，因此公司的非流动负债比例下降到至 10%左右。但 2019 东方园林完成混改后，公司非流动负债比率一路攀升至 32.86%，相比于 2019 年，一年的增幅为 100%。这主要是因为东方园林在引入国有战略投资者后，朝阳国资委为其提供了一系列的流动性支持，包括提供适当的增信、委托贷款等。在这样宽松的融资环境下，东方园林大肆举债，过度融资，使得非流动负债比率显著提高，负债结构也变得不合理，如不及时控制，则会带来较高的债务风险。

### 5.1.2 效率传导路径受阻

东方园林通过盈润汇民和朝汇鑫引入国有战略投资者朝阳国资委，因此，朝阳国资委的首要作用对象是盈润汇民和朝汇鑫。但东方园林属于民企，盈润汇民和朝汇鑫属于国企，他们在产权上是有本质区别的，这是国有战略投资者传导效率受阻的第一层阻碍，这种情况也会带来管理理念和技术研发的矛盾，从而增加双方沟通成本，东方园林战略伙伴朝汇鑫和盈润汇民都是做资产管理、投资方面的，和环保行业的联系甚少，在业务协同方面可能还比较缺乏，虽然引入了他们作为战略股东，但从长远来看，战略层面的协同还很难达到，需要双方共同努力。对东方园林引入国有资本的第二层阻碍主要是一种内部传导阻碍，东方园林作为一个民营企业，其内控结构、人才培养方式、公司制度都和国有企业存在很大的不同，这也会影响其传导效率。无论是第一层阻碍还是第二层阻碍，都会增加双方沟通成本，使国有战略投资者的传导效率受阻。

### 5.1.3 创新机制面临抑制风险

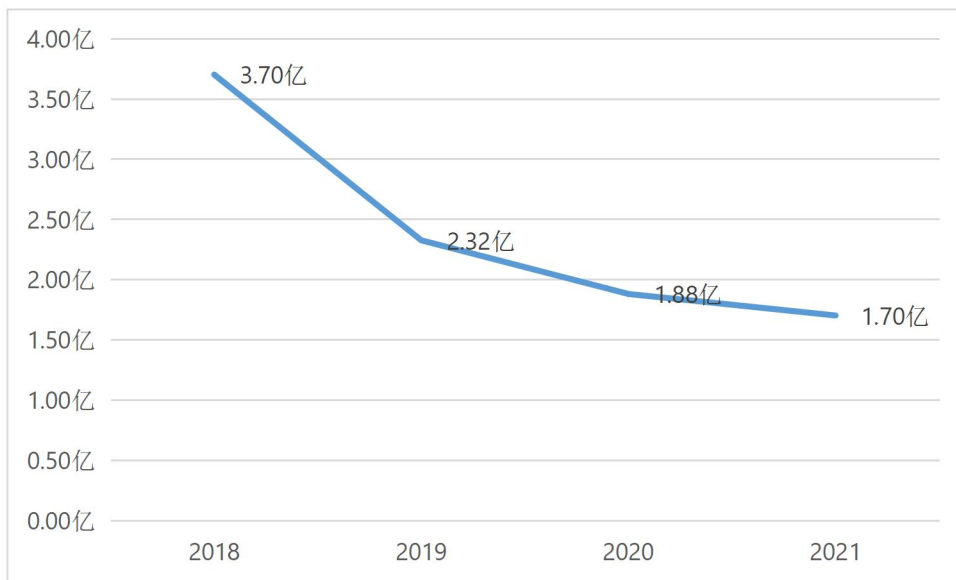


图 5.2 东方园林 2018 年-2021 年研发费用支出

就具体情况来说，与国有企业相比，民营企业在管理制度、利益分配上更具灵活性，因此更适合进行技术研发和创新。在各类产业发展中，不断更新的技术



服务是保持企业青春永驻的不老药，特别是对于环保行业来说，随着国家对环境治理的要求越来越苛刻，需求也越来越多样化，企业不但要保证效率还要保证质量，这就需要企业不断提高技术水平来达到更高的要求。从图 5.2 可以看出，自上市以来，东方园林一直坚持以技术为第一原则来开展项目，在引入国有战略投资者前，公司研发费用高达 3.7 亿元，而引入国有战略投资者后，随着公司的国有化，东方园林研发费用便逐年下降。在控制权转移后，公司需要适应国有企业传统的管理办法和考核制度，原来的技术投入和研发团队处处受制，这就导致了其研发能力大大降低，创新机制也面临着巨大的挑战。

#### 5.1.4 产权清晰度影响混改积极性

在东方园林引入朝阳国资委作为国有战略投资者后，双方在治理层面、业务层面和资源层面展开了合作，但是，由于它存在的时间并不长，所以这个项目基本上还处在初期阶段，因此，在这个过程中，业务和战略协同效应的释放，对企业的经营环境和财务业绩的影响还不是很显著，所以不能从长远的角度来进行判断，具有很高的不确定性，民营企业 and 国有企业是否能长期的实现资金和资源的深远合作，这也还需要进一步考虑。在今后的工作中，若不能达成所期望的目标与成果，将会给彼此的发展造成负面的影响。如果出现上述情况，那么将面临战略投资者退出的局面，但是国有战略投资者退出计划并未出现在东方园林引入国有战略投资者的协议中。虽然还未实际发生上述状况，但如若发生，如何清算产权，如何划分优质技术等都是一些棘手的问题，而这些问题也会给东方园林带来风险。由此可见，在与朝阳国资委等国有战略投资者进行的合作中，由于股权结构不明确，这将会给后续工作留下潜在的风险，从而降低引入国有战略投资者的积极性。

### 5.2 东方园林引入国有战略投资者的相关建议

#### 5.2.1 正确对待宽松的融资约束

民营企业在引入国有战略投资者后，有了政府的背书，民企会通过更低的成本获得更长的贷款期限和更多的金额。由此看来，国有战略股东能够帮助企业获

得宽松的融资环境,缓解民企的融资约束,公司也将获得更多的资金来拓展业务,但与此同时,公司为了获得更多的银行信贷,也将导致公司的财务成本逐渐上涨。近年来国家大力推动利率市场化,中长期融资的约束也越来越多,中长期融资的成本也不断增加。东方园林引入国有战略投资者后,公司信誉等级得到提升,改善了融资环境。但是,宽松的金融环境也有其“两面性”,公司会因为这种融资环境宽松而大肆举债,从而造成企业资产负债率过高,资产结构失衡。所以,在引入国有战略投资者之后,公司应该对宽松的融资约束有一个正确的认识,要根据自己的能力来决定自己的行为,慎重地举债,维持一个合理的资产和债务结构,并且在寻求投资回报的时候,要对公司的经营风险进行衡量,这样才能最大限度地发挥出财务杠杆的作用。

### 5.2.2 夯实效率传导机制

强化我国国企和国有战略投资者间的绩效传递机制,是我国混合所有制改革实施过程中必须进行的一项科学决策。尤其是对于民营企业主动引入国有战略投资者,建立有效的传导机制可以降低双方的沟通障碍。

增强我国民营企业与国有战略投资者间的效率传递,一是要增强国有战略投资者与集团、子公司间的外部传递,减少两者在经营理念、技术研究开发上的差异。要实现这一目标,首先是要在战略上取得一致意见,在战略指导下,就企业间的合作模式进行商讨;其次,通过强化交流与学习,补齐民企在技术上的不足,为国企与民企之间建立技术与研究的桥梁,从而为民企的技术研究与开发提供坚实的基础。增强效率传导机制的第二点主要是增强集团公司与子公司之间的沟通。为了达到这一目的,第一步民营企业应该对内部控制体系进行优化,采用集团授权或将经营决策管理人员派驻到子公司的方法,来提升企业的经营决策效率。在此基础上,从财务方面着手,使财务制度贯穿于企业运营的每一个环节,保证集团与子公司之间的财务管理系统同步;第二步则是要加强对员工业务能力的培训;第三步主要是通过对各子公司的整合,使其按照自己的需求来进行战略规划,以保证公司的高质量发展。

### 5.2.3 正确认知政治关联的价值

政治关联是一种潜在的资源，它也是一把双刃剑，它既能给民营企业提供很多便利，也会对民营公司的利益造成伤害。因为有了国有背景，民营企业可以从政府那儿获得更多的银行信贷、股权融资、税收减免、政府补助，他们还可以通过政府的纽带进入一些高回报行业和高壁垒行业，从而获得更好的投融资机会，在这种情况下，政治关联就是一只“扶持之手”。但从另一个角度来说，民营企业应该理性的判断，正确认知政治关联的价值，不应该一味地依赖于政府，而忽略了自己的发展，也不应该以为和政府的紧密联系一定会对公司产生积极的影响，不能过分依靠诸如政治关系之类的非生产性活动来获取收益，它是一种很重要的社会资源，但它并非是唯一的，我们应该充分考虑企业的内外部环境 and 优劣势，然后对其进行精确的分析，进而选择最适合的政治关联方式，充分利用政府提供的资源和平台，为企业的持续健康发展添砖加瓦。

### 5.2.4 清晰划分产权界限

对于民营企业引入国有战略投资者，我们应该清晰的划分产权界限，为引入国有战略投资者后续事件的发展提供相关的制度保障，从而提高混改积极性。在混合所有制改革初期，应签署产权明细表。在还未引入国有战略投资者之前，民营企业和国有战略投资者应共同组建一个产权划分小组，以此来对双方所参与的物权、债权、股权、知识产权、经营权、收益分配权和财产支配权等展开合理的界定，并在界定完成后签订产权界定书。在混合所有制改革中期，对企业的产权运用进行检查。在民企和国企进行深入合作时，双方都应该检查产权的使用情况，并编制相关检查报告，这主要为后续的产权清算留下真实可靠的依据；在混合所有制改革后期，做好资产清算工作。民营企业引入国有战略投资者完成后，国有资本若想退出，应当按照前期签订的产权界定书和各次的检查报告，对双方的产权逐项清点明确。

## 6 研究结论与未来展望

### 6.1 研究结论

近年来，国家政策调整，公司竞争加剧，民营企业生存环境受到挤压，为了提高企业的经营水平，解决流动性危机，环保民营企业选择通过引进国有战略投资者的方式，强化公司的业务与股份的绑定，从而实现企业的高质量发展。因此，本文通过对环保行业具有代表性的东方园林进行分析，研究其引入国有战略投资者的动因及引入后的效果，以期为其他民营企业引入国有战略投资者提供思路。

通过研究本文发现：

一、东方园林引入国有战略投资者的动因主要包括宏观政策、环保行业与公司发展要求。在宏观政策上，PPP 项目政策收紧和金融“去杠杆”使得环保行业陷入流动性危机；另外，近年来混改政策持续推动，为民营企业引入国有战略投资者提供了更多的可能；在环保行业层面，环保业务的政策依赖性强、公益性强、资金回报周期长，行业的特殊投资属性要求东方园林引入国有资本，帮助其业务获得长远健康的发展；在公司发展要求上，东方园林前期承接大量 PPP 项目导致资金的过度透支，陷入了财务危机，融资环境的受限更是让公司增加了资金链断裂的风险，为了解决流动性危机、实现双主业战略布局落地，东方园林选择引入国有战略投资者。二、本文主要从治理效果、市场效果、财务效果三个方面分析东方园林引入国有战略投资者后的效果影响。在公司治理方面，通过异质股东的加入，实现了东方园林的股权多元化，降低了股权集中度，提升了股东间制衡能力，完善了治理结构；在市场方面，公司在第一次引入国有战略投资者事件之后的累计超额收益率总体要低于事件发生前，我们会大致认为东方园林第一次引入国有战略投资者对公司的短期绩效并未产生积极影响。第二次引入国有战略投资者进行混改的累计超额收益率在事件发生后呈上升状态，在零时刻后，其超额收益率大幅上升，给股东带来了超额收益。由此判断，东方园林第二次引入国有战略投资者对公司的短期绩效产生了积极影响；在财务方面，在引入朝阳国资委后，东方园林获得了流动资金，扩充了资本，改善了公司的融资环境，补充了日常营运资金，为东方园林日后的发展提供了资金保障，这使得东方园林的盈利能力、偿债能力、营运能力和发展能力都得到了一定程度的改善，但是公司偿债风险仍

然巨大，需要在后续发展上予以关注，关于 EVA 值的分析，东方园林五年来 EVA 值持续下降，但引入国有战略投资者后下降趋势明显减缓，且环保企业本身就存在工程前期投入大，回款时间长等问题，因此东方园林引入国有战略投资者会提高其持续价值的创造能力。三、根据前面对东方园林引入国有战略投资者的深入分析，得出民营企业引入国投时时存的一些问题，如过度融资导致负债结构不合理、国有战略投资者效率传导路径受阻、创新机制面临抑制风险、产权清晰度影响混改积极性。也相应地得到了引入国投后正确对待宽松的融资约束、夯实效率传导机制、正确认知政治关联的价值、清晰划分产权界限的相关启示。

## 6.2 研究展望

本论文的缺陷包括：一、个案数据的搜集不够全面。在本论文中，绝大多数的研究数据都来自于东方园林的年度报告或者官方公告中所公开的信息，但是很难得到内部的信息，所以这可能会对个案研究的结果产生某种程度的影响。二、东方园林引进国有战略投资者的效果测试是一个漫长的过程，而我们对其进行的研究还很短暂，其中一些治理效应、市场效应和财务效应还没有得到充分的反映，这会对分析结果的精确性造成一定的影响；三、研究中所给出的优化对策在适用领域上存在局限性。因为东方园林是以环境保护为主业，所以，这篇论文的结论只适合环保行业，而不能适合所有民营企业。基于文章研究的不足，在今后的研究中本文将做如下改进：一、继续跟踪东方园林引进国有战略投资者的情况，并在后续的研究中不断完善论文中存在的问题；二、借鉴其它产业中民企混改的成功经验，探讨提高民企混改成效的对策；三、继续关注我国民营企业在进行混改时所遇到的不对称信息，并给出相关的对策和建议。四、继续对民企与国企在混合所有制改革中的资源整合进行深入研究，并对其进行优化，从而使其最大限度地发挥作用。

## 参考文献

- [1] Adhikari A, Derashid C, Zhang H. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006,25(5):574-595.
- [2] Blau B M, Brough T J, Thomas D W. Corporate Lobbying, Political Connections, and the Bailout of Banks[J]. *Journal of Banking & Finance*,2013,37(8):3007-3017.
- [3] Chang, S. J., Hong, J. 2002. How much does the business group matter in Korea? [J]. *Strategic Management Journal*, 23(3): 265-274.
- [4] Charumilind, C., Kali, R., Wiwattanakantang, Y. 2006. Connected lending: Thailand before the financial crisis[J]. *Journal of Business*, (79): 181-218.
- [5] Cull, R., Xu, L. 2005. Institutions, ownership, and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 77(1): 117-146.
- [6] Detomasi D. Li. A Theory of Ambiguous Property Rights in Transition Economies: The Case of the Chinese Non~State Sector[J]. *William Davidson Institute Working Papers*,2008, 23(1):1-19.
- [7] Fan J P,Wong T J,Zhang T. Politically Connected CEOs,Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms [J]. *Journal of Financial Economics*,2007,84(2):330-357.
- [8] Fishman, R. 2001. Estimating the value of political connections[J]. *American Economic Review*, (91): 1095-1102.
- [9] Gelvesa D V, Phukon A. From Welfare to Wealth Creation: A Review of the Literature on Privatization of State-owned Enterprises[J]. *International Journal of Public Sector Management*, 2016, 31(1):265-286.
- [10] Guillen, Mauro, F. 2000. Business groups in emerging economies: a resource-based view[J]. *Academy of Management Journal*, 43(3): 362-380.
- [11] Haveman,H.A.,Jia,N.,Shi,J.and Wang,Y.The dynamics of political embeddedness in China .*Administrative Science Quarterly*,2016,62(1).
- [12] Johnson, S., McMillan, J., Woodruff, C. 2002. Property rights and finance[J].

American Economic Review, (92): 1335-1356.

[13]Khwaja, A. I., Mian, A. 2005. Do lenders favor politically-connected firms? Rent provision in an emerging financial market[J]. Quarterly Journal of Economics, (120): 1371-1411.

[14]Leuz, C., Oberholzer, F. 2005. Political relationships, global financing, and corporate transparency: evidence from Indonesia[J]. Journal of Financial Economics, (81): 411-439.

[15]Niessen A and Ruenzi S. Political connectedness and firm performance: evidence from Germany[J]. German Economic Review, 2010,11(4), 441-464.

[16] Veysel Kula. The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: evidence from Turkey[J]. Corporate Governance: An International Review,2005,13(2).

[17]陈璇雯,何宗辉,闫强明.股权多元化对公司经营绩效的门限效应分析[J].山东大学学报(哲学社会科学版),2018(06):100-111.

[18]郝阳,龚六堂. 2017. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. 经济研究, 52(03): 122-135.

[19]胡宁,靳庆鲁.社会性负担与公司财务困境动态——基于 ST 制度的考察[J]. 会计研究,2018(11):28-35.

[20]黄玲. 2020. 企业定向增发引入战略投资者的经济后果分析[J]. 财会通讯, (08): 103-106.

[21]黄怡享. 2020. 混合所有制的内涵及实施路径[J]. 中国流通经济, (07): 52-58.

[22]孔东民,刘莎莎,王亚男. 2013. 市场竞争、产权与政府补贴[J]. 经济研究, (2): 55- 67.

[23]黎文靖,李耀淘. 2014. 产业政策激励了公司投资吗? [J].中国工业经济, (05): 122-134

[24]李浩波.我国上市民营企业政治关联动因研究[J].中国经济问题, 2015(06): 97-106.

[25]李健. 2021. 基于信号理论视角下的企业家政治联系与企业市场绩效的关系研究[J]. 管理评论, 28(03): 93-105

- [26]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.
- [27]李文贵,余明桂. 2017. 产权保护与民营企业国有化[J]. 经济学, 16(04): 1341-1366.
- [28]林润辉,谢宗晓,李娅等.政治关联、政府补助与环境信息披露——资源依赖理论视角[J].公共管理学报,2015,12(02):154-155.
- [29]刘家松. 2019. 民营企业纾困：由来、实践与进路[J]. 经济研究参考, (15): 107-116.
- [30]刘凝霜.政治关系、非正式制度与民营企业发展路径——基于研究脉络与理论逻辑的双视角考察[J].经济学动态,2016(10):86-97.
- [31]刘小玄,张蕊.可竞争市场上的进入壁垒——非经济垄断的理论和实证分析[J].中国工业经济, 2014(04): 71-83.
- [32]罗党论,刘晓东. 2009. 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, (05): 105-116.
- [33]罗进辉.“国进民退”：好消息还是坏消息[J].金融研究,2013(05):99-113.
- [34]潘爱玲,刘昕,吴倩. 跨所有制并购、制度环境与民营企业债务融资成本[J]. 会计研究,2019. (05): 3-10.
- [35]彭文华. 2019. 国有资本并购控股民营上市公司的分析[J]. 会计师, (07): 27-29.
- [36]钱先航,徐业坤.官员更替、政治身份与民营上市公司的风险承担[J].经济学(季刊),2014,13(04):1437-1460.
- [37]宋增基,冯莉茗,谭兴民. 2014. 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, (12): 133-147.
- [38]田利辉,张伟.政治关联影响我国上市公司长期绩效的三大效应[J].经济研究,2013,48(11):71-86.
- [39]王雪平,王小平.股权集中度与公司绩效之间存在门槛效应吗?[J].财会通讯,2017(23):18-21.
- [40]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.
- [41]吴国鼎. 2020. 民营上市企业国有化：动因和绩效[J]. 辽宁大学学报, 48(06):



25-36.

[42]吴兴宇,王满. 2021. “内部治理”与“外部监管”: 国有股东在民营企业并购中的双重身份[J]. 南京审计大学学报, (02): 41-49.

[43]谢家智. 2014. 我国民营企业政治关联、多元化战略与公司绩效[J]. 南开管理评论, 14(04): 4-15.

[44]闫举纲,杨颖. 2017. 混合所有制改革影响国有企业绩效的基本逻辑与路径[J]. 财会通讯, (02): 3-8.

[45]姚德权,章剑辉.政治关联、贷款融资与民营企业绩效研究[J].财经问题研究,2014(12):84-90.

[46]应尚军,蔡雨欣. 2020. 国有、民营混合参股对企业创新能力的影响[J]. 混改研究, (07): 149-155.

[47]余汉,杨中仑,宋增基. 2017. 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, 29(04): 196-212.

[48]余汉,杨中仑,宋增基. 2017. 国有股权能够为民营企业带来好处吗?——基于中国上市公司的实证研究[J]. 财经研究, 43(04): 109-119.

[49]余明桂,潘红波.政治关联、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界, 2008, (8):9-21.

[50]张铄,宋增基.产业政策、政治关联与民营企业投资[J].商业研究,2016(11): 33-40.

[51]张雨潇,方明月. 2016. 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, (02): 21-33.应尚军, 蔡雨欣. 2020. 国有、民营混合参股对企业创新能力的影响[J]. 混改研究, (07): 149-155.

[52]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

凡是过往，皆为序章，行文至此，思绪繁杂，全文将至，落笔为终。

这一年，我二十五岁，在春末夏初之际，我的研究生学业即将画上句号。三载寒暑，所有经历和相遇，对我而言都是礼物。之前总觉得日子还长，殊不知人生是道减法，在兰财的校园里，留下了我七年的青春，随有万般不舍，但终将迈向全新的征程。多年时光，或许做不到一生铭记，但也绝对一生感恩。

桃李不言，下自成蹊。首先非常感谢方文彬导师。三年师徒之情，不论在生活上还是在学习上，方老师一直耐心常有、关心常在，他的言传身教让我懂得了什么是“学高为师，身正为范”。在此，我衷心的祝福老师工作顺利，平安喜乐！

椿萱并茂，棠棣同馨。其次我最想感谢的是我的父母李先生和敬女士，谢谢你们二十五年的付出，我在你们爱的包围中长大，我时常在想，何其有幸遇上你们这么好的父母，你们是我前进的动力，是我生命中最耀眼的一束光。养育之恩无以为报，唯有万般努力成为你们的骄傲，我爱你们！

何其有幸，岁月并进。接着，我想感谢我最美丽的闺蜜们，谢谢敏妹妹、倩妹妹、芳妹妹。感谢你们参与并见证了我二十余载人生中的每一个重要时刻，虽然不能常相见，但是我知道你们一直都在，愿我们勇敢向前，一生相伴！

写尽千山，落笔是你。同时，我要感谢我的男朋友刘乘麟同学，从大学一路伴至研究生，是你给足了我幸福感和安全感，让我坚信自己是个值得被爱的女孩，在我们浪漫的 25 岁，一生只有一次的 25 岁，见证了彼此的收获与成长，在彼此的青春里熠熠生辉。愿我们喜乐有分享，共度岁月长！

会者定离，一期一祈。感恩所有的经历，感谢所有的遇见，再见了兰州财经大学，再见了段家滩 496 号，愿此去经年，于万物中顶峰相见！