

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: 碧水源引入国资纾困的动因及效果研究

研究生姓名: 杨欢

指导教师姓名、职称: 杨瑚教授 梁宗吉 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: 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： 杨欢 签字日期： 2023.6.10

导师签名： 杨琳 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： 梁言吉 签字日期： 2023.6.14

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： 杨欢 签字日期： 2023.6.10

导师签名： 杨琳 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： 梁言吉 签字日期： 2023.6.14

**A study on the motivation and effect of
introducing state-owned capital bail-out to
Originwater**

Candidate : Yang Huan

Supervisor: Yang Hu Liang Zongji

摘 要

2018 年中美贸易摩擦、金融强监管引起资本市场动荡，引发大规模股权质押爆仓，流动性风险与信用风险叠加加剧，造成大部分企业股票面临平仓的危机。民企之前“借新还旧”的股票质押模式难以继续，陷入融资难的境地，尤其是环保行业之前规模化发展所积累的危机在波动的市场环境中爆发，一部分企业出现融资难度加大、债券及债务违约等一系列问题，有可能面临资金链断裂的情况。政府为防止股权质押风险蔓延，维持资本市场的稳定，出台各类纾困政策、制定多种纾困措施组合出击化解企业所面临的资金困境，降低由股权质押引发的风险。因此，民企在 2019 年左右纷纷引入国资纾困，引入国资纾困是一项高效的“救急”措施，能够在短时间内降低股权质押比例，缓解企业的流动性危机。

本文首先梳理民企引入国资纾困的相关文献并对其归纳总结，了解到目前我国引入国资纾困方面的文献研究时间短，学术研究少，且集中于从纾困方的角度探讨纾困机制的运作及实施方式，缺乏被纾困方的案例研究，不过关于引入国资纾困的动因及效果研究结论比较一致。所以，本文基于梳理的文献结合企业实际情况，深入分析碧水源引入国资纾困的动因及引入后双方融合所产生的效果。经过分析，本文认为碧水源引入国资纾困的主要动因是因高股权质押风险引起的资金困境，碧水源之前作为重资产企业，其开展业务需要大量的流动资金支持，而市场萎靡、常规融资难度加大，选择国资纾困是最快捷、有效的融资方式；纾困效果的分析与评价是对应动因展开，从融资、协同、治理三个角度切入分析，发现引入国资纾困后融资方面的效果最为显著，国资背景的加持有效缓解了碧水源的资金流动性困境；协同方面，业务协同效应已逐渐显现，经营业绩有所上升；国有企业的参股优化了碧水源的股权结构，有效提升了其治理水平。本文的研究结论具有重要的理论意义和现实指导意义，对现有的国资纾困相关研究进行了丰富，希望能够为陷入困境的企业在引入国资纾困方面提供借鉴。

关键词：国有资本 民营企业 纾困 融资 协同 治理

Abstract

In 2018, Sino-US trade frictions and strong financial regulation caused turbulence in the capital market, which led to a large-scale expansion of the stock pledge, and the superposition of liquidity risk and credit risk increased, resulting in the crisis of liquidation of most enterprises' stocks. Private enterprises before "borrow the new to return the old" stock pledge model is difficult to continue, into the financing difficulties, especially the environmental protection industry before the large-scale development of the crisis accumulated in the volatile market environment erupted, some enterprises have increased financing difficulties, bonds and debt defaults and a series of problems, may face the breakdown of the capital chain. In order to prevent the spread of equity pledge risks and maintain the stability of the capital market, the government has introduced various rescue policies and formulated a variety of rescue measures to solve the financial difficulties faced by enterprises and reduce the risks caused by equity pledge. Therefore, private enterprises have introduced state-owned capital rescue around 2019, and the introduction of state-owned capital rescue is an efficient "emergency" measure, which can reduce the proportion of equity pledge in a short period of time and alleviate the liquidity crisis of enterprises.

This paper first reviews and summarizes the relevant literature on the introduction of state-funded bailout by private enterprises. It is understood that the literature research on the introduction of state-funded bailout in China is short in time, with few academic studies, and focuses on the operation and implementation of the bailout mechanism from the perspective of the bailer, and there is a lack of case studies on the bailed-out party. However, the research conclusions on the motivation and effect of the introduction of state-funded bailout are relatively

consistent. Therefore, based on the literature review and the actual situation of enterprises, this paper makes an in-depth analysis of the motivation of the introduction of state-owned capital relief into Originwater and the effect of the integration of the two sides after the introduction. After analysis, this paper believes that the main motivation for introducing state-funded bailout is the financial dilemma caused by high equity pledge risk. Previously, as an asset-heavy enterprise, the company needed a large amount of working capital support to carry out its business, while the market was flagging and conventional financing was more difficult, so state-funded bailout was the fastest and most effective financing method. The analysis and evaluation of the rescue effect is carried out from the corresponding motivation. From the perspectives of financing, coordination and governance, it is found that the financing effect is the most significant after the introduction of state-owned capital rescue. The support of state-owned capital background effectively alleviates the liquidity dilemma of Originwater . In terms of synergies, business synergies have gradually emerged, and operating performance has increased; The participation of state-owned enterprises has optimized the ownership structure of Originwater and effectively improved its governance level. The research conclusions of this paper have important theoretical significance and practical guidance significance, and enrich the existing research on state-owned assets rescue, hoping to provide reference for enterprises in trouble in the introduction of state-owned assets rescue.

Keywords: State-owned capital; Private enterprises; Bailout; Financing; Synergy; Coordination

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	2
1.2.2 现实意义	2
1.3 文献综述	3
1.3.1 关于引入国资纾困的动因研究	3
1.3.2 关于引入国资纾困的效果研究	5
1.3.3 文献评述	6
1.4 研究内容与研究方法	7
1.4.1 研究内容	7
1.4.2 研究方法	9
2 引入国资纾困的理论	10
2.1 纾困概念及模式	10
2.2 战略投资者的内涵	11
2.3 混合所有制改革	11
2.4 理论基础	12
2.4.1 委托代理理论	12
2.4.2 资源配置理论	12
2.4.3 战略协同理论	13
3 碧水源引入国资纾困的案例背景	14
3.1 案例公司选择的理由	14
3.2 纾困双方的基本情况	15
3.2.1 碧水源公司简介	15
3.2.2 中国城乡公司简介	16
3.3 碧水源赢得国资纾困的原因	17

3.4 碧水源寻求国资纾困的方案	18
3.4.1 借助债券融资支持工具增信，发行债券	19
3.4.2 协议转让股权，引入战略投资者	19
3.4.3 签署表决权委托协议，实现控制权转移	20
3.4.4 定向增发募集资金	21
4 碧水源引入国资纾困的动机分析	23
4.1 碧水源引入纾困前经营状况分析	23
4.1.1 财务状况分析	23
4.1.2 经营战略分析	25
4.2 碧水源引入国资纾困的动因	26
4.2.1 化解高比例股权质押风险	26
4.2.1 解决资金困境	28
4.2.3 拓宽资源渠道	29
5 碧水源引入国资纾困后的效果分析	30
5.1 碧水源引入国资纾困后的融资效果分析	30
5.1.1 拓宽融资渠道，降低融资成本	30
5.1.2 增加长期融资比例，优化债务结构	32
5.1.3 化解股权质押危机，缓解融资压力	33
5.1.4 融资效果评价	34
5.2 碧水源引入国资纾困后的协同效果分析	36
5.2.1 加速业务模式转变	36
5.2.2 开拓市场，实现资源整合	37
5.2.3 业务协同评价	39
5.3 碧水源引入国资纾困后的治理效果分析	42
5.3.1 完善治理结构	42
5.3.2 优化股权结构	44
5.3.3 治理效果评价	45

6 结论与启示	47
6.1 研究结论	47
6.2 研究不足	48
参考文献	49
致 谢	52

1 引言

1.1 研究背景

民营经济是国民经济的重要组成部分,在推动我国经济向高质量贡献了极大的力量。随着我国经济迈向高质量发展,民营企业在推动科技创新,解决青壮年劳动力就业问题,维护社会稳定等方面表现出巨大作用。但因近些年国内经济增长放缓、下行压力加大,市场上的各行业受到不同程度的冲击,尤其在 2018 年受中美贸易摩擦、国内金融强监管等国内外环境的影响,资本市场迎来寒冬,A 股市场大幅缩水,股价下跌惨烈导致大面积的股权质押爆仓。股价的持续下跌意味着大股东质押的股权面临强制平仓的风险,金融机构为保护自身资金安全,有可能抛售大股东质押股权。据统计,当时国内企业股权质押规模达 4.23 亿元,将近 1000 家企业股权质押比例超过 50%,甚至有些企业的大股东质押的股权占其持有的 80%以上。

为保证我国资本市场健康、高效地运行,防止因股权质押的爆仓产生多米诺骨牌效应,威胁到金融市场的稳定。2018 年 11 月的民营企业座谈会上,习近平总书记在中着重强调要引导和鼓励民营企业发展壮大,帮扶民企度过股权质押危机。中央对纾解民企股权质押给出指示,央行出台授信政策设立民营企业债券和股权融资支持工具,通过出售信用风险缓释凭证等工具给企业提供增信支持。各地方政府积极响应,成立纾困基金直接向企业提供资金;同时也号召各大金融机构和国企参与纾困行动,国资以受让股权的方式为企业提供资金,即国有资本参股民营企业,从股权角度出发,这种做法符合“逆向混改”的特点,民企混入国资也属于混合所有制改革。

环保行业在 2018 年那场资本动荡中未能幸免,PPP 项目盛行时,环保行业的规模爆发式增长,之前规模化发展所积累的问题此时爆发,多数民营环保企业陷入资金流动性风险的困境,出现现金流短缺的情况,又因资本市场低迷,融资难度加大,迫使企业主动寻找国资纾困,成为民营环保企业摆脱困境的首选方式。环保企业纾困主要是选择股权纾困方式,通过引入国有战略投资者的方式纾困不

仅能够解决流动性危机，还能加强与国有资本深入合作，增强其自身经营优势，实现协同效应，促进企业高质量发展。作为环保行业的龙头企业碧水源，其引入国资纾困动因及引入后取得的阶段性效果值得研究。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

受新冠疫情的影响，社会经济需求下降，中小企业发展受阻，纾困成为政府间接参与市场的新手段，是目前资本市场上经常发生的一类经济活动。尤其近几年，政府制定各类纾困政策，提出各种纾困工具，以期帮助企业度过流动性风险的困境。“纾困”这种危机救助行为在我国广泛被提起是在2018年，纾困相关的研究还比较匮乏，多数文献属于实证研究，案例研究文献偏少，并且研究角度较为单一。目前，少有的纾困相关的案例研究多数围绕民营企业引入国资纾困的方式及产生的经济后果，是否在短期内化解企业的流动性风险，研究表明大多呈现积极的正向效果，国资和民企在通力合作的基础上能够实现双赢。但是纾困能否在企业中长期的经营发展还能起到积极作用呢？再者民营企业是否因过度依赖国资反而失去了灵活性呢？基于此，本文选取第一批纾困的民营企业——碧水源作为研究对象，主要探讨国资注入所带来的效果，希望能为今后的相关研究提供有价值的参考。

1.2.2 现实意义

面对持续多变的疫情形势，中国经济在去年疫情的重击之下，今年经济形势有所恢复，但对于企业而言，近两年受疫情的影响经营状况下滑，经营性资金回流下降，业务开展受阻，导致企业不同程度出现现金流问题。2018年大规模国资纾困民企解决资金流动性风险，为当前陷入发展困难的民营企业提供新思路。目前，纾困模式也不断地摸索，由单一的纾困到现在多种纾困模式相结合，掺入混合所有制改革的路径，国资纾困不再是单一地影响企业的融资能力，还能够影响企业的生产经营、提升企业绩效、参与公司治理。因疫情的影响，目前一批中

小企业同样陷入流动性困境，因此本文的研究以碧水源为案例研究对象，希望能够给陷入困境的企业提供借鉴。

1.3 文献综述

1.3.1 关于引入国资纾困的动因研究

(1) 降低股权质押比例，提高流动性水平

股权质押在我国资本市场大规模爆仓之前是资本市场常见的融资方式，它具有高融资效率、低处置成本、低申请门槛等优点。适当比例的股权质押才有利于融资，否则大股东质押高比例的股权将增加企业的财务风险，影响企业长久发展（唐玮等，2019）。但企业对其存在的高风险敏感度不高，所以2018年股票市场价格持续下跌，A股上千家企业大股东面临被平仓的风险，倘若多数企业控制权因此被转移，必然会威胁资本市场的稳定（夏常源和贾凡胜，2019）。为避免大规模股权质押平仓引起多米诺骨牌效应波及资本市场，国家出台各类政策及设立各种金融工具来纾困危机中的企业。因此，化解民营企业的股权质押风险是国资纾困的主要动因。股权质押的高风险源自于大股东质押股权比例过高可能会引起控制权转移，此风险主要侵害企业债权人及中小股东的利益（Shleifer A., Vishny R. W., 1997）。质押的股权不能在市场上流通、交易，降低企业的资金流动性水平，影响偿债能力（Brumm等，2013），一旦民企出现大规模出现股权质押风险，对地方政府的经济增长和社会稳定目标造成较大的负面影响（Fan J. P. H., Wong T. J., 2002），另一个学者对此持同样的观点，企业大规模爆发股权质押风险可能会引发连锁反应，影响资本市场正常运转（Anderson等，2020）。所以，为减轻我国大规模股权质押所引发的系统性风险，政府呼吁国企以股权、债权等形式帮助民营企业纾困，降低其股权质押比例，保证企业的控制权（杜丽贞，2019）。国资并不能纾困所有危机中的企业，其纾困的对象是有选择性，国企纾困是在保障各方权益下，有选择地挑自身发展不错但当前陷入流动性困境的民营企业进行纾困（吴梓境和张波，2019）。简而言之，国资纾困是企业为降低股权质押的一种新融资方式，国资纾困源于2018年规模化股权质押“爆仓”。

（2）拓宽资源获取渠道

企业经营能够正常运转可归结为经营过程中不断获取各类资源以维持其发展。民营企业和国企在融资方面相比，融资渠道有限、成本高，资本市场存在严重的“信贷歧视”（罗党论和甄丽明，2008），主要因为当前我国信贷市场的大头是四大国有银行，它们倾向拥有国资背景的企业放贷，民企融资受限的问题亟待解决（孙灵燕和李荣林，2011）。国有企业资源获取能力远强于民营企业，尤其是环保行业，国外实证研究发现，拥有国资背景的企业，更能够获取优质资源，有可能以较低的价格获取重要的生产资源（Duncan，2016）；国企比民营企业更易承接政府优质项目，基本上不存在行政壁垒，这也是民企倾向选择与国企合作的原因之一（张雨潇和方明月，2016）。当前市场中，国有企业拥有资源的广度和深度是民营企业望尘莫及的，民营企业引入国资作为其战略投资者可有效扩宽其资源获取渠道，拓展业务发展市场（黎文靖和李耀淘，2014），提高获取优质业务的可能性，增加企业多样化发展的可能性（余汉等，2017）。一些行业的项目承接存在准入壁垒或对企业的要求过高，民企与国有资本的合作能够有效拓展资源获取渠道。

（3）缓解融资约束，降低融资成本

融资受到限制、资金紧缺、融资成本高是导致民企引入国有战略投资者的主要动因。有研究指出，民营企业从银行获取的贷款大都有期限短、金额小、利率高等特点，而国有企业普遍能以较低的资金成本获取大额外部资金。相较于国有企业而言，民营企业不仅在获取外部资金更加困难（Cull 等，2005），为了获得融资往往还需要支付更高的融资成本（李广予和刘力，2009）。因信息不对称，使得银行无法了解到民营企业真实的经营状况和还款能力，无法对贷款进行长期的风险监控，导致银行对民营企业设有“高门槛”，还有一点是民营企业的信贷信用普遍远低于国企（柏若云，2022）。所以，即使国家政策要求放宽信贷条件，银行也会选择国企旗下的公司放贷，认为国资背书的企业信贷信用高于民企，国资身份加持会隐性提高信用评级且（张朋丽，2019）。有研究表明，国企不仅容易通过贷款的批准，还有更低的利率优惠（Leuz，Oberholzer，2005）。有学者通过实证研究同样证明，国有股权参股降低了民营企业的融资约束程度和融资

成本（刘惠好和焦文妞，2022）。有学者通过实证研究得出，建立政治关联有助于缓解融资约束，政治关联可以影响企业可融资的规模、成本等方面（周小伟和毛新述，2015）。国企参股民营企业也有向资本市场传递积极信号，降低金融机构对企业的信贷歧视（余汉等，2017）。总而言之，国有资本入股民营企业会产生融资效应，解决民企融资受限的问题，有效改善民企的融资环境，扩宽企业融资渠道。

1.3.2 关于引入国资纾困的效果研究

因2018年爆发企业大规模面临资金短缺的困境，国务院正式提出“国资纾困”的概念，各地政府积极响应并制定各项纾困政策来救助困境中的企业，央行也设立金融工具助力企业融资，摆脱流动性风险的危机。民企引入国资是否能达到理想的纾困效果？整理相关文献，发现学者对此的看法不同，但是认为引入国资纾困起到正向效果的文献偏多。

（1）引入国资纾困的正向效果

民企引入国资纾困在融资方面的效果显著，提高了企业信用评级，促使企业获得低利率贷款（李井林，2021），拓宽了融资渠道，进一步提升企业的融资能力，进而改善企业的绩效（郝阳和龚六堂，2017）。民企在国有企业背景的加持下，银行向企业提供贷款的意愿增强、额度增加，有可能会扩大民企债务融资规模，优化融资结构（吴文锋等，2008）；融资能力的提升能够解决企业的现金流问题，保证有充裕的资金开展业务，提升市场竞争力（曾敏，2022）。在经营方面，国企参股民营企业将会给企业带去优质订单，双方的深度合作会拉升企业的绩效（Allen等，2018），有学者通过实证研究得出相同结论，混合所有制有利于提升企业绩效（姚锺凯，2020）。民企在发展中，相较于国企在涉及国家战略的行业中存在先天性的弱势，因为这些行业的项目对民企承接设有壁垒，所以国企与民企合作有助于打破壁垒，改善民企生存条件（张雨潇和方明月，2016）。债权纾困的效果主要体现在融资方面，而引入战略投资者纾困不仅能改善企业现金流，在经营协同方面的效果也十分显著，双方的合作能够整合资源，提高企业核心竞争力（李欣，2005），提高企业的抗风险能力。战略投资者可以参与公司

治理，一定程度上监督民企管理层，提升公司治理水平（王甄和胡军，2016）。民企引入战略投资纾困从另一个角度可以看成“逆向混改”，国有股东与非国有股东之间形成制衡，促使企业做出明智的决策。

（2）引入国资纾困的负面效果

国企纾困在选择纾困方时，基本上选择有技术优势或发展前景良好的企业，而这些企业在国企入驻前，整体发展状况良好只是当前遇到经营问题，而国有企业存在执行效率低、政治化、管理死板等问题，双方的合作可能会降低民企的灵活性（Frederic，2009）；国有资本的参与有可能会降低企业的创新水平（孙永祥和黄祖辉，1999）；国有持股占比过大，不利于企业长期发展（胡加明和吴迪，2020）。再者国企需要承担社会责任，那纾困后的民企也需要承担起更多的社会责任，而社会性的负担会加重会降低企业收益（胡宁，2018）。国有企业参股并非一定会对企业绩效产生负面效果，但持股比例升高，负面效应会随之增加（杨典，2013）。因此，民营企业引入国有战略投资者并非都带来正向的效果，还要防范由此产生的负面影响，把握国有资本的参与程度，以防破坏民营企业经营的灵活性。

1.3.3 文献评述

综上所述，引入国资纾困的动因主要是财务困境，不管是为降低高比例股权质押风险，还是缓解融资约束都是因为企业现金流不足，陷入资金流动性困境，为募集资金化解财务困境做出的战略选择，基于主要动因，企业为谋求发展选择纾困方式及纾困企业，借助引入的国资摆脱困境，提升绩效。

国资纾困的方式有两种一种是股权纾困，另一种债权纾困，前者纾困方式使用范围广，后者的纾困方式是由金融机构发起，被纾困的企业有限。因为接受纾困的企业基本涉及两种纾困方式，所以相关文献都是综合分析国资纾困的效果。对于国资纾困的效果，因多数企业纾困时间不够长，加上2020年起新冠疫情的影响，企业的长期数据结果并不乐观，但从已知文献中得出结论，纾困确实能够在短时间内帮助民营企业化解财务困境，提高融资能力，缓解融资约束；民企在国资背景的加持下能够提高企业的市场竞争力，扩大业务市场份额，进而提高企

业经营绩效；民营企业加入异质性股东，有利于提高企业治理水平，提高经营透明度。不过也有人认为加入异质性股东不利于企业发展，异质性股东持股过高会出现负面影响，但从实践中看，引入国资纾困所带来的正面效果多于负面效果，况且负面效果可以在通过制定制度约束大股东行为，降低其负面效应。

经过梳理引入国资纾困相关的文献发现，当前关于国资纾困的文献分析视角过于单一，学者关于此方面的研究较少，还未形成理论体系。纾困方面相关的文献偏向于实证研究，以纾困企业的财务数据作为主要分析抓手，多种指标结合分析得出纾困行为会给民企的业绩带来正向效果，目前研究时间跨度较短。国资纾困民营企业以期缓解企业资金困境，解决流动性风险，此方式只能是“输血”救急，如果要实现“造血”扶持之效，还需双方深度合作，达成战略联盟。纾困的企业是否从根本上帮助了被纾困的企业，还需要进行深入探讨。因此，本文针对这个问题进行深入研究，探究民企引入国资进行纾困实现了怎样的效果，是否达到了预期效果，增强民营企业引入国资纾困这一研究的实用性。

1.4 研究内容与研究方法

1.4.1 研究内容

本文采用案例研究法，基于委托代理理论、战略协同理论等理论基础，研究碧水源引入国资纾困的动因及效果，以期为后续研究提供参考意见，具体内容如下：

第一部分，引言。简要阐述论文背景及意义，梳理案例相关文献，提出本文研究的内容及重点，为后续章节做铺垫。

第二部分，相关概念及理论基础。该部分先阐述文章的主题词纾困的概念及模式，介绍案例研究中所涉及的重点词的概念；其次对本文使用的三个理论基础进行解释说明。

第三部分，案例背景。该部分首先对选择碧水源作为案例的原因进行说明，然后介绍案例公司基本情况，最后对引入国资纾困的方案及过程进行细致梳理。

第四部分，分析碧水源引入国资纾困的动因。首先从碧水源纾困前的经营状

况入手，分析案例企业所遇到的困境有哪些，最后对分析的结果进行总结，得出碧水源为何纾困的主要动因。

第五部分，分析碧水源引入国资纾困的效果。效果分析是根据动因展开，从融资、协同、治理三方面进行分析，引入国资纾困是否解决了困境。

第六部分，研究结论与不足。通过上述分析和研究，在本部分对以上内容进行总结，并以此为基础提出本文的研究不足。

本文的研究思路图如图 1.1 所示。

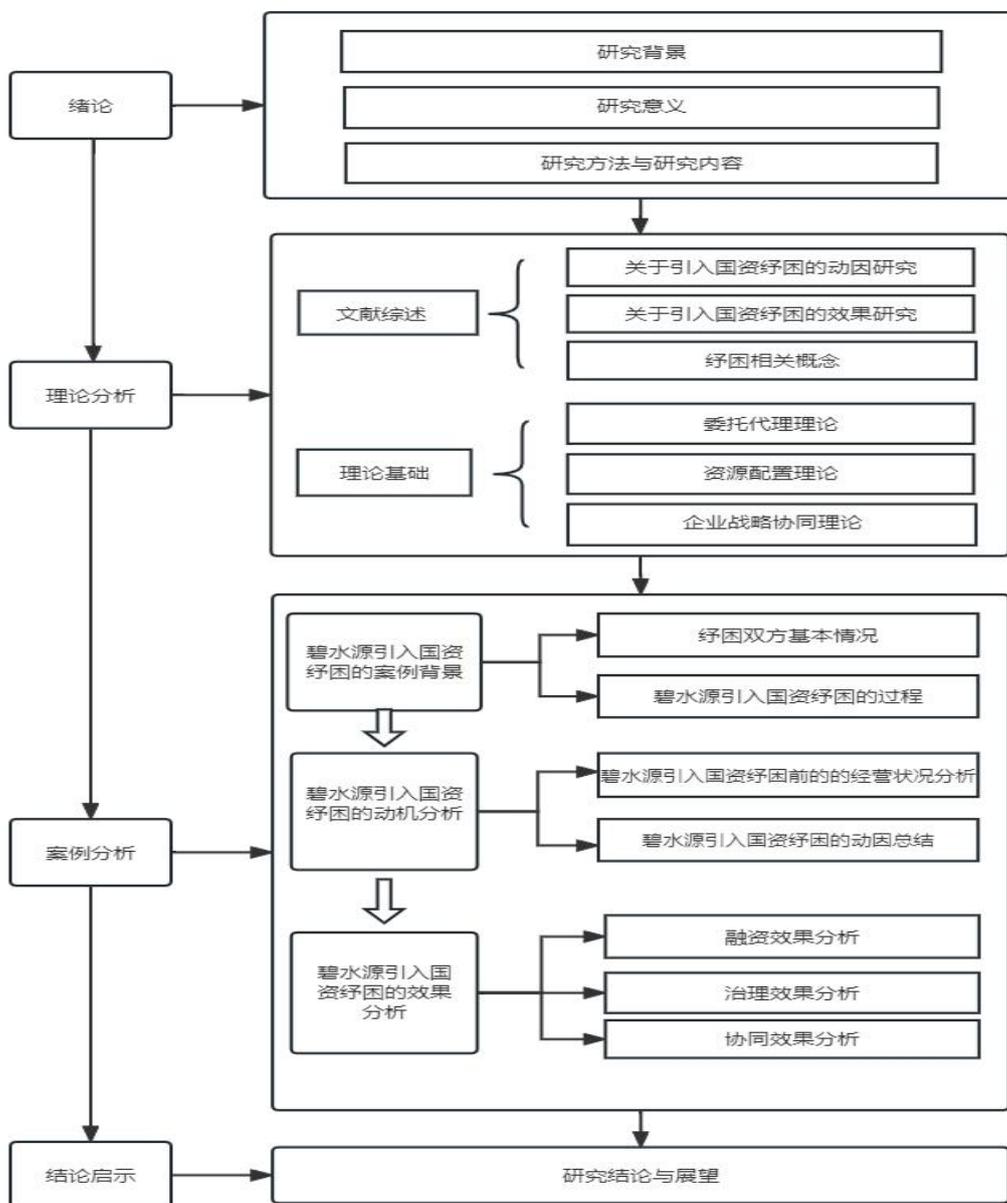


图 1.1 研究框架图

1.4.2 研究方法

(1) 文献研究法。文献研究法是在检索、梳理、归纳文献的基础上，对所研究问题形成科学系统认识的一种方法，它贯穿于整个研究过程的始终。文献使用者通过阅读现有相关文献了解事物的本质，总结出事物的共性与不同，基于此形成自己见解。本文通过查阅国内外关于纾困方面的文献，了解纾困的本质与运作方式，整理提取出不同学者关于此方面的观点，总结阅读完文献后的见解和认识，为后文的撰写奠定良好的理论基础。

(2) 案例研究法。案例研究法是从多角度分析单一事件动态变化的研究方法，根据变化所引起的结果总结出共性规律。一个事件的发生引起的结果规律并不具代表性，多个同样的事件发生产生同样的效果提炼出共性规律，再经过一系列的论证过程来说明其共性规律是否能成可采纳的理论成果，在此基础上，构建案例研究理论模型。本文收集、整理碧水源对外披露纾困这一事件的各类资料，从被纾困方企业碧水源的视角，对其在引入国资纾困的过程进行具体的分析，并进一步探究引入国资纾困后的效果。

2 引入国资纾困的理论

2.1 纾困概念及模式

国家政策中频繁出现“纾困”一词是在 2018 年，受宏观市场环境的影响，股票市场低迷，股价持续下跌使得高比例质押股权融资的企业股票一度面临被平仓的风险。纾困是指政府出台政策对处于困境的企业实施财政援助的策略，是政府援助企业的一种手段。通常出现在资本市场发生动荡或市场经济下滑导致大部分企业发生财务困境，政府紧急出台纾困政策，央行的推动下金融机构推出纾困专项产品，国资选择符合纾困条件的企业进行“输血”，以维持资本市场的平稳。不仅上级国家机关在行动，各地方政府也纷纷出手鼓励当地实力强劲的国企向当地民企提供援助。

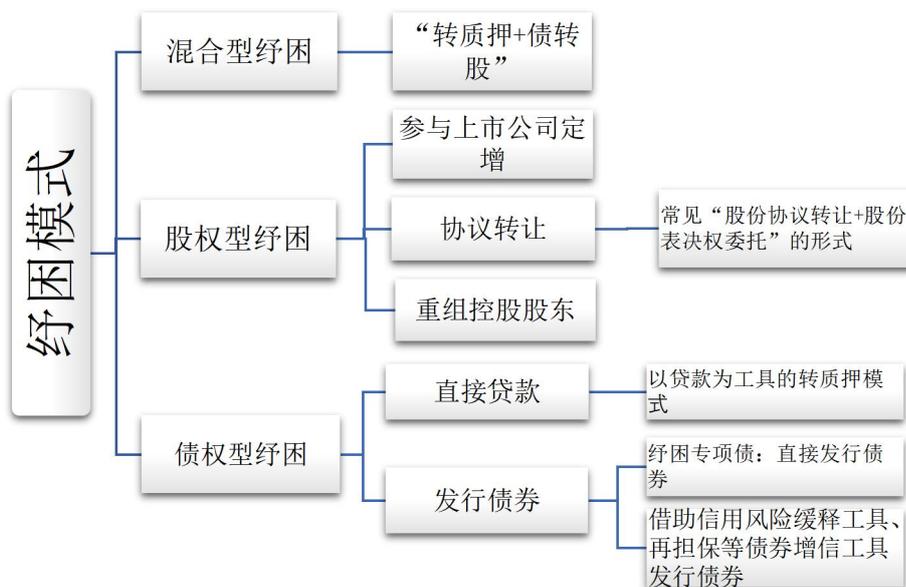


图 2.1 纾困模式

随着国资纾困的政策规范化，纾困理念越来越清晰，国资纾解企业的方式也变得越来越多元化。尽管纾困方式越来越多，各种方式的本质可总结为以发行债券为主的债权型纾困，出现股权转让的股权型纾困，以及结合两种方式的混合型

纾困。债权型纾困指企业将股票抵押给银行或其他金融机构给，由指定机构用市场化的手段吸引资金解决股东的资金流动性问题，股权并未发生改变；股权型融资指企业将所持股票转让给纾困资金提供方，资金提供方成为该企业股东，企业控股权有可能发生变更。债权型纾困方式有“转质押”贷款、纾困专项债、信用风险缓释工具和再担保等；股权型纾困的方式可分为协议转让、参与上市公司定增、重组控股股东，混合型纾困市场上普遍采用的纾困方式是“转质押+债转股”。

2.2 战略投资者的内涵

战略投资者的概念于 1999 年由国外学者 Cohen 首次提出，指具有被投资企业所需的资金、技术、管理、市场等战略性资源，以谋求双方协调互补的长期战略利益为目的，长期持有被投资企业较大比例的股权，且愿意参与被投资企业公司治理的法人投资者。不同于一般投资者，战略投资者与被投资企业间的关系更加紧密，其持股稳定性更强、集中度更高、参与公司治理积极性更大。国内最早引入战略投资者的行业是银行，2000 年左右掀起“引入战略投资者”的浪潮，随着近些年国有企业混合所有制改革的加速推进，战略投资者又重新频繁出现在财经报道中。2020 年 3 月证监会对企业再融资“战略投资者”的概念进行重新定义，所谓战略投资者是能够带给被投资上市企业带来所需的战略性资源，并愿意高比例长期持有股票、委派董事参与公司治理的投资者。并不是符合上述条件就可以成为投资者，还需满足近三年内未受到过任何处罚，具有良好的信誉才可以。该定义利于市场更好地界定战略投资者与财务投资者、员工持股计划以及董事、监管等战略投资对象的区别。上市公司引入战略投资者能够获得核心技术资源或是市场、渠道等战略性资源，集合双方优势，增强公司核心竞争力和创新能力，实现“好公司”配“好战投”的强强联合，提高公司质量和内在价值。

2.3 混合所有制改革

混合所有制改革是在十一届三中全会提出，最初专指国有企业引入民营资本，允许非国有企业入股国有企业，国有企业股权中含有异质性股东，旨在激发国有企业的活力，实现提质增效。十八届三中全会对混合所有者改革概念进行了扩充，

还可指国有企业参股民营企业，即“逆向”混改，国企以战略投资者的身份参股民营企业，提高国有企业的投资效率，而对于民营企业来说，国企的加入一方面可以打破隐性壁垒，进入特许经营领域，另一方面可以提高企业的信用评级，改善融资环境，提高企业绩效。不论是国有企业引入民营企业，还是民营企业引入国有企业，其实质是双方寻找“互补型战略投资者”，实现市场效益最大化。

2.4 理论基础

2.4.1 委托代理理论

委托代理理论是美国经济学家因发现企业所有者身兼管理执行的岗位存在弊端于上世纪 30 年代提出的，认为企业应将经营权与管理权分离，即公司治理实行“两权分离”制度，这一观点受到广泛认可。委托代理理论的理论基础是信息不对称理论，委托人雇佣代理人替其行使权力，但因双方利益不同以及存在的信息差产生委托代理问题，即一家企业持股不同比例的股东、债权人之间追求的利益不同引起代理问题。

基于委托代理理论，碧水源引入国有资本纾困，国有股东的进入可能会引起股东（委托人）与经营者（代理人）之间的利益冲突，引起代理问题的产生。解决代理问题的关键在于降低信息不对称，方式有以激励代理人的方式降低双方之间的冲突；股东通过派遣董事的方式参与公司治理，间接行使股东权利。本文中，引入的国有股东通过派遣董事和监事对公司进行管理监督，参与公司治理。

2.4.2 资源配置理论

Petty 是资源配置理论的提出者。在不同学者的研究下，资源配置理论研究内容更加丰富，同时也出现了不同的定义，但实质并未发生变化，学者们都认为稀缺性资源能够保持最佳比例关系和价值取向是资源配置理论所追求的实质，目的是提高资源的有效利用率。资源本就是具有稀缺性的，不论是国家还是企业都注重资源优化配置，实现利益最大化。尤其是企业，合理的资源优化不仅可以提高资本利用率，还可以提高企业的市场竞争力，充分发挥企业的资源优势。

基于资源配置理论，碧水源选择放大自身优势的企业合作，不仅可以延续碧水源的技术优势，还可以利用纾困方的资源实现资源互补，更加突出自身的技术优势。碧水源引入国企作为战略合作伙伴，一方面是为了摆脱财务困境，另一方面是为了优化资源配置，降低交易成本。

2.4.3 战略协同理论

美国学者伊戈尔·安索夫于1960年首次提出战略协同的理念，战略协同的本质是整合资源，企业将两种或多种资源有机结合，实现大于单独应用一种资源的效果，即 $1+1>2$ 。战略协同的重点在于协同，上层制定了战略目标，但是实际执行过程中双方追求战略协同很难实现。两家不同的企业首先就管理层面达成一致，整合彼此的优势资源，合理配置双方资源以实现最大化，降低资源的无关耗费，双方就此开展合作，最终实现财务协同，提高资金使用效率，降低各自的融资成本。

基于战略协同理论，碧水源引入与自身业务有所重合的国有企业，双方不仅可以在经营和管理上实现协同，有可能还会在财务上实现协同。目前而言，碧水源与中国城乡在经营上已实现协同效应，中国城乡及其关联企业在水环境保护项目首选与碧水源合作，其次国企已实现对碧水源的控股，国企管理人员早已介入碧水源的经营管理，碧水源的治理结构已发生改变，不过碧水源依旧掌握经营自主权，双方在管理上取长补短，提升管理水平。

3 碧水源引入国资纾困的案例背景

碧水源作为环保行业的明星企业，其引入国资纾困备受行业内外的关注。本章首先介绍了选取碧水源作为案例研究的理由，然后简单介绍了纾困双方的基本情况，最后详细阐述了碧水源引入国资纾困的实施过程。

3.1 案例公司选择的理由

碧水源一家市值曾远超过 600 亿元的环保企业，因 2018 年金融强监管和 PPP 项目的管控政策的出台，一年内市值“拦腰斩半”缩水 55%，让人不禁感叹企业经营究竟发生何变故，市值为何会下滑这么厉害。在市值经历大下滑之后，企业是采取何战略或经营策略使市值保持在 200 亿左右的水平线。这得益于碧水源于 2019 年引入国资纾困，给市场释放出积极信号，度过现金流紧缺的风险。

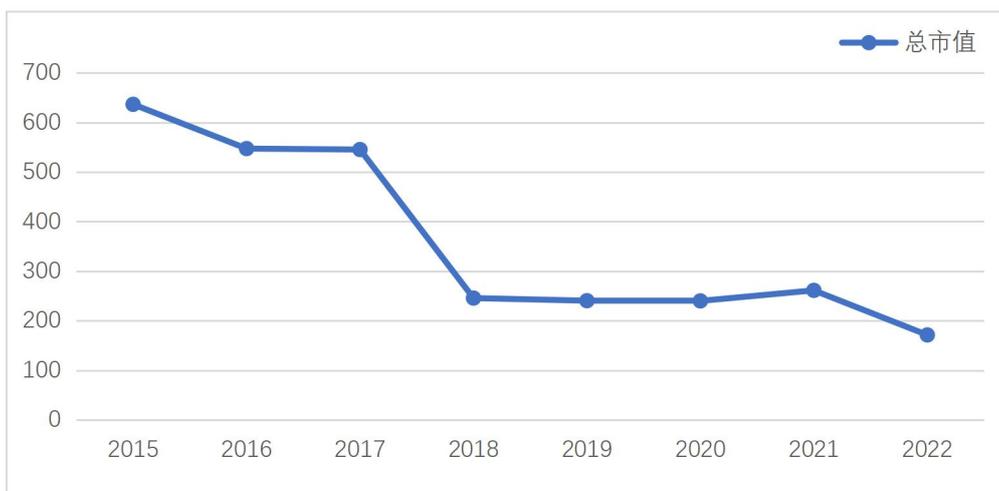


图 3.1 碧水源 2016 年—2022 年市值变化图

碧水源是一家膜的材料、设备、工艺应用于一体的水务环保企业，其业务运营模式简单，财务数据披露及时完整，企业经营过程中发生的重大事件也能做到披露透明，可以查询到其上市以来所有对外披露的公告。2018 年开始碧水源引入国资纾困，整个事件的时间线清晰明了，涉及的各个公告也都能做到及时披露。况且如表 3.1 所示，碧水源的市值是在整个行业排第三，它是水环境处理行业的

领军企业，通过比较碧水源与其他六家公司的营业收入和净利润发现，碧水源的净利润过于低，营业收入比其低的企业净利润都高于它，从行业来讲，营业收入高于行业均值，但净利润远低于行业均值。碧水源在辉煌时段，其净利率要达到 20.8%，那引入国资纾困是否对碧水源的经营状况起到作用，国资入股是否改善了公司的治理结构呢？因此，本文选取碧水源作为案例研究对象，望能向引入国资纾困的企业提供借鉴。

表 3.1 总市值、营业收入、净利润情况表

单位：亿元

企业名称	总市值	营业收入	净利润
行业平均值	49.9	15.24	1.08
碧水源	189.2	53.24	0.21
伟明环保	316.6	33.05	12.52
浙富控股	219.1	118.3	10.49
ST 龙净	184	74.78	6.375
景津装备	172.9	41.37	5.875
盈峰环境	165.3	84.19	5.666

数据来源：东方财富网整理

3.2 纾困双方的基本情况

3.2.1 碧水源公司简介

碧水源全称北京碧水源净水技术有限公司，是一家于 2001 年创办的高新技术企业，致力于研发膜技术以解决中国“水脏、水少、饮水不安全”三大问题，为生态环境建设提供整体解决方案。碧水源自成立以来展现出强劲的成长性，2010 年深交所挂牌上市（股票代码：300070）募集资金达到 25.43 亿元，首日收盘价高出发行价 127%，上市后发展势头愈发强劲，企业规模膨胀，业务由轻资产模式转变为重资产，公司市值一度达到 700 亿成为资本市场的宠儿。而企业的高速扩张掩盖了发展中存在的不稳定因素，2017 年政策的转变使得资金问题爆发，2018 碧水源营业收入下降，利润腰斩，股价也是一再暴跌，市值缩水严重。为摆脱融资困难、财务紧张的困境，碧水源寻求国资帮助其度过危机。

碧水源是世界一流的集膜材料研发、膜设备生产、膜工艺应用于一体的高科技环保企业，其自主研发的“MBR+DF”双膜新水源技术打破了发达国家在污水资源化领域的技术壁垒，推动了中国污水资源化领域的发展。碧水源潜心研发以膜技术为核心的一系列污水资源化技术，专注于生态保护和环境治理行业，积极参与国家水环境敏感区域治理，服务于国家环保战略参与重点环境工程项目。碧水源业务领域涉及水环境治理全业务链，业务划分为环保整体技术解决方案、城市光环境的方案、运营服务以及市政与给排水工程，不同的业务模块由表 3.2 里的四家公司各自负责，整理碧水源主营收入构成如表 3.2 所示。

表 3.2 碧水源主营业务收入构成及负责公司

单位：万元

主营业务收入构成	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	负责公司
环保整体解决方案	8,802,97	7,828,68	8,025,04	4,932,34	2,528,98	碧水源科技股份有 限公司
运营服务	—	—	224,61	2,112,39	1,181,06	
净水业务	253,18	227,06	224,61	291,87	69,09	碧水源净水科技
光科技整体解决方案	1,101,72	2,238,62	—	1,522,12	646,13	北京良业技术环境
市政与给排水	3,609,40	1,223,43	1,752,27	758,82	417,51	北京久安建设

数据来源：碧水源 2017 年-2021 年财报整理

3.2.2 中国城乡公司简介

中国城乡控股集团有限公司（简称：中国城乡）经国务院批准于 1984 年 8 月成立。2010 年 8 月经国资委重组部署，划入中国交通建设集团有限公司（简称：中交集团）旗下，成为中交集团的全资子公司。中国城乡下辖中国市政工程西南、东北两家设计研究总院和中交煤气热力研究设计院，以及五家建设子公司，其业务布局是以城乡水务、城乡能源和城乡生态环境三为核心，加上城乡综合发展和城乡产业发展两个业务板块，构成“3+1+1”的业务结构。中国城乡积极拓展海外发展空间，做大海外市场规模，通过投融结合、产融结合、投建营结合，支持中交集团的全球化发展。在碧水源加入中国城乡后，碧水源将作为重要的核心力量，与中国城乡共同服务于国家环保战略。双方在业务层面加强合作，实现

业务上的深度融合，碧水源利用中国城乡业务渠道开拓市场，提高膜产品市场占有率，扩大海外市场份额。

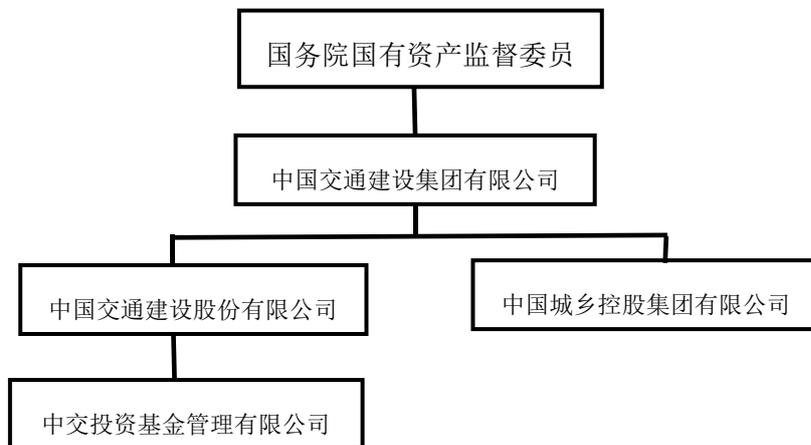


图 3.2 中国城乡股权控制关系图

3.3 碧水源赢得国资纾困的原因

自“十一五”以来，国家出台的各类利好政策，促使我国水环境治理走向高速发展的道路。随着经济的发展，国家对水环境的领域的关注从水脏到水资源短缺，再到现在的水安全，这表明政府对国内水环境市场的认可，环保从过去的粗放型点源治理向大环境升级，从大众化、无害化向再生净化、资源化升级。目前，国内对水安全的关注度不高，国家近些年也逐渐注意到我国在水安全方面的标准有待提高，水安全也是重要的民生问题。

2018 年市场上有上千家的民营企业质押的股权面临爆仓的风险，而国资驰援的资金有限，并非对所有陷入困境的企业都施以援手。据统计，各地共提供了将近 700 多亿的纾困资金，但是只有 50% 的纾困资金真正落实到位。纾困方对被纾困企业的选择遵循一定的标准，并非盲目投资，即国资纾困的企业对象在行业内有一定的市场地位，具有核心竞争优势，发展前景良好并且股东控制权稳定。

碧水源是一家生态环境治理企业，在其细分的水环境治理领域，碧水源基本上处于领先地位，其自主创新的“MBR+DF”双膜新水源技术在国内水污染处理市场是重要的核心技术，该技术打破了发达国家对我国在该方面的垄断，有效解决

了国内水脏的问题；碧水源在研发海水淡化相关方面的技术已取得一些突破，终结国内不能生产海水淡化膜的局面，未来有可能通过淡化海水解决水资源短缺的问题；碧水源的膜过滤处理技术行业内遥遥领先，其膜法水处理技术市场应用占比达到 70%以上，国内市场占有率市场居第一，其研发的新型净水器将进入民用市场，关注居民饮水安全，并参与饮用水安全标准的修改制定工作。从上述内容中，更能够直观地理解国资为何选择碧水源进行纾困，拥有核心技术、发展前景良好，只是陷入缺乏流动性资金的困境，各项条件都符合国资纾困标准。

3.4 碧水源寻求国资纾困的方案

碧水源引入国资纾困的过程历经两年半终于完成，如图 3.3 所示，该过程涉及债权纾困和股权纾困两种形式。碧水源引入国资纾困的历程可分为两次，第一次纾困是 2018 年碧水源成为第一批应用央行设立的民企纾困工具的企业，凭借此工具成功发行低成本、高效率的债券；第二次是碧水源引入战略投资者纾困，整个纾困过程期限长，但相较于第一次纾困效果更明显，国资存在感更为强烈，对纾困双方的要求也高。

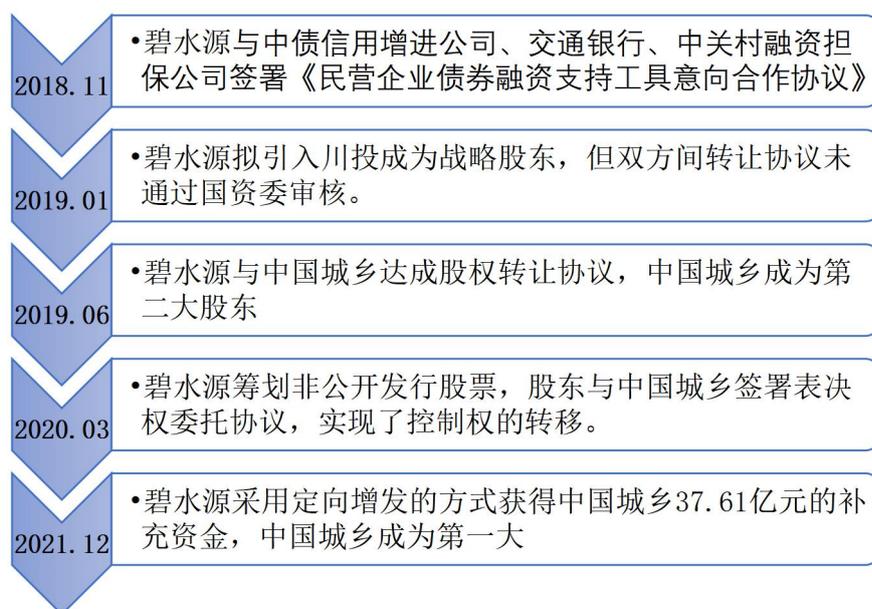


图 3.3 碧水源引入国资纾困的历程

3.4.1 借助债券融资支持工具增信，发行债券

2018 年中美贸易摩擦爆发、金融市场严监管，使得前期扩张过快的大型民营企业面临资金短缺、融资难等问题。为谋求快速发展多数民营企业抵押股权获取融资，而在资本市场持续低迷的情况下，高比例质押的股权有可能面临强行被平仓和发生控制权变的风险，企业需要融入足够的资金解除质押的股权，但因企业存在不确定因素较多，导致金融机构对民营企业的风险偏好下降，整个资本市场融资受限情况严重，企业可融入资金量大幅减少。因此，国务院开启多措并举的政策组合化解企业面临的股权质押危机，纾解民企融资困境；鼓励地方国资注入民营企业，引导混合所有制经济的发展。

为改善民企融资环境，政府出台纾困基金、民企债券融资支持工具等相关政策，通过出售民企融资工具支持企业发行债券，即以市场化方式助力民企融资，为暂时遇到财务困境的企业提供资金。民企债券融资支持工具是在第三方机构的运营下，最终从央行获取贷款资金。碧水源是北京第一批享用民营企业债券融资支持工具发行债券的企业，凭借信用风险缓释凭证增信成功发行期限为一年、票面年利率为 5.28% 的 14 亿元债券，短时间内增加企业的现金流，也向外界释放乐观的信号，给中小股东打“强心剂”。民企债券融资支持工具并不能直接使用融资，而是第三方担保增信间接融资。

3.4.2 协议转让股权，引入战略投资者

2019 年 6 月 4 日碧水源在官网披露《股份转让协议之补充协议暨协议生效的进展公告》，该公告的披露表示第二次纾困的第一阶段完成。碧水源原控制人及四位股东于同年四月签署《股份转让协议》，合计向中国城乡转让占公司股本的 10.71%，总价 31.89 亿元，协议中规定中国城乡分为两步支付转让价款，要求增加 2 名中国城乡的董事；同时碧水源履行业绩承诺，倘若业绩承诺未完成，碧水源当年内以现金支付差额。但因有股东放弃转让，双方在 6 月 4 日对《转让协议》重新进行了修订，中国城乡及其一致行动人持股比例降至 10.18%，转让金额变为 28.69 亿元，此协议生效后，刘振国不再是第二大股东，第二大股东变

为中国城乡。本次股权转让所筹集资金一部分将用于偿还带息负债，还有一部分将用来补充企业发展所需的流动性资金。

表 3.3 碧水源股权变化情况表

股东名称	转让前持股情况		转让后持股情况	
	持股数量（股）	持股比例（%）	持股数量（股）	持股比例（%）
文剑平	717,466,634	22.63%	538,099,975	16.97%
刘振国	424,996,847	13.40%	318,747,635	10.05%
陈亦力	114,103,202	3.60%	85,577,401	2.70%
周念云	26,482,605	0.84%	19,861,954	0.63%
中国城乡	0	0%	320,762,323	10.12%

数据来源：碧水源《股份转让协议》公告

3.4.3 签署表决权委托协议，实现控制权转移

2020年8月8日国资委通过中国城乡收购碧水源的认购方案，签署的《表决权委托协议》生效，该事项的披露表示第二次纾困的第二阶段完成。2020年3月11日，碧水源披露非公开发行股票的可性方案，在此次非公开发行股票成功之前，碧水源的三位股东同中国城乡签署协议，三人将合计持股13.4%对应的表决权委托给中国城乡，由于中交基金与中国城乡均为受中交集团控制的公司，中交基金构成中国城乡的一致行动人。所以，中国城乡加上一致行动人的股权中国城乡最终持有23.95%的表决权超过文剑平。《表决权委托协议》的生效实现了控制权的转移，中国城乡拥有对碧水源日常经营的一票否决权。

中国城乡协议中要求提名刘小丹、杜晓明和高德辉三名成员加入碧水源董事会，公司实际控制人正式由文剑平变更为国务院国资委，且董事会改组完成后中国城乡提名的董事占公司董事会半数以上席位；碧水源的财务总监由中国城乡人员担任，且总经理人选由中国城乡选定。此次委托决议的生效意味着碧水源的控制权转移到国资手中，从创业者的角度而言，控制权的转移是一件不好的事情，但从公司发展角度而言，控制人变为国资委，更有利于碧水源投入国家环保的大战略中，扩大自身的业务市场。毕竟环保产业的公益属性，国企在环保领域掌握更多头部资源，自2018年起越来越多的环保国有企业纷纷加入民营企业，此举

势必会挤压民营企业发展空间。国有环保企业产业链延伸，辐射范围越来越广。所以，碧水源引入国有企业是顺势之举，控制权的转移更有利于碧水源未来的战略布局。

表 3.4 碧水源表决权变动情况表

股东名称	持股数量（股）	持股比例	委托前表决权比例	委托后表决权比例
中国城乡（受托人）	320,762,323	10.14%	10.14%	23.54%
中交基金（一致行动人）	12,900,000	0.14%	0.41%	0.41
文剑平	498,251,477	15.74%	15.74%	15.74%
刘振国	318,747,635	10.07%	10.07%	-
陈亦力（委托人）	85,577,401	2.70%	2.70%	-
周念云（委托人）	19,861,954	0.63%	0.63%	-

数据来源：碧水源《表决权委托协议》公告

3.4.4 定向增发募集资金

2020年3月碧水源官网披露非公开发行股票的方案，直至2021年12月31日公布向中国城乡成功发行股票，表示碧水源第二次引入国资纾困三个阶段完成。此次交易的达成，中国城乡的股份持有比例达到20%，加上中交基金所持有的股份合计达到22.35%。定向增发完成后，委托协议中的表决权委托条款不再执行，中国城乡超过文剑平成为第一大股东。

表 3.5 碧水源定向增发后，股权变动情况表

股东名称	股份类别	本次发行前情况		本次发行后情况	
		持股总数	持股比例	持股总数	持股比例
文剑平	境内自然人	498,251,477	15.74%	498,251,477	13.71%
中国城乡控股集团有限公司	国有法人	320,762,323	10.14%	790,375,092	21.75%
刘振国	境内自然人	318,747,635	10.07%	318,747,635	8.77%
何愿平	境内自然人	124,960,473	3.95%	124,960,473	3.44%
国开创新资本投资有限责任公司	国有法人	112,339,506	3.55%	112,339,506	3.09%

数据来源：碧水源《关于申请向特定对象发行股票》公告

碧水源本次通过定向增发以现金形式募集了 35.74 亿资金,募集的资金使用无固定期限,公司可获得长期资金支持。将主要用于偿还有息负债,缓解企业的财务困境,剩余的用于补充流动资金,维持企业经营活动的正常运转。在非公开发行的公告中,双方对于董事与经营管理人选再未做任何要求,执行《表决权委托协议》中的对此方面的人事要求。相较于股权转让,这次的资金募集方式整个审核过程时间长,提交的审查文件繁杂,审批流程复杂。不同于股权转让,这次定向增发募集资金优化了碧水源的股权结构,使中国城乡与碧水源之间的联系更加紧密,有助于双方的深入合作,给资本市场传递碧水源经营状况向好的信号,提高了碧水源的市场竞争力。

4 碧水源引入国资纾困的动机分析

4.1 碧水源引入纾困前经营状况分析

4.1.1 财务状况分析

(1) 营业收入大幅下降

国家加大 PPP 项目监管之前，整个环保市场处于高度景气的状态。2017 政府出台政策对 PPP 项目实行强监管，要求各省级财政部门对 PPP 项目进行清库审查，规范 PPP 项目的融资，导致多数公司的业务都受到了影响。这一点从碧水源披露的财报中也可以看出，整理碧水源 2016 年—2019 年营业收入及营业成本变化情况如表 4.1 所示，碧水源 2018 年的营业收入同比下降了 16%，尽管碧水源已尽早地对风险项目进行了调整管理，但业绩还是下滑了；营业总成本同比下降了 11.4%，营业总成本的减少主要由营业成本减少引起，但 2018 年的利息费用比 2017 年高 84.26%，利息费用的增加主要是前期投入的项目贷款利息增加，以及为补充运营资金新增的银行借款，债券利息费用增加导致的。

表 4.1 碧水源 2016 年-2019 年营业收入及营业成本变化表

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	88.92 亿元	137.7 亿元	115.2 亿元	122.6 亿元
同比增长 (%)	70.5%	55%	-16%	6.4%
营业总成本	69.44 亿元	111.2 亿元	98.56 亿元	104.0 亿元
同比增长 (%)	85.5%	60.1%	-11.4%	5.5%

数据来源：碧水源的资产负债表数据整理

2019 年上半年碧水源的业务依旧受宏观环境的影响还是下降，但随着企业经营模式的调整，下半年的业绩有所恢复，营业收入和营业成本出现了小幅增长，不过该增长是前期生产扩张余温的体现，也代表了企业当前的资金需求。企业正常运营资金与之前承接的 PPP 项目收尾资金都需同时支持，再加上不可避免运营成本的增加，碧水源陷入流动性资金短缺的困境之中。

(2) 营运效率低下

整理碧水源 2016-2018 年资产负债表发现,总资产三年时间内从 318.1 亿元增加到 567 亿元,平均每年增加的总资产规模超过 100 亿元,新增资产主要是承接工程而形成的应收账款和存货,以及项目完工投入运营而形成经营性资产。碧水源营运能力衡量指标自大规模扩张以来基本上是下降的,表明企业整体运营效率低。尽管 2017 年应收账款周转率有小幅上升,是因为碧水源在 PPP 管控政策出台后,及时收回部分应收账款并对加强应收账款专项清理,但后续几年内应收账款周转率都是下降的,表明资金流动性变差,资金使用效率低,短期偿债能力下降;其他两个指标后续几年都是下降的,比较 2017-2018 三年的存货,发现存货分类中的建造合同形成的已完工结算资产增长幅度大。去整体而言,碧水源纾困前发展活力下降,经营效率低下,为后面出现营运资金不足的情况埋下“伏笔”。

4.2 碧水源 2016 年-2019 年营运能力指标表

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应收账款周转率(次)	2.598	3.096	2.174	1.893
存货周转率(次)	15.71	11.40	5.266	3.698
总资产周转率(次)	0.354	0.356	0.225	0.198

数据来源:碧水源年报整理计算

表 4.3 碧水源 2016-2019 年现金流量表

	2016 年	2017	2018	2019
经营活动产生的现金流量净额	7.518 亿	25.14 亿	13.05 亿	33.21 亿
投资活动产生的现金流量净额	-48.38 亿	-110.7 亿	-79.84 亿	-74.06 亿
筹资活动产生的现金流量净额	63.35 亿	71.23 亿	68.09 亿	37.99 亿
现金流量净额	75.59 亿	-14.52 亿	1.39 亿	-2.809 亿

数据整理:碧水源现金流量表整理

企业现金流受到影响是因为应收账款周转率的大幅下降。整理据披露的财报发现,碧水源应收账款在 2018 年和 2019 年都增长了超 10 亿元,2018 年应收账款账龄主要集中在 2 年内,不过超过 2 年的应收账款也有 10 亿元。如图 4.1 所示,应收账款占流动资产的占比在逐渐增加,表明企业资金回笼能力不断下降,资金周转灵活度下降。倘若应收账款增长规模过大,企业货币资金又无法支撑,那么企业有可能陷入流动性危机。碧水源的 2016 年—2017 年的现金流情况,正

好验证了碧水源可能已陷入资金短缺的困境中，如表 4.3 可见，2018 年的经营活动产生的净现金流较 2017 年下降了 13.05 亿元，经营性回收下降，将会给公司带来经营性风险，特别是短期现金流短缺的风险。

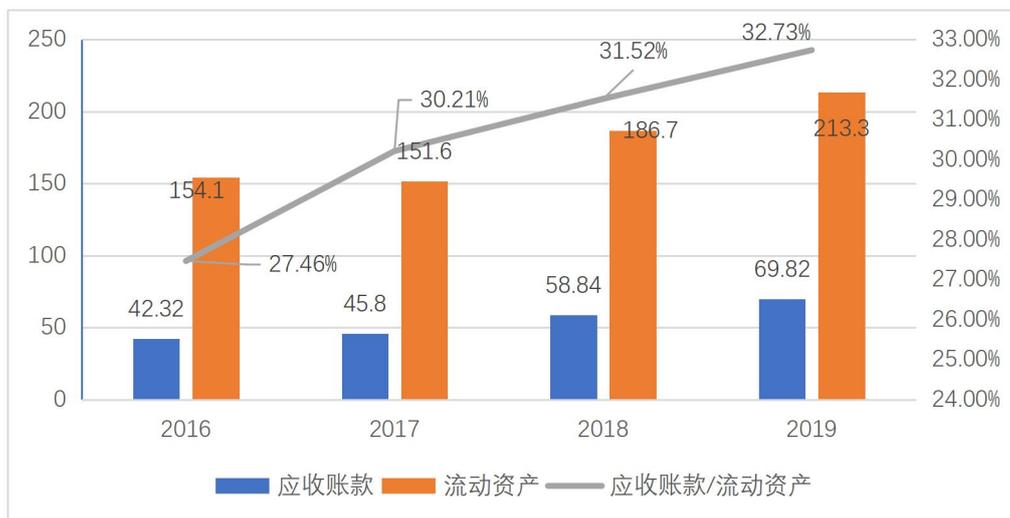


图 4.1 碧水源 2016 年-2019 年应收账款、流动资产及比值变动图

4.1.2 经营战略分析

(1) 外部环境分析

2017 年之前，我国整个资本市场较为宽松，加上“十三五”环保政策的出台，整个市场对环保行业持乐观态度。一些环保民营企业在资本市场的推动下，忽视风险管控盲目加杠杆承接大量项目扩张，企业资金处于高度紧绷的状态，2018 年国家规范金融市场以及严格管控 PPP 项目、使得资本市场出现动荡，股价持续下跌，造成部分为融资而高比例质押股权的企业面临平仓，出现大规模债券违约的情况。据官方统计数据，A 股上市的 62 家环保企业中接近一半 2018 年上半年净利润出现大幅下滑，碧水源也未能幸免。资本市场对环保行业的“热情”慢慢冷却，银行等金融机构贷款融资的门槛提高，民营环保企业获取融资的成本增加。在金融机构普遍收紧相关项目的背景下，民营环保企业开始积极寻求外援帮助，2018 年下半年开始掀起国资入主民营环保企业的浪潮。据统计，2017—2020 年，环保行业国资占股比例持续升高。

2018年资本市场的低迷不仅波及环保一个行业，其他行业也遭受了沉重打击。据统计，截止2018年底，A股上市企业中，大股东股权质押比例超过80%的企业将近900多家，如此大规模、高比例的股权质押爆发平仓危机，其引发的资本市场危机不可预估。为保证我国资本市场健康高效地运行，2018年11月习近平总书记民营企业座谈会议中强调各级政府应出台多项措施和政策帮助民企度过此次难关，纾解民企目前存在的质押风险。因此，各地方政府牵头陆续成立纾困基金对陷入困境的企业实施救助；国有企业采用股权纾困的方式向面临财务困境民企提供资金支持。

（2）企业自身发展战略

受PPP项目严格管控影响，碧水源2017年下半年开始逐步调整经营战略，回归以提供技术服务为主的业务模式。尽管2017年下半年起，碧水源加大企业的风险管控力度，减少不必要的开支，现金流有所好转，但是企业前期扩张步子迈得过大，仅是小幅度的调整并不能避免企业将要面临的问题。碧水源自PPP项目严格管控后，逐步消化PPP项目，缩减重资产的规模，调整业务结构，实现业务以轻资产运营为主。不仅如此，碧水源还想进一步开拓业务板块，进军商用及家用净水领域，通过多业务模式扩大膜技术与产品的应用市场。

碧水源自己制定的发展规划已完成前两个阶段，在污水处理与污水资源化领域已成为闻名全国的提供环境治理解决方案的提供商和膜产品生产商，碧水源的下个战略目标是扩大海外市场份额，力争成为具有国际竞争力的生态保护和环境治理企业。当前，碧水源在世界水务处理领域已具备一定的知名度，但要想成为世界级环保企业，凭靠民营企业的身份会有一定的局限性。所以，碧水源引入中国城乡作为战略投资者，有助于其开拓国外市场，同时也是顺应国家所提倡的逆向混合所有制改革，缩短实现目标的时间。

4.2 碧水源引入国资纾困的动因

4.2.1 化解高比例股权质押风险

从碧水源经营状况分析中，得出碧水源自大规模承接项目扩张以来，企业一

直处于营运资金需求高的状态，为获得充裕的资金企业采用贷款、发行债券、质押股权等形式获得融资。股权质押是股东（出质方）将股权质押给金融机构（质权方）的一种融资方式，相较于其他融资方式，其融资门槛低、融资效率高备受民营企业的青睐。但控股股东若质押的股权比例过高，在资本市场低迷，股价跌至平仓线以下，股东不能及时补充抵押物，可能会面临控制权转移的风险。根据碧水源股权质押的公告及向外透露的信息知悉，其大股东质押股权的资金基本用于企业的日常运转及偿还负债。在政府对 PPP 项目融资严格监管及中美贸易摩擦导致政府加大金融市场监管的背景下，碧水源前期扩张引发当时资金需求暴涨，开始频繁采用股权质押的方式融资，如图 4.2 所示，2016 年底股权质押笔数只有 109 笔，但在 2018 年 10 月质押笔数达到最高 374 笔，股权质押整体比例也从 16.2% 增加到 28.64%，其中控股股东股文剑平的质押比例最高，2018 年底质押股票占其持有股票的 84.12%，2017 年的质押比例也超过了 50%。



图 4.2 碧水源 2016 年 1 月至 2019 年 5 月纾困前股权质押变化情况图

在高比例的股权质押风险下，股价如图 4.3 所示股价处于持续下跌的状态，多笔股权质押低于质押预警线。股价从 2016 年的 47.6 元每股降至 7.56 元每股，所查数据段的最低股价，股价“斩腰”式下跌，在这种情况下，碧水源急需寻求合作伙伴对其进行纾困。2018 年资本市场上面临碧水源同类困境的企业很多，政府制定多措并举的政策组合出击，以化解企业的股权质押风险，避免大批企业

出现股权质押的爆仓。



图 4.3 碧水源 2016 年 1 月 2019 年 5 月纾困前股价日波动图

4.2.1 解决资金困境

根据前文碧水源经营状况的分析可知，碧水源正调整经营策略，转变业务模式，管控 PPP 项目新增数量，控制应收账款规模。但规模化扩张承接 PPP 项目的增多所带来财务成本的上升，企业融资总额的增加。但 2018 年资本市场低迷，市场流通资金减少，“融资难、融资贵”的问题愈发严重。况且，碧水源承接了大量的政府工程项目，受严格管控 PPP 项目政策的影响，收回政府工程款的时间拉长，导致碧水源的资金难以及时收回，企业资金将会陷入流动性风险。



图 4.4 2016 年至 2019 年纾困前资产负债率及行业资产负债率变化情况图

碧水源 2018 年之前融资金额中短期债务占比高，主要受市场融资歧视的影响，金融机构不愿向民营企业提供长期资金，但环保行业是一个投资期限长、投入资金大而回报期长的行业，企业发行短期债券来投资期限长、规模大的项目，有可能会使得企业陷入流动资金短缺的风险中，资金回流压力很大。尤其是碧水源还是一家研发、工程建造的企业，不论是技术研发还是工程建造都需要充足的现金流，企业的融资压力很大。由于碧水源短期债务融资占比过大，公司有大量的有息负债需要在短期内偿还，承受着较高的经营风险和较大的资金压力。

4.2.3 拓宽资源渠道

环保行业的发展与国家政策息息相关，是一个高政策敏感度的行业。环保企业的发展是跟随国家政策的走向，民营企业大规模业务普遍与各地政府或国资合作，与政府或国企间的联系更紧密获得优质环保项目的可能性越大。因此，碧水源选择与同是环保企业的国资合作，助于整合整个产业链条的上下游资源，进一步开拓业务市场，丰富产业链。中国城乡控股股东中交集团在 150 多个国家都有海外业务，其中部分国家具有完整的海外业务发展体系，碧水源可以与中交集团产业群合作拓宽国际项目业务渠道，尽早完成第三阶段战略目标。来自官方数据，民企融资贷款利率基本高于基准利率 25%左右，而国企和央企的融资利率在基准利率下。国资背书不仅增强其获得优质订单的优势，还可以增强企业信用，降低融资成本，拓宽融资渠道。

5 碧水源引入国资纾困后的效果分析

5.1 碧水源引入国资纾困后的融资效果分析

5.1.1 拓宽融资渠道，降低融资成本

碧水源接受国资纾困的形式有两种，一种是债权纾困，应用信用风险缓释凭证支持其发行短期融资债券，增加信用以期降低融资利率；另一种是股权纾困，通过“协议转让+定向增发”的方式引入战略投资者，借助其国资身份提高贷款信用以期降低融资成本。根据碧水源披露短期融资债券公告，利率整理如图 5.1 所示，碧水源短期债券发行利率整体下降了，2019 年发行的第一期短期融资券是第一次应用信用风险缓释工具，发行金融比以往金额大。2020 年，同等金额下利息比率最低。尤其在引入中国城乡后，各类债券市场发行利率都有所下降。2021 年发行的第二期短期融资券票面年利率 4.59% 是 2017 年以来的最低；2022 年第三期超短期融资利率降至 2.8%，创公司发债历史最低纪录。从短期融资利率看，碧水源引入国资纾困后，其融资环境明显得到改善，表明资本市场对碧水源未来可持续发展潜力的认可，一定程度上提升了碧水源资本市场的信用。

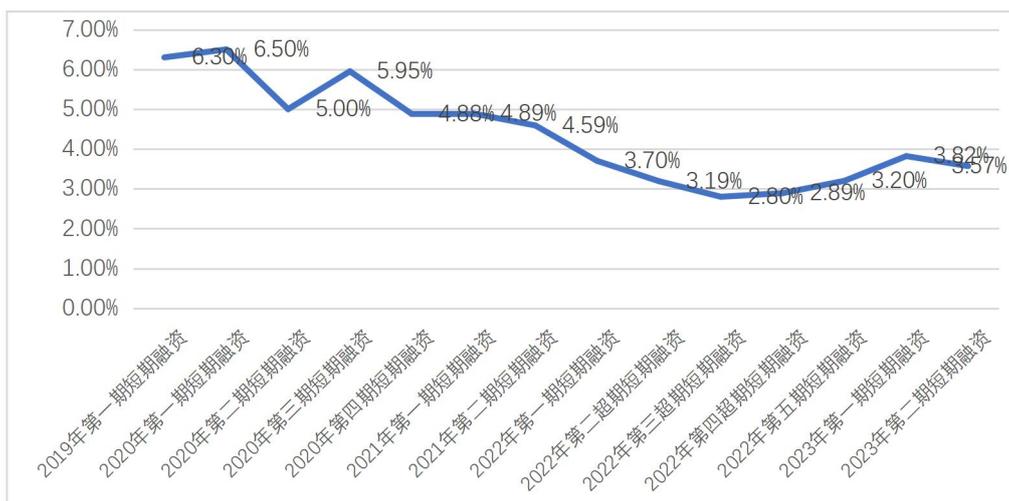


图 5.1 碧水源 2019 年至 2022 年纾困后发行短期融资券票面利率变化图

引入国资纾困后,在中交集团信用背书保障下,碧水源融资方式愈发多元化。碧水源在融资方面得到大力支持,中国城乡通过委托贷款等形式向碧水源提供日常经营以及偿还债务的流动资金;中交集团旗下的子公司也与碧水源建立合作,其中2021年6月中交雄安融资租赁与碧水源签署60亿元的战略合作,截至2022年第三季度,租赁公司已提供将近20亿的贷款;同时中国城乡牵头碧水源与各大银行达成合作,其中招商银行与碧水源签署金额为100亿元的授信额度。

上述分析主要针对外部融资成本进行了分析,下面想从内部融资成本的角度分析,根据融资约束程度的严重与否,判断融资成本的高低。融资约束指存在信息不对称和代理问题,使得外融资成本高于内融资成本,则降低融资约束程度,其实质是降低融资成本。衡量融资约束程度的指标有KZ指数、SA指数、WW指数,本文选择KZ指数。KZ指数是由外国学者Kaplan&Zingales提出,采用定性加定量的计算方法,计算公式如下:

$$KZ = -1.001909 \times \text{现金流量比率} + 3.1139193 \times \text{资产负债率} - 39.3678 \times \text{股利支付率} - 1.314759 \times \text{现金持有水平/总资产} + 0.2826389 \times \text{托宾Q值}$$

表 5.1 碧水源纾困后 KZ 各数值表

	现金流量比率	股利支付率	现金持有	资产负债率	托宾 Q 值
2017-12-31	0.005508	0.000617	0.013435	0.564368	1.492304
2018-12-31	0.002302	0.000217	0.0111678	0.614632	1.032985
2019-12-31	0.004929	0.000310	0.009212	0.657033	1.009608
2020-12-31	0.002242	0.000252	0.008799	0.656135	1.005614
2021-12-31	-0.002298	0.000133	0.005789	0.60289	0.980893

数据来源:国泰安 CSMAR 数据库

因只选取碧水源一个案例,本文将不会采用线性回归的方式计算,将直接使用所需数据直接计算 KZ 指数,计算出的 KZ 基础数据如表 5.1 所示,根据基础数据绘制的 KZ 指数图如图 5.2 所示,可以清楚地看到 KZ 指数在 2021 年明显下降,则表示融资约束程度得到显著缓解。从上文的分析中得知,碧水源自 2019 年引入国资纾困以来,外部融资成本的利率不断下降,引起内外融资成本差异减小;还有,碧水源引入中国城乡的整个过程获取 60 亿元的资金大部分用于补充现金流,引入后,中国城乡向碧水源提供委托贷款或借款,粗略统计 2021 年提供借

款将近 30 亿，在一定程度上提高碧水源的现金存量，并且 2020 年碧水源执行 25% 的股利分配方案，高股利分配、留存收益减少，最终导致 KZ 值数下降，融资约束程度减轻，融资成本降低。



图 5.2 碧水源纾困后 KZ 指数折线图

5.1.2 增加长期融资比例，优化债务结构

根据上文的分析，碧水源融资期限以短期为主，但企业普遍是投资长周期、大规模的业务，所以短债长投的错位并不利于企业长久发展。短期债务相较于长期债务而言，利率波动大，利息成本不确定性高；短期内还款，要求企业有充足的现金流应对债务，但是长期融资申请门槛高、条件苛刻、手续繁杂，加上资本市场对民营企业的信贷歧视不轻易向民企放长期贷款，多数企业会选择高效率、低门槛的短期融资方式。如图 5.3 所示，2017 年长短期借款基本无差额，流动负债比率远高于长期负债比率；在国资背景的加持下，碧水源的长期借款猛增达到 178.4 亿，长期负债比率呈大幅上升趋势，2021 年长期负债比率与短期负债比率基本持平，近两年的长短期借款变动幅度不大，2022 年长短期借款均有所下降，且流动负债比率上升，长期负债比率下降。2019 年长期借款大幅增加主要由质押借款大幅增加和新增抵押借款引起，碧水源从中国城乡及控股股东中交集团获得大额长期资金补偿流动性；短期借款减少主要是短期借款利息下降引起，但是短期借款基本保持一致，减少流动性负债的规模，优化了碧水源债务结构，提高其融资风险抗压能力。

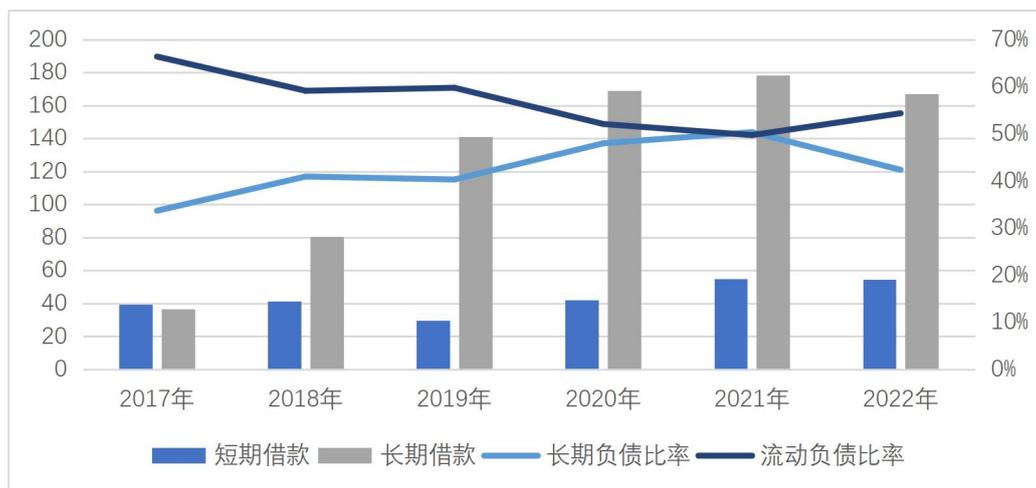


图 5.3 碧水源 2017 年至 2022 年债务融资长短期对比图

5.1.3 化解股权质押危机，缓解融资压力

碧水源在引入国资纾困之前，其股票质押笔数已达到 300 多笔，大股东文剑平质押的股票处于高位，为避免碧水源大股东股权被迫平仓，政府向其伸出援助之手，碧水源成为首批应用民企债券融资支持工具的企业，成功发行 14 亿元短融债，该笔资金除去解除部分质押的股权，主要用于了补充营运资金。该笔低成本、高效率的融资并未纾解碧水源高股权质押比例的风险。2019 年 6 月 4 日引入战略投资者中国城乡彻底化解了股权质押的风险，此次引入战略投资者碧水源获得 28.69 亿元的流动性资金，引入后的几个月内，两个大股东频繁解除的质押股权，截至 2019 年 9 月，文剑平质押的股票占其持有股票的 26.1%，尽管此后大股东仍有质押股权的行为，但质押目的不再是单一的融资，有效缓解了企业的融资压力。

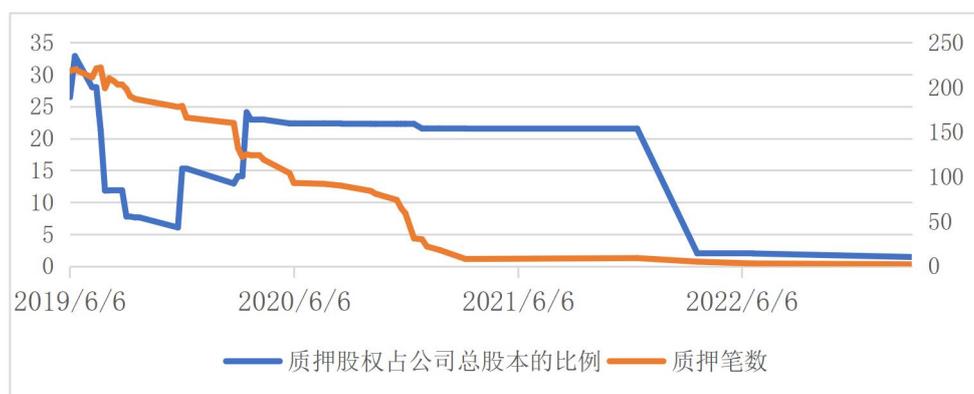


图 5.4 碧水源 2019 年至 2022 年纾困后股权质押占比及笔数折线图

5.1.4 融资效果评价

(1) 偿债能力分析

根据偿债能力的指标可以判断企业是否会面临财务风险,也能反映企业融资空间是否有限。如表 5.2 所示,短期偿债能力指标在纾困后均是上升的,2019 年至 2021 年以来短期负债在不断增加,而企业的经营活动净现金流入下降,意味着其对流动性负债和短期债务无能为力,并不能对短期负债提供保障,2022 年碧三季度,碧水源债务规模将要达到 300 亿元,现金短期债务比将近 0.6 倍。整体而言,碧水源在纾困后短期偿债能力有小幅度的提升,各项指标表现一般,面临的短期偿债压力还很大。

表 5.2 碧水源纾困前后偿债能力指标对比表

指标/年份	纾困前			纾困后			
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
流动比率	1.122	0.887	0.907	0.807	0.989	1.130	1.005
速动比率	1.090	0.812	0.820	0.701	0.976	1.116	0.997
资产负债率 (%)	48.65	56.44	61.46	65.70	65.61	60.29	59.47

数据来源:东方财富网整理

长期偿债能力指标在 2019 年-2022 年整体是下降,2019 年资产负债率是 65.70%,截至 2022 年资产负债率已降至 59.47%。在 2019 年-2022 年整个会计期间,碧水源采用股权转让、发行债券、融资租赁、借款和贷款等方式累计筹集资金上百亿元,除去偿还有息贷款,剩余资金全部用于补充日常经营活动的现金流。比较 2020 年和 2019 年的数据发现,2019 年股权转让募集了约 32 亿的资金,资产负债率只降低了 0.1%,主要因为碧水源的有息负债占比越来越重,2020 年带息债务 258.47 亿元,尽管 2020 年和 2019 年 PPP 项目承接量减少,但是已建设和等待建设的 PPP 项目还需要融资建设,所以长期债务还是在增加的债务,不过碧水源的债务结构相较于之前而言变得更加合理。如表 5.3 所示,碧水源纾困后资产负债率依旧高于行业平均值,但 2022 年其资产负债率数值趋于行业平均数,其流动性风险和财务风险还是较高高;与图中五个环保企业相比,碧水源引入纾

困后资产负债率下降幅度最大,下降了将近 5%,而其他企业的资产负债率在 2021 年还在小幅上升,表明环保行业的整体环境还处于低迷中,但是碧水源的长期偿债能力反而提升,说明中国城乡起到了很大的作用。

表 5.3 碧水源 2018 年-2022 年碧水源与行业内其他企业的资产负债表

公司名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
重庆水务	29.06%	30.13%	36.45%	43.57%	46.27%
首创环保	65.53%	64.68%	64.81%	65.01%	63.29%
创业环保	57.83%	60.30%	59.68%	61.53%	58.63%
三达膜	39.57%	24.55%	26.32%	28.34%	32.10%
平均数	51.67%	59.42%	51.67%	52.35%	57.63%
碧水源	61.46%	65.70%	65.61%	60.29%	59.57%

数据来源:东方财富网和各公司财报整理

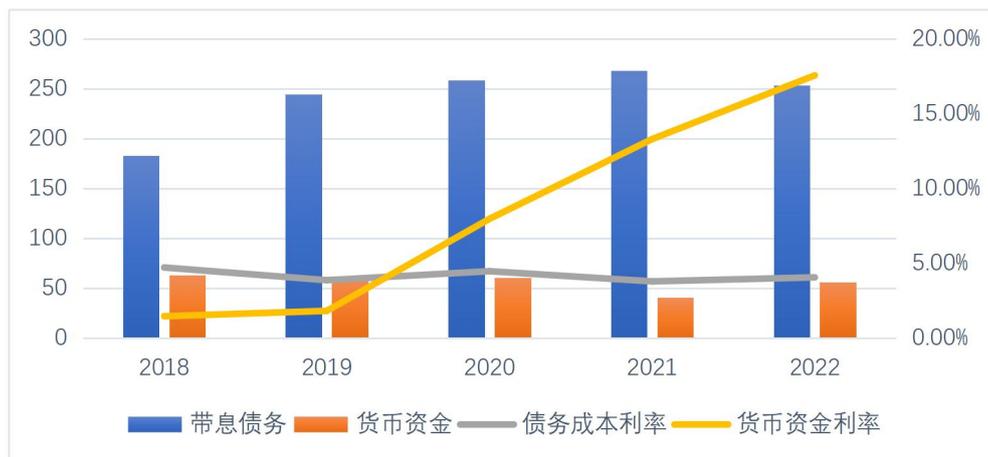


图 5.5 碧水源 2018-2022 年带息债务、货币资金变化图

在图 5.5 中可以直接看出,纾困后碧水源的带息债务逐年递增,从侧面说明,碧水源融资渠道通畅,不会再出现“融资难的问题”,企业融资环境得到改善,但是有息债务过重并不利于企业长期发展。不过 3%-6%是上市企业债务成本利率的合理区间,碧水源债务成本利率在区间内,债务成本利率明显下降,企业支付的融资成本大幅减少,正如上文中所分析的一样,引入国资纾困后首先带来融资成本的下降,央企的信用使得碧水源获得更好的融资条件,纾困以来,碧水源获得金融机构的授信额度有 450 多亿元,其中还有将近一半未使用,所以企业的融

资渠道是畅通的，如果碧水源以后将慢慢全面纳入央企信用体系，那其融资环境比现在更好。

(2) 现金流状况分析

如表 5.4 所示，根据财报整理的碧水源现金流情况表，2019 年至 2021 年碧水源的经营活动净现金流持续下降，三年内合计下跌 35.46 亿元，由 2020 年正 15.45 亿元转为 2021 年负 16.28 亿元，企业的经营活动产生现金收入大幅下降，主要是因为受疫情影响，项目回款期限拉长，导致经营活动现金流入量下降所致；不过 2022 年经营活动产生的现金流量净额较上年增加 18.95 亿元，上升的主要原因是碧水源在该报告期内收到了增值税的留抵退税费用，且企业加强资金管控，提高了下游单位的供应链支付比例，经营活动现金流出量减少。投资活动净现金流在 2019-2021 期间由过去的负值转为正值，主要是投资活动现金流出量减少所致，而其的减少主要是因为会计准则变更，原先计入投资活动现金流的 PPP 项目建造发生的支出，现计入经营活动；而 2022 年投资活动净现金额大幅增加的原因是 PPP 项目多数进入运营期，所需建设投资的资金减少，还有 2022 年加大清理力度收回两家子公司的股权处置款所致。筹资活动的现金净流入量整体是下降的状态，2019 年-2021 年筹资活动现金流入大幅增加了约 64 亿的资金，表明企业的整体融资能力不错，主要是通多股权融资和外部融资来补足资金缺口。

表 5.4 碧水源 2018 年至 2022 年纾困前后净现金流情况表

	2018	2019	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	13.05 亿	33.21 亿	15.45 亿	-16.28 亿	2.67 亿
投资活动产生的现金流量净额	-79.84 亿	-74.06 亿	-35.53 亿	-9.19 亿	3.65 亿
筹资活动产生的现金流量净额	68.09 亿	37.99 亿	20.37 亿	3.81 亿	4.05 亿

数据来源：碧水源 2018-2022 年报整理

5.2 碧水源引入国资纾困后的协同效果分析

5.2.1 加速业务模式转变

碧水源算国内最早承接 PPP 项目的环保企业，得益于 PPP 项目碧水源才能发

展到现在的规模，它也有早期以轻资产为主的技术型企业变为以重资产为主的建造类企业。2017年财政部出台PPP项目的严格管控和清理政策，受政策的影响碧水源调转业务布局，转向轻资产运营模式。根据整理碧水源财报发现，其与业务类型主要分为PPP和EPC，PPP项目碧水源需要承担投资、融资和建设，项目建成后拥有其特许经营权，期满后交还给授权单位；而EPC项目是碧水源承包项目设计、建造等工作，建成之后交给业主。对于碧水源来说，PPP项目可视为重资产项目，而EPC项目是轻资产项目，EPC项目企业无需获取大额融资，并且回款速度快，并不会占用企业过多现金流。如表5.2所示，自2017年起碧水源的PPP项目开始减少，2020年再没有新增PPP项目，而EPC项目在大幅增加，企业的业务重心转移到EPC项目上。碧水源重新调整经营战略，减少PPP项目的承接，重点抓资产运营质量，使得现金流得到改善。

中国城乡作为战略投资者，一直向碧水源提供优质的项目，促使碧水源有底气不再主动竞标回款慢，融资需求高的PPP项目，而是主动与中国城乡及中交集团旗下的公司进行合作，联合承接PPP项目，碧水源负责项目的设计与建造，资金由中国城乡承担。正是因为中国城乡强大的背景实力才有能力承托碧水源，加速碧水源业务模式的转变，集中精力做好技术创新。

表 5.5 碧水源 2017 年至 2022 年纾困前后 PPP 订单和 EPC 订单执行情况表

类型		2017	2018	2019	2020	2021	2022
PPP	新增订单	65	32	11	-	8	10
	尚未执行订单	5	1	1	-	-	-
	施工中订单	112	129	113	73	57	54
	运营中订单	26	38	51	91	105	114
EPC	新增订单	176	162	240	255	220	237
	确认收入订单	211	248	321	268	274	273
	期末在手订单	207	269	232	391	295	307

数据来源：碧水源 2017-2022 年报整理

5.2.2 开拓市场，实现资源整合

碧水源与中国城乡双方的业务的板块具有很强的互补性，双方合作属于强强

联合开拓市场。尽管中国城乡原先也有水务处理板块，但是其缺乏污水处理的核心技术，而碧水源恰恰是拥有国内先进的污水处理技术，其特有的膜过滤技术在世界上都赫赫有名，因其民营身份承接部分项目会有壁垒，所以双方的战略合作恰好实现互补，中国城乡提供业务渠道，碧水源提供技术，联合承接业务。根据报表，碧水源的五个业务板块可以正好与中国城乡及中交集团的内部单位的业务对接，整合环保产业链的上下游资源，促使碧水源与中交集团形成一个战略联盟，积极开拓市场。尤其是中交集团海外有完善的业务布局，掌握很多优质资源，双方的合作能够帮助碧水源打开海外市场，促进碧水源早日实现成为国际环保企业的目标。

碧水源在污水资源化领域拥有领先的技术，占有大部分市场，但是在民用净水器、市政与给排水领域的业务市场占有率不高，尤其是民用净水领域有绝对的弱势。碧水源自引入中国城乡以来，管理层不仅多次跟随中国城乡董事与政府部门座谈，就环保事项开展合作意向的讨论；还陆续到访中交集团旗下的公司开展业务合作交流，双方达成合作意向。2019年双方合作承接哈尔滨市城镇污水处理项目，此项目打开双方在业务层面的战略合作，双方的协同效应逐步显现。2019年至2021年期间，双方合作项目金额近300亿，双方和合作模式中交集团或中国城乡牵头，其余中交旗下的企业以联合体的形式投标，碧水源主要是提供环境治理解决方案及设备分包，碧水源不再单独承接PPP项目，现在是与中交集团旗下企业联合承接PPP项目。

表 5.6 碧水源与中国城乡合作项目汇总表

项目名称	开始时间	金额	项目类型
海南省文昌市污水处理项目	2020年12月	5.5亿元	PPP项目
湖北省监利长江大保护生态环境综合治理	2022年10月	16亿元	PPP项目
山西大同东郊污水厂搬迁项目	2020年9月	7.28亿元	PPP项目
河北省廊坊市霸州市全市污水处理设施及配套管网工程全覆盖项目	2021年3月	20.4亿元	PPP项目
中山市未达标水体综合整治工程第一标段	2021年6月	31.5亿元	PPP项目
哈尔滨市城镇污水处理项目	2019年10月	51.34亿元	PPP项目
洪湖市施墩河湖中心河片区综合治理	2021年2月	13.85亿元	PPP项目

数据来源：碧水源公司官网披露项目整理

中国城乡将碧水源纳入旗下水务环保行业优质专业平台，双方多次在河流治理、污水处理、海水淡化等领域开展深度合作，已经合作了多个大型环境治理项目，合作项目累计金额已有上百亿，还有近百个环保项目等待落实。碧水源就农村治污项目与东北市政总院开展合作和市政工程西南设计研究总院在水环境治理方面达成合作，凭借其先进的技术与两院合作交流其在水环境处理取得的成果，促进与中国城乡整个环保产业的协同配合。碧水源不仅与中国城乡业务合作密切，还与中交集团旗下的公司开展业务交流与合作，中交集团旗下房地产等建造类企业居多，碧水源与房地产商开展在民用净水器的业务合作，通过房产商将净水产品推广给业主，有望扩大市场份额，提高碧水源民用净水器的销量，扩大碧水源净水产品的知名度。

5.2.3 业务协同评价

上文针对碧水源与中国城乡业务的协同进行了分析，发现碧水源自引入中国城乡以来，与中交集团及中国城乡联合参与了很多项目，表中的项目都是碧水源与中交集团旗下的子公司作为联合体中标的项目，一方提供业务资源渠道，另一方提供技术，双方联合各自的优势进行业务协同，推动碧水源主营业务产品的推广应用，促进营业收入增长。

表 5.7 碧水源 2018 年至 2022 年营业收入构成明细表

单位：元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
市政行业	8,055,749,200	4,005,665,813	2,280,955,612	2,261,747,731	849,512,955
环保行业	8,055,749,200	8,249,654,714	7,336,620,153	7,287,033,653	7,840,251,125
外埠地区	1,426,744,128	1,148,220,082	8,305,923,036	7,080,621,712	6,600,531,823
北京地区	10,091,065,29	11,107,100,446	1,311,652,729	2,468,159,673	2,089,232,257

数据来源：碧水源 2018-2022 年报整理

如表 5.7 所示，碧水源的业务按地区分为外埠地区和北京地区，主要业务市场在外埠地区，2020 年猛增 70 亿，主要是因为碧水源与中国城乡在 2020 年开展密切的业务合作，在 2019 年 10 月的第一次合作之后，双方经营策略达成共识，

碧水源聚焦于膜核心技术的研发及应用与推广，中国城乡为碧水源搭建合作平台，重点在工程项目的承建。按行业分为市政行业和环保行业，市政行业在引入纾困的当年猛增 1 个多亿，但受疫情的影响，市政项目基本停滞不开工，营业收入大幅下降。

表 5.8 碧水源 2019 年至 2022 年主要业务板块的收入及毛利率情况表

业务名称	项目	环保整体解决方案	运营服务	市政与给排水工程	城市光环境解决方案
2019 年	收入（亿 元）	80.25	-	17.52	22.53
	占比（%）	65.48	-	18.39	39.64
	毛利率（%）	33.19	-	6.64	39.64
2020 年	收入（亿 元）	49.32	21.12	7.59	15.22
	占比（%）	51.28	21.96	7.89	15.84
	毛利率（%）	28.19	32.41	6.79	40.47
2021 年	收入（亿 元）	47.94	24.93	6.93	15.69
	占比（%）	50.21	26.10	7.25	16.43
	毛利率（%）	26.91	32.79	7.62	39.90
2022 年	收入（亿 元）	50.86	27.54	3.24	5.25
	占比（%）	58.53	31.70	3.73	6.04
	毛利率（%）	31.36	33.11	12.49	8.67

数据来源：国泰安 CSMAR 数据库整理

碧水源的业务按产品分为环保整体解决方案、市政与给水工程等几个部分，其中的运营收入是 2020 年新增，主要是前期建设的 PPP 项目进入运营期可以收取经营收入。因企业的营业收入在引入纾困后的三年内都是下降的，所以各板块的业务收入都在下降，其中下降幅度相比而言市政与给水项目最大，2020 年将近是 2019 年的一半，市政与给水业务的下降一部分因为疫情导致的工期耽搁，还在于企业将业务重心转移到环保整体解决方案上面，没有过多资源投入市政与给水项目的建设，不过自引入后，毛利率有小幅上升。碧水源的环保整体解决方案业务主要是 PPP 项目，尽管该板块的业务收入在减少，但实际上，中国城乡的引入提高了碧水源在这个板块的业务量，因为自 2019 年以来，碧水源一直在管控 PPP 项目的增长，该板块的业务收入应该大幅下降，从报表看并未出现大幅降低的情况，因为碧水源与中国城乡合作建设的基本都是 PPP 项目，所以双方的协

同效应在这个板块显现出来。不过因为该模块涉及碧水源的核心技术，所以毛利率水平相对较高，且变动幅度不大。

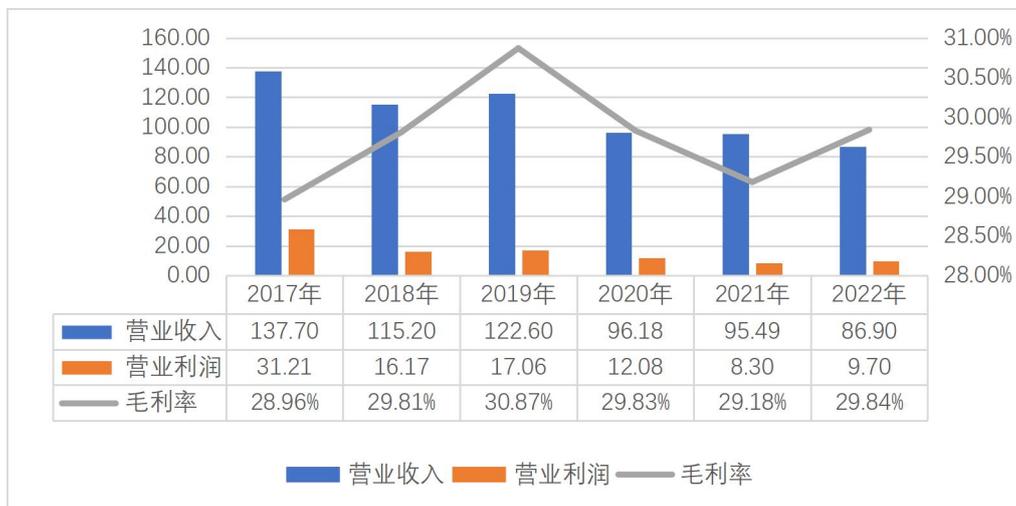


图 5.6 碧水源 2018-2022 年的利润变化情况图

如图 5.6 所示，2019 年营业收入自碧水源陷入危机以来第一次出现上涨，尽管只上涨了将近 6 亿元，但意味着碧水源在引入中国城乡纾困后的经营状况有所好转，遏制了之前营业收入大幅下跌的趋势，况且 2019 年环保行业还处于寒冬，整个环保市场形势并不明朗，部分企业还在流动性困境中挣扎，而碧水源的经营业绩在中国城乡的拉动下同比上涨了约 6 个百分点，增长主要源自市政行业中的市政与给水业务，其较上一年同比增长 43.23%，中国城乡的国资背景确实降低政府项目的承接歧视，并且碧水源管理层过次跟随中国城乡参加政府座谈，这也是市政业务增加的原因之一。2020 年与 2021 年营业收入的下降主要受外界因素疫情的影响，项目工期延缓所致；营业利润在纾困后同样是下滑，2019 年到 2021 年下降了将近 8.5 个亿，在经营活动的收入下降，而成本因原材料价格上涨，加上资产损失增长和投资收益大幅下降所致。尽管折线图上碧水源毛利率变化明显，其实际毛利率保持在 30% 左右，变化不明显，主要因为碧水源是高科技企业，拥有自主研发的技术在市场具有极强的竞争力，与其他同类型企业形成壁垒。碧水源不再是单打独斗，现在与中交体系下的各个企业开展多维度战略合作，实现强强互补，寻找业绩新增点。2020 年与 2021 年整体的经营业绩在纾困

后有下降的趋势，但从业务、融资等方面来看，中国城乡确实给碧水源的经营带来积极影响，尽管 2022 年的营业收入还在下降，但是营业利润同比增长 16.11%，毛利率有小幅上升，主要是碧水源因为抓住市场机遇，与中交集团在战略和业务上展开协同，放大水务主业优势，实现市场和业务稳步提升。所以碧水源引入国资纾困的业务效果还需要在排除疫情的影响下再看。

5.3 碧水源引入国资纾困后的治理效果分析

5.3.1 完善治理结构

相较于债权纾困，股权型纾困涉及股权转让，引入异质性股东，有利于完善股权结构，优化公司治理，进而提升治理水平。异质性股东的加入为何引起治理水平的提升呢？主要体现在：一，一家企业拥有不同性质的股东，股东之间可以形成制衡的力量，防止“一股独大”的情况出现；二，股权纾困可以在协议中增加纾困方参与公司治理的条款，况且中国城乡是作为战略投资者进入碧水源，战略投资者有一个条件就是企业有意愿且有能力参与公司治理，督促企业日常经营，及时做到数据披露；对于企业章程存在不合理或缺失的地方，有权利制定或修改章程，提升治理水平。

（1）董事会变动情况

碧水源引入中国城乡签署的协议中，要求增加董事参与公司治理，并且副董事长必须是中国城乡派过去驻扎的。董事会相当于股东将日常管理的权力委托给董事，其是股东的代理人；董事会上讨论着关乎企业未来经营方向的策略，董事作出决议指导企业接下来的发展，决策的好坏影响着企业绩效。双方签署的协议条款中约定，中国城乡未来不会参与企业经营，只是通过董事会行使股东权利。

如表 5.9 所示，引入中国城乡后董事会发生的变动。2019 年签署的《转让协议》中约定中国城乡增加两位董事（刘涛和孙维健），刘涛担任副董事长，这两位董事分别具有丰富的项目开展经验和法律风控经验，代表股东提名的董事是了解环保市场的运营，拥有丰富的管理经验，在重大决策上把控方向。碧水源董事会人员由原先的 7 位变为 9 位，独立董事 3 人不变；提议修改股利分配比例，

由 25%降至 15%；协议中，还对财务制度提出修改意见。2020 年和 2021 年中国城乡的董事各增加一名，这两年分别发生委托权转让和定向增发成功，在《补充协议》提到要对董事会和监事会改组，高管人员要调整，公司章程要修改，其中董事会改组后，中国城乡成为具有一票否决权的大股东，中国城乡董事要占一半以上。所以中国城乡董事增加多，除去三名独立董事，四名非独立董事中只有文剑平一人是碧水源的董事，利益归属上中国城乡股东占大多数。中国城乡委派董事参与企业的日常经营决策，监督经营战略的执行，强化董事会职责，使得董事会结构更加合理。

表 5.9 碧水源纾困前后董事会变动情况表

职位	2017	2018	2019	2020	2021
董事长	文剑平	文剑平	文剑平	文剑平	文剑平
副董事长	刘振国	刘振国	刘涛	刘涛	黄江龙
董事	戴日成	戴日成	孔维健	孔维健	孔维健
董事	龙利民	龙利民	刘振国	刘小丹	刘小丹
董事	-	-	戴日成	杜晓明	杜晓明
董事	-	-	-	高德辉	许爱华
独立董事	樊康平	樊康平	樊康平	傅涛	傅涛
独立董事	王月永	王月永	王月永	王月永	王月永
独立董事	刘文君	王凯军	王凯军	王凯军	王凯军
独立董事	-	-	谢志华	-	-

数据来源：碧水源 2017-2021 年报整理

(2) 经营管理层变动情况

纾困后，高级管理人数并未发生变动。中交集团向中国城乡委派财务总监徐骥监督企业整体经营状况以及资金运转情况，并未对碧水源管理层做大调整，主要是因为，中国城乡对碧水源的经营业务不太熟悉，先委派一个管理层了解企业运转流程，为以后参与经营管理做准备。碧水源在 2021 年成为第一大股东后，委任黄江龙任总经理，正式参与碧水源日常经营管理，表明中国城乡对碧水源的经营管理不再是观望投票状态，正式参与碧水源的日常经营管理，不过主要经营管理人员是碧水源原管理层。

表 5.10 碧水源纾困前后监事会变动情况

职位	2017	2018	2019	2020	2021
总经理	戴日成	戴日成	戴日成	戴日成	黄江龙
副总经理	刘振国	刘振国	刘振国	刘振国	戴日成
副总经理	龙利民	龙利民	龙利民	龙利民	刘振国
副总经理	刘建军	刘建军	刘建军	刘建军	龙利民
副总经理	-	-	-	-	刘建军
财务总监	阚巍	阚巍	徐骥	杜晓明	杜晓明
董事会秘书	张兴	张兴	张兴	张兴	张兴

数据来源：碧水源 2017-2021 年报整理

5.3.2 优化股权结构

碧水源引入国资纾困之前，其股权结构也有异质性股东国开行，国开行是在 2015 年碧水源发展状况最好的时候入股碧水源，因国开行持有比例过低，并未对碧水源的股权结构起到影响；2019 年碧水源的第二次引入国资纾困后，股权结构发生变化，中国城乡以持有 10.14% 的股权成为第二大股东，的比例，此次纾困并未实现控股；直到一年以后，碧水源定向增发成功，中国城乡及一致行动人持有碧水源 23.95% 的股权成为控股股东。中国城乡作为异质性股东，其持股占比的增大在一定程度上可以制衡非国有股东，起到优化股权结构的作用降低信息不对称，更好地保障中小股东的利益。

由表 5.11 所示，碧水源的股权纾困前后，最大的两个股东合计持有股票占比基本一致，股权集中度也未发生太大变化，不过加入的大股东是异质性股东，能够使各个股东之间形成制约，防止一方话语权过大，使得股权结构较为合理。再者，引入的新股东是国企，其雄厚的背景使得其持有可以震慑住其他股东。作为战略投资者的中国城乡，其投资是长期持有的，不会短时间内出售股权，注重长期的利益回报。

表 5.11 碧水源纾困前后十大股东变化情况表

2018 年			2021 年		
股东名称	股东性质	持股比例	股东名称	股东性质	持股比例
文剑平	境内自然人	22.77%	中国城乡控股集团有限公司	国有法人	21.75%
刘振国	境内自然人	13.49%	文剑平	境内自然人	13.71%
新华基金-民生银行-新华基金-民生银行-碧水源定增 1 号资产管理计划	其他	4.37%	刘振国	境内自然人	8.77%
何愿平	境内自然人	4.27%	何愿平	境内自然人	3.44%
陈亦力	境内自然人	3.60%	国开创新资本投资有限责任公司	国有法人	3.09%
国开创新资本投资有限责任公司	国有法人	3.57%	交通银行股份有限公司--汇丰晋信低碳先锋股票型证券投资基金	其他	1.77%
梁辉	境内自然人	2.94%	陈亦力	境内自然人	1.66%
香港中央结算有限公司	境外法人	1.58%	梁辉	境内自然人	0.91%
GICPRIVATE LIMITED	境外法人	1.11%	香港中央结算有限公司	境外法人	1.41%
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	其他	1.05%	交通银行-汇丰晋信动态策略混合型证券投资基金	其他	0.87%

数据来源：国泰安 CSMAR 数据库整理

5.3.3 治理效果评价

目前，我国企业的治理效果考核主要是从经营决策效果，董事会制度、财务透明与信息披露、经营运作以及诚信与过失五个维度分析。根据查阅碧水源对外披露的资料来看，碧水源引入国资纾困以来，信息披露相较于之前更加透明及时，证监会和碧水源就诚信与过失维度没有披露任何负面公告，董事会制度基本按照碧水源原有制度，未进行大幅修改。剩余两个维度，本文选择市盈率和市值两个指标衡量治理效果。如果公司治理不受外部环境过分干扰，股价能够评定一项决策是否给企业带来利益，所以，市值可以很好地衡量公司治理效果。

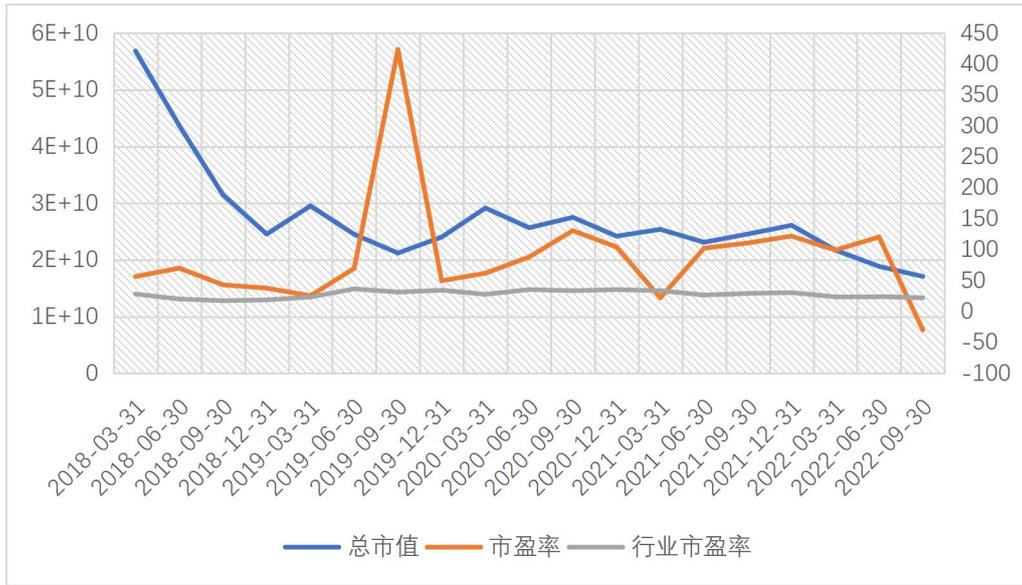


图 5.7 碧水源 2018 年至 2022 年市盈率、总市值变化图

如图 5.7 所示，碧水源引入中国城乡之前总市值在不断下跌，引入后，市值波动幅度不是特别大，基本保持在一条水平线上。这表明中国城乡的进入稳住了碧水源大幅下降的股价，外界对于碧水源引入国资纾困这一事件持积极态度，愿意持有或购买碧水源的股票，侧面反映出公司治理状况良好。市盈率可以衡量股价与企业盈利水平之间的关系，与行业相比，碧水源的市值基本在行业之上，在所属环保行业排名在前列，碧水源的股价明显偏高，资本市场特别看好碧水源未来的发展，认可其股票的高成长性。

6 结论与启示

6.1 研究结论

2018年宏观市场的变化、金融强监管政策的出台，使得整个资本市场笼罩在低迷的氛围中，A股市场大幅缩水、股价下跌惨烈导致上千家企业质押的股权爆仓，企业面临股票被平仓的风险。低迷的市场使得通过常规渠道融资难上加难，因此，政府出台纾困政策要求国有企业驰援陷入困境中的民营企业。本文基于上述背景，分析碧水源引入国资纾困的动因，以及引入后的效果进行评价，得出以下结论：

第一，民企引入国资纾困的动因主要是资金困境引起企业寻求纾困的行为。企业缺少足够的流动性资金解除高比例质押的股权，保障企业的经营业务正常运转。民企“融资难，融资贵”是普遍存在的问题，但当企业危机爆发的时候，“融资贵”不是问题，“融资难”才是亟须解决的中心问题。在资本市场流通资金大幅下降的情况下，常规的融资方式并不能快速融入大量资金，而国资纾困正解决了短时间内融入大量的资金，降低了市场的信贷歧视，国有资本的加持提升了企业的信贷信用评级，帮助企业在短时间内以较低的成本融到资金，高效率地解决资金困境。碧水源基于“资金链断裂+业务布局”的考虑，引入国资纾困利用双方的战略合作，最初目的化解股权质押的风险、化解企业的资金流动性困境，最终以期实现战略协同。

第二，民企引入国资纾困短期内能够提升企业的绩效；理论而言，如果双方能磨合出适应双方共同发展的战略决策，国有资本的引入应该有助于企业的长期发展。从上文的分析可知，碧水源引入国资纾困后几年内市值基本保持在一个水平线，意味着资本市场看好双方的合作，认为中国城乡的进入你能够提升企业的绩效，尤其在疫情加上环保行业寒冬，碧水源的营业收入还能保持住，反映出引入中国城乡确实能提升碧水源的绩效。但是近两年内碧水源的绩效有下降趋势，可能受疫情影响，环保项目无法开工导致了业绩的下滑，排除外部市场环境的干扰，中国城乡的加入在一定程度上提高了碧水源的竞争力和市场份额。

第三，国资纾困即双方的战略合作，双方在业务、融资等方面形成良好的战略效应。民企引入国资纾困的效果不单单体现在缓解短期流动性风险上，更表现在国有资本入股，民营企业可以获得更多资源便利、完善治理结构。碧水源在纾困前已是水环保行业的龙头企业，这是能成功引入中国城乡入资的重要原因；纾困后，碧水源不仅能够获得国有资本带来的政治优势，还可与其合作拉动更多的业务发展，自身优势加上外部资源优势促使碧水源取得更好的发展，同时中国城乡也能够借助碧水源进一步自身完善环保板块的布局，整合优势资源，实现“1+1>2”的效果。

6.2 研究不足

本文在研究上存在的不足有以下几个方面：第一，案例研究本身存在的局限，以碧水源作为单一的案例研究可能不能对中小企业提供广泛的参考价值，同样的纾困模式可能因企业的不同会产生不同的效果。第二，由于碧水源是2020年下半年开始引入国资纾困，引入纾困中后这几年受疫情影响，多数环保项目未开工，所以在探究引入国资纾困的长期效果时无法排除此因素的影响，碧水源的长期绩效指标并未有明显上升。第三，本文的有些研究内容需要企业内部数据，但因内部数据无法获取，研究数据主要来自官网对外披露数据，所以本文研究过于浅显，还需深入挖掘，考虑市场宏观环境的影响。

参考文献

- [1] Allen N. Berger. Financial Markets in Central and Eastern Europe Stability and efficiency perspectives[J]. *Rutledge Studies in the European Economy*, 2007 (8):52-54.
- [2] Alicia Garcia-Herrero, Danial Santabarbara. Does the Chinese banking system benefit from foreign investors?[M]. Boston : Harvard Business School Press, 2008:47~51.
- [3] Anderson R, Puleo M. Insider Share-Pledging and Equity Risk[J]. *Journal of Financial Services Research*, 2020, 58(6):1-25.
- [4] Allen F, Qian Y, Tu G, et al. Entrusted Loans: A Close Look at China's Shadow Banking System[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 133(1):18-41.
- [5] Brumm J, Grill M, Kubler F, et al. Collateral requirements and asset prices[J]. *Discussion Papers*, 2013, 56(1):1-25.
- [6] Cull, R., Xu, L. Institutions, ownership, and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1):117-146.
- [7] David D. Li. Changing Incentives of the Chinese Bureaucracy[J]. *William Davidson Institute Working Papers*, 1998, 88(2):393-397.
- [8] Duncan, R. Price or Politics? An Investigation of the Causes of Expropriation[J]. *Australian Journal of Agricultural and Resource Economics*, 2006, 50(1):85-101.
- [9] Fan J. P. H. , Wong T. J. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia[J]. 2002, 33(3):401-425.
- [10] Mishkin F S. Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?[J]. *American Economic Review*, 2009, 99(2):18-41.
- [11] Shleifer A, Vishny R W. A Survey of Corporate Governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2):737-783.
- [12] 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.
- [13] 柏若云. 民营企业融资障碍与解决途径探讨[J]. *经营管理者*, 2022(05):59-61.
- [14] 蔡海静, 陈晓静. 环保民企引入国有资本纾困研究——以碧水源为例[J]. *财务与会计*, 2021(01):49-52.

- [15]陈文哲,郝项超,石宁.境外战略投资者对银行高管薪酬激励有效性的影响[J].金融研究,2014(12): 117-132.
- [16]董小红,孙文祥,李哲.民营企业引入国有资本能缓解融资约束吗?[J].管理学报,2021,34(04):92-108.
- [17]杜丽贞,马越,陆通.中国民营上市公司股权质押动因及纾解策略研究[J].宏观经济研究,2019(7):148-160
- [18]段传英.战略投资者与公司治理问题探讨?[J].财富生活,2020(2):1-1.
- [19]胡加明,吴迪.股权结构与企业绩效之谜[J].东岳论丛,2020,41(10):97-113.
- [20]郝阳,龚六堂.国有、民营混合参股与公司绩效改进[J].经济研究,2017,52(03):122-135.
- [21]黄一松.民营企业股权质押风险、国有资本参股与地方政府纾困[J].当代财经,2022(07):138-148.
- [22]侯丽,姜力文,侯德帅,周雪峰.控股股东股权质押与资本结构动态调整[J].预测,2021,40(03):47-54.
- [23]刘惠好,焦文妞.国有股权参股、融资约束与民营企业金融资产投资[J].现代经济探讨,2022(04):70-82.
- [24]李井林.混合所有制改革有助于提升国有企业投资效率吗?[J].经济管理,2021,43(2): 56-70.
- [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]黎文靖,李耀淘.产业政策激励了公司投资吗[J].中国工业经济,2014(05):122-134.
- [27]李广予,刘力.债务融资成本与民营信贷歧视[J].金融研究,2009(12):137-150.
- [28]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.
- [29]孙永祥,黄祖辉.上市公司的股权结构与绩效[J].经济研究,1999(12):23-30.
- [30]上官志平,李作凯.国民融合催生混改新路径[J].国资报告,2019(1):105~108.
- [31]唐玮,夏晓雪,姜付秀.控股股东股权质押与公司融资约束[J].会计研究,2019,(6):51-57.
- [32]吴梓境,张波.纾困基金的运行机理、投资模式与创新路径[J].河北经贸大学学报,2019,40(03):40-46+67.

- [33]吴冲锋,刘晓薇.中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J].经济研究,2008,43(7):130-141.
- [34]吴兴宇,王满.“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,2021(02):41-49.
- [35]邢哲,全自力.我国银行业引进战略投资者绩效分析——基于后金融危机实证检验[J].浙江金融,2012(09):9-10.
- [36]夏常源,贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].南开管理评论,2019,22(5):165-177.
- [37]辛静.深市民营企业纾困方式梳理及纾困效果分析[J].证券市场导报,2019(10):74-78.
- [38]夏常源,贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].南开管理评论,2019,(5):165-177.
- [39]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.
- [40]杨典.公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析[J].中国社会科学,2013(01)72-94.
- [41]余汉,杨中仑,宋增基.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,2017,43(04):109-119.
- [42]张玉兰,强春侠,高路遥,周小洲.融资约束、商业信用与民营企业财务绩效[J].会计之友,2021(10):67-73.
- [43]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.
- [44]邹丰华,张晨.民营企业与国有资本合作对创新水平的影响[J].税务与经济,2021(03):95-103.
- [45]张朋丽.我国民营企业融资困境应对策略浅析[J].财务与会计,2019(15):83.
- [46]曾敏,李常青,李宇坤.国有资本参股何以影响民营企业现金持有?——基于合作优势和竞争制衡的双重视角[J].经济管理,2022,44(04):134-152.
- [47]郑嘉义.深市公司国资国企改革情况与问题分析[J].证券市场导报,2019(11):53-60+67.
- [48]张庆,张文瑶.上市公司股权质押纾困新思路[J].财会月刊,2020(03):24-30.

致 谢

行文至此，思绪万千。脑海中划过三年里遇到特别的人和事，各种心情涌上心头，不知从何写起。回首求学时光，百感交集。求学之路是顺利的也是坎坷的，是满足的也是遗憾的，是憧憬的也是迷茫的，在纠结的心情中前行。至此，我将要踏上新征程，回顾三年时光，感谢曾向我伸出援手的人们，感恩教会我成长的人们，是你们成就了现在的我。

“桃李不言，下自成蹊”，感谢导师杨瑚老师的谆谆教诲。在张掖实践期间，感谢导师对我们生活无微不至的关心，学术研究上的指导，学生不才，研究生三年内未能协助老师完成科研项目。论文写作从选题到最终定版，感谢导师的指点，尤其是在选题期间，老师给予我很多的指导意见，助我确立选题；还要感谢蔡师姐的倾囊相助，在整个论文的写作过程中提了很多建设性意见。

读研三年，疫情三年。始于2020年，终于2023年，特殊三年的时光是难以忘怀的，但也是再也不想经历了……三年的记忆是独特的，也是带有伤感的。满怀期待进入校园，因特殊的事情厌恶校园，但庆幸于三年里我遇到的每个人都是友善的，三观契合的舍友、热情的同学、新交的朋友是我读研三年里动力的补给站，感谢在这特殊三年里的陪伴，以至于我永远对我的读研时光怀有美好记忆。同时，也想感谢一下，疫情中维持我们生活正常运转的老师们，谢谢他们的保护，我校园内并未感染病毒。

身体发肤，受之父母。感谢家人二十五年里的照顾，给予我经济的支持，让我可以安安稳稳地求学。也谢谢他们的理解与宽容，治愈我不开心的时光。父母之恩，犹天地也。

感谢坚持中的自己，一路走来的艰辛只有自己懂。感恩不放弃的自己，请坚持到最后吧！