

## 摘要

近年来，国家在深化改革的过程中，为了优化国有资本的配置，提升运营效率，重点推进国有企业混合所有制改革。随着混合所有制改革的深入，混合所有制的改革模式也不再局限于国有企业引入非国有资本，民营企业为了缓解融资与经营环节中的问题，在市场的激烈竞争中稳住发展的脚步，也纷纷选择逆向混合所有制改革——民营企业引入国有资本并使得国有资本获得其控制权或股东大会多数投票权。逆向混合所有制改革有多种路径可供选择，逆向混改所带来的也并非全为正面的协同效应，也会出现混改失败等情况。因此，民营企业在计划进行逆向混改时，应充分分析自身及引入对象的具体情况，以产生正面的财务协同效应与经营管理协同效应为目标，选择恰当的逆向混改路径，提升自身财务与经营管理的绩效。

本文的案例研究对象为风电行业的代表性民营企业之一——通裕重工股份有限公司，其在 2020 年引入珠海港控股集团有限公司为控股股东兼战略投资者受到了广泛的关注。本文总结了学术界对于逆向混改及协同效应的相关研究，从委托代理理论、政治关联理论和协同理论等角度对民营企业逆向混改的路径与协同效应进行了分析。在案例介绍和研究部分，本文梳理风电行业民营企业逆向混改的整体情况，分析通裕重工逆向混改的背景、路径与过程，运用案例研究法和事件研究法，从财务协同效应、经营管理协同效应和市场反应三个角度深入分析逆向混改为其带来的协同效应，得出以下结论：首先，在逆向混改路径方面，通裕重工选择股权转让和表决权委托，签订战略合作协议，管理层改组，增资扩股的路径引入珠海港集团为新控股股东，有助于解决委托代理问题，发挥协同效应；其次，在协同效应方面，第一，通裕重工逆向混改产生较为明显的正向财务协同效应，如融资能力，偿债能力，盈利能力和营运能力提升；第二，逆向混改产生正向的经营管理协同效应，如管理效率提升，代理成本降低，获取更多业务资源与政府补助，创新能力提升等；第

三，逆向混改事件对通裕重工股价产生了显著的积极影响，投资者超额收益增加，产生正向的市场反应；最后对本文的结论进行总结，为同行业或类似行业民营企业逆向混改提供启示。

本文的贡献在于，此前的文献研究集中于国企为主视角引入非国有资本的混合所有制改革，而对于以民营企业为主视角进行逆向混改的研究仍有待补充，本文有助于丰富民营企业逆向混改的研究；此外，本文对通裕重工逆向混改前的动因、混改中的路径及混改后的协同效应进行全过程的分析，在实践上可以为相关行业民营企业逆向混改提供较新的案例以借鉴。本文的不足在于，本文通过公开信息渠道获取企业及行业相关信息并进行分析，因而与实际情况的准确性和完整性可能存在偏差；其次，本文选择单一案例为研究对象，部分结论客观上不具备普适性；最后，通裕重工进行逆向混改及其混改后进行战略协同是一个长期的过程，本文对于通裕重工逆向混改的协同效应分析时期较短，部分经营管理和财务协同效应尚未完全体现，在成文后仍需对通裕重工逆向混改的案例持续关注以改善该项不足。

**关键词：**民营企业；逆向混改；协同效应

## Abstract

In recent years, in the process of deepening reform, in order to optimize the allocation of state-owned capital and improve operational efficiency, the state has focused on promoting the reform of mixed-ownership of state-owned enterprises. With the deepening of the reform of mixed-ownership, the reform mode of mixed-ownership is no longer limited to the introduction of private capital by state-owned enterprises. In order to alleviate the problems in the financing and operation links and stabilize the pace of development in the fierce market competition, private enterprises have also chosen the reverse mixed-ownership reform - private enterprises introduce state-owned capital and make state-owned capital obtain its control right or the majority voting right at the shareholders' meeting. There are many ways to choose from in the reform of reverse mixed-ownership. The reverse mixed-ownership reform will not bring all positive synergies, and it will also fail. Therefore, private enterprises should fully analyze the specific conditions of themselves and the introduced objects, select the appropriate path of reverse mixed transformation, avoid negative synergy as much as possible, and improve their financing, profitability, operation and management capabilities when planning to carry out reverse mixed transformation.

The case study object of this paper is Tongyu Heavy Industry Co., Ltd., one of the representative private enterprises in the wind power industry. Its introduction of Zhuhai Port Holding Group Co., Ltd. as the controlling shareholder and strategic investor in 2020 has received widespread attention. This paper summarizes the academic research on the reverse mixed reform and its synergy, and analyzes the synergy of the reverse mixed reform of private enterprises from the perspective of principal-agent theory, political relevance theory and synergy theory. In the case introduction and research part, this paper combs the overall situation of the reverse mixed-ownership reform of private enterprises in the wind power industry, analyzes the background, path and process of the reverse mixed-ownership reform of Tongyu

Heavy Industry, and uses the case study method and event study method to deeply analyze the synergy effect of the reverse mixed-ownership reform from the three perspectives of financial synergy, operation and management synergy and market response, and draws the following conclusions: (1) in terms of the reverse mixed-ownership reform path, Tongyu Heavy Industries chose the equity transfer and voting power entrustment, signed the strategic cooperation agreement, reorganized the management, and introduced Zhuhai Port Group as the new controlling shareholder through the way of directional additional shares; (2) in terms of synergistic effect, 1) Tongyu Heavy Industry's reverse mixed reform brings more obvious positive financial synergy, such as the improvement of financing ability, solvency, profitability and operating ability; 2) the reverse mixed transformation has a positive operation and management synergy effect, such as improved management efficiency, reduced agency costs, access to more business resources, and improved innovation capacity; 3) the reverse mixed reform event had a significant positive impact on the share price of Tongyu Heavy Industry. Finally, the conclusion of this paper is summarized to provide inspiration for the reverse mixed reform of private enterprises in the same industry or similar industries.

The contribution of this paper is that China's mainstream policy and literature research focus on the traditional mixed-ownership reform, that is, the introduction of non-state capital by state-owned enterprises, while the research and policy on the reverse mixed reform of private enterprises are still lacking. This paper is helpful to enrich the research on the reverse mixed reform of private enterprises; In addition, this paper analyzes the whole process of Tongyu Heavy Industry's motivation before the reverse mixed reform, the path in the mixed reform and the synergy after the mixed reform, which can provide a relatively new case for private enterprises in relevant industries to learn from in practice. The inadequacy of this article is that the company information involved in this article is understood and analyzed through public information and media interviews and reports, so it may lead to understanding deviation of the real situation, or the aspects involved are not comprehensive; Secondly, this paper chooses a single case as the research object, and some conclusions are not universal objectively; Finally, it is a long-term process for Tongyu Heavy Industry to carry out the reverse mixed reform and its strategic synergy after the mixed reform. The analysis period of the synergy effect of Tongyu

Heavy Industry's reverse mixed reform in this paper is relatively short, and some of the operational, management and financial synergy effects have not been fully reflected. After being written, it is still necessary to pay attention to the case of Tongyu Heavy Industry's reverse mixed reform to improve this deficiency.

**Key Words:** Private Enterprises; Reverse Mixed-ownership Reform; Synergistic Effect

# 西南财经大学

## 学位论文原创性及知识产权声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明，因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。

本人同意在校攻读学位期间论文工作的知识产权单位属西南财经大学。本人完全了解西南财经大学有关保留、使用学位论文的规定，即学校有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权西南财经大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印、数字化或其他复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于

1、 保密，在\_\_\_\_\_年解密后适用本授权书。

2、 不保密

特此声明。

学位申请人： 陈栢元

2023年5月18日



# 目 录

<b>1.绪 论</b> .....	<b>1</b>
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 研究内容与方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究方法.....	4
1.4 研究贡献与不足.....	5
1.4.1 研究贡献.....	5
1.4.2 研究不足.....	6
<b>2.文献综述</b> .....	<b>7</b>
2.1 主要概念的界定.....	7
2.1.1 混合所有制.....	7
2.1.2 逆向混改.....	8
2.1.3 协同效应.....	8
2.2 逆向混改的动因研究现状.....	9
2.2.1 提升融资能力.....	9
2.2.2 建立政治关联.....	9
2.2.3 提升创新能力.....	10
2.2.4 突破行业壁垒.....	10
2.3 逆向混改的协同效应研究现状.....	10
2.3.1 经营管理协同效应.....	11
2.3.2 财务协同效应.....	12



2.3.3 市场反应.....	12
2.4 文献述评.....	13
<b>3.理论基础与理论分析.....</b>	<b>14</b>
3.1 理论基础.....	14
3.1.1 委托代理理论.....	14
3.1.2 政治关联理论.....	15
3.1.3 协同理论.....	16
3.2 民营企业逆向混改的动因理论分析.....	16
3.2.1 外部动因.....	17
3.2.2 内部动因.....	17
3.3 民营企业逆向混改的路径理论分析.....	18
3.3.1 民营企业逆向混改的路径分析.....	18
3.3.2 逆向混改路径的特征分析.....	22
3.4 民营企业逆向混改的协同效应理论分析.....	23
3.4.1 财务协同效应分析.....	23
3.4.2 经营管理协同效应分析.....	23
3.4.3 市场反应分析.....	24
3.4.4 民营企业逆向混改的协同效应的特征分析.....	24
3.5 本章小结.....	25
<b>4.风电行业民营企业逆向混改背景及现状.....</b>	<b>26</b>
4.1 风电行业发展现状.....	26
4.1.1 风电行业高速增长.....	26
4.1.2 风电行业民营企业面临的问题与挑战.....	28
4.2 风电行业民营企业逆向混改现状.....	28
4.2.1 风电行业上市民营企业逆向混改现状.....	29
4.2.2 风电行业拟逆向混改上市民企财务状况分析.....	30
4.3 本章小结.....	35
<b>5.通裕重工逆向混改的动因及路径分析.....</b>	<b>36</b>
5.1 案例选择.....	36
5.2 通裕重工简介.....	37

---

5.3 珠海港（投资方）概述.....	38
5.3.1 珠海港简介.....	38
5.3.2 珠海港股权结构.....	39
5.3.3 珠海港投资战略.....	39
5.4 通裕重工逆向混改的动因分析.....	39
5.4.1 外部动因.....	39
5.4.2 内部动因.....	40
5.5 通裕重工逆向混改的路径.....	43
5.5.1 风电行业上市民营企业逆向混改的路径概览.....	43
5.5.2 通裕重工逆向混改的路径分析.....	45
5.6 本章小结.....	48
<b>6.通裕重工逆向混改的协同效应分析.....</b>	<b>49</b>
6.1 财务协同效应分析.....	49
6.1.1 偿债与融资能力分析.....	50
6.1.2 盈利能力分析.....	51
6.1.3 营运能力分析.....	53
6.2 经营管理协同效应分析.....	55
6.2.1 股权变化—控股股东由司兴奎变为珠海港集团.....	56
6.2.2 原珠海港集团人员加入通裕重工董监高.....	58
6.2.3 代理成本及员工薪酬、数量情况.....	58
6.2.4 政府补助情况.....	62
6.2.5 业务协同.....	62
6.2.6 创新能力.....	67
6.3 市场反应研究.....	68
6.4 本章小结.....	72
<b>7.研究结论、启示与展望.....</b>	<b>73</b>
7.1 研究结论.....	73
7.2 研究启示.....	74
7.2.1 逆向混改前.....	74
7.2.2 逆向混改后.....	75

7.3 研究展望 .....	76
参考文献 .....	77
后 记 .....	83
致 谢 .....	84
在读期间科研成果目录 .....	85

# 1.绪 论

## 1.1 研究背景

二十世纪九十年代，我国混合所有制改革雏形形成，1992年党的十四大首次明确了建立社会主义市场经济体制的改革目标。1993年，十四届三中全会通过《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，我国混合所有制改革逐步拉开序幕。

二十一世纪以来，混合所有制改革在经济高速发展的同时不断深化。2013年，十八届三中全会指出“要积极发展混合所有制经济”，并明确“国有资本、非国有资本交叉持股、相互融合的混合所有制经济是社会主义基本经济制度的重要实现形式”。在此之后，混合所有制改革的常见形式有以下两种：一是国有企业引入非国有资本的改革，即传统意义的国有企业混合所有制改革；二是非国有企业引入国有资本的改革，即本文所指的民营企业逆向混合所有制改革。

2018年4月中央财经委员会首次提出“结构性去杠杆”，明确了我国去杠杆的政策。然而，在去杠杆政策不断深化的大背景下，2018年起民营企业日益面临更多的融资难问题。

近年来，在“双碳”目标<sup>1</sup>指引下，我国提出“构建以新能源为主体的新型电力系统”。在新能源大类行业当中，风电行业技术成熟，且商业化较高，国家的支持性政策使得风电行业迎来高速发展。但是，风电行业前期投入大，经营周期长，民营企业财务压力较大，需要保持充足的现金流以持续经营，诸多民企已引入或计划引入国资实施逆向混合所有制改革，而风电行业的下游电力行业为关系国家安全和国民经济命脉的行业，国家对风电行业重视程度高，

---

<sup>1</sup>2020年中国明确提出力争2030年前二氧化碳排放达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和目标。

国资有意入主风电行业。

在此背景下，本文选择通裕重工股份有限公司（简称“通裕重工”）于 2020 年引入珠海港控股集团有限公司（简称“珠海港”）的案例，研究通裕重工逆向混改的路径及其引入国有资本带来协同效应，从而为同行业或类似特殊行业民营企业逆向混改提供借鉴价值与建议。

## 1.2 研究意义

本文在理论方面有助于丰富民营企业逆向混改的研究，在实践方面有助于为同行业及类似行业的民营企业逆向混改以解决融资难题，发挥协同效应提供范例，并为国有资本入主优质民营企业，充分推行国家政策提供参考。

### 1.2.1 理论意义

在理论方面，现有的研究主要集中在国有企业混合所有制改革的动因、国企混合所有制改革的经济后果上，而本文以民营企业为主视角，研究其逆向混改的动因、路径及其协同效应，有助于丰富民营企业逆向混改的研究。

此外，本文通过案例研究法，以通裕重工股份有限公司引入珠海港集团进行逆向混改的案例进行研究，梳理风电行业民企逆向混改的现状与特征，并从财务协同效应，经营管理协同效应和市场反应的角度去分析通裕重工逆向混改产生的协同效应，为风电行业及类似行业民营企业逆向混改的相关理论研究提供借鉴。

### 1.2.2 现实意义

在实践方面，在去杠杆的大背景下，我国民营企业在融资与业务方面均受到消极影响，而作为重资产重负债的风电行业首当其冲。同时，国家也积极推动民营企业发展，风电行业也在“双碳”政策红利中得到极大发展。风电行业因其行业特殊性，风电民企在面临融资、经营困难时更加倾向于引入国资进行逆向混改，建立政治关联，而本文所研究的通裕重工则是风电行业的代表

企业之一。本文希望通过对通裕重工逆向混改的典型案例的研究，去为同行业及类似行业的民营企业在如此背景下解决融资难题，发挥协同效应提供范例，并为国有资本入主优质民营企业，充分推行国家政策提供参考。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

本文通过梳理逆向混合所有制改革和协同效应相关文献，结合相关理论，对通裕重工逆向混改的案例进行分析，以探究民营企业逆向混改的路径与协同效应。

本文的研究框架如下：

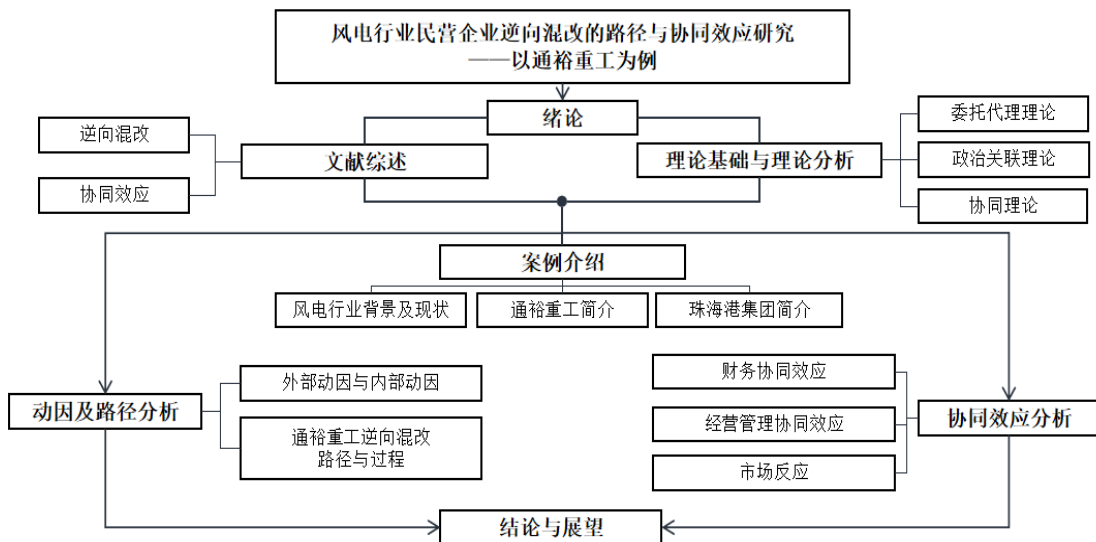


图 1-1 研究框架图

如图 1-1，本文主要分为以下七个部分：

第一部分为绪论，首先介绍了当前与研究相关的政策背景，介绍了民营企业特别是风电行业民营企业进行逆向混改的现实因素；其次，论述了本文研究的理论及现实意义；再次，介绍了本文研究内容与研究方法；最后，介绍了本文的研究贡献与不足。

第二部分为文献综述，对国内外学者的研究现状进行总结。对文中涉及

的主要概念作出界定，明确“混合所有制”、“逆向混改”和“协同效应”的概念，梳理并归纳民营企业逆向混改动因的相关研究，然后总结民营企业逆向混改所带来的常见的协同效应，为后文的研究提供文献支持。

第三部分为理论分析，介绍了与本文研究的相关的理论基础并进行理论分析，主要有委托代理理论、政治关联理论与协同理论，为后文研究通裕重工逆向混改的案例提供理论支持。

第四部分为风电行业民营企业逆向混改背景及现状，首先介绍介绍我国风电行业民营企业的发展现状及其所面临的问题与挑战，以说明风电行业民营企业进行逆向混改的现实背景；其次介绍了风电行业上市民营企业逆向混改现状及拟逆向混改企业逆向混改前的财务状况，以强调风电行业民营企业逆向混改的紧迫性。

第五部分为通裕重工逆向混改的动因及路径分析，首先介绍选择该案例的原因，然后分别对通裕重工与珠海港控股集团有限公司进行简要介绍；再从内外两方面对通裕重工逆向混改的动因进行分析，并具体分析了通裕重工逆向混改的路径与过程。

第六部分为通裕重工逆向混改的协同效应分析，分别从逆向混改后财务协同效应、经营管理协同效应与市场反应三个方面进行分析，得出通裕重工逆向混改带来较为明显的正向财务协同效应、经营管理协同效应与市场反应。

第七部分为研究结论、启示与展望，对本文的结论进行总结，为同行业或类似行业民营企业逆向混改提供启示，最后提出了论文的不足和今后的研究方向。

### 1.3.2 研究方法

本文运用的主要研究方法如下：

#### （1）案例研究法。

本文通过收集通裕重工逆向混改的相关数据与信息，梳理通裕重工的混改路径，并对通裕重工逆向混改后的财务协同效应，经营管理协同效应和市场反应进行分析，研究民营企业逆向混改的路径与协同效应，并提出相应的启示与建议。

### （2）事件研究法。

本文通过研究事件发生前后的上市公司股票价格的变动，以检验该事件是否带来超额收益或损失。本文将观察通裕重工初次公告对珠海港集团的控制权转移事项前后股价的变化，分析该事件带来的超额收益和累计收益（损失），以获知市场对于通裕重工逆向混改的反应，以评价企业本次逆向混改事件的协同效应。

### （3）文献研究法。

本文通过知网、Wind 数据库、巨潮资讯网等渠道，查阅并梳理国内外逆向混改和协同效应的理论文献资料，搜集风电行业民营企业逆向混改的案例信息，结合风电行业、相关企业的关键性的指标数据，将理论与数据结合以研究具体问题。

## 1.4 研究贡献与不足

### 1.4.1 研究贡献

第一，在学术研究方面，当前混合所有制改革相关的研究主要关注国企引入非国有资本进行混改，而对于民营企业逆向混改的研究仍有待扩充；细分到行业层面的研究，风电行业的关注度在近年推行“双碳”的政策下才逐渐得以提升，前人的文献研究较少，本文有助于丰富风电行业民营企业逆向混改的研究。

第二，本文所研究的案例（通裕重工引入珠海港集团）在行业内具有代表性且新颖，通裕重工重资产重负债的运营模式，并所处竞争激烈的风电行业，融资能力对其非常重要，在行业内掀起逆向混改潮流之初便已率先完成逆向混改，能够起到引领行业发展的表率作用。本文对通裕重工逆向混改前的动因、混改中的路径及混改后的协同效应进行全过程的分析，在实践上可以为相关行业民营企业逆向混改提供较新的案例以借鉴。

第三，本文案例可引出进一步的研究，在国有资本角度，珠海港集团立足于原有的风电运营业务的基础，先后入主通裕重工与天能重工，推动产业协同与战略协同，推进集团能源业务板块的强化，带来良好的协同效应，为国有



资本的投资、整合、发展相关研究提供了研究范例。

#### 1.4.2 研究不足

第一，本文通过搜集通裕重工的年度报告、公司公告以及公司新闻等公开信息，梳理出了通裕重工逆向混改的路径，并对通裕重工引入珠海港集团逆向混改的动因和协同效应进行分析，但并未真实前往公司实地调研与采访，因此资料与数据的准确性与全面性在客观上存在不足，未来仍需深入地研究以完善不足。

第二，本文以单一企业的逆向混改事件作为案例研究对象，由于行业划分标准以及主营业务构成的差别，导致同行业数据在进行比较时并不能完全客观反映所选案例企业与行业的异同，并且非上市公司的财务及其他关键数据难以获取，因此本文的部分研究结论在客观上无法完全适用于风电行业所有民营企业。

第三，通裕重工进行逆向混改及其混改后进行战略协同是一个长期的过程，通裕重工于2020年6月引入珠海港集团，本文对于通裕重工逆向混改的协同效应分析时期较短，部分经营管理和财务协同效应尚未完全体现，这在一定程度上影响对民营企业逆向混改的协同效应研究的全面性，在成文后仍需对通裕重工逆向混改的案例保持关注以改善该项不足。

## 2.文献综述

本章首先对本文研究的主要概念“混合所有制”、“逆向混改”和“协同效应”进行界定，再梳理了逆向混改的动因和协同效应的研究现状，总结国内外学术界相关研究成果，为后文的研究提供文献支持。

### 2.1 主要概念的界定

#### 2.1.1 混合所有制

1993年，党的十四届三中全会构建了我国社会主义市场经济体制的基本框架，首次提出了混合所有制的概念——“财产混合所有的新的财产所有制结构。”1997年，党的十五大报告明确提出“以公有制为主体，多种所有制经济共同发展”的基本经济制度，提出非公有制经济是我国社会主义市场经济的重要组成部分。随着现代企业制度的建立，国有企业改革深入推进，我国开始大力发展混合所有制经济，大批混合所有制企业蓬勃发展。

2013年，党的十八届三中全会的决定提出，“积极发展混合所有制经济，国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济。允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。”《全面深化改革决定》将混合所有制经济界定为“国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合”。混合所有制不仅是一种经济形态，而且是一种社会经济的组织方式。混合所有制企业属于新型的股份制企业，它是由公有资本和非公有制资本两个部分联合参股而建立起来的。公有资本包含国有资本和集体资本，非公有制资本包含民营资本和外国资本。

混合所有制经济是在我国的改革开放的过程中，随市场需求逐步形成的。推进企业混合所有制改革，采用国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持

股、相互融合的资本组织形式，可以促进各种所有制资本相互促进、相互发展，从而提升混合所有制企业的市场竞争力和经济效益，促进高质量发展。

### 2.1.2 逆向混改

逆向混改即“逆向混合所有制改革”。逆向混合所有制改革是混合所有制改革的特殊形式。

2015年，国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，鼓励以非国有企业为主体引入国有股东。由此，具有成长潜力或发展前景的民营企业可以选择引入国资，进行股权融资以及战略合作。“逆向混改”即民营企业引入国有资本并将控制权转移至国资方的过程，属于特殊的混合所有制改革，逆向混改与国企引入民营资本的改革主体存在区别，路径具有相似性。

在本文的研究中，逆向混改指民营企业引入国有资本并使得国有资本获得其控制权或股东大会多数投票权，从而转变为国有控股的企业。民营企业逆向混改的路径主要是增资扩股、股权转让、表决权委托和发行优先股。

### 2.1.3 协同效应

协同效应是指系统内的各个要素相互作用而产生统一的作用方向与效果，并且产生的协同效果优于某个因素单独产生的效果。

从企业角度来看，协同效应可以分为：财务协同效应和经营管理协同效应。民营企业逆向混改后，国有资本取得民营企业控制权，会对企业的财务和经营管理等方面产生影响。同时民营资本引入国有资本作为战略投资者，也会产生明显的外部协同效应，如市场反应。民营企业与国有资本的联合，有利于发挥双方资源优势，共同促进企业发展。

本文所研究的协同效应，是指在民营企业逆向混改后所产生的财务协同效应与经营管理协同效应。

## 2.2 逆向混改的动因研究现状

### 2.2.1 提升融资能力

罗党论和甄丽明（2008）研究指出，企业在向银行借款时，由于道德风险问题与信息不对称，银行更倾向于向财务风险低的企业提供贷款。在银行看来，当国有企业不能偿还贷款时，政府会为其分担责任，因此，国有企业利用与政府的密切关系，更容易得到贷款。杜颖洁和杜兴强（2013）指出，在市场经济条件下，民营企业处于弱勢的竞争地位，所以很多民营企业都希望和政府保持良好的关系，从而获得政府和银行等方面的优惠和优待。

此外，刘畅等（2020）实证研究结果表明，地方政府融资平台对国有大型商业银行的中小企业贷款产生了明显的挤出效应。在民营企业融资的影响因素的研究中，地方政府融资平台进行债券融资，国有企业的财政资源优势，均在一定程度上使得民营企业融资渠道受限(魏革军等，2021)。

### 2.2.2 建立政治关联

国内外学者对民营企业建立政治关联的动机进行了研究。民营企业在资源配置上存在劣势，主要体现在资源获取、政府补助和人才等方面。在资源获取方面，民营企业引入国有资本的行业背景常常是生产资源价格的大幅上涨。而通过逆向混改，将有助于民营企业以更低的成本获取这些关键生产资源(Duncan, 2016)。Bruner 等(2002)指出，民营企业通过建立政治关联，政府资源会向企业倾斜，企业会获取更多便利。在世界各国，政治关联均普遍存在，企业与政府建立政治关联，增进与银行的关系，有助于获得更多银行贷款，从而财务绩效提升(Boubakri, 2012)。Fisman 和 Raymond (2001)研究发现，相较于不存在政治关联的企业，具有政治关联的企业往往会获得更好的经营效益。

在政府补助方面，相较于国有企业，民营企业获得的政府补助金额更少(刘亚莉等，2010)。民营企业引入国有资本，能够为企业争取更多的政策支持和政府补助（陈建林，2015；余汉等，2017）。

在人才资源方面，部分民营企业坚持传统家族经营的理念，高水平人才

倾向于流向国有企业(孙鹏宇, 2020)。民营企业管理和经营理念缺乏创新,对优秀人才的吸引力不足,从而导致人才的缺乏,企业竞争力受限(宫庆祝, 2020)。

### 2.2.3 提升创新能力

竺李乐等(2021)指出,国有资本有助于提升企业资信水平,从而提升融资能力,获取更多银行贷款,在研发创新上有充裕的资金,进而提升整体创新能力和突破式创新能力。竺李乐等(2021)通过实证检验后发现,民营企业进行逆向混改,对于企业整体创新能力和突破式创新能力的提升均具有显著促进作用。当前我国知识产权保护制度有待完善,相较于民营企业,国有企业的创新成果能得到更好的保护,民营企业逆向混改有助于保护知识产权,更有保障地进行研发创新(宫庆祝, 2020)。

### 2.2.4 突破行业壁垒

谢琳等(2012)对行业壁垒进行研究,由于我国政府对金融、能源和通讯等垄断性产业进行严格管制,民营企业在多种因素的影响下难以进入某些垄断性行业。民营企业进行逆向混改,控股股东变更为国有资本,将有更大机会进入垄断性行业(姚梅洁等, 2019; 邹丰华和张晨, 2021)。民营企业引入国有资本可以突破政府对垄断性产业领域的限制,从而加大企业突破高行业壁垒的机率(余汉等, 2017)。

## 2.3 逆向混改的协同效应研究现状

目前学术界认为,类似于企业并购或引入战略投资者,民营企业逆向混改主要会带来经营管理方面的协同效应,主要体现在公司经营绩效和公司治理能力的提升,和财务方面的协同效应,如降低资本成本,提高盈利能力等,同时也会产生正向的市场反应,如投资者超额收益的增加。

### 2.3.1 经营管理协同效应

民营企业引入国有资本后，双方协同产生积极作用，企业的经营效益提升(Frydman, 1999)。Liu 等(2015)选取了 1,100 家中国企业 1997—2003 年的数据进行实证研究，结果表明相较于单一所有制的企业，混合所有制企业在该时间段内的经营绩效更优，其原因为混合所有制企业中的国有股东和民营股东互相协同结合了各自的优势。

郝阳和龚六堂(2017)的研究指出，混改使得企业股权结构更加多元，由此完善治理与管理体系。国有资本对民营企业的投资，成功的核心在于改良公司治理机制，而对董事会的管理是公司治理的核心，因此在逆向混改后，应重视对董事会的管理(綦好东等，2017)。

吴琳(2018)研究发现，民营企业逆向混改后，民营资本股东的高效经营手段有助于国有资本保值或增值，同时，国有资本股东建立起政治关联，为企业提供业务及人才资源。

李健(2021)指出，国有资本股东参与企业事务有助于提高企业经营决策的能力，国有资本与民营资本相互协作有助于实现生产经营规模化，共享人才及技术库，产生共同发展的协同效应。民营企业引入国有股东后，董事会能更好地在决策中考虑政府政策等因素，监事会对治理层与管理层的监督也更具有独立性与权威性，有助于防范委托代理问题(郑新楠，2021)。

除正面的协同效应外，民营企业逆向混改也可能带来经营管理方面的负面协同效应。Brooks(1987)对政府与混合所有制企业的关联进行研究，发现因政府的意图，企业将发生非必需的支出，为企业带来压力。此外，相比非国有控股企业，国有股东控股的企业倾向于雇佣更多的员工，民营企业引入国有股东后员工数量也将上升，由此支出更多人力成本(Lin 和 Zhu, 2001; 李文贵和邵毅平，2016)。曾庆生和陈信元(2006)对我国上市企业进行实证研究，结果表明国有控股企业比民营控股企业的人力成本更高。民企逆向混改将获得资源优势，有助于该企业自身的发展，但是对民营经济整体的发展产生消极的影响(Boubakri 等，2013)。

### 2.3.2 财务协同效应

李传宪和李黎（2012）认为，正向的财务协同效应有资本成本的降低，如融资成本降低，营业成本降低等，和资本收益的提高，如营业收入增加，合理避税效应等两方面。江林忆（2016）再指出，企业的资源合理配置，资源使用效率提升，降低税负支出，提高营运能力等也是财务协同效应的体现。在逆向混改后，完善公司经营管理架构，健全资金使用制度，整合财务资源，建设人才体系等有助于财务协同效应的实现。范思远（2018）认为，企业在财务管理方面进行的协同，产生相应的协同效应，如盈利能力提升、税负支出减少等。企业引入投资者后，利用剩余资金进行投资，资金使用效率提升，也是财务协同效应的实现形式。

从短期和长期的视角来衡量财务协同效应，企业并购后或引入战略投资者后，在短期内呈现显著的财务协同效应，但以长远的角度，因其他因素影响和自身情况不同，不同的企业的效果不尽相同（曾劲业和王启乐，2011）。王秀丽和刘子健（2014）研究发现，互联网行业的企业在并购后净现金流量增加，企业价值提升，产生了财务协同效应。曹翠珍和吴生瀛（2017）对混合所有制改革进行实证研究，结果表明：大部分企业进行混改后，在短期内实现了财务协同效应，而由于企业在混改后产生短视行为着眼于加速发展，忽视对所获取的资源进行整合，长期的财务协同效应并不显著。

### 2.3.3 市场反应

在短期市场反应方面，学术界认为上市民营企业逆向混改将带来正向的市场反应。研究表明，相较不具备政治背景的管理层，具有政治背景的管理层的加入有助于提升公司的股价(Faccio, 2006)。Niessen 和 Ruenzi(2010)通过对德国上市企业的实证研究，得出是否具有政治关联决定了不同企业股价表现的结论。罗进辉(2013)对国内民营企业逆向混改的案例进行实证研究，发现逆向混改事件向资本市场传递了积极的信号，资本市场对企业建立政治关联表现出积极的反应，股价上升，投资者超额收益从而增加。

## 2.4 文献述评

本章首先对本文研究的主要概念“混合所有制”、“逆向混改”和“协同效应”进行界定，再对逆向混改与协同效应相关研究进行了文献梳理。从上述文献可以看出，学者们大多从国有企业引入民营资本的角度、混改及逆向混改的动因和意义进行研究，表明民营企业逆向混改将建立政治关联并且带来政府资源优势，有利于获取更多人才资源与政府补助，有助于提升融资、创新能力及突破行业壁垒。

其次，关于民营企业逆向混改和协同效应之间关系的研究，现有文献常常关注混改的意义和重要性，民营企业在逆向混改后公司治理水平提高，融资能力和业务资源得到提升，民营企业逆向混改后财务绩效的提升，投资者超额收益的增加，可间接说明逆向混改所带来了经营管理方面的协同效应、财务协同效应和正向的短期市场反应。

此外，除了正面的绩效与协同效应外，企业逆向混改所带来的负面绩效和协同效应仍值得我们关注。

本文希望在学者们的理论研究基础上，结合实际情况，深入剖析通裕重工逆向混改的动因与路径，以及逆向混改带来的协同效应，并得出相应的启示，期望对以后的民营企业逆向混改带来一定的借鉴意义。



### 3.理论基础与理论分析

本章为理论基础与理论分析，对本文研究的相关的理论基础进行介绍，主要有委托代理理论、政治关联理论、协同理论，对民营企业逆向混改的动因，路径与协同效应进行理论分析，为后文研究通裕重工逆向混改的案例提供理论支持，本文理论分析框架如图 3-1 所示。

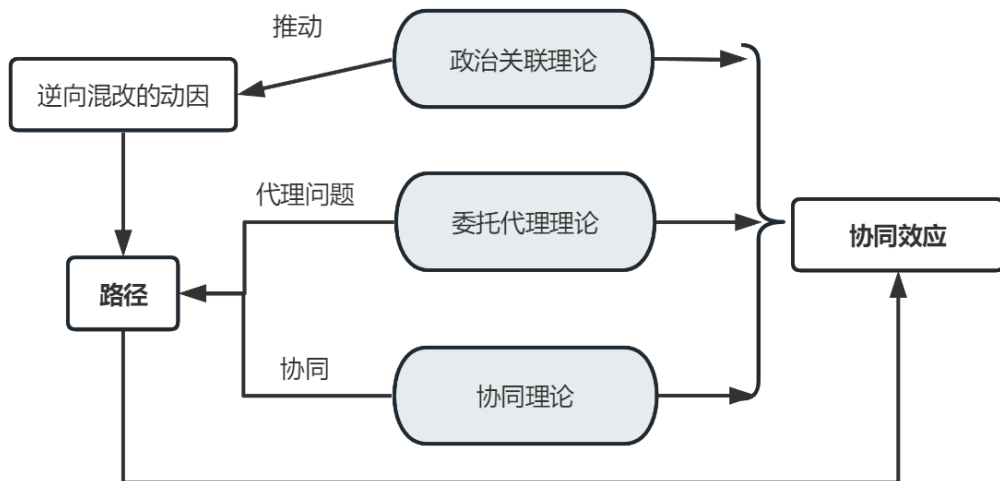


图 3-1 理论分析框架图

#### 3.1 理论基础

##### 3.1.1 委托代理理论

Jensen 和 Meckling（1976）提出委托代理理论，委托代理关系就是委托人将公司的管理权与决策权委托给代理人，代理人围绕委托人的利益展开活动的契约关系。第一类代理问题由此引出，即委托人与代理人之间存在的利益冲突。如下方法有助于缓解第一类代理问题：其一是激励机制，对代理人进

行激励，使代理人的行为与自身利益挂钩，如股权激励；其二是监督机制，委托人通过监事会等途径对代理人行为进行监督；其三是保证机制，代理人签订相应协议以保证不违背委托人利益。

Shleifer 和 Vishny(1997)提出了第二类代理问题，即股权集中导致大股东侵害中小股东利益。我国民营企业中存在大股东对企业的自利性干预现象，而国有企业中又存在委托人缺位，对代理人监督不足的问题。

逆向混改过程中，企业控制权的变更后往往会对管理层改组，而此后就会导致委托代理问题出现和代理成本的产生，这就需要国有资本股东和民营股东双方沟通协商，找出高效的解决方式。混合所有制交叉持股的结构，可以充分调动民营资本股东对公司的管理积极性，又尽可能地避免国有企业的所有者缺位导致的管理问题，国有资本股东和民营资本股东权力的制衡有助于对公司的管理行为进行规范。

### 3.1.2 政治关联理论

政治关联，指企业与政府之间在合法范围的非正式、特殊的联系。Fisman 和 Raymond（2001）将企业与政府官员的私人关系称为政治联系，这是政治关联的概念被第一次提出，但对于政治关联的具体概念学术界尚未形成共识。Faccio（2006）发现，政治关联现象在全球范围内普遍存在，在东亚较为明显。Chan（2012）对中国上市公司进行研究，结果表明，有政治关联背景管理层更能帮助公司获取外界的信任，有助于企业获得政策优惠、拓展融资渠道和提升经营水平。

我国民营企业因信用评级不如国有企业，融资能力受限；同时，我国大部分金融机构具有国有资本背景，对有政治关联的民营企业在借款、还款等方面提供便利（林毅夫，2001；余明桂等，2008）。张洪刚和赵全厚(2014)以 2006 年-2011 年的民营上市公司为样本，对政治关联对公司的影响进行研究，研究表明，具有政治关联的公司有更大概率获得更多政府补贴。

本文将政治关联界定为企业的实际控制人、控股股东或董事长因为工作经历或背景等条件具有与政府的关联。民营企业逆向混改形成了国有资本与民营资本共同持股的股权结构，通过国资背景与政府建立政治关联。政治关

联对民营企业的发展起到积极作用，比如国资背景提升企业资信水平，从而提升融资能力；此外，企业建立政治关联在政府补贴等方面也能获取便利，尤其是在政策鼓励行业，企业更能及时把握政策方向，为企业经营与战略发展获取政府补贴。

### 3.1.3 协同理论

Haken（1976）首次对协同理论进行系统论述，协同理论主要研究的是如何通过系统内部的相互合作，实现系统各个要素的互相匹配与促进，有序发挥各要素的功能。所谓协同效应，就是在一个系统中，各个要素的交互作用所形成的总体效应，要比各个要素独立形成的效应总和更大。企业通过整合，连接企业间多元化的业务，优化整体和局部的资源配置，充分利用平台优势，开拓市场与业务，从而实现协同效应。

协同效应的主要实现形式如下：首先是范围经济，指在企业合并后，企业双方或多方的核心竞争力与优势协同所产生的综合效应。其次是规模经济，指在企业合并后，随着集团整体的制造与经营的规模不断增大，制造与经营成本也会随之降低。此外，企业通过并购、引入战略投资者等方式，对经营与治理结构进行了优化重构，从而协同、合作来共享各类资源，比企业独立运行产生更好的财务与经营绩效。

在企业中，协同效应可分为财务协同效应、经营协同效应和管理协同效应。民营企业在逆向混改后，国有资本取得控制权，形成混合所有权性质的股权结构，将影响企业的财务绩效与经营管理绩效。此外，民营企业通过建立政治关联，也会产生明显的外部协同效应，如市场反应。

## 3.2 民营企业逆向混改的动因理论分析

国内外学者已对民营企业逆向混改的动因进行了大量研究，本节将从外部动因与内部动因的角度进行归纳。

### 3.2.1 外部动因

#### （1）混合所有制改革不断深入

随着混合所有制改革不断深入，国家鼓励民营企业引入国有股东，具有成长潜力或发展前景的民营企业可以选择引入国资，进行逆向混改，进一步发展混合所有制经济。

#### （2）国家政策影响

国家政策的限制对企业的发展方向影响显著，例如由于我国政府对金融、能源和通讯等事关国计民生的垄断性产业进行严格管制，民营企业进行逆向混改，控股股东变更为国有股东，将有更大机会进入垄断性行业。

国家政策的补贴也影响企业的发展规划。如近年来政策大力支持风电行业发展，对风电设备生产企业提供大额补助，风电企业纷纷扩大生产规模，引入国资便是其资金来源之一；从 2020 年起，国家逐步取消对风电行业的政策性补贴，过度扩张的风电民营企业也面临财务困境，引入国资是其纾困之路之一。

#### （3）外部环境变化

2020 年以来，受经济下行的冲击，叠加贸易保护主义抬头，全球产业链开始调整和重构，外部环境深刻变化，对我国经济和贸易造成消极影响。全球贸易环境发生剧变将不利于出口业务较多的民营企业的经营，企业进行逆向混改有助于获取资金支持及国内业务资源。

### 3.2.2 内部动因

#### （1）提升融资能力

民营企业直接融资和间接融资的能力受限，除行业头部的上市公司外，大部分中小企业都很难从一级市场获得资金，金融机构对民营企业的信贷支持也较为欠缺。通过逆向混改，民营企业一方面能直接对国资进行股权融资，另一方面建立起政治关联，能提升资信水平，拓宽融资渠道。

#### （2）提升治理与管理能力

在民营企业中，相当大比例的部分是自然人或家族企业，其普遍存在管

理制度与经营模式落后等问题，由此企业的市场竞争力受限，限制了企业的可持续发展。逆向混改使得企业股权结构更加多元，国有股东能提供管理人才和经验，由此完善治理与管理体系。

### （3）获取业务资源

民营企业引入国有资本股东，有助于获取更多优质业务资源。通过国有股东背后的政府建立政治关联，民营企业将在获取政府及其相关国有企业的业务资源上取得便利。此外，民营企业通过选取在产业链纵向衔接的国有企业进行逆向混改，能带来稳定的供应商或客户资源。

### （4）提升创新能力

创新是企业发展的动力源泉，民营企业进行逆向混改可从以下方面提升创新能力，一是获取政府对创新的政策与资金的帮扶和支持；二是可以从国有股东背景获取或吸引到更多技术人才；三是在我国知识产权保护制度下，国有股东背景的企业创新成果能得到更好的保护。

## 3.3 民营企业逆向混改的路径理论分析

诸多学者对混合所有制改革的路径（或称：途径、方式等）进行了研究，虽然在“路径”的命名上并不统一，但在本质上存在一致性。“逆向混改”即民营企业引入国有资本并将控制权转移至国资方的过程，属于特殊的混合所有制改革，逆向混改与国企引入民营资本的路径具有相似性。

### 3.3.1 民营企业逆向混改的路径分析

在传统视角上，民营企业逆向混改的路径主要是通过股权转让、表决权委托、增资扩股和发行优先股等方式将控制权转移给国有资本，而在委托代理理论和协同理论的视角下，本文认为在国有资本取得控制权后进行的管理层委派或签订战略合作协议以防范委托代理问题，发挥协同效应，仍属于逆向混改中的环节。

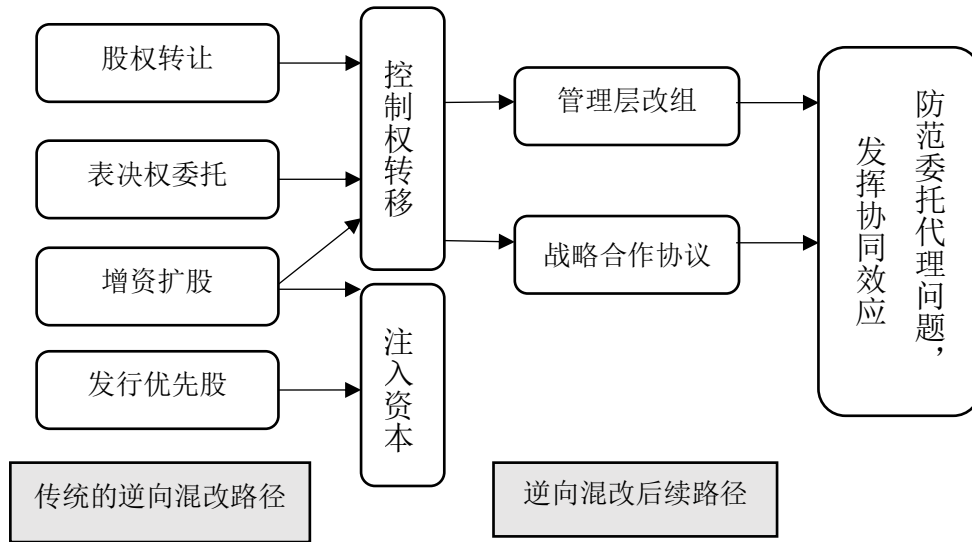


图 3-2 委托代理理论和协同理论视角下民营企业逆向混改的路径

#### （1）增资扩股

增资扩股是指企业向社会募集股份、发行股票、新股东投资入股或原股东增加投资，从而增加企业的资本，是民营企业引入国有资本重要路径之一。上市公司定向增发股份是增资扩股的特殊形式。民营企业可以增发股份，国有资本以投资前该公司的估值为依据，支付相应的股权认购款项。

对民营企业而言，在企业面临流动资金短缺或者是企业需扩大发展规模时，通过增资扩股引入国有资本是一种行之有效的方法。第一，通过增资扩股进行逆向混改，可以直接增加民营企业的资本金，促进企业的发展；第二，增资扩股的资金是企业的自有资本而非债务，企业无需因此面临偿还债务的财务压力；第三，由于民营企业的股权结构相对单一，通过增资扩股进行逆向混改，可以改变公司的股权结构，减少公司一股独大造成的不利因素，从而改善了公司的管理体制。此外，通过对国有企业增资扩股，还可以给市场上的投资者们传递出一个积极的信息，从而带来正向的市场反应。

在增资扩股的局限性方面，上市公司进行公开增发或定向增发需要通过证监会审批，因此增发股份的周期较长，筹资速度较慢，且存在发行未通过审批的风险，若拟逆向混改企业亟需纾困，增发股份难以达到立竿见影的效果，导致错过逆向混改的最佳时机。同时，增发股份的发行费用也是拟逆向混改企业需要考量的因素。

以定向增发为例，定向增发发行股票数量不能超过总股本的 20%，若拟逆向混改企业原控股股东持股比例较高（大于等于 24%），则仅通过定向增发不能转移企业控制权。

此外，根据委托代理理论，不合理的定向增发会损害中小股东的利益。企业定向增发后，大股东的持股比例增加，中小股东的持股比例下降，大股东将得到更多的控制权和分红比例。中小股东处于弱势地位，因此通过定向增发大量股份转移控制权会加剧大股东与中小股东间的代理冲突；此外，在定向增发前不进行分红，在定向增发后分红也被视作大股东侵占中小股东利益。

在第二类委托代理问题方面，为了防范向大股东过多增发股份以侵占中小股东利益，民营企业在逆向混改的传统路径选择上会以增发股份结合股权转让、表决权委托等进行；在定向增发股份前进行分红也有助于防范第二类委托代理问题。

## （2）股份转让与表决权委托

在民营企业逆向混改中，股权转让与表决权的路径常常是结合出现，故本文将结合分析。

股权转让，即股权持有人以确定的价格将其所持股权转让给股权受让人。表决权委托，是指不将自己所持有的股权转让给他人，仅将自己所拥有的表决权委托给他人行使。

目前，股份转让是民营企业逆向混改的主要路径。然而，因为股份转让受限的问题，股份转让和表决权委托相结合也被部分民营企业采用。部分民营企业在完成股份转让和表决权委托后，其控制权转移，民营企业的控股股东转变为国有资本。

在实际案例中，企业原控股股东在股份转让后除委托剩余表决权外，还有以放弃所持有剩余股份表决权的方式转移公司控制权。

股权转让和表决权委托的程序相对简易，但是仅通过股权转让转移控制权，拟逆向混改企业原控股股东的股权将大大减少，其核心目标是引入国资使企业改革发展，而不是卖出所持股份，不符合原控股股东使企业进行逆向混改的目标，原控股股东因企业未来发展的收益将减少。同时，因为股权转让限制等原因，通常难以仅通过股权转让变更企业控制权。此外通过股权转让和表决权委托，企业并不能直接获取资金，不能直接达到纾困的目的。从实践

上来看，民营企业逆向混改往往采用股权转让和表决权委托结合增资扩股的路径。

在民营企业逆向混改的过程中，拟逆向混改企业原控股股东目的是企业可持续发展，并非转让股权，往往不会选择将自身所持有股份全部转让给国有资本，而为了达成国有资本取得企业控制权的目的，会选择以股权转让结合其他路径进行逆向混改。

### （3）发行优先股

为进一步推进混合所有制改革，我国政府鼓励企业发行优先股，探索混合所有制改革新模式。民营企业通过发行优先股引入国有资本，能够充实资金，同时还能与政府建立政治关联，发挥协同效应。

优先股作为民营企业常见的融资路径，主要有以下优点。首先，减轻企业财务压力。不同于贷款和发行债券，公司在遇到资金困境时，无需偿还优先股的债务。其次，灵活度高。优先股无限期的性质类似于永续债券，企业可在发展状况良好时回购优先股。再次，发行优先股不会影响控股股东的控制权，优先股通常不具有表决权和选举权。

发行优先股也有诸多缺点：首先，上市企业发行优先股需要通过证监会审批，周期较长，筹资速度较慢；并且，优先股实际资金成本高，每年需支付固定的股利，且优先股股利不能抵所得税。

在民营企业逆向混改中，发行优先股最为明显的缺点是出资方仅靠认购优先股无法取得企业控制权，在以国有资本取得拟入主企业的控制权为目的的逆向混改中，此方法难以达到目的，故逆向混改中发行优先股常见于出资方已取得控制权后为企业投入资金。

### （4）管理层改组

在国有资本取得控制权后，为了防范监督缺位和管理层侵害国有股东权益等第一类代理问题，降低代理成本，往往会在取得企业控制权后向企业派驻新的具备国有企业管理经验的管理层。国有资本向逆向混改后的企业派驻管理层的行为虽然发生在逆向混改后，不是传统意义上逆向混改的方式，但本文将视作逆向混改路径中不可分割的环节。

此外，国有资本向逆向混改后的企业派驻的管理层往往也在国有资本的集团担任管理职务，有利于发挥经营管理协同效应。



### （5）战略合作协议

战略合作协议是逆向混改过程中，为发挥协同效应的附加路径，民营企业可在国有资本股东取得控制权之前或之后与其签订战略合作协议，在战略上进行协同或整合。为了尽快发挥逆向混改的协同效应，增发股份的发行周期较长，拟逆向混改企业往往选择以股权转让和表决权委托的路径使国有资本获得企业控制权，并签订双方战略合作协议，以达成战略协同，有利于产生正向的经营管理协同效应。

### 3.3.2 逆向混改路径的特征分析

根据民营企业逆向混改的路径的理论文献和实际案例，本文将其特征归纳如下：

（1）以缓解财务资金压力为直接目的，以完善治理与管理结构为手段，以未来发展为战略。各种逆向混改的路径最终目的是要发挥正向协同效应，提升融资能力、盈利能力与营运能力，提升民营企业市场竞争力，实现可持续发展。

（2）当前，增资扩股、股权转让和表决权委托相结合是逆向混改最为普遍的路径，且在理论上与实践上均具备可行性。

（3）民营企业逆向混改的路径需要具体问题具体分析。我国政策鼓励倡导分类进行混合所有制改革。因所处行业、财务状况、市场竞争力等方面存在差异，不同的企业进行逆向混改应选取不同的路径。以所处行业为例，环保行业应政策限制，环保民营企业亟需逆向混改以突破行业壁垒，提升治理与管理水平并非其首要考虑因素，故在通过股权转让等路径引入国有资本后，并不一定需要进行管理层改组；而风电行业为例，风电民营企业逆向混改的主要动因是建立政治关联，拓宽融资渠道，获取业务与人才资源，故通过增资扩股、股权转让和表决权委托等路径引入国资后，常常进行管理层改组，签订战略合作协议，以提升管理水平，发挥经营管理协同效应。

### 3.4 民营企业逆向混改的协同效应理论分析

逆向混改的协同效应是衡量逆向混改是否成功的关键要素，逆向混改的协同效应通常包括财务协同效应，经营管理协同效应，本文为了为更加直观和完整地分析逆向混改的协同效应，还将逆向混改事件的市场反应纳入分析。

#### 3.4.1 财务协同效应分析

财务协同效应是指，逆向混改后的企业可以在企业融资成本、盈利能力以及营运能力等方面获得一定的收益，从而带来企业的价值提高。

基于政治关联理论，由于民营企业获取信用贷款存在资信劣势，民营企业存在通过逆向混改建立政治关联的动机，在政府财政状况良好的情况下，通过国有资本控股民营企业，企业建立起政治关联，有助于企业获取更多政府补贴和信贷支持，为民营企业带来正向的财务协同效应。反之，若企业所引入国有资本当地政府面临较大的财政压力，逆向混改所带来的财务协同效应将受到限制。

基于协同理论，民营企业逆向混改后可以更好地利用国有资本股东的资源，对业务进行调整，抓住投资机会，提高资金的投资效益，更好地发挥出国有股东带来的融资优势，改善财务状况，降低财务风险。

#### 3.4.2 经营管理协同效应分析

由于经营协同效应与管理协同效应存在相互交叉重合，故本文将其合并为经营管理协同效应进行分析。

经营协同效应是指，由于规模效应、范围经济效应以及逆向混改企业与国有资本的互补性，民营资本引入国有资本为控股股东之后，企业的成本降低和效益提高。民营企业通过逆向混改，和国有资本股东进行战略合作，在业务资源上进行整合，有助于产生规模效应，从而提升经营水平，增强企业竞争力。

管理协同效应是指管理能力较低的企业通过引入管理能力较高的企业，

新的管理层有助于提升前者的管理效率，从而提高整个企业经营管理能力。

基于委托代理理论，民营企业逆向混改后，国有资本为了防范委托代理问题，往往会向企业派驻具有丰富治理经验的管理层，改善企业的治理与管理结构和效率；国有股东还能更好地监督企业管理层，防范道德风险和逆向选择，并使得企业代理人与委托人利益高度统一，降低代理成本。

民营企业在逆向混改后，企业控制权变更，管理层也发生变化，而此后就会存在委托代理问题的风险。有学者的实证研究结果显示，民营企业逆向混改后的股权结构更平衡，相应的代理成本也会随之下降。管理费用率能够合理测度第一类代理成本<sup>2</sup>（魏志华等，2012），通过计算企业逆向混改前后管理费用率，若管理费用率降低则说明代理成本降低，产生正向的管理协同效应。

基于政治关联理论，民营企业逆向混改带来的正向经营管理协同效应还表现在政府补助的增加、创新能力增强、竞争和垄断力度加强等方面。

### 3.4.3 市场反应分析

基于政治关联理论，民营企业可通过逆向混改建立起政治关联，若上市民营企业具有政治背景，资本市场对该企业的发展更具有信心，逆向混改事件将带来股价的提升，投资者超额收益增加。

通过观察并研究民营企业进行逆向混改事件前后股价的变化，可判断逆向混改事件是否带来正向的市场反应。

### 3.4.4 民营企业逆向混改的协同效应的特征分析

根据民营企业逆向混改的协同效应的理论文献和实际案例，本文将其特征归纳如下：

（1）民营企业进行逆向混改，以实现正向财务协同效应作为主要目标，民营企业往往是面临困境亟需纾困才选择引入国资，而财务协同效应的实现，可以提升企业资信水平，降低企业的融资成本，从而提升融资能力；如果不能实现正向财务协同效应，不仅不能降低企业的融资成本，还使得原控股股东

---

<sup>2</sup>委托人因代理人代行决策而产生的一种价值损失。

失去企业所有权，甚至导致企业价值降低，有悖于企业价值最大化的财务管理目标。

(2) 民营企业进行逆向混改也以实现正向经营管理协同效应为目标，以获得规模经济，实现战略、管理协同。逆向混改的经营管理协同效应主要表现在政府补助的增加、创新能力增强、竞争和垄断力度加强等方面；此外，管理层团队的互补和流动，可以使管理能力得到提升，人员得到充分利用，管理费用率降低，代理成本下降。

(3) 上市民营企业逆向混改将带来正向的市场反应，逆向混改事件向资本市场传递了积极的信号，资本市场对企业建立政治关联表现出积极的反应，股票价格上升，投资者超额收益增加，有助于实现企业价值最大化的财务目标。

### 3.5 本章小结

本章主要介绍了与本文研究相关的理论基础，运用委托代理理论、政治关联理论和协同理论对民营企业逆向混改的动因、路径和协同效应进行分析，为后续的案例分析提供理论基础。基于委托代理理论，由于委托代理问题，民营企业在逆向混改后往往将控制权转移给国有资本，控制权趋于稳定，国有控股股东进行管理层改组有利于解决委托代理问题，也有利于通过政治关联为企业取得融资便利和政策偏向等优势；此外，根据协同理论，民营企业逆向混改的目标为正向的财务协同效应与经营管理协同效应，表现为企业在财务和经营管理等方面的绩效都得以提升。

## 4. 风电行业民营企业逆向混改背景及现状

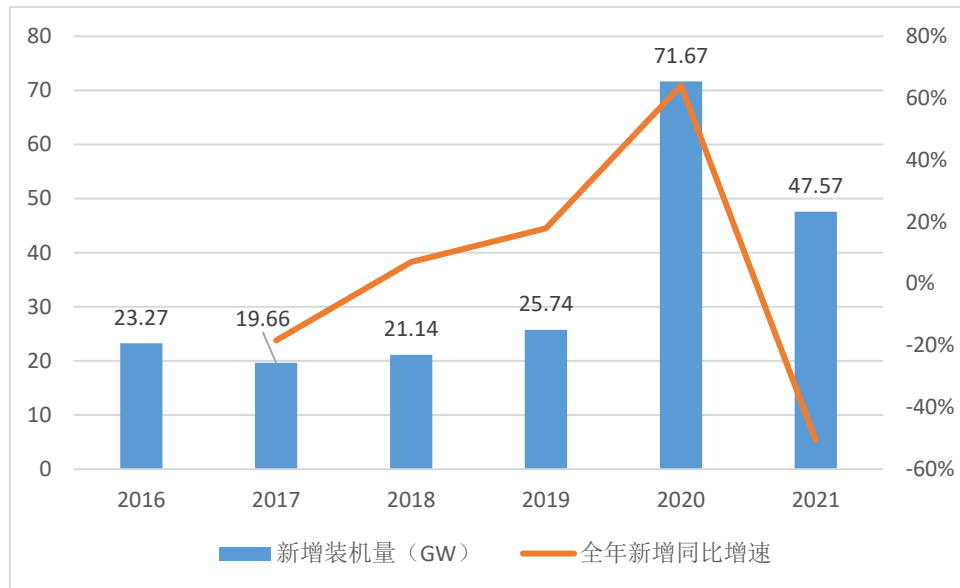
本章对风电行业民营企业逆向混改背景及现状进行介绍。本章首先介绍我国风电行业民营企业的发展现状及其所面临的问题与挑战，以说明风电行业民营企业进行逆向混改的现实背景；其次介绍了风电行业上市民营企业逆向混改现状及拟逆向混改企业财务状况，以强调风电行业民营企业逆向混改的紧迫性。

### 4.1 风电行业发展现状

#### 4.1.1 风电行业高速增长

风电行业是以风能为能源，利用风力发电的行业，具体包括风力发电机的研发、制造、安装、运行和维护等。风电行业在技术进步的推动下和国家政策的支持下高速发展。

我国已经成为全球风电产业发展的最重要市场，产业链整体发展实力也处于全球领先。随着风电技术的进步，以及我国政策对风电补贴逐步减少，风电机组的大型化和技术创新，成本优化趋势明显。风电行业市场竞争持续加剧，马太效应明显，给企业发展带来新的机遇和挑战。如图 4-1 所示，中国风电新增装机量在 2016 年—2019 年保持稳定，因 2020 年政策对陆上风电进行最后一年的补贴，2020 年新增装机量爆发式增长，在 2021 年增速放缓但增量仍远高于 2019 年及之前。



\*数据来源：中国国家能源局

图 4-1 2016—2021 年中国风电新增装机量及同比增速

2021 年是海上风电项目补贴的最后一年，海上风电装机量也高速增长，2021 年新增装机 1,690 万千瓦，是截至 2020 年年底累计装机规模的 1.78 倍，总装机规模跃居世界第一。

2021 年，中国风电装机量占全国电源总装机量的 13.9%，占全球风电装机的 40%，连续 12 年全球第一。

据 GWEC<sup>3</sup>估计，2022—2027 年中国新增风电装机量占全球新增的比重将保持在 40%以上，新增装机量到 2026 年将超过 60GW，其中陆上风电超过 50GW，海上风电超过 10GW。

我国民营企业在风电行业的发展取得了显著成就。根据国家能源局的数据，2020 年，风电行业民营企业累计装机容量达到了 1.2 亿千瓦，其中，海上风电装机容量累计达到了 0.3 亿千瓦，占全国海上风电装机容量的比重的 20.2%；在陆上风电累计装机容量达到了 0.9 亿千瓦，占全国陆上风电装机容量的比重的 40.2%。此外，2020 年全年民营企业在风电行业的投资额达到了 1.2 万亿元，其中，海上风电投资额达到了 0.3 万亿元，占全国海上风电投资额的比重达到了 25.2%；在陆上风电投资额达到了 0.9 万亿元，占全国陆上风电投资额的比重达到了 45.2%。

<sup>3</sup> GWEC (Global Wind Energy Council) 全球风能协会。

#### 4.1.2 风电行业民营企业面临的问题与挑战

在风电行业高速发展的同时，风电民营企业也面临诸多问题与挑战。

##### （1）风电行业民企主要面临融资难的问题

风电行业民营企业融资存在如下难题：一是风电行业民营企业的直接融资和间接融资的比例失衡。当前，在风力发电领域，民营企业对间接融资的依赖性高，除行业头部的上市公司外，大部分中小企业都很难从股票和债券市场获得资金。二是由于金融机构缺乏对民营企业的信贷支持，目前国内各大银行更倾向于向国有企业提供贷款。地方小银行数量少，贷款额度低，难以满足数量众多的中小微企业的需求。三是企业的筹资费用偏高。民营企业通过银行贷款或民间借贷的资金成本较高，为民营企业带来融资与偿债压力。

##### （2）企业经营管理能力有待提升

风电行业民营企业其中相当大比例是自然人或家族企业，普遍存在管理制度不健全，经营模式落后等问题，由此企业的市场竞争力受限，限制了企业的可持续发展。这也是部分民企在环境、安全、信用等方面不规范，甚至不合法的原因。部分民营企业亟需完善现代企业制度以改善经营管理。

##### （3）外部环境变化所带来的挑战

2020年以来，受经济下行的冲击，叠加贸易保护主义抬头，全球产业链开始调整和重构，外部环境深刻变化，对我国经济和贸易造成消极影响。而风电行业的出口贸易额占比较大，全球贸易环境发生剧变将对出口业务较多的民营企业产生不利影响。

面对以上问题，民营企业如果成功地进行逆向混改，引入国资建立政治关联，将发挥协同效应，有助于产业升级，拓宽融资渠道，应对外部挑战以及完善企业制度，还能够起到优化资本结构、提升经营能力、盈利能力的效果。

### 4.2 风电行业民营企业逆向混改现状

风电行业高速发展，风电企业纷纷扩大业务规模以提升行业竞争力，争取更多市场份额，行业面临新竞争格局。而逆向混合所有制改革引入国资，能够为民营企业提供政策、资源以及资金支持，提高竞争力和抗风险能力。本节

将分析部分风电行业上市民营企业代表逆向混改现状及逆向混改前的财务状况，以强调风电行业民营企业逆向混改的紧迫性。

#### 4.2.1 风电行业上市民营企业逆向混改现状

通过检索公开市场信息，自 2020 年起有多家风电行业企业拟进行逆向混合所有制改革，引入国有资本：如金雷科技股份有限公司（简称“金雷股份”）拟引入山东省财金投资集团有限公司；上海泰胜风能装备股份有限公司（简称“泰胜风能”）引入广州凯得投资有限公司；济宁城投控股有限公司入主海上风电塔筒法兰生产商江阴市恒润重工股份有限公司（简称“恒润股份”）；通裕重工与青岛天能重工股份有限公司（简称“天能重工”）先后引入珠海港集团，成为其风电板块的排头兵；风电设备生产企业江苏振江新能源装备股份有限公司（简称“振江股份”）也拟引入珠海港集团。

**表 4-1 2020 年至今风电行业上市民营企业逆向混改概览**

公司	首次公告时间	引入国资单位	控制权是否转移	进度
泰胜风能	2021.7.19	广州凯得投资控股有限公司	是	完成
金雷股份	2021.7.13	山东省财金投资集团有限公司	是	终止
恒润股份	2021.1.20	济宁城投控股集团有限公司	是	完成
振江股份	2021.1.7	珠海港控股集团有限公司	是	终止
天能重工	2020.11.2	珠海港控股集团有限公司	是	完成
通裕重工	2020.6.22	珠海港控股集团有限公司	是	完成

\*数据来源：上市公司公告

风电行业民营企业纷纷进行逆向混改，原因之一是风电行业属于重资产行业，投资项目资金需求巨大。国有资本进入企业后，将带来资金和融资资源，有利于企业发展。在风电行业发展竞争新格局下，引入国有资本有利于研发、资金和政策端的协同，提高竞争力。

原因之二是风电行业民营企业因过量承接 PPP 项目<sup>4</sup>而陷入财务困境。类

<sup>4</sup> PPP 全称是“公私合作伙伴关系（Public-Private Partnership）”，是指政府与私营部门之间建立长期合



似于逆向混改潮的环保行业民营企业，风电行业民营企业也常采取 PPP 项目模式，而过量承接 PPP 项目，过度投资，经营模式过于激进，为企业带来巨大的财务压力，从而引入国资以寻求资金及资源的支持，在缓解财务压力的同时通过政治关联获取更优质的 PPP 项目。

#### 4.2.2 风电行业拟逆向混改上市民企财务状况分析

风电行业为能源体系的重要组成部分，敏感信息较多，除上市公司外难以获取相关信息，故本文使用风电行业具有代表性的上市民营企业为例分析风电行业民营企业逆向混改现状。

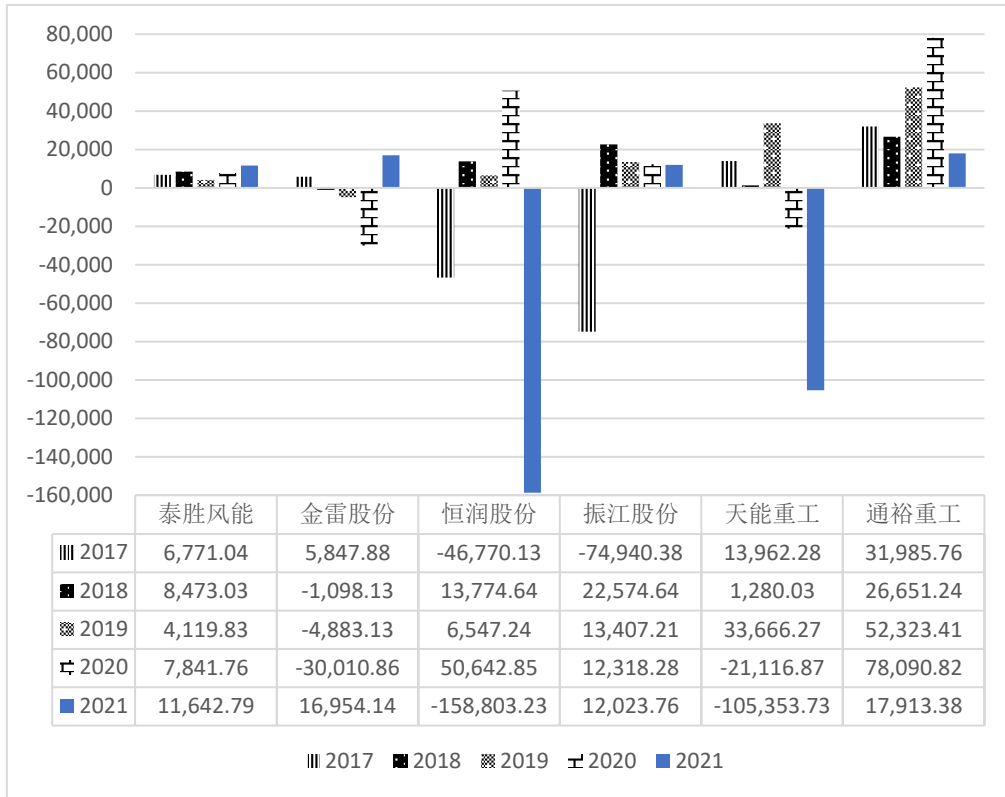
以上述 2020 年以来拟进行逆向混改的 6 家风电上市民营企业为例，对逆向混改前各公司及行业平均（行业为申银万国行业分类中电力设备—风电设备，行业平均仅有 2019 年至 2021 年数据）自由现金流、速动比率、资产负债率、毛利率以及应收账款余额、应收账款周转率进行分析，从财务方面分析风电行业民营企业逆向混改的紧迫性与必要性。

##### （1）自由现金流与速动比率情况

从图 4-2 与图 4-3 可以看出，在自由现金流方面，金雷股份、恒润股份、天能重工在 2020 年、2021 年显著下降且为负，泰胜风能与振江股份此期间自由现金流随未显著下降，但处于低位水平；在速动比率方面，除金雷股份外，其余企业在拟逆向混改前的速动比率均低于行业平均值，短期偿债能力较弱；由上述分析，拟进行逆向混改的风电行业民营企业自由现金流状况与短期偿债能力整体不够理想，将面临短期债务无法偿还的风险；然而，若通过逆向混改引入大型国有企业，往往能为其提供资金支持，故上述企业有引入国资获取资金支持的需求。

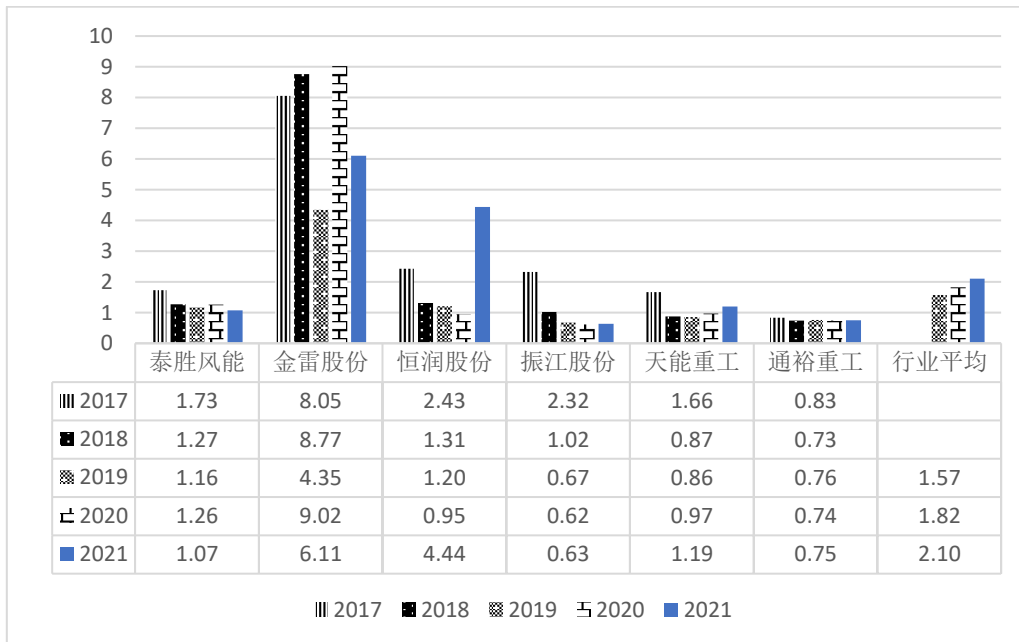
---

作关系，共同承担公共服务项目的设计、融资、建设、运营和管理等环节。



\*数据来源：Wind 数据库

图 4-2 2017—2021 年拟逆向混改风电行业民营企业自由现金流量 单位：万元

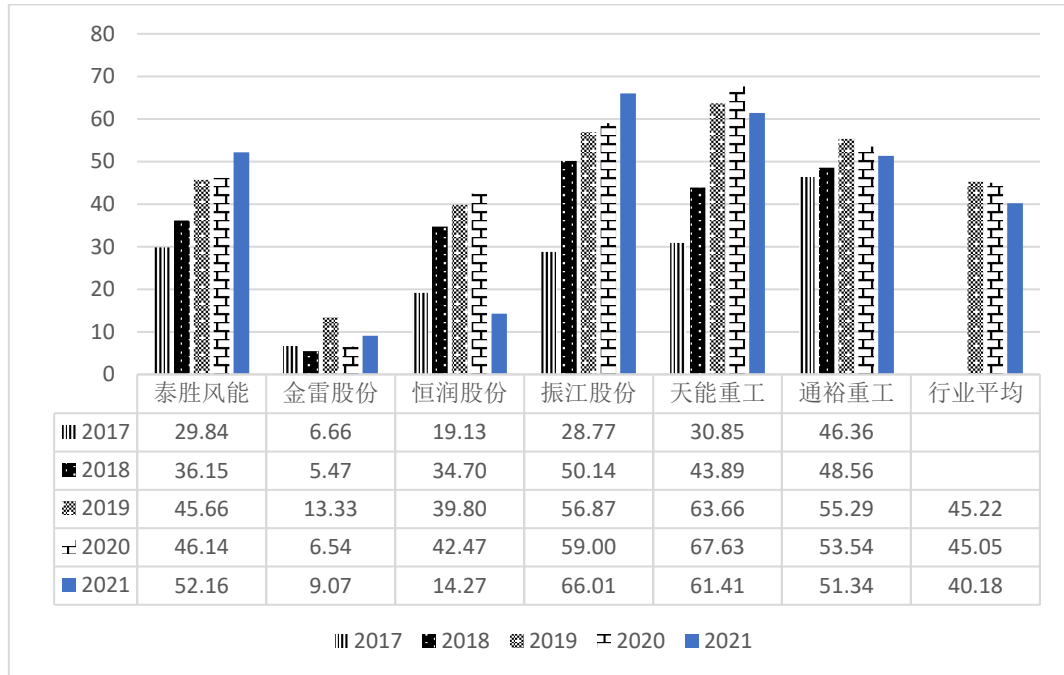


\*数据来源：Wind 数据库，申银万国行业数据

图 4-3 2017—2021 年拟逆向混改风电行业民营企业速动比率

(2) 资产负债率情况

从图 4-4 可以看出，除金雷股份与恒润股份外，其余企业在拟逆向混改前的资产负债率均高于行业平均值，长期偿债能力较弱，而当逆向混改后，企业可以获得更多融资资源，提升资信评级，拓宽融资渠道，同时与国有资本股东的优质业务和资产进行整合，优化资产结构，降低资产负债率，提升融资能力与偿债能力。

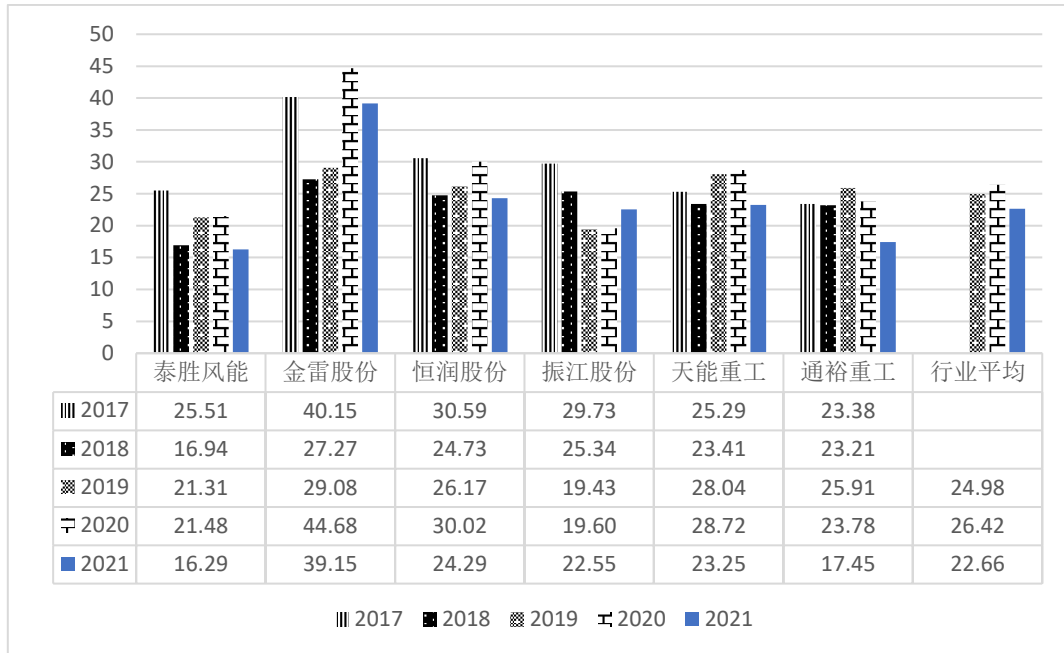


\*数据来源：Wind 数据库

图 4-4 2017—2021 年拟逆向混改风电行业民营企业资产负债率 (%)

### (3) 毛利率

据图 4-5 的销售毛利率情况，2019 年至 2021 年，金雷股份显著高于行业平均值，恒润股份与天能重工销售毛利率与行业平均值相近且较稳定，通裕重工与泰胜风能略低于行业平均值。根据前文所述行业背景，2021 后海上风电新建项目将不再享受政府补贴，风电行业的销售毛利率将下滑，而随着市场竞争加剧，企业应通过升级产品技术、降低产品成本以提升或保持稳定的毛利率水平。从总体纵向趋势与横向对比来看，通裕重工的毛利率水平略低于同行业均值，且近三年呈下降趋势，因此有必要进行逆向混改，寻求突破。

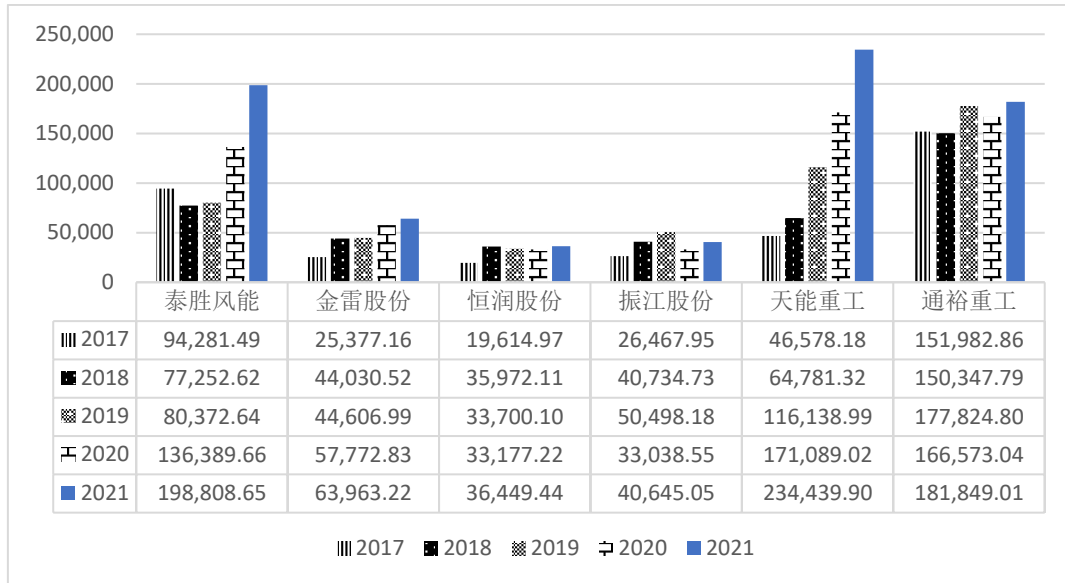


\*数据来源：Wind 数据库，申银万国行业数据

图 4-5 2017—2021 年拟逆向混改风电行业民营企业销售毛利率（%）

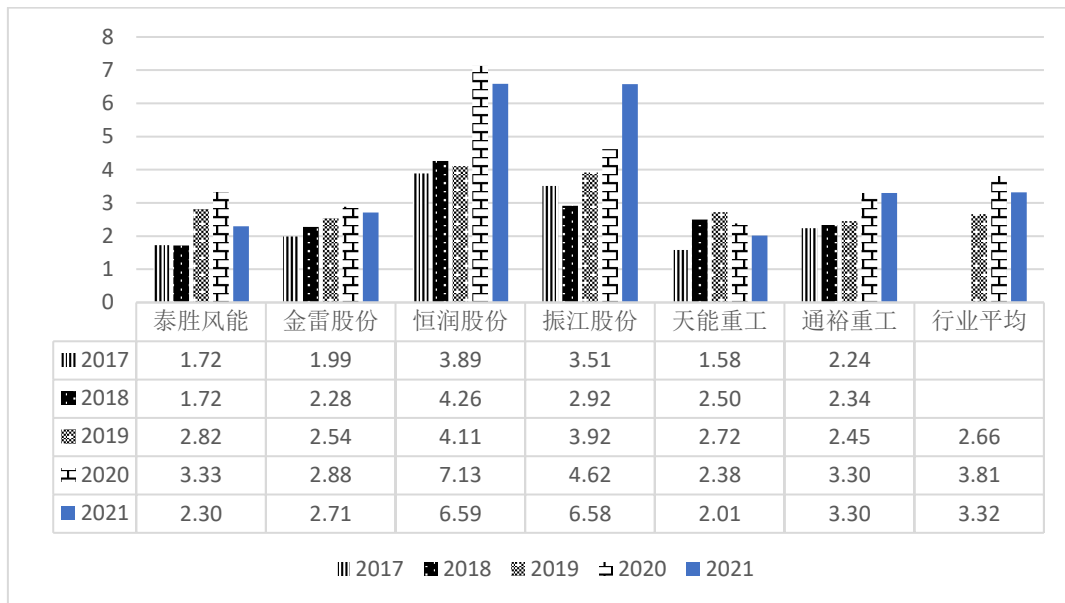
#### （4）应收账款状况

根据图 4-6 与图 4-7，在应收账款余额方面，从 2017 年至 2021 年除振江股份外，其余企业应收账款余额均呈上升趋势，泰胜风能与天能重工增速显著高于其他企业，通裕重工应收账款余额较稳定，但其绝对值显著高于可比企业；而在应收账款周转率方面，2017 年-2021 年上述企业的应收账款周转率均呈上升趋势，除恒润股份与振江股份显著高于行业均值外，其余企业与行业均值相近；说明以通裕重工为代表的各民营企业议价能力和收款能力仍有较大提升空间，需进行逆向混改以提升自身议价能力与营运能力。



\*数据来源：Wind 数据库，申银万国行业数据

图 4-6 2017—2021 年拟逆向混改风电行业民营企业应收账款余额 单位：万元



\*数据来源：Wind 数据库，申银万国行业数据

图 4-7 2017—2021 年拟逆向混改风电行业民营企业应收账款周转率 单位：次

综上所述，2017—2021 年拟逆向混改的风电行业民营企业现金流处于较低水平，短期与长期偿债能力均较弱，毛利率不突出，议价与收款能力有提升空间，因此，进行逆向混合所有制改革有重要性与紧迫性。

### 4.3 本章小结

本章主要介绍了以部分上市企业为代表的风电行业民营企业逆向混改背景及现状。在风电行业的高速发展下，民营企业面临内外部的挑战与机遇，纷纷寻求变局。风电行业的民营企业因其重资产的经营模式，回收周期长的经营特点，以及与绿色、能源相关的社会性与重要性，引入国资进行逆向混合所有制改革兼具重要性与紧迫性。本章为下一章通裕重工逆向混改的动因及路径分析作了详尽的背景介绍。

## 5.通裕重工逆向混改的动因及路径分析

本章将对通裕重工逆向混改的动因及路径进行分析。本章首先介绍选择该案例的原因，然后分别对通裕重工与珠海港控股集团有限公司进行简要介绍；再从外部动因与内部动因两方面分析通裕重工逆向混改的动因，最后介绍了民营企业逆向混改的常见路径，并具体分析了通裕重工逆向混改的路径与过程。

### 5.1 案例选择

本文选取深交所创业板上市公司通裕重工股份有限公司于2020年引入珠海港控股集团有限公司的案例，研究风电行业民营企业逆向混改的路径选择与协同效应，原因如下：

首先，在行业选择上，风电行业的特点为高投入、重资产、投资回收周期长，该行业民营企业经营发展面临诸多困难；同时，国家对风电行业重视程度高，国资有意入主风电行业，风电行业于2020年开始的逆向混改潮流引发市场关注。

其次，案例具有代表性。通裕重工是风电行业民营企业的龙头之一，其在2020年引入珠海港控股集团有限公司受到了广泛的关注。珠海港集团立足于原有的风电运营业务的基础，推动产业协同与战略协同，推进集团能源业务板块的强化，带来良好的协同效应。通裕重工逆向混改的背景、路径和结果的信息披露较为完善，该案例能够很好地向同行业及类似行业的民营企业逆向混改提供借鉴。

最后，本案例的信息、数据较易获取。通裕重工于2011年3月在深交所创业板上市，其财务信息和其他相关信息披露完整，其上市至今所有经审计的财务报表以及公司新闻公告均可通过公开渠道检索获取。

## 5.2 通裕重工简介

通裕重工股份有限公司，于 2002 年 5 月在山东省德州成立，是一家国家级高新技术企业，主要致力于研发、生产和销售大型机械设备，总部位于江苏省苏州市吴江区，是中国最大的重型机械设备制造企业之一。通裕重工于 2011 年 3 月在深交所创业板上市（通裕重工，证券代码：300185.SZ）。风电类产品是通裕重工主要产品类型，公司在风电零部件产品线覆盖面广，以风电机锻造主轴、铸件、结构件为主。

通裕重工拥有完善的研发体系，拥有一支技术力量雄厚的研发团队，通过了国家级企业技术中心与国家实验室认证，拥有国家级重点新产品、国家级新技术、国家级新产品研发项目等多项研发成果。

通裕重工 2017 年—2021 年的财务状况概览如表 5-1 和图 5-1 所示，近五年来通裕重工资产规模和利润总额稳步增长，负债规模整体呈上升趋势；营业利润与净利润在 2020 年因风电扩张潮大幅增加，2021 年随风电降价而回落但仍高于 2019 年及之前水平。

**表 5-1 2017—2021 年通裕重工财务状况概览表 单位：亿元**

项目	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	100.88	103.66	122.95	124.19	134.71
总负债	46.77	50.33	67.98	66.49	69.16
营业收入	31.71	35.35	40.27	56.88	57.49
营业利润	2.80	2.85	3.19	5.28	3.55
净利润	2.26	2.41	2.52	4.04	3.00

\*数据来源：上市公司财务报告



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/305331022001011041>