

【高质量发展】

地方融资平台转型中的股权投资 ——基于滨城投资转型的案例研究

沈红波 刘毓琦 韩雨希

摘 要：地方政府融资平台转型的核心命题在于破解“隐性债务化解”与“培育造血能力”的双重困境：既要通过市场化手段缓释债务风险，又要通过重塑政企边界激发地方政府和融资平台的发展动能。然而，由于区域资源禀赋和地方债务压力分化，平台转型路径难以简单复制，亟需通过典型案例归纳提炼共性规律。近年来“反向混改”上市公司成为多地融资平台的破局之策——依靠资本运营和产业资源协同实现业务结构优化，标志着地方政府从土地财政转型到股权财政的战略转向。文章建构“产业定位—资源投入—平台转型”的分析框架，以滨城投资控股高斯贝尔为例，分析融资平台转型的内在逻辑。研究发现，滨城投资的转型探索呈现出“目标定位—资金能力”的割裂：一方面，潍坊市国资委希望通过上市公司重塑平台造血功能，引入高端制造产业；另一方面，财政资源约束和短期债务压力导致持续性资源投入难以为继。在行业衰退和企业治理困局下，最终未能达成转型目标。文章力求揭示股权投资背后的决策机制，总结提炼融资平台转型的关键因素，并对融资平台的市场化转型提出若干针对性建议。

关键词：融资平台转型；企业转型；政府债务

作者简介：沈红波，复旦大学经济学院教授（上海 200433）；刘毓琦，复旦大学经济学院博士研究生（上海 200433）；韩雨希，加拿大多伦多大学信息与技术学院（多伦多 L5L 6A2）

DOI 编码：10.19941/j.cnki.CN31-1957/F.2026.04.006

2008 年全球金融危机以来，地方政府融资平台作为经济刺激政策的特殊制度安排，在基础设施建设和地方政府投融资中扮演重要角色。^①随着融资平台逐渐演化为地方政府隐性债务的显性载体，其业务转型和风险缓释已经成为化解地方金融风险的关键命题。持续攀升的债务压力，不仅掣肘民生保障能力提升和产业结构优化进程，更在高质量发展要求中将地方政府陷入“资源能力受限、政策空间收缩、时间精力不足”的被动局面。如何平衡政府活力和债务风险，为地方政府松绑减负，实现“在发展中化债、在化债中发展”，是新一轮化债举措的重大转变。

① Bai C E, Hsieh C T, Song Z M, “The Long Shadow of China’s Fiscal Expansion”, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2016, Vol.17, No.2, pp.129—181.

化解融资平台债务风险的核心命题,不是根除平台债务和关停融资平台,而是规范融资行为和推动市场化转型,厘清融资平台和地方政府关系,激发地方政府和融资平台的双重活力。2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)确立“疏堵结合”的方针,提出“修明渠、堵暗道”,开启地方债务分类治理进程;2017年财政部《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)以及2018年中共中央《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发〔2018〕27号)强化了隐性债务监管治理,深化融资平台市场化转型;同年《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发〔2018〕101号)明确了支持转型中的融资平台和转型后市场化运作的国有企业在政府公益性项目中合规参与,构建债务风险防控和基础设施建设的动态平衡机制。然而融资平台具体如何转型,以及转型后能否助力地方经济建设,仍然是各方密切关注的话题。

对地方政府融资平台的研究主要分为两大类,第一类是研究包括融资平台在内的地方政府债务形成及其原因,即“央地博弈”的分析。Luiz R. de Mello 研究发现,财政分权的代理问题和“公共池”问题,加剧发展中国家纵向财政失衡。^① 龚强等研究发现,现行财政体制下,地方政府投资风险的最终损失只能由中央分担,“预算软约束”问题激励地方政府过度开展借款和安排财政支出,却较少关注投资项目质量。^② 周雪光研究发现,在淘汰制晋升制度中,不断进取的基层政府有动力突破已有预算约束,动员更大规模的计划外资源。^③ 第二类是研究融资平台转型途径,即融资平台“政企关系”的研究。李经纬和吴永敏研究认为,虽然地方政府融资平台蕴藏债务风险和内生风险积累机制,但却是中国经济发展和公共设施建设的必然产物,类似融资平台在西方国家同样存在。^④ 宋樊君从融资平台债务风险的角度研究融资平台转型,认为中央政府需要为投融资平台市场化转型提供现实条件和制度环境。^⑤ 孙毅和朱啸从融资平台发展历史、转型困局成因、面临的转型困境入手,认为解决大量平台公司资产质量低、造血能力差的问题需要长短期举措并行,兼顾平台短期生存和长期造血。^⑥

分类管理制度和差异化监督体系是融资平台转型的重要手段,目前全国各地都在通过制度创新,积极探索融资平台转型路径,基于典型案例归纳提炼共性规律,积累融资

① de Mello Jr L R, “Intergovernmental Fiscal Relations: Co-ordination Failures and Fiscal Outcomes”, in *Public Budgeting & Finance*, 1999, Vol.19, No.1, p.3—25.

② 龚强、王俊、贾坤:《财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述》,《经济研究》2011年第7期,第144—156页。

③ 周雪光:《“逆向软预算约束”:一个政府行为的组织分析》,《中国社会科学》2005年第2期,第132—143+207页。

④ 李经纬、吴永敏:《中国地方政府融资平台的债务重构与风险治理》,《新金融》2014年第11期,第41—44页。

⑤ 宋樊君:《地方政府投融资平台转型探讨——基于平台公司债务风险视角》,《中国流通经济》2018年第3期,第70—84页。

⑥ 孙毅、朱啸:《城投平台公司转型发展困局与解决路径探索》,《国有资产管理》2023年第3期,第58—67页。

平台市场化运作经验。本案例聚焦滨城投资入股上市公司高斯贝尔，主要有三点创新：第一，跨地区、跨行业并购上市公司虽然操作难度大，却是同类平台可复制的范式；第二，高斯贝尔在产业升级周期的资源协同依赖，需要融资平台构建长期稳定的资金支持和产业整合模式；第三，平台转型遭遇债务风险和财政资源的失衡，阻碍对上市公司的持续资源支持。本文聚焦高斯贝尔这个典型案例展开研究，致力于探索收购背后的动机与逻辑，总结融资平台转型的关键因素。其余部分安排如下：第一部分是融资平台转型的理论框架；第二部分是案例背景及其介绍；第三至第六部分是案例研究，包括“产业定位—资源投入—平台转型”三个维度，最后部分是研究结论与建议。

一、融资平台入股上市公司的理论框架

2023年《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）通过建立“335”的监管阈值（非经营性资产占比 $\leq 30\%$ ；非经营性收入占比 $\leq 30\%$ ；财政补贴占经营利润比 $\leq 50\%$ ），实施国有企业差异化融资管控政策，强化债务风险分类管控。然而，在名单制管理引致的融资约束强化和存量债务压力共同作用下，部分融资平台采取监管套利行为：在收入端采用盈余管理策略，做大毛利润、放大非经常性损益，甚至将政府补贴包装为业务收入；在资产端纳入上市公司股权、配置房地产及金融资产等，实现业务结构多元化。^①截至2021年底，持有上市公司股权的融资平台已有302家，平均持股比例为16.49%^②，融资平台收购上市公司已成为转型的重要途径。

（一）产业定位：融资平台转型方向和标的公司选择

地方政府融资平台转型的第一个环节是明确产业定位，在“以投带引”推动新兴产业发展、实现城市经济转型升级的“合肥模式”取得成功后，以“创投基金”为核心的“国资引领—项目落地—股权退出一循环发展”的闭环，同时满足“高新产业发展—经济增长—平台转型”三重目标，成为各地政府争相模仿的对象。朱兰等研究了合肥政府的招商引资模式，将其归纳为不同于基础设施建设和改善营商环境“因势利导型”政府的“风投发展型”政府，并总结出国资引领、社会资本加持的模式特征。^③张继强研究发现，布局区域内高新技术产业和战略性新兴产业，配合本地政府招商引资的转型模式出现在合肥建投、亦庄国投、盐城高新等平台中，但该路径的成功难以简单复制。^④周颖刚和范建超研究发现，融资平台股权投资对县域经济增长具有显著驱动作用，但效果呈现出创新禀赋异质性。^⑤

① 石健：《城投“瘦身”三项指标市场化转型轻装上阵》，《中国经营报》2024年5月20日，第B08版。

② 佟岩、李鑫、徐国铨：《地方融资平台持股上市公司与城投债发行定价》，《南开经济研究》2024年第4期，第107—126页。

③ 朱兰、高柏、黄迈：《“风投发展型”政府与合肥新能源汽车的崛起》，《文化纵横》2024年第2期，第102—111页。

④ 张继强：《城投转型：方向、模式与机会》，《中国改革》2024年第3期，第35—42页。

⑤ 周颖刚、范建超：《城投平台股权投资与县域经济发展》，《国际金融研究》2022年第9期，第3—13页。

目前融资平台收购上市公司实现转型的案例中,更偏好采取资本运营的方式。资本运营方向和产业运营方向都是融资平台转型途径:向“管资本”转变,大幅增加对外投资甚至转型成为产投主体;或者聚焦公共事业类项目,向建筑、水利等业务拓展。既有案例表明,融资平台转型具有明显的战略异质性:以新盛集团入主维维股份(600300)、拱墅国投投资润达医疗(603108)为代表的资本运营方向力求创立跨行业协同发展模式,以南昌水投并购富春环保(002479)、四川发展收购新筑股份(002480)为代表的产业运营方向,旨在巩固自身公共服务能力。地方政府融资平台跨地区、跨行业开展资源整合逐渐成为主流的转型模式,也取得了较好的转型效果。在融资平台投资上市公司行业分布中,本文以 2022 年城投名单内企业为例,将这 1000 余家企业匹配 2012—2022 年 A 股上市公司十大股东名单。与巩固城建类业务相比(和城建类业务联系更密切的行业),融资平台大幅增加对制造业的投资,出现跨界投资的热潮。同时制造业平均持股比例通常维系在 20%—30% 之间,通过长期持有制造业企业,平台力求改善业务结构而非巩固已有业务。

(二) 资源投入:资源效应和治理效应

明确产业定位、选定投资标的后,平台转型的下一个环节是入主企业、资源投入和优势发挥。政府背景投资者入股上市公司的效应包括资源效应和治理效应两部分。在资源效应方面,Faccio 等研究发现,上市公司引入政府背景的投资者适当开展政企结合,可以帮助企业获得地方政府支持^①;郝阳和龚六堂通过实证检验发现,国有参股降低了民营控股企业的税负和融资约束,在市场化水平越低时异质性参股股东对经营绩效产生越积极的影响;^②司海平等研究发现,当融资平台与上市公司存在业务关联时,可以通过业务协同增加营业收入,若关联性较小,两者同样可以通过整合行业优质资源拓展业务,提升经营稳定性和可持续性。^③在治理效应方面,刘星和刘伟等研究发现民企的大股东同样缺乏制衡机制,在中国的制度背景下,保持适当的股权集中,构建大股东多元化、股权相互制衡的治理机制,有助于缓解治理问题。^④叶永卫和张磊研究认为,国有资本参股形成的多元结构,有助于提升民营企业公司治理水平,减少由公司代理冲突引起的内部现金耗散。^⑤甄红线和郭东认为,政府背景投资者为实现国有资本的保值增值,会强化对上市公司管理层的监督,降低代理成本,从而形成治理效应。^⑥

① Faccio M, Masulis R W, McConnell J J, “Political Connections and Corporate Bailouts”, in *The Journal of Finance*, Vol.61, No.6, pp.2597—2635.

② 郝阳、龚六堂:《国有、民营混合参股与公司绩效改进》,《经济研究》2017 年第 3 期,第 122—135 页。

③ 司海平、侯宇飞、苗妙:《城投入股上市公司与地方政府隐性债务风险》,《经济理论与经济管理》第 2024 年第 6 期,第 57—76 页。

④ 刘星、刘伟:《监督、抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究》,《会计研究》2007 年第 6 期,第 68—75+96 页。

⑤ 叶永卫、张磊:《混合所有制改革有助于稳就业?——基于国有资本进入与民营企业就业吸纳能力的讨论》,《产业经济研究》2022 年第 2 期,第 57—70 页。

⑥ 甄红线、郭东:《城投平台入股与企业数字化转型——基于资源效应与治理效应的双重视角》,《当代财经》2025 年第 3 期,第 154—164 页。

但地方政府融资平台和传统国有企业在资源效应和治理效应存在两个方面的特殊性：第一是地方政府融资平台的“输血”能力存在差异，开展异地投资和跨行业投资的融资平台，偿债压力和资源条件会影响对上市公司的支持；第二是治理效应存在差异，平台转型前，高管大多由政府职能部门负责人调任或兼任，在企业经营管理方面呈现浓厚的行政色彩，阻碍现代企业制度的运转，^①但随着融资平台由地方政府的“附庸”转向自负盈亏的市场主体，具有金融市场工作经验的高管被聘用，^②融资平台治理体系逐步完善，对分支企业的治理效应在不同转型程度的平台中存在差异。

（三）平台转型：长期投资与企业发展，反向收购的“双刃剑”效应

地方政府融资平台转型的最后一个环节是上市公司和融资平台健康发展，地方政府取得投资收益，缓解债务压力。融资平台开展股权投资有助于优化资产结构、提高融资能力、拓宽业务范围，并根据地方发展战略涉足新发展领域，推动地方产业转型升级，^③但对融资平台资金实力和投资能力提出较高要求。佟岩等认为融资平台持股上市公司通过降低城投债发行定价和改善公司经营治理，促进主动债务置换的发生并降低违约风险。^④严宝玉等通过研究地方政府下属融资平台的转型效果，认为融资平台市场化转型的焦点是提高短期再融资能力，反而降低了融资平台的投资效率，提高了债务违约风险。^⑤司海平等则认为融资平台市场化转型通过提高经营绩效、增强政府支持，降低了平台债务的信用风险，但由于融资平台入股后政府对其支持加强，可能成为平台和地方政府难以剥离的潜在风险。^⑥

地方政府融资平台同时承担着外部债务压力 and 政策转型压力，作为外部战略投资者参与企业转型的可行性高度依赖于平台资金实力。因此，地方政府融资平台开展股权投资需要从以下三个方面入手：第一是权衡地方财政能力，确保融资平台有能力保障上市公司转型升级，消除企业发展的后顾之忧；第二是重构融资平台治理边界，吸取政府产业引导基金、PPP 模式发展经验，禁止将行政审批权、政策性考核指标等问题引入到“反向混改”的上市公司中；第三是做好产融协同深化，构建“地方政府—融资平台—上市公司”三方协同机制，围绕产业优势、紧跟国家战略，做大新资产、做好新业务。

① 谢清河：《地方融资平台与市政债券：基于地方债务风险管理分析》，《金融与经济》2010年第8期，第18—22+31页；郭玉清、刘俊现、姜晓妮：《转型视域下的融资平台风险治理：政策评估与战略取向》，《财政研究》2021年第6期，第55—69页。

② 沈红波、华凌昊、张金清：《城投债发行与地方融资平台主动债务置换——基于银行授信视角》，《金融研究》2018年第12期，第91—104页。

③ 董云杰：《城投公司并购上市公司的影响研究》，《会计师》2021年第24期，第55—57页。

④ 佟岩、赵泽与、李鑫：《地方融资平台市场化转型与主动债务置换——基于持股上市公司的视角》，《中国工业经济》2024年第5期，第20—39页。

⑤ 严宝玉、方昕、张柏杨：《融资平台市场化转型：正本清源还是舍本逐末》，《财经科学》2020年第8期，第13—24页。

⑥ 司海平、侯宇飞、苗妙：《城投入股上市公司与地方政府隐性债务风险》，《经济理论与经济管理》第2024年第6期，第57—76页。

二、案例背景及其介绍

（一）滨城投资：资本运营方向的探索

潍坊滨城投资开发有限公司(简称滨城投资)是潍坊市寒亭区以国有资产为运营主体,以自有资金对城乡基础设施建设进行投资的集团公司,于 2005 年 8 月成立。后于 2016 年 3 月完成改制重组,由地方融资平台改制为自主经营、自负盈亏、独立承担民事责任的国有独资公司。表 1 展示其子公司设立情况:成立之初业务聚焦旅游、基础设施建设等传统城建业务,随后逐步拓展城建类业务,设立相关细化领域子公司;2015 年后,公司开始谋求转型,布局制造业、养老等新兴产业,收购主要从事数字电视、智能家居、新材料的上市公司高斯贝尔,谋求业务结构转型,改善资产结构。

表 1 潍坊滨城投资开发有限公司子公司设立情况

时间	分公司名称	介绍
2005.8	潍坊滨城投资开发有限公司	以自有资金对城乡基础设施建设进行投资
2009.10	潍坊龙文建设股份有限公司	项目开发能力、资本整合能力、产业整合能力
2010.11	潍坊市杨家埠文化投资开发有限公司	文化产业开发投资、旅游项目开发投资等文化旅游项目
2010.10	潍坊国科产业园管理有限公司	主营工业园区的管理,园区内公共设施的管理、维护、租赁等
2012.2	潍坊公信国有资产经营有限公司	地方房地产开发、水利工程施工、水利基础设施建设项目投资
2014.6	潍坊亿燃天然气有限公司	天然气综合利用及其项目投资建设
2016.12	潍坊滨德表面处理科技产业园管理有限公司	园区管理、电镀加工、金属表面处理等方面
2016.12	山东滨毅投资管理有限公司	产业园、市政管理工程、文化旅游、养老社区、棚户区改造
2017.3	潍坊滨涌水务有限公司	立足保障民生,致力发展水务产业,强化供水管理
2017.7	山东新锐智能机器人有限公司	智能机器人的研发、生产、销售及售后服务

资料来源:潍坊滨城投资开发有限公司网站

“城投公司收购上市公司意味着正在积极探索从‘输血型’向‘造血型’的转变。”^①随着城投融资政策逐步收紧,城投债务发行额逐年降低,融资平台向市场化经营主体转型势在必行。^②为了改善融资平台资产结构,在 2020 年左右,潍坊市国资委陆续参与资本市场运作,先后共投资七家上市公司,主动推行融资平台转型。在表 2 呈现的收购中,潍坊市国资委投资合计达 55.47 亿元,加上后续各国有企业对公司的借款,总金额达到 60 亿元。^③随着股权转让陆续完成,潍坊明确了融资平台资本运营的定位,进入资源投入和企业发展时期。

① 石健:《城投试水“反向收购”上市公司》,《中国经营报》2024 年 12 月 23 日,第 B07 版。
② 任雪薇:《城投公司产业化转型路径探讨》,《经济师》2024 年第 11 期,第 282—283+291 页。
③ 赵云帆:《A 股并购项目大面积浮亏 潍坊国资或启动专项投资审计》,《21 世纪经济报道》2023 年 8 月 9 日,第 9 版。

表 2 潍坊市国资委 2018—2020 年投资上市公司情况

上市公司	平台名称	公告日期(变动后比例)
美晨生态 300237	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	2018.9.5 (10%) 2018.11.7 (26.86%)
孚日股份 002083	高密华荣实业发展有限公司	2020.9.9 (18.72%)
ST 墨龙 002490	山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司	2020.9.29 (29.53%)
同大股份 300321	潍坊市金融控股集团有限公司	2021.8.9(8.22%) 2022.7.11(14.38%)
ST 巴安 300262	山东高创建设投资集团有限公司	2021.11.29 (30.70%)
亚星化学 600319	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	2020.12.7 (12.67%) 2022.8.23 (28.92%)
高斯贝尔 002848	潍坊滨城投资开发有限公司	2020.9.12 (6.47%) 2020.12.25 (29%)

资料来源：深圳证券交易所

(二) 高斯贝尔：市场萎缩与业务调整

高斯贝尔数码科技股份有限公司（股票代码：002848，简称高斯贝尔）成立于 2001 年 8 月 23 日，核心业务聚焦数字电视软硬件产品的研发、生产、销售。2017 年 2 月，公司通过并购实控人名下关联企业——智能家居拓展公司业务边界，并以此为契机在深圳证券交易所挂牌上市。然而，上市后立即陷入战略转型困境：国内数字电视市场未能迎来技术迭代，募投项目难以落地；主要国外收入的印度市场受全球疫情和贸易壁垒等因素影响，出口逐年降低。更严重的是，在公司治理层面关联交易涉嫌利益输送，业绩承诺难以达标（达标率最高不到 60%），于 IPO 次年被湖南省证监局立案调查。

(三) 股权转让与业绩承诺

根据 2020 年 9 月 12 号高斯贝尔公告，滨城投资同刘潭爱和深圳高视伟业创业投资有限公司的转让协议，分两次转让刘潭爱直接或间接持有的高斯贝尔上市公司股票，合计 29%，具体转让情况如表 3 所示。转让完成后，上市公司控股股东变更为滨城投资，实际控制人变更为潍坊市国资委。

表 3 高斯贝尔两次转让情况

受让方	转让前		转让后	
	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
滨城投资				
第一次转让	0	0	10 822 600	6.4748%
第二次转让	10 822 600	6.4748%	48 473 500	29%

资料来源：深圳证券交易所

同时转让协议规定了高斯贝尔的业绩承诺：2021 年度、2022 年度、2023 年度实现的承诺净利润数将不低于人民币 2 000 万元、人民币 3 000 万元和人民币 5 000

万元。若未完成业绩承诺，转让方应在高斯贝尔审计报告出具后 10 日内以现金方式向高斯贝尔进行补偿，补偿金额为前述承诺期内承诺净利润减去承诺期内当年实现的净利润。

三、地方融资平台的资金支持、治理效应与转型探索

（一）滨城投资的资源支持

表 4 整理了公司公告中滨城投资为上市公司提供的资金支持，2021 年 4 月 27 日至 2022 年 2 月 23 日间，滨城投资通过担保、借款、增持股票和反担保的方式陆续为高斯贝尔提供资金 85 750.56 万元。资本注入的战略导向聚焦巩固传统通信设备业务与新兴产业孵化两方面：在传统广电网络及三大运营商项目中，高斯贝尔发挥与滨城投资的资源协同效应，陆续中标中国移动通信集团终端有限公司、中广电广播电影电视设计研究院、中国电信股份有限公司新疆分公司等项目；在新兴产业领域，高斯贝尔建设山东覆铜板基地、探索精密制造、智慧城市等项目，优化业务结构。

表 4 2021 年至 2022 年滨城投资对高斯贝尔的资金支持

日期	公告编号	类型	金额 (万元)
2021/4/27	2021—037	担保	10 000
2021/5/6	2021—044	借款	10 000
2021/6/15	2021—054	担保	5 000
2021/7/30	2021—068	增持	28 000
2021/7/30	2021—068	增持	8 706.14
2021/11/6	2021—093	借款	3 000
2022/2/23	2022—012	担保	1 5000
2022/2/23	2022—010	反担保	3 044.42
合计			85 750.556

资料来源：高斯贝尔公司公告

（二）发挥治理效应，提升运营效率

国资背景股东发挥了治理效应，对高斯贝尔运营效率产生了积极影响。如表 5 所示，滨城投资入股前（2018—2020 年），高斯贝尔因关联交易及智能家居并购的后遗症，导致管理费用率由 2018 年的 4.72% 快速上升至 2020 年的 13.71%，较同期行业内国有企业均值（5.88%）和转型企业均值（9.95%）高出 7.83% 和 3.76%（国有企业组和转型企业组的定义在下一部分给出）。股权变更后，高斯贝尔的管理费用率下降至 8.09% 和 8.83%，尽管仍高于同期行业内国有企业平均水平，但企业管理效率得到明显提升。

表 5 滨城投资入股前后高斯贝尔运营效率

管理费用率 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
高斯贝尔	4.72	5.74	13.71	8.09	8.83	12.62
国有企业平均	6.61	6.30	5.88	5.76	5.90	6.89
国有企业中值	5.07	5.47	4.92	4.54	4.87	5.19
转型企业平均	6.70	10.42	9.95	9.26	10.67	11.54
转型企业中值	4.72	7.01	9.19	8.06	8.83	11.25

数据来源：CSMAR 数据库

（三）高斯贝尔的转型探索

滨城投资入股后，高斯贝尔调整了业务转型方向。转型初期，高斯贝尔仍关注智能家居的发展，但未能扭亏为盈，最终 2021 年 10 月 8 日，于山东产权交易中心有限公司拟挂牌出售智能家居子公司 100% 股权。随后高斯贝尔将业务拓展的重点由智能家居转向智慧城市、电子陶瓷、精密制造和人工智能算力四个领域。

表 6 所展示的高斯贝尔转型活动在 2021—2024 年间具有两个特征：一是存量优势发挥，依托通信技术，重点布局智慧校园、智慧城市、智慧农业等新兴应用场景，提供“硬件设备 + 软件服务”的方案；二是增量技术研发，重点投入以高频微波覆铜板产品为代表的新材料项目。进入 2024 年以后，公司抓住人工智能发展的机遇，与杭州熵起智能科技有限公司共同出资设立控股子公司——山东高斯星云智能科技有限公司，发挥上市公司在计算机软硬件和外围设备上的优势，拓展人工智能算力业务。

表 6 高斯贝尔转型活动

日期	公告号	事件	方向
2021/2/1	2021-007	项目中标	智慧城市
2021/5/13	2021-048	项目中标	智慧城市
2021/7/12	2021-059	项目中标	电子陶瓷
2021/7/30	2021-068	设立子公司	电子陶瓷
2021/8/30	2021-074	设立子公司	精密制造
2021/11/6	2021-094	提供担保	电子陶瓷
2021/12/7	2021-099	提供担保	电子陶瓷
2022/4/22	2022-022	取得专利	电子陶瓷
2022/9/6	2022-054	取得专利	电子陶瓷
2023/9/23	2023-069	抵押授信	电子陶瓷
2024/2/7	2024-005	抵押授信	精密制造
2024/3/19	2024-013	抵押授信	电子陶瓷
2024/3/30	2024-018	项目中标	智慧城市
2024/10/26	2024-065	设立子公司	人工智能算力
2024/11/9	2024-072	中标候选人	人工智能算力

资料来源：深圳证券交易所

四、地方融资平台股权投资后的业绩表现与经营效率

在评估滨城投资入股高斯贝尔后的经营绩效时，需要考虑同行业其他类似公司的变化情况，采取相对业绩评价。但是，由于各地融资平台产业定位和投资标的选择存在较大差异，且转型案例样本较小，并不适合大样本实证分析，本文采取了沈红波的研究思路，^①将高斯贝尔作为实验组，将与高斯贝尔类似的公司作为控制组，比较融资平台进入前后的变化。

控制样本的选择共有两个口径：一是作为国有企业的高斯贝尔经营效率，二是作为转型企业的高斯贝尔经营效率。“国有企业”组样本选择有三个标准：第一是同行业深沪两市主板上市公司；第二是第一大股东为国有股东；第三是财务数据至少包括 2018 年—2023 年。本文按照《上市公司行业分类指引》（2012 年修订）中制造业“C39 计算机、通信和其他电子设备制造业”选取国有股东企业，剔除极端值得到 73 个样本。由于本文重点研究的是融资平台这类国有股东进入上市公司带来的经济后果，所以为了更贴切描述该事件，“转型企业”组样本选择标准为：第一是同行业深沪两市主板上市公司；第二是第一大股东在 2020 年前后两年由民营股东变更为国有股东；第三是财务数据至少包括 2018 年至 2023 年。该口径下，最终得到 10 个样本。

（一）收入结构调整

按照前文的理论框架，高斯贝尔的业务调整 and 经营绩效是滨城投资产业定位下资源投入的结果，影响主要包括传统业务和新业务两大部分。为了具体体现滨城投资对高斯贝尔在发展战略和发展资源上的影响，本文主要关注收入结构调整和财务业绩变化两方面。收入结构调整部分主要将高斯贝尔和其他“转型企业”的收入结构进行对比。

表 7 展示了滨城投资入股前后，高斯贝尔的数字电视产品和境内外销售占比的变化趋势。该行业在 2020 年左右，国际贸易形式转变和产业升级被动压力都严重制约企业经营决策。在分析收入结构调整时，需要控制企业转型、所有权变更以及行业效应等因素。

表 7 2018—2023 年高斯贝尔部分业务营收占比变化情况

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023
数字电视产品占比	73.70	55.09%	47.08%	32.92%	50.85%	61.37%
境外销售占比	78.02%	60.67%	57.73%	58.59%	48.44%	24.96%

资料来源：公司年报和 CSMAR 数据库

表 8 中控制了“转型企业”组，在 2018 年至 2024 年 6 月间，高斯贝尔的最高产品分部比重由 73.70% 下降至 60.09%，与“转型企业”组的平均水平和中位水平相近，行业总体保持多元化经营的发展趋势；国内收入占比由 21.23% 上升至 62.43%，生产经营的重点转向国内。在由民营企业转型成为国有企业的 9 家公司（排除 1 家收入划分不同

① 沈红波、张金清、张广婷：《国有企业混合所有制改革中的控制权安排——基于云南白药混改的案例研究》，《管理世界》2019 年第 10 期，第 206—217 页。

企业)中,4家逐步降低国内市场销售份额,3家国内外业务收入变化不大,只有包括高斯贝尔在内的2家上市公司聚焦国内业务发展。具体来看,滨城投资作为地方政府融资平台,资源优势聚焦国内,寒亭区政策同步针对工业互联网、智能制造和新材料开展招商引资,影响了高斯贝尔的转型路径。

表8 “转型企业”内高斯贝尔和组内均值、中值的最高产品比重和国内收入比重

最高产品比重 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6
高斯贝尔	73.70	55.09	47.08	33.96%	50.85	61.37	60.09
转型企业均值	69.43	61.05	60.98	58.84%	53.60	60.30	63.96
转型企业中值	66.44	55.09	53.73	49.94%	51.69	56.82	60.65
国内收入比重 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6
高斯贝尔	21.23	39.24	42.27	58.59	51.56	75.07	62.43
转型企业均值	65.58	67.69	69.01	57.43	57.23	58.23	52.80
转型企业中值	69.24	71.82	74.24	59.90	61.85	58.23	50.04

注：2021年高斯贝尔收入占比最高的产品分布是智能家居

(二) 财务业绩变化

高斯贝尔的财务绩效变化可以反映出融资平台资源效应和治理效应对短期业绩的影响。本文主要从成长能力、产品毛利和盈利能力三个角度研究财务绩效的变化,并与控制样本展开比较。如图1和图2所示,2020年高斯贝尔出现业绩滑坡,营业收入同比萎缩33.77%。收入增速下滑的颓势在滨城投资入股后的2021年、2022年^①得到缓解,结束了数字电视产品销售额连年下滑的局面。在“国有企业”组,除2021年,高斯贝尔并没有展示出较高的短期成长性,而考虑到转型企业大多开展业务结构调整,在“转型企业”组中高斯贝尔的位次有所提升。

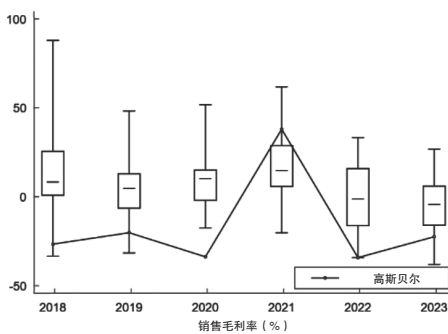


图1 国有企业中高斯贝尔收入增长率

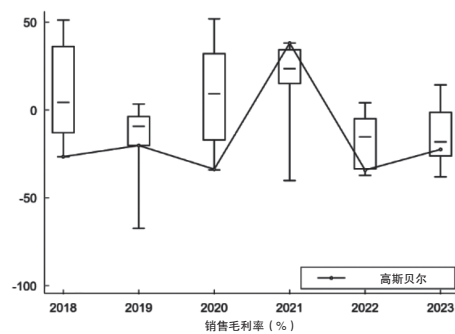


图2 转型企业中高斯贝尔收入增长率

图3和图4展示了高斯贝尔在销售毛利率方面的表现,高斯贝尔的毛利率并不高,2019年之前平均在17%左右,业绩承诺期结束后销售毛利率由16.58%骤减至2.38%,

^① 2022收入下降主要原因是剥离智能家居业务。

糟糕的内部管理更是将净利率压低了 90%^①。滨城投资入股后，高斯贝尔的毛利率上升至 7.06%，但至 2024 年 6 月企业毛利润主要是通过调整传统业务产生，说明短期公司产品结构并没发生较大变化，但滨城投资的治理效应却起到重要作用。但在“国有企业”组和“转型企业”组中，高斯贝尔的毛利始终处于较低水平，在出现足以影响产品综合毛利率的新产品以前，企业转型前景仍不乐观。

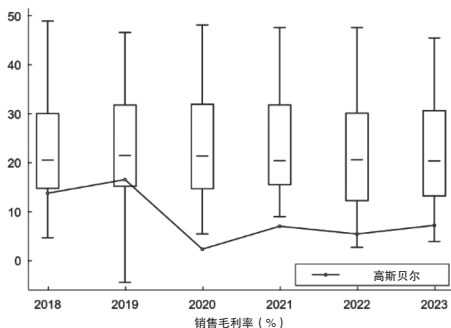


图3 国有企业中高斯贝尔销售毛利率

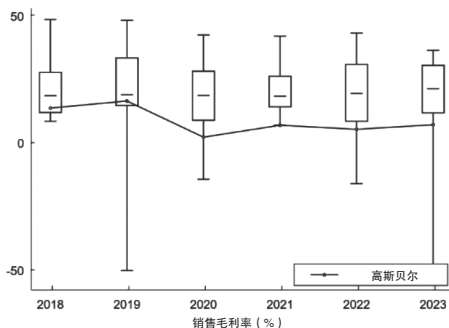


图4 转型企业中高斯贝尔销售毛利率

在图5和图6展示的净资产收益率方面，高斯贝尔表现更差，甚至2020年净资产收益率一度下降至-71.63%，达不到行业内“国有企业”组的5%分位数，但滨城投资的进入迅速扭转了净资产收益率的下降趋势，经过2021年和2022年的两年持续投资，净资产收益率最终提升到-2.26%，接近“转型企业”组的中位水平。

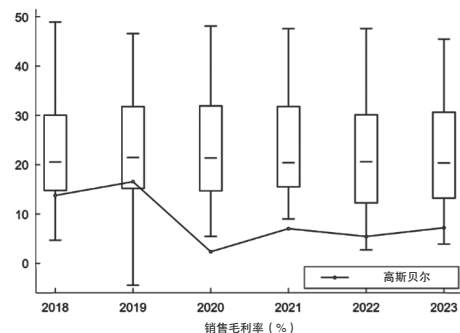


图5 国有企业中高斯贝尔净资产收益率

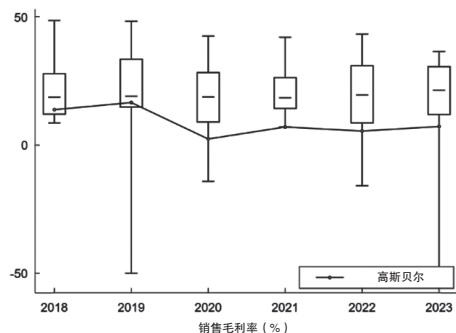


图6 转型企业中高斯贝尔净资产收益率

总体而言，高斯贝尔的产品结构虽然有所调整，但是企业利润仍主要依靠传统业务，滨城投资主要发挥治理效应，缓解高斯贝尔的经营困境，改善盈利能力。但在财务业绩中，我们同样发现“反向混改”的业绩改善在2023年以后减弱。资源注入的效应是需要更长的时间窗口检验还是平台支持出现了新变化？

① 销售净利率由 1.6% 降低至-88.26%。

五、融资平台转型的双重性：债务化解与产业反哺的矛盾

（一）“潍坊答卷”的转型愿景和路径创新

“潍坊答卷”^①的路径创新突出表现在标的公司选择上——投资异地困境企业，通过资源投入缓解企业困境，再将异地企业引入本地，设立分公司，将融资平台打造成为本地“高新技术产业和战略性新兴产业”的切入口。为了帮助公司渡过难关，应对业绩大幅下滑、经营效率低下等问题，潍坊市国资委投资初期为上市公司提供大量资金和项目支持。高斯贝尔在 2021 年上半年取得滨城投资的资金担保和智能校园项目后，于 2021 年 7 月向滨城投资定向增发建设山东覆铜板基地，该项目一度成为剥离智能家居时期高斯贝尔的转型重点。然而，随着资金和项目注入，异地投资模式和企业纾困模式并未成为潍坊市国资委愿景实现、产业反哺的关键，反而沦为债务压力中企业转型的薄弱环节。

（二）平台转型的新困境

地方政府融资平台的股权投资行为是在债务偿还压力下作为产业发展载体的选择。以滨城投资为例，其所在的寒亭区也并非经济实力强劲的区县，2021—2023 年，财政收入连续三年降低，地方政府债券余额快速上升，政府债券发行额、债务还本付息支出翻倍增长^②。滨城投资入股高斯贝尔不仅为了实现业务结构调整，提升短期偿债能力，还承担着培育战略性新兴产业的长期资本职能。但寒亭区财政资源不足的问题在 2023 年后陆续暴露，滨城投资也难以同时兼顾提升短期盈利能力和持续投资困境上市公司。

2023 年 2 月 13 日下午，寒亭区委常委、副区长王加利组织召开寒亭区银企对接会，各大银行及滨城投资相关负责人参加会议，商讨在原有基础上，深化与滨城投资的合作。但滨城投资的强制执行和承兑逾期均稳步上升。2023 年 12 月 12 日，滨城投资持有高斯贝尔 3.09% 股权被冻结，其持有的 48,473,500 股已全部冻结^③；2024 年 4 月 29 日，滨城投资持有的部分高斯贝尔股份因自身债务纠纷诉讼被司法非交易性强制划转。

上市公司难以短期摆脱转型困局，潍坊市城投危机却逐步演化，滨城投资偿债能力、盈利能力逐年下滑，商票逾期、非标违约等陆续出现。高溢价收购的公司连年亏损，利润大幅降低、股价快速下跌，甚至业绩承诺难以兑现。该模式最大的困难是管理质地较差上市公司，也远远超过潍坊市国资委的资金实力和能力范围，巨额的资金投入不仅消耗了地方政府的财政资源，也没有通过短期投资收益缓解债务压力，更拖累了融资平台健康转型。

六、进一步分析：如何实现“三环节”的转型？

（一）产业定位聚焦，发挥平台优势

地方政府融资平台在政企关联机制、企业治理结构、债务偿还体系等环节存在缺

① 该描述参考：何昕怡、徐锐：《地方国资 A 股并购的“潍坊答卷”》，《上海证券报》2023 年 7 月 11 日，第 5 版。

② 数据来源：潍坊市统计年鉴（2021—2024）和潍坊市预决算公开（2021—2024）。

③ 到目前为止，滨城投资持有的高斯贝尔股票轮候冻结比例为 46%。

陷,^①这严重弱化了平台在基础设施供给和区域经济增长中的功能性作用,致使传统土地驱动的投融资模式不可持续。在治理维度,融资平台转型的重要任务是,重塑现代企业制度、明确政企边界,最终成为独立核算的市场化主体;在债务维度,融资平台需要建立蕴含债务重组、资产结构调整和持续盈利能力的可持续经营发展模式。因此,融资平台转型的本质并非通过重组业务模块和调整产业定位实现组织架构优化,而是围绕平台优势和核心产业定位,探索符合区域实际的转型方案,形成可持续的发展模式。实践表明,唯有在精准识别区域经济发展方向和高度契合平台资源优势的前提下,通过专业化运营手段,才能将融资平台优质资产和投资标的有机结合,发挥资源效应和治理效应。

(二) 发挥协同效应,实现资产整合

从资源效应来看,融资平台深耕城建领域,具备丰富的资源储备和宝贵经验,为开展产融结合提供了基础。以滨城投资为例,其既可以直接将智能校园业务注入上市公司,也可以帮助上市公司在潍坊建设覆铜板生产基地,优质资产注入逐步成为转型的共性环节,在短期迅速改善投资公司财务业绩表现。其次,产融结合模式的资源效应突破了“单向投资”的范畴,融资平台依托区域资源优势和政策优势,整合上市公司优质资产,通过股权纽带,实现技术、人才、管理经验的双向渗透,产生互补性协同。

从治理效应来看,融资平台的股权投资构建了“平台—公司”双向监督机制。对平台而言,参与股权投资,开展“反向混改”,需要遵循资本市场规则,倒逼其完善现代企业制度,通过学习观察上市公司完善的制度安排,在平台内部模仿应用。^②对于上市公司而言,国资参股带来的股权制衡会产生治理效应,国资委派治理团队嵌入企业决策层可以缓解“一股独大”产生的代理问题。^③

(三) 公司反哺平台,实现平台转型

“城投公司市场化并不意味着政府不参与,而是政府作为投资主体,按照股东权利义务履行决策安排,相应的运营和管理权利必须由城投公司自己来独立实施。”^④融资平台转型的最终环节是上市公司反哺平台,缓释平台债务压力。但诸多案例仍然表明,即使完成明确产业定位和资产整合的前置程序,仍存在平台转型受阻的可能。

区域经济发展差异塑造了转型路径的多样性。在经济发达的地区,地方政府债务规模小、财政资源充足,同时融资平台资产运营能力强、市场化操作经验丰富。平台转型沿着“产业定位—资源投入—平台转型”的路径推进,既无偿债压力之忧,又无路径探索之困。但当股权投资模式推广到经济条件较差的地区时,融资平台面临着财政紧约束

① 成涛林:《地方政府融资平台转型发展研究——基于地方债管理新政视角》,《现代经济探讨》2015年第10期,第55—58+73页;宋樊君:《地方政府投融资平台转型探讨——基于平台公司债务风险视角》,《中国流通经济》2018年第3期,第70—84页。

② 佟岩、赵泽与、李鑫:《地方融资平台市场化转型与主动债务置换——基于持股上市公司的视角》,《中国工业经济》2024年第5期,第20—39页。

③ 刘笑霞、李明辉:《“反向混改”与民营企业盈余管理》,《经济管理》2023年第5期,第189—208页。

④ 石健:《城投试水“反向收购”上市公司》,《中国经营报》2024年12月23日,第B07版。

和债务压力中转型窗口期不足的困境，地方政府既迫切提升短期偿债压力，又必须在有限试错空间内培育市场化运作能力，导致短期债务风险和长期转型之间产生矛盾。

综合以上分析，可以评估高斯贝尔此次股权投资。从产业定位来看，高斯贝尔的股权投资案例既符合寒亭区招商引资导向，又承接潍坊市“工业强市”的区域形象，更契合滨城投资转型的产业定位。从资源投入来看，滨城投资通过担保和定向增发缓解高斯贝尔流动性风险，并将区域产业资源与企业技术储备（智能城市、新材料）深度融合，形成“资本+资源”的立体投资策略。但从平台转型效果来看，滨城投资的债务负担仍然较重，高斯贝尔的转型难题也未彻底解决。新一轮化债举措将为平台转型提供5年左右的债务重组窗口期和更高债务置换额度，有助于缓解融资平台股权投资中债务风险和财政资源的失衡。

七、研究结论与政策建议

高债务负担区域的融资平台转型具有较强的代表性和影响力。本文以“滨城投资入股高斯贝尔”为案例研究对象，从其转型背景和转型路径出发，分析转型未能取得良好成果的原因，剖析资本运营方向转型的前提条件和经验教训。尽管，滨城投资的股权投资考虑了本地发展方向和企业优势，也发挥了资源效应和治理效应，然而地方政府财政资源不足，使滨城投资缺乏转型试错的空间和业务调整的时间，高斯贝尔部分转型方案也受限于疫情难以实施，虽然在短期取得财务绩效改善，却无法实现从单向的“资源投入”延展为双向“产融结合”。目前，越来越多的地方政府融资平台尝试通过股权投资实现转型，探索从土地财政转型到股权财政的战略转向，其中债务压力大的更不在少数，但通常都会面临转型时间不足、转型经验匮乏的共性问题，最终难以取得良好成果，针对这些问题，本文提出以下建议：

第一，融资平台需要评估企业核心竞争力和区域资源禀赋，精准锚定产业转型方向。通过引入对赌协议、股权激励等多维度市场化治理工具，降低潜在转型风险，对于偏离转型方向或造成资金流失的项目，既要及时退出减少损失，又要责任追溯、总结经验，形成“事前评估—事中监控—事后评价”的全流程管理体系。

第二，地方政府需要完善融资平台转型配套制度，创新政企协作模式。建立平台预警和“平台转型准备金”^①等风险保障机制，调剂财政资源不足带来的平台转型短期困境；深化政企关系改革，实现“国资控股不控权”，在保持战略引导的同时减少行政干预，构建“地方政府—融资平台—市场企业”三方新型协作模式。

第三，中央政策需要开展政策工具创新，统筹发展与化债关系。一方面，扩容债务置换规模、疏解存量债务压力；另一方面，推动经济协调发展，做大经济总量，降低负债比率。秉持融资平台“在发展中化债、在化债中发展”的理念，为融资平台转型提供良好的投资机遇和发展空间，实现债务风险化解与区域产业升级的统一。

^① 王华庆：《促进地方投融资平台转型发展的对策》，《金融时报》2016年12月19日，第9版。

Equity Investment in the Transformation of Local Government Financing Platforms

——A Case Study of Bincheng Investment and Development Co., Ltd.’s Transformation

SHEN Hongbo, LIU Yuqi, HAN Yuxi

Abstract: The core challenge in the transformation of local government financing platforms (LGFPs) lies in resolving the dual dilemma of implicit debt resolution and cultivating self-sustaining capabilities. This requires mitigating debt risks through market-oriented approaches while revitalizing development momentum for both local governments and platforms by redefining government-enterprise boundaries. However, due to the variety of regional resource endowments and local debt pressures, platform transformation paths are difficult to replicate uniformly, necessitating the identification of common patterns through representative case studies. Recently, reverse mixed-ownership reforms involving listed companies have become a strategy for LGFPs. Leveraging capital operations and resource synergies to optimize business structures signifies a strategic shift for local governments from land-based fiscal models to equity-based fiscal strategies. The article constructs an analytical framework of industrial positioning, resource input and platform transformation, and examines the internal logic of LGFPs transformation through the case of Bincheng Investment and Development Co., Ltd. acquiring Gopell Digital Technology Co., Ltd. On the one hand, Weifang State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC) aimed to revitalize the platform’s self-sustaining capacity by introducing high-end manufacturing industries through investing in a listed company; on the other hand, fiscal constraints and short-term debt pressures made sustained resource investments unsustainable. Amid industrial decline and corporate governance challenges, the expected transformation outcomes were ultimately unrealized. The article seeks to uncover the decision-making mechanisms behind equity investment, summarizes critical factors for LGFPs transformation, and provides recommendations for market-oriented transformation.

Keywords: platform transformation; corporate transformation; government debt

(责任编辑: 陈 彬)