

危机救助投资中的价值创造模式：价值发现、价值实现与价值捕获

——基于10个救助投资的案例分析

江雪颖¹ 邓钰欣¹ 陈义斌² 朱武祥¹

(1.清华大学经济管理学院, 北京 100084; 2.中国信达资产管理股份有限公司青海分公司, 青海 西宁 810001)

摘要: 救助危机企业有助于恢复市场微观主体活力, 防范系统性风险传染, 保持金融和社会稳定。本文基于10个典型案例开展编码研究, 探究危机救助投资的价值创造模式和特征。研究发现, 救助投资的价值创造有三类环节: 价值发现环节, 危机企业获得救助的必要条件是无畸变决策行为、所有权关系明晰, 充分条件是具有价值来源; 价值实现环节, 危机救助者需提供两笔资金, 理清债务债权关系并提供营运资本; 价值捕获环节, 通过在交易合约中设置下行威胁且控制关键资源能力, 应对危机企业的行为风险。危机救助者综合精细化识别与发掘企业价值和谨慎的价值保障特点。本文总结了市场化危机救助的微观实现机制, 对社会机构救助危机企业具有实践意义。

关键词: 危机企业; 救助投资; 价值发现; 价值实现; 多案例研究

Abstract: Bailout helps to revitalize micro-entities in the market, prevent systemic risk contagion, and maintain financial and social stability. Based on 10 typical cases, this paper conducts coding research to explore the value creation patterns and characteristics of bailouts. The study finds that there are three steps of value creation in bailouts. For value discovery steps, non-aberrant decision-making behavior and clarity of ownership relationships are necessary conditions for financially distressed companies to be bailed out while being valuable is a sufficient condition. For value realization steps, crisis rescuers need to provide two funds to settle debts and to provide working capital. For value capture steps, rescuers deal with the behavioral risks of crisis enterprises by setting downside threats in transaction contracts and controlling critical resource capabilities. Bailouts parties comprehensively identify and explore the characteristics of enterprise value and prudential value. This paper summarizes the micro-realization mechanism of market-oriented bailouts, which has practical significance for social institutions to rescue financially distressed companies.

Key words: financially distressed companies, bailouts, value discovery, value realization, multi-case study

作者简介: 江雪颖, 女, 清华大学经济管理学院博士生, 研究方向: 企业危机、数字金融。邓钰欣, 女, 清华大学经济管理学院博士生, 研究方向: 企业危机。陈义斌, 中国信达资产管理股份有限公司青海分公司总经理, 研究方向: 企业危机。朱武祥, 经济学博士, 清华大学经济管理学院金融系教授、博士生导师, 研究方向: 公司金融、产业金融、商业模式。

中图分类号: F832.39 文献标识码: A

一、引言

近年来, 中国企业的现金流创造和经营承受较大压力, 信用风险暴露数量明显增多。2017年, 公司信用类违约债券仅34只, 2020年达到211只。当企业的流动性资产不足以偿付当期刚性兑付要求而发生实质性违约时, 则被认为陷入了危机。作为一类特殊的投资机构, 危机

救助者投资于银行和债权投资人都不愿意触碰的危机企业, 能够有效处理不良资产、化解金融危机和提升金融系统稳健性(郑万春, 2011)。讨论危机救助者特殊的价值创造方法在当下具有理论价值与实践意义。

区别于传统的从资产折价中获利的不良资产投资人, 危机救助者甄别危机企业价值, 关注其价值恢复。2020年我国商业银行的不良资产规模达到3.5万亿元, 是

2018年的1.8倍。庞大且迅速增长的市场规模丰富了资产多样性,较多因流动性风险、信用风险、市场风险等特殊问题而被低估价值的资产蕴含价值恢复甚至增值的投资机会,传统的买“包”、卖“包”处置模式粗放,造成价值损失。危机救助投资能够填补企业全生命周期中下行期融资的金融市场空白,为危机企业提供更为精细化的金融服务。危机救助投资也符合国家政策要求,即危机救助应回归救助危机企业的主业,做好对基本面正常但存在短期流动性困难的企业和无法正常经营的深度危机企业的救助工作。

与正常经营的企业相比,危机企业具有更高的行为风险和经营风险(Rampini and Viswanathan, 2010),这对危机救助人的交易模式设计提出了更高的要求。文献认为企业遭遇危机时会不惜代价获取资金以弥补偿债亏空(Rampini and Viswanathan, 2010),部分危机企业亦存在关联担保(陈艳利等, 2014)、关联交易与内部利益输送(Altamuro and Beatty, 2010)等畸变决策行为,同时危机企业本身亦存在经营不善甚至经营要素缺失的问题,受到来自政策、供应链、产品市场、劳动力市场等多方面的冲击,正常经营循环难以为继。危机救助需要综合采取风险隔离、分配、抑制等措施为投资标的的经营价值恢复保驾护航,预防可能出现的投资价值湮灭甚至风险传染问题。

在危机救助研究领域中,较多文献关注获得救助的危机企业特征,亦有文献讨论危机企业的畸变决策行为带来的救助难题。但企业陷入危机往往是多种错综复杂的因素综合作用的结果,危机救助既要甄别项目价值,又需要设计并实施综合性的金融解决方案,在实现价值创造的同时抑制风险。已有文献缺失了从危机救助视角系统性分析其价值发现、价值恢复与增值、价值捕获中的交易合约设计和风险管理策略。

针对上述理论缺口,本文选择了某国有大型金融资产管理公司参与救助的10个典型性危机企业救助案例作为研究对象,以“重新恢复营运能力、免于破产清算,且危机救助实现退出”作为救助成功的标志,对8家救助成功的危机企业和2家救助失败的危机企业进行多案例编码研究。本文有四个主要发现:其一,危机企业获得救助的必要条件是经营历史中无畸变决策行为、所有权关系明晰;充分条件是具有救助投资人认可的高流动性

项目或资源、信用恢复价值、经营恢复价值和经营要素重组增值价值之一。其二,在救助投资中,危机救助需提供两笔资金,第一笔资金为危机企业理清债务债权关系、化解债权人的抢占博弈,第二笔资金为危机企业资产盘活提供营运资本。其三,危机救助人为投资失败设置了丰富的退出渠道。其四,流动性危机企业和结构性危机企业的价值来源不同,后者风险更高,危机救助对其采取降低危机企业的信息不对称性、引入产业投资人承担主要经营风险的风险管理模式。

本文的理论贡献在于补充了市场化危机救助的微观研究视角。现有文献受限于缺乏企业层面标准化的危机救助数据开展实证研究,多从宏观视角探究危机企业救助(Kim, 2004; Bianchi, 2016)。尤其是在中国金融机构易受行政干预、金融资源配置低效的背景下,市场化救助如何有效开展尚未得到充分揭示。本文从微观视角创新性提出危机救助的价值创造过程,希望给更多的投资机构提供借鉴,增加危机企业获得市场化救助的机会,防范危机的风险传染,促进金融市场稳定发展。

二、文献综述

(一)获救危机企业的价值特征

有文献关注实际获得救助而免于被破产清算的企业所具有的特征。分析发现,短期流动性更高、经营现金流更强劲(Chatterjee et al., 1995; Demiroglu and James, 2015)、偿债能力更强、重组前有较少的股票负回报(Franks and Torous, 1994)的公司更可能被救助,走向庭外重组。无形资产占比越高和资产更易受到破产清算影响(Gilson, 2012)、未偿还债务类别较少和债务结构更简单(Gilson et al., 1990)的公司更愿意配合促成庭外重组。上述实证研究描述了实际获得救助的危机企业特征,但缺乏对各要素促成救助重要性程度的系统性梳理与研究;亦缺失了救助者视角,由于救助者对企业是否具有经济效率的准确判断对引导市场资源有效配置十分关键,在救助投资还是破产清算的权衡中,各要素如何参与决策的过程将更具现实意义。

(二)缺乏市场化危机救助的微观研究视角

对危机企业救助投资的研究是公司金融研究中金融中介理论子话题。金融中介理论文献主要关注其作为

可以为被救助企业提供综合金融服务。受危机救助者支持, 18家危机企业愿意接受调研。

为提高研究的严谨性, 本文遵循以下三个原则对18个案例进行了筛选。第一, 案例典型性。本文选择的案例企业在陷入危机前处于行业领先水平, 具有盛极而衰特征。第二, 案例可比性和多样性。根据危机成因, 本文把危机分为流动性危机和结构性危机两类。前者指危机企业资金枯竭而面临流动性问题; 后者指企业除了危机, 还面临市场、产品、技术等经营问题。本文选择了5家陷入流动性危机的企业和5家陷入结构性危机的企业, 其中各包含一个救助失败的案例。第三, 案例完整性。本文所涉及的每个案例都有针对当事人的一手访谈资料和企业披露的公告或案例当事人提供的内部资料。遵循以上原则, 本文选取10个案例作为研究对象, 其余8个案例用以检验理论饱和度, 发现无新构念产生。将上述10

个案例, 从A到J命名, 案例概况见表1。

(三)调研过程

1.数据收集

为提高多案例研究的有效性和可靠性, 本文综合运用了多种来源的资料和数据进行“三角验证”(Huberman and Miles, 1986)。一方面, 通过企业内部资料和半结构化访谈收集一手资料。企业内部资料主要有: 企业内部刊物、工作总结、相关合同等; 访谈对象覆盖救助各环节, 包括参与救助的金融资产管理公司资产管理部和股权管理部经理、总裁办公室高级经理、地方分公司总经理和法人, 以及危机企业副总裁、金融中心总裁、项目负责人等内部人员, 时长共计123.5小时。本团队还多次通过邮件、电话等方式联系访谈对象补充信息, 并对信息进行反复核对。为避免访谈对象因印象管理和回溯性释义带来的偏差(Eisenhardt and Graebner, 2007), 本文仅将访谈作为一部分数据来源。另一方面, 通过收集和整理二手资料获得数据。二手资料来源主要有两种渠道: 公司公告或判决书, 主流财经媒体资讯(今日头条财经、新浪财经、搜狐财经、网易财经、腾讯财经和Wind资讯)的相关资料。通过以上多种途径搜集资料, 能够有效地提高数据的充分性和准确性, 以保证数据的相互补充和交叉验证。

2.数据编码与数据分析

本文采用一阶/二阶的结构化数据分析方法(Gioia et al., 2013; 毛基业, 2020), 通过一阶分析(使用忠实于受访者所用的语言)和二阶分析(使用以研究者为中心的概念、主题和维度), 产生严谨的质性分析结果, 展示数据与新归纳概念之间的联系并形成聚合构念。为保证编码工作的客观性, 本文遵照以下步骤处理原始资料: 第一步, 使用NVivo质性分析软件对企业原始资料进行处理并生成高频关键词, 形成“拥有流动性强的优质资产, 如土地、上市公司股票等”“危机企业或子公司有上市资格”等35个标签; 第二步, 对初始标签概念化, 研究团队的两位研究人员共同确定“高流动性资产或资源”“信用恢复价值”等17个一阶概念; 第三步, 与本研究主题相联系, 从一阶概念提取内在联系, 归纳出“价值来源”“价值保障”等7个二阶主题; 第四步, 从理论视角出发, 凝练出“价值发现”“价值实现”“价

表1 案例企业概况与调研资料统计

危机类型	案例企业	危机成因	救助结果	二手资料		企业内部资料(LJ)	半结构化访谈时长/小时(I)
				新闻资讯(N)	公告或判决书(F)		
流动性财务危机	A	1.黑天鹅事件引发债权人挤兑; 2.行业周期; 3.债权人担心自身权益难以保证, 均不同意追加优质项目土地作为抵质押和开发销售	经营恢复	9	1	8	13
	B	大股东投资扩张过快, 投资资金无法正常回收, 面临股票质押爆仓危机	经营恢复	45	4	4	9.5
	C	1.行业周期; 2.资产负债率过高, 债务负担重, 集中偿付压力大; 3.对外担保和资产质押占比高, 再融资能力受限; 4.短债长投	经营恢复	35	5	10	13.5
	D	1.行业低谷; 2.实控人股票质押定增融资, 被要求提前偿还, 出现流动性危机	经营恢复	68	30	4	12
	I	公司经营不善, 出现巨额债务违约	企业与危机救助者发生诉讼, 救助方案停止推进	49	12	9	11.5
结构性财务危机	E	1.行业发展处于初期阶段, 用户尚未培育完成; 2.盈利能力不足, 亏损多年	重组价值被利用	15	6	3	12
	F	公司经营不善, 销量低迷, 正常经营难以为继	重组价值被利用	48	20	3	12.5
	G	1.行业周期, 部分资产处于停产状态, 亏损严重; 2.控股股东债务纠纷, 占用公司资金	重组价值被利用	16	15	7	14
	H	原材料和市场同时受到挤压, 焦化板块产能利用率低, 连年亏损、存在涉诉大额应收款	重组价值被利用	33	10	12	13
	J	1.多元化扩张; 2.并购资产盈利能力差; 3.大股东质押债务危机传导	危机企业违约, 中止重组	87	20	0	12.5

价值捕获”3个理论范畴。价值发现强调救助投资人对价值来源的筛选，价值实现定义救助投资人如何设计交易模式并利用资源实现价值创造和收入增长，价值捕获关注价值创造向收入转化的保障机制(详见表2)。

四、研究发现

(一)投资于危机企业所发现的价值

1.危机救助人对价值来源的筛选

并非所有的危机企业都值得被救助，危机救助人会筛选出救助收益与成本之差合算、具有经济效率的危机企业开展救助，获得救助的危机企业存在丰富的被救助价值。相关范畴详见表3。

获救的危机企业部分具有高流动性的资产或资源，能够快速兑换成流动资金，主要包含三类：一是流动性强的优质项目，包括具有持续经营能力的上市企业的股票(案例D)、优质的地产项目(案例A)、有升值潜力的经营资

产(案例B)、有强劲的现金流创造能力的成熟企业或项目(案例C、G)等。负责案例B的投资人章经理提到“如果企业没有那块优质的土地，我们肯定不会选择救助它”。二是危机企业或子公司有上市资格(案例B、D、G)，这增加了危机企业的直接融资渠道，可以实现未来收益变现。三是有第三方机构的无偿支持，如案例D中某位官员表示“企业D是我们当地的交税大户，为了援助它，我们无偿划拨给它一块土地，并变性为住宅用地”。

部分获救的危机企业能够恢复信用。该类危机企业主业经营尚能运转，但债务期限临近或已经违约，失去资本市场信用，企业折价显著。危机救助通过详尽的尽职调查发现其经营价值，帮助企业恢复信用，避免负债端危机对经营端的侵蚀。如在针对A集团子公司的救助中，投资人陈经理提到“企业还是能够有可观的经营现金流流入的，但在支付完利息费用后所剩无几，我们要帮他眼前的大山移了”。

表2 编码结果

理论范畴	二阶主题	一阶概念	概念内涵	标签
价值发现	价值来源	高流动性资产或资源U1	危机企业具有高流动性的资产或资源	拥有流动性强的优质资产，如土地、上市公司股票等U11； 危机企业或子公司有上市资格U12
		信用恢复价值U2	危机企业债务偿付期限临近，金融市场的信用能力降低，但经营循环稳健，恢复信用可大幅改善价值	属于行业龙头企业U21； 拥有持续经营能力的业务、项目或子公司U22； 拥有被低估的子公司或项目U23
		经营恢复价值U3	危机企业融资循环受阻，影响经营循环的运转，通过对经营能力的轻度赋能能够大幅恢复经营价值	所属行业属于周期性行业，暂时处于下行周期U31； 暂时受突发事件和外部经营环境变化冲击经营循环受阻U32
	价值保障	经营要素重组增值价值U4	危机企业经营要素重度缺失，但具备某些稀缺经营要素	受国家产业政策变化影响，企业面临结构调整、资产剥离U41； 具有产业投资人可以重组利用的关键性生产资料U42； 所属行业前景较好，但现阶段面临瓶颈U43
		经营历史中无畸变决策行为U5	危机企业内部管理合法合规	公司股东与管理层低道德风险U51； 历史未出现过不当甚至违规融资或保证行为U52； 历史信息披露规范U53
		所有权关系明晰U6	不存在资产归属权纠纷或可以理清	避免出现担保、互保等带来的无法调查的隐形负债U61； 价值资产未设置抵押、保证U62； 价值资产通过交易安排可以解除原抵押和保证U63； 未出现众多复杂未决诉讼U64
价值实现	输入资金	注入债权性资金R1	危机救助入收购原债权人债权，进行整合	危机救助入收购危机企业原有债权，以化解抢占博弈R11； 深入尽调，梳理并重新设置抵押、担保R12
		注入股权性资金R2	股权性资金帮助企业恢复经营的同时，缓解了企业的刚性兑付压力	通过债转股缓解危机企业刚性兑付压力R21； 满足危机企业经营性资金需求，重启经营循环R22
	输入经营资源能力	输入与资产、项目经营相关的资源和能力R3	危机救助入自身或引入产业投资人，向危机企业输入与资产、项目经营相关的资源和能力	危机救助入将自身业务范围与危机企业的资产、项目进行匹配，协助、参与运营R31； 危机救助入充当业务并购中介，引入具备实业经营资源能力的产业投资人R32
	经营风险管理	按交易主体的风险承受意愿和能力配置经营风险R4	设计交易合同时，通过具体条款对总的经营风险进行主体间的优化分配，具备更强抗风险能力、更强风险承担意愿主体承担更多风险，获得相应收益	政府注入流动性或优质资产分担经营风险R41； 产业投资人以股东身份承担主要经营风险R42； 危机救助入以债权人身份承担部分经营风险R43； 危机企业出售自身部分股权，抵押优质资产R44
		经营风险的监管和应对R5	完成债权收购后直至危机救助入退出前的交易过程中，经营风险的监管和制定应对预案	危机救助入进入危机企业，协助管理和风险监控R51； 危机救助入后续注入新的救助资金或引入新的交易主体R52
应对危机企业的行为风险	在交易合同中设置较强下行威胁C1	设计交易合同时，通过具体条款，使危机企业采取畸变决策行为遭受的损失显著超过获得的收益	一旦危机企业发生违约行为，危机救助入处置抵押物C11； 危机企业提供业绩承诺及差额补足承诺C12； 危机救助入作为救助基金的优先级LP，危机企业控制人为劣后级C13	
	由危机救助入控制关键资源能力或交易环节C2	在帮助危机企业恢复经营的过程中，由危机救助入参与和控制关键资源能力或交易环节	危机救助入代为运营提供还款来源的项目C21； 危机救助入控制核心企业股权，委派高管人员监管企业运营C22； 危机救助入视救助进程分批注入救助资金C23	

表3 价值来源的编码引证

一阶概念	标签	典型引证
高流动性项目或资源U1	拥有流动性强的优质资产，如土地、上市公司股票等U11； 危机企业或子公司有上市资格U12	U11-“(危机救助入)为了救助大股东，收购存量股票质押融资债券并进行债务重组，同时约定1年内危机救助入有权以股抵债方式持有B上市公司股票(部分转股)”(BIJ-1)； U11&U12-“大股东以上市公司全部股份出资劣后级，现金用于收购政府平台优质资产以及清偿拟收购公司债券”(DI-1)
信用恢复价值U2	属于行业内龙头企业U21； 拥有持续经营能力的业务、项目或子公司U22； 拥有被低估的子公司或项目U23	U21-“B公司是我国四大全国性医药批发企业之一，经营能力受到业界好评”(BIJ-1)； U22-“宏观经济增速放缓，A集团旗下工业企业现金流尚能维持自身运营和融资利息支付，但难以在短时间内集中偿付”(AIJ-1)； U23-“受信用风险波及，集团旗下某矿业公司价值被严重低估，失去融资能力”(CHIJ-1)
经营恢复价值U3	所属行业属于周期性行业，暂时处于下行周期U31； 暂时受突发事件和外部经营环境变化冲击经营循环受阻U32	U31-“伴随着行业冷周期，创业板指下行，D公司股价也在震荡后一路下跌”(DIJ-1)； U32-“A集团实控人因涉及某集团公司改制相关事宜，突然被监视居住。因担心实控人难以在短时间内平安返回，金融机构以对A集团和旗下企业启动信用评级，要求A集团提前偿还贷款”(AIJ-2)
经营要素重组增值价值U4	受国家产业政策变化影响，企业面临结构调整、资产剥离U41； 具有产业投资人可以重组利用的关键性生产资料U42； 所属行业前景较好，但现阶段面临瓶颈U43	U41-“虽然投资标的H公司前几年扩张规模遇上宏观经济调整，行业周期下行，亏损严重，但企业资产依然优质”(HIJ-1)； U42-“引入产业投资人投资G生化并取得控股权，承接危机救助入重组债务，促使公司成为正常上市公司”(GIJ-3)； U43-“F汽车是我国首家具有独立正向研发能力的自主品牌”(FIJ-2)

部分获救的危机企业能够恢复经营。该类危机企业或受到突发外部经营环境变化的冲击(案例D)、或处于行业下行周期阶段(案例C)，企业现金流创造能力和利润下降。此时企业债务偿付能力和资本市场认可度下降，股票质押融资等融资能力受限。以企业C为例，受所在强周期行业下行压力影响，净利润连年为负，出现严重的资不抵债，但投资人陈经理却认可企业C度过危机后的经营能力与可产生的价值，“公司在前几年行业火热的时候其实很多投资人追着放贷，要不然他也不能有这么大的负债规模。我们相信根据历史的周期走势和我们的尽职调查与预测，公司恢复经营后，三年内还是会很大价值”。

部分获救的危机企业经营要素已经重度缺失，不存在自救的可能性，但有稀缺的资产或资源，破产清算不够经济，如果稀缺的经营要素能够被重复利用，就能实现价值增值。危机救助入以问题资产和有并购意向的产业投资人为切入点，一是把握国家产业政策变化带来企业结构调整、资产剥离等机会(案例H)，二是与产业投资人长期深度合作，在产业投资人上下游搜寻重组标的(案例F)，三是关注具有壳资源价值(案例G)、品牌价值(案例F)、土

地资源(案例D)、工厂和产业链价值(案例E)的问题资产或企业。由此本文提出：

命题1：获救的危机企业往往具有救助投资人认可的高流动性项目或资源、信用恢复价值、经营恢复价值和经营要素重组增值价值之一。

2.危机救助人对价值保障的要求

案例调研发现，经营历史中无畸变决策行为是建立投资人对危机企业信任的重要前提。相关范畴详见表4。危机企业管理者本身具备良好的法律观念和企业家精神，以及反映在行为上的坚持不减持(案例D)、股权质押以补贴公司投资现金流(案例B、D)等，是畸变决策行为概率低的体现。公司按规范进行信息披露，信息不对称性低，使得外部人能观察到企业内部控制有效性，更能获得市场化定价。对案例H实施救助的危机投资负责人陈经理强调，“市面上所有的企业尽调都提到了管理机制建设规范，只有如此才能够保证企业的信息基本可用”。

公司具有易梳理清楚的产权、债权债务关系是防控行为风险向投资人传染的基础。隐性担保问题增加了公司或有负债。对案例C实施救助的危机救助人的内部人

表4 价值保障要求的编码引证

一阶概念	标签	典型引证
经营历史中无畸变决策行为U5	公司股东与管理层低道德风险U51； 历史未出现过不当甚至违规融资或保证行为U52； 历史信息披露规范U53	U51&U52-J集团资金被其控股股东关联方SH投资及其子公司非经营性占用逾2亿元、违规为SH投资及其关联方提供担保逾11亿元”(JF-1)； U51-“实控人是一位有家国情怀的实干家。沪深70%以上的上市公司高管减持过股票，实控人即便在D公司市值高达400亿元时也没有减持”(DI-1)； U53-“年报被出具‘无法表示意见’的审计报告，总经理及财务总监等无法保证年报真实性”(JF-3)
所有权关系明晰U6	避免出现担保、互保等带来的无法调查的隐形负债U61； 价值资产未设置抵质押、保证U62； 价值资产通过交易安排可以解除原抵质押和保证U63； 未出现众多复杂未决诉讼U64	U61-“举个例子，担保业的河南某产业协会，组织五家上下游企业串联担保。造成甲企业给乙企业担保，乙企业给丙企业担保，最终甲出了问题，导致丙停产”(JI-6)； U62-“C集团以其持有的内蒙古YH矿业资源有限责任公司29.96%股权，抵偿危机救助人所持违约债券形成的债务28.61亿元”(CI-2)； U63-“设立他益权信托SPV受让A集团持有的项目公司(A集团旗下最优质的、最具现金流还款能力的地产项目)85%股权”(AI-1)； U64-“J集团2018年期内亏损严重，面临较多诉讼及担保事项”(JF-2)

员王某坦言：“彼此互保的企业中，如果一家企业5000万的贷款出现了问题，往往会引发5亿的产业链出现问题”。公司风险传染还包括诉讼风险(案例J)等。公司价值资产的所有权关系明晰(案例C)、未设置抵质押或保证(案例D)、或者通过交易安排可以解除原抵质押和保证(案例A)十分关键。由此本文提出：

命题2：经营历史中无畸变决策行为、所有权关系明晰是危机企业获得救助的基础。

(二)投资于危机企业的价值实现路径

1.资金资源配置

危机救助者作为财务投资人，在投资交易中为利益相关者匹配资金资源。针对危机企业临近违约或已违约的债务，危机救助者侧重于提供流动性支持，清除企业所面临的刚性兑付压力(案例C)、整合大股东股票质押以保护实控人的控股地位(案例B)，从而达到化解抢占博弈(案例A)等外部挑战。抢占博弈意指多个债权人预测企业未来将陷入危机，担心因自身清偿顺序一旦靠后则无法获得足额抵债资产，而争相要求企业提前偿还自身债务的情况。危机救助者出资清退原债权人，整合(案例A、B、E、F、G、H)、展期(案例C)原有债务，成为危机企业唯一的债权人。对现有债务的偿付、展期和重组能够改善危机企业资产流动性并优化债务期限结构，通过对繁多的、利益诉求各不相同的债权人的清退，“公司优质的地产项目可以着手开发，而不必被顾虑重重的多位债权人阻挠(案例A)”。相关范畴详见表5。

注入债权性资金后，危机企业的当期硬性支出缺口被弥补，但企业可能还存在额度较高的员工欠款、上游欠款、下游占款(案例D)等经营性资金需求，处理不慎可能会再次陷入危机。因此危机救助者还会为危机企业注入第二笔股权性的资金，如选择性债转股(案例B、D)以重启公司的经营循环。而现有文献往往默认救助的含义

表5 输入资金的编码引证

一阶概念	标签	典型引证
注入债权性资金 R1	危机救助者收购危机企业原有债权，以化解抢占博弈R11；深入尽调，梳理并重新设置抵质押、担保R12	R11-“以收购违约债券方式介入C集团债务危机化解工作”(CIJ-2)；R12-“项目组兵分两路，一路赴鄂尔多斯市，陪同法官共同到股权质押所在地进行解除冻结、解除质押、办理质押登记等一系列操作”(CI-1)
注入股权性资金 R2	通过债转股缓解危机企业刚性兑付压力R21；满足危机企业经营性资金需求，重启经营循环R22	R21-“股权+杠杆化债券”(AIJ-3)；R22-“完成债务重组后，为项目公司提供增量资金，推进项目良性运作”(AIJ-2)

局限于偿还企业现有债务(Hett and Schmidt, 2017)，本文拓展了有效救助的范畴，由此提出：

命题3：在救助投资中，危机救助者需提供两笔资金，第一笔资金主责为危机企业理清债务债权关系、化解债权人的抢占博弈，第二笔资金为危机企业资产盘活提供营运资本。

2.经营资源能力配置

部分危机企业在资金外还需要输入经营相关的资源和能力。案例A、D均具有开发价值高的优质土地项目，危机救助者引入自身的地产开发子公司操盘代建，为危机企业的土地经营赋能。在这个层面上，国内的危机救助者与国外的特殊机遇投资机构(如黑石集团、橡树资本、KKR集团等)具有相似性。相关范畴详见表6。

针对经营要素缺失且危机救助者也无相关经营资源能力的情况，危机救助者充当业务并购中介，积极寻找和引入具备实业经营资源能力的产业投资人，由产业投资人为危机企业注入缺失的经营要素，促进稀缺要素的重新开发运营，从而实现治理重组(案例E、G)、品牌价值恢复(案例F)、产业链协同效应与价值提升(案例F、E、H)。这类情况下，我国危机救助者与国外机构相比具有差异。国外机构有时会获取危机企业的控制权，通过3~5年的运营使其从危机中恢复正常经营并产生现金流，而后出售控制权，赚取资本性收益。而在本文访谈过的案例中，危机救助者仅涉及房地产这一类金融行业中资产和项目的经营，未从事其他行业的实体经营，也没有成为危机企业的实际控制人。这一现象来源于双方的资本性质和风险收益边界的差异。

值得关注的是，危机救助者需要甄别引入产业投资人的信用与经营能力，不能有先入为主的假设。在救助失败案例I中，I地产公司无力完成土地开发中应尽的责任，导致危机救助者陷入被动。

3.经营风险

虽然案例中的企业并未成为实际控制人参与公司运

表6 输入经营资源能力的编码引证

一阶概念	标签	典型引证
输入与资产、项目经营相关的资源和能力 R3	危机救助者将自身业务范围与危机企业的资产、项目进行匹配，协助、参与运营R31；危机救助者充当业务并购中介，引入具备实业经营资源能力的产业投资人R32	R31-“我们旗下的地产公司操盘代建”(EI-2)；R32-“引入产业投资人投资G公司并取得控股权，依托产业投资人先进技术与经验，增强市场信心，提升上市公司股权价值”(GI-1)

表7 经营风险管控的编码引证

一阶概念	标签	典型引证
按交易主体的风险承受的意愿和能力配置经营风险 R4	政府注入流动性或优质资产分担经营风险R41； 产业投资人以股东身份承担主要经营风险R42； 危机救助人以债权人身份承担部分经营风险R43； 危机企业出售自身部分股权，抵质押优质资产R44	R41-“D公司大股东与危机救助入及地方政府投资平台签署框架协议，……在方案推进的过程中，地方政府也给予了大力支持”(DN-2)； R42-“产业投资人与H公司可形成煤电产业协同，通过培育，实现问题企业复产盈利”(HIJ-1)； R43-“危机救助入收购G公司控股股东全部债权，进行整合与重组”(GN-3)； R44-“我有权在遵守国家法律法规的前提下要求控股股东和一致行动人以其持有的B公司股票抵偿重组债务”(BF-1)
经营风险的管控和应对 R5	危机救助入进入危机企业，协助管理和风险监控R51； 危机救助入后续注入新的救助资金R52	R51-“他益信托特有的SPV隔离属性有效实现了项目公司外部债务不能追索至A集团旗下项目公司”(AIJ-1)； R52-“我可以1:1的杠杆引入银行优先级资金17亿元，增资基金至33亿元，对A集团旗下最优质项目公司借款实施债务重组”(AIJ-1)

营，但救助投资人仍会考虑如何与危机企业共同抵御经营风险，尤其考虑到外部因素如行业进入冷周期是大部分企业陷入危机的关键诱因之一(案例D、H、I)。相关范畴详见表7。

由于流动性短缺，危机企业独自承担经营风险的能力十分薄弱，需要引入多个交易主体按风险承受的意愿和能力配置经营风险。危机救助人的关键资源能力是流动性充裕，与之适配的是，危机救助人在救助中收购危机企业存量债权，以新债权人的角色分担与内部运作管理、内部关系相关的经营风险(案例A、J)。产业投资人拥有丰富的产业资源，能承担内部战略和技术(案例J)、外部市场和竞争为代表的主要经营风险(案例H)。还有部分案例企业由于可以增加地方就业和税收，带动地方产业链发展，当地政府也会参与救助危机企业，主要协助化解政策风险，如协助与产业链上下游沟通化解商业信用危机(案例D)等。

按意愿和能力配置好经营风险后，还需要对经营风险进行管控和制定应对方案。在救助危机企业的过程中，除了提供资金支持外，危机救助入进入危机企业协助管理也提升了危机企业抵抗经营风险的能力(案例A)。如果发现流动性仍然短缺，危机救助入还可通过注入增量资金缓解企业流动性缺口，推动企业良性运作(详见表7)。区别于原债权人，危机救助入参与分配危机企业的经营风险，有效提升了交易中的价值上限。

(三)投资于危机企业的价值捕获模式：应对危机企业的畸变决策行为

在危机救助入介入之前，与投资正常经营的企业相

比，投资危机企业会使得投资人面临更高的代理风险。这是因为企业价值在发生违约后快速下降，为尽快摆脱危机局面，企业实控人可能会采取各种机会主义策略，包括提高担保和资产质押占比(案例C)、大股东占用旗下优质子公司资金(案例B)、投资高风险项目(案例J)等。而原有债权人出于对危机企业的不信任，通常会要求冻结企业核心资产，暂停相关项目开发(案例A)。

危机救助入通过设计激励相容的机制抑制危机企业方的行为风险，使危机企业恢复经营。首先，危机救助入会在交易合同中设置较强下行威胁。在救助成功的案例中，危机企业都会在合同中设置足以覆盖危机救助入债权的抵质押物，部分案例还有实控人及其关联方担保增信(案例F)。这些风控条约保证了一旦危机企业发生违约行为，危机救助入可以通过处置资产对其实施惩罚以弥补救助支出。需要注意的是，危机救助入要求危机企业提供足额的抵质押物与上文举例的畸变决策行为是不同的。后者是危机企业的自主决策，目的是最大化企业股东的利润，往往会损害原债权人的追偿价值；前者则是危机救助入在收购了危机企业所有债权后作为唯一债权人做出的决策，危机救助入将取得全部的抵质押物处置价值，没有动机冻结危机企业资产、阻止危机企业经营开发。即使在救助过程中危机企业未发生实际性违约行为，但为避免企业的“偷懒”行为(Gao et al., 2013)，部分案例中危机救助入还会要求危机企业提供业绩承诺及差额补足承诺(案例H)，保证危机救助入的基准投资收益。由此本文提出：

命题4：危机救助入为投资失败设置了丰富的退出渠道。

已有理论文献同样提出过资金供给者可以通过一定的契约安排和控制来降低风险(林毅夫等，2009)，但对行为风险抑制的实践意义有限(Csóka and Herings, 2014)。危机救助入姜某亦坦言“本金保障倍数更多起到安慰剂的作用，是审慎救助的一种体现，危机救助入还是更关注救助成功产生的现金流”。但要求高额的抵偿资产体现了危机救助入对救助失败的担忧和谨慎。

危机救助入控制危机企业的关键资源能力或交易环节可防范危机企业行为风险，保障收益来源。在决定救助之前，危机救助入会确认危机企业为本次投资提供还款来

源的业务或项目，“(案例A)旗下房地产项目区位得天独厚，规划条件相对成熟，动工后保守估计每平方米可实现3000元的净利润”。如果危机救助除流动性支持外，还拥有相关项目运营经验，信息不对称程度可进一步降低(案例D)。即使危机救助人不具备相关行业经营资质，委派人员的方式也能使危机救助介入危机企业内部，监管其交易行为(案例H)。在注入流动性时，危机救助可以视救助进程分批满足危机企业的资金需求(案例D)，确保每笔救助资金的流向符合救助目的。相关范畴详见表8。

五、研究讨论

(一)危机救助投资的价值创造模式

从价值来源的不同类别看，流动性危机具有信用恢复、经营恢复价值，这类企业依靠资金资助与自救能够脱离危机，危机程度轻；结构性危机具有重组增值价值，这类企业必须依靠缺失的经营要素的注入，危机程度重。本

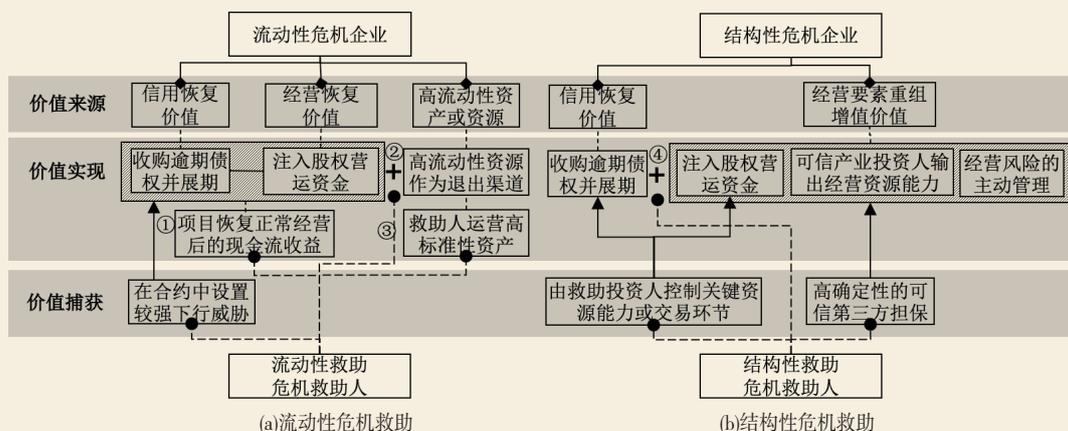
节对这两类救助投资的价值创造模式分别进行归纳。

救助流动性危机企业的风险小、成本低，通常无需改变危机企业实控人的控股权和经营权。陷入流动性危机的企业(案例A、B、C、D、E)主业稳定，只是在短期内出现了流动性不足、按期支付困难的问题，企业存在自救能力，因此危机救助通过收购危机企业即将违约或已经发生违约的债权并展期的方式，解决危机企业的存量债务问题，帮助危机企业恢复信用，通过为救助基金注入增量股权资金(案例A)帮助危机企业重启经营循环，恢复经营。在这一过程中，危机救助为了防止畸变决策行为，会在在合约中设置较强下行威胁。因此，在企业恢复经营后，危机救助能够从企业的经营现金流中获得债务偿付和红利支付等回报，各方均受益，见图2中a-①所示。

此外，编码发现获救的流动性危机企业都具有高流动性、易变现的资产或资源。资产包括企业可变性的土地(案例D)、股票(案例B)等，危机救助人在解除了资产的抵质押、获得所有权后，会承担优质资产的运营和处置，从而快速从该项目中获得现金回报。如救助投资人提到的“案例B经营恢复后的现金流我们不太能确定，这类企业我们只追求优质土地这类比较确定的回报”，见图2中a-③所示。协助危机企业重组、展期债务，释放优质资产，实现断臂求生，这使得更多的危机企业能够获得救助。此外，具有上市资格等高流动性资源(案例B)则有助于危机恢复后获得更高的市场化定价，见图2中a-②所示。总言之，对高流动性资产或资源的要求体现了救

表8 应对危机企业的畸变决策行为的编码引证

一阶概念	标签	典型引证
在交易合约中设置较强下行威胁 C1	一旦危机企业发生违约行为，危机救助入处置质押物C11；	C11-“价值61亿元的质押物，足以覆盖危机救助入全部债权”(CIJ-2)；
	危机企业提供业绩承诺及差额补足承诺C12； 危机救助入作为救助基金的优先级LP，危机企业控制人为劣后级C13	C12-“如到第四年末仍未启动上市公司并购程序，则产业投资人大股东承诺以约定年收益率进行溢价回购”(EIJ-3)； C13-“案例F的产业投资人作为投资基金劣后投资人”(FI-1)
由危机救助入控制关键资源能力或交易环节 C2	危机救助入代为运营提供还款来源的项目C21； 危机救助入委派人员监管企业运营C22； 危机救助入视救助进程分批注入救助资金C23	C21&C22-“有限合伙基金取得危机企业控制权，我们作为有限合伙基金的控制人介入了企业管理，不让企业无限制扩张”(FI-3)； C23-“危机救助入根据项目公司开发资金及付息的资金需求，逐步注入流动性”(DIJ-1)



注：菱形实线代表危机企业具有的价值来源；虚线代表价值来源和价值实现环节、价值实现环节和退出渠道之间的对应关系；箭头实线代表价值捕获安排主要针对的价值实现环节；圆形虚线代表危机救助入参与的价值实现和价值捕获活动。

图2 危机救助的价值创造模式

助投资人快速获得回报和保障回报确定性的偏好。一方面，流动性危机企业危机程度轻，经营要素完备，救助投资人介入并协助清理债务负担后自行恢复的概率高；另一方面，危机企业谈判地位较低，依托救助投资人的安排获得脱困机会是其为数不多的选择，而救助投资人作为纯财务投资人，不愿意只依托经营现金流作为还款来源，合约设计关注快速变现的确定性，会存在危机企业一旦纾困失败则陷入更深度危机可能性。

陷入结构性危机的企业(案例E、F、G、H、J)往往是企业经营不善导致的，危机具体成因和严重程度属于企业内部信息，存在着极大的信息不对称性。外部产业投资人担心一旦投入大笔资金救助危机企业，企业实控人会为谋取私人利益出现畸变决策行为。与流动性危机相比，结构性危机企业脱困的概率更低，成本更高，加剧了企业实控人与债权人的利益冲突，企业实控人采取畸变决策行为的动机更强。以案例J为例，该公司违规为大股东提供担保，大股东最终发生债务违约导致案例J被列入失信被执行人名单。因此，结构性危机企业实控人的潜在高行为风险阻断了产业投资人向危机企业注入关键的经营资源和能力。如案例F中参与救助的危机救助负责人陈某所说：“要违约的时候，投资人都不同程度处于‘惊恐’状态，整合资产就变得十分困难”。

区别于流动性危机，危机救助人在救助陷入结构性危机的企业时，首先要降低产业投资人与危机企业之间的信息不对称性，阻断行为风险。在救助之前，危机救助通过尽职调查，梳理危机企业的债权债务关系，检查其经营管理是否规范，评估企业资产核心价值，为产业投资人筛选出值得救助的危机企业。选定危机企业后，危机救助主导完成债权收购和重组的工作。为保证债权得到偿还，危机救助会严格控制关键资源能力或交易环节，使救助资金按救助计划运作。结构性危机价值创造模式的另一特点是危机救助人在成功引入相关产业投资人后，会让出救助交易中的主导地位。这是因为产业投资人拥有深耕多年的产业链资源、经营管理支持和充足的流动性资金，注入危机企业后将产生协同效应，并作为危机企业的新控制人承担了主要经营风险，与其风险承担能力相匹配，见图2中b-④所示。最终，危机救助人与产业投资人帮助结构性危机企业改善经营环

境，恢复正常经营，重构公司价值。

(二)危机救助投资与银行信贷、风投投资的对比分析

在价值创造活动层面，危机救助相比银行和风投表现出异质性。研究团队在投资人价值创造的实现框架下对三类投资人的价值创造效果进行文本分析。具体研究方法是，研究员根据案例的原始证据和银行信贷、风投投资方面的中、英文文献，对特定维度相关证据的丰富性、多样性进行比较和打分，形成对三类投资人的价值创造的评价，其中危机救助人的分析基本得到受访者认可。具体如表9所示。

在价值发现环节中，能否精细化开展筛选、发掘有价值的企业是投资人实现金融中介职能的关键。在价值来源方面，危机救助要求标的具有高流动性项目或资源、信用恢复价值、经营恢复价值、经营要素重组增值价值四者之一。风投更多通过高门槛筛选产品/技术、战略/商业模式和竞争能力强的企业，以增加被投企业经营价值未来上行的可能。银行基于严格的信审制度选择信用等级合格、下行风险低的企业，实行信贷配给。特别地，流动性危机救助人会严格要求标的具有高流动性资产或资源，以增强自身退出的确定性，而银行和风投均没有对这一项

表9 危机救助人与风投和银行价值创造对比分析

被投企业类型		风投 看涨期 创业企业	银行 正常经营期 成熟企业	危机救助 看跌期危机企业
价值发现	价值来源	高潜力企业的筛选 ++	严格的信用评估制度 +	信用恢复价值、经营恢复价值、经营要素重组增值价值 (N-7-9, P-12-10, IJ-4-1) ++
	价值保障	较少体现 -	抵质押担保制度 ++	筛选出无或可化解历史遗留问题的企业；要求抵质押担保 (N-8-7, P-7-9, IJ-3-2) +++
价值实现	资金资源配置	部分股权 ++	部分债权 ++	全部逾期债权+部分股权 (J-2-4, N-8-12, P-7-8, IJ-1-7) +++
	经营资源配置	有经营增值能力 +	较少体现 -	部分资产自营+引入产业投资人 (N-26-8, F-6-10, P-6, IJ-8-7) ++
	经营风险管控	避免深度监控 +	较少体现 -	在利益相关者间配置风险+积极监管 (N-6, P-7-2, IJ-1-11) +++
价值捕获	行为风险管理	索取剩余控制权 +	下行威胁 ++	对畸变决策行为设置合约威胁+对关键资源或交易的控制 (N-15-7, P-5-4, IJ-2-8) +++

注：“-”代表对应金融机构不表现该类价值创造；“+”“++”“+++”分别代表对应金融机构较少/较多/显著表现该类价值创造。

进行要求。风投、银行、危机救助人在价值来源环节的得分分别为“++”(一类价值来源)、“+”(关注信用,较少穿透底层价值来源)、“++”(有条件的三类价值来源)。在价值保障方面,危机救助入拒投出现过畸变决策行为的标的,要求丰富的抵质押担保。银行亦有同样表现,不同之处在于危机救助入会主动参与对资产所有权关系的梳理,举措更丰富,而风投下行补足所确定的现金流量相比投后退出规模占比较小,几乎不考虑价值保障。风投、银行、危机救助人在价值保障环节的得分分别为“-”“++”(抵质押担保制度)、“+++”(更丰富的价值保障)。

在价值实现环节中,能否为企业提供符合规模、时间期限和类型需求的资源或能力是实现价值的关键。在资金资源配置方面,危机救助入为企业按需设计债、股联动金融支持(“+++”),而银行、风投表现比较单一,分别作为债权人投资人(“++”)和股权投资人(“++”)。在经营资源能力配置中,危机救助入会协助运营部分优质资产或帮助引入产业投资人,但在案例中亦发现危机救助入难以成为实控人操盘整家公司(“+”),部分风投也会提供投资信誉背书、增值服务等(“+”),银行则基本不提供运营支持(“-”)。在经营风险管控中,危机救助入会通过具体条款对经营风险进行主体间的优化分配,为更强抗风险能力和风险承担意愿主体配置更多风险,并参与经营全过程的深度管控(“+++”);而风投尽管有出色的监控和增值能力,但由于初创企业家有实现人力资本、成就事业的迫切想法,与风投之间有更多共同利益,会尽量避免深度监控(“+”);银行较少管理运营风险(“-”)。可见,对于危机企业而言,银行的价值下行避险和风投的价值增值轻赋能均难以适用。危机救助入具有信息中介、信用中介和金融服务中介特征,深度参与经营资源能力配置和经营风险管控,行使企业危机状态下债权人主动管理甚至参与经营的权力,具有主动管理和重运营的特征。

在价值捕获环节中,能否将企业的价值实现转化为投资回报是投资人获得能够覆盖成本的收入的关键。危机救助入会通过担任救助基金管理人、委派董事、实施资金监控、要求公司和实控人提供回购承诺或担保等多种方式捕获投资价值(“+++”)。银行会严格锁定企业甚至企业实控人的房产(梅冬州等,2018)、设备等抵质押物(孟宪春等,2020),并会申请对信用风险问题企业下调

征信,从而对逆向选择和道德风险等带来的资产状况恶化产生威胁(张一林等,2019)(“++”),但丰富度不及危机救助入。风投会通过要求更多的风险担保、控制权的相机配置、剩余控制权等形式控制经营风险和行为风险(“+”)。鉴于危机企业往往有多年经营历史,形成了比较复杂、特别是隐藏的或有股权及债权债务关系,危机救助入需要采取更加主动和深入的价值捕获方式。

总结而言,危机救助入是区别于银行和风投的代表性金融中介,能够精细化识别与发掘企业经营价值来源,具有风投的特点;会更严格要求价值保障、采取更丰富的举措管理行为风险,具有银行的特点,甚至比银行更谨慎;危机救助入也会积极为被投资企业配置经营资源能力、管控经营风险,这是投资银行乃至实体经济经营者的业务范畴。

六、结论与启示

本文采用多案例编码研究方法,对救助危机企业的价值创造模式进行了梳理,主要分为价值发现、价值实现和价值捕获。在价值发现环节,危机救助入在企业经营历史中无畸变决策行为和所有权关系明晰的前提和企业具有高流动性资产或资源的基础上,评估企业的信用恢复、经营恢复或经营要素重组增值价值来源。在价值实现环节,危机救助入为被投资企业输入股权类资金重启经营循环、输入债权类资金解除多个债权人的抢占博弈,赋予经营资源能力以增加对企业高流动性资产和资源的利用率,引入产业投资人共担经营风险和对经营风险更精细化地管控和处置。进一步地,危机救助入为投资失败设置了丰富的退出渠道。在价值捕获环节,危机救助入在交易合同中设置较强下行威胁和控制关键资源能力或交易环节,以应对危机企业的行为风险。异质性分析发现,流动性危机企业和结构性危机企业的价值来源不同,后者风险更高,危机救助入会引入产业投资人承担主要经营风险。

本文对市场化救助活动的微观解构,有助于总结实践中的成功经验和指导思想,吸引更多投资主体进入危机救助市场,增加危机企业获得救助的机会,建立健全活跃的不良资产或危机企业等下行期企业资本市场,促进金融市场稳定。如,产业投资集团具有对集团内部资源能力的更精准把控和更丰富的行业沉淀,其主导的救

助投资,在价值发现环节对潜在价值提升的估值把控更精准,更能识别优质标的,但在价值捕获环节经验匮乏,危机企业高企的行为风险令其望而却步。其可以采取与资产管理公司合作、沿产业链并购的方式进入危机救助投资市场,逐步培育内部管理能力、收集数据优化

自身风险模型和提升极端风险事件应对能力。市场中还存在其他危机企业救助主体,这些主体的融资端、监管要求和专业技术资源能力等不同,价值发现、价值实现和价值捕获也会有所不同。未来可以进一步研究这些主体的价值创造特征,丰富危机企业救助投资的研究。 ■

参考文献:

- [1] 陈艳利,乔菲,孙鹤元.资源配置效率视角下企业集团内部交易的经济后果——来自中国资本市场的经验证据[J].会计研究,2014,(10):28-35.
- [2] 崔红宇,盛斌.银行危机救助策略的分析[J].国际金融研究,2011,(3):68-73.
- [3] 林毅夫,孙希芳,姜烨.经济发展中的最优金融结构理论初探[J].经济研究,2009,44(8):4-17.
- [4] 刘景瑞,李伯圣,张福康.财务失败企业决策行为畸变问题研究[J].管理世界,2002,(9):150-151.
- [5] 毛基业.运用结构化的数据分析方法做严谨的质性研究——中国企业管理案例与质性研究论坛(2019)综述[J].管理世界,2020,36(3):221-227.
- [6] 梅冬州,崔小勇,吴斌.房价变动、土地财政与中国经济波动[J].经济研究,2018,53(1):35-49.
- [7] 孟宪春,张屹山,张鹤,冯叶.预算软约束、宏观杠杆率与全要素生产率[J].管理世界,2020,36(8):50-65.
- [8] 佟欣,庞嘉琦,董志.金融危机救助政策效果仿真模拟研究[J].管理评论,2020,32(7):150-165.
- [9] 闫先东,魏金明.危机救助与财政货币政策配合[J].中国金融,2016,(20):55-57.
- [10] 张琳,李婉玉.基于传染病模型的保险业危机公司救助研究[J].保险研究,2021,(7):60-75.
- [11] 张一林,林毅夫,龚强.企业规模、银行规模与最优银行业结构——基于新结构经济学的视角[J].管理世界,2019,35(3):31-47.
- [12] 郑万春.金融资产管理公司转型的出路在于市场化[J].中国金融,2011,(3):70-72.
- [13] Admati A R, DeMarzo P M, Hellwig M F, Pfleiderer P C. The leverage ratchet effect[J]. Journal of Finance, 2018, 73(1): 145-198.
- [14] Alexander G J, Baptista A M. Stress testing by financial intermediaries: implications for portfolio selection and asset pricing[J]. Journal of Financial Intermediation, 2009, 18(1): 65-92.
- [15] Altamuro J M, Beatty A. How does internal control regulation affect financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 49(1): 58-74.
- [16] Bianchi J. Efficient bailouts?[J]. American Economic Review, 2016, 106(12): 3607-3659.
- [17] Chatterjee S, Dhillon U S, Ramirez G G. Coercive tender and exchange offers in distressed high-yield debt restructurings: an empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38(3): 333-360.
- [18] Csóka P, Herings J J. Risk allocation under liquidity constraints[J]. Journal of Banking and Finance, 2014, 49(12): 1-9.
- [19] Cumming D. Contracts and exits in venture capital finance[J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(5): 1947-1982.
- [20] Demiroglu C, James C. Bank loans and troubled debt restructurings[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118(1): 192-210.
- [21] Diamond D W. Financial intermediation and delegated monitoring[J]. Review of Economic Studies, 1984, 51(3): 393-414.
- [22] Eisenhardt K M, Graebner M E. Theory building from cases: opportunities and challenges[J]. Academy of Management Journal, 2007, 50(1): 25-32.
- [23] Franks J R, Torous W N. A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and Chapter 11 reorganizations[J]. Journal of Financial Economics, 1994, 35(3): 349-370.
- [24] Fratianni M, Marchionne F. The banking bailout of the subprime crisis: was the bang worth the buck?[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2013, 23: 240-264.
- [25] Gao H, Harford J, Li K. Determinants of corporate cash policy: insights from private firms[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 623-639.
- [26] Gilson S C, John K, Lang L H P. Troubled debt restructurings: an empirical study of private reorganization of firms in default[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 315-353.
- [27] Gilson S C. Coming through in a crisis: how Chapter 11 and the debt restructuring industry are helping to revive the U.S. economy[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2012, 24(4): 23-35.
- [28] Gioia D A, Corley K G, Hamilton A L. Seeking qualitative rigor in inductive research: notes on the Gioia methodology[J]. Organizational Research Methods, 2013, 16(1): 15-31.
- [29] Greenwood J, Jovanovic B. Financial development, growth, and the distribution of income[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(5, Part 1): 1076-1107.
- [30] Harris L. Trading and exchanges: market microstructure for practitioners[M]. OUP USA, 2003.
- [31] Hett F, Schmidt A. Bank rescues and bailout expectations: the erosion of market discipline during the financial crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(3): 635-651.
- [32] Huberman A M, Miles M B. Qualitative data analysis a source book of new methods[J]. Educational Evaluation and Policy Analysis, 1986, 8(3): 329-331.
- [33] Kim S J. Bailout and conglomerate[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 71(2): 315-347.
- [34] Kleiman R T, Shulman J M. The risk-return attributes of publicly traded venture capital: implications for investors and public policy[J]. Journal of Business Venturing, 1992, 7(3): 195-208.
- [35] Leland H E, Pyle D H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation[J]. Journal of Finance, 1977, 32(2): 371-387.
- [36] Mazzocchetti A, Lauretta E, Raberto M, Teglio A, Cincotti S. Systemic financial risk indicators and securitised assets: an agent-based framework[J]. Journal of Economic Interaction and Coordination, 2020, 15: 9-47.
- [37] Mowery D C. Collaborative R&D: how effective is it?[J]. Issues in Science and Technology, 1998, 15(1): 37-44.
- [38] Pop A, Pop D. Requiem for market discipline and the specter of TBTF in Japanese banking[J]. Quarterly Review of Economics and Finance, 2009, 49(4): 1429-1459.
- [39] Rampini A A, Viswanathan S. Collateral, risk management, and the distribution of debt capacity[J]. Journal of Finance, 2010, 65(6): 2293-2322.
- [40] Vintilă G, Gherghina Ş C. The influence of financial intermediaries' ownership on firm value: empirical evidence for the companies listed on the Bucharest Stock Exchange[J]. Procedia Economics and Finance, 2014, 15: 959-967.
- [41] Yin R K. Case study research: design and methods[M]. Sage Publications Inc, 2008.

(责任编辑:邹威)