

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 山西汾酒引入战略投资者的动因  
及绩效研究

研究生姓名: 李维邦

指导教师姓名、职称: 李培根 教授 郑云鹏 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

## 独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李维邦 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 李培根 签字日期： 2021年6月5日

导师(校外)签名： 郑云鹏 签字日期： 2021年6月5日

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 李维邦 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 李培根 签字日期： 2021年6月5日

导师(校外)签名： 郑云鹏 签字日期： 2021年6月5日

**Study on the motivation and performance  
of introducing strategic investors  
into Shanxi Fen Liquor**

**Candidate : Li Weibang**

**Supervisor: Li Peigen    Zheng Yunpeng**

## 摘 要

在我国，国有企业在经济发展的过程中一直占据着主要的地位。但是，在经济转型发展的过程中，国有企业也出现了许多制约发展的问题。因此，有必要对国有企业进行改革。目前，国家以及地方都出台了相关政策，鼓励支持国有企业采取各种措施积极推进改革，其中引入战略投资者就是一种重要的改革方式。

白酒企业承担着发展地方经济的重任，所以多数白酒企业仍是国有企业的身份。因此，本文选取知名白酒企业山西汾酒作为研究对象，运用产权理论、资源依赖理论、协同效应理论和战略联盟理论，对山西汾酒引入战略投资者的动因和绩效进行研究。首先，针对山西汾酒引入战略投资者这一案例进行简介，详细描述山西汾酒引入战略投资者的具体实施过程；其次，从内部和外部两个角度出发，探讨山西汾酒引入战略投资者的动因；再次，主要分析山西汾酒引入战略投资者前后财务指标和经济增加值的变化趋势，同时，从非财务绩效的角度出发对山西汾酒的绩效变化做出全面评价；最后，基于案例分析得出相关结论，并在此基础上进一步总结出有关启示。

通过对案例进行研究，得出以下结论：第一，引入战略投资者有助于完善公司的治理结构；第二，引入战略投资者能够提升企业的经营管理水平；第三，引入战略投资者能够显著改善企业绩效。具体来看，引入战略投资者后山西汾酒盈利能力、营运能力、成长能力以及经济增加值都有了明显的提升，同时在市场份额扩张、营销模式创新、品牌价值提升、人才队伍建设等非财务绩效方面都有了显著的改善。本文得到的启示主要有：首先，在国有企业改革的过程中，国有企业要根据自身实际情况，选择合适的改革路径；其次，在选择战略投资者时可以确定引入标准，主动接洽优质战略投资者；再次，在引入战略投资者的过程中，一方面要达到优化股权结构的目的，另一方面也要防范战略投资者进行财务投资的风险；最后，引入战略投资者之后，双方要坚持优势互补、互利共赢的原则，从而达到提升企业价值的目的。

**关键词：**战略投资者 动因 绩效 山西汾酒

## Abstract

In China, state-owned enterprises have always played a major role in the process of economic development. However, in the process of economic transformation and development, there are many problems restricting the development of state-owned enterprises. Therefore, it is necessary to reform the state-owned enterprises. At present, the state and local governments have issued relevant policies to encourage the support of state-owned enterprises to take various measures to actively promote reform, among which the introduction of strategic investors is an important reform way.

Baijiu enterprises are undertaking the important task of developing local economy, so most Baijiu enterprises are still the status of state-owned enterprises. Therefore, this article selects Shanxi Baijiu as a research object, and uses the theory of property rights, resource dependence theory, synergy effect theory and strategic alliance theory to study the motivation and performance of Shanxi Fen Liquor's introduction of strategic investors. First, the paper introduces the case of Shanxi Fenjiu to strategic investors, and describes the specific implementation process of Shanxi Fen Liquor introduction into strategic investors; secondly, from the internal and external perspectives, the paper discusses the reasons for Shanxi Fen Liquor to introduce strategic investors; thirdly, it mainly analyzes the change trend of financial indicators and economic added value of Shanxi Fenjiu before and after the introduction of strategic investors. At the same time, the paper makes a comprehensive evaluation of the performance change of Shanxi Fenjiu from the perspective of non-financial performance; finally, based on the case analysis, the relevant conclusions are drawn, and on this basis, the relevant enlightenment is further summarized.

Through the case study, the following conclusions are drawn: first, the introduction of strategic investors can help to improve the corporate governance structure; secondly, the introduction of strategic investors can improve the management level of enterprises; third, the introduction of strategic investors can

significantly improve corporate performance. Specifically, after the introduction of strategic investors, the profitability, operation ability, growth ability and economic added value of Shanxi Fen Liquor have been significantly improved. Meanwhile, the non-financial performance of Shanxi Fen Liquor has been significantly improved in terms of market share expansion, marketing model innovation, brand value promotion and talent team construction. The main enlightenment of this paper is as follows: first, in the process of state-owned enterprise reform, state-owned enterprises should choose the appropriate reform path according to their own actual situation; secondly, when choosing strategic investors, they can determine the introduction standards and actively contact with high-quality strategic investors; thirdly, in the process of introducing strategic investors, on the one hand, we should achieve the purpose of optimizing the equity structure, and on the other hand, we should optimize the equity structure. On the one hand, we should also prevent the risk of financial investment by strategic investors; finally, after introducing strategic investors, both sides should adhere to the principle of complementary advantages and mutual benefit and win-win results, so as to achieve the purpose of enhancing the enterprise value.

**Key words:** Strategy investor; Motivation; Performance; Shanxi Fen Liquor

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外文献综述.....	2
1.2.1 引入战略投资者动因的研究.....	2
1.2.2 引入战略投资者对企业绩效的影响研究.....	3
1.2.3 引入战略投资者对企业绩效影响机制的研究.....	5
1.2.4 文献述评.....	6
1.3 研究目的、方法及内容.....	6
1.3.1 研究目的.....	7
1.3.2 研究方法.....	7
1.3.3 研究内容.....	7
<b>2 相关理论概述</b> .....	9
2.1 战略投资者的相关概述.....	9
2.1.1 战略投资者的定义.....	9
2.1.2 战略投资者与财务投资者的区别.....	9
2.2 理论基础.....	9
2.2.1 产权理论.....	9
2.2.2 资源依赖理论.....	10
2.2.3 协同效应理论.....	11
2.2.4 战略联盟理论.....	11
<b>3 山西汾酒引入战略投资者的案例介绍</b> .....	12
3.1 引入双方案例概况.....	12
3.1.1 山西汾酒简介.....	12
3.1.2 华创鑫睿简介.....	13
3.2 山西汾酒引入战略投资者的实施过程.....	13
3.2.1 引入战略投资者的背景.....	13

3.2.2 战略投资者的选择.....	14
3.2.3 签署战略合作协议.....	14
3.2.4 引入战略投资者后的资源整合.....	15
<b>4 山西汾酒引入战略投资者的动因分析.....</b>	<b>18</b>
4.1 内部动因分析.....	18
4.1.1 学习优秀经验，提高管理效率.....	18
4.1.2 优化股权结构，完善治理机制.....	18
4.1.3 优化人才结构，加强人才培养.....	19
4.1.4 强化营销能力，开拓省外市场.....	19
4.2 外部动因分析.....	20
4.2.1 国家政策支持，鼓励协同发展.....	20
4.2.2 行业深度调整，加速改革进程.....	21
<b>5 山西汾酒引入战略投资者的绩效分析.....</b>	<b>23</b>
5.1 山西汾酒引入战略投资者的财务绩效分析.....	23
5.1.1 盈利能力分析.....	23
5.1.2 偿债能力分析.....	27
5.1.3 营运能力分析.....	30
5.1.4 成长能力分析.....	34
5.2 基于 EVA 评价法的财务绩效分析.....	38
5.2.1 山西汾酒 EVA 计算.....	38
5.2.2 EVA 分析.....	41
5.3 山西汾酒引入战略投资者的非财务绩效分析.....	43
5.3.1 扩大市场份额.....	43
5.3.2 创新营销模式.....	44
5.3.3 提升品牌价值.....	45
5.3.4 加强人才建设.....	46
<b>6 研究结论与启示.....</b>	<b>48</b>
6.1 研究结论.....	48
6.1.1 引入战略投资者能够优化企业治理结构.....	48

6.1.2 引入战略投资者能够提升企业经营管理水平.....	48
6.1.3 引入战略投资者能够改善企业绩效.....	49
6.2 启示.....	49
6.2.1 立足发展实际，选择合适改革路径.....	49
6.2.2 确定引入标准，主动接洽优质战略投资者.....	50
6.2.3 优化股权结构，防范财务投资风险.....	50
6.2.4 坚持优势互补，提升企业价值.....	50
<b>参考文献</b> .....	<b>52</b>
<b>致 谢</b> .....	<b>56</b>

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

在我国，国有企业在经济发展的过程中一直占据着主要的地位，其业务范围涉及资源垄断、基础设施建设、生活消费等多个领域。但是在经济转型发展的过程中，国有企业也出现了许多制约发展的问题，主要表现在国有企业“一股独大”现象严重，体制机制固化，经营管理水平低下，人才吸引力下降等。为此，国家多措并举，打破许多瓶颈制约，不断完善体制机制，全力支持国有企业深化改革、提高市场化程度。特别是 2015 年国务院发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，明确指出：要加大国有企业改革力度，积极引入各类资本实现股权多元化，坚决破除体制机制障碍，实现国有企业做大做强做优的目标，吹响了国有企业改革的冲锋号。在此政策指引下，国有企业根据自身实际情况，利用多种途径积极推进国有企业改革。国有企业改革有多种形式，而引入战略投资者就是其中一种重要的改革路径。同时，党中央出台了相关政策，在中央层面将引入战略投资者确定为国有企业改革的重要路径；证监会也发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》，明确了上市公司引入战略投资者的决策程序。从此，国有企业加快改革步伐，开始引入合适的战略投资者，致力于企业实现创新发展、转型增效。

白酒，在我国历史文化悠久，被称为中国的国粹，具有极其广泛的市场需求。但是白酒企业大多是国有企业的身份，这也就导致白酒企业在发展过程中或多或少会受到行政的干预，市场化开放程度较低。随着国有企业改革步伐的加快，白酒行业的改革也是势在必行。另外，2012 年随着禁酒政策和八项规定密集出台，政府消费大幅减少，白酒行业发展受到了极大的阻碍，同时酒鬼酒塑化剂超标等不良事件的发生更令白酒行业面临新的威胁与挑战。在此情况下，只有加快改革，才能使白酒企业焕发新的生机与活力。而作为我国知名白酒品牌的山西汾酒，当时也出现了业绩增长乏力，经营状况不佳的情况。为重获新生、实现快速增长，

国有企业山西汾酒在 2018 年初决定以引入战略投资者的方式进行改革。而此次改革也是山西本土规模最大的改革样板，产生的影响广泛而深远。通过引入战略投资者，山西汾酒优化了股权结构、完善了治理机制、调整了经营战略，经营业绩有了明显的提升。尤其在 2020 年初面对新冠肺炎的冲击，山西汾酒积极应对，业绩不降反升，充分体现了山西汾酒改革后的韧劲与活力。

### 1.1.2 研究意义

目前，国内外现有文献主要针对国有商业银行引入境外战略投资者进行了研究，而对于国有企业以引入战略投资者方式进行改革的研究却较少。同时，现有文献对于引入战略投资者能否有效提升绩效也持不同的观点。因此，本文将针对山西汾酒的改革案例进行研究，本文的研究意义主要有以下两点：一方面，通过本文的研究可以为其他类似企业进行改革提供借鉴。目前，我国国有企业改革正处于高速发展期，而山西汾酒属于白酒行业实施改革的地方典范。通过总结山西汾酒在改革过程中的经验教训，可以为其他将要改革的企业提供一些参考和借鉴；另一方面，国有企业改革存在多种路径，而山西汾酒却选择以引入战略投资者的方式进行改革。通过分析引入战略投资者对山西汾酒绩效的影响，可以在一定程度上验证引入战略投资者的有效性，从而可以为下一步推广该路径提供理论支持。

## 1.2 国内外文献综述

本节将针对引入战略投资者动因、引入战略投资者对企业绩效影响及影响机制方面的研究进行介绍，并针对现有研究做出文献评述。

### 1.2.1 引入战略投资者动因的研究

E.Philip Davis（2000）认为，引入战略投资者有助于进一步完善治理机制，产生良好的股权制衡效果，从而确保决策更加科学有效；Pennathur et al.（2012）认为，引入战略投资者能够在股权层面形成多元化的格局，有效提升企业经营管理水平，对于收入多样性有着显著的影响；Cheng et al.（2016）研究发现，通过

引入战略投资者可以对目标银行形成有效的监督,遏制高风险行为的发生,提高银行风险管理的能力和水平; Doan et al. (2018) 研究发现,引入战略投资者能够学习其先进的经营管理理念、提高风险管控的能力,有助于银行效率的提升。

杨有振和赵瑞(2008)以中资银行为研究对象,发现境外战略投资者的加入能够形成更加有效的股权制衡机制,有利于银行实现提质增效、转型升级的目的;何蛟等(2010)研究发现,引入合适的战略投资者有助于进一步完善组织流程,降低经营成本,提高盈利能力;朱盈盈等(2011)认为,国有银行引入战略投资者有助于进一步明确银行发展规划,优化业务流程,提高中间业务收入;熊超(2012)以出版集团的产权改革为研究对象,发现引入战略投资者能够吸纳社会资本,帮助企业建立现代化的企业制度,提高企业市场竞争力;葛勇盛和张鹏程(2013)以在 A 股上市的家族企业为主要研究对象,发现战略投资者的加入有助于建立更加健全的现代化企业制度,有效提高企业生产运营效率;陈文哲等(2014)对国内 65 家商业银行进行研究,发现引入战略投资者能够有效缓解委托代理问题,提高银行高管层关于绩效的敏感性;陈伟平和冯宗宪(2015)认为,国有商业银行在风险防范、体制机制建设等方面存在一定缺陷,而战略投资者的加入能够有效弥补这一缺陷,促使银行运营更加稳健、更加高效;曾玲玲和张哲诚(2018)通过实证检验发现,外资参股比例越高,银行所面临的风险就会越小,战略投资者的加入能够将风险稳定在可控范围之内,确保银行实现更高质量的发展;李有华等(2019)以中国联通改革的案例为例,研究发现引入战略投资者能够建立更为健全的现代化企业机制,进一步优化法人治理结构,实现有效制衡;黄玲(2020)以云天化引入以化上海为例,认为引入双方通过有效整合可以共享优势资源,弥补相互存在的不足,从而进一步开拓市场,提高市场竞争力和知名度;张红梅(2020)以美的集团为例,研究发现引入战略投资者能够帮助企业进一步优化经营模式,完善业务流程,开辟新型领域和市场,从而显著增强企业发展活力与动力。

### 1.2.2 引入战略投资者对企业绩效的影响研究

关于引入战略投资者对绩效的影响,国内外学者做了大量的研究,证实战略投资者的加入确实有利于企业绩效的提升。Prowse (1990) 研究发现,战略投资

者能够帮助企业进一步完善公司治理机制,提高战略规划的科学性与有效性,从而能够显著加强企业的盈利能力; Megginson 和 Netter (2001) 认为, 境外战略投资者能够增强企业的获利能力, 有效改善企业的资产质量, 从而实现企业长期绩效的提升; Hope 和 Hu (2006) 认为, 引入境外战略投资者能够提高银行的运营效率, 增强获利能力, 有效改善经营状况, 确保银行业的稳定性; 李巍和刘能华 (2005) 以中资银行为研究对象, 发现引入后双方可以有效整合相关资源, 弥补相互存在的不足, 放大自身优势, 从而达到改善银行绩效的目的; 侯晓辉和张国平 (2008) 认为, 国有商业银行引入境外战略投资者有助于完善相关体制机制, 优化资源配置, 从而对绩效的提升产生正面的积极影响; 姚铮和汤彦峰 (2009) 认为, 战略投资者能够帮助银行进一步优化业务流程, 加快资金的周转速度, 强化资产的获利能力, 从而实现银行整体绩效的提升; 商丹丹 (2010) 以我国上市的高科技企业为研究对象, 发现引入战略投资者能够建立更加高效、更加科学的决策机制, 强化经营管理能力和水平, 推动企业绩效实现新的跨越; 张宗益、宋增基 (2010) 对上市银行的获利能力、发展潜力、治理指标以及可靠性进行了分析, 提出引入战略投资者有助于优化治理结构, 改善银行绩效; 傅利福 (2014) 分析了影响国有商业银行绩效的众多路径, 认为境外战略投资者的加入能够有效地达到这一目的, 但是在引入过程中银行一定要立足于自身发展实际, 适时适度, 并且可以考虑引入民间资本作为战略投资者; 张瑜等 (2014) 研究发现, 境外战略投资者持股时间越长, 银行效率就越高, 绩效的提升就越显著; 俞军等 (2016) 认为, 战略投资者能够帮助企业进一步开拓新兴市场和领域, 增强企业的获利能力, 从而实现多元化经营和绩效的持续提升; 郭晔等 (2020) 以城市商业银行为研究对象, 发现引入战略投资者能够改善银行绩效、提高运营效率, 同时还指出应优先选择境内金融机构作为战略投资者; 陆正华和黄玮 (2020) 选取九龙仓投资绿城中国的案例, 研究发现引入战略投资者能够提高企业治理水平, 有效改善企业的财务状况和市场估值, 有利于企业价值的提升。

但也有学者提出了不同的观点。Stiglitz (1992) 认为, 境外战略投资者在管理水平提升以及财务状况改善方面并没有产生良好的效应。雷连鸣和占硕 (2005) 认为, 国有企业引入境外战略投资者可能会导致控制权的旁落, 影响企业的正常生产经营活动, 从而可能对绩效的提升产生一定的负面影响; 朱盈盈等 (2008)

认为, 境外战略投资者能够在一定程度上改善银行的资产质量, 降低经营风险。但是, 该行为对于银行绩效的提升影响不是特别显著; 陈玉罡 (2010) 选取 28 家国内银行为研究对象, 认为境外战略投资者可能会诱发银行发放更多贷款, 从而增大坏账出现的概率, 影响银行绩效的提升; 于晓东 (2011) 认为, 战略投资者在银行经营管理水平提升、技术创新研发等方面并没有起到应有的作用, 银行绩效的变化微乎其微; 毛洪涛 (2013) 通过实证研究发现, 由于持股比例的限制, 战略投资者更加偏向短期收益, 从而会导致引资银行长期绩效的下降; 程柯 (2015) 以国有出版传媒企业为研究对象, 发现引入战略投资者并不一定达到优化股权结构的目的, 反而可能会由于控制权超额受益的目的而引发控制权转移的风险, 从而影响企业绩效的提升; 楚晓光 (2020) 对 15 家上市的国有商业银行进行实证研究, 发现引入境外战略投资者并没有显著提升银行的经营效率, 绩效的变化微乎其微。

### 1.2.3 引入战略投资者对企业绩效影响机制的研究

目前, 有学者专门针对引入战略投资者对企业绩效的影响机制进行了研究, 认为企业绩效的变化受多种因素的影响。首先, 战略投资者的类型对绩效影响显著。Nisan (2006) 认为, 引入双方匹配度越高, 绩效的提升就越明显, 同时也提出双方在价值观和文化方面应该尽可能实现协同; 李健和金占明 (2007) 认为, 战略投资者的选择关乎战略联盟的稳定性和有效性, 选择匹配性较强的战略投资者更有利于战略目标的实现和企业绩效的提升; 魏中龙和金益 (2008) 针对战略联盟的属性进行了深入的研究, 并从是否形成竞争关系的角度对其进行了划分; 张少华等 (2012) 认为, 企业应该选择与自身业务相关, 在技术、管理和人才等方面能够实现协同的投资者为战略投资者; 陆正华和黄玮 (2020) 认为, 在选择战略投资者时应优先选择互补型的企业为战略投资者; 其次, 战略投资者通过参与企业的日常经营管理对绩效产生影响。王艳丽等 (2013) 以我国上市的技术公司为例, 发现引入战略投资者能够吸引不同学历背景的高素质人才加入企业, 有助于进一步优化管理团队, 提高企业绩效; 许领 (2019) 认为, 战略投资者通过参与企业管理能够带去成熟的经营管理模式, 加强企业管理能力, 从而达到改善绩效的目的; 最后, 战略投资者通过参与公司治理来影响企业绩效。Apple et al

(2016)认为,战略投资者可以通过干预决策部署和优化治理结构的方式来影响企业;刘妮雅(2007)从公司治理的角度出发,发现战略投资者能够帮助企业进一步完善相关治理机制,提高企业决策的科学性与有效性,从而对绩效产生一定的影响;许勇(2008)认为,战略投资者一般都拥有雄厚的人才资源,其可以通过加入企业董事会的方式来影响公司的重大决策部署,从而进一步影响企业的绩效;姚贝贝和林爱梅(2018)认为,通过在股权层面实现多元化可以提高企业的绩效。

#### 1.2.4 文献述评

通过对上述国内外文献进行分类梳理,我们可以得出:

在引入战略投资者动因的相关研究方面,国内外学者普遍认为引入战略投资者有助于提高企业经营管理水平,优化股权结构,发挥协同效应,建立现代化的企业管理制度。同时,学者们还对国有商业银行进行了研究,发现引入境外战略投资者能够降低经营风险、增强获利能力、加强内部控制,从而实现更加高效、更加稳健的运行;关于引入战略投资者对企业绩效的影响,现有研究尚未达成共识。学者们主要针对国有商业银行的引入行为进行了分析。有的认为境外战略投资者的加入能够提高银行运营效率,完善治理机制,改善经营绩效;也有人认为境外战略投资者的加入可能会引发控制权旁落、银行贷款坏账增加等问题,从而可能会导致银行出现绩效下降的情况;另外,也有学者针对引入战略投资者对企业绩效的影响机制进行了研究,认为战略投资者可以通过参与企业日常经营管理和治理来影响绩效,同时还指出战略投资者的类型与企业的绩效联系紧密。

因此,本文将以国有企业山西汾酒引入华创鑫睿进行改革的案例为例,首先介绍山西汾酒引入战略投资者的具体实施过程,其次分析其引入战略投资者的动因,然后着重分析山西汾酒引入战略投资者前后的绩效变化情况,以此来验证国有企业引入战略投资者进行改革能否有效提升企业绩效。同时,总结山西汾酒在改革过程中的经验教训,以期为其他将要改革的企业提供一些参考和借鉴。

### 1.3 研究目的、方法及内容

### 1.3.1 研究目的

目前，国有企业改革正在如火如荼的推进，而引入战略投资者作为一种重要的改革路径也被广泛使用。因此，本文将山西汾酒引入华创鑫睿的案例为例，运用产权理论、资源依赖理论、协同效应理论和战略联盟理论，首先对山西汾酒改革的具体过程展开介绍，在此基础上深入分析山西汾酒引入战略投资者的动因及绩效变化。通过本文的研究，以期达到以下目的：一方面，总结山西汾酒在改革过程中的经验教训，以为其他将要改革的企业提供一些参考和借鉴；另一方面，通过对山西汾酒的绩效变化情况进行评价分析，可以在一定程度上验证引入战略投资者这一改革路径的可行性。

### 1.3.2 研究方法

本文采用的研究方法是案例分析法。本文将山西汾酒改革的案例为例，在对现有文献和相关理论梳理的基础上，详细介绍山西汾酒引入战略投资者的具体实施过程，然后运用 SWOT 分析原理，从内部和外部两方面着手，探讨山西汾酒引入战略投资者的动因，之后选取山西汾酒 2015-2020.09 的财务报表数据，从财务绩效与非财务绩效两方面着手，运用财务能力分析指标、EVA 评价法等，探讨山西汾酒引入战略投资者的绩效变化情况。最后，根据案例分析得出相关结论，并在此基础上进一步总结归纳，以为其他类似企业改革提供相应启示。

### 1.3.3 研究内容

本文研究内容主要分为以下几个部分：

第一部分是绪论。该部分阐述了本文的研究背景、意义、目的及方法，同时梳理了引入战略投资者动因、引入战略投资者对绩效的影响及影响机制方面的相关研究。

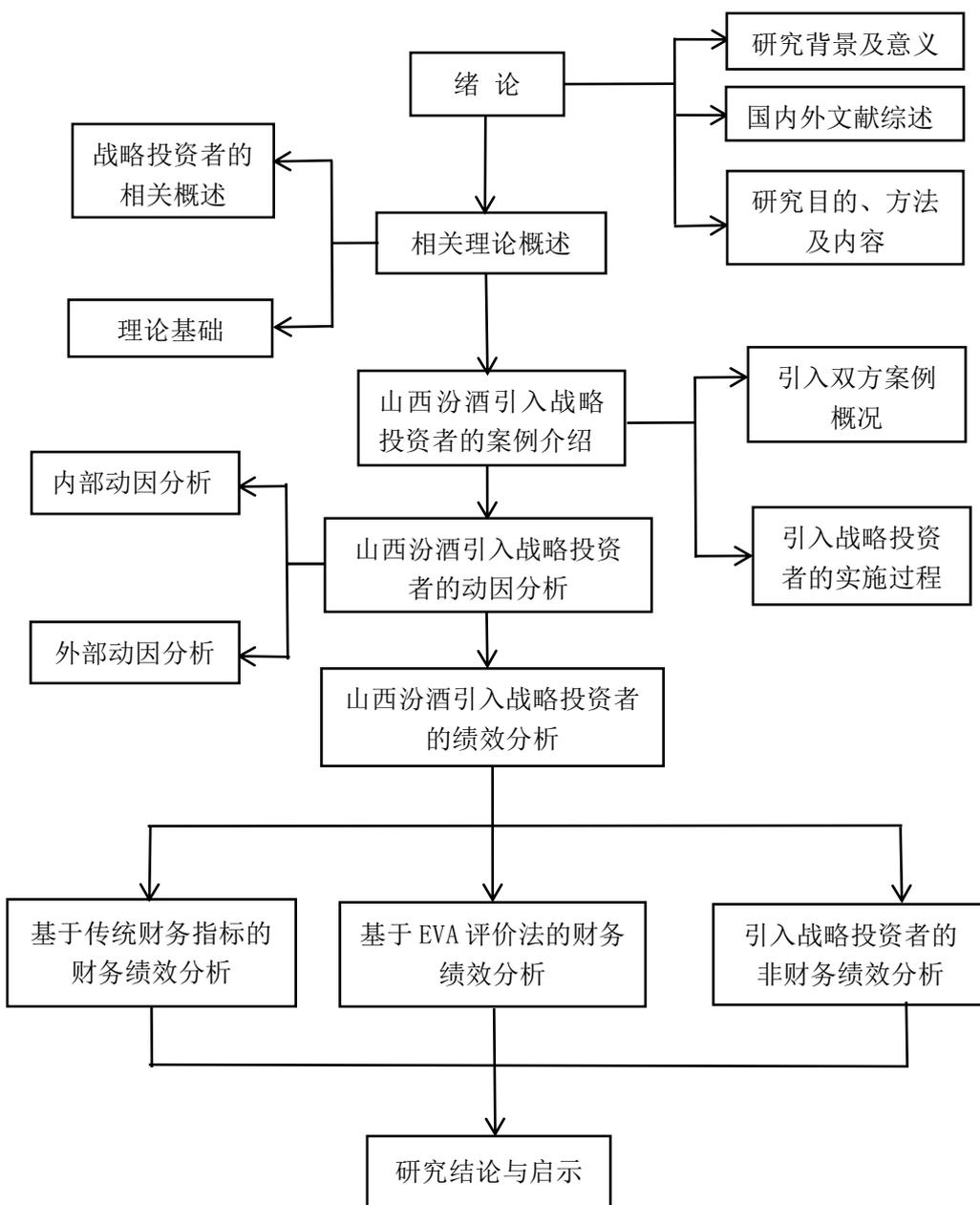
第二部分是相关理论概述。该部分首先介绍战略投资者的定义以及界定其与财务投资者的区别，其次介绍本文所用到的理论基础。

第三部分是山西汾酒引入战略投资者的案例介绍。该部分首先对引入双方进行案例简介，其次对山西汾酒引入战略投资者的具体实施过程进行详细的描述。

第四部分是山西汾酒引入战略投资者的动因分析。该部分主要运用 SWOT 分析原理，从内部与外部两个方面着手，探讨山西汾酒引入战略投资者的动因。

第五部分是山西汾酒引入战略投资者的绩效分析。该部分选择古井贡酒为对比企业，详细分析引入战略投资者前后两者的财务绩效指标，同时分析经济增加值的变化趋势，从财务绩效和非财务绩效角度出发，全面探讨山西汾酒引入战略投资者前后续效的变化情况。

第六部分是研究结论与启示。根据案例分析得出相关结论，并在此基础上进一步总结归纳，以期为其他类似企业改革提供相应启示。



## 2 相关理论概述

### 2.1 战略投资者的相关概述

#### 2.1.1 战略投资者的定义

战略投资者是指在人才培养、企业管理等方面具有一定优势，愿意共享发展资源，能够帮助企业完善相关体制机制、提高市场竞争力的长期股权投资者。2020年3月，证监会对于战略投资者的定义做了进一步的解释和说明。战略投资者是指，具有相关优势资源，持股比例较大，愿意参与公司治理，愿意提升公司价值，追求企业长远发展利益的投资者。

通过引入战略投资者，企业可以进一步优化资本结构，完善相关体制机制，建立现代化的企业管理制度。同时也可以借用其优势资源实现优势互补、协同发展，最终达到提升企业价值的目的。

#### 2.1.2 战略投资者与财务投资者的区别

目前，资本市场上的投资者可分为战略投资者和财务投资者两种类型。两者的区别主要有：第一，从持股期限来看，战略投资者持股时间较长，更多的追求长远的发展利益；而财务投资者主要关注投资的短期回报，持股时间较短；第二，从持股比例来看，战略投资者持股比例较大，往往掌握更多的投票权和话语权；而财务投资者持股比例一般来说相对较低；第三，从与被投资方关系来看，战略投资者与其关系紧密，二者能够通过形成战略联盟而实现协同发展的目的；而财务投资者一般与被投资方关系较弱，大多为专业投资基金和资管机构；第四，从参与企业管理的程度来看，战略投资者积极参与企业管理，将自身融为企业发展的一部分，在董事会和管理层往往拥有相应席位；而财务投资者相对来说参与较少，更多的只关注一些重大的决策部署。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 产权理论

科斯是产权理论的代表人物，他从制度的角度出发，主要针对企业的财产权利结构进行了研究。科斯认为没有产权会导致效率的降低和资源的无序配置，产权的清晰界定对于企业效率的提升起着至关重要的作用，有助于更好的分配各项资源，充分发挥资源应有的价值。同时，他认为产权的结构决定了企业交易费用的高低。因此，对于企业而言，有必要进一步优化产权结构，确定不同产权所占比例，致力于使交易费用尽可能达到最低，从而达到提高效率 and 实现资源有效配置的目的。

在引进战略投资者的过程中，投资者的加入能够对企业的产权构成产生影响。因此，战略投资者的性质以及所持有的股权比例决定了企业产权是否能够得到优化。因此，企业在引入战略投资者时一定要做好充分的准备，选择合适的战略投资者，明确战略投资者的持股比例，从而更好地实现优化产权结构的目的。

## 2.2.2 资源依赖理论

资源是一个企业赖以生存、获得长久竞争优势的重要源泉，对于企业而言，获取更多有价值的资源并实现资源的有效配置事关企业长期可持续发展。当今世界，经济全球化程度日益加深，每一个企业都不可能独善其身，企业在充分利用自身内部资源的同时也需要外部关键资源的支撑。但是，外部环境的不断变化也加剧了企业生产经营的风险，而资源依赖理论就强调企业应该尽可能的降低对外部关键资源的依赖，加大对外部关键资源的控制力度。因此，企业应该积极调整自身发展规划，处理好自身与外部环境之间的关系，降低对外部关键资源的依赖程度，确保企业实现更加稳健的运行。

在如今国有企业改革的热潮下，国有企业一方面要运用好自身优势资源，另一方面也要利用好外部关键资源，从而弥补自身存在的不足，实现国有资产的保值增值。在国有企业改革的众多路径中，引入战略投资者就是一种很好的改革方式。通过引入战略投资者可以构建更加稳定的战略合作关系，从而能够确保企业长期可持续的获取外部关键资源，降低对外部关键资源的依赖程度。同时，战略投资者的加入可以弥补企业存在的不足，获取更多优势资源，从而显著提高企业发展的潜力与活力，增强企业的市场竞争力。

### 2.2.3 协同效应理论

协同效应理论是指企业引入战略投资者可以共享发展资源,实现优势互补和资源的有效配置,从而共同提升企业的整体价值。协同效应主要通过以下方式对企业产生影响:首先,缓解资金压力。一般来说,战略投资者往往具备较强的经济实力和良好的声誉。通过引入战略投资者,一方面能够充实企业的资金流,对企业债务结构做出合理的调整,有效改善企业财务状况,另一方面可以借助战略投资者的良好声誉实现外部融资,降低企业融资的费用;其次,完善企业管理机制。企业通过引入战略投资者,可以实现管理经验、人才资源、技术优势等方面的有效整合,从而提高企业经营管理的能力和水平,促使企业管理科学化、高效化;最后,实现经营协同。企业引入战略投资者之后,可以对资源进行有效的整合,优化资源的配置,拓展相关产业链,从而实现规模经济和整体绩效的提升。对于企业而言,引入战略投资者能否实现协同效应与企业绩效的提升息息相关。

### 2.2.4 战略联盟理论

如今,随着全球化进程的加快,企业的生产经营范围得到了进一步的细分,企业之间在强调竞争的同时更加强调合作。战略联盟理论就是指企业之间通过缔结相关协议而形成一种长期稳定的合作关系。在联盟内,成员通过形成利益共同体来实现共同分享优势资源、共同承担经营风险的目的。学者们对于该理论做了大量研究,取得了丰硕的成果。其中,汤普森等认为战略联盟能够起到调节生产经营活动的目的;波特提出战略联盟是以长期合作为目的,介于正常合作和合并之间的一种特殊关系。总的来看,战略联盟是一种基于长期发展利益,具有明确战略目的的合作联盟。战略联盟要求共担风险、共享发展成果,模糊了企业之间的界限,强调联盟主体之间的合作与共赢。

引入战略投资者本质上就是一种战略联盟的形式。在改革开放之初,我国国有商业银行就积极引入境外战略投资者,二者形成了一种长期合作的战略联盟。通过开展深入的合作,商业银行学习到先进管理经验,吸引了大批优秀人才,完善了相关体制机制,双方优势互补、共享资源,共同分享改革开放发展红利。

### 3 山西汾酒引入战略投资者的案例介绍

山西汾酒作为中国传统名酒，在引入战略投资者之前存在体制机制不够完善、销售增长乏力、品牌定位不够清晰等问题。与茅台、五粮液等一线品牌相比，山西汾酒处于相对劣势的地位。基于自身发展需要以及为积极响应国有企业改革的号召，山西汾酒于 2018 年初引入了战略投资者华创鑫睿。山西汾酒通过此次改革不仅改变了其股权结构和治理架构，还通过与战略投资者展开深度合作，完善了治理机制、开拓了省外市场、优化了人才结构，为企业长期高质量的发展打下了基础。

#### 3.1 引入双方案例概况

##### 3.1.1 山西汾酒简介

山西汾酒全称山西杏花村汾酒厂股份有限公司（以下简称“山西汾酒”），是一家有着 4000 余年发展历史的知名白酒企业，其隶属于山西省国资委，是山西本土具有很大影响力的一家国有企业。山西汾酒于 1993 年正式成立，是中国八大名酒之一。经过多年的发展，山西汾酒凭借其优良的产品品质、良好的市场声誉于 1994 年在上交所顺利上市，股票代码为 600809。山西汾酒产品可分为汾酒、系列酒和配制酒。其中，汾酒属于清香型白酒，其纯正、柔和的口感深受消费者的喜爱，同时它也是我国最早的国酒；此外，山西汾酒积极适应行业变化，不断满足消费者需求，在保健养生酒领域也下足了功夫，而竹叶青酒就是该领域典型的代表。另外，山西汾酒积极推动实施“产品+文化”的新发展模式，以品质、文化和历史作为企业发展的内生动力，强化汾酒作为民族高端品牌的思想认知，不断提高汾酒在全球范围内的影响力。目前，山西汾酒已形成集研产供销为一体的经营模式，实现了全产业链的良性发展。具体如表 3.1 所示：

表 3.1 山西汾酒经营模式

项目	具体内容
科研方面	深入市场调研、分析消费者需求、结合自身技术优势，以保健养生酒为抓手，研发国人青睐的新型酒类产品。

续表 3.1

项目	具体内容
原料采购方面	打造原粮种植园区，实现自产自用；加强供应链管理，设立专业采购机构，严把质量关。
产品生产方面	秉持“固态地缸分离发酵、清蒸二次清”的传统酿造工艺；严守生产质量标准，传承精益求精的大国工匠精神，确保每一环节质量得到控制、品质得到保证。
销售产品方面	坚持“线上+线下”的双向营销模式，建立终端销售网点，打造电商平台；大力推进体验式营销，增强消费者购买体验；借助央视和新媒体平台，加大产品宣传力度。

资料来源：山西汾酒年报整理所得

### 3.1.2 华创鑫睿简介

华创鑫睿全称华创鑫睿（香港）有限公司，成立于2017年12月，是华润创业有限公司专门设立的、用于战略投资的一家新兴企业。华润创业作为华创鑫睿第一大股东拥有80.62%的股权，联合基金拥有剩余19.38%的股权。华润创业有限公司成立于1992年，多年来一直深耕于生活消费领域建设，经营范围涉及啤酒、食品和饮品等多个领域，并在港交所挂牌上市。在啤酒领域，雪花啤酒多年来一直处于行业领先地位，在品牌维护、技术创新、运营管理、人才培养等方面具有鲜明的比较优势；在食品领域，拥有多个国内外知名品牌，公司经营范围涉及食品生产、加工、销售等多个环节，是香港人民耳熟能详的著名食品销售企业；在饮品领域，拥有怡宝、魔力、蜜水柠檬、小主菌、葡萄假日等多个品牌，2020年售卖产品覆盖8个品类、拥有9大品牌、35个SKU。华润创业有限公司在啤酒、食品和饮品领域取得了瞩目的成就，拥有丰富的销售管理经验以及完善的销售渠道，此次入股山西汾酒表明华润创业有意进军白酒行业，进一步拓宽公司经营范围。

## 3.2 山西汾酒引入战略投资者的实施过程

### 3.2.1 引入战略投资者的背景

2012年，随着相关政策的出台以及塑化剂超标等不良事件的发生，白酒行业发展受到了极大的阻碍，面临着深度的调整与转型。之后，白酒行业积极推进

各项改革，比如舍得酒业于 2015 年引入战略投资者天洋集团进行改革，伊力特于 2017 年以经营商入股的方式进行改革。同时，泸州老窖、五粮液等知名酒企也加快了改革的步伐，中低端白酒行业竞争日益加剧。此外，山西汾酒作为一家老牌国有企业，存在着“一股独大”的现象，在产业复苏的过程中，山西汾酒也出现了财务业绩增长缓慢、区域销售结构不够均衡的情况。

面对山西汾酒财务业绩增长的乏力以及自身在治理结构和销售渠道建设方面存在的不足，山西汾酒急需进行改革。在国有企业改革的众多实现方式中，并购重组虽能优化治理结构，但不能有效提高公司经营管理的水平，同时并购重组操作程序复杂，见效较慢。加之山西汾酒已经上市，所以对于山西汾酒而言，通过并购重组与改制上市实现改革显然行不通。而通过引入战略投资者进行改革可以进一步优化治理结构，提高企业经营管理水平，完善、拓宽销售渠道，从而能够实现改革的目的，为山西汾酒注入新的活力与动力。

### 3.2.2 战略投资者的选择

在确定好改革路径之后，如何选择战略投资者、选择什么样的战略投资者对于改革的成效起着至关重要的作用。为此，山西汾酒基于自身实际情况，确定了四个引入标准。第一个标准是引入战略投资者能够完善公司治理机制，优化股权结构，解决“一股独大”的难题；第二个标准是通过引入战略投资者能够学习到先进的经营管理理念，促使企业管理更加科学化、精细化；第三个标准是战略投资者人力资源雄厚，能够帮助上市公司进一步优化人才结构、提高人才质量；第四个标准是引入战略投资者能够加强汾酒的营销，尤其是在除山西省之外的其他地区。山西汾酒确定的这几个标准充分表明，在选择战略投资者时一定要基于自身发展实际，根据自身需求寻找合适的战略投资者。

为此，山西汾酒以上述四个标准为原则，开始主动在全国范围内寻找合适的战略投资者，以便更好地达到改革的目的，促使山西汾酒实现更好更快的发展。

### 3.2.3 签署战略合作协议

通过深入的调查以及严格的筛选，山西汾酒认为华创鑫睿满足自身引入标准。为此，山西汾酒主动与华创鑫睿进行了商洽，并于 2018 年 2 月 3 日正式签

署战略合作协议。协议约定汾酒集团将其持有的 99,154,497 股股票作价 51.6 亿元转让给华创鑫睿。另外，为有效避免战略投资者出现财务投机的行为，引入双方在协议中对转让股票的限售期限也做了一个明确的说明，在法律规定的基礎上适当延长了股票的限售期，做出了为期 5 年的限制决定。通过明确限售期限可以确保双方进行长期、深远的合作，防止其在短期内投资套现，有利于战略联盟的稳定性和连续性。

### 3.2.4 引入战略投资者后的资源整合

企业引入战略投资者后还需进行一系列的整合，以下从三个方面对山西汾酒与战略投资者的整合情况进行介绍。

#### (一) 对股权结构的整合

在引入战略投资者之前，汾酒集团共持有山西汾酒 70.67% 的股权，而其他公众只享有剩余 29.33% 的股权。所以，对于山西汾酒而言，汾酒集团是名副其实的第一大股东。山西汾酒引入战略投资者之前股权结构如图 3.1 所示。

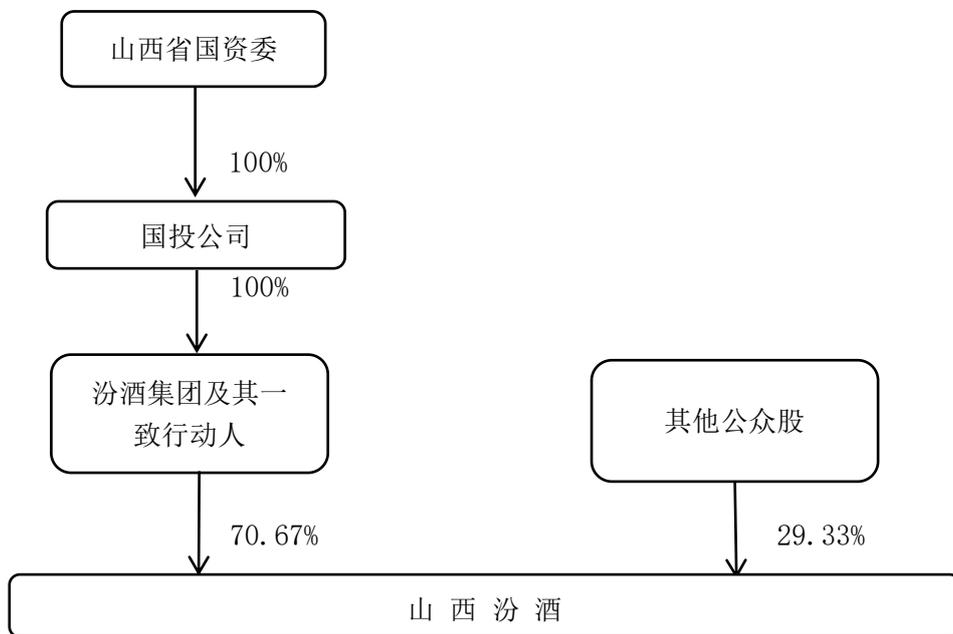


图 3.1 山西汾酒引入战略投资者之前股权结构

资料来源：山西汾酒公告整理所得

在此次改革过程中，汾酒集团通过协议转让股份的方式为山西汾酒引入华创

鑫睿。股权转让后，汾酒集团占比大幅下降，战略投资者华创鑫睿作为新加入股东，拥有 11.45% 的股份。山西汾酒引入战略投资者之后股权结构如图 3.2 所示。

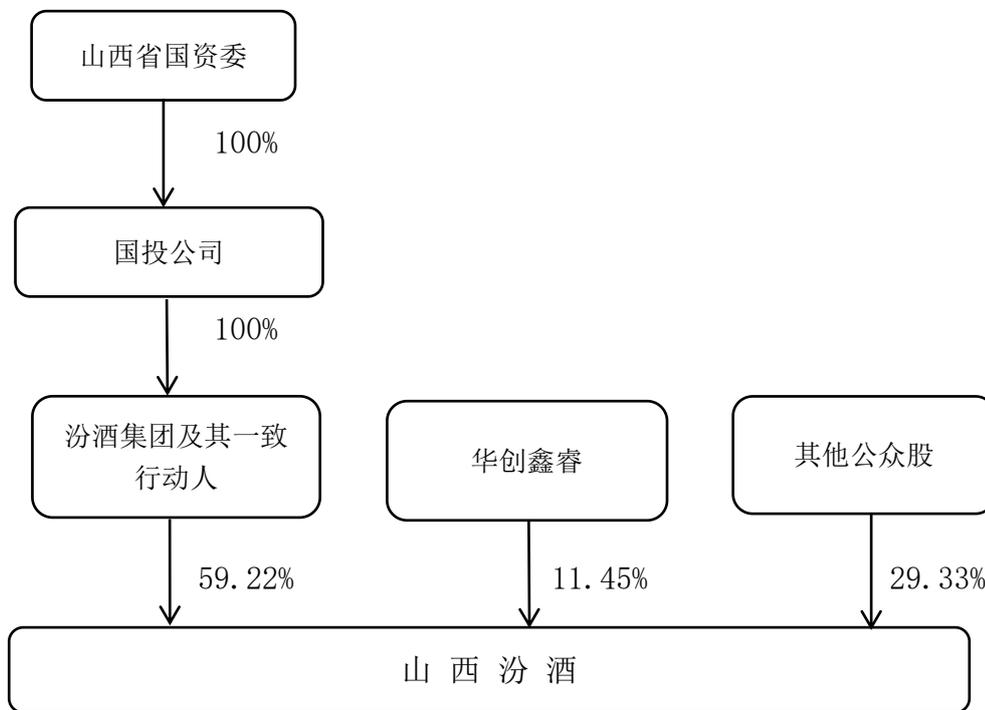


图 3.2 山西汾酒引入战略投资者之后股权结构

资料来源：山西汾酒公告整理所得

在山西汾酒引入华创鑫睿后，原第一大股东汾酒集团持股比例从 70.67% 下降到 59.22%。华创鑫睿作为新晋股东占比 11.45%，持股比例仅次于汾酒集团。华创鑫睿的加入使山西汾酒进一步优化了股权结构，形成了更加完善、更加科学的决策机制。同时，华创鑫睿背靠华润创业和联和基金，具有先进的海内外管理经验、鲜明的人才优势以及完善的销售网络。将华创鑫睿引进山西汾酒有利于提升国际化视野、提高公司经营管理水平，从而可以确保山西汾酒决策更加科学、管理更加精细，显著提高企业市场竞争力。

### （二）对治理层的整合

在山西汾酒引入战略投资者华创鑫睿后，山西汾酒的董事会人数发生了变化，由之前的 6 位董事和 3 名独董变为 10 位董事和 7 名独董。在此过程中，华创鑫睿作为第二大股东也派员加入董事会和管理层。其中，陈郎当选山西汾酒副董事长；侯孝海当选山西汾酒董事；张远堂当选山西汾酒独立董事。这些选派的

人员有着不同的学历背景和发展经历，在自己的专业领域都有所建树。同时，曾就职于浙江雪花销售公司的杨翔担任总经理助理。纵观他们的职业经历，可以发现侯孝海和杨翔都曾担任过市场部和销售部的总监，具有丰富的销售管理经验，而这一点正是山西汾酒所需要的。华创鑫睿派员进驻山西汾酒董事会和管理层有助于进一步强化战略联盟，优化治理结构，提高经营管理水平，从而可以加大对第一大股东的监督作用，促使决策更加合理有效，最终实现企业价值的提升。

### （三）成立战略合作委员会

在引入战略投资者之后，为更好的开展战略合作，山西汾酒与华创鑫睿共同成立了战略合作委员会。战略合作委员会下设办公室、营销协调组和管理提升组三个部门，统筹协调双方合作事宜。具体来看，战略合作委员会有以下具体职能：首先，负责引入双方协同发展事宜，真正实现资源共享、互利共赢；其次，组织领导合作中的具体事项，加强日常沟通协调，确保各事项顺利开展、及时推进；再次，对合作事项进行长期的跟踪督查，防范化解重大风险；最后，重点部署山西汾酒与华创鑫睿在经营管理、营销模式等方面开展深入的合作，针对合作过程中存在的问题和困难做到及时沟通、及时解决，确保双方实现优势互补、深度融合，从而实现企业价值的提升。

## 4 山西汾酒引入战略投资者的动因分析

在对山西汾酒引入战略投资者的具体实施过程介绍之后，接下来，本章将依据相关理论，并运用 SWOT 分析原理，从内部与外部两个方面着手，探讨山西汾酒引入战略投资者进行改革的动因。

### 4.1 内部动因分析

#### 4.1.1 学习优秀经验，提高管理效率

山西汾酒作为影响力很大的老牌国有企业，是山西省轻工行业的典范和纳税大户。但是，在其发展的过程中也存在着体制机制不够完善、管理效率不够高效等问题。一方面，山西汾酒的实际控制人是山西省国资委，这就意味着山西汾酒在日常经营过程中免不了要受到较多的行政干预，致使企业市场化程度较低；另一方面，山西汾酒管理层在学习先进经营管理理念方面也存在着一定的滞后性，很难进行及时有效的学习，从而导致山西汾酒管理效率不够高效。而战略投资者华创鑫睿作为一家具有央企背景的港资企业，具有全球化思维，在生活消费领域颇有建树，拥有一套完善且成熟的经营管理模式。山西汾酒通过引入战略投资者华创鑫睿，可以学习其优秀的经营管理理念，进一步完善相关体制机制，扩大企业开放程度，从而提高企业的管理水平和效率。

#### 4.1.2 优化股权结构，完善治理机制

在引入战略投资者之前，汾酒集团作为山西汾酒第一大股东共持有 70.67% 的股权，而第二大股东中国证券金融股份有限公司仅持有 1.23% 的股权，股权结构表现出明显的不合理。同时，由于山西汾酒存在“一股独大”的现象，山西汾酒董事、监事和高级管理人员基本都由第一大股东委派，而其他中小股东因为持股比例较低，很难参与到企业的生产经营管理当中，从而很难对大股东的决策行为形成有力有效的监督和制衡。这种治理结构的不规范、不完善，严重制约着山西汾酒的发展。而战略投资者的加入就能够有效解决这一难题，实现股权结构的优化，构建更加完善、更加科学的决策机制。同时，由于战略投资者持股比例较

大，战略投资者往往可以获得被投资企业董事会和管理层的席位，从而可以深入参与到企业的生产经营管理活动当中，确保决策更加科学、更加有效。

#### 4.1.3 优化人才结构，加强人才培养

引入战略投资者之前，山西汾酒高学历人才占比较低，人才结构不够合理。同时，山西汾酒在有效的员工激励机制和完善的人才培养机制建设上也没有赶上时代和形势的需要，致使员工很难主动去参与企业的生产经营活动，难以激发员工干事创业的积极性与主动性。而战略投资者华创鑫睿背靠华润创业，具有雄厚的人力资源，在人才管理、人才培养等方面有着宝贵而丰富的经验。山西汾酒通过引入华创鑫睿可以学习其先进的人才管理培养模式，建立更加高效的员工激励制度和职业教育培训体系，不断优化人才结构，努力提高员工的专业技能，激发其创新发展的意识，从而可以为企业的长期可持续发展筑牢人才根基。

#### 4.1.4 强化营销能力，开拓省外市场

山西汾酒作为清香型白酒的典型代表，在山西本土有着很高的知名度和影响力，但是在国内其他市场竞争力相对较弱。2012年受相关政策和行业丑闻的影响，白酒行业发展受到了前所未有的阻碍，白酒行业面临深度的调整与转型。在白酒行业复苏的过程中，与山西汾酒同体量的同行业企业古井贡酒发展迅猛。2017年山西汾酒主营业务收入仅为60.37亿元，而同期古井贡酒的主营业务收入却高达69.68亿元；2017年山西汾酒营业利润仅为13.85亿元，而同期古井贡酒的营业利润却高达15.94亿元。面对销售收入与利润增长的乏力，究其原因：一方面，山西汾酒存在品牌定位不清晰的情况。缺乏主打品牌，产品缺乏特色，在“产品+文化”方面做到还不够到位，没有将悠久的汾酒文化与产品进行紧密有效的结合；另一方面，山西汾酒营销模式比较僵化，营销人才比较匮乏。这主要表现在：产品推介方式简单、传统，与消费者之间缺乏必要的沟通与交流；宣传的广度和深度不够，方式方法比较陈旧，大多选择糖酒会和传统电视广告的方式进行宣传推介；新型营销人才匮乏，知识性、专业性、创造性不够，产品的推介力度不足。

与此同时，相对于其他全国性白酒品牌而言，山西汾酒销售范围主要覆盖山

西省本土，在其他省份销售收入占比较低。如表 4.1 所示，在引入战略投资者之前，山西汾酒省外销售收入占总销售收入的比重只有 40%左右，而省内销售收入占比却高达近 60%，区域销售情况明显不够均衡。因此，对于山西汾酒而言急需建立省外的销售渠道。

表 4.1 山西汾酒引入战略投资者之前区域销售情况

	2015 年	2016 年	2017 年
省内销售收入（亿元）	23.24	24.5	35.72
省外销售收入（亿元）	17.58	19.07	24.09
省外销售收入占总销售收入的比重	42.58%	43.29%	39.90%

资料来源：山西汾酒年报

针对山西汾酒在营销水平和销售结构方面存在的不足，引入战略投资者能够有效解决这一问题。战略投资者华创鑫睿背靠华润集团，多年来一直深耕于生活消费领域建设，具有完善的终端销售渠道，其中华润超市就是旗下知名的大型联合综超。同时，旗下还拥有知名的啤酒品牌雪花啤酒，通过多年的运营，雪花啤酒已经具备成熟的销售管理模式以及完善的销售渠道。因此，山西汾酒引入战略投资者能够实现协同发展，一方面可以学习其先进的营销管理理念，不断强化企业营销管理能力；另一方面也可以借用战略投资者的终端销售渠道积极开拓省外市场，优化销售结构，从而显著提高山西汾酒在省外市场的知名度和影响力。

## 4.2 外部动因分析

### 4.2.1 国家政策支持，鼓励协同发展

2015 年国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，指出要加大大国有企业改革力度，积极引入各类资本实现股权多元化，坚决破除体制机制障碍，实现国有企业做大做强做优的目标。2017 年，李克强总理在《政府工作报告》中指出要加快国企国资改革，构建更加有效的市场化机制，充分释放国有企业发

展活力与动力。2017年，山西省对国有企业改革做出顶层设计，先后发布《关于深化国企国资改革的指导意见》及三个配套文件，指出要鼓励支持国内外各类资本参与省属国有企业的改革，在全国范围内积极引入合适的战略投资者，努力实现双方优势互补、协同发展。

国有企业改革存在多种路径，而引入战略投资者就是其中很重要的一种。引入战略投资者有助于建立更加科学有效的公司治理机制，提高决策的科学性和有效性，通过对资源进行合理高效的分配来实现国有企业价值的提升。同时，战略投资者一般都是特定行业的佼佼者，往往拥有独特、长远、超前的发展眼光，通过引入战略投资者有助于国有企业进一步确定市场定位、做好战略规划、优化资源配置，从而实现更高质量的发展。另外，对于白酒企业来说，其大多属于地方国有企业，因此白酒企业不可避免的拥有更多的行政色彩，从而容易受到行政干预，使得决策不够科学、不够合理，而引入战略投资者有助于进一步弱化行政色彩，加大企业对外开放的程度，有助于建立更加完善高效的现代化企业制度。总的来说，引入战略投资者参与国有企业改革已经受到中央以及地方各界的广泛关注与认可。山西汾酒改革正面临着良好的外部政策环境。

#### 4.2.2 行业深度调整，加速改革进程

2003-2012年是白酒行业历史上最为辉煌的一段时期。在此期间，白酒企业规模不断扩大，盈利水平不断提升，市场反应持续向好。但这种急速的、非理性的发展也带来了诸多问题，比如：市场竞争加剧、产品销售困难、利润急剧下滑等等。加之由于相关政策的密集出台，政府消费大幅减少，白酒行业发展受到了前所未有的阻碍，同时酒鬼酒塑化剂超标等不良事件的发生更令白酒行业雪上加霜、步履维艰，白酒行业面临深度的调整与转型。而以茅台、五粮液为代表的一线白酒品牌为适应行业的急剧变化，适时推出了多款中低档产品，中低端市场竞争显著加剧。

面对行业形势的恶化，白酒企业开始通过各种方式进行改革。比如舍得酒业于2015年引入战略投资者天洋集团进行改革，伊力特于2017年以经营商入股的方式进行改革。同时，泸州老窖、五粮液等知名酒企也积极的采取措施进行了改革。通过改革，白酒企业学习到了大量先进的经营管理理念、吸引了大批优秀的

的经营管理人才，企业绩效明显改善，市场竞争力显著增强，白酒企业焕发出了新的活力与生机。面对同行业企业的激烈竞争，加之山西汾酒自身存在的各种弊病，对于山西汾酒而言有必要加速改革的进程，从而达到提高市场竞争力、扩大市场份额的目的。

## 5 山西汾酒引入战略投资者的绩效分析

在对山西汾酒引入战略投资者的动因分析之后,本章开始对其改革的绩效进行分析。主要包括财务绩效分析与非财务绩效分析。通过对这两方面进行分析,可以全面有效的评价山西汾酒引入战略投资者前后的绩效变化情况。

### 5.1 山西汾酒引入战略投资者的财务绩效分析

本节将从盈利能力、偿债能力、营运能力以及成长能力四个维度对山西汾酒的财务绩效变化情况进行评价。为了使绩效评价更加客观公正,本节一方面对山西汾酒引入华创鑫睿的绩效变化进行前后纵向对比分析,另一方面选取同行业企业古井贡酒进行横向对比分析。本文主要选取 2015 年到 2020 年 9 月的数据进行分析。

之所以选择古井贡酒作为对比企业,主要是因为:首先,山西汾酒与古井贡酒同为地方知名白酒品牌,都具有浓厚的历史文化底蕴,二者同为中国八大名酒之一;其次,二者均在上世纪 90 年代上市,山西汾酒改革之前二者生产经营状况、资产规模差不多,具有一定的可比性;再次,从白酒的香型分类来看,山西汾酒属于清香型,而古井贡酒属于浓香型,二者均具有先进的酿造技术以及强大的品牌价值;最后,山西汾酒通过引入华创鑫睿成为白酒行业改革的典范,而古井贡酒却没有采取有效的行动来推动改革的实施。正因为古井贡酒尚未进行改革,选取它作为山西汾酒改革前后财务绩效评价的对比企业,才显得更加具有可比性。

#### 5.1.1 盈利能力分析

盈利能力对于企业的发展起着至关重要的作用,保持一个较高的盈利水平有助于更好的实现企业价值最大化的目标。本节选取销售净利率、总资产净利率和净资产收益率作为盈利能力的评价指标。山西汾酒和古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月盈利能力评价指标相关数据如表 5.1 和 5.2 所示,同时,根据数据的变动情况对山西汾酒引入华创鑫睿前后的盈利能力进行分析。

表 5.1 山西汾酒盈利能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
销售净利率 (%)	13.12	14.56	16.63	16.63	17.29	23.87
总资产净利率 (%)	8.67	9.09	12.28	15.02	14.72	14.81
净资产收益率 (%)	11.77	12.71	18.03	23.6	26.03	26.92

资料来源：山西汾酒年报

表 5.2 古井贡酒盈利能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
销售净利率 (%)	13.62	14.13	17.01	20.04	20.71	18.99
总资产净利率 (%)	10.53	10.68	12.55	15.36	16.36	10.62
净资产收益率 (%)	14.80	14.83	17.78	22.30	23.45	15.81

资料来源：古井贡酒年报

### (一) 销售净利率分析

根据表 5.1 和表 5.2 的相关数据，现做出销售净利率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月销售净利率趋势变动图如图 5.1 所示。

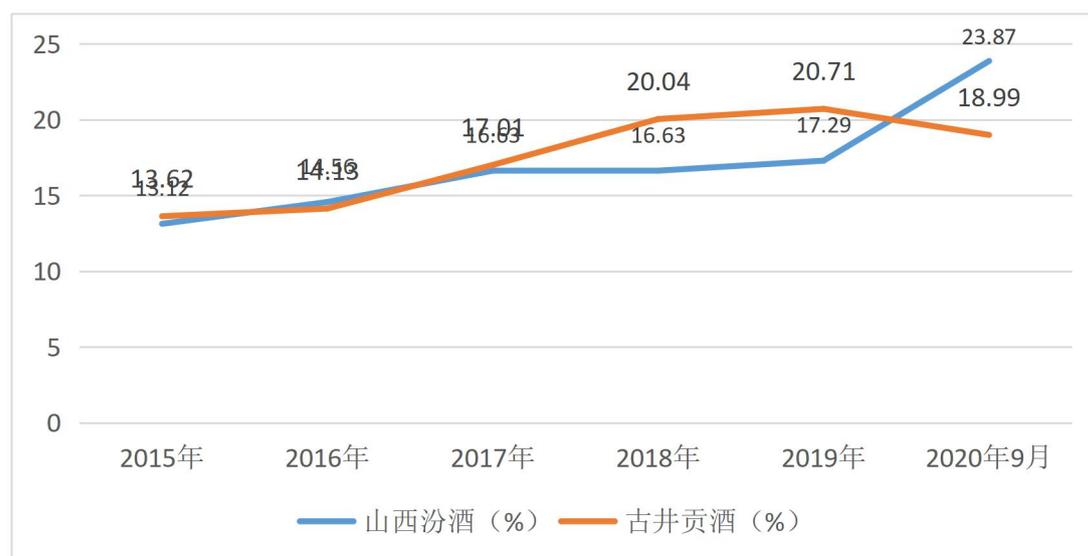


图 5.1 山西汾酒与古井贡酒销售净利率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.1 所示,在引入战略投资者后,山西汾酒销售净利率继续保持增长的态势,主营业务收入从 2017 年的 6,361,456,273.59 元上升到 2018 年的 9,381,937,874.31 元,增幅高达 47.48%。与此同时,在华创鑫睿的帮助下,山西汾酒进一步完善省外销售网络,加大央视和新媒体广告投放力度。2018 年当期销售费用从期初的 1,139,781,760.91 元增长到期末的 1,626,982,558.49 元,增幅高达 42.75%,销售费用的大幅增长影响了净利润,从而导致山西汾酒在 2018 年销售净利率增长缓慢。在之后的 2019 年,山西汾酒进一步完善相关销售渠道,销售净利率出现了明显增长,同时,山西汾酒当期市场份额占有率达到 2.11%,大约是引入战略投资者之前的两倍,市场占有率的大幅提高说明战略投资者的加入增强了山西汾酒的盈利能力。与古井贡酒相比,引入战略投资者前两年山西汾酒销售净利率一直低于古井贡酒,但是从 2020 年第三季度的财报可以看出,山西汾酒的销售净利率继续保持上扬态势,并在当期反超古井贡酒,表现出了较强的盈利能力,这也在一定程度上证明了引入战略投资者的有效性。

## (二) 总资产净利率分析

根据表 5.1 和表 5.2 的相关数据,现做出总资产净利率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月总资产净利率趋势变动图如图 5.2 所示。

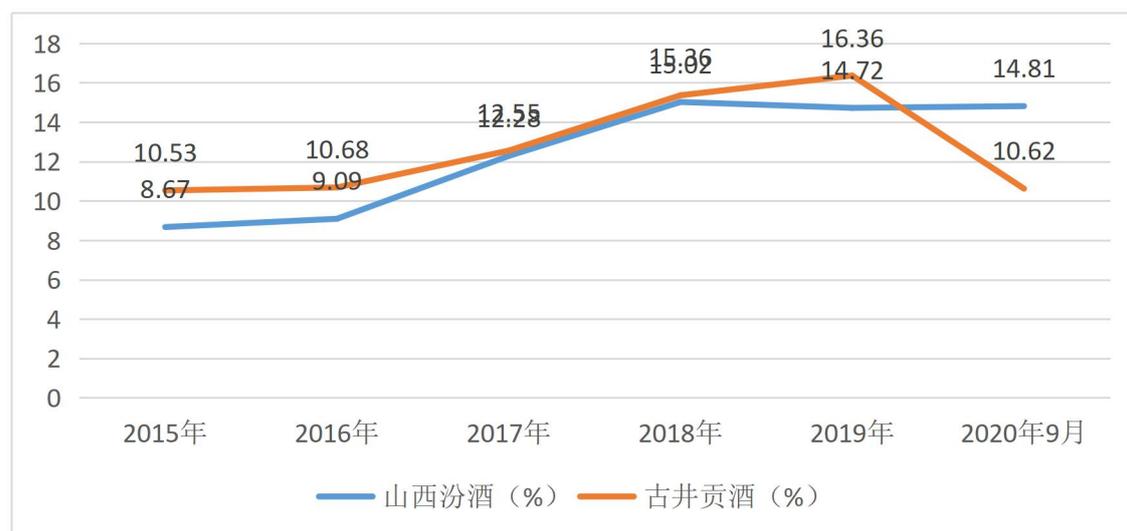


图 5.2 山西汾酒与古井贡酒总资产净利率趋势变动图

资料来源:山西汾酒和古井贡酒年报

总资产净利率反映了每单位资源占用能带来多少净利润。如图 5.2 所示,在

引入战略投资者当期,山西汾酒总资产净利率出现明显增长,从2017年的12.28%增长到2018年的15.02%,这主要是因为当期山西汾酒通过创新营销模式、重新定位品牌等方式使净利润有了大幅增长。之后在2019年总资产净利率出现了下降,这主要是因为在此期间山西汾酒收购了义泉涌、汾青酒厂等多项资产和股权,使得公司资产从期初的12,384,547,251.83元增长到期末的16,067,772,126.06元,增幅高达近30%。与古井贡酒相比,引入战略投资者后,两者总资产净利率差距明显缩小,从2020年第三季度财报可以看出,面对新冠肺炎疫情的冲击,古井贡酒总资产净利率出现明显下降,而山西汾酒总资产净利率则反超古井贡酒,继续保持高速增长的态势,这说明引入战略投资者之后山西汾酒资产配置更为合理,盈利能力得到了进一步加强。

### (三) 净资产收益率分析

根据表5.1和表5.2的相关数据,现做出净资产收益率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒2015年到2020年9月净资产收益率趋势变动图如图5.3所示。

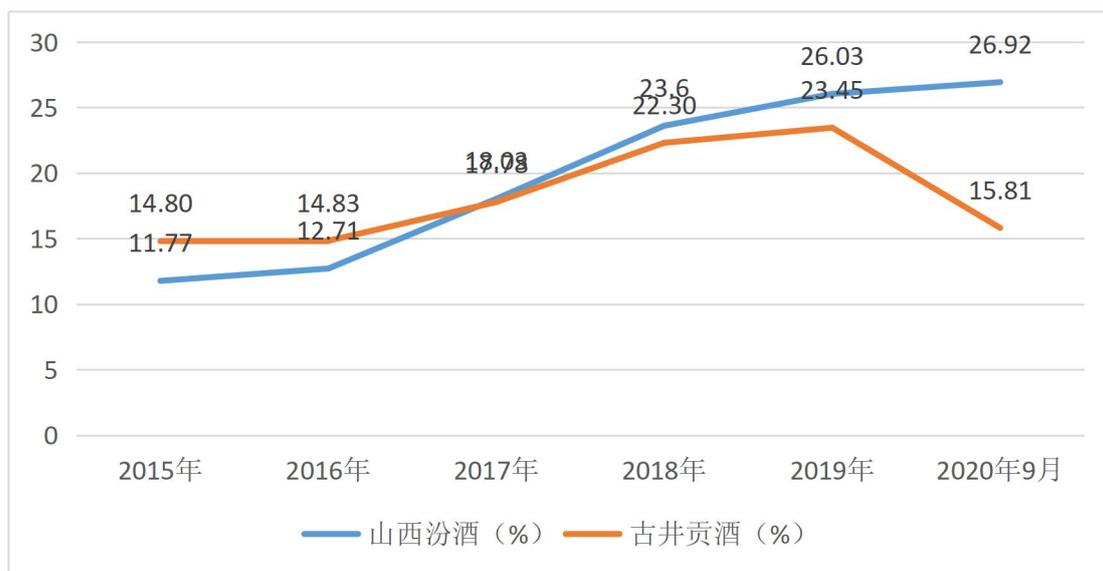


图 5.3 山西汾酒与古井贡酒净资产收益率趋势变动图

资料来源:山西汾酒和古井贡酒年报

如图5.3所示,从整体变化趋势来看,引入战略投资者之后,山西汾酒的净资产收益率呈现持续增长的态势,已经从2017年的18.03%上升到2019年的26.03%。这主要是因为在此期间山西汾酒净利润大幅增长所致。相比引入战略投

资者之前，山西汾酒净利润从 952,388,312.31 元增长到 2019 年的 1,938,505,451.13 元，增幅高达 103.54%。与古井贡酒相比，山西汾酒在引入战略投资者当年净资产收益率就反超古井贡酒，这说明引入双方在引入当期就发挥了很好的协同作用，实现了盈利能力的提升。之后二者的差距逐渐拉大，山西汾酒远超古井贡酒。在 2020 年，面对外部环境的恶化，白酒行业整体受到了较大冲击，古井贡酒销售增长乏力，净资产收益率出现明显下降，而山西汾酒则继续保持高速增长的气势，表现出了较强的盈利能力。

### 5.1.2 偿债能力分析

偿债能力的强弱事关企业正常的生产经营活动和资金链的有效运转。本节选取流动比率、速动比率和资产负债率作为偿债能力的评价指标。山西汾酒和古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月偿债能力评价指标相关数据如表 5.3 和 5.4 所示，同时，根据数据的变动情况对山西汾酒引入华创鑫睿前后的偿债能力进行分析。

表 5.3 山西汾酒偿债能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
流动比率	1.93	1.86	1.74	1.7	1.51	1.72
速动比率	1.06	1.12	1.10	1.10	0.88	1.01
资产负债率 (%)	32.97	34.78	40.28	45.21	52.55	46.24

资料来源：山西汾酒年报

表 5.4 古井贡酒偿债能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
流动比率	2.02	1.79	1.95	2.10	2.48	2.46
速动比率	1.41	1.11	1.29	1.54	1.77	1.83
资产负债率 (%)	32.71	32.00	32.62	35.81	32.00	32.36

资料来源：古井贡酒年报

#### （一）流动比率分析

根据表 5.3 和表 5.4 的相关数据，现做出流动比率的变化折线图。山西汾酒

与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月流动比率趋势变动图如图 5.4 所示。

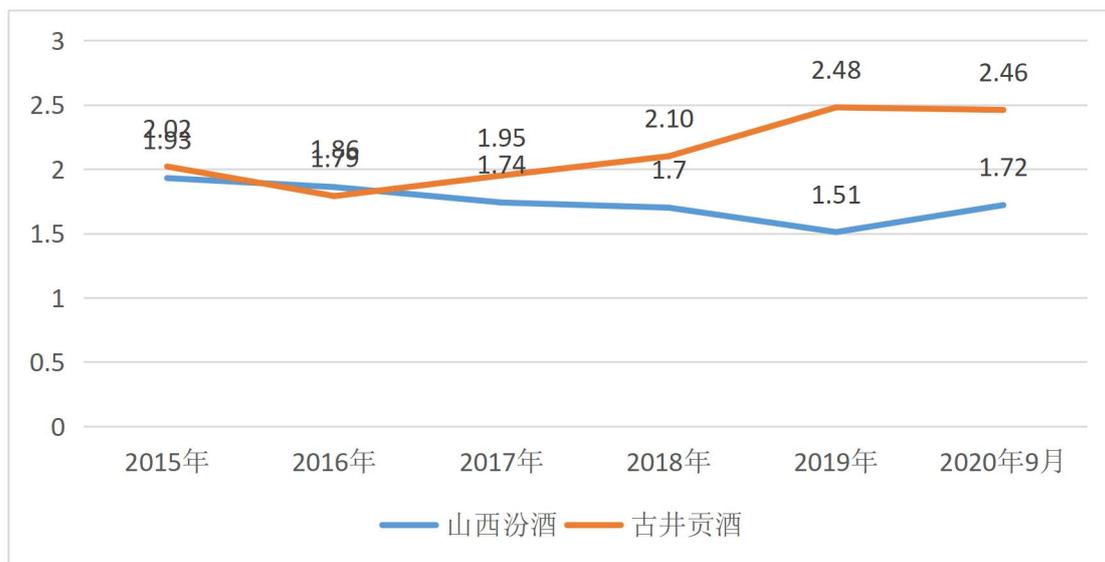


图 5.4 山西汾酒与古井贡酒流动比率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.4 所示，在引入战略投资者之前，山西汾酒流动比率就呈下降趋势。引入战略投资者之后，这种下降的趋势更为明显，从 2017 年的 1.74 下降到 2019 年的 1.51。这主要是因为在此期间山西汾酒流动负债大幅增加所致，一方面山西汾酒预收款项从 2017 年的 912,190,210.94 元上涨到 2019 年的 2,839,722,777.70 元，增幅高达 211.29%；另一方面是山西汾酒购买了多项资产、股权以及产品包装材料，从而导致流动负债中应付账款大幅增加。这说明引入战略投资者之后，山西汾酒的市场地位进一步提升，销货能力进一步加强，规模进一步扩大，在市场中具有更强的话语权和主导力。观察对比企业流动比率的变化趋势，发现古井贡酒在发展的过程中流动比率一直呈稳步增长的态势。而引入战略投资者之后，二者流动比率的差距越来越大。同时对于白酒行业而言，行业整体流动比率偏高。因此，山西汾酒在发展过程中应当控制合理的负债水平，防范偿债风险。

## （二）速动比率分析

根据表 5.3 和表 5.4 的相关数据，现做出速动比率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月速动比率趋势变动图如图 5.5 所示。

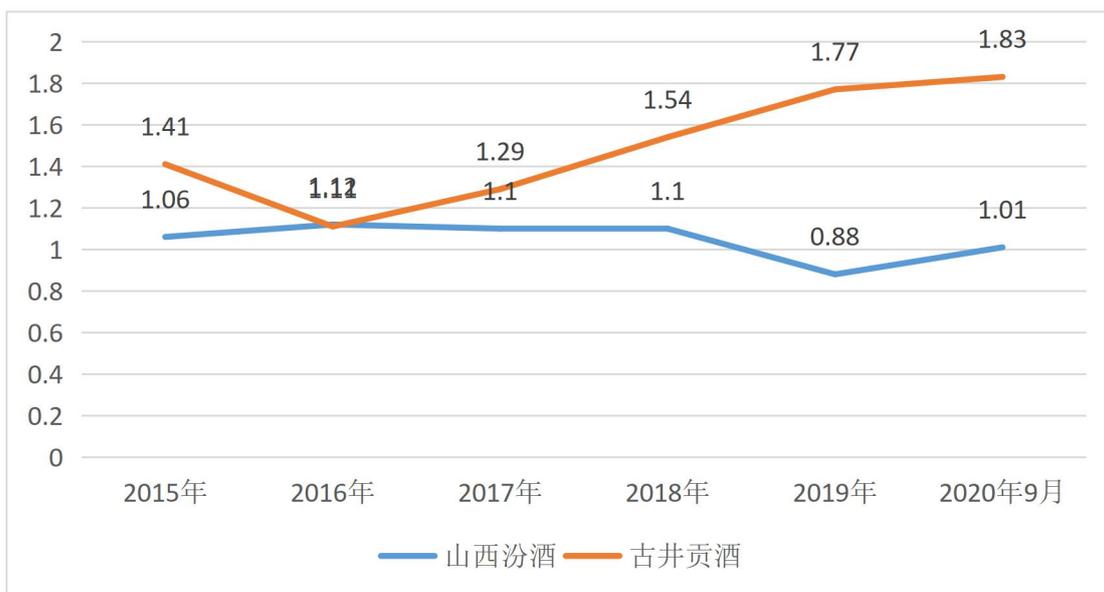


图 5.5 山西汾酒与古井贡酒速动比率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.5 所示，在引入战略投资者之前，山西汾酒速动比率较为平稳，基本稳定在 1.1 左右。而引入战略投资者之后，速动比率出现了明显的下降，从 2017 年的 1.1 降到了 2019 年的 0.88，这主要是因为在此期间山西汾酒速动资产增长较慢，而流动负债规模却得到了明显的增长。其中，山西汾酒销货能力进一步加强，收到了更多来自经销商的预收款项，预收账款增幅高达 211.29%，同时山西汾酒购买了多项资产以及大量产品包装物，从而导致应付账款增幅高达 117.05%。反观对比企业，古井贡酒在发展过程中速动比率一直呈逐步上涨的趋势。引入战略投资者之后二者速动比率的差距明显拉大，并于 2019 年达到了最大值。但是这种差距在 2020 年却出现了缩小的态势，山西汾酒的速动比率有了明显的提升。这说明山西汾酒也在不断调整着自身债务结构、积极控制着自身的负债规模。

### （三）资产负债率分析

根据表 5.3 和表 5.4 的相关数据，现做出资产负债率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月资产负债率趋势变动图如图 5.6 所示。

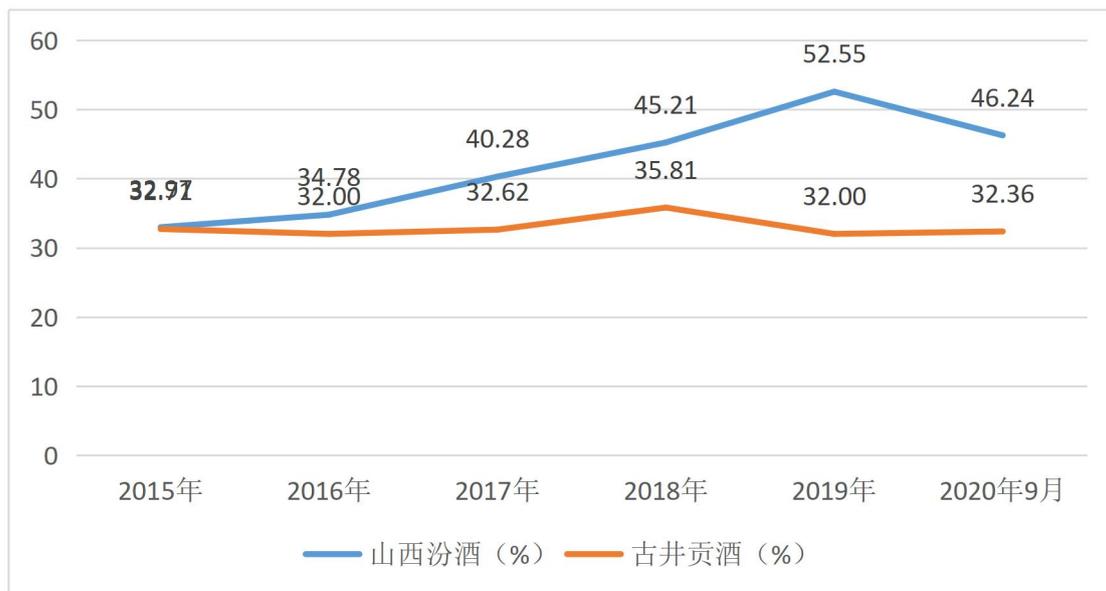


图 5.6 山西汾酒与古井贡酒资产负债率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.6 所示，引入战略投资者之后，山西汾酒资产负债率出现明显增长，从 2017 年的 40.28% 增长到 2019 年的 52.55%。2020 年资产负债率虽有所下降，但仍高于引入战略投资者之前的水平。这主要是因为引入战略投资者之后，山西汾酒在战略投资者的帮助下进一步整合了相关资源，扩大了生产经营规模，收购了多项资产和股权，从而导致流动负债中应付账款大幅增加，应付账款从 2017 年的 909,221,420.85 元增长到 2019 年的 1,973,530,702.11 元，增幅高达 117.05%。同时引入战略投资者之后山西汾酒预收账款也大幅增加，从 2017 年的 912,190,210.94 元上涨到 2019 年的 2,839,722,777.70 元，增幅高达 211.29%。这就导致山西汾酒负债规模不断扩大，资产负债率不断攀升。另外，山西汾酒资产负债率明显高于古井贡酒，引入战略投资者之后二者的差距明显拉大。而白酒行业资产负债率整体偏低，这说明山西汾酒未来还有必要进一步控制负债规模。

### 5.1.3 营运能力分析

营运能力体现了企业经营管理的水平和能力。本节选取存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率作为营运能力的评价指标。山西汾酒和古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月营运能力评价指标相关数据如表 5.5 和 5.6 所示，同时，根据

数据的变动情况对山西汾酒引入华创鑫睿前后的营运能力进行分析。

表 5.5 山西汾酒营运能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
存货周转率（次）	0.71	0.72	0.86	1.16	0.79	0.53
应收账款周转率（次）	668.06	121.47	164.43	829.42	1394.64	2,248.79
总资产周转率（次）	0.66	0.62	0.74	0.90	0.85	0.62

资料来源：山西汾酒年报

表 5.6 古井贡酒营运能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
存货周转率（次）	1.15	0.96	0.85	0.86	0.89	0.65
应收账款周转率（次）	1131.47	698.23	401.02	332.71	295.41	187.35
总资产周转率（次）	0.77	0.76	0.74	0.77	0.79	0.56

资料来源：古井贡酒年报

### （一）存货周转率分析

根据表 5.5 和表 5.6 的相关数据，现做出存货周转率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月存货周转率趋势变动图如图 5.7 所示。

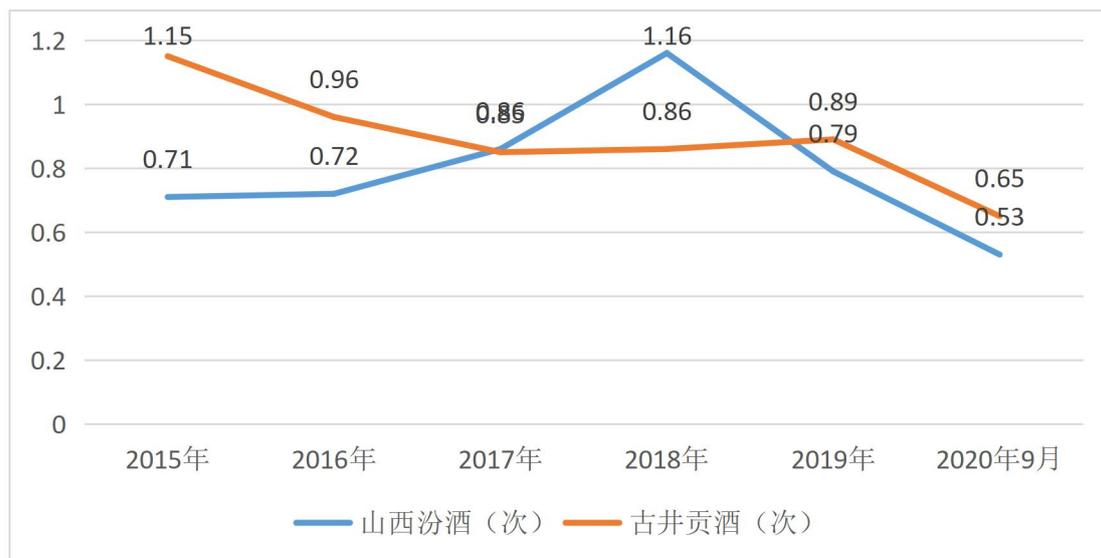


图 5.7 山西汾酒与古井贡酒存货周转率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.7 所示，在引入战略投资者当年，山西汾酒存货周转率明显加快，从 2017 年的 0.86 次陡然上涨到 2018 年的 1.16 次，这主要是因为在此期间山西汾酒与战略投资者通过形成战略联盟，进一步拓展了销售渠道、打开了销售市场，企业的销售能力得到了明显的加强。之后在 2019 年存货周转率出现下降是因为当期原酒产能大幅提升，在产品和成品酒大量增产所致。2020 年受外部环境的影响，白酒行业整体发展受到极大阻碍，古井贡酒和山西汾酒存货周转率均出现下降趋势。但是对于白酒企业来说，存货周转率有着一定的行业特殊性。俗话说“酒是陈的香”，存货周转率越低，说明白酒窖藏的时间越久，白酒的质量也因此而越好。但是存货过多也会增加企业的经营管理成本，同时也会使大量资金沉淀下来，难以实现资金的有效运转。因此，在今后的生产经营活动中，管理团队有必要适当提高企业存货的周转速度。

(二) 应收账款周转率分析

根据表 5.5 和表 5.6 的相关数据，现做出应收账款周转率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月应收账款周转率趋势变动图如图 5.8 所示。

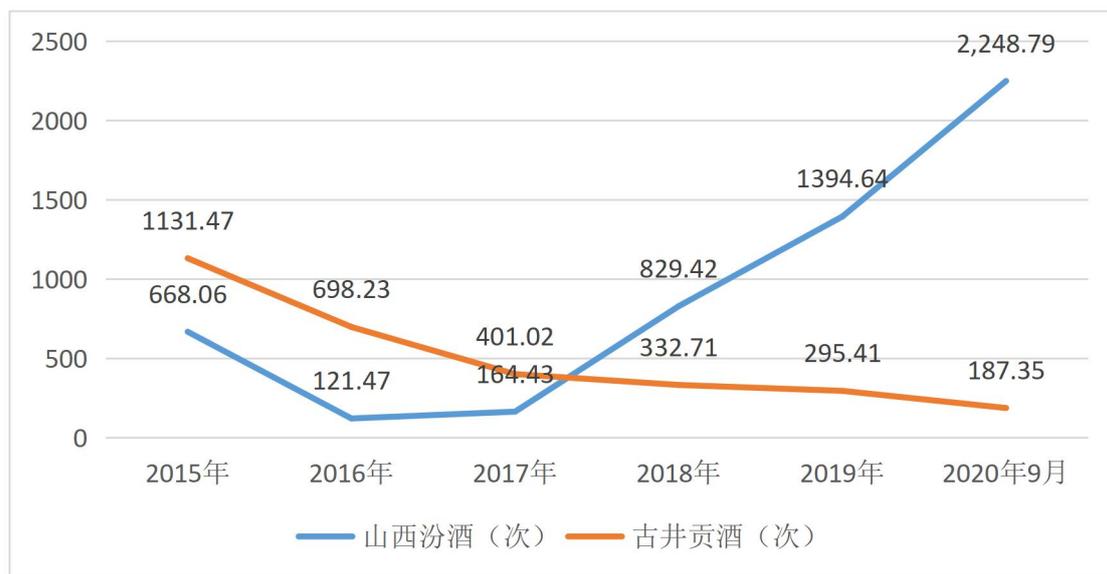


图 5.8 山西汾酒与古井贡酒应收账款周转率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.8 所示，从整体变化趋势来看，引入战略投资者之后，山西汾酒应收

账款周转率明显加快,从2017年的164.43次陡然上涨到2019年的1394.64次,并且在2020年继续保持高速增长的状态。与对比企业相比,在引入战略投资者之前,古井贡酒应收账款周转率明显快于山西汾酒,而引入战略投资者之后,山西汾酒应收账款周转率有了明显的提高,并在引入当年反超古井贡酒,之后二者的差距越来越大。这主要是因为战略投资者的帮助下,一方面山西汾酒积极开展精细化管理,进一步完善了赊销政策,创新了营销模式,从而在经营过程中收到了更多的现金;另一方面,山西汾酒也加大对应收账款的清欠力度,应收账款从2017年的11,820,054.61元减少到2019年的6,234,063.24元。正是通过这些举措,我们可以看出山西汾酒加大了应收账款管理力度,应收账款管理水平得到了进一步的提升。

### (三) 总资产周转率分析

根据表5.5和表5.6的相关数据,现做出总资产周转率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒2015年到2020年9月总资产周转率趋势变动图如图5.9所示。

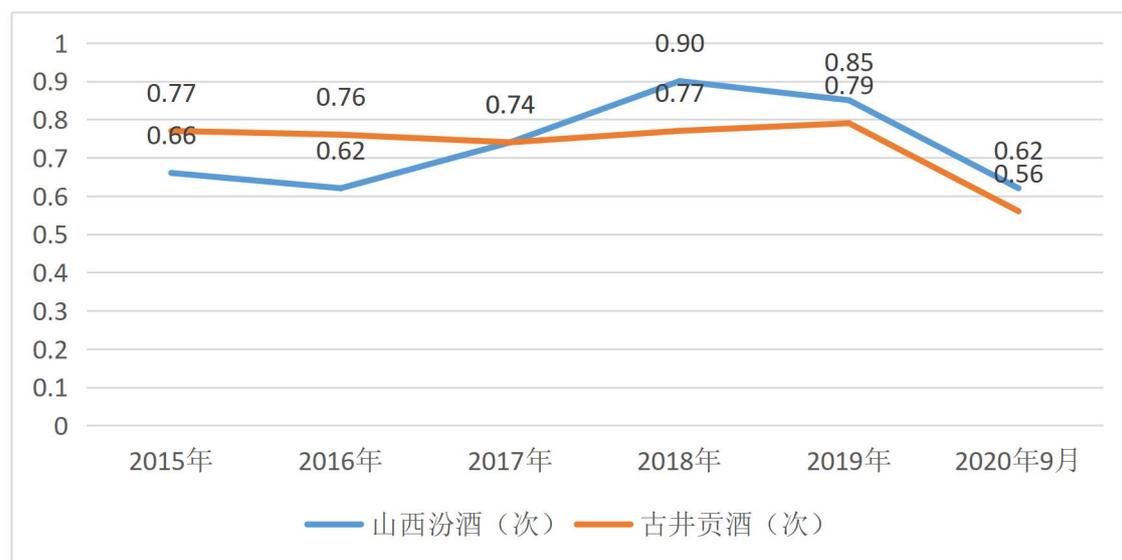


图 5.9 山西汾酒与古井贡酒总资产周转率趋势变动图

资料来源:山西汾酒和古井贡酒年报

如图5.9所示,在引入战略投资者之前,古井贡酒的总资产周转率一直高于山西汾酒,而在引入战略投资者当期,山西汾酒总资产周转率从2017年的0.74次一下跃升到2018年的0.90次,成功实现了反超。这主要是因为山西汾酒与战

略投资者积极发挥协同作用，着力开拓省外市场，企业营业收入从 2017 年的 6,361,456,273.59 元上涨到 2018 年的 9,381,937,874.31 元，增幅高达 47.48%；而此时资产仅从 9,503,843,596.48 元上涨到 11,828,963,704.04 元，增幅只有 24.47%。同时，就山西汾酒整体来看，引入战略投资者之后，山西汾酒总资产周转率有了明显的提升，资产的利用效率得到了进一步提高。2019 年和 2020 年山西汾酒总资产周转率出现下降，主要是因为在此期间山西汾酒进一步整合了相关资源，收购了多项资产和股权，企业资产规模有了大幅提升，2019 年山西汾酒资产同比增长 29.74%，而营业收入同比仅增长 25.79%。

#### 5.1.4 成长能力分析

成长能力对于企业的发展至关重要，它反映了企业在未来一段时间的发展动力与活力。本节选取主营业务收入增长率、总资产增长率和净利润增长率作为成长能力的评价指标。山西汾酒和古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月成长能力评价指标相关数据如表 5.7 和 5.8 所示，同时，根据数据的变动情况对山西汾酒引入华创鑫睿前后的成长能力进行分析。

表 5.7 山西汾酒成长能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
主营业务收入增长率 (%)	5.43	6.69	37.06	55.39	26.63	13.67
总资产增长率 (%)	15.91	10.59	20.54	32.32	35.83	22.47
净利润增长率 (%)	51.4	18.41	56.52	55.34	31.65	36.64

资料来源：山西汾酒年报

表 5.8 古井贡酒成长能力财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
主营业务收入增长率 (%)	12.96	14.54	15.81	24.65	19.93	-1.63
总资产增长率 (%)	12.00	21.62	16.22	23.22	10.88	12.94
净利润增长率 (%)	19.85	18.83	39.39	46.88	23.95	-13.96

资料来源：古井贡酒年报

### （一）主营业务收入增长率分析

根据表 5.7 和表 5.8 的相关数据,现做出主营业务收入增长率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月主营业务收入增长率趋势变动图如图 5.10 所示。

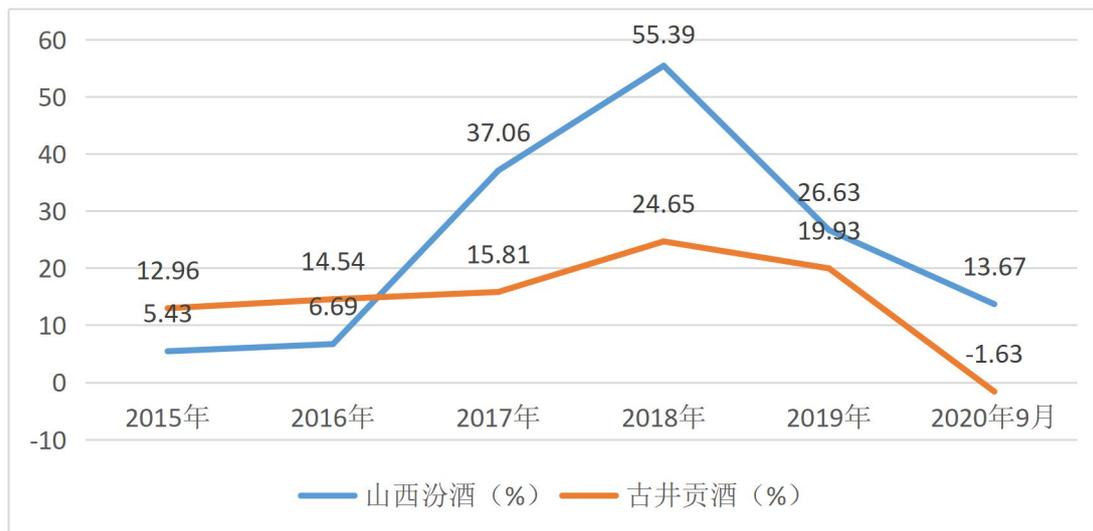


图 5.10 山西汾酒与古井贡酒主营业务收入增长率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.10 所示,在引入战略投资者之后,山西汾酒主营业务收入继续保持高速增长的态势,并在引入当期增速达到最高值。这主要是因为战略投资者的帮助下,山西汾酒实施品牌整合工作,对公司产品重新梳理和定位,主打汾酒品牌,增加系列酒产品。同时,山西汾酒与华创鑫睿主动对接,借用战略投资者的终端销售渠道,积极拓展省外销售渠道,并提出了“营销对标雪花”的口号,省外销售收入逐年提升。2019 年省外销售收入达到 5,960,446,654.93 元,首次超过省内销售收入,相比引入战略投资者之前,增幅高达 147.41%。此外,2019 年山西汾酒市场份额占比达到 2.11%,大约是引入战略投资者之前的两倍。与对比企业相比,引入之前,古井贡酒主营业务收入增长速度一度高于山西汾酒,而引入后这种情况就发生了明显变化,山西汾酒表现出了更强的发展动力。在 2020 年面对新冠疫情的影响,白酒行业整体低迷,古井贡酒更是出现负增长,在这种情况下,山西汾酒仍保持较高速度的正向增长,充分体现了山西汾酒发展的后劲。

### （二）总资产增长率分析

根据表 5.7 和表 5.8 的相关数据,现做出总资产增长率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月总资产增长率趋势变动图如图 5.11 所示。

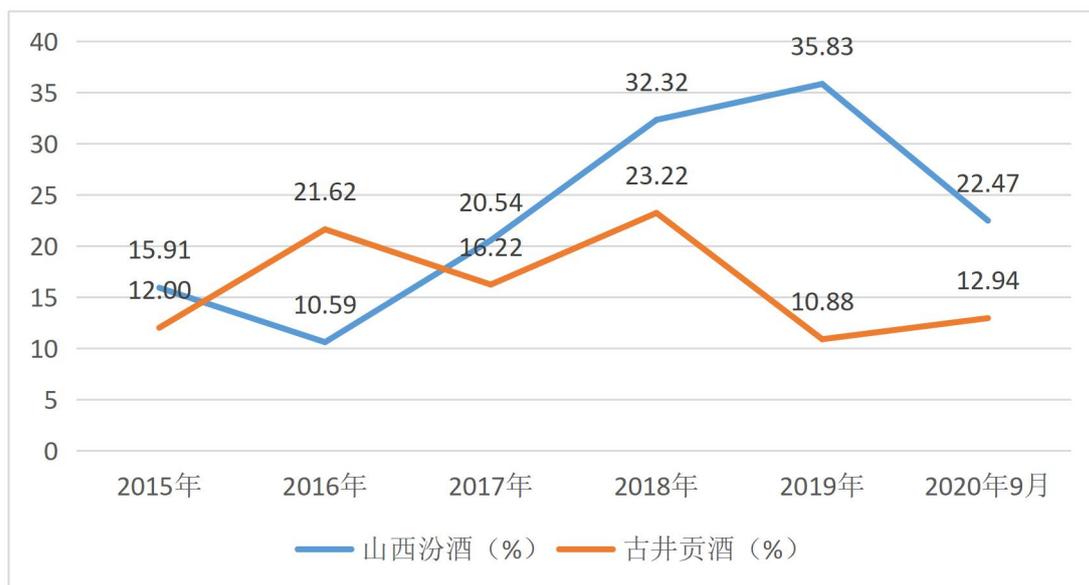


图 5.11 山西汾酒与古井贡酒总资产增长率趋势变动图

资料来源:山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.11 所示,与古井贡酒相比,在引入战略投资者之前,山西汾酒与古井贡酒总资产增长率差距较小,古井贡酒总资产周转率甚至一度超过山西汾酒。而引入战略投资者之后,山西汾酒总资产规模增长速度明显超过古井贡酒,之后二者差距明显加大。这主要是因为在此期间山西汾酒对于资源进行了有效的整合,期间收购了多项资产和股权,资产规模有了大幅度的提升。同时,山西汾酒还新建了酿酒车间,原酒产能进一步提升,在产品及成品酒大量增产。另外,山西汾酒还推动实施机械化加工改造项目,不断提高企业智能化生产水平。这就导致山西汾酒总资产规模从 2017 年的 8,939,785,369.10 元上涨到 2019 年的 16,067,772,126.06 元,增幅高达 79.74%。山西汾酒总资产规模的快速增长说明企业对未来发展充满了信心,资产体量得到了进一步壮大,从而为企业长期高质量的发展打下了基础。

### (三) 净利润增长率分析

根据表 5.7 和表 5.8 的相关数据,现做出净利润增长率的变化折线图。山西汾酒与古井贡酒 2015 年到 2020 年 9 月净利润增长率趋势变动图如图 5.12 所示。

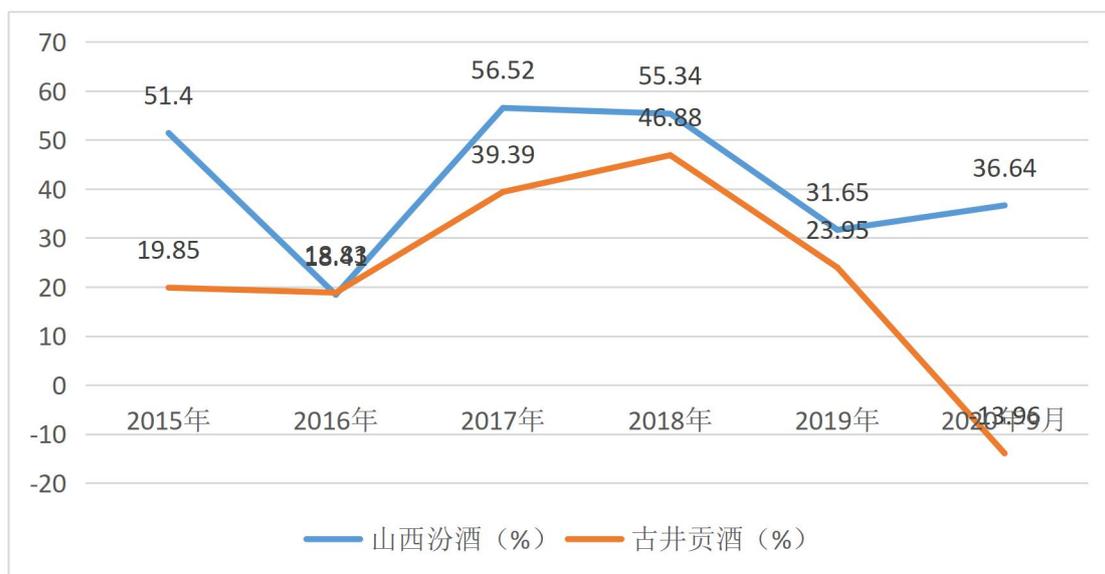


图 5.12 山西汾酒与古井贡酒净利润增长率趋势变动图

资料来源：山西汾酒和古井贡酒年报

如图 5.12 所示，在引入战略投资者之后，山西汾酒继续保持引入之前净利润快速增长的态势，在战略投资者的帮助下，一方面山西汾酒实施品牌整合工作，对产品重新进行了定位，具体分为汾酒、系列酒和配制酒，主打汾酒品牌，以汾酒为龙头带动其他品牌协同发展，2019 年汾酒系列毛利润高达 75.80%；另一方面，山西汾酒积极开拓省外销售市场，加大与战略投资者的渠道共享，创新营销模式，开展精细化营销。同时借助央视、新媒体等平台，不断提高产品在全国范围内的曝光度和影响力，省外利润对总利润的贡献不断提升，2019 年省外销售毛利率高达 75.50%。与古井贡酒相比，引入战略投资者之后，山西汾酒净利润增长率一直领先于古井贡酒。2020 年受外部环境影响，行业发展整体低迷，古井贡酒净利润更是出现负增长，而山西汾酒则保持强劲的发展动力，净利润继续保持高速增长。

综合以上分析，我们可以得出：从盈利能力来看，山西汾酒引入战略投资者之后盈利能力有了明显的提升，2020 年受外部环境影响，在行业整体处于低迷的情况下，山西汾酒仍保持较高的盈利水平；从偿债能力来看，引入战略投资者之后山西汾酒的经营性负债有所增加，其中预收账款和应付账款增加明显，这说明山西汾酒在市场中具有更高的市场地位和话语权，销售能力进一步加强，但是也要警惕偿债的风险；从营运能力来看，引入战略投资者之后山西汾酒应收账款

周转率、存货周转率、总资产周转率明显加快，资产的利用效率得到了进一步提升，实现了资产的高效运转；从成长能力来看，山西汾酒引入战略投资者之后加大了相关资源的整合，重新定位梳理了产品品牌，创新了营销模式，开拓了省外销售市场，主营业务收入、净利润、资产规模明显增加，表现出了强劲的发展潜力。因此，通过运用财务指标对以上四个方面进行分析，我们可以发现山西汾酒引入战略投资者之后财务绩效有了明显的改善，企业表现出了更为强劲的发展动力与活力。

## 5.2 基于 EVA 评价法的财务绩效分析

目前，对于企业绩效的评价有多种方式，而经济增加值就是其中重要的一种。该方法在国有企业中应用广泛。经济增加值改变了以往财务会计中只考虑债务资本的做法，从股东的角度，强调权益资本也需要相应的收益。通过使用经济增加值能够全面准确的评价企业的经营绩效，从而能够对企业的发展做出更加合理、科学的判断。本节首先将计算山西汾酒 2015 年到 2019 年的经济增加值，其次对经济增加值的变化情况进行分析。

### 5.2.1 山西汾酒 EVA 计算

EVA 的基本计算公式为： $EVA = NOPAT - WACC \times TC$

#### （一）税后净营业利润（NOPAT）的计算

在计算税后净营业利润时需要对其在净利润的基础上进行相应调整。现对山西汾酒 2015 年-2019 年的净利润进行调整，具体调整过程如表 5.9 所示：

表 5.9 2015 年-2019 年税后净营业利润 单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
净利润	54180.78	64157.37	100415.92	155989.02	205357.10
加：利息支出	152.17	20.11	-	303.08	-
资产折旧	6966.60	13357.64	12640.43	14079.93	13227.55
资产减值损失	488.93	2586.81	-1658.41	221.03	-
无形资产摊销	551.71	584.94	1352.07	804.89	858.88

续表 5.9

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
递延所得税负债增加额	-	-	-	359.39	1059.73
减：递延所得税资产增加额	-1221.96	3919.46	16703.08	24714.65	26201.75
调整后税后净营业利润	63562.15	76787.42	96046.93	147042.68	194301.51

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

## （二）资本总额（TC）的计算

在对企业投入的资本总额进行计算时，需要对其进行相应的调整。山西汾酒调整后的资本总额计算公式如下：

调整后的资本总额=权益资本总额+债务资本总额-平均无息流动负债-平均在建工程+资产减值损失+递延所得税贷方增加额

### 1、权益资本总额的计算

权益资本总额=归属于母公司所有者权益合计+少数股东权益

根据山西汾酒公布的相关数据，计算出的 2015 年-2019 年权益资本总额如表 5.10 所示：

表 5.10 2015 年-2019 年权益资本总额 单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
归属于母公司所有者权益合计	442473.03	476006.51	523617.96	621416.08	744694.58
加：少数股东权益	7052.28	7697.05	10253.26	26745.35	17764.50
权益资本总额	449525.31	483703.56	533871.22	648161.43	762459.08

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

### 2、债务资本总额的计算

债务资本总额=短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债

根据山西汾酒公布的财务报表，我们可以发现在 2015 年到 2019 年山西汾酒短期借款、长期借款以及一年内到期的非流动负债均为零，因此对于山西汾酒而言，其债务资本为零。

### 3、无息流动负债的计算

无息流动负债=应付票据+应付账款+预收款项+应付职工薪酬+应交税费+应付利息+应付股利+其他应付款

根据山西汾酒公布的相关数据，计算出的 2015 年-2019 年无息流动负债如表 5.11 所示：

表 5.11 2015 年-2019 年无息流动负债总额 单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应付票据	22949.28	17196.27	43890.49	48889.72	75376.65
应付账款	58138.15	74197.15	90922.14	84516.83	197353.07
预收款项	38860.32	53771.10	91219.02	165319.14	283972.28
应付职工薪酬	37359.32	37728.76	48649.55	44398.20	82562.33
应交税费	36135.08	47399.40	56777.65	127821.02	116953.44
应付利息	-	-	-	-	-
应付股利	243.70	254.96	243.70	597.34	685.75
其他应付款	27259.71	26347.25	26690.49	58454.23	81962.65
无息流动负债合计	220945.55	256894.88	358393.04	529996.49	838866.17

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

### 4、调整后资本总额

山西汾酒调整后资本总额如表 5.12 所示：

表 5.12 2015 年-2019 年调整后资本总额 单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益资本总额	449525.31	483703.56	533871.22	648161.43	762459.08
加：资产减值损失	488.93	2586.81	-1658.41	221.03	-
递延所得税贷 方增加额	1221.96	-	-	359.39	1059.73
减：无息流动负债	220945.55	256894.88	358393.04	529996.49	838866.17
在建工程	49076.92	45642.02	41923.86	30579.58	51064.16
调整后资本总额	181213.73	183753.48	131895.91	88165.78	-126411.52

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

### （三）平均资本成本率（WACC）的计算

在本案例中，因为山西汾酒债务资本为零，所以其平均资本成本率等于股权资本成本。按照资本成本定价模型，权益资本成本等于无风险利率加上风险溢价，即： $R_s=R_f+\beta(R_m-R_f)$ 。

无风险收益率  $R_f$  采用的是银行一年期存款利率， $R_m$  采用每年 GDP 的增长速度， $\beta$  系数在国泰安数据库进行查询。山西汾酒 2015 年-2019 年权益资本成本如表 5.13 所示：

表 5.13 2015 年-2019 年权益资本成本

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
无风险收益率 $R_f$	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
风险溢价 $R_m$	7.00%	6.70%	6.90%	6.70%	6.10%
$\beta$ 系数	1.074	1.067	1.054	1.266	1.207
权益资本成本	7.41%	7.05%	7.19%	8.08%	7.05%

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

### （四）EVA 的计算

由上述计算得出的数值，根据  $EVA=NOPAT-WACC \times TC$ ，2015 年-2019 年山西汾酒 EVA 值如表 5.14 所示：

表 5.14 2015 年-2019 年经济增加值 单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
调整后税后净营业利润	63562.15	76787.42	96046.93	147042.68	194301.51
调整后资本总额	181213.73	183753.48	131895.91	88165.78	-126411.52
平均资本成本率	7.41%	7.05%	7.19%	8.08%	7.05%
经济增加值	50139.65	63835.74	86561.51	139916.06	203216.31

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

## 5.2.2 EVA 分析

根据上一节的计算结果，现做出经济增加值的变化折线图。山西汾酒 2015 年到 2019 年经济增加值变化趋势图如图 5.13 所示：

单位：万元

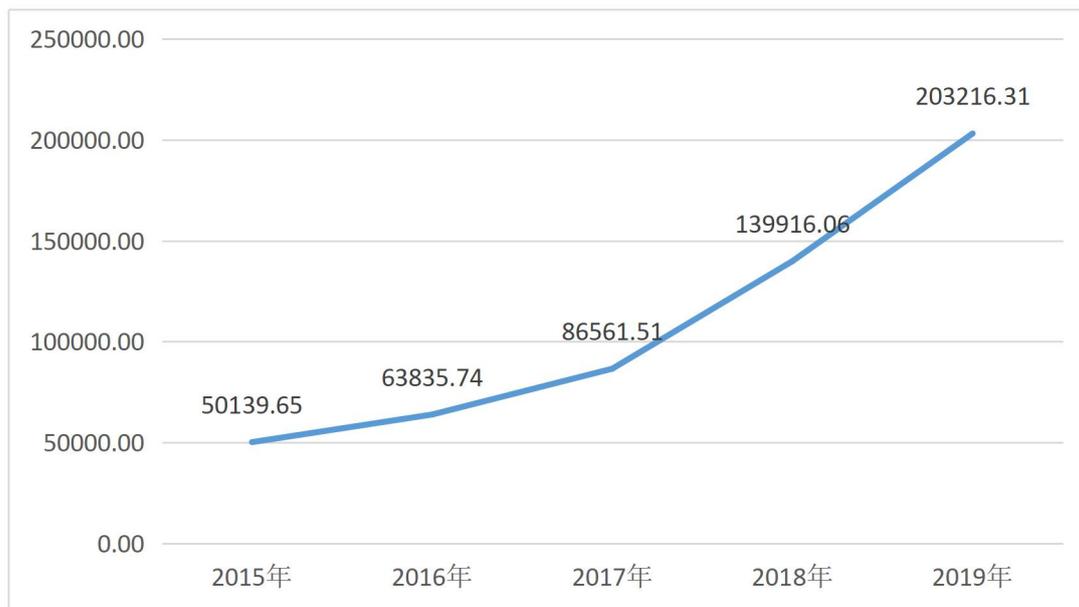


图 5.13 山西汾酒经济增加值趋势变动图

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

如图 5.13 所示，我们可以看出山西汾酒在引入战略投资者之前 EVA 呈缓慢增长态势，引入战略投资者之后 EVA 的增长速度明显加快。这说明山西汾酒与战略投资者发挥了很好的协同作用。在战略投资者的帮助下，首先，山西汾酒对于公司产品重新进行了梳理和定位。增加系列酒产品，将企业产品细分为汾酒、系列酒和配制酒三大类。主打“汾酒”品牌，“汾酒”系列毛利率不断提高，同时加大“汾酒”与其他品牌的渠道共享，从而更好的实现协同发展；其次，山西汾酒借助战略投资者的终端销售渠道，不断开拓省外销售市场，创新销售模式，省外产品销售收入、毛利率不断提升；再次，山西汾酒始终坚持以品质、文化和历史作为企业发展的内生动力，不断加强品牌文化建设，赋予了产品更多文化的韵味，举办了诸如“汾酒全球行”等多项大型宣传活动，汾酒的品牌价值得到了进一步的提升；最后，战略投资者也积极参与山西汾酒的经营管理，带去了优秀的管理人才和先进的管理经验，山西汾酒经营管理水平和效率不断提升。总之，可以看出山西汾酒引入战略投资者后经济绩效明显改善、企业价值不断提升，山西汾酒实现了又好又快的发展。

### 5.3 山西汾酒引入战略投资者的非财务绩效分析

在对山西汾酒引入战略投资者的财务绩效分析之后,本节将针对山西汾酒引入华创鑫睿后在市场份额、营销模式、品牌价值、人才建设等方面的变化进行分析,从而对山西汾酒引入战略投资者前后的绩效变化进行全面评价。

#### 5.3.1 扩大市场份额

引入战略投资者之后,山西汾酒与战略投资者华创鑫睿形成战略联盟,积极发挥协同效应,在企业日常经营管理方面达成了多项合作,山西汾酒市场份额占比有了明显的提高。这主要是因为:首先,山西汾酒借用华创鑫睿与雪花啤酒间的密切关系,提出了“营销对标雪花”的口号,完善了相关激励机制,显著提高了山西汾酒的营销能力和水平;其次,华创鑫睿背靠华润集团,引入战略投资者之后,山西汾酒借助华创鑫睿的终端销售渠道加大营销力度,努力开拓省外销售市场;最后,在华创鑫睿的帮助下,山西汾酒进一步整合梳理了产品品牌,并且通过举办“汾酒全球行”、“汾酒封藏大典”等活动扩大了山西汾酒的知名度。2015年到2019年山西汾酒市场份额变动情况如表5.15所示。

表 5.15 2015 年到 2019 年山西汾酒市场份额变动表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
山西汾酒销售收入(亿元)	41.29	44.05	60.37	93.82	118.8
中国规模以上白酒企业累计销售收入(亿元)	5558.86	6125.74	5654.42	5363.83	5617.82
山西汾酒市场份额	0.74%	0.72%	1.07%	1.75%	2.11%

资料来源:国家统计局 前瞻产业研究院整理

通过表 5.15 我们可以看出,引入战略投资者之后,山西汾酒市场份额占比有了明显的提升。在引入战略投资者之前,山西汾酒市场份额占比较低,仅为

1%左右，而在引入战略投资者当期，山西汾酒市场份额占比就出现了大幅增长，从2017年的1.07%陡然上升到2018年的1.75%。在2019年，山西汾酒仍然保持强劲的发展潜力与活力，市场份额占比继续保持高速增长，2019年山西汾酒市场份额占比达到2.11%，大约是引入战略投资者之前市场份额占比的两倍。山西汾酒市场份额的变化充分表明，山西汾酒与战略投资者发挥了良好的战略协同作用，战略投资者的加入显著提高了山西汾酒的盈利能力与销售能力。

### 5.3.2 创新营销模式

在引入战略投资者之后，山西汾酒积极与华创鑫睿进行对接，山西汾酒高管到访华润大学小径湾校区进行学习交流，学习探讨营销管理经验。在战略投资者的帮助下：首先，公司制定了“1357”营销发展规划。即以山西本土为主战场，确定3个重点发展区域，5个次重点发展区域，7个机会型发展区域。通过对省外市场进行划分，能够更好地实现因地施策，从而可以确保营销更加具有针对性和有效性；其次，建设终端销售网店，打造电商平台。山西汾酒面对互联网经济带来的深刻变革，积极开展“线上+线下”的营销模式。一方面，大力推进终端网点建设，开展专卖店升级行动，不断优化客户服务，增强消费者购买体验，2019年终端网点数达到70万家；另一方面，推进电商平台建设，打造粉丝经济，2019年山西汾酒粉丝数达到302.79万人，线上销售业绩明显增长；再次，出资设立运营平台。加大产品销售平台建设，吸引上下游产业链伙伴共同参与平台运营管理；然后，创新宣传推介方式。引入战略投资者后，山西汾酒加大了产品的广告宣传推介力度，在央视、互联网平台等多个渠道投放广告，产品的知名度和影响力得到了进一步提升；最后，启动高端白酒定制项目。山西汾酒充分挖掘自身历史文化价值，推出多款品质优良的高端产品，积极开展银号兑换老酒等一系列营销活动。

通过引入战略投资者，山西汾酒创新了营销模式、优化了营销渠道，销售收入大幅提高，其中省外销售收入增长颇为明显，省外销售收入占总收入的比重从2017年的40.28%上升到2019年的50.75%，销售结构更为完善，销售活力更为强劲。

### 5.3.3 提升品牌价值

引入战略投资者之后，山西汾酒与华创鑫睿的营销管理团队及时对接，对于产品品牌重新进行了分类和定位，在品牌建设上主动对标茅台，不断提升企业品牌价值。公司充分挖掘汾酒自身历史文化价值，强化汾酒作为民族高端品牌的思想认知，不断加强企业品牌文化建设。具体措施包括以下三点：首先，对产品品牌进行有效整合。根据产品特点，将其细分为汾酒、系列酒和配制酒，主打“汾酒”品牌，开启高端定制模式，以“汾酒”带动其他品牌协同发展；其次，以品质和历史为发展的内生动力，举办“汾酒全球行”、“汾酒封藏大典”等一系列活动，积极参与“中国品牌日”活动，坚持“走出去”战略，借助战略投资者的终端销售渠道，不断提高汾酒在全球范围内的曝光度和影响力；最后，坚持文化的引领作用，推动实施“产品+文化”的新型发展模式，不断丰富产品的历史文化底蕴。通过对产品品牌进行重新梳理和定位，强化了汾酒的历史文化韵味，大大提升了汾酒的品牌价值，从而为企业长期高质量的发展奠定了基础。

品牌是企业发展的一种重要资源，品牌的价值在一定程度上反映了产品的竞争力以及发展前景。根据最新《中国 500 最具价值品牌》排名，2015 年到 2020 年山西汾酒品牌价值变动情况如表 5.16 所示。

表 5.16 2015 年到 2020 年汾酒品牌价值及排名

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
汾酒品牌价值（亿元）	106.12	139.87	162.83	311.52	377.27	422.73
排名（名）	241	243	241	170	165	157

资料来源：世界品牌实验室

通过表 5.16 我们可以看出，引入战略投资者后，汾酒的品牌价值快速增长，排名不断提升。在引入战略投资者当年，汾酒的品牌价值从 162.83 亿元增长到 311.52 亿元，增幅高达 91.32%，排名跃升 71 位。2020 年，汾酒的品牌价值达到 422.73 亿元，位居 500 强中第 157 名，相比引入战略投资者之前，排名上升 84 位。这充分说明，山西汾酒引入战略投资者后通过重新梳理和定位产品品牌，进一步提升了品牌的价值，扩大了品牌的知名度和影响力。

### 5.3.4 加强人才建设

引入战略投资者之后，山西汾酒主动对接华创鑫睿，学习其先进的人才管理培养模式，完善相关人才培养管理制度，人才队伍建设取得了显著的成就。具体来看：首先，修订相关绩效管理制度。引入华创鑫睿后，山西汾酒坚持以员工利益为重，建立了更加完善、更加科学的绩效评价体系，对于员工工资管理办法等在内的 12 项制度做了进一步的明确和解释，使员工真正实现了劳有所得、多劳多得；其次，开展员工职业再教育行动。引入华创鑫睿后，山西汾酒进一步认识到了职业再教育的重要性，针对不同工种的员工，有针对性的开展职业教育培训。2019 年山西汾酒举办了 1809 次技能培训班，培训人员涉及公司各个部门和层级。同时，山西汾酒也加大与有关高校的合作，借助高校的优势资源来培养员工；最后，加大对青年员工的关怀。为了更好的满足青年员工的发展需求，山西汾酒制定了详细且清晰的职业发展规划，为他们指明了发展的方向。同时，公司也举办了多项文体活动，不断提高青年人才的幸福感和获得感。

为更好的协调公司与员工之间的关系，激发员工“主人翁”的意识，山西汾酒在 2018 年对各级管理人员以及各类骨干共计 395 人授予了 568 万股股权的激励。具体授予情况如表 5.17 所示。

表 5.17 2018 年山西汾酒股权激励计划授予情况

姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）
宋青年	副总经理	5
武世杰	常务副总经理	5
李俊	副总经理	5
马世彪	总会计师	5
郝光岭	总经理助理	5
高志峰	总经理助理	5
王涛	董事会秘书	5
武爱东	总经理助理	5
中层管理人员、核心技术/业务人员（共 387 人）		528
合计		568

资料来源：山西汾酒年报数据整理所得

同时，在引入战略投资者后，山西汾酒与华创鑫睿积极展开合作，创新人才管理办法，完善人才培养模式。具体来看，山西汾酒取得了以下突破：一方面吸引海内外优秀大学毕业生加入山西汾酒，提供干事创业的平台；另一方面为在职员工提供再教育平台，人才素养进一步加强。引入战略投资者前后本科及以上学历及以上员工数量及占比如表 5.18 所示。

表 5.18 山西汾酒本科及以上学历及以上员工数量及占比变动情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
本科及以上学历（人）	1028	1108	1543	1769	3121
员工总数（人）	6876	7024	7197	7656	9276
占比	14.95%	15.77%	21.44%	23.11%	33.65%

资料来源：山西汾酒年报数据整理计算所得

从上表我们可以发现，引入战略投资者之后，山西汾酒本科及以上学历及以上员工的数量及占比都有了明显的提升，2019 年本科及以上学历及以上员工数量大约是引入战略投资者之前的两倍，占比的增幅高达 56.95%。这说明引入战略投资者之后，山西汾酒进一步优化了体制机制，吸引了更多高学历的优秀人才，从而为企业的创新发

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文以山西汾酒引入华创鑫睿进行改革的案例为例，在对其引入战略投资者的过程进行详细梳理的基础上，分析了其引入战略投资者的动因以及带来的绩效变化。现得出以下结论：

#### 6.1.1 引入战略投资者能够优化企业治理结构

在引入战略投资者之前，山西汾酒存在“一股独大”的现象。通过引入战略投资者，山西汾酒进一步优化了股权结构，原第一大股东汾酒集团持股比例从70.67%下降到59.22%，战略投资者成为第二大股东，拥有11.45%的股份。同时，华创鑫睿选派4名高管进驻山西汾酒董事会和管理层，不同职业背景董事的加入进一步优化了董事会的结构，在董事会层面形成了有效的制衡，提高了风险管控的能力，从而可以确保决策更加科学、更加有效。同时，也应该认识到相比其他类似企业，山西汾酒第一大股东持股比例仍较高，未来山西汾酒还有必要进一步优化股权结构。

#### 6.1.2 引入战略投资者能够提升企业经营管理水平

引入战略投资者之后，山西汾酒与战略投资者对资源进行了有效的整合，在华润大学举办了多场专题研讨班，相互学习彼此先进的经营管理理念，加大日常经营合作，企业经营管理水平得到了明显的提升。山西汾酒引入华创鑫睿后积极开展“线上+线下，店内+店外”等新型营销模式，营销能力进一步加强，市场份额占比不断攀升，省外市场进一步扩大；同时也明确了发展方向，对于产品品牌重新进行了梳理与定位，实施“品牌+文化”的新发展模式，不断提升企业的品牌价值；另外，战略投资者也帮助山西汾酒进一步完善了人才管理制度，形成了长效化的教育培养体系，并推动实施了员工股权激励，显著增强了员工的责任感与使命感。

### 6.1.3 引入战略投资者能够改善企业绩效

山西汾酒引入战略投资者之后企业绩效有了明显的改善。企业盈利能力、营运能力和成长能力显著增强，表现出了强劲的发展潜力与动力。但是，从偿债能力来看，引入战略投资者之后山西汾酒的经营性负债有所增加，这说明山西汾酒在市场中具有更高的市场地位和话语权，但是也要警惕偿债的风险；与此同时，引入战略投资者之后，山西汾酒的经济增加值明显增加、增速明显加快，公司价值得到了进一步的提升。另外，引入战略投资者之后，山西汾酒进一步扩大市场份额、创新营销模式、提升品牌价值、加强人才建设，非财务绩效有了明显的改善，为企业的快速发展提供了可靠的支撑。同时，山西汾酒改革后绩效的改善也在一定程度证实了引入战略投资者这一改革路径的有效性，从而可以为推广该路径提供了一定的理论支持。

## 6.2 启示

现阶段，推动国有企业改革已经成为时代发展的必然要求。而引入战略投资者作为一种重要的改革路径，目前也受到了各界的广泛关注与认可。山西汾酒采取这一方式进行改革取得了显著的成效。现根据案例分析得出以下启示：

### 6.2.1 立足发展实际，选择合适改革路径

当前，国有企业改革已经推向了高潮。中央以及地方各级政府鼓励支持有条件的国有企业积极推进改革进程，建立现代化的企业管理制度。然而，国有企业改革存在多种改革路径，每一种路径都有其适用的范围及优缺点。因此，选择一条合适的改革路径事关改革的成效。对于国有企业而言，在改革之前一定要全面分析自身所面临的内外部环境，立足自身发展实际，结合未来发展需要，选择合适的改革路径。比如，在本案例中，山西汾酒结合自身实际情况，选择引入战略投资者作为改革路径，从而确保了改革目标的成功实现。同时，每一种改革路径都不是相互孤立的，在改革过程中可以同时使用多种改革路径，从而确保改革更好地达到预期效果。

### 6.2.2 确定引入标准，主动接洽优质战略投资者

在引入战略投资者时，引入方应该基于自身发展实际，确定相应的引入标准，全面筛选优质战略投资者。比如，在本案例中，山西汾酒根据自身情况确定了四项引入标准，并以此为原则寻找优质战略投资者。一般而言，优质战略投资者应满足以下基本条件：一是资金实力雄厚，愿意长期持有公司股票并参与公司治理；二是认同引入企业的企业文化和价值观；三是与引入企业能够共享资源、协同发展；四是战略投资者能够弥补引入企业存在的不足，实现优势互补。同时，在选择优质战略投资者时，可以放弃传统在交易所挂牌交易股权的方式，采用主动与目标战略投资者商洽的方式进行。在本案例中，山西汾酒根据引入标准，筛选了国内外众多企业，在认定华创鑫睿满足自身引入标准时，主动与华创鑫睿进行了接洽，并最终达成协议，将战略投资者成功引进。

### 6.2.3 优化股权结构，防范财务投资风险

在引入战略投资者的过程中，引入方应该对战略投资者的持股比例做出明确的限定，并签署相关协议，防范战略投资者演变为财务投资者。通过引入战略投资者可以稀释公司股权，从而能够形成多元化的股权结构。但是，战略投资者持股比例过大也会影响企业控制权的稳定性。因此，引入方在引入之初就应该确定一个合适的持股比例，在保证自身拥有企业控制权的前提下，既达到优化公司股权结构的目的，又能吸引战略投资者积极参与企业经营管理。同时，为确保引入双方进行长期、深远的合作，防范财务投资风险，引入双方可以签订相关协议和声明，明确战略投资者所持股权的限售期，确保战略投资者长期持有企业股权，防止其在短期内投资套现。比如，在本案例中，引入双方就对于股票限售期做了明确的约定，将限售期延长到了五年。

### 6.2.4 坚持优势互补，提升企业价值

在引入战略投资者之后，引入双方需要进行有效的沟通与融合，坚持优势互补，共同提升企业的价值。一般而言，战略投资者往往具备先进的管理经验、优秀的人才以及完善的体制机制。通过引入战略投资者，二者可以共享资源，相互

学习彼此先进管理理念，从而实现优势互补和企业价值的提升。为实现双方更好的融合，可以从以下方面着手：一是设立专门机构，负责引入双方的整合事项。比如，在山西汾酒引入战略投资者后，双方就成立了战略合作委员会，由李秋喜和陈郎担任主任委员，统筹协调双方合作事宜；二是建立有效的沟通协调机制。引入战略投资者之后，双方管理层要加强日常沟通，深入企业内部实地学习考察，了解彼此经营发展理念；三是吸引战略投资者派员加入公司董事会和管理层。通过加入董事会和管理层，战略投资者可以参与到企业的生产经营管理决策当中，从而能够确保双方在思想上得到很好的沟通与交流。

## 参考文献

- [1] Appel, I.R., Gormley, T.A., Keim, D.B. Passive investors, not passive owners [J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 121(1):111-141
- [2] Cheng,M.,H. Geng,and J. Zhang,2016,“Chinese Commercial Banks: Benefits from Foreign Strategic Investors?”,*Pacific-Basin Finance Journal*,40,147-172
- [3] Doan,A. T.,K. L. Lin,and S. C. Doong,2018,“What Drives Bank Efficiency?The Interaction of Bank Income Diversification and Ownership”,*International Review of Economics & Finance* .55,203-219
- [4] E. Philip Davis. Institutional investors corporate governance and the performance of the corporate sector[J].*Economic Systems*,2000(26):79-96
- [5] Hope N.,Hu F. Reforming China’s Banking System: How Much Can Foreign Strategic Investment Help [R]. Stanford Center for International Development Working Paperr,2006, No. 276
- [6] Megginson W L,Netter J M.From State to Market:ASurvey of Empirical Studies on Privatization[J].*Journal of Economic Literature*,2001,39(2):321-389
- [7] Nisan Gabbay. The value of strategic investor[J].*Start up Review*.2006,(3):53-67
- [8] Pennathur,A.K.,V. Subrahmanyam, and S. Vishwasrao, 2012,“Income Diversification and Risk:Does Ownership Matter?An Empirical Examination of India Banks”,*Journal of Banking & Finance*,36,2203-2215
- [9] Prowse S. D.,1990,“Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan”,*Journal of Financial Economics*,(3),pp.32-39
- [10] Stiglitz J.Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies[J]. *European Economic Review*,1992,36(2-3):269-306
- [11]程柯. 股权结构、战略投资者与特殊管理股制度——基于国有出版传媒企业的理论模型分析[J]. *中国出版*, 2015 (23) :17-19
- [12]陈伟平, 冯宗宪. 战略引资会降低银行风险承担吗?——基于中国商业银行的实证研究[J]. *财经论丛*, 2015 (04) :37-44
- [13]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——基于我国商业银行数据的分析[J]. *金融研究*, 2014, (12) :117-132

- [14]陈玉罡,孙振东,刘静攀.境外战略投资者持股比例对中国商业银行绩效影响研究[J].南方金融,2010(10):15-19
- [15]楚晓光.外资引入对国内商业银行效率影响的实证研究[J].北方经贸,2020(05):90-94
- [16]傅利福.我国商业银行战略引资效应是否被高估——基于外资参股对商业银行经营效率影响的再思考[J].财经科学,2014(07):1-10
- [17]葛永盛,张鹏程.家族企业资源约束、外部投资者与合同剩余[J].南开管理评论,2013,16(03):57-68
- [18]郭晔,黄振,姚若琪.战略投资者选择与银行效率——来自城商行的经验证据[J].经济研究,2020,55(01):181-197
- [19]何蛟,傅强,潘璐.引入外资战略投资者对我国商业银行效率的影响[J].中国管理科学,2010,18(05):49-57
- [20]侯晓辉,张国平.所有权、战略引资与中国商业银行的效率[J].世界经济,2008(05):81-96
- [21]黄玲.企业定向增发引入战略投资者的经济后果分析[J].财会通讯,2020(08):103-106
- [22]雷连鸣,占硕.国有企业引进外资战略投资者研究——控制权租金引发的股权转让和效率损失风险分析[J].亚太经济,2005(05):69-72
- [23]李健,金占明.战略联盟伙伴选择、竞合关系与联盟绩效研究[J].科学学与科学技术管理,2007(11):161-166
- [24]李巍,刘能华.我国商业银行战略引资及其帕累托改进[J].新金融,2005(02):17-19
- [25]李有华,马忠,张冰石.国有集团企业混合所有制改革的模式创新——以中国联通为例[J].财会通讯,2019(11):63-66
- [26]刘贝贝.国有企业改革对财务管理的影响及对策探究[J].财会学习,2021(04):30-31
- [27]刘莉,任广乾,孙丰铭.混合所有制改革、国有股比例与企业价值[J].经济体制改革,2021(01):100-106
- [28]刘妮雅.战略投资者参与中国上市银行治理对银行绩效的影响研究[D].湖南

- 大学, 2007
- [29]陆正华, 黄玮. 战略投资者的路径选择与价值创造——基于九龙仓投资绿城中国的案例[J]. 财会通讯, 2020(20):161-166
- [30]毛洪涛, 何熙琼, 张福华. 转型经济体制下我国商业银行改革对银行效率的影响——来自1999~2010年的经验证据[J]. 金融研究, 2013(12):16-29
- [31]商丹丹. 战略投资者进入高科技企业公司治理与公司绩效的关系——基于上市高科技企业的实证研究[J]. 东方企业文化, 2010(10):90-91
- [32]魏中龙, 金益. 论企业间的非竞争性战略联盟[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2008(03):38-43
- [33]万立全, 石冠宇. 混合所有制改革对中国联通公司内部治理结构的影响研究[J]. 财会研究, 2020(12):76-80
- [34]王莉莉, 韩道琴, 张宸恺. 中小板公司股权集中度、研发投入与公司绩效[J]. 会计之友, 2021(03):117-123
- [35]王艳丽, 王雪莉, 马琳. 高管团队职能背景对企业绩效的影响:以中国信息技术行业上市公司为例[J]. 南开管理评论, 2013, 16(04):80-93
- [36]熊超. 基于出版集团产权改革中引进战略投资者研究[J]. 中国出版, 2012(10):14-15
- [37]许领. 国企混改中引入战略投资者的效应研究[J]. 现代经济信息, 2019(22):84
- [38]许勇. 境外战略投资者对我国上市银行公司治理与绩效影响研究[D]. 湖南大学, 2008
- [39]姚贝贝, 林爱梅. 股权结构、代理成本与企业绩效[J]. 财会通讯, 2018(27):56-59
- [40]姚铮, 汤彦峰. 商业银行引进境外战略投资者是否提升了公司价值——基于新桥投资收购深发展的案例分析[J]. 管理世界, 2009(S1):94-102+133
- [41]杨有振, 赵瑞. 中国商业银行风险规避与股权结构:基于面板数据的经验与证据[J]. 财贸经济, 2010(06):33-39
- [42]俞军, 魏朱宝, 曹中红, 王书珍. 上市公司定向增发运作模式探析[J]. 会计之友, 2016(04):71-75

- [43] 于晓东. 国有银行引进外国战略投资者成效分析[J]. 财经科学, 2011(10):29-38
- [44] 曾玲玲, 张哲诚. 外资参股、股权结构与银行风险承担[J]. 金融理论与实践, 2018(05):28-34
- [45] 张红梅. 上市公司战略投资者引入动机及经济后果分析——以美的集团为例[J]. 财会通讯, 2020(20):173-176
- [46] 张少华, 张化祥, 张少丽. 我国中小型高科技企业引进战略投资者的研究[J]. 环渤海经济瞭望, 2012(06):21-23
- [47] 张瑜, 殷书炉, 刘廷华. 境外战略投资者提高了我国商业银行的经营效率吗?[J]. 经济评论, 2014(02):139-149
- [48] 朱慧, 卿松. 中国联通引入战略投资者的混改模式探析[J]. 现代国企研究, 2018(20):175-176
- [49] 朱盈盈, 曾勇, 李平, 何佳. 中资银行引进境外战略投资者:背景、争论及评述[J]. 管理世界, 2008(01):22-37+56
- [50] 朱盈盈, 李平, 曾勇, 何佳. 境外战略投资者与中资银行创新能力——基于中国 73 家商业银行面板数据的实证分析[J]. 投资研究, 2011, 30(07):55-66
- [51] 张宗益, 宋增基. 境外战略投资者持股中国上市银行的效果研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(06):106-114

## 致 谢

时间过得很快，一转眼三年的研究生生涯马上就要结束。马上就要离开学校，心之所想，皆是不舍。在读书的这些年，母校发展越来越好，会计学院发展越来越好。在母校各位老师的关心教导之下，我不仅学习到了专业知识，同时也对于我人格的塑造起到了很大的引导作用，在学习之余我更多的学会了做人、做事的道理。尤其是就读研究生以来，在导师以及各位老师的悉心指导下，我对于会计这门学科有了更加深入的认识，同时也积极参与各种社会实践活动，增强了自身的社会能力。借此机会，我向帮助过我的老师和同学致以最诚挚的感谢。

首先，感谢导师对我的悉心培养。他渊博的学识，严谨的治学，负责任的态度深深的影响了我，是我学习的榜样。每次联系导师，导师都能尽可能的调配时间与我们见面，询问我们的生活、关切我们的学习。在论文写作过程中，从论文的选题、开题到论文的初稿、定稿，这每一个环节都饱含老师辛劳的汗水和满腔的热情。在写作中遇到困难时，老师总能够以独特、新颖的视角对我进行点拨。更重要的是，老师教学的态度、待人接物的方式值得我好好学习，从老师身上，我不仅学到了知识，也学会了处事。在此对导师付出的心血和汗水，表示最由衷的感谢！

其次，感谢我的两个舍友。在这三年，我们相互扶持、互帮互助。我忘不了我们一起早起去图书馆占座的场景，忘不了我们熄灯后天马行空的畅谈，忘不了我们考试失败时相互的鼓励。总之，我们之间有着太多的点点滴滴，真的很高兴遇见你们。

最后，真诚的感谢我的父母。正是你们一如既往的支持才让我走到现在，才让我有机会接触到更多的人和事，愿父母家人平安喜乐，万事顺遂！