

分类号 F23/749  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

**兰州财经大学**

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

**硕士学位论文**

(专业学位)

论文题目 东方航空引入战略投资者的效果研究

研究生姓名: 王诗琪

指导教师姓名、职称: 沈萍 教授 刘立善 正高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1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： 王诗琪 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 张萍 签字日期： 2022.6.15

导师(校外)签名： 刘立善 签字日期： 2022.6.20

## 关于论文使用授权的说明

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

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王诗琪 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 张萍 签字日期： 2022.6.15

导师(校外)签名： 刘立善 签字日期： 2022.6.20

# **Research on the effect of China Eastern Airlines in introducing strategic investors**

**Candidate : Wang Shiqi**

**Supervisor: Shen Ping    Liu Lishan**

## 摘 要

当前国有企业的发展重点主要侧重在体制改革上,而混合所有制则是改革的关键。当前正处于混合所有制发展的新阶段,越来越多的国有企业参与混改的效果逐步显现,受益于混改为企业活力的激发、质量和经济效益的提高,国有资本功能得以放大。战略投资者仍是多数企业初次尝试混改时愿意选择的方式,因此,国家和企业都十分重视战略投资者的在企业经营管理的积极作用,希望通过引入高度战略协同的战略投资者,加强其“话语权”从而助力国有企业深化改革,将双方的优势有效融合,促进双方加速实现目标。

本文采用案例研究法,将航空业混改先行者东方航空作为本文的研究对象,以东方航空多次引入战略投资者的动因及效果探索为主线,从财务效果和非财务效果两个角度进行剖析,并分析东方航空混改的驱动因素及引入战略投资者的过程,据此总结出适合其他国有企业改革的经验。

首先,基于委托代理理论、战略联盟理论、协同理论以及通过查阅战略投资者的相关文献,发现东方航空选择引入战略投资者的具体原因,并详细分析了东方航空的战略投资者的基本背景和实施过程。其次,分别从短期市场反应和长期财务角度,定量分析东方航空引入战略投资者后对其财务效果造成的影响。最后,选择针对东方航空引入战略投资者后的非财务效果分析,并从管理协同、业务协同、资本协同这三个层面分别阐述。因此,得到如下启示:国有企业应持续深化混合所有制改革,注重混改路径与企业的契合程度,要选择与企业高度匹配、战略协同的战略投资者。

**关键词:** 战略投资者 混合所有制改革 效果分析

## Abstract

Now, the development focus of state-owned enterprises mainly focuses on the institutional reform, and mixed ownership is the key to the reform. At present, it is in a new stage of mixed ownership development. More and more state-owned enterprises participating in the mixed reform is gradually showing. Benefiting from the stimulation of the vitality of mixed enterprises economic benefits, function of state-owned capital has been amplified. Strategic investors is still the most enterprises first try to change willing to choose way, therefore, countries and enterprises attach great importance to the positive role of strategic investors in enterprise management, hope that through the introduction of highly strategic collaborative strategic investors, strengthen its "voice" to help state-owned enterprises to deepen reform, the advantages of both sides, and realize both sides with growth and progress.

This paper adopts the case study method, the aviation industry as the research object of this paper, with the cause of strategic investors as the main line, from the financial effect and non-financial effect, and analyze the process of driving factors and the introduction of strategic investors, thus summarizes the experience suitable for other state-owned enterprises reform.

First of all, based on the principal-agency theory, strategic alliance theory, coordination theory and the relevant literature of strategic investors, the specific reasons why China Eastern Airlines chose to introduce strategic investors are found, and the basic background and implementation process of China Eastern Airlines' strategic investors are analyzed in detail. Secondly, from the perspective of short-term market reaction and long-term financial analysis, the impact of China Eastern Airlines after the introduction of strategic investors is quantitatively analyzed. Finally, the paper analyzes the non-financial effect of China Eastern Airlines after the introduction of strategic investors, and expounds it separately from the three aspects of management coordination, business coordination and capital coordination. Therefore, the following enlightenment: State-owned enterprises should continue to deepen the mixed ownership reform, pay attention to the fit degree of the mixed reform path and enterprises, and choose strategic investors who are highly matched and strategically coordinated with enterprises.

**Key words:** Strategic investors; Mixed-ownership reform; Effect analysis

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景和研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 引入战略投资者的动因研究.....	3
1.2.2 引入战略投资者的效果研究.....	4
1.2.3 文献评述.....	8
1.3 研究内容与研究方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	9
1.4 论文框架图.....	11
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	12
2.1 相关概念.....	12
2.1.1 混合所有制改革.....	12
2.1.2 战略投资者.....	12
2.2 引入战略投资者的理论基础.....	13
2.2.1 委托代理理论.....	13
2.2.2 战略联盟理论.....	13
2.2.3 协同效应理论.....	14
<b>3 东方航空引入战略投资者的动因及过程</b> .....	15
3.1 东方航空概况.....	15
3.2 东方航空引入战略投资者的动因.....	15
3.2.1 公司发展面临的压力较重.....	15
3.2.2 客户体验亟待提高.....	16

3.2.3 国际航线运营能力薄弱.....	17
3.2.4 国家政策推动企业实施改革.....	18
3.2.5 行业发展带来新的机遇和挑战.....	18
3.2.6 增强企业竞争实力.....	20
3.3 东方航空引入战略投资者的过程.....	20
3.3.1 战略投资者的背景介绍.....	21
3.3.2 引入战略投资者的具体过程.....	22
3.4 本章小结.....	24
<b>4 东方航空引入战略投资者的效果评价.....</b>	<b>25</b>
4.1 引入战略投资者对短期市场反应效果分析.....	25
4.1.1 样本选取及确定事件期.....	26
4.1.2 构建预期收益率估算方程.....	26
4.1.3 短期市场反应计算与分析.....	27
4.2 引入战略投资者的财务效果分析.....	30
4.2.1 基于传统财务指标分析.....	30
4.2.2 基于经济增加值的绩效评价.....	43
4.3 东方航空引入战略投资者的非财务效果分析.....	47
4.3.1 引入战略投资者的管理协同效果分析.....	47
4.3.2 引入战略投资者的资本协同效果分析.....	50
4.3.3 引入战略投资者的业务协同效果分析.....	51
4.4 小结.....	54
<b>5 结论.....</b>	<b>55</b>
5.1 研究结论.....	55
5.2 启示.....	56
5.3 研究的局限性.....	57
<b>参考文献.....</b>	<b>58</b>
<b>后 记.....</b>	<b>62</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和研究意义

### 1.1.1 研究背景

随着经济全球化发展速度越来越快,我国经济也为适应全球经济的猛烈发展逐步从高速发展转变为以高质量为主要导向,但与此同时也面临着众多的风险和挑 战。在如此严峻形势与政策下,中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议上提出一种混合发展的所有制经济体制。国企深化改革将会是国企发展的新方向。此后,将国企深化改革写入十九大报告当中,制定一系列政策用于培养全球顶尖企业,并制定一系列适合改革的配套方案,加速国有企业混合制所有制改革的步伐,促进混合所有制改革发展迈向新的发展阶段。

尽管在全球经济增速放缓的经济形势下,部分国有企业虽然具有天然优势,仍存在生产经营质量和效率较低、所有者缺位、发展乏力等问题,但一些民营企业却能在这种激烈的市场环境下很好的生存,因为这些民营企业的管理机制能够随着市场环境的变化而发生动态调整,并且能够针对经营情况和管理情况对经营策略进行调整。因此,我国国有企业唯有进行改革方能应对各种内在或者外部的问题与挑战。通过引入多元灵活的股权结构,透明的公司管理机制,提供打造平等、共赢的国有股东和民营股东相处环境,提升国企决策和经营效率,做强做优做大国有资本和国有企业,更大激发市场主体活力。

2015年,国务院制定多项关于国有制企业改革的纲领性文件,其中包括《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》等,将包括民航在内的7大领域被圈定为混改的指定行业。在此背景下,东方航空作为混改的先行者,一直致力于自身混改的探索实践。本文围绕东方航空选择的混改方式,即吸引战略投资者投资,这种混改方式不是第一次出现在东方航空,2015年,引入美国达美航空公司,扩展伙伴关系;2016年,引入携程作为战略投资者布局航旅产业;从2018年到2019年,东方航空和同业伙伴均瑶集团实现交叉持股,创造了我国首例央企与民企交叉持股互为战略投资者,2020年东方航空集团从集团层面引入中国国新

等四家战略投资者。时至今日，东方航空多次牵手合作，采取一系列改革措施，逐步扩大其发展版图，为其成为世界一流航空企业而不断努力。

因此，本文以东方航空为例，分析东方航空混改采用引进战略投资者这一混改模式的动因，多次引入战略投资者的过程以及方案实施后对于企业会产生怎样影响等方面进行探究，并为其他航空企业的改革发展提供借鉴经验。

## 1.1.2 研究意义

### (1) 理论意义

首先，根据以往文献的记载可知，第一次出现关于“战略投资者”的研究在上世纪末。广泛的研究出现于 2006 年，银行业开始涉及境外战略投资者，并取得丰富的研究成果。其次，从开始出现到目前的成熟研究，战略投资者的发展已有 20 多年，多数上市公司也主动引进战略投资者，并且应用的领域也不仅限于银行领域，越来越多的国内民营或是国有公司踊跃以战略投资者的身份参与企业经营管理，但围绕案例研究的文献数量却有所减少，研究针对混改方式和效果比较单一，难以跟上国家政策的深化推进。最后，本文选取东方航空为研究对象，探索积极致力于混改但却其多次选择引入战略投资者，这是其他国有企业所不具备的特征，有助于扩充相关的案例研究。

### (2) 实践意义

十八届五中全会期间，发布的《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》中，文件详细的阐述了引入战略投资者的优势，对企业开展战略投资者提供指导意见，近些年，一些传统有实力的企业也引入战略投资者，将战略投资者与自身企业发展的有机融合，呈现出一定的优势，双方企业的管理和治理能力都有所加强，且在新旧动能的转换上效率也大幅度提升。可见，战略投资者带来的积极作用得到了企业的认可和支持。

实践意义上基于当前新混改背景下，本文中东方航空作为案例选择在国企混改中具有其代表性。东方航空集团在引入战略投资者前首先将东方物流作为试点改革，在东方物流开展混合所有制改革，此后扩大改革范围，在东方航空多次选

择引入不同的战略投资者，从多个层面为其改革发展提供有效助力，在实践层面有助于为其他航空公司提供一定的借鉴作用和示范作用。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 引入战略投资者的动因研究

当前针对引入战略投资者的动因研究中，得出引入战略投资者的原因主要有为提升公司经营水平和获得大量产业资源两个目的。

1986年学者 Robert W. Vishny 提出，那些具有长远目光的投资者会买进大量的股票，凭借着这些股票，其可以在公司有较强的话语权，并且随着股权的逐渐增多，有机会被推举成能够参与企业重大事项决策投票的董事会成员，占有的股权越多，其在公司的管理决策越能起到掌控作用。20年后，我国经济学家认为国际战略投资能够在一定程度上起到对内部管理机制的优化，削弱以往存在于国有银行内的官僚主义，对治理质量和治理效果的提升有帮助作用。此外也对企业进行风险控制有显著帮助。2010年，张宗益、宋增基以十三家公司共同控股的银行为例，研究这些公司在引入战略投资者后的企业变化情况，根据研究可知，这十三家公司在引入后的效果显著，引入新的投资者出现更多的股权，公司内部形成较为稳定的股权制衡机制，对内部的监督和管理有极强的辅助作用，也提升公司管理者的治理效果。

Hindle 指出，企业实现协同的方式包括多种类型，其中采用较多的方式包括：战略协调、资源以及技能的共享，还包括一些联合力量，如供应商谈判等等。然而，李巍等人（2004）则将战略投资者带来的其他产业资源作为吸引战略投资者的主要因素，其他产业的补充能够在多个方面帮助企业发展，进而获得更多利润且市场份额的占有也越来越多。包瀛坤（2010）认为需从企业自身发展特点和优势出发，适当的引入适合企业发展的外部投资者，只有这样企业才能长远的获得收益并对外部投资者的投资提供收益。2015年，赵飞在研究后发现，部分企业引入战略投资者的最主要原因还是对资本的渴求，而是寻求更多角度的深度合作，不仅是资金的流入，还是资源、技术的提升，这对企业完善内部管理和人才管理和选拔机制有极大的帮助。

## 1.2.2 引入战略投资者的效果研究

### (1) 引入战略投资者对企业产生正面影响

基于对大量文献资料的查阅和分析后得出，目前已有的针对战略投资者的研究中，主要包括三种类型，其一是引入战略投资者对企业有正向推动作用，促进企业收益增加以及长期稳定发展，其二就是认为引入战略投资者有消极影响，不能达到企业最初引入战略投资者所期望的经营最佳效果有明显差距，不利影响居多上述两种观点目前依旧存在，也有专家认为，引入外部投资者的作用不止是几个简单的因素决定，应从多角度出发，综合分析考虑。

基于对大量理论文献的研究可知，引入战略投资者的影响因素主要包括以下三点：一是公司治理角度，二是市场反应角度，三是财务绩效角度。

从公司治理角度来看：2002年，著名经济学家 E.Philip 以战略投资者可以出席股东大会，对公司的管理和经营方面有决策表决的权力的相关企业为研究对象，得出：投资者不仅作为资金的注入者，还是企业的管理者，可以对投资分配的差异情况进行商榷。若出现引入外部投资股票占比较大的情况时，此时的外部投资者可以对企业的经营作出投票表决，可以选择人员代替其作为企业的管理者，将自己的意志用到注入资本的企业董事会中，参与到决策中，这样投资者就可以及时掌握公司的经营状况，有助于其掌握投入资金的使用情况，强化了公司董事会的独立性，同时有效防止其投资公司经营存在作假的现象发生。

在此基础上，2012年，吕能芳，景刚以海量研究为佐，得出结论：一个公司在引入境外战略投资后，往往投资者会以董事会成员的身份出现，并不会是控股，这样不仅能够参与到经营决策的目的，还可以削弱其中股份较多股东的股份，均衡董事会中人员势力，避免内部出现一家股东独大的现象。2016年，刘家松，聂宝平以62家国有银行为研究对象，分析其在2007年至2015年期间的绩效变化与引入投资者的关系，在此采用的分析方法为横向比较法，由该方法分析得出，相比财务投资者引入带给企业的收益，战略投资者为收益的增加带来更高的增值效应。三年后，章卫东等人以2006—2015年我国实施了定向发行新股的公司为研究对象，根据这些公司在定向增发新股后对投资者带来的变化，综合分析二者为企业带来的影响效果可知，在提升公司治理效果方面，通过引入战略投资者的

方式发行新股票的效果更突出,并且通过比较国有控股和民营控股上市公司的增发新股后治理效果可知,前者的治理效果更加突出。

从市场反应角度来看:魏立江,纳超洪研究结果表明,规模投资者的持股比例以及定向增发募集的规模均显著影响企业在定向增发股票的选择。同样有研究人员发现,在采用描述统计法实证研究后得出同样的结论,就是出现采用定向增发股票吸引战略投资者的消息后,会引起市场的广泛关注,会吸引大量有意愿准备投资的公司。2020年,陆正华、黄玮在书中提到,当战略投资者准备在市场上进行投资时,此时的市场会产生一种大环境变好的信号,是一种对经营有正向促进的信号,在帮助战略投资者投资的选择上给予非常大的影响。然而在短短五年后,就证实了引入民营战略投资者后的治理能力和收益都大幅度提升,说明引入民营战略投资者后市场环境变化明显。

从财务绩效角度来看:2001年,著名经济学家 Megginson 和 Netter 从财务角度分析研究引入战略投资后对企业财务的影响,通过分析多家企业的财务数据变化可知战略投资者能提升企业的财务绩效,战略投资者的加入不仅让企业的获利水平产生了积极作用,还对企业的治理水平带来新的积极影响。两年后,Laskhmi, Giovanni 同样以匈牙利银行业为探究对象,在经过反复的测算与分析后,认为就商业银行的经营帮助程度来看战略投资者的积极影响同上述结论一致,以保证其资产稳定增长的目标为基础实现稳定的提升。Allen.N(2007)选择观察测量研究中国银行经营状况从94年至04年这十几年的变化情况,并以此为基准研究引入战略投资者对银行业的发展影响,均得出引入战略投资者有正向推动作用。2009年研究表明,以13家A股上市银行的财务数据变化为观察指标,比较银行的资产利润率指标和不良贷款率变化情况,发现引入后的效果显著提升,十年后,尹妍研究得出在互联网企业腾讯进入到企业四维图新后,促使企业在保持原有的经营状况下,不断调整自身产业结构,发展服务业,有助于其提高行业竞争力并扩大经营收益。2020年,朱嘉伟和陈洁通过实证研究发现引入投资者前后经营效果的提升改变可能是因为多个因素,如战略投资者带来的技术和人员投入。同年,章卫东、李浩然研究发现相比于非定向增发新股公司,定向增发新股引入机构投资者后对公司绩效的有显著正向效应,尤其在国企上的正向效果更佳。

## (2) 引入战略投资者对企业产生负面影响

虽然,国内外许多研究文献肯定了企业引入战略投资者会给企业带来股财务绩效、公司治理水平、实现协同效应等积极影响,但也存在一些不足之处。

1992年,Stiglitz在研究后得出结论,认为由于境外资金流入国有银行,会因政府的加入而导致银行控制权不能统一,难以提升经营绩效,还容易引发不必要的运营风险,最终导致无法顺利实现既定目标。经济学家Zajc以多个国家的企业为研究对象,分析不同国家在引入境外投资者后的金融变化情况,根据这些公司的财务状况变化得出一个结论:这些公司没有因为引入境外投资者而带来更多的收益,反之,促使企业内部管理机制疏漏的更加明显;直到2005年,Megginson WL.通过比较战略投资者引入对自身运作效率的影响可知,只有自身规模达到一定规模的国有银行的自身运作效率才有提升,不过之后常常会引发多项政治风险。随着时代发展,Chouetal提出一种新的假说,其假设境外投资者因为没有正确估计所投资企业的未来发展,而是盲目的将资金投入进去,因此在进行收益分配时没有预估的高,会有一种心理落差,不利于投资者后续的资金注入,因此也对企业的未来收益造成不良影响。

2008年,郭敏、屈艳芳等人以国有企业为研究对象,研究境外资金的注入会对其有哪些影响,得出不仅会导致公司经营权利的丢失甚至还会导致公司的估值大幅度降低,专利被转移等等问题,更甚至会造成国有资产损失、无法查明等严重后果,这对国企的影响是巨大的。还有一些投资者会假借投资的幌子,获取该公司的管理权,为其谋取利益。因此在引入战略投资者时要设置必要的约束条件。同年,冯伟、刘开林和刘强等人研究已经引入战略投资者为商业银行带来的财务效果影响,发现数据表现并未如人意,在选择的企业里在引入战略投资者后,收益和财务指标没有显著的提升,反而发生下降。2016年,钟昀珈,陈德球在调查国有企业为进行民营化改革后,选择非国有企业加入企业中,却导致公司的公司创新效率降低,可见战略投资者并非总是在创新效率层面给企业带来满意的效果,有时甚至会适得其反。2019年后,随着投资者占公司股份的不断增多,其在公司的管理和经营中的话语权越来越大,甚至控制着公司的长远经营,如果其假借经营公司的目的向与其有竞争关系的公司提供商业机密甚至进行利益输送,会对公司造成毁灭性的打击和伤害。

### (3) 引入战略投资者对企业的影响由多种因素共同决定

国内外研究均发现，多种因素共同作用下会影响战略投资者的引入。

2001年，Kohn, Hatfield 得到由于受到多种因素影响带来的不同的财务效果，同时，这些影响因素的不同会带来差异化的绩效结果，而战略投资者因为多种因素的存在，这其中的作用难以简单证明，其中能起到正向推动作用的两种因素为共同控制和信任两种，然而冲突、抵触会引发负面作用。Lary H.P.Lang 和 Raymond W.So 选取大量样本作为研究，得到结果均表现出股权报酬率与股权结构变化与境外资金投入没有直接关系，也就无法认为境外投资能够为企业带来积极影响。

2007年，刘妮雅得出企业会受到多种因素的影响，引入战略投资者受到企业的治理能力、持股比例等因素影响。同时，企业的财务也受到战略投资者影响，投资者人数过多和持股过高都导致其对公司的决策权难度的增加，这便导致企业的财务表现在不同方面的差异化结果。具体而言，企业的财务绩效表现和战略投资者持股比例联系并非同向，反而是负向更加明显；但是，随着董事会里董事的数量有所增加，企业的战略投资者人数也会相应增加，这两者的变动为正向。学者陈锋在同一年研究得到由于引入时间的差异，会导致战略投资者对企业的影响也呈现出不同程度的变化。在第一次引入战略投资者后，发生的明显变化是企业的财务绩效水平和综合管理水平得到提升，然而若在首次非公开募股时引入则没有显著变化。学者吴玉立通过不断的研究发现战略投资者如果拥有相应的股权份额，其占比大小必须要保持在合适的程度，因为这对公司的绩效会带来不同的影响，并且，持股比例不能过低或不能过高，前者会导致无效的监督企业，后者会导致企业控制权分散掉。

2014年，李家莉经过系统研究后得出公司若想引入战略投资者需要仔细斟酌考量自身实际经营情况如何，综合评估是否双方能够协调匹配，是否利大于弊，否则引入战略投资者可能会为企业带来明显的负面影响。盛宇华和祖君研究发现当战略投资者的类型呈现出差异化类型，它对企业的绩效会因为类型多元化而产生高低不同的情况，具体而言，依据双方之间的不同关系将投资者的类型可以划分为三种：第一种类型战略投资者持有股份比例与上市公司绩效有着正向的积极

影响,其余两种类型的战略投资者持有股份情况与绩效的表现出先降低后上升的趋势变化。

### 1.2.3 文献评述

基于上述对多位专家学者所著文献的研究后发现,目前多数研究对象的选取集中在早期尝试引入战略投资者的境内境外各类银行上,且引入方式也多采用定向增发股票的形式,几乎没有针对其他领域的战略投资研究,且研究时采用的方法也以实证分析法为基础,没有较强的证明能力,因此本文则选取东方航空公司作为研究对象,以其多次引入战略投资者的动因及企业自身发展需求为主线,对具体的引入过程进行重点研究,从中得出引入战略投资者是否能够对提升企业财务效果和增强非财务效果方面带来帮助。针对企业引入战略投资者原因的研究中,根据文献资料可知主要是两方面原因,一是为获得更多的绩效和提升综合管理能力,二是实现协同效应。由于专家学者们研究视角不同,样本选取差异,导致关于实施效果呈现的结论也存在差异,有的得出的结论是正向推动,有的是反向抑制,且多数得出的是好的结论,但产生的消极影响以及潜在的问题同样值得我国企业重视借鉴。因此,本文拟深入研究行业领先的东方航空,分析该公司为何要引入战略投资以及引入后的改变,具体研究路线为“背景剖析—动机分析—过程讨论—结果展现”四个部分,期望能够得到有价值的研究结论和启示,能够为其他航空企业提供有借鉴意义的参考。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文写作结构拟安排如下:

第一部分,即引言,引入文章的研究内容,首先对所研究内容的国内外相关资料进行搜集,基于大环境背景引出主要研究内容。

第二部分是理论和概念。主要包括现有国内外学者对战略投资者的概念界定,明确研究过程可能涉及的委托代理理论、战略联盟理论、协同理论,为案例分析提供理论支撑。

第三部分是引入战略投资者的动因及过程分析。首先阐述东方航空作为案例对象的主要经营或运营情况，其次是分析当前东方航空引入战略投资者的原因，分别为：企业发展压力较重，缺乏差异化客户服务，国际航线运营仍较为落后，国家政策导向推动，行业市场发展面临机遇和挑战，企业自身发展需求予以分析阐述，最后梳理东方航空多次引入战略投资者的整体实施过程。

第四部分是东方航空实施引入战略投资者的效果分析。关于财务效果，主要包括短期市场反应和企业长期财务绩效的数据分析，财务绩效增长则表明引入战略投资效果好，关于非财务效果，是指引入战略投资者后对其股权结构和治理结构的影响，以及业务层面和资本层面协同效果的变化情况，综合分析得出东方航空的引入战略投资者效果。

第五部分结论及启示。根据第三章、第四章的分析，最终得到东方航空引入战略投资者的动因以及效果，据此提出国有企业开展混合所有制改革的优势，并对其他国有企业混改提出建议，要注重混改路径与企业的契合程度，要选择与企业高度匹配、战略协同的战略投资者等启示，也提出文章存在的不足之处。

### 1.3.2 研究方法

本文主要选取文献研究和案例研究两种方法对东方航空引入战略投资者进行研究。

#### (1) 文献研究法

文献研究法，从字面上理解即需要大量文献资料，根据已知的相关文献材料总结出的一种研究方法。通过梳理研究领域的文献和理论，便于研究者掌握所研究对象的详细资料，归纳整理出有用的研究资料，并最终形成有价值的研究成果。本文选择的基本理论包括委托代理理论、战略联盟理论和协同效应理论。这些理论在本文中综合运用为案例东方航空的效果研究评价打下了良好且恰当的基础，得以支持本文的研究主线的持续进行。

#### (2) 案例研究法

案例研究法是通过典型案例分析，详细描述案例的基本情况和事件发生的动

因，进而客观真实的探求其规律或特殊性，得到新的结论或新研究命题的方法。有助于研究者把握事件发生的来龙去脉，或发现新的动因、结果。基于前期文献和理论研究，分别在宏观和微观环境下分析东方航空引入战略投资的原因，以及准备开展战略投资的背景环境，此后，采用多种理论分析引入战略投资者后给企业非财务效果带来的影响。同时运用事件研究法、财务指标法、经济增加值法对比分析对短期和长期的财务效果的影响。

## 1.4 论文框架图

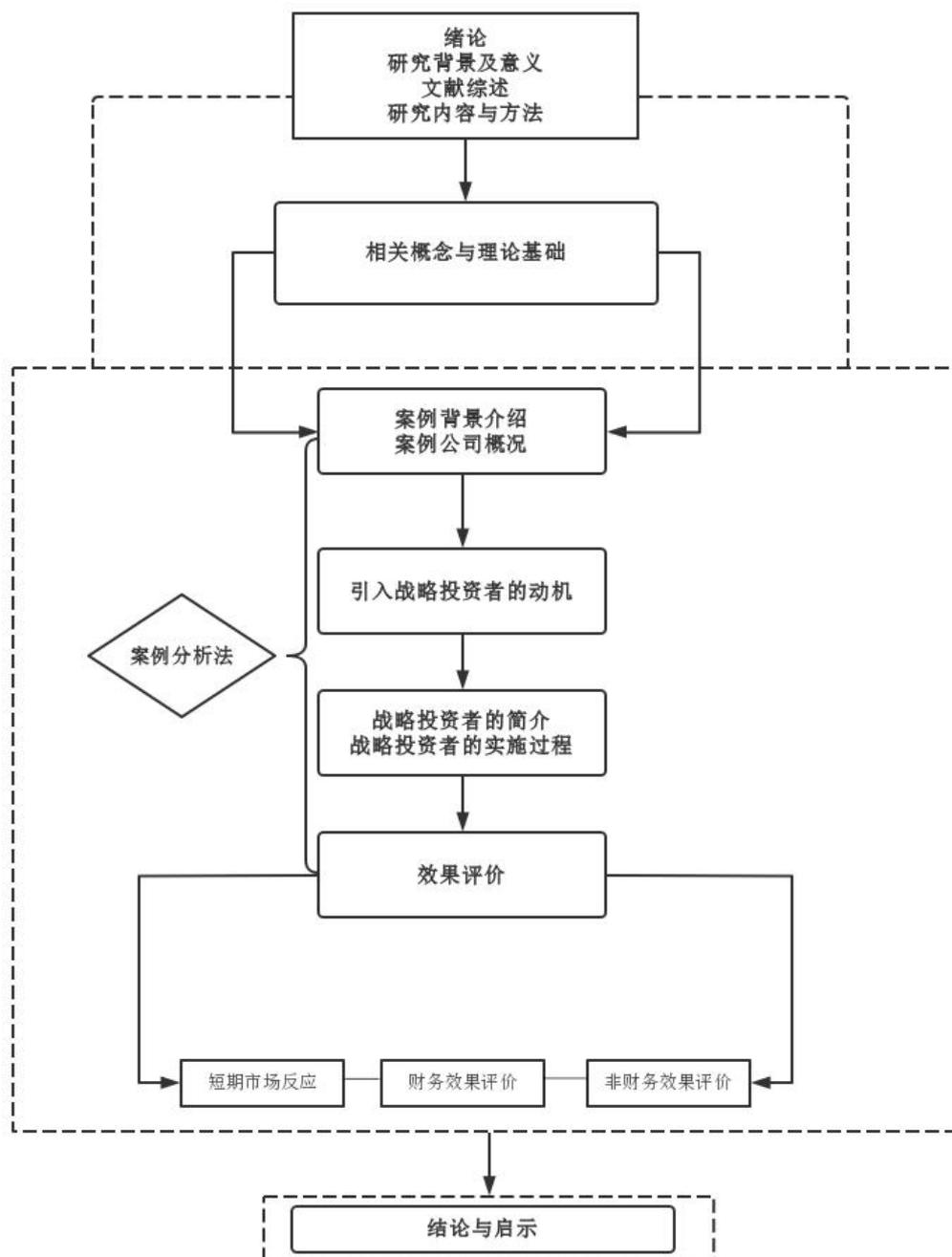


图 1.1 技术路线图

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 混合所有制改革

最早来源于西方“混合经济”理论的混合所有制概念产生的前身，混合经济即介于计划经济和自由经济之间的一种包括两种经济体制的新的经济体制，既受到政府干预又受到市场环境的影响。张卓元认为多种所有制资本经过不断的投资、融合和在配置后形成混合所有制经济。从微观层面分析，混合所有制是以企业作为投资主体，通过注入不同经济成分（即国有资本、国内民营资本以及外资资本），实现所有权呈现多元化。李跃平（2015）认为要发挥混合所有制经济改革的最佳效果，需要明确相关概念，并按照科学的路线目标正确前行。近年来，市场竞争环境的改变，民营企业的飞速成长，国有企业的发展也应该与时俱进，这就推动了国有企业的混合制改革。在新一轮国企混改文件中，进一步界定国有企业混改不再局限于产权、股权层面，还涉及到如何分类、分层级、分隶属的增强国企技术创新、市场竞争活力和资产保值增值等方面的探索。

#### 2.1.2 战略投资者

1997年7月我国首次明确了战略投资者的概念，即“在业务上与发行公司有相近或互补性并且愿意长期持有其发行股票的法人”。这一概念在2020年3月的《监管问答》中作出补充，并扩大了战略投资者的范围，要求战略投资者需要是同行业的或者是能向上市公司提供较强帮助的相关行业。

战略投资者的特征主要表现为两方面：一是以获取长期战略利益为目的，且成为战略投资者的关键就是拥有相关行业的重要资源，能够为企业提供有效的资源，与企业友好合作，在获取相应的经济收益的同时为自身发展谋求优势，推动资源有效整合，改善自身的经营战略，进而实现合作双方在产品竞争和市场竞争等方面建立坚固的战略联盟，共同双赢发展；二是能够持有上市公司较多股份，

自身有先进的管理经验和技术的企业,可以将自身的优势投入到国有企业的建设中,提升上市公司整体发展水平,提高企业的市场竞争力。

## 2.2 引入战略投资者的理论基础

### 2.2.1 委托代理理论

现代企业管理呈现经营权与所有权分离的特点,当公司的股东将公司的经营权交给管理者,双方作为委托人和代理人的期望目标并不一致,但双方都希望能使自身获得最大收益,同时由于存在信息不对称和权益不平衡等问题,造成不同层级之间存在较大的信息壁垒,这种信息的不对称在不同层级之间产生利益竞争,这种博弈促使下就产生了代理理论,包括三种代理具体有:委托代理、产权理论以及交易成本理论,这些理论的产生主要是为了解决企业发展中遇到的问题(刘汉民,2018)。委托代理关系基本分析的框架而是在1996年由该理论提出者Mirrless建立的。张继德等(2018)将国有企业的代理关系分为三个层次,首先是国资委,然后是董事会,最后是经理,国资委作为实际控制人,需要对所控股企业的管理负责,尤其是一些重大问题特别是经理的选择上,这使得董事会的权力不足,降低了董事会的独立性,掺杂的行政因素使得代理的关系复杂度大大增加,多种委托关系的存在容易出现权利的乱用,以及管理的失职,长此以往,企业内部管理的混乱,一旦外部出现难以应对的风险,会让公司管理层陷入困境。在这种环境下,适当的将民营资本力量注入到国有企业,转变国有企业的内部管理结构,在董事会内部注入新鲜力量。赋予新加入的战略投资者相应的知情权、监督权、决策权,可减轻代理问题。同时,良好的战略伙伴关系,能够帮助双方在资源、战略、利益方面实现强强联合,提升企业整体竞争力。

### 2.2.2 战略联盟理论

企业之间的联盟可以扩大资源整合范围,不仅可以优化资源合理配置,还能促进资源的优化再用,提升资源的利用和转化效率,降低资源的浪费。同时,战略联盟能够让企业摒弃以往“必须要战胜竞争对手”的单一观念,创造出一种新型的竞争合作关系;有效地将联盟企业的物质资源、技术资源以及核心竞争力融

合在一起，发挥资源的最大优势，将价值的提升创造更进一步，最大程度上促进合作各方的利益实现。

在国企混改的过程中出现战略投资者的现实意义，就是战略投资者与国企之间共同达成的战略合作，战略投资者带来了先进的技术、管理理念、市场经验和战略资源，积极参与战略制定和战略实施，助力国企形成战略业务、财务、管理、国际化等协同效应和资源优势互补，令合作双方更好的了解市场环境。因此，战略联盟不仅优化双方产业链，还给产业链上下游企业带来好处，促进整体互惠互利，共同发展，增强了国有企业在全球竞争市场中的竞争实力。

### 2.2.3 协同效应理论

“协同”是指在原有系统中产生的某种因素能够在原来系统发挥出更大的效益，美国管理学家伊戈尔·安索夫(H.IgorAnsoff)认为协同是公司在保持自身实力能够对抗面临风险的同时，创造一种与原有业务不同的新的行业，协同理论运用到企业管理中后，不仅有助于将多项不同的业务整合在一起，还可以在企业资源配置方面提供合理的帮助，进而在各项资源所有能应用在企业中的优势得以最大发挥。

协同效应有内部和外部之分，内部协同是指多种资源在经过合理整合后发挥的效用明显高于单独资源的功效，外部协同即企业间的并购提升企业的业绩。从协同效应带来的影响结果来看分为三种类型，第一种是以经营效率为目标导向，当一个企业在引入某个经营效率高的企业后，自身的经营效率有显著提升，此时就证明该企业实现了管理协同。第二种是以经营规模为目标导向的协同，实现该协调的标志是看是否有产业链的生成以及经营规模有无扩大。第三种是以财务提升为目标导向的协同，该协同的表现即降低成本支出，实现收益的增加得到更多的股权收入。因此，这种以引入投资者的方式实现战略联盟，可以在追求类似企业并购带来的协同效应，以便于实现适度融合。

## 3 东方航空引入战略投资者的动因及过程

### 3.1 东方航空概况

中国东方航空股份有限公司（以下简称“东方航空”）是东方航空集团有限公司的核心业务公司，占据国内航空公司的前列位置，同样也是第一家在纽约、香港、上海三地挂牌上市的中国航企。东方航空拥有两家机场，上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场，飞行业务不仅包括客运服务，还包括货运、邮寄、行李运输以及其他服务。航行路线不仅有国内路线还有经许可的国际线路。

作为天合联盟成员，其在全球 175 个国家或地区都有飞行航线，业务范围较为广泛，连接着我国重要的交通枢纽地，如北京、上海、西安和昆明。截止 2020 年 6 月 30 日，东方航空的机队规模达 749 架，在机队规模、商业和技术模式等方面皆处于行业领先地位。截止 2021 年底，东方航空 A 股总市值 890.87 亿，股份占有份额最大是 30.97%的中国东方航空集团有限公司，而该公司的实有控股是国务院国有资产管理委员会。

2021 年上半年，全球疫情情况依旧严峻，尽管前景未知，但我国疫情防控形成良好效果，对经济发展预期呈现稳中向好。目前，国内旅客的航空出行需求总体回升，航空货运需求大幅上涨，东方航空追踪疫情和市场化需求变化趋势，通过采取优化航网建设、提升销售水平、加强服务体加强精细化管理等方式，积极应对以降低不利影响。因此，东方航空实现了如下的经营业绩：实现旅客运输 4430.9 万人次，累计完成总量 72.1 亿吨货物的公里运输。

### 3.2 东方航空引入战略投资者的动因

#### 3.2.1 公司发展面临的压力较重

由于民航业是个高利润、高增长、高风险的行业，因此航空企业主要面临的问题就是过高的资产负债率，分析近几年东方航空公司的资产负债率数值可以得出，其相较于同行业的其他航空公司来讲，资产负债率远高于其他企业，这就严重影响了东方航空公司的长远发展。尽管其资产负债率在 2013 年达到 80.91%、

2014 年达到 81.97%，较 2012 年底的 83.99%有所下降，企业仍存在较高的风险。仅 2014 年的数据而言，东方航空的资产负债率在三大国有航空公司中最高，根据《中国民航业发展报告》给出的数据可以得出，相较于其他知名国有航空公司，东方航空在很多方面的表现综合来看并不理想。此外，近年来高速铁路这一新兴运输方式加入我国交通运输行业，目前我国“四纵四横”高铁网络已经建成，高铁已成为我国居民外出最受欢迎的方式。并且以京沪铁路为代表的高铁线路运营成熟，对于国内航线在距离 800 公里以内带来的分流作用十分显著，这对于主要运营基地是上海、北京两大城市的东方航空而言，给其航线设置、客运人次、客座率、客公里收益等指标造成了极大的冲击。因此，东方航空若想在双重夹击下实现可持续发展，通过借助外部那些认同自身发展战略、拥有符合自身发展所需的资源且实力强大的战略投资者，是东方航空目前最佳的选择。

表 3.1 中国主要国有航空公司的资产负债率

项目	东方航空	南方航空	中国国航
2012 年	83.99%	72.21%	71.06%
2013 年	80.91%	74.44%	71.78%
2014 年	81.97%	76.66%	71.59%

资料来源：同花顺财经网

### 3.2.2 客户体验亟待提高

客户满意度是评价航空公司的重要指标，满意度中最基本的要求就是安全、能否按时到达目的地，还有就是在飞行过程中能否舒适。时间和空间因素是影响民营航空企业发展的主要因素，民营航空公司普遍存在较小的差异性，各种产品或者服务较为类似，且在企业目标定位上也没有独特优势，体现不出自身特色。东方航空最初将自己定义为传统航空承运人，并没有意识到旅客服务体验的重要性。再加之国内航线网络发展趋同，我国航空业整体上逐渐趋于同质化竞争的状态，同样导致航空公司很难创造差异化的产品和服务。而随着中国航空市场的逐步放开，一方面低成本航空公司带来了差异化的价格竞争，一些消费者着重考虑到价格因素或者存在对航企掌握信息较少的情况，导致很容易流失用户，从而导

致国内航空公司面临着盈利困境；另一方面，航空公司只是按照自己的理解方式来进行设计，未曾围绕旅行需求进行细分，并未使客户价值得到最大化的体现。因此，东方航空在低成本航空的压力下，很快意识到航空公司成功的关键，即应将竞争重点转移到如何使其成本更低，服务更好，品牌更佳，如何为客户提供想要的服务和不断创新的服务方式来留住老顾客，同时，其在 2015 年将自己的子公司中联航转型试水低成本航空，并取得了不错的成效。基于意识的转变以及尝试子公司率先实验，再加之增强其在上海的市场影响力的需求，这也为东方航空后续选择同在低成本航空领域发展的吉祥航空结为战略伙伴，为双方合作共同加强在“低成本”领域的深耕发展埋下了伏笔。

### 3.2.3 国际航线运营能力薄弱

东方航空早在上世纪 90 年代初期提出“飞向世界”的国际化经营战略，随即开启国际化的发展线路，第一步是开展亚洲市场，从东南亚、日本、韩国等国家出发，上世纪末开启第一条从上海到洛杉矶的远程航线。随后几年，东方航空相继推出“太平洋计划”和“欧洲盈利计划”开辟了通往美国和欧洲的国际航线。截至 2014 年，东方航空公司的国际航运能力大大提升，几乎覆盖全球所有主要城市，根据中国民航网公布的数据，2010 年至 2015 年，中国民航业国际航线与东方航空年均增幅差距多达 4%，同期，东方航空的年均增幅仅为 10%，它的发展步伐在这阶段同整体行业发展的态势相比呈现为落后于其他航企。此外，比较 2014 年国际化航线的业务量增速能够看出，东方航空只增长 6% 左右，国际航线竞争中东方航空的优势正逐步被南方航空和中国国航取代；在国际航线货运量增速方面，南方航空和中国国航在国际航线航空货运都有 12%-25% 的增长，东方航空国际货运优势在逐步丧失。整体而言，东方航空的国际航线运营能力相较于中国国航、南方航空这两家航空公司，在国际航线上展现出其运营能力不足，难以持续保持竞争优势。但是，东方航空的主运营基地是上海，相较于其他城市，上海由于其地理位置和文化特殊性对外航的吸引力更大，同时东方航空仍在持续实施其“国际化”、“互联网化”的发展战略，国际航线是东方航空不可舍弃的发展方向。因此，东方航空若想在国际航线方面获得长期且稳定的收益，就需要与国外的航空公司结为同盟，而达美航空与东方航空都是天合联盟的成员，达美

航空在国际航线则拥有丰富的航线和航点基础,以及在国际航线上积累了相当丰富的经验,是当前东方航空缓解国际航线运营压力的首选。

### 3.2.4 国家政策推动企业实施改革

随着党的十八届三中全会的胜利召开,全面深化国有企业改革的蓝图已经展开,党和政府鼓励国有企业实施混合所有制改革,鼓励企业大力开展创新研究,制定《关于深化国有企业改革的指导意见》(简称《指导意见》),根据《指导意见》的明确要求,要充分鼓励和支持国有资本和非国有资本见的股权交叉融合。《指导意见》及配套文件的发布为东方航空实施混改明确了基本的原则和导向。

在2016年的中央经济会议中明确提出要多元化发展国有企业,吸引不同层级的战略投资者参与到国企的经营中,各类、各层级的资本间相互补充,相互影响,共同进步。因此这一阶段东方航空被纳入了国企混改试点的第一批次队伍,而东方航空在此之前就尝到引入外资股东带来的甜头,再加之外部环境越来越复杂多变,东方航空开启混改已成定局。2018年1月19日颁布的《国内投资民用航空业规定》(简称《规定》)受到民航业的广泛关注,其中修订后的内容最大变动是拓宽了三大航空公司的控股要求,能够做到在企业内部有相对控股的权利,这样表明民营企业虽然引入其他资本,但其在管理控制权上还是占据主要地位,让改革的空间更加广阔,有助于企业构建一个可以管理公司法人治理结构,并且进一步适应市场经营的机制,加速航企混改的脚步。2020年,国家针对航空企业因疫情造成损失推出多项减免补贴政策,免征民航发展基金,给予航空企业支持,帮助其渡过难关,同样释放出关怀航企发展、鼓励航企继续深化改革的信号。因此,上述政策文件的公布是在向外界释放积极信号,为东方航空公司实施引入战略投资者提供了指导方向。东方航空不再局限于企业层面的混改,主动尝试创新符合企业实情的混改方式,为其在2020年首次成功实施集团层面上引入以中国国新为首的多家大型国企进行了铺垫。

### 3.2.5 行业发展带来新的机遇和挑战

随着我国经济进入高质量发展阶段,近年来,收入水平的提高带动居民消费水平的提升,对旅游的热情也越发高涨,带动了交通运输的大力发展。中国市场

上首先实现快速增长的是我国航空运输总周转量和旅客周转量,这两项重要指标的增长态势近几年得以保持。飞机是我国航空运输业核心工具,因为资金占用大,各环节操作难度高,国家监管严格,运营风险较大等因素,导致我国航空业行业进入壁垒较高,截至2020年底行业内企业数量为64家,在册飞机数量为3903架。根据民航局2021年9月份发布的2020年中国各航空(集团)公司主要生产运营数据如表3.2所示:

表 3.2 中国各航空(集团)公司主要生产运营数据

指标	南航	国航	东航	海航	其他航空
飞行小时(万小时)	207.69	200.07	158.78	119.5	190.18
运输总周转量 (亿吨公里)	207.96	194.51	142.17	101.84	152.02
旅客运输量(万人次)	9685.6	9024.62	7461.89	6401.56	9204.17
货运运输量(万吨)	146.09	177.26	117.69	57.17	178.41

资料来源:东方财富网

市场规模方面,以占据了我国国内81%的航空市场的四大航空集团,具体包括了国航集团、南航集团、东航集团、海航集团,他们的市场份额表现始终是高效且良好的水平。然而随着一些像吉祥航空、春秋航空等一些低价航空公司的出现,促使航空业的竞争也逐渐激烈,原来市场占有较大的航空公司的市场业务也大幅度降低,市场份额比重已由2019年的85%下降至81%;而与之对应的则是以春秋航空、吉祥航空等发展较快、影响力较大的民营航空企业为代表,其占有的市场比重逐渐增大。纵观整个航空业的发展进度,目前正处于发展阶段,主要的行业格局还是以四大航空公司为主,以少数几个民营航空公司为辅的发展格局。

《新时代民航强国建设行动纲要》中明确提出要扩大我国航空业的市场格局,要扩张航空业的发展主体。由此可见,未来随着我国经济发展,这也让国内和国外的航空市场竞争将会持续加剧,竞争导致差异,差异造成发展方式选择的不同。

当今时代,航空业发展面临严峻挑战,在加速自身发展的同时更应该坚持高水平的对外发展模式,促进新发展格局的形成。另一方面则是民航业自身在质量、效率、管理等方面的创新与智慧化变革,这既是机遇又是挑战,有助于民航业全面持续性发展能力的提高。

### 3.2.6 增强企业竞争实力

国企在引入战略投资者前的控股方往往只有一家，且占据非常大的比重，企业内部的管理也较为落后，治理能力和管理效率也无法适应其发展，同样在东方航空也存在这种情况，董事会的构成较为单一，引入的战略投资者也因为拥有的股份较少，难以在董事会中占据一席之地，无法做出决策，国企内部的监督制约形同虚设，完全没有起到革新的目的，固守的管理结构得不到有效地治理，严重影响东方航空的未来发展，管理质量和效率得不到提升，内部监管机制也不完善。将管理机制完善的民营企业引入东方航空，逐渐完善内部治理机制，优化企业的治理水平，帮助东方航空唤醒企业“活力”。

财务质量方面，东方航空资产负债率近五年普遍高于行业均值，原因可能是东方航空前期多次进行大规模收购兼并行为，加之与合并企业之间尚未整合到理想状态，导致企业财务负担较重，长期高额举债也让东方航空的经营压力骤增。因此，东方航空需要探寻新的融资渠道，降低高负债水平带来的不利影响。

同时，东方航空和其多家战略投资者拥有各自的优势资源，例如东方航空以上海地区为主要运营基地，在飞机架数和种类上有着数量优势，同时，无论是在客运领域还是货运领域，东方航空都有着强大的运输力。达美航空拥有中美航线上最大的航线数量，在美国市场上占据优势；携程旅行网是我国最大的 OTA 企业，掌握着旅客消费群体，数据管理信息技术优势，和优质高效的互联网平台；吉祥航空凭借着优质的服务水平，成为民营企业的代表。双方达成战略合作，有助于东方航空进一步优化业务，在降低成本支出的同时提升客户服务质量，扩大市场占有率，促进经营业务的增长。

### 3.3 东方航空引入战略投资者的过程

近年来，三大航空公司纷纷响应国家政策号召，积极实施混改，但有着“国企混改先行者”称号的东方航空更是早期开展混改，并不断加速自身混改进程的代表。自 2015 年开始，东方航空先后引入达美航空、携程旅行网、吉祥航空、均瑶集团；2020 年，东方航空集团层面首次引入中国国新等四家战略投资者。



图 3.1 东方航空引入战略投资者过程

### 3.3.1 战略投资者的背景介绍

#### (1) 达美航空公司

达美航空公司（以下简称达美航空）成立于上世纪八十年代初期，其总部位于美国乔治亚州亚特兰大，主营业务为包括旅行服务、会员服务和 B-to-B 服务。作为天合联盟创始成员，达美航空以成为航空公司中最优选择为目标，其不仅在跨大西洋航空市场居领先地位，亦在旅客服务方面拥有丰富的经验和优势。截至 2021 年，达美航空的业务遍布世界各地，在全球 64 个国家或地区拥有超过 330 个航点，拥有近八万名员工，每天经营超过一万五千次航班。并在 2021 年《财富》美国 500 强排行榜中位列第 178 位。

#### (2) 携程旅行网

上世纪末于上海成立的携程旅行网（携程），2003 年在纳斯达克成功上市，携程是世界在线旅游综合服务公司的前三名，是行业内成功整合高科技产业和传统旅游业的代表。其主营业务范围广泛，涉及移动互联网旅游咨询及 app, 提供酒店及票务预订，旅游度假，旅游商业管理等多领域的项目，成功的将互联网平台与传统线下旅游项目完美的整合。2015 年，携程与去哪儿网合并，双方联手推动在线 OTA 成为购票的主要途径。目前，携程定位于“高品质+全球化”，其核心优势在于规模优势、高质量的服务体验，尽管遭受到疫情冲击，携程 2020 年实

现总交易额达到 3950 亿人民币，2021 年净营业收入高达 200 亿人民币，全行业中占据前列。

### **(3) 上海吉祥航空股份有限公司**

诞生于 2006 年的吉祥航空在 2017 年加入星空联盟，成为“优连伙伴”，走向国际化发展路线。吉祥航空的发展基础是为消费者提供更加满意舒适的行程体验，大力发展差异化战略，以其“低成本+全服务”的经营模式，成功在上海站稳了脚步，2021 年上半年其在上海的市场占有率达到 12.88%。截止 2021 年 4 月底，已建立由上海和南京为中心，覆盖国内、欧亚等地区 200 余条航线的航空格局，正构建双机运输体系，拥有 6 架波音 787-9 客机，73 架 A320 客机，截至 2021 年底，吉祥航空 2021 年运输旅客超 1,300 万人次，其公司规模总市值 308.5 亿，全年营业收入 117.67 亿。

### **(4) 中国国新控股有限公司**

2010 年经国务院批准，成立中国国新控股有限公司，2016 年成为国有资本运营公司试点的企业，在国家允许的限度内履行基本职责的国有独资公司。中国国新目前已形成国有资本市场化的规模，一个集股权运作、资产管理、金融服务、资金投资和境外投资为一体的业务新格局，还包括央企专职外部董事保障平台。截至 2021 年底，中国国新资产规模超过 6700 亿元，全年净利润超过 200 亿元。

## **3.3.2 引入战略投资者的具体过程**

### **(1) 战略投资者——达美航空入股**

2015 年 7 月，达美航空以入股的形式认购东方航空 H 股 465910 万股，成为东方航空的战略投资者，占东方航空总发行股票的百分之 3.55；投资规模为港币 3,488,895,000 元。交易金额 7.49 港币每股，达美航空入股后成为东方航空公司的最大外部股东，根据其占有股份的量，达美航空能选择一位人员作为东方航空董事会的观察员，参与到东方航空未来规划的制定中。

达美航空的入股能够使双方航空公司在舱位管理、销售合作、服务定制以及设施共享上均能得到大幅度提升，消费者的服务体验更好，两大航空公司的资源整合，能够将各自拥有的航线资源联系起来，让消费者能够体验更多元化的航线选择。同时，达美航空的入股有利于增强中美双方在国际化市场影响力，提升远程国际航线的竞争力，以及后续的国际化战略布局建立了有效范本。

### **(2) 战略投资者——携程旅行入股**

2016年4月21日，东方航空与携程旅行网开展的战略合作关系。同年7月，东方航空非公开发行落地，上海励程信息技术咨询有限公司出资30亿元认购东方航空非公开发行的4.66亿股，持股比例3.22%。东方航空和携程旅行分别为国内各自行业的领先者——在客运服务、机票领域东方航空有显著优势，而携程在旅游服务和酒店资源上掌握较多资源。双方的合作是东方航空计划布局航旅产业迈出的第一步，有助于充分发挥各自优势资源，实现航空与旅游产业链的融合，提升双方在各自行业中的竞争力，以便应对多元化的市场需求，向市场提供更具竞争力的综合差旅服务产品。

### **(3) 战略投资者——吉祥航空入股**

2019年9月4日，正式确定吉祥航空入股东方航空，且根据东方航空发布的公告可知，吉祥航空向东方航空产投发行1.69亿股A股股票，东方航空募集资金21.09亿元；东方航空向吉祥航空、均瑶集团、上海吉道航等合计发行13.94亿股A股股票，募集资金74.59亿元。自此东方航空共计拥有吉祥航空15%的A+H股股份，成为吉祥航空的第二大股东。此次战略合作关系开创了民营资本融入国营资本的新模式，两大航空公司制定的“全服务+低成本”双模式运营航空公司，双方可以围绕价值增长、效率最大化、成本优化等方面，发挥各自的优势，优化整合优质资源，在航空业相关范围内开展更深层次的战略合作。同时，由于双方分属“星空联盟”和“天合联盟”双方实现交叉持股也是航司跨联盟的合作，有望实现合作伙伴范围的扩大。

#### (4) 战略投资者——中国国新等公司入股

2019年11月，“中国国新”正式官宣加入东方航空公司，并签署股权改革项目合作意向书，参与到东方航空公司的股权改革中，2020年10月26日，东方航空集团有限公司发布公告称中国国新与中国国寿、中旅集团、上海久事等四家公司共同签署协议，持股比例分别为11.21%、10.19%、5.09%和5.09%，同时公司注册资本由168亿元增加至约253亿元，增加50.52%。

东方航空集团这一举措是2020年实施中央企业集团层面股权多元化改革的第一步，也是东方航空首次尝试在集团层面进行股权多元化改革。而经历过2020年上半年疫情，航空业经营效益大幅度下滑，此次注资将会改善东方航空的经营压力，有助于东方航空优化财务结构。同时，东方航空集团引入的多种类型企业加快了产业的整合速度，促进经营能力和管理能力的提升，为东方航空可持续发展提供有力保障，并且，东方航空集团计划将获取的310亿现金大部分投入其核心子公司东方航空，这部分现金的投入将针对东方航空的资产负债率降低效果，并且完成国资委的考核要求。

### 3.4 本章小结

基于上述分析结果，东方航空在引入战略投资者的动因主要可分为两个层面，一是引入前存在的问题，具体包括公司发展压力较重、客户体验亟需提高、国际航线运营能力薄弱；二是从国家政策导向、行业发展趋势、企业自身增强实力的需求等角度探析了东方航空选择多次引入战略投资者的动因。继而，理清东方航空引入战略投资者的细节，发现其具有混改时间较长，选择混改对象多样化，双方领域具有互补性等特点。东方航空及时响应国家政策，灵活运用多种混改手段，无论是核心主体公司还是子公司东航物流，都取得亮眼的成绩，东方航空目前是我国民航业拥有成熟的混改经验企业。

## 4 东方航空引入战略投资者的效果评价

基于上一章针对东方航空基本情况分析，本章将分别从东方航空引入战略投资者后的财务效果和非财务效果进行阐述。在财务效果评价部分，本文选择短期市场反应和混改前后长期财务绩效的对比分析，用以评价其混改后的财务情况；在非财务效果评价部分，本文将从管理协同效果、资本协同效果、业务协同效果等几个层面分析阐述，以便达到评价其非财务效果的目的。

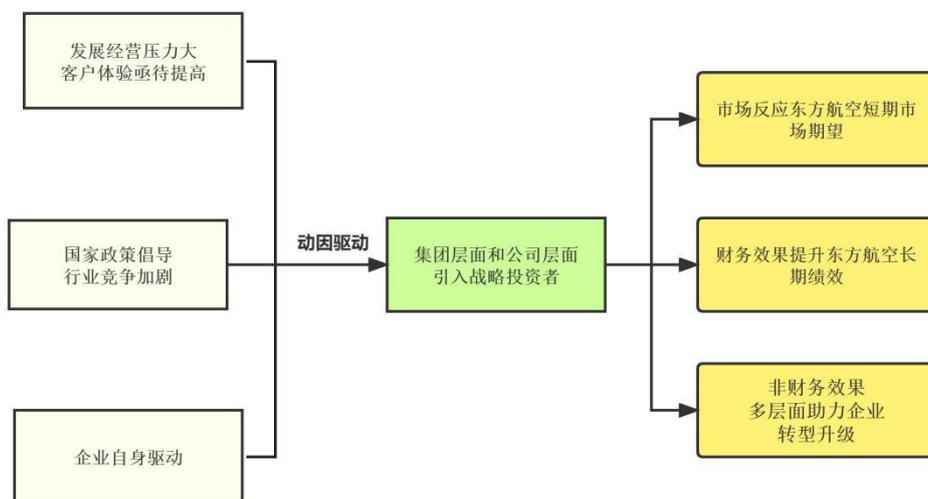


图 4.1 东方航空混改驱动原理图

### 4.1 引入战略投资者对短期市场反应效果分析

基于有效市场假设的前提，当上市公司披露其重大的资本运作后，市场上的众多投资者基于对关注的上市公司的深入了解，对它们的具体经营情况有明确可信的信息，就能够针对该公司的实际经营规模对自己持有的股份作出合理的购买决策，投资者的买卖能够决定股价的变动以及该股票在同期市场条件下的收益高低。本文为研究战略投资者引入对市场的影响效果，选择事件研究法来比较引入战略投资者前后市场的不同表现。

### 4.1.1 样本选取及确定事件期

#### (1) 样本选取及事件日的确定

本文将选取东方航空引入携程旅游和吉祥航空这两件典型事件，用以说明东方航空的市场绩效表现情况。从多起战略投资者入股事件中选择携程旅行和吉祥航空入股东方航空这两件的原因在于，携程旅行和吉祥航空相较而言金额更大，双方都选择购入东方航空 A 股发行的股票，更具有可比性；并且两者代表特征更为显著，前者则是东方航空首次尝试探索与在线旅游行业领头人在航旅产业链的融合，后者则是东方航空首次牵手同行业民营航企，更是开创了民航企业双方交叉持股的行为先河。因此，本文以东方航空的首次公告日作为事件日。

表 4.1 事件发生日确定

事件概况	事件发生日	窗口期
东方航空引入携程	2016.04.21	(-5,5)
东方航空吉祥交叉持股	2019.09.06	(-5,5)

数据来源：国泰安数据库

#### (2) 确定事件期

采用事件研究法研究引入外部投资者后的市场反应前，需要确定事件期，一般以混改事件发生的首次公告日确定为中心，事件日为  $t$ ，即首次公告日为 0。事件窗口期即公告日前后的时间区间，通过试验发现选择窗口期为  $[-5, +5]$  以内，对于验证东方航空的市场反应效果更好。同时，预估期选择事件窗口前 120 个交易日，即东方航空引入战略投资者事件公告日前的 6 天到公告日前 125 天，即  $[-125, -6]$ 。

### 4.1.2 构建预期收益率估算方程

采用公式 (4.1) 计算预期收益率：

$$R_{it} = \alpha + \beta \times R_{mt} + \varepsilon \quad (4.1)$$

式中，解释变量用  $R_{mt}$  表示，被解释变量用  $R_{it}$  表示，前者表示预估时间期内，在  $t$  日 A 股的回报率，后者是预估时间期内在  $t$  日的个股回报率，具体  $R_{mt}$  和  $R_{it}$  数值的获取均可从国泰数据库得到，其中的  $\alpha$  表示常数值， $\beta$  代表个股日回报率对市场日回报率的回归系数， $\varepsilon$  是干扰项。

计算步骤具体如下：

首先，在保持事件期内  $\alpha$  和  $\beta$  不发生变化，此时运用最小二乘法回归分析即可计算出携程旅行和吉祥航空入股东方航空的系数值分别为：

$$\alpha = -0.0021, \beta = 0.8543; \alpha = -0.0009, \beta = 1.4037。$$

其次，根据上文获取的  $\alpha$  和  $\beta$  以及市场收益率带入上式可得预期收益率，此时求差实际收益率  $R_t$  和预期收益率  $R_i$  的差，即可获取战略投资者入股东方航空这一事件在  $t$  日的超额收益率，公式表示如下：

$$AR_t = R_t - (\alpha + \beta R_{mt}) \quad (4.2)$$

根据超额收益率，能够计算出累计超额收益率，如公式 (4.3) 所示：

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (4.3)$$

最后，基于初步计算出来的实际收益率，再结合公式 (4.2) 与公式 (4.3)，得出东方航空在事件日前后的预期收益率、超额收益率以及累计超额收益率。

### 4.1.3 短期市场反应计算与分析

#### (1) 东方航空引入携程旅行的市场反应

表 4.2 市场反应的数据及结果

日期	窗口	实际收益率	市场收益率	预期收益率	AR	CAR
2016/4/14	-5	0.0211	0.0063	0.0032	0.0179	0.0179
2016/4/15	-4	-0.0016	-0.0011	-0.0031	0.0015	0.0193
2016/4/18	-3	0.0016	-0.0147	-0.0147	0.0163	0.0357
2016/4/19	-2	0.0270	0.0032	0.0006	0.0264	0.0620
2016/4/20	-1	0.0354	-0.0301	-0.0278	0.0632	0.1252
2016/4/22	0	-0.0543	0.0050	0.0021	-0.0564	0.0688
2016/4/25	1	-0.0242	-0.0042	-0.0058	-0.0185	0.0504
2016/4/26	2	0.0065	0.0078	0.0046	0.0020	0.0523
2016/4/27	3	-0.0082	-0.0037	-0.0053	-0.0029	0.0495

2016/4/28	4	0.0065	-0.0028	-0.0046	0.0111	0.0606
2016/4/29	5	-0.0098	-0.0015	-0.0034	-0.0064	0.0542

数据来源：国泰安数据库

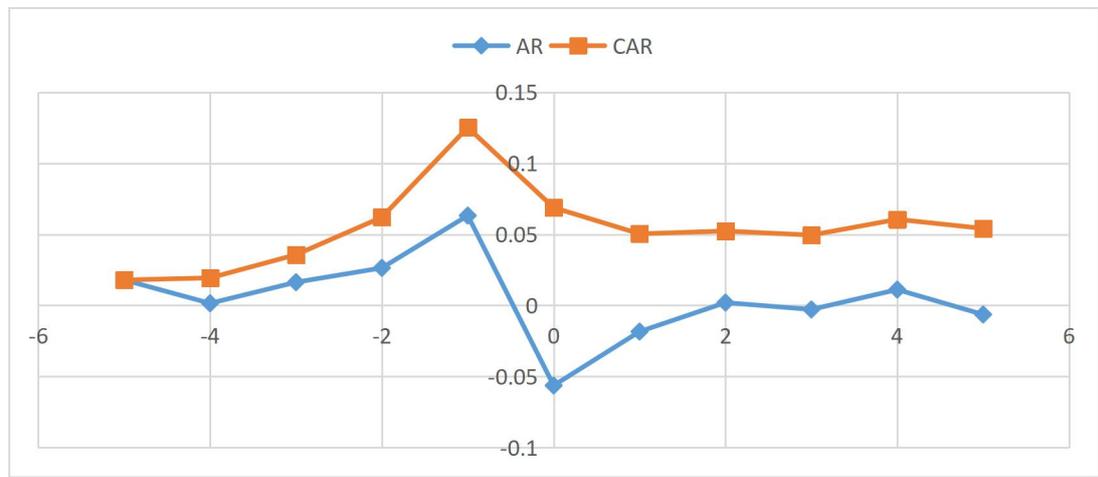


图 4.2 CAR 及 AR 走势图

根据计算出回归系数 $\beta=0.8543$ ,可以表明东方航空在 2016-04-21 首次公告引入携程这一事件后,回归性显著,表明个股日回报率与市场日回报率之间有线性关系。从图 4.1 整体走势看,事件期间内 CAR 和 AR 的变化曲线基本一致且变化幅度不大,在事件发生日前 5 天,AR 和 CAR 呈现出持续上升的趋势并在事件发生日的前一天都达到了最高点,说明公告日前东方航空的股价受到引入战略投资者事件的影响,整体市场对此持看好态度;随后在事件发生后 5 天,AR 和 CAR 小幅度回升,具体比率差距较小,其中 AR 的数值大都为正向,CAR 的数值一直大于 0,说明其一直为表现正向影响,正向影响表明引入战略投资者引起了证券市场的关注,但事件发生日当日仅签署了战略合作协议,距离后续是否能完成定向增发还有较长的时日,双方的执行情况尚未可知,仍存在不确定性。因此,这可能让投资者保持理性旁观态度,这样就表明东方航空引入携程旅行后对股票发行带来的影响持续时间较短,且在提升收益上效果没有十分显著。

## (2) 东方航空引入吉祥的市场反应

表 4.3 市场反应的数据及结果

日期	窗口	实际收益率	市场收益率	预期收益率	AR	CAR
2019/8/30	-5	-0.0079	-0.0022	-0.0040	-0.0039	-0.0039
2019/9/2	-4	0.0157	0.0143	0.0192	-0.0035	-0.0074
2019/9/3	-3	0.0039	0.0028	0.0031	0.0008	-0.0066
2019/9/4	-2	0.0173	0.0085	0.0111	0.0062	-0.0004
2019/9/5	-1	0.0410	0.0084	0.0109	0.0300	0.0296
2019/9/6	0	-0.0018	0.0043	0.0052	-0.0070	0.0226
2019/9/9	1	0.0036	0.0098	0.0129	-0.0092	0.0134
2019/9/10	2	-0.0091	-0.0016	-0.0032	-0.0060	0.0074
2019/9/11	3	-0.0037	-0.0057	-0.0089	0.0052	0.0127
2019/9/12	4	0.0183	0.0075	0.0096	0.0087	0.0214
2019/9/16	5	-0.0109	0.0001	-0.0008	-0.0102	0.0112

数据来源：国泰安数据库

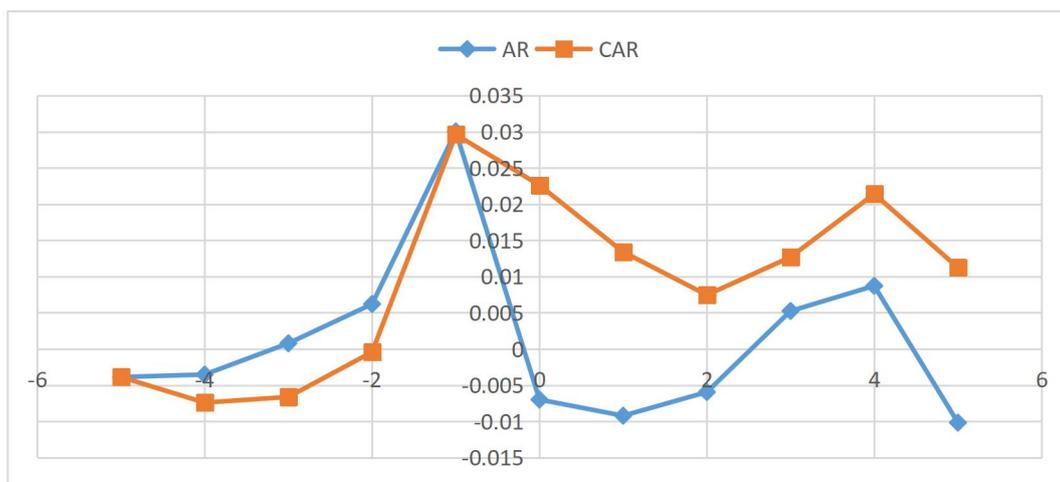


图 4.3 CAR 及 AR 走势图

经查询东方航空在窗口期内发布的公告,可发现东方航空在这个期间所发的公告与本次事件有关,表 4.3 和图 4.3 的数据结果和 CAR、AR 走势图变化均是基于吉祥航空和东方航空的交叉持股所带来的。根据计算出回归系数 $\beta=1.4037$ ,可以表明东方航空在 2019 年 9 月 6 日首次公告引入吉祥航空这一战略投资者后,个股日汇报率与市场日回报率间存在明显的线性关系。

分析图 4.2 曲线变化情况可知,事件期间内的 AR 整体走势波动剧烈,累计超额收益率 CAR 的整体走势波动情况则呈现波动性增长态势。在事件期前 5 天,AR 和 CAR 都呈现大幅度上升,在  $t=-1$  日均达到峰值 3%及 2.96%,这说明东方航空和吉祥航空的战略合作这一事件前期已经向市场释放出积极信号,资本市场对双方的合作表现出显著的正向作用;在事件期后 5 天,AR 先是小幅度下降随后再次波动性跌落,CAR 受到 AR 影响也表现为波动性增长,但在 2 到 5 天时仍保持着正向变化,因此,说明两大航空公司交叉持股事件为东方航空的市场反应依旧带来了短期的积极影响。

## 4.2 引入战略投资者的财务效果分析

### 4.2.1 基于传统财务指标分析

本节主要采用比率分析法和趋势分析法,对东方航空引入战略投资者前后的财务效果进行比较,主要从财务角度分析企业的偿债能力、盈利能力、营运能力以及成长能力四个能力评价引入战略投资者的效果。在数据选取时,由于达美航空公司在东方航空公司的 H 股注资,而本节选取的财务指标及行业均值都源于 A 股数据,因此,本节的财务效果将主要围绕 2016 年-2020 年这一期间的战略投资者(携程旅行网、吉祥航空、中国国新)进行比较分析。

#### (1) 偿债能力分析

企业偿债能力,衡量的是企业的生产经营能力,具体是指收益能否补偿企业的债务,针对企业偿债能力的判断,从时间维度上分析有长期偿债和短期偿债的表现情况,具体评价指标包括流动比率、速动比率以及资产负债率三个指标。

表 4.4 东方航空 2013 年-2020 年偿债能力指标

指标	年份	东方航空	行业
流动比率	2013 年	0.24	2.12
	2014 年	0.30	1.76
	2015 年	0.31	1.42
	2016 年	0.23	1.24
	2017 年	0.23	1.30
	2018 年	0.22	1.29
	2019 年	0.25	1.08
	2020 年	0.23	1.10
速动比率	2013 年	0.19	2.04
	2014 年	0.26	1.68
	2015 年	0.23	1.37
	2016 年	0.23	1.20
	2017 年	0.20	1.25
	2018 年	0.19	1.25
	2019 年	0.25	1.04
	2020 年	0.21	1.05
资产负债率	2013 年	80.92%	43.29%
	2014 年	81.97%	45.43%
	2015 年	80.76%	46.25%
	2016 年	76.15%	44.32%
	2017 年	75.15%	45.72%
	2018 年	74.83%	47.51%
	2019 年	75.12%	48.44%
	2020 年	79.85%	52.89%

资料来源：国泰安数据库



图 4.3 2013 年-2020 年流动比率指标

通常认为企业的速动比率正常值应该低于 1，流动比率正常值应该低于 2。比较图 4.3 和表 4.4 可知，东方航空从 2013 年到 2020 年的流动比率表现的差异变化不大，虽然较行业均值差距明显，从 2016 年至 2020 年基本维持在 0.23 左右，行业均值则波动明显并呈现出下降的趋势。这与航空运输业以长期经营性资产为主属于重资产行业有关，因此，整体来看东方航空的短期偿债能力较为稳定，并未出现大幅度的波动。

企业的随时变现资产偿还到期债务的能力即速动比率，该指标与相对流动比率相比，更加具体，更能详细的描述企业能否准时偿还到期债务。从表 4.4 数据能够得知，速动比率指标在 2016 至 2018 年的数值一直较低，这说明东方航空这几年的业务不断增长，伴随着企业生产经营状况不断提升，偿债压力一直较大。2019 年，2020 年的速动比率出现小幅度增长，这是因为 2019 年东方航空与吉祥航空实现相互持股，2020 年集团引入中国国新、中国国寿等战略投资者获得了大量的资金注入，并缓解了东方航空面临的偿债风险。因此，东方航空引入合适的战略投资者对其短期偿债能力是有暂时的正向影响。

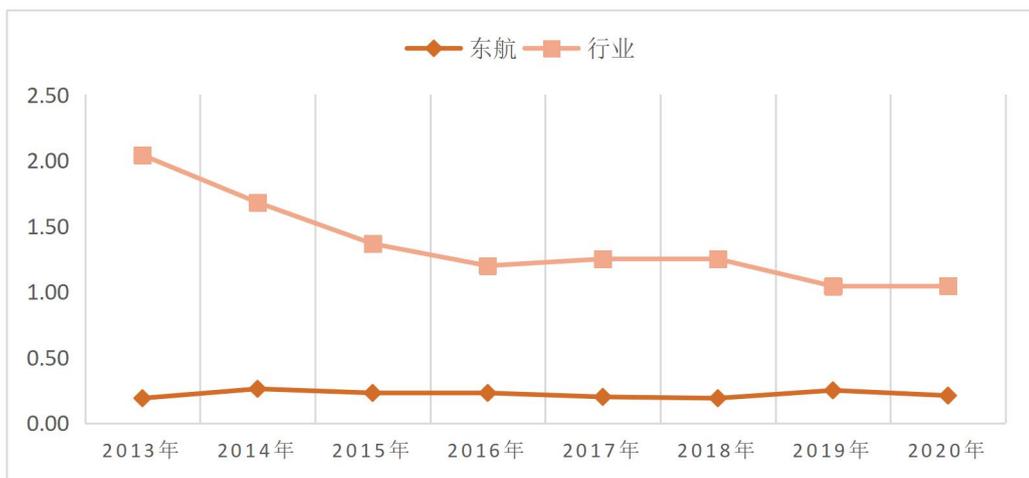


图 4.4 2013 年-2020 年速动比率指标

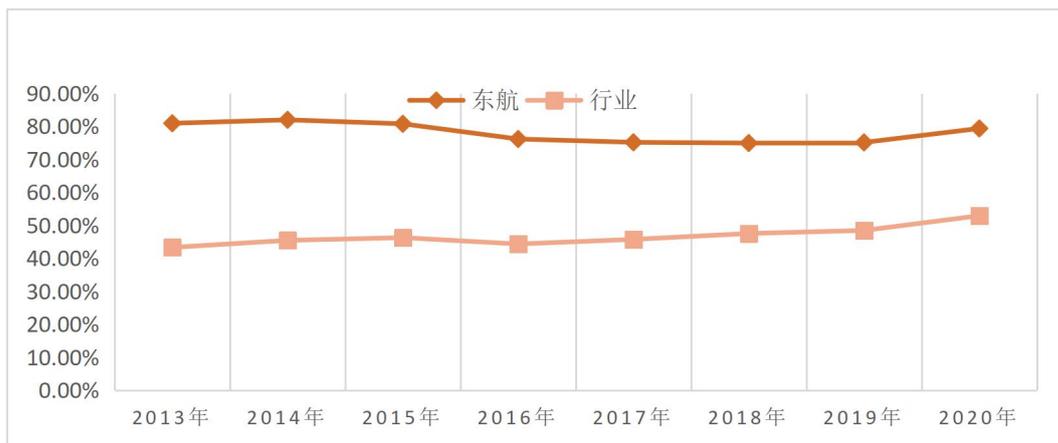


图 4.5 2013 年-2020 年资产负债率指标

资产负债率是从长期角度来衡量公司的偿债能力。资产负债率高一直是困扰东方航空的问题，早期的东方航空曾于 2002 年前后进行一系列大规模收购，扩大了企业的业务范围，然而在短时间的扩张活动中缺少对资源的整合能力，以至于出现大量的管理漏洞问题，更甚至严重程度上为东方航空带来亏损，截止到 2006 年，资产亏损高达 27.8 亿，资产负债率达到 93.72%。2016 年，引入携程旅行、2019 年与吉祥航空互相成为战略投资者，2020 年获得来自集团层面的 186 亿元的资金，每一次募集的资金都会将其中的一部分资金单独用作降低资产负债率，通过比较吉祥航空、携程旅行引入前后的资产负债情况，从图 4.5 曲线变化可知，2016 年之后的资产负债率维持在 75%左右，并且在逐步缓慢降低，这表明适当的将外资企业引入到东方航空能降低其负债情况，尽管始终高于行业均值，但始终保持着较高的债务偿还能力，证明其资产变现能力较强。

## (2) 盈利能力分析

盈利能力主要目的是为企业衡量在静态的经营周期内获取利润的能力，如果一家企业能够保证持续稳定的经营和发展，那么它便拥有的盈利能力是良好积极的。衡量一个企业某一阶段的盈利能力可以从多个角度分析，本文从净利润(亿)、净资产收益率、资产收益率、营业净利率和每股收益能力指标分析东方航空 2013 年-2020 年的盈利情况。

表 4.5 东方航空 2013 年-2020 年盈利能力指标

指标 (%)	年份	东方航空	行业
净利润 (亿)	2013 年	23.58	15.34
	2014 年	34.17	17.84
	2015 年	45.41	24.12
	2016 年	45.08	25.55
	2017 年	63.52	32.22
	2018 年	27.09	17.42
	2019 年	31.52	21.34
	2020 年	-118.3	-91.97
净资产收益率	2013 年	10.87	9.17
	2014 年	13.06	9.90
	2015 年	14.73	14.68
	2016 年	10.85	11.47
	2017 年	12.64	11.11
	2018 年	4.85	8.73
	2019 年	5.43	9.1
	2020 年	-19.60	-32.21
资产收益率	2013 年	1.60	9.57
	2014 年	2.35	5.78
	2015 年	2.81	6.96
	2016 年	2.45	6.13
	2017 年	3.12	5.9
	2018 年	1.27	4.89
	2019 年	1.34	5.07
	2020 年	-4.44	-3.68
营业净利率	2013 年	2.36	16.36
	2014 年	3.95	15.24
	2015 年	5.38	16.86
	2016 年	5.04	15.71
	2017 年	6.70	15.76
	2018 年	2.56	12.82
	2019 年	2.88	13.33
	2020 年	- 21.41	-24.18
每股收益	2013 年	0.20	-
	2014 年	0.27	-
	2015 年	0.36	-
	2016 年	0.34	-
	2017 年	0.44	-
	2018 年	0.19	-
	2019 年	0.21	-
	2020 年	-0.72	-

资料来源：国泰安数据库

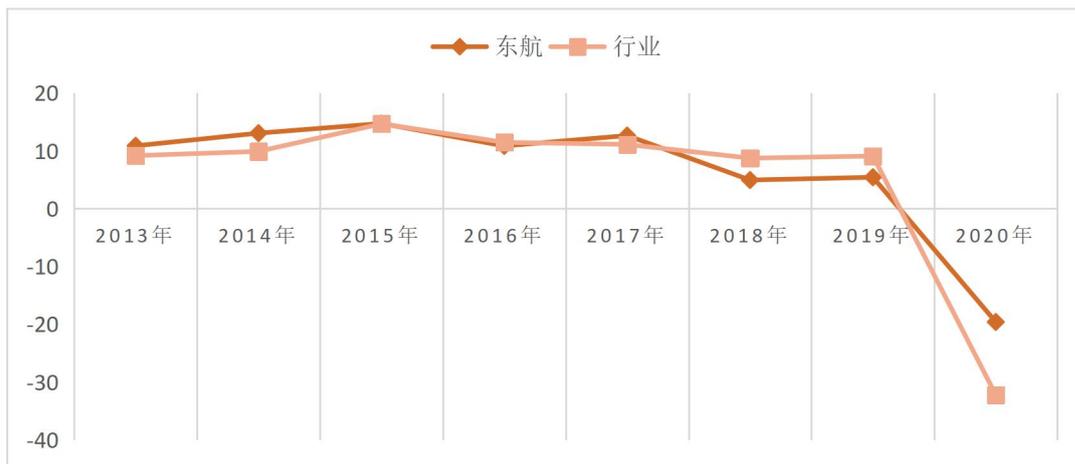


图 4.6 2013 年-2020 年净资产收益率指标

本文为能够更好的体现企业整体的盈利能力,选择一直被认为是核心指标的净资产收益率。表 4.5 和图 4.6 可见,东方航空实施混改以来,2016 年东方航空的净资产收益率出现下降,但这并不意味着东方航空的盈利情况出现问题,这是因为净资产收益率表示的是企业本身的资产所带来的产能大小。2016 年的净利润 45.08 亿人民币,与 2015 年的 45.1 亿元基本持平,而东方航空 2016 年引入了战略投资者携程旅行,导致净资产增加,因此表现为比值的下降;2017 年东方航空采取创新转型、提高质量、降本增效等方式,净利润同比增长四成,其净资产收益率逐渐开始回升;2018 年因为全球经济增长态势放缓,航油均价上涨,市场竞争加剧等影响,且无上年类似的收入增加,东方航空的净利润下降近一半,导致其净资产收益率表现不佳;2019 年,东方航空再次引入战略伙伴吉祥航空,虽然呈现出的净资产和净利率指标相比上年有细微的增长,维持在 5.43%左右,但与行业受到大环境的负面影响导致整体处于下跌的趋势相比,其表现的结果较好,因此,引入战略投资者对东方航空的盈利能力有一定的提升作用。



图 4.7 2013 年-2020 资产收益率指标

单位资产净利润等同于资产收益率，均能用于表示一个企业相对其总资产而言的盈利高低的重要指标之一。由表 4.5 和图 4.7 可见，从整体走势看，东方航空公司 2013 年至 2020 年的资产收益率指标的变化基本与行业的走势曲线相同。从东方航空的具体指标情况看，东方航空在引入携程旅行后的 2017 年其资产收益率得到了短暂的提升，由于 2017 年东方航空将子公司东航物流全部划转为独立公司，其 2018 年的资产收益率再次下跌，但 2019 年引入吉祥航空使得资产收益率较前一年止住了下跌的趋势，实现了小幅度的提高，这表明东方航空的引入战略投资者这一举措对 2019 年的东方航空来讲是正确的选择，对其盈利能力的表现有着良好且有效的增强作用。



图 4.7 2013 年-2020 年营业净利率指标

企业获利能力的衡量指标是营业净利率，该指标是指企业营业收入创造净利润的能力，是衡量企业利润高低的主要指标，该数值越高，说明获利越多。比较

图 4.7 和表 4.5 数据结果可知，2013 年至 2015 年之间，东方航空公司是营业净利润的增长持续稳定上涨；2016 年受到货运市场低迷，汇率波动等不利影响，但引入携程旅行后，在 2017 年实现了新的增长幅度，达到 6.7%；而从 2018 年开始出现下跌，这是因为这一指标受行业影响较大，2018 年外部环境发生剧烈变化，备受关注的中美贸易战以及美元兑人民币汇率一直处于高位对航空运输产生了极大的影响，这就导致东方航空航空的营业净利率大幅度下降，进而利润也有所降低。但而 2019 年引入战略投资者吉祥航空后，实现了微弱的提升；2019 年年末航空业遭遇了疫情的冲击，无论是国内市场还是国外市场出行人数大幅减少，导致东方航空的营业净利率跌至负数，但这也反映东方航空抗风险能力较差，仍需加强。



图 4.8 2013 年-2020 年每股收益指标

每股收益指标是指每股指标产出的税后利润，该指标数值越高，表示税后利润就越高。由于国泰安数据库中无法获得民航业的每股收益指标，因此，本文仅就以东方航空 2013 年-2020 年的数据为分析数据，分析上图可知，从 2016 年之后，东方航空的利润逐渐增多，是因为其引入了收益更高的携程旅行。东方航空的每股收益呈现较大幅度的增加；但在 2018 年尽管其营业收入喜创新高，仍出现每股收益的下降追其原因是多项成本费用大幅增加；2019 年东方航空引入战略投资者吉祥航空，缓解了东方航空运营成本增加的负担，因此从 2019 年之后，东方航空的每股收益指标出现增长，因此总结得出，东方航空公司引入战略投资者有助于其扩大业务的广度和深度，增加其获利的几率。

### (3) 营运能力分析

企业营运能力是指企业如果想提升获得利润的能力,那需要依靠企业自身资产良好的运营能力的表现,即对资产的转化率,本文针对东方航空的发展特点和运营特点选择运用总资产周转率、固定资产周转率、应收账款周转率来分析东方航空的运营能力。

表 4.6 东方航空 2013 年-2020 年营运能力指标

指标	年份	东方航空	行业
总资产周转率	2013 年	0.68	0.45
	2014 年	0.60	0.43
	2015 年	0.52	0.45
	2016 年	0.49	0.43
	2017 年	0.47	0.42
	2018 年	0.50	0.45
	2019 年	0.47	0.43
	2020 年	0.21	0.25
固定资产周转率	2013 年	1.03	1.37
	2014 年	0.91	0.83
	2015 年	0.79	0.78
	2016 年	0.71	0.76
	2017 年	0.73	0.79
	2018 年	0.76	0.83
	2019 年	0.89	1.04
	2020 年	0.61	0.71
应收账款周转率	2013 年	26.88	20.19
	2014 年	24.21	18.85
	2015 年	27.89	27.66
	2016 年	35.86	26.03
	2017 年	42.79	31.67
	2018 年	64.64	32.09
	2019 年	76.76	30.61
	2020 年	41.28	20.32

资料来源：国泰安数据库



图 4.10 2013 年-2020 年总资产周转率指标

总资产周转率的主要作用是体现企业对资产的管理利用效率，并且主要的衡量内容是企业在其生产经营周期内所拥有的资产投入生产到完成其能够达到的产出量时所呈现的流转情况。从东方航空的总资产周转率变化曲线可以看出，从 2013 年到 2019 年其总资产周转率始终是高于行业均值的，总资产周转率较高足以表明东方航空自 2016 年多次引入战略投资者为东方航空注入了大量的资金，东方航空则将其大部分用于扩充机队、扩大航线网络上，这对东方航空总资产的运营规模和利用效率都带来了明显的积极作用，对其营运能力的提高有着良好的影响。但 2019 年末由于受到疫情的影响，并且在当年东方航空选择扩充机队规模，这导致东方航空的总资产周转率低于行业均值，航空业所处的外部环境发生着不利变化，东方航空企业自身仍在寻求公司运营规模的扩大，从这一指标的变化意味着东方航空的抗风险能力仍需加强，因此，东方航空应建立高效可及时调控的运营计划备选方案或者是应对体系。



图 4.11 2013 年-2020 年固定资产周转率指标

由图 4.11 和表 4.6 可知，基于整体走势的角度，可以看出东方航空自引入战略投资者后，其固定资产周转率有所提升，在图中其折线的上升过程中表现出的波动程度与行业整体的水平基本一致。再从表 4.6 里提供的数据来看，东方航空因为其本身属于航空运输行业，这一行业的固定资产主要是用于航空客运和货运的飞机，东方航空的固定资产周转率的变动可以体现其在引入战略投资者后在固定资产管理上作出的努力，但由于其固定资产在总资产中占比较高，并且东方航空为保持机龄机构会不定期更新其机队规模，因此，东方航空这一数据值表现得较低。但 2016 年-2019 年其固定资产的周转率是有小幅度提升的，从 2016 年的 0.71 开始提升并在 2019 年达到了最高点 0.89，与行业均值间的差距进一步缩小，因此，不论从固定资产周转率来看还是从其上升的幅度来看，东方航空引入战略投资者后对其运营能力还是有增强的，在同行业中保持着一定的竞争力。



图 4.12 2013 年-2020 年应收账款周转率指标

由图 4.12 和表 4.6 可知,东方航空的应收账款周转率在 2016 年到 2019 年期间一直保持快速增长的状态,该现象的产生与民航的发展息息相关,民航收入主要是现金形式,现金的特点是周转速率快。从 2016 年引入战略投资者开始,东方航空吸取战略投资者带来的经验,通过改进应收账款的处理模式,完善公司的销售模式,减少了应收账款的占比,实现公司应收销售款清算速度不断加快,并不断与行业平均应收账款拉开差距,在 2019 年达到顶点,其周转速度达到了 76.76。远超出同行业的平均值,周转速率的加快表明了东方航空的资金变现能力和资产营运能力都得不断加强。同时有助于降低损害企业资金状况的风险。总体来看,引入战略投资者后的优势显著,在管理水平和资产利用效率上成效显著,对其未来的发展也有辅助作用。

#### (4) 成长能力分析

成长能力即企业未来的发展能力,衡量其业务范围扩大或者是发展状况,体现企业成长能力的指标,本文选取营业收入增长率和净利润增长率两个指标。

表 4.7 东方航空 2013 年-2020 年成长能力指标

指标	年份	东方航空	行业
营业收入增长率	2013 年	1.97%	4.52%
	2014 年	1.86%	10.11%
	2015 年	4.57%	3.25%
	2016 年	5.03%	7.31%
	2017 年	3.21%	16.04%
	2018 年	12.99%	13.14%
	2019 年	5.16%	9.22%
	2020 年	-51.48%	-36.36%
净利润增长率	2013 年	-25.69%	0.38%
	2014 年	44.81%	8.89%
	2015 年	42.29%	40.44%
	2016 年	-1.62%	0.42%
	2017 年	37.36%	17.50%
	2018 年	-56.88%	-19.73%
	2019 年	18.43%	12.40%
	2020 年	-460.44%	-926.79%

资料来源:国泰安数据库

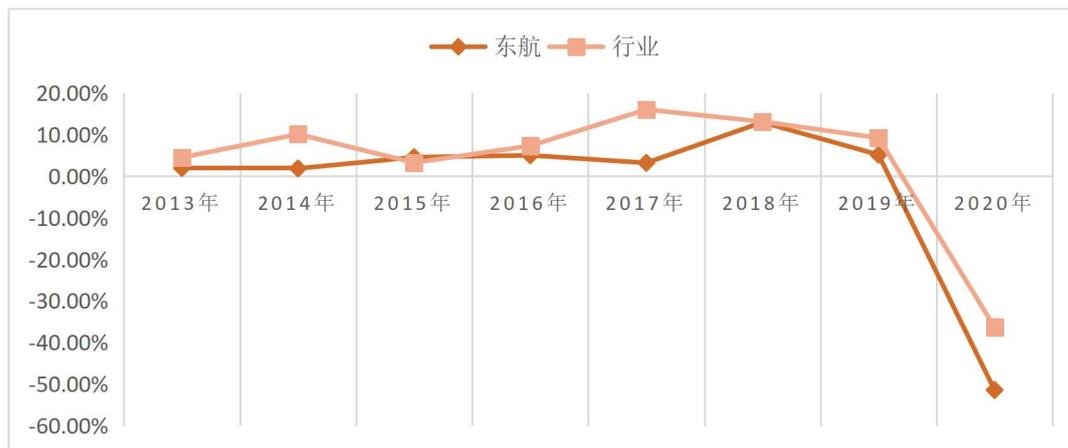


图 4.13 2013 年-2020 年营业收入增长率指标

根据表 4.7 和图 4.13 所示，从整体趋势看，东方航空的营业收入变化趋势与行业均值的变化趋势基本一致，这可以体现出东方航空的营业收入与行业的发展情况是贴合的，并且容易受到行业环境变化的影响。具体的数据指标来看，东方航空自从实施混改以来，对它的营业收入是有一定的积极影响，2016 年引入战略投资者携程旅行，虽然在短期内未看到明显的提升，但是这也帮助东方航空扩展了多领域的转型发展机会，并且在 2017 年东方航空营业收入首次突破了千亿，其增长率的下降主要原因是将东方航空转让其物流权，导致其营业收入的下降，然而在 2018 年后，营业收入的增长率大幅度增长 12.99%，这表明东方航空前期种种改革措施，战略合作的深入带来了营业收入的大幅增长。2019 年、2020 年营业收入的大幅度降低主要是因为外界因素的影响，一是新冠疫情的蔓延导致全球贸易量的下降，对东方航空也有非常大的影响，二是因为贸易摩擦的产生。



图 4.14 2013 年-2020 年净利润增长率指标

如表 4.7 和图 4.14 所示,从整体趋势看,东方航空的净利润增长率指标变化曲线走势保持与行业变化曲线一致。伴随行业形势一旦出现负面冲击的同时东方航空的净利润也会随之产生波动。从具体数据指标来看,东方航空 2015 年-2017 年净利润一直表现得不错,始终高于行业均值,这是因为此期间东方航空改善对市场的有效规划并灵活投放运力,这也间接提升其经营能力和盈利水平;在 2018 年,东方航空净利润增长率达到最低值,这是因为当年全球经济环境形势不佳,无论是国外民航市场还是国内民航市场都受到了影响,东方航空一直有意向再度扩大公司规模,这导致其各项运营成本、以及公司在财务、营销、研发上的投入也需要作出增长,这就出现了营业收入高,营业利润低的局面,但这一局面并没有维持很久,2019 年,东方航空将其物流业务重新回归到自身业务,也在各项运营成本的支出上大幅度削减,出现营业利润增长的局面,2019 年的营业利润已达到 18.43%。2020 年,由于行业整体遭遇打击,但航空公司的成本依旧存在,尽管东方航空采取了多项举措,但这一年的净利润增长率再次大幅下跌。但总体上,在东方航空引入战略投资者的关键时点,其成长能力都有明显的提升。

#### 4.2.2 基于经济增加值的绩效评价

当前我们认为的经济增加值主要体现在企业在扣除所有成本之后获取的经济利润,能够体现出企业获得的真实收益,收益越高表明投入资本创造了高于机会成本的收益。它将企业短期业绩和长期业绩联系起来,降低了委托代理中的信息不对称,有利于企业的长期发展。因此,本节通过比较经济增加值指标变化来判断引入战略投资是否对东方航空有正向影响。以便达到深入反映战略投资者对企业的绩效影响的目的。

表 4.8 EVA 模型公式

指标	公式
税后净营业利润	净利润+财务费用×(1-T)+少数股东损益+资产减值损失+递延所得税负债增加额-递延所得税资产增加额-非经常性收益调整项×(1-T)
调整后资本(TC)	所有者权益+短期借款+一年内到期的非流动负债+长期负债+应付债券+资产减值准备+递延所得税负债-递延所得税资产-金融资产-在建工程-政府补助。
债务资本成本率	债务资本成本率=平均的一年期贷款利率×(1-所得税税率)

权益资本 成本率	$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
EVA	$EVA = NOPAT - TC \times WACC = \text{税后净营业利润} - \text{调整后资本} \times \text{平均资本成本率}$

资料来源：MBA 百科

从公式可以看出，若 EVA 的值为正数，代表股东获得了收益，得到的收益大于超过资本成本；若 EVA 值为零，表示企业仅仅为股东保住了资本；若 EVA 值小于零，则表示股东的投资未得到相应的风险补偿。

### (1) 税后经营净利润的计算

结合东方航空自身和行业的特点，选择调整科目：其中，①财务费用：利息费用和汇兑损益。为消除债务资本成本对营业利润的影响，将利息费用视作营业利润的一部分，扣除所得税后与净利润相加，应予以调整；②非经常性损益：主要为营业外收支，它存在不稳定性，应予以调整；③少数股东损益：公司价值包括少数股东利益，应予以调整。④资产减值损失：主要为各类资产计提减值准备，具有一定主观性，根据年报数据进行调整；⑤递延所得税负债/资产：由于税法与会计准则规定不同，需要再次对递延所得税进行调整。

表 4.8 东方航空税后经营净利润计算表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	207,900	354,700	504,700	496,500	682,000	294,100	348,300	-125,500
财务费用	44,000	-228,600	726,900	639,300	126,100	590,800	633,200	261,700
少数股东损益	-27,900	13,000	50,600	45,700	46,800	23,200	28,800	-71,900
资产减值损失	-18,400	-2,200	22,800	2,900	49,100	31,800	-400	-600
递延所得税 负债增加额	22	-400	-1,800	7,800	-6,800	6,600	-6,800	-900
递延所得税 资产增加额	26,481	-21,900	7,300	-16,400	4,300	8,500	64,600	415,800
非经常性损益	-253,275	-352,350	-408,975	-418,575	-103,050	-68,175	-68,850	-3,200
税后营业 净利润	421,416	910,800	1,522,850	1,467,350	964,350	858,475	862,650	-807,775

数据来源：公司年报

## (2) 资本总额的计算

根据表 4.8 的公式计算资本总额，仍需要调整一些科目，以保证其得到数据的科学性，调整的科目包括：股权成本为所有者权益；债权成本包括短期借款、长期借款、应付债券以及一年内到期的非流动负债、；东方航空年报中披露的各类资产减值准备的期末余额予以转回；同时扣除递延所得税负债、递延所得税资产的期末余额；以及暂时未实际投入生产经营的在建工程、政府补助（来自于非经常性损益表明细项目）；金融资产涵盖交易性金融资产和可供出售的金融资产以及应收股利等项目。

表 4.10 资本总额计算表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
所有者权益	2,629,072	2,948,700	3,765,100	5,009,600	5,651,800	5,935,200	7,039,700	5,691,200
短期负债	793,500	1,397,900	753,700	998,300	2,495,900	812,000	220,000	2,196,600
一年内到期的非流动负债	1,636,600	1,735,500	2,331,800	1,028,900	1,539,100	1,655,100	2,110,100	2,318,100
长期负债	2,033,000	2,022,800	2,040,800	1,060,400	492,400	849,000	382,300	1,316,400
应付债券	698,500	1,028,500	809,000	1,727,600	1,978,700	1,737,700	2,278,100	1,758,100
合计	7,790,672	9,133,400	9,700,400	9,824,800	12,157,900	10,989,000	12,030,200	13,280,400
资产减值准备	-18,400	-2,200	22,800	2,900	49,100	31,800	-4,000	-18,400
递延所得税负债	3,000	2,600	800	8,600	1,800	8,400	2,200	1,300
递延所得税资产	38,900	17,000	24,300	7,900	12,200	20,700	95,300	501,100
金融资产	47,400	50,000	50,600	75,800	85,100	91,400	145,500	117,300
在建工程	1,835,225	2,237,600	2,297,800	2,655,400	2,878,000	2,575,500	2,433,000	2,068,500
政府补助	—	—	78,700	93,500	34,600	38,400	39,400	94,900
资本总额	5,853,747	6,829,200	7,272,600	7,003,700	9,198,900	8,303,200	9,315,200	10,481,500

数据来源：公司年报

## (3) 加权平均资本成本的计算

根据表 4.8 列示的公式，通过计算企业股权资本成本和债券资本成本在企业全部资本的比重，并将二者的比重作为权数，加权平均得出资本总成本。本文根据万德数据库中的数据分别利用公式计算得到权益资本成本率和债务资本成本率，其中无风险收益率选用十年期国债收益率，市场收益率为 10 年上证综指平

均收益，Beta 系数则查询东方航空的数据，债务资本成本率的计算需要用到一年期和五年期银行贷款利率

表 4.11 加权平均资本成本计算表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
权益资本所占比例	32.88%	34.19%	38.46%	39.24%	41.92%	30.91%	32.55%	25.27%
$\beta$ 系数	1.10	1.55	1.29	1.15	0.81	1.36	1.60	1.46
权益资本成本率	18.86%	25.59%	31.01%	29.93%	6.13%	3.10%	9.71%	0.71%
债务资本所占比例	67.12%	65.81%	61.54%	60.76%	58.08%	69.09%	68.11%	74.73%
债务资本成本率	5.44%	5.53%	5.37%	5.69%	5.36%	5.79%	5.96%	5.34%
加权平均资本成本率	9.85%	12.39%	15.23%	15.20%	5.68%	4.86%	7.18%	4.17%

数据来源：wind 数据库

#### (4) 经济增加值的计算

根据表 4.8 列示计算 EVA 的公式，将上述计算结果代入公式可得表 4.12：

表 4.12 经济增加值计算表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
调整税后营业利润	421,416	910,800	1,522,850	1,467,350	964,350	858,475	862,650	-807,775
调整后的资产总额	5,853,747	6,829,200	7,272,600	7,003,700	9,198,900	8,303,200	9,315,200	10,481,500
加权平均资本成本率	9.85%	12.39%	15.23%	15.20%	5.68%	4.86%	7.18%	4.17%
EVA	-155,178	64,662	415,233	402,788	441,852	446,636	193,819	-1,244,854

数据来源：公司年报及 wind 数据库

根据表 4.12 可知，东方航空在引入战略投资者之前其经济增加值并不稳定，这可能与国内外经济、政策的变动，行业竞争加剧以及高速动车数量和速度的提升有密切关系，多重不利因素导致东方航空的盈利空间受限，并且企业面对服务主要服务对象的多变需求，需要及时精准应对由于多种因素导致的较大的差异化

服务要求。自 2016 年引入战略投资者携程旅行网后，由于遭受到宏观经济环境、竞争加剧的影响，对经济增加值并未有明显的提升作用，但在随后的 2017 年、2018 年经济增加值有缓慢提高，这表明战略投资者的引入提升了东方航空的企业价值。2019 年，东方航空的经济增加值较 2018 年下降幅度较大，这是由于东方航空本身容易受到国内外大环境变化的影响，并且东方航空这一年的运营规模不断扩大，随之而来的各项运营成本的增加，尽管引入吉祥航空作为其在国内航线布局的助力，但短期内并不能大幅改善其经营业绩的压力。2019 年、2020 年，全球遭到新冠肺炎疫情灾害，对全球的货物运输和客运带来严重威胁。客运量急剧下滑，而东方航空承担的运营成本并未减少，尽管在 2020 年收到了中国国新等四家战略投资者的资金支持，但东方航空 2020 年的经济增加值仍为负值，但这一情况未来会随着东方航空积极采取缓解措施和国内疫情的有效控制会有所好转。

### 4.3 东方航空引入战略投资者的非财务效果分析

在本小节主要从非财务角度分析引入战略投资者对东方航空的影响作用，并从股权多元化、治理效果提升、扩宽融资渠道、缓解财务负担、加速企业转型升级等多个层面详细深入的分析。

#### 4.3.1 引入战略投资者的管理协同效果分析

东方航空引入战略投资者后引入的企业会参与到董事会的管理中，并拥有部分的股权，这就导致东方航空的股权和董事会结构发生变化，本小节分析股权结构及董事会成员变动，据此来验证战略投资者能否为企业的管理提升有正向帮助。

##### (1) 股权结构优化

东方航空在集团层面和公司层面多次实施引入战略投资者，使股权结构发生变化，从原来的国有企业绝对控制变成有民营企业部分持股，东方航空的实际控股方国资委持有的股权份额得到稀释，从 60.56%降低到不足 50%，国有资本完全控制东方航空时，东方航空的所有决策制定都由国有资本决策，往往会出现“一

股独大”、较重的政策性负担、民营资本话语权弱等弊病，这导致企业在股权治理当中存在一定的缺陷。

混改之后，从股权多元化角度看，股权多元化程度提高。通过引入达美航空、携程旅行网、吉祥航空等战略投资者，东方航空的股东类型愈加丰富，更多资本的融入，使得双方参与治理的过程中，重视与民营股东意愿的公平沟通，不仅增强国有经济的活力，还增加了民营股东的“话语权”，有利于东方航空市场化程度进一步提高；从股权制衡角度看，股权制衡的程度得以提高，在一个企业中股东既是独立个体，又有共同的利益驱使，这种共同的目标可以起到对股东的监督作用，避免股东做出一些错误的决策，导致对其他股东的利益和诉求忽视或者造成损失。

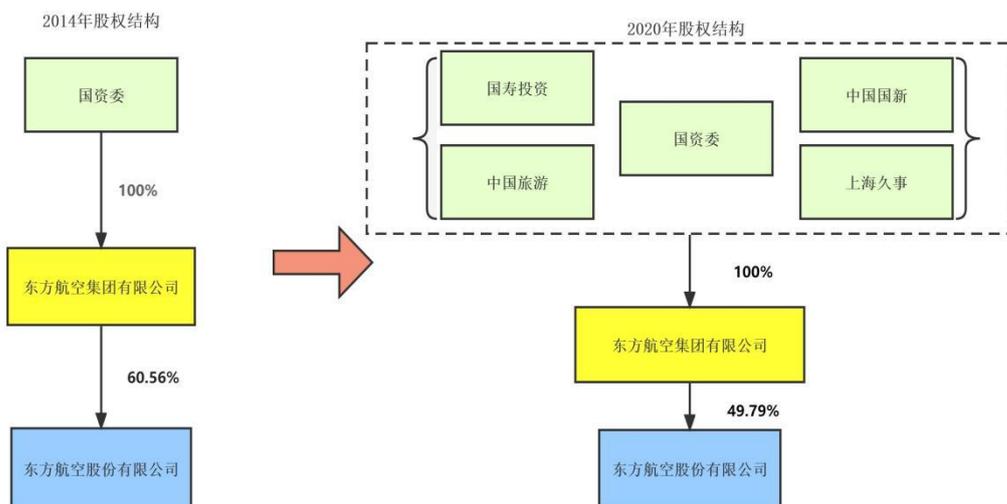


图 4.15 东方航空股权结构变革

表 4.13 东方航空混改前后股东构成

引入前		引入后	
股东名称	持股比例	股东名称	持股比例
中国东方航空集团	40.03%	中国东方航空集团	30.97%
HKSCC	32.97%	HKSCC	28.70%
东方航空金控	3.61%	上海吉道航	3.60%
中国航空油料集团	3.32%	中国航空油料集团	3.07%
锦江国际集团	2.71%	DELTA AIRLINES INC	2.84%
上海联合投资	2.57%	上海励程信息技术咨询	2.84%
中外运空运发展	0.66%	东方航空金控	2.79%

中银集团投资	0.17%	中国证券金融	2.62%
上海爱建信托	0.15%	上海均瑶(集团)	1.90%
上海轻工业对外	0.15%	中国国有企业结构调整基金	1.67%

资料来源：东方航空公司年报整理

## (2) 治理机构优化

东方航空实施混改后，虽然东方航空此前与达美航空、上海携程旅行达成战略合作协议，但是双方并未实际参与监督东方航空的企业实际管理、决策中。自从2019年与吉祥航空及其控股股东上海均瑶(集团)成功实现交叉持股后，双方企业分别有一位对面公司的董事会成员，参与到内部的监督管理中，促进管理格局和效率的优化，根据2020年公布的年报可知，东方航空公司的董事会成员实有9名，独立董事三人以上，包括上海均瑶和吉祥航空的董事会成员。

东方航空这一举动对于其自身发展是一次大胆的尝试，是一次对新修订民航投资政策的亲身试验，是开展混合制改革的首家国有控股航空公司，开创了国有制控股到国有相对控股的先河。两大航空公司在交叉持股后，东方航空能够参与到吉祥航空的董事会实行表决决策的权利，在既保证了对民营企业决策的话语权的同时还有对外投资的信息获利能力，有效地防止国有资产的流失。最后，将民营企业引入到国企能够促进国企进一步提升活力，刺激各方面生产经营的提高，有效的抑制了股东的独断专权，很大程度上防止企业内部混乱的产生，对国有企业的长久发展起到规范作用。

从吉祥航空的角度出发，民营企业与国有企业交叉持股，吉祥航空也能参与到东方航空的管理决策，在对东方航空的经营管理上提出自己的观点和看法，也是对民营资本的保护。国有企业与民营企业的经营方式肯定存在不同的地方，吉祥航空在参与管理的同时还能学习到国有企业丰富的经营经验，学习其开展国际化航线的经营理念，避免出现重大战略决策错误，有助于民营航空的发展壮大。这种深入到董事会的深度绑定，加速了吉祥航空开展国际航线的进程。

### 4.3.2 引入战略投资者的资本协同效果分析

通过引入战略投资者,这对东方航空的资本结构无疑带来了有效的优化作用,提升了加快企业资金的周转利用率,对合力配置资源有较大的帮助作用,下文主要从拓宽融资渠道以及财务压力缓解两个角度分析引入战略投资者对企业的影响效果。

#### (1) 融资渠道拓宽

目前,多数航空公司的融资方式都是凭借发行债券、股票融资、银行借款以及租赁等方式获取的,这种方式极易出现负债加重,加重企业的财务负担。实施混改前,东方航空同样面临这一难题,随着东方航空紧跟时代脚步,其发展战略因政策、经济环境、竞争格局市场化而转变、且为了扩大经营业务范围,在多个领域均开展了融资活动,以吸收大量的资金。而东方航空引入战略投资者,既可以得到融资又没有负债的大幅度增加,并且通过发行超短期融资券、人民币贷款等方式,优化公司的债务结构。

东方航空吸引战略投资者的加入能够合理的改善眼前的不利局面。其在2015年邀请达美航空签署战略投资协议,采取联合非公开发行A股以及公开发行H股的模式,给公司吸引了足额的流动资本。次年,东方航空为了协调资本价值构成的比例,又与携程旅行签署战略投资协议。自此他并没有停下脚步,三年后,东方航空又分别与均瑶集团及吉祥航空进行交叉持股,刺激自身股价上涨,不仅得到了丰厚的资金自持,还使得原本的业务得以扩展。战略投资者们的加入,东方航空的融资渠道丰富了,融资工具种类增加了,企业的资本结构也得以完善,强化公司盈利水平的同时,也帮助企业又快又好的全方位发展。

#### (2) 缓解财务负担

2002年左右,东方航空公司为了扩大业务范围提升企业规模,采取一系列方法和措施,由于东方航空在短时间内的快速扩张,而应该与之匹配的管理机制却不完善,就出现了大量管理问题,一些资源也得不到有效地处理,导致企业后期经营亏损激增,到2006年的亏损接近27亿,资产负债率接近高达93.7%。东

方航空急需采取有效措施改变其资产负债率居高不下的难题。但是航空公司通常采用的获取营运资金的方式，对于东方航空的资产负债率反而会新的负担。从 2015 年开始，东方航空借助国企混改热潮，多次有目的、有计划的引入战略投资者一方面调整优化股权结构，一方面将以股权换资金逐渐改善前期并购带来的财务问题，但是这段时期筹集的资金用于减缓财务负担的金额较少。2019 年，东方航空公司开展混合持股计划，分别持有均瑶航空和吉祥航空的股票，同样他们也拥有东方航空的股票，此举立即提升了东方航空的资金收益。2020 年，东方航空的控股股东从集团层面再次引入四家战略投资者，获得 2020 年国企混改最大的一笔资金投入——330 亿元。其中控股股东东方航空集团将增资 108 亿元，帮助东方航空改善现金流，新的一年东方航空有希望大幅降低企业的资产负债率，降低负债能够提升资本的稳定性，缓解财务困境的尴尬境地。

### 4.3.3 引入战略投资者的业务协同效果分析

东方航空开始实施混改以来，近年来的主要举措就是引入战略投资者，并且东方航空选择的战略伙伴的时候十分重视双方能否在战略目标、战略业务、市场发展路线等方面具有匹配性，因此，东方航空与它的战略投资者是具备一致的目标，并且业务层次上各具优势，双方的深度合作有望将业务协同的程度最大化。

#### (1) 对外合作和战略协同

在国际航空市场，东方航空 2014 年为开辟北美业务，开辟一系列新航线并以一些新机型为宣传点，借此能够打开国际市场大门。而达美航空在全球多个国家拥有超过 334 个航空，经营着过万的航班班次，拥有全球最大的年旅客运输量。基于东方航空和达美有着共同的全球化战略构想，又同属天合联盟，在中美航线上都投入了庞大的资源，引入达美航空无疑是东方航空未来长远的国际化发展迈出的有力一步，东方航空将借助达美航空在航点布局实力、国际销售渠道、航线网络方面的优势，不仅可以为东方航空将其“太平洋计划”的辐射范围扩大，还可以帮助东方航空提高整个远程航线的经营能力。东方航空 2015 年引入战略投资者达美航空，二者在多个方面展开深度的合作和共享，包括在机场设施的共享、人员的交流引进、时刻的调整、贵宾室的使用以及仓位的管理等方面都有较好

的合作，这种优势互补能提升双方的综合实力，提升各自的业务优势，共同提升竞争力、带动双方的发展与业绩增长。同年，东方航空与达美航空共同携手法国航空-荷兰皇家航空集团搭建了连接亚洲、北美洲、欧洲的航空运输黄金三角，带动了东方航空在中法、中澳、中日航线的业务多样性，合作销售收入显著增长。

在国内航空市场，吉祥航空和东方航空两大航空在未进行交叉持股前并没有共同直飞点，此举大大扩宽了两大航空公司的航线数量，双方的发展战略都是以“上海为中心”，经营模式都是“全服务+低成本”的双模式，东方航空与吉祥航空公司双方多年来致力于积极打造上海核心枢纽，优化完善航线网络结构。双方在业务层面的合作留有很大的可发挥空间。2019年双方以交叉持股的方式互为战略投资者，合作后双方将在互售机票的现有基础上，在常旅客计划的合作，休息室共享，航班全面代码共享等方面开启深度合作，东方航空和吉祥的战略合作有助于避免在上海市场的不必要竞争，增强双方在上海市场的竞争实力，实现共赢发展。双方企业为长久发展，还会加强在多个领域的合作，会员积分以及在低成本航空领域都会开展紧密的合作，共同发展业务，共赢发展。

表 4.14 东方航空对外合作情况

	合作伙伴
国际航线	达美航空——开启了“T1 航站楼+S1 卫星厅”枢纽新模式，提升了浦东机场的运营效率和服务能力，合作收入同比增长约 17%。
	法荷航集团——拓展联营航线，新增昆明、武汉至巴黎航线；通程值机中转模式、集团客户、联合销售等方面加深合作。
	澳洲航空——在代号共享、运力投放、联合营销、资源共享和人员交流等领域开展深入合作。
	日本航空——加强双方在航线网络、运力共享等领域的合作，巩固日本航线市场地位。
国内航线	吉祥航空——建立了“股权+业务”的全面战略合作伙伴关系，拓展互售、SPA 合作、扩大代号共享范围。

资料来源：东方航空年报整理

## (2) 加速企业转型升级

近年来,东方航空不再甘当上游供应商的角色,而是慢慢从一个传统的空运承运企业转变为能够提供综合服务的现代服务性航空企业,在产业上进行多元化升级,加大在航空产业链上下游的交互,而这种产业上的扩充则需要有大量的资金支持。2016年,东方航空为扩大业务范围与携程旅行网达成战略联盟,双方成为战略联盟的原因在于可以将携程旅行网的游客资源和东方航空的航行线路优势发挥到最大,这样双方的优势互补,更能发挥效用。

作为当前发展最快的线上旅游企业,携程旅行网通过制定大量的旅行线路规划吸引了大量的旅行消费者,但携程旅行网却难以支持游客的出行,这样与航运实力较强的航空公司合作就能解决游客的出行难题,同样也解决了航空公司的售票难问题。引入携程旅行网这一战略投资者,将航空企业与OTA企业之间形成了“航空+互联网”合作模式,使航空公司与旅游企业的合作更加深入,旅游企业的产品服务与航空线路的融合更加深入,打破线上企业服务与实体公司的合作壁垒,消除旅游企业与航空公司的矛盾,二者互为支持补充力量,共同合作研发新的合作方式,在降低成本和保证高质量服务的同时为消费者提供更好的服务。

在提升客户服务体验方面,对内——东方航空不断精细服务质量,借助先进的信息技术,全面升级为智慧航空,并推出全新的“东方万里行”会员体系,为客户提供更加便捷舒适的飞行体验;对外——东方航空不仅在线上与中国铁路集团开启“空铁联运”模式,有效的将铁路运输系统与航空运输系统衔接,在全国首次实现“机票+火车票”的一站式预订;线下还开展多领域的联名合作,如与全球旅游度假品牌迪士尼合作彩绘飞机,推出特色旅游产品。与首汽约车推出“消毒车”接送机业务,与洲际、万豪等酒店集团开展深度合作,为客户提供满意服务。疫情期间,东方航空持续创新产品,在全行业首次推出“定制包机”“周末随心飞”“积分+现金”支付的“东方航空钱包”等系列新产品,激发旅客出行需求,丰富旅客出行的产品选择。因此,东方航空通过不断加强与战略伙伴的合作,积极拓展与世界知名企业的合作,不断在复杂的市场竞争环境下占据领先地位,成为行业领头企业。

## 4.4 小结

本章节主要从市场反应、财务效果和非财务效果三个角度探究东方航空引入战略投资者前后的影响。在市场反应层面通过事件研究法探究东方航空将投资者引入后的市场变化情况，发现该做法短时间内能促进收益率的提升，CAR 数值为正，股票收益大幅度提升，此举表明东方航空公司在引入外部投资者后，能够取得较好的影响，东方航空的市场价值有显著的提升。

财务效果方面，通过运用财务指标法、经济增加值法，从传统财务绩效表现和企业价值表现这两个角度发现东方航空在引入战略投资者的关键时刻都有不同程度的财务指标变化。可知引入战略投资者对企业的偿债能力、盈利能力、营运能力和成长能力能够表现出一定程度的增强，但因为东方航空本身容易受到外部环境的负面影响，其抗风险能力有待加强。并且，东方航空自引入携程旅行网、吉祥航空等战略投资者后对企业价值有一定的提升作用。

非财务效果方面，分别从管理协同效果、资本协同效果、业务协同效果等三个层面进行深入分析，发现东方航空实施混改对其非财务效果有着积极的正向影响。首先，东方航空在管理协同效果层面实现股权结构的优化和治理效果的提升，其次，在资本协同效果层面实现了融资渠道的扩宽和财务负担的缓解，最后，在业务协同效果层面实现了业务布局的再次提升，以及进一步助力东方航空转型升级。

综上所述，对于身为国有企业的东方航空来讲，引入外部投资者后发生翻天覆地的变化，不仅是体制的改革也在综合治理能力和管理能力上都得到提升，财务方面的收益有所增长，成本也得到降低，是一次成功的混合所有制改革典范。

## 5 结论

### 5.1 研究结论

文章以航空运输业有着“混改先行者”称号的东方航空作为研究对象,采取多次引入优质战略投资者进行行统分析评价,得出结论如下:

首先,本文发现东方航空在实施引入战略投资者的动因:一是存在公司发展负担较重、客户体验亟需提高、国际航线运营能力薄弱等多种弊端,二是从国家政策导向、行业发展趋势、企业自身增强实力的需求等。最终发现,引入战略投资者开展混合所有制改革是促进其发展的最有效方法。同时,在梳理东方航空引入多家战略投资者的过程,发现战略伙伴都与其在战略目标、市场资源、业务范围、未来的发展规划等方面有着相同的想法,拥有共同目标才能共同发展,互相弥补自身的不足并将长处发挥最大。

其次,本文分析东方航空引入战略投资者的财务效果评价。短期来看,东方航空的每一次公告宣布引入战略投资者,都会引起资本市场的关注,最终都体现出正向的促进作用,但这种对股价的刺激并不能长久持续。长期来看,引入战略投资者后的成长能力、营运能力、债务偿还能力以及盈利情况均有较大的提升,同时,采用经济增加值模型评价战略投资者对东方航空的企业价值的有一定的提升作用,因此,战略投资者的确提升了东方航空的财务绩效,但东方航空仍要加强抗击风险的能力,方能实现长久发展。

最后,非财务效果方面,分析得出东方航空引入战略投资者后,一是管理协同效果,实现公司股权结构多元化,实现激励机制与约束机制相容,提升公司的治理能力和效率;二是资本协同效果,拓宽了融资渠道,一定程度上避免了财务困境的产生,最大程度合理化企业的资本结构。三是业务协同效果,促进了资源的有效整合,还拓宽了产业链的发展模式,不仅推进东方航空的发展壮大还提升其综合能力,促进其持续加速战略转型。

因此,综合东方航空在治理结构、资本结构和产业链上下游业务范围的种种表现,可以证明引入战略投资者能够对东方航空产生有效且优质的提高作用。

## 5.2 启示

从上述文章的分析研究结果可知,东方航空公司进行的混合所有制改革是一次成功的改革,体现在营业收益方面的大幅度提升,因此可以说东方航空公司的改革是比较成功的改革,我们从其改革的成果中总结出很多可以值得学习的经验以供其他航空公司或者其他领域公司进行混合所有制改革所学习。

首先,我国国有企业应该继续走混合制发展道路,继续开展多元化、深层次的混合制改革,基于大量进行混合制改革的企业结果表明,混改是实现国有企业创新的出发点和落脚点,也是推动国有企业发展成为国际一流企业的强有力推手,推动国有企业实现有序高效发展,不仅要提升国有企业在全球同行业的竞争实力,在国际同行业间占有足够大的市场份额和难以被忽视的品牌影响力,同时,国有企业应不忘维系企业持续前行的根本和底线,正是这些国家政策方能保证企业不走偏不走歪,始终走在正确的方向上。在国企实施混改的过程中牢牢将国家配套指导意见与企业的每一个阶段布局结合起来,让国有企业的混改不走“歪路”,同时国家和地方政府也在依据国企的真实情况,不断完善相应的政策文件帮助,企业解决遇到的问题,保证国有企业在国企改革道路上平稳提速,促进国有企业的高质量发展。

其次,国有企业实施混合所有制改革需要选择与企业发展战略相契合的发展模式,当前,适合我国的混合所有制改革主要有三种模式,第一是将非国有资本引入到国有资本,第二种是鼓励员工购买企业的股票,即开展员工持股计划,最后一种就是吸引新的投资者进入国有企业。但随着改革的深入,国有企业混合所有制改革的方式越发的多样化,也出现借助传统方法与金融工具结合的新混改方式。但混合所有制改革不是简单的产权变革,而是如何处理好多种类型资本的融合,因此,混改路径的选择应根据自身实际情况,与国有企业的发展战略相契合,如有必要可以采取多种举措并行,以便更好满足国有企业混改的需求,完成国有企业混改的根本目标。

最后,国有企业实行混合所有制改革的第一要素就是选择合适的战略投资者,选择的依据是企业间要有共同的发展目标、多层面的协同以及共同的价值取向。普遍认为,作为投资者需具备的最基本条件就是充足的资本,无论是先进技术还是高端的服务都可作为投资的资本,这些资本的引入能够将被注入资本的国有企

业脱离原有的落后地位，通过整合引入的资本、技术资源等，改变原有国有企业的落后产业链状态，提升国有企业生产链的优势。此外，战略投资者能够实现国有企业股权结构的科学性，为公司治理实现有效制衡、经营管理和管理模式创新与高效，提供了丰富的经验，提升国有企业的综合实力，在国际的竞争中具有较强的竞争力。

### 5.3 研究的局限性

本文以国有三大航空企业之一的东方航空作为研究对象，意在研究东方航空在当下复杂多变的环境里，实施混改的动因和效果，从而为行业内其他企业混改实施前提供有价值的参考依据。但囿于诸多因素的局限，在研究的结果层面还有着不足和问题：一是文中引用的资料多为公司年报和行业研报，缺少第一手资料，未能深入研究引入战略投资者对东方航空造成的真实影响，影响的程度难以准确估计；二是东方航空是航空企业，所处行业壁垒高，研究结论可能不具有普适性。

## 参考文献

- [1]Andrei Shleifer, RobertW.Vishny. Large Shareholders and Corporate Control [J].Journal of Political Economy,1986(9):461-488.
- [2]E.PhilipDavis.Institutional Investors,Corporate Governance and The Performance of The Corporate Sector[J].EconomicSystems.2002(26):203-229.
- [3]Joseph E. Stiglitz. Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies [J]. European Economic Review.1992,(4):269-306.
- [4]Megginson WL,JM Netter.From state to Market:A survey of Empirical Studies on privatization Journal of Economic Literature,1994(39):321-390.
- [5]Megginson,W.,Netter,J..From State to Market: a Survey of Empirical Studies on Privatization[J].Journal of Economic Literature,2001, (39):321-389.
- [6]Hatfield Measures, Jonathan W. Kohn. Small and Large Firm Joint a Structural Equation Modeling Approach Using Venture Performance Amos [J]. JV Allied Academic.2001, (4):13-27.
- [7]Shleifer,Vishny.A survey of corporate governance[J].JournalofFinance.1997(2):737-783.
- [8]李巍,刘能华.吸引战略投资者与我国银行业改革[J].金融与经济,2004,S1:14-17.
- [9]曾德明,刘妮雅.战略投资者介入我国上市银行公司治理问题研究及对策分析[J].经济师.2007,(01):25-26.
- [10]冯伟、刘开林、刘强.行业引进境外战略投资者对提升绩效的影响——基于面板数据的实证研究,山西财经大学学报,2008(2).
- [11]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.南开管理评论,2010(06):106~114.
- [12]郝臣,李礼.公司治理模式的多维度比较研究:构建公司治理权变模式[J].南开管理评论,2006(02):84-89.
- [13]章卫东.定向增发新股、投资者类别与公司股价短期表现的实证研究[J].管理世界,2008(04):179-180.

- [14]吕能芳,景刚.境外战略投资者引入对公司绩效的影响研究[J].长春理工大学学报(社会科学版),2012,25(08):105-107.
- [15]贺薇.我国上市公司定向增发短期财务绩效实证研究[J].经营管理者,2011(1):40-41.
- [16]吕勇斌.引入境外战略投资者是否提升了银行绩效——来自中国A股上市银行的证据[J].宏观经济研究,2009(10):64-68.
- [17]陈林,唐杨柳.国有企业部分民营化能否减轻其政策性负担.经济与管理研究[J].2014(5):42-51.
- [18]赵红,赵雪言,张翼.境外战略投资者持股中资银行对我国商业银行效率的影响[J].西安交通大学学报(社会科学版),2016(2):47-52.
- [19]石凡,陆正飞,张然.引入境外战略投资者是否提升了公司价值——来自H股公司的经验证据[J].经济学(季刊),2008,8(1):231-248.
- [20]盛宇华,祖君.不同类型战略投资者对上市公司绩效影响的实证研究[J].投资研究,2014,33(02):120-129.
- [21]冯伟,刘开林,刘强.银行业引进境外战略投资者对提升绩效的影响——基于面板数据的实证研究[J].山西财经大学学报,2008(02):85-90.
- [22]王昶,焦娟妮.国际战略投资者引进对国有企业绩效影响的评价和实证研究[J].南开管理评论,2009(2):11-19.
- [23]赵飞.战略投资者与公司治理问题研究[J].现代营销(下旬刊),2015(11):28-29.
- [24]刘家松,聂宝平.商业银行境外引资、股权结构与经营绩效——基于2007—2015年62家商业银行的经验证据[J].会计研究,2016(10):34-41.
- [25]佟健,宋小宁.混合所有制改革与国有企业治理[J].广东财经大学学报,2016(1):45-51.
- [26]减跃茹,刘泉红.2016.促进混合所有制经济发展研究.宏观经济研究[J](07):21-28.
- [27]马连福,王丽丽,张琦.混合所有制的优序选择:市场的逻辑[J].中国工业经济,2015,(7):5-20.
- [28]张志伟.外资参股:“战略投资”还是“财务投资”?——基于商业银行综合价值能力的分析[J].北京交通大学学报,2014(01):59-69.

- [29]王志敏.中资银行引入外资战略投资者的再思考[J].国际经济合作, 2010(04): 45-47.
- [30]赵超. 投资者视角下上市公司战略联盟的价值创造效应研究[D].哈尔滨工业大学, 2017.
- [31]郝阳, 龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进 [J] . 北京:经济研究, 2017, (3):122-135.
- [32]赵红, 赵雪言, 张翼.境外战略投资者持股中资银行对我国商业银行效率的影响[J].西安交通大学学报(社会科学版), 2016(2): 47-52.
- [33]张兵, 王东, 刘晓玲.持股比例、境外战略投资者与城市商业银行效率研究——基于 12 家城市商业银行随机前沿分析[J].金融理论与实践, 2014(10): 34-38.
- [34]郭敏, 屈艳芳.国有企业引进战略投资者的风险分析与防范策略[J].华东经济管理, 2008(05): 81-83.
- [35]胡祖六.国内银行引进国际战略投资者切实可行[J].21 世纪商业评论, 2006(03):140-141.
- [36]徐莉萍, 黄小琪.上市公司引入战略投资者的行为研究[J].统计与决策, 2009(12)144-146.
- [37]胡琼.战略投资者与中小企业治理绩效的关系及建议[J].金融经济,2019(06):118-119.
- [38]陈峰.国外战略投资者对我国上市公司价值影响的实证研究[D].苏州: 苏州大学硕士学位论文, 2007.
- [39]石美娟, 童卫华.机构投资者提升公司价值吗——来自后股改时期的经验证据[J].金融研究, 2009(10): 150-161.
- [40]章卫东, 罗希.定向增发新股投资者类别对公司治理的影响研究.国际金融研究.[J], 2019,(08),87-96.
- [41]顾远.引入战略投资者是国企改革战略举措与重要路径[J].现代商业,2019(13):111-113.
- [42]巩娜.国有企业深化改革的主要实践模式与完善对策[J].经济纵横, 2018(08): 80-88.
- [43]减跃茹,刘泉红.促进混合所有制经济发展研究.宏观经济研[J],2016.(07):21-28.

[44]沈昊, 杨梅英. 国有企业混合所有制改革模式和公司治理——基于招商局集团的案例分析 [J]. 北京:管理世界, 2019, (4):171—182.

[45]章卫东,李浩然.定向增发机构投资者异质性与公司绩效——来自中国上市公司的经验证据.当代财经[J], 2020 (02) ,89-100.

## 后 记

时光易逝，转眼三年已过，回首去看，研究生这条路我已走过四年，不敢忘记第一年初尝失败的痛苦不解，第二年独自一人留在北京中公考研时的迷惘纠结，更难忘那些为了达成目标而付出的日日夜夜，付出的泪水。如今想将这份心迹记录于此时，更是要提醒自己不能舍弃当时的坚定，不能轻易忘记那些看似难过却意义深刻的经历。

仔细想想，毕业这一年我已 27 岁，停下多年的辛苦学习脚步，学习之路告一段落，即将进入人生的另一阶段。迈入新的阶段前，首先要感谢我的父母、爷爷奶奶还有家人们，他们选择一直支持我在求学路上所作出的每个决定，理解我每时每刻的心情，给予我一个健康快乐的成长环境。父母亲人之爱子，则为之计深远，我难以用语言去回报，唯盼亲人安康快乐，你们永远是我最爱、最想陪伴、最想拥抱的人。

其次，二十多年的求学生涯即将结束，饮水思其源，学成念吾师。我要感谢我的导师沈萍对于我学业的指导，以及在面对迷惘时给我的指引，在准备论文与完成论文期间，感谢您对我的无私帮助，帮助我整理论文框架，您仔细的对我的论文每个细节提出修改意见，帮助我完成论文的定稿。

最后，我庆幸一直在遇见不同的可爱善良的人，感谢我的闺蜜们——毕宇萌，孙曼津，陈静，张颖，感谢我本科时期的六位挚友们，正因为有她们在，给我带来了不一样的想法碰撞和体验，让我享受到人生漫漫旅途，有人相伴同行，有人相知关心的快乐，尽管会和她们短暂分别，但我仍祝愿我和我身边这些善良、优秀、勇敢的女孩们，依旧保有追风逐梦的勇气，期待未来我们能够江湖再见！

文有所长，感激之意难尽。三年的研究生时光止于 2022 年的夏季，这一年我有太多的难忘的经历，得到过，失去过，终将化为我人生中最难忘的一抹记忆。行文最终愿我阅尽千帆后，保持热爱，归来仍是眼怀星光的少年！