

东航物流混改中异质性资本价值创造路径研究

张梦冉

(山东工商学院, 烟台 264005)

摘要: 国有企业作为国家经济发展的重要角色, 是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础。为推动国有企业增强市场竞争力, 提升国有资本的经营实力, 我国实施了多轮混合所有制改革。目前国企改革三年行动主体任务已完成, 但改革路径的探索阶段仍在继续, 后续的工作重心已经立足于从“改机制”发展为“管资本”模式。通过对东航物流改革的案例研究, 分析异质性资本对东航物流改革中的价值协同路径。研究发现, 企业以异质性资本的介入平衡企业的股权结构, 形成企业“管资本”模式的基石, 通过多资本方的资源和市场经营手段的整合, 使得企业本身形成更加市场化、更加灵活高效的差异化管控模式。这一模式下, 企业在战略投资者引入过程中应注意与企业自身的治理协同, 帮助企业持续完善混改的制度体系, 实现高质量改革, 以企业的协同治理, 共创发展新局面。

关键词: 异质性资本; 价值创造; 东航物流

0 引言

2013年, 党的十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》这一政策性文件, 明确提出要积极发展混合所有制经济, 推动国有企业(以下简称“国企”)完善现代企业制度, 支持非公有制经济健康发展, 为新时代国企改革方向进行了全新部署, 标志着新时期国企改革的序幕已然拉开。为响应这一政策, 我国对国企进行了分批试点, 探索合理的改革模式。自党的十八大以来, 混合所有制改革加速推进, 向改革要活力, 以改革激活力, 国企改革的政策体系逐步形成。纵观国企改革历程, “混”是一种手段, “改”才是关键, 转机制增活力才是最终目的。新一轮国企改革深化提升行动指出, 在改革的过程中, 应从“管企业”向“管资本”方向转变, 以相互制衡的股权结构为实现机制奠定基础, 同时应以战略协同的态度, 实现国有资本与非国有资本

的高效混合, 提高创新水平, 释放国资活力^[1], 以多方资本的协同治理实现企业发展。目前, 国企改革三年行动主体任务已完成, 未来, 企业的发展重心应转向探寻适合企业长远发展的运作模式, 不能单纯地引入战略投资者, 应注意资本间的治理协同, 实现高质量改革。

1 文献综述

近年来, 学者对我国国企混合所有制改革(以下简称“混改”)进行了一系列的学术研究, 主要分为经验总结、宏观研究、微观研究、创新研究4个阶段, 在这一过程中总结经验服务于企业管理之中^[2]。相关研究主要集中分析国企混改的动因、措施及绩效成果, 为国企改革提出先进经验。在分析不同性质资本对国企发展的影响时, 大多进行实证研究, 通过样本数据分析得出在外部制度建设完善的前提下, 通过运用不

同性质资本，达到促进企业发展的作用。2019年以来，我国国企混改的力度逐渐加强，在进行股权混合时，引入的非国有资本不仅包括民营资本，还包括自然人股东、机构股东和外资股东等^[3-4]。对于非国有资本而言，不同性质的资本在共同作用下会产生协同治理的效果。张志平等^[5]研究发现，异质性大股东具有积极的治理效应，能显著提高企业价值，并且在异质性大股东的数量越多或者累计的持股比例越高时，治理效应越强。并且多种资本的介入在带来资源的同时，会促使企业加大对创新资源的投入^[6]，提高投资者的长期回报。

相关学者在研究中得出，当多种资本介入国企发展，会为国企注入活力，同时，在一定程度上，国企放权的程度越高，所引入资本对企业的影响效果越佳。但是对于多类型资本在进入企业后的发展机制，较少涉及，也少有文献通过具体的案例分析，研究异质性资本在国企混改中应该如何实现资本资源多维度融合，以实现价值协同。另外，在混改的过程中选择适合企业发展的长期战略性投资者也十分重要，优质的资本介入可以在制衡大股东专权的同时，为企业带来产业资源和发展经验^[7]。本文结合实际案例，分析引入资本的作用路径，探讨国企在混改过程中以价值共创为目的的改革过程，为国企改革中“管资本”的管控模式提供经验借鉴。

2 案例介绍

东方航空物流股份有限公司（以下简称“东航物流”）是东航集团的下属子公司，首批国企混改的试点企业。自2012年起，东航集团主导东航物流开启转型发展道路，调整内部结构，重组资源。在2016年凭借自身转型成果，成为国企混改中民航领域首家试点企业。整体的混改计划采用“三步走”战略，第一步进

行股权转让，作为混改前的辅助工作，将东航物流作为独立的子公司存续；第二步进行增资扩股，引入战略投资者、财务投资者及员工持股平台；2021年实现混改进程的第三步，当年6月9日于上海证券交易所挂牌上市，成为“航空混改第一股”。东航物流作为国企混改的试点企业，引入异质性资本以实现自身转型发展，在顺应时代要求的同时，进行了企业的自我突破。在东航物流的混改过程中，异质性资本在进驻企业后快速资源整合，加速企业的价值提升，实现了协同效果。

企业资源重新整合后，制定了未来发展目标，即成为高端物流解决方案提供商和航空物流地面服务综合提供商。通过分析传统的国有航空货运模式发现，多数企业都担任承运人的角色，服务链条短，业务主要依靠现有企业垄断性资源，缺乏市场发展活力，导致企业缺乏市场竞争力。东航物流在混改对象的选择中，不仅考虑引资，更考虑引入业务流，根据企业未来发展目标和当前困境，针对性地选择与业务链相关的优质企业。2017年，东航物流与联想控股、德邦股份、绿地金融及普洛斯签订增资协议，其中德邦股份和普洛斯都可以帮助东航物流拓宽业务链条，实现企业的发展目标。东航物流的混改成功，也使其成为试点企业中首个突破国有控股的混改企业，树立了混改模式的新典范。

3 东航物流异质性资本价值协同路径分析

东航物流以转变经营机制为目标，通过“三步走”的改革战略，突破了国企绝对控股的限制，借助异质性资本的资源整合与治理协同，实现混改的成功。异质性资本价值协同路径见图1。接下来具体分析异质性资本间的协同路径。本文在分析过程中，考虑到2021年、2022年市场环境受新冠疫情的影响，所以只分析2018—2020年度的数据。

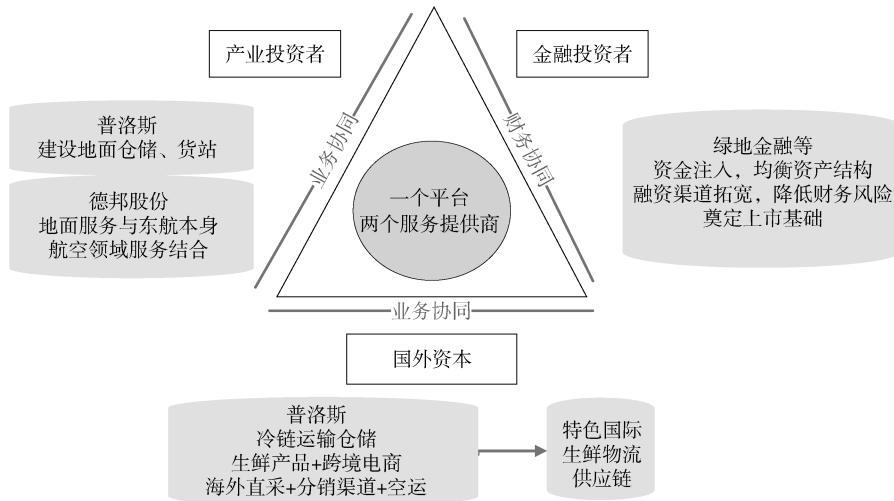


图1 异质性资本价值协同路径

3.1 产业投资者助力企业供应链融合

东航物流在引入战略投资者后，为加速多方资源整合，确定了“一个平台、两个服务提供商”的总体战略布局，即建设快供应链平台、高端物流解决方案服务提供商和航空物流地面服务综合提供商。通过异质性资本所注入的资源实现自身领域拓宽；同时，与战略投资者进行业务协同，进一步打造兼备信息化与国际化的快供应链平台及“干+仓+配”网络。

战略投资者中，普洛斯和德邦股份与东航物流本身的主营业务联系紧密。东航物流的航空领域服务与德邦股份的地面服务结合，形成全面的服务网络，实现了企业业务领域的拓展。同时，二者资源的交互使用也可以降低运营成本，实现供应链协同。在德邦股份推出的“英国跨境电商小包”服务中，由德邦快递根据电商平台的订单信息上门取件，然后借助东航物流以直邮方式送至英国电商客户手中。二者资源共享，相互合作，协同实现跨境服务。同时，普洛斯作为优秀的地面仓储和货站建设企业，可以帮助东航物流加速产业升级，实现发展目标。东航物流子公司中货航已经借助资源，率先运作“货机与客机机腹相结合”的经营模式。2020年数据显示，中货航的货邮周转量

行业占用率已达到19.89%，货邮的运输量也已占全行业的17.39%。在考虑当时经济社会总体发展的情况下，增长趋势展现了混改的初步成效。另外，企业在混改后不断调整产业结构，通过探索与资本的融合，整合企业产业链，构建更为完整独立的生态圈，依据市场发展，加速建设“快物流”平台。

3.2 金融投资者带动企业资本化运作

东航物流在引入产业投资者，促进产业协同的同时也考虑了未来的上市道路。通过引入绿地金融等资本，解决了公司的融资问题，使资金流得到有效巩固，助力企业聚焦核心业务。东航物流通过混改，增加了企业现金流，优化了企业的资产结构，企业的流动资产占比在混改投资者引入后上升幅度明显，在2019年达到了66.12%。综合来看，一方面，战略投资者的引入带来了资金的流入，直接影响了企业的资产结构，见图2；另一方面，产业投资者的引入促进了企业产业升级，且这一过程中也使企业的运营效率提升，促进了企业资产的增长。

东航物流在混改之前主要依靠银行贷款融资，融资渠道单一，杠杆较高，资产结构不均衡，存在较大的财务风险。通过混改引入投资者的形式，扩宽了企

业融资的渠道，民营资本的介入为企业运营注入了大量资金，降低了财务风险，利息保障倍数迅速增长，在2020年达到480.79，见图3。通过国有资本和民营资本的有效整合，有效推动了企业的转型发展；同时，金融投资者的引入也为混改的第三步奠定了基础，借助财务投资者的支持可以帮助企业顺利实现上市，达到混改的最优效果。

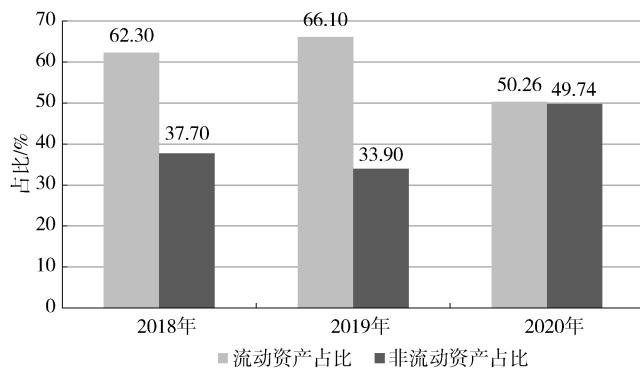


图2 东航物流2018—2020年资产结构变动情况

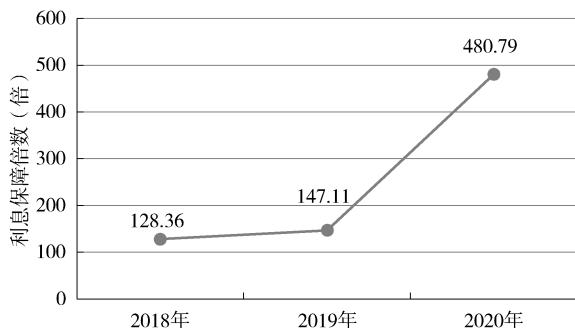


图3 东航物流2018—2020年利息保障倍数变动趋势

3.3 国外资本介入协同创新行业发展

普洛斯资本的介入帮助东航物流拓宽了发展领域。通过整合双方资源，企业实行“海外直采+分销渠道+空运”的服务形式，打造特色的国际生鲜物流业务，并且投资建设冷链运输仓储。公司已基本形成了生鲜货物供应链业态，致力于打造生鲜供应链圈，在2019年生鲜产品的进口量已达到2.03万吨。随着市场需求的增加，企业直达运输的模式也扩展到更多产品。东

航物流的运输产品已经发展到智利车厘子、加拿大三文鱼、意大利橄榄等。2018年航空特货供应链服务量达到5700吨，在2020年增长了8.07%。混改后，公司的国际收入比例逐年上升，企业借助投资者资源，通过融合，助力自身战略布局的实现。跨境电商作为我国外贸发展的重要部分，其发展激发了物流市场运作动力。东航物流借助国际资本，提供快捷方便的跨境服务，提高货物运输的时效性，在扩大业务使用群体的同时也提升了公司的口碑。2018—2020年度跨境电商航空专线货量增长62.34%，跨境电商航空干线货量增长24.18%。见图4。

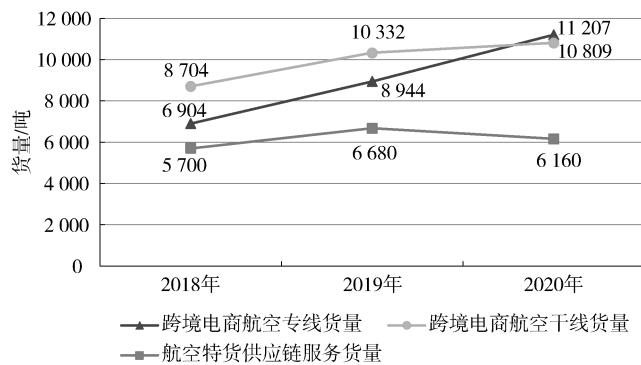


图4 东航物流2018—2020年跨境电商及航空特货供应链发展情况

4 企业以混改实现价值共创的发展经验总结

通过对东航物流的案例分析可以看出，企业在异质性资本融合实现价值共创的过程中通过一些优秀做法，取得了较好的成绩，值得学习借鉴。接下来对案例企业实现价值共创的经验进行总结，以期帮助相关企业提升改革效果，促进自身长远发展。

4.1 建设稳定合理的股权架构，选择合适的混改模式

在国企中，一股独大一直是普遍存在的问题，这是由国企的特殊性及创立之初的多种因素导致。国企在进行混改时，这一问题也应得到重视。东航物流在混改设计中，采用了科学合理的股权分配形式，国有

资金放弃了绝对控制，分配 55% 的股权给民营资本及员工持股平台，很大程度上保障了战略投资者的权利。首先，这种“一股领先 + 相对分散 + 股权激励”的架构，实现了权利的相互制衡，允许民营资本委派员工进驻董事会和监事会^[8-9]，投资者在参与经营管理^[10-11]，进行监督决策的同时^[12]，能更便利地实现资源的互通；其次，股权的分散也可以避免出现战略投资者侵占国企资产的情形，防止国有资产的流失^[13]；最后，国企本身还肩负政治职能，需要承担社会责任，不能只考虑企业盈利。所以企业在设计混改方案时，应充分考虑股权比例，合理设计持股结构，使战略投资者在充分参与管理决策的同时，实现股权的制衡^[14-15]。

4.2 甄选适于企业发展的战略投资者

东航物流在进行战略投资者选择时综合考虑多方因素，根据企业现阶段所需资源及未来发展方向，选定联想控股、德邦股份、普洛斯和绿地金融为战略投资者，通过多方资源融合，实现企业价值的提升。可以看出，国企在引入战略投资者时，首先，应该对公司自身状况进行深入剖析，明确企业的经营短板与未来的发展定位，选择与自身发展相匹配的战略投资者，实现企业的优势互补；其次，对于战略投资者的选择要综合考虑企业的经营实力和管理经验的丰富性，战略投资者的成功经验可以帮助企业整改经营模式，通过学习其管理方法，增强企业的管理效益；最后，还要考虑引入资本与企业自身方向是否一致，若存在重视短期利益的企业，可能会在混改之初单独追求利益，与国企的发展宗旨相背离，这也会导致混改的失败。

4.3 引入多类型战略投资者，发挥协同效应

战略投资者在提供管理经验的同时，还可以为企业发展提供人力、市场、科技等方面的资源，这些资源存在独特性，依靠多种资源的融合利用，发挥协同效应，拓宽产业链实现多元化发展，有利于国企的转

型升级^[16-17]。东航物流在进行战略投资者选择时，综合考虑企业发展及投资者的市场地位，为后续的协同发展进行充分调研考察。引入战略投资者是混改的重要一环，如果企业间没有做到协同发展，可能会导致改革的失败，甚至会发生国有资产流失的情况。因此在选择战略投资者时，可以更关注与企业经营业务相契合的企业，从而达到经营管理的协同^[18]。对于财务投资者的选择，应更多地考虑企业是否可以为未来发展提供充足的现金流和更为丰富的融资渠道，为国企发展提供长期助力。

5 结语

混改作为国企改革的重要手段，在企业的不断尝试中，模式日渐完善。众多国企通过引入战略投资者的形式，谋求自身发展的突破。但是企业的长远发展，不能只以是否引入资本运转作为评判的标准。东航物流作为早期的混改试点企业，在混改方案设计，财务与产业投资者的选择和后续资本的融合，资源的利用方面都存在可取之处，值得其他企业学习借鉴。

东航物流通过三步走的混改模式，改变了原本经营效益不佳的状态，通过借助产业投资者，调整运营模式，制定了“一个平台、两个服务提供商”的总体战略布局，并依据战略一步步推进措施。借助财务投资者，在获取运用现金流的同时，实现了企业的顺利上市，成为“航空物流第一股”。在摆脱困境的同时，实现了企业价值的提升。同时依靠国际资本扩展业务领域，打造“海外直采 + 分销渠道 + 空运”的服务形式，抓住跨境电商的发展时机，激发了物流市场运作动力。

通过对东航物流混改路径分析，认识到实现混改效果的最大化取决于混改中的多方企业是否做到了价值协同，以此实现企业价值提升。国企在混改过程中

首先应重视混改方案的设计，设置合理的股份分配比例，以助于建设稳定的股权架构，在激发战略投资者发挥效用的同时，实现股权的制衡^[19]。在挑选战略投资者时，应充分考虑企业自身情况，依据所需资源，公司的发展阶段和未来发展方向甄选合适的投资者^[20]，并且应评估引入企业的发展状况，为后续企业的长远发展做准备。目前以引入战略投资者的形式进行国企混改仍是改革的常见方式，企业在引入异质性资本时，应以价值协同作为改革发展的目标，在混改的方案设计和后续的实践中可以借鉴东航物流的改革模式，帮助企业达到更好的效果。

参考文献

- [1] 朱磊, 陈曦, 王春燕. 国有企业混合所有制改革对企业创新的影响 [J]. 经济管理, 2019, 41 (11): 72-91.
- [2] 周娜, 鲍晓娟. 国企混合所有制改革轨迹与现实例证 [J]. 改革, 2017 (2): 77-87.
- [3] 陈昆玉, 郭志鹏. 异质性资本、混合股权融合与创新绩效: 来自中国 A 股市场的经验证据 [J]. 哈尔滨商业大学学报 (社会科学版), 2021 (2): 3-14.
- [4] 鲁富仓. 国有企业混合所有制改革的财务绩效研究: 基于引入战略投资者视角 [J]. 财务管理研究, 2022 (6): 43-47.
- [5] 张志平, 凌士显, 吕风光. 混合所有制改革背景下异质性大股东治理效应研究: 基于并购价值视角的实证分析与检验 [J]. 现代财经 (天津财经大学学报), 2021, 41 (9): 78-95.
- [6] 王春燕, 褚心, 朱磊. 非国有股东治理对国企创新的影响研究: 基于混合所有制改革的证据 [J]. 证券市场导报, 2020 (11): 23-32.
- [7] 狄灵瑜, 步丹璐. 混合所有制改革制度背景下异质性大股东对企业创新投入的影响: 基于国有企业和非国有企业的比较分析 [J]. 研究与发展管理, 2021, 33 (4): 152-168.
- [8] 蔡贵龙, 柳建华, 马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励 [J]. 管理世界, 2018, 34 (5): 137-149.
- [9] 李姝, 李丹. 非国有股东董事会权力能促进国企创新吗? [J]. 外国经济与管理, 2022, 44 (4): 65-80.
- [10] 狄灵瑜, 步丹璐. 非国有股东参股与国有企业金融化: 基于混合所有制改革的制度背景 [J]. 山西财经大学学报, 2021, 43 (3): 96-111.
- [11] 汪健. 引入非国有股东与企业金融化: 基于云南白药的纵向案例研究 [J]. 财务管理研究, 2023 (9): 1-10.
- [12] 张志平, 凌士显, 吕风光. 混合所有制改革背景下异质性大股东治理效应研究: 基于并购价值视角的实证分析与检验 [J]. 现代财经 (天津财经大学学报), 2021, 41 (9): 78-95.
- [13] 曹丰, 谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 经济管理, 2021, 43 (1): 54-71.
- [14] 马新啸, 汤泰勤, 郑国坚. 非国有股东治理与国有资本金融稳定: 基于股价崩盘风险的视角 [J]. 财经研究, 2021, 47 (3): 35-49.
- [15] 蔡贵龙, 卢锐, 马新啸. 非国有股东委派董事与国有上市公司财务重述 [J]. 中山大学学报 (社会科学版), 2021, 61 (1): 185-195.
- [16] 王玮, 梁诗, 何红玲, 等. 国企混改与双元创新: 基于股权多样性视角 [J]. 华东经济管理, 2021, 35 (9): 11-20.
- [17] 吴偌冰, 王羽轩. “双轮”模式能否驱动国有企业转型升级?: 基于国网英大的案例分析 [J]. 财务管理研究, 2023 (4): 37-44.
- [18] 杨振中, 万丛颖. 参股民营企业治理结构、行业背景与国有企业绩效: 基于混合所有制改革的实证研究 [J]. 财经问题研究, 2020 (12): 116-124.
- [19] 张继德, 刘振华, 黄宇健, 等. 中国联通混改: 从管理协同到治理协同 [J]. 财务管理研究, 2019 (3): 8-19.
- [20] 朱磊, 亓哲, 王春燕, 等. 国企混改提高企业突破式创新水平了吗?: 基于企业生命周期视角 [J]. 财务研究, 2022 (1): 64-76.

收稿日期: 2023-08-04

作者简介:

张梦冉, 女, 1999 年生, 硕士研究生在读, 主要研究方向: 绩效审计理论与实务。