

分类号 F23/658
U D C

密级
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 集团化企业的内部资本市场运作与财务风险控制
——以海航集团为例

研究生姓名: 宋丹

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 王卫平 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: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈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： 宋丹 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 郝凯 签字日期： 2021.6.9

导师(校外)签名： 王红军 签字日期： 2021.6.11

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： 宋丹 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 郝凯 签字日期： 2021.6.9

导师(校外)签名： 王红军 签字日期： 2021.6.11

The Operation and Financial Risk Control of The Internal Capital Market of A Group Company——Taking HNA Group as An Example

Candidate : Song Dan

Supervisor: Hu Kai Wang Weiping

摘 要

近年来，众多企业朝着集团化方向发展。既有研究表明，集团化运作所形成的内部资本市场，具有信息效应和激励效应，可有效缓解融资约束和扩增融资能力。然而，由于代理矛盾、过度投资和内部利益输送等问题，导致内部资本市场运转功效异化，进而加大企业财务风险。

因此，本文基于我国目前转轨经济环境和现存制度背景，以海航集团为例，依据集团化运作和内部资本市场相关研究框架，梳理海航集团经营发展情况、分析海航集团并购企业的行业特征、对比其集团化前后融资现状，重点考察集团化运作对企业融资约束和财务风险的影响。研究发现：面对外部融资渠道窄、成本高、难度大等现实背景，在短期内，集团化运作可以在一定程度上缓解海航集团的融资约束；海航集团通过控制现金流为导向的内部产业布局、基于集团化平台的内部资本市场运作，削弱了企业同外部市场的信息偏差，提升了企业的融资能力。然而，该种以融资扩张战略为主导的集团化运作模式在扩增企业融资能力的同时会引致财务杠杆上升、经营业绩下滑、财务风险加大。在此基础上，结合海航集团及旗下 321 家公司实施实质性重组现状和研究现状，提出基于风险预防以及风险爆发层面的政策建议。本文的研究对于我国其他民营企业采取科学、合理举措缓解融资约束、实现平稳健康成长具有一定的现实意义。

关键词：集团化运作 融资约束 内部资本市场 财务风险控制

Abstract

In recent years, many companies have developed in the direction of grouping. Existing studies have shown that the internal capital market formed by group operation has information and incentive effects, which can effectively alleviate financing constraints and expand financing capabilities. However, due to agency contradictions, excessive investment, and internal benefit transmission, the internal capital market's functioning efficiency is alienated, which in turn increases corporate financial risks.

Therefore, this article is based on my country's current transitional economic environment and existing institutional background, taking HNA Group as an example, based on the group operation and internal capital market related research framework, sorting out the operation and development of HNA Group, analyzing the industry characteristics of HNA Group's mergers and acquisitions, and comparing them. The current status of financing before and after groupization, focusing on the impact of group operation on corporate financing constraints and financial risks. The study found that: in the face of the real background of narrow external financing channels, high costs, and high difficulties, in the short term, group operation can relieve HNA Group's financing constraints to a certain extent; HNA Group's internal industrial layout oriented by

controlling cash flow , The internal capital market operation based on the group platform has weakened the information deviation between the company and the external market and improved the company's financing capabilities. However, this kind of group operation mode dominated by financing expansion strategy will increase financial leverage, decline in operating performance, and increase financial risks while expanding corporate financing capabilities. On this basis, combined with the current status of substantial restructuring and research of HNA Group and its 321 companies, policy recommendations based on risk prevention and risk outbreak levels are put forward. The research in this article has certain practical significance for other private enterprises in our country to take scientific and reasonable measures to ease financing constraints and achieve steady and healthy growth.

Keywords: group operation, financing constraints, internal capital market, financial risk control

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 研究内容.....	3
1.4 文献综述.....	3
1.4.1 集团化与内部资本市场.....	3
1.4.2 集团化与融资约束.....	5
1.4.3 文献述评.....	6
1.5 研究公司的选取.....	7
2 海航集团案例介绍	8
2.1 集团基本情况.....	8
2.1.1 公司简介.....	8
2.1.2 管控结构.....	8
2.1.3 股权结构.....	9
2.2 集团经营情况.....	10
2.2.1 航空立业经营情况.....	11
2.2.2 多元扩张的集团化资本运作情况.....	11
3 海航集团化运作与融资约束	16
3.1 集团化之前的融资状况.....	16
3.2 集团化之后的融资状况.....	18
4 海航集团化产业布局动机与内部资本市场运作	20
4.1 以控制现金流为主的产业布局动机.....	20
4.2 内部资本市场的构建.....	21
4.2.1 设立财务公司.....	21
4.2.2 建立外部融资平台.....	23

4.3 内部资本市场运作机制分析.....	24
4.3.1 集团内部资金借贷.....	25
4.3.2 集团内部服务或产品往来.....	27
4.3.3 集团内部资产或股权转让.....	29
4.3.4 集团内部共同出资.....	31
4.3.5 集团内部资产租赁.....	32
4.3.6 集团内部担保.....	33
5 海航集团化运作与财务风险.....	35
5.1 集团化运作对自设公司经营业绩及财务风险的影响.....	35
5.2 集团化运作对收购的子公司经营业绩及财务风险的影响.....	38
6 结论与建议.....	41
6.1 研究结论.....	41
6.2 政策建议.....	41
6.2.1 基于风险预防层面.....	42
6.2.2 基于风险爆发层面.....	44
参考文献.....	46
后 记.....	50

1 绪论

1.1 研究背景

近年来,我国大量企业相继采用集团化发展战略,这样的组织形态在我国企业中占据的地位愈发重要。据有关研究报告统计:截止2017年2月7日,上交所、深交所共有178个企业集团,其下属上市公司数量占A股当期总数的33.8%。其中民营性质的企业集团占42.7%,涉及上市公司179家¹。那么,是什么原因造就了企业集团的兴起?企业集团化能够在各种模式中兴起的优势何在?集团化经营能否缓减企业发展过程中的融资约束呢?为什么那些在短期内迅速做大的企业,特别是民营企业都如电光朝露?比如“新疆德隆”、“巨人集团”、“格林柯尔”等失败案例。虽然这些问题已经被学者们做了不同程度的探究,但是,这些探究以不同的研究方法和研究数据为基础所得到的结论并不一致,因而结合一定的制度背景进行深入的研究更有其必要性。

融资约束在众多影响中国企业发展的因素中排首位(潘越等,2019),我国四分之三以上非金融上市公司认同潘越的观点。因为国有企业更易得到政治资源和经济资源,所以这种影响对民营企业更为明显,民营企业长期处于融资难题之中(Cull et al.,2015)。近年来企业集团在我国盛行的原因,无非是企业企图通过这种新型的组织结构解决成长过程中的融资问题。为了整合内部企业的资产而后进行内部融资分配,这种新的组织形式会通过推动下属公司上市以及参股、控股上市公司等方式形成不同的集团,从而增强集团及其内部企业的对外融资能力。李焰(2006)对此的看法是,融资困难使得企业发展受到约束,这种困境之下企业以创新融资手段的方式破解融资瓶颈,已经出现的通过间接或直接控制有较强融资能力的企业以解决自身融资问题的模式是一种很典型的融资创新手段。这种融资创新在运用时有两个明显的特征(王琨,2014):第一点,通过构建的内部资本市场调配资金满足内部发展需要;第二点,集团为内部企业担保,提高内部企业从外部资本市场获得资金的可能性。

然而,目前我国的资本市场仍处于不断成长的阶段,相应的制度条例也处于

¹ 《A股资本系族:现状与思考》,上交所资本市场研究所,邢立权,2017

改进之中，管理者们极可能利用政策漏洞进行集团内部的资本运作。为了满足集团实际控制人快速扩张过程中的资金需要，集团企业善于利用不完善的监管机制，在集团企业复杂的层级控制和股权结构背景之下，安排形成繁杂的融资路线，将融资能力放大数倍。集团总部往往穷尽方法达到融资目的，之后将资金按照集团总部的规划在集团内部自由配置。比如，将子公司有效的包装组合以达到上市要求，推动其上市、直接或间接控制已上市公司、利用集团内部企业相互担保，有效放大融资规模、成立或参股金融机构，将其作为融资中介获得资金。之后通过股权交易、关联交易等手段变相占用资金完成集团总部意愿下的分配。这种过于注重资本运作甚至异化内部资本市场功能的集团化结构极易导致企业财务杠杆上升、财务风险增大，而此时如果经营业绩也呈现出下滑趋势，企业陷入财务危机的概率就更高。

1.2 研究意义

本文的研究对于深入理解集团化运作缓解融资约束的路径，改善和提升企业集团内部资本市场效率有一定的意义。具体而言，本文的可能贡献有以下几点：

理论意义：本文以海航集团为研究对象，利用海航集团公开的资料以及集团内上市公司公开披露的分部信息，深入研究集团化运作如何缓解融资约束以及内部资本市场的运行机制，同时发现以融资为目的的集团化扩张极易引发财务风险。本文通过案例分析得到的结论能够在一定程度上对现存内部资本市场相关理论予以证据支持；同时，案例研究发现过于注重资本运作、并购扩张的集团化运作很可能增大财务风险，这一研究结论在一定程度上丰富了集团化运作与内部资本市场理论。

实践意义：融资约束由于限制企业资金获取，进而成为制约企业发展的主要原因，因此企业通过创新的融资手段缓减融资压力对企业健康成长意义重大。通过内部资本运作帮助企业走出融资困境是一种典型的融资创新，但是这样的运作模式很可能会导致下属公司甚至集团整体的财务风险上升。本文分析了海航集团通过集团化手段缓解融资约束的路径和对财务风险的影响，为提高海航集团内部资本市场效率提出了优化建议，能够在一定程度上对于海航集团化解流动性危机提供思路。同时，根据海航集团发展现状得出的研究结论和优化建议也能够为其

他民营企业集团提供可借鉴的经验,对于现实中的企业运用有效手段克服融资困难、高效破解快速扩张进程中的融资约束有一定的现实指导意义。

1.3 研究内容

本文通过五个章节来研究,具体内容如下:

第一章:绪论。该部分首先根据我国的市场发展情况阐述了文章的研究背景,确定文章的主要研究问题,其后分别从理论意义和现实意义出发论述研究集团化运作、融资约束与财务风险三者关系的必要性。文献综述旨在为本文的案例分析部分提供良好理论基础。分别对集团化与内部资本市场、集团化与融资约束的国内外已有研究的代表性观点进行梳理和总结,并在此基础上通过文献述评为本文研究提供依据,同时明确本文需要重点关注的研究问题。

第二章:海航集团案例介绍。第二章内容为海航集团的发展现状简介,主要介绍了其特殊的管控结构和复杂曲折的股权结构;也介绍了海航集团的经营情况,以时间线为梳理线索,对海航集团的经营发展过程分为航空立业、多元转型、国际转型三个部分进行了阐述,并着重介绍了多元国际扩张时期的资本运作情况。

第三、四、五章属于案例分析章节。第三章节以集团化时间点为分界线,对比考察集团化模式是否化解了海航的融资难题。第四章节在已知集团模式对缓解融资问题有效的前提下,分析是什么原因带来了集团模式对融资的缓解效果。第五章主要探究在这种模式运营之下,企业的财务风险受到了何种影响。

第六章:结论与建议。该部分详细陈述本文的研究结论,进而结合本文研究结论与海航正在面临的破产重组局面提出相应的政策建议。

1.4 文献综述

1.4.1 集团化与内部资本市场

早期学者在研究集团化与内部资本市场的相关问题时,主要集中于集团化运作对内部资本配置功能的讨论,Williamson(1975)的研究结果显示,集团化运作的企业群呈现出M型的组织模式,将企业群中的闲置资金集中起来,投去了

能获得更高收益的领域，这样的组织模式形成了一个内部资本市场（ICM）。后来，内部资本市场配置效率的话题热度越来越高，至今主流观点有“有效论”和“无效论”两种。

“有效论”的支持者得出的研究结论是：内部资本市场对于增强融资能力和完善资源配置有正向作用，内部资本市场成功的原因在于其天然的信息优势，这使得内部资源的配置更有效率。Alchan(1969)、Williamson(1975)研究集团化企业相较于普通企业的优势问题时，发现集团化企业对于内部信息的获取程度决定了内部资本市场的交易费用远低于外部市场。Gelfer 和 Perotti 等（1998）认为集团化运作除了带来交易费用降低的结果，同时集团化运作还能提高成员企业的自身价值。Fauver, Houston 和 Naranjo (1998)、Khanna 和 Palepu(2000)在前人研究的基础上，利用不同的案例和数据，最终得到的研究结论均是内部资本市场能够有效取代有欠缺的外部市场；并且发现，这样的替代作用在市场结构和法律规章落后的国家起到了更加显著的效果。我国学者也得到不少“有效论”的研究成果，比如胡旭阳和王丽萍(2009)对集团化与内部资本市场效率的相关问题进行研究，研究结果显示：内部资本市场能够产生财务协同效应，集团化企业内部的资源分配遵循效率优先原则。王峰娟和栗立钟（2013）构建实证模型得出我国上市公司内部资本市场有效的结论，同时有很多公司具备“最优项目”投资决策能力。

“无效论”的支持者认为，内部资本市场效率低下的原因在于代理问题和信息成本无法消除。首先，管理者可能会利用剩余现金流过度投资(Jensen,1983, 1986)。Stein (2001)的研究也印证了 Jensen 的研究结论，她通过对集团化企业的研究发现，集团内部的现金流入项目庞杂，且其具有规模融资优势，此时集团内部往往拥有较多的自由现金，管理者此时极易做出过度投资的决策。其次，集团内部可能并不存在超额的自由现金流，但由于内部资本市场的资金配置效率远不及外部资本市场，集团内部可能存在不合理的交叉补贴等问题。Scharfstein 和 Stein(2000)继续研究发现，管理者的寻租行为导致内部资本配置效率较低甚至无效。Zingales、Servaes 以及 Rajan(2000)利用资本扭曲模型同样发现集团控制人偏向于选择“平均化”。更进一步地，他们还发现集团控制人以发放补助的办法鼓动集团分部管理者做出集团总部利益优先的选择，这一方式极易引起“交叉补贴”现象，从而导致平均化的资本配置扭曲。Lamont (1997)、Scharfstein(1998)、

Julie(2009)、Gopalan(2014)等都挖掘出了集团总部对非最佳项目实施“交叉补贴”的证据。

王化成(2011)提出在我国内部资本市场的实证研究中,不少证据表明其“无效性”。杨棉之(2006)通过对华通天香集团的案例研究,明确了上市公司内部资本市场的运转途径和其形成的经济后果,并提出这样的看法:案例集团内部资本市场的功能不再是提高资金使用效率,相反的,内部市场的部分功能被异化成了实际控制人的利益输送通道。魏明海、万良勇(2006)以三九医药和三九集团为例,分析了我国内部资本市场的运行模式、困境,并认为我国企业集团内部资本市场有效性必定受到了缺位约束及激励扭曲的严重影响。邵军和刘志远(2007)以案例研究方法对鸿仪系进行研究时,发现其内部资本市场配置没有基于效率原则进行,其内部资本配置无效。许艳芳(2009)通过案例研究发现明天科技融资表现异常,明天系存在将明天科技作为融资窗口,并将其融得的资金按控制人意愿而非效率原则分配的嫌疑,明天系内部资本市场功能被异化。

1.4.2 集团化与融资约束

Hubbard,Fazzari 和 Petersen 于 1988 年开始对融资约束的研究(下文中简称 FHP(1988)),她们通过构建现金流敏感型模型探究相关问题,得到融资约束程度与企业投资行为正相关的结论。

集团化与融资约束的现有研究相对较少,主要是从信息传递角度出发,研究集团化降低企业与外部的信息不对称程度从而增强企业外部融资能力的运作路径。Kashyap, Scharfstein 和 Hoshi(1991)在 FHP(1988)构建的现金流敏感模型基础上,将日本企业以是否集团化进行区分,最终确定了集团内部企业的融资约束程度要低于非集团内部企业。研究认为其中的重要原因是集团化企业与银行的长期合作关系建立了相对高效的信息沟通模式降低了两者之间的信息不对称程度,进而降低了外部市场信息不完善的影响。Shin(1999)利用此方法对韩国企业进行了类似的研究,发现集团企业与非集团企业相比,其对外投资情况相对独立于公司的现金流状况,她们认为其中的原因在于集团化运作改善了集团内部企业之间以及集团与外部资本市场的信息不对称问题。Peyer(2002)研究发现外部资本市场得到集团企业高效配置内部资本的信息反馈,解决了市场主体同外部市场

之间的信息不对称问题，从而缓解融资问题，并且通过实证方法证实了集团的内部资本配置效率越高，其在外部资本市场融得的资金就越多。R. van 等（2003）通过对印度集团企业的研究发现，之前的研究结论同样适用于新兴市场，集团化企业更容易获得外部融资的原因在于集团化对于信息不对称程度的改善。

国内学者基本认同集团化运作在一定程度上会缓解企业融资约束的观点。在邵军等(2009)看来，这种新的组织形式能够通过内部资本市场改善企业的筹资能力，实证分析结果也表明集团化运作能够帮助企业减缓融资约束。黎来芳等(2009)将静、动态视角充分结合实证研究我国上市企业的外部融资情况，实证结果显示我国外部融资环境尚未得到完善，因此使得企业陷入融资约束困境，而集团化运作的方式可以达到持续缓减融资约束的效果。刘胜强等（2017）在研究集团化与融资约束的关系时，以我国上市企业 2008-2015 年间的样本数据为基础做实证研究，明确了我国上市公司基本上都会在成长进程中陷入融资困境，而集团化企业运用内部资本市场往往对于缓解融资约束有积极的作用，与此同时，内部资本市场所能带来的融资效果在货币趋紧的情况下表现得更为明显。徐虹等(2018)利用多维分析视角实证分析我国上市公司后发现，在解决企业并购过程中的资金短缺和融资困难的问题时，集团企业比普通企业提供的缓解作用更强，并且在非国有企业中更加明显。孙吉乐与王雷(2018)以实证研究方法探究集团内部资本市场与融资约束的相关关系，结论指出前者对于后者有一定的缓解作用，同时发现如果集团总部向旗下企业提供了资金，那么会在一定程度上影响集团的流动资金持有量。谢军等（2020）利用前人提出的内部资本市场运作方式研究海航集团的融资约束问题，认为海航正是通过这些手段操控内部资本市场从而降低企业融资约束的。

1.4.3 文献述评

综合以上文献，我们发现目前国内、外学者对集团化与内部资本市场的研究主要集中在对于内部资本市场效率的讨论；对于集团化与企业融资约束的讨论，主要是局限于通过信息传递视角，以信息不对称和代理成本理论为基础，研究集团化致力于提高信息效率从而提高企业筹能力的具体路径。但是现有研究并未考虑到企业面临的现实轨制环境以及集团化能够破解融资约束的其他因素。同时，

现有研究未能揭示集团控股股东是通过何种方式构建内部资本市场，异化其功能，从而增强企业融资能力、提供扩张资本；也未能揭露以扩张为主要动机的集团化经营对企业后续经营业绩、财务风险的影响。我国企业处于当前资本市场不完善的背景之下，集团大股东恰恰利用这种市场缺失，以实施股权结构、安排层级控制的组织结构和内部资本市场运作为手段，进行资产转移、侵占内部企业利益实现扩张目的，进而导致集团内部企业甚至于集团整体的经营业绩下滑、财务状况恶化、财务风险上升，可能会给地方经济和社会金融带来消极影响。因此，对于集团化运作、融资约束与财务风险三者逻辑关系的研究具有较强的理论价值及现实意义。

1.5 研究公司的选取

本文选取海航集团作为案例进行相关研究，主要出于以下几点考虑：（1）在所有制因素的影响下，民营企业相对其他所有制企业更容易受到融资约束，尤其在企业的发展初期以及企业快速扩张需要大量资金时；（2）海航集团是我国最大的民营企业之一，自 1997 年以较快的速度进行集团化扩张，并在此过程中有效破解快速扩张中的资金瓶颈；尤其是在 2010 年以后，海航集团在国内乃至国际资本市场上频繁的并购，异常活跃的资本扩张引来颇多争议；因此以它作为研究对象更有现实意义；（3）海航集团非相关多元化产业布局战略、通过诸多融资创新手段进行的内部资本市场运作以及由此带来的财务风险上升问题在民营企业中十分具有代表性，对于本文研究具有重要意义；（4）海航集团五大产业布局明晰，旗下共 10 家 A 股上市公司分布在不同产业板块之下，相较于其他非上市未被强制披露数据的企业集团，海航集团数据较为充分。

2 海航集团案例介绍

2.1 集团基本情况

2.1.1 公司简介

1989年10月，海南省航空公司成立。三年后，其经过改组成为我国首家股份制航空企业。1997年2月，公司更名为海南航空股份有限公司；公司B股、A股分别于1997年6月、1999年11月在上交所挂牌上市。在此基础上，海航集团有限公司(以下简称海航集团)于2001年10月正式成立。

至今，海航集团已经从一家简单的地方航运企业成长为涵盖航空、资本、旅游、物流、实业五大产业模块的国际企业集团，旗下拥有400余家公司，公司业务涉及航空旅游、商贸流通、金融科技等多个领域。

2.1.2 管控结构

成为综合型超大现代服务企业集团是海航集团的总体战略目标。在总体战略目标的指导下，非相关多元化战略是其具体战略。海航集团在发挥航空主业优势的同时，发展航空产业链上下游其他行业，同时进入利润率较高的地产业、现金流充足的商贸流通业以及金融业。以期这些产业集群形成有效互动，实现各产业集团资源共享、价值共增的目标。

海航集团要总体的管控由五大产业模块构成的多元化集团，因此它始终秉承战略管控全局的管理理念。根据非相关多元化战略布控及集团治理的需要，海航集团建立了三层级垂直管控结构，如图2.1所示。

在这种将集团总部管控权利分散的新型管理模式下，集团下属各子公司都独立核算、经营，母公司通过直接或者间接持股的方式控制子公司的财务和经营决策，并向各子公司委派管理人员参与到一线管理决策之中，强化其对旗下子公司的财务和经营控制权。为了实现集团总体的战略目标，集团总部在将战略定位、资源配置、业务监控等重要职能牢牢握住的同时，又将具体经营决策权下放至各个内部企业，从而保证各内部企业管理人的业务积极性。

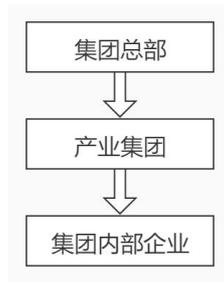


图 2.1 海航集团三层级垂直管控结构图

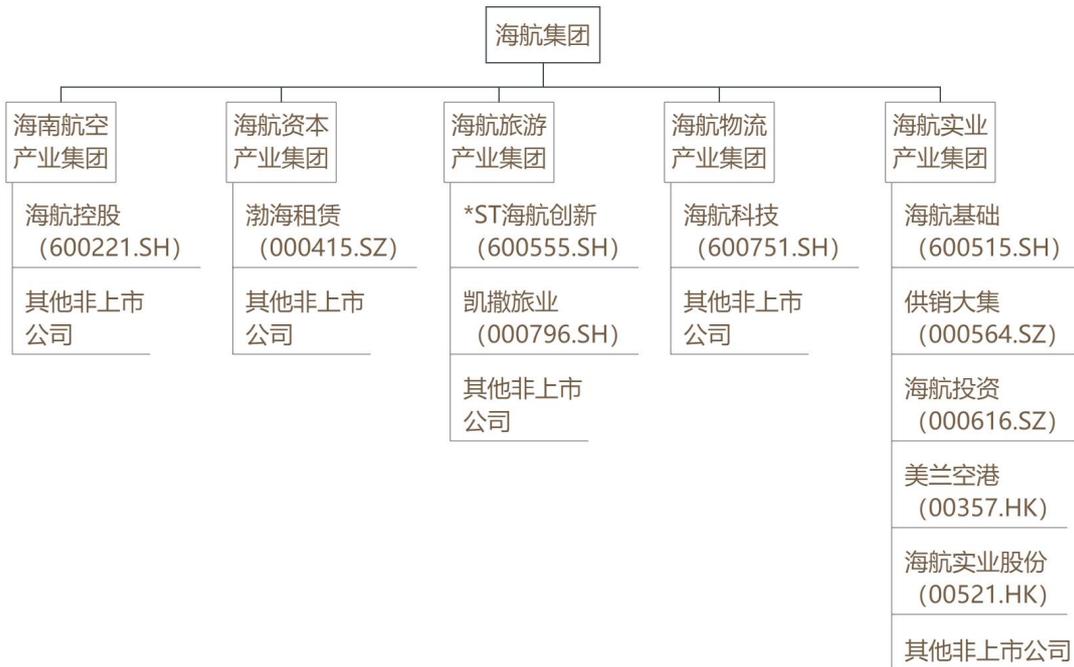


图 2.2 海航集团管控结构图

2.1.3 股权结构

截止 2019 年 12 月 31 日，海南交管控股有限公司是海航集团的第一大股东，而因为海南省慈航公益基金会在海航集团间接持有 37.725% 的股份，所以它才是真正的控制人。陈峰、陈文理、李先华、谭向东、李箐通过对洋浦中新航空实业和洋浦建投的直接持股，最终在海航集团分别间接持有占比 15.08%、3.95%、2.95%、2.95%、2.95%、2.95% 的股份，依次为海航集团有限公司的前五大自然人股东。通过图 3.2 不难看出，海航集团内部股权结构复杂，海航集团通过曲折、复杂的路线对旗下上市公司间接持股或控股。

2.2.1 航空立业经营情况

1985年9月，国务院改制民航总局性质，其企业身份变更为航空监管部门。新的航空公司由两类组成：第一类由民航总局原有的六个地区管理局演变而来，成为六个独立的航空公司；第二类为地方性航空公司，各省、市结合自身实际需求并且获得民航局同意后，成立各自的航空公司。在这样的行业发展背景下，“海南省航空公司”（本文统称海航控股，海南航空控股股份有限公司的前身）经中国民航总局和海南省政府批准后，由海南省政府投资10,000,000元，于1989年10月成立。

1992年7月，在获得中国民航总局和有关部门的批准后，海航控股从国外进口四架波音737飞机，公司成为我国第一家进口干线飞机的地方航司，这标志着海航控股跻身全国干线航空运输企业。1993年5月，海航控股进口两架波音737-300飞机且正式投入运营，开通了辐射12个一、二线城市的航线。1994年9月，海航控股又进口了两架美多-23支线客机，开通了三条省内支线航班。1995年4月，海航控股将我国第一架LEARJET55投入使用，7月再次将我国第一架波音737-400飞机投入使用。此时，海航控股仍存在运力需求与供给不匹配的问题，但由于资金压力，公司不得不采用租赁方式从其他航司租入两架飞机，租期6个月。1995年~2000年期间，海航控股持续高速发展，以租入和购入两种方式不断扩大机队规模，截至2000年12月31日，公司已拥有31架飞机组成的机群，其中波音737-300/400/800型客机19架，Dornier328-300型喷气支线客机12架。同时公司也积极开拓和完善航线布局，并于2000年6月30日开通了公司的第一道国际航线（三亚—澳门航线）。截至2000年12月，海航控股客运量由1994年的61万人次增长到372万人次，排全民航第8位；货运量从1994年的3700吨增长至60,457.8吨，排全民航第9位。²海航控股2000年实现销售收入22.96亿元，净利润1.64亿，其中销售收入的95%以上来自航空客货运输服务。

2.2.2 多元扩张的集团化资本运作情况

（1）多元转型

²资料来源：《中国民航运输统计快报》（2000.12），由中国民用航空总局计划司统计处编制

1995 年末，公司通过向美国航空有限公司发行股份，筹得资金约 0.25 亿美元；1999 年 11 月，海航集团旗舰企业——海航控股成功上市，募集资金 9.285 亿元；截至 2000 年 12 月 31 日，公司总资产达 101.84 亿，净资产 21.45 亿。2001 年 10 月，海航集团有限公司正式成立。由此，海航集团乘借航空主业积累的资源优势，迈开了并购、扩张相关多元化企业的步伐。海航集团积极开拓航空产业上下游各行业，主要有机场服务业与旅游酒店业。2003 年“非典”疫情给民航业带来重创，海航控股当年亏损 12.69 亿元。此时，海航集团认识到航空业尽管能带来稳定的现金流，但其极易受到外部不可抗力影响从而导致盈利波动；并且相关多元化战略下的上下游企业也容易受到同向的影响。因此，海航集团开始尝试非相关产业多元化以及产融结合的经营发展模式。

① 航空旅游领域

以海航控股为平台，对机场服务、航空服务、旅游酒店等相关领域实施了大手笔的并购整合。在机场服务业，1999 年海航控股以 25% 的权益比例控股海口美兰国际机场有限公司（原海口美兰机场有限公司，本文统称海口美兰国际机场有限公司），2000 年增持 2.05 亿股，加上以前所持股份合计 4.05 亿股，占总股本 30%，成为中国航空业第一家控股机场的航空公司。在航空服务业，2000 年 8 月，海航控股、海航集团与长安航空公司组建长安航空，截至 2001 年末，海航控股以 35000 万元价格受让海航集团所持有的长安航空部分股份，以 73.51% 的持股比例成为控股股东，海航集团持股 12.65%；2001 年 7 月，海航集团、长安航空、陕西航空公司合作组建陕西航空；同年，海航集团、海航控股重组中国新华航空，海航控股支付 1.256 亿元银行存款、并以价值 8.077 亿元的生产使用物品出资，持股 51%。第二年，海航集团出资 1.7 亿元，海航控股出资 1000 万元、上海机场（集团）有限公司出资 2000 万元，合资组建扬子江快运航空有限公司，依次持股 85%、5%、10%；2002 年 9 月 30 日，海航控股与由其控股的陕西航空和长安航空共同出资组建山西航空，其中海航控股出资 2.85 亿，持股 89.06%。在旅游酒店业，海航集团于 2007 年收购比利时 Sode、Edipras、Data Wavre 酒店。

② 商贸流通领域

海航集团在商贸流通领域的主要投资对象是供销大集（现供销大集，原西安民生，000564）、凯撒同省发展股份有限公司（现凯撒旅业，原宝商集团，000564）

和海南筑信投资股份有限公司（海航基础，600515）。2004年3月11日，海航集团向原股东收购供销大集25.65%股份，成为供销大集第一大股东。2006年9月7日，海航集团出资0.96亿元受让了原股东持有的凯撒旅业22.27%的股份，成为凯撒旅业持股比例最高的股东。2009年，海航集团通过控制“海航置业控股（集团）有限公司→天津市大通建设发展集团有限公司→海南筑信”的投资路径将海航基础纳入麾下，天津大通以13.44%的持股比例成为海航基础的第一大股东，海航集团顺利地成为海航基础的实际控制人。

③保险代理领域

2000年6月，海航集团出资成立长江租赁有限公司，首次进入保险代理领域。2002年，海航集团投资海南通汇保险代理公司、扬子江保险经济公司。2009年3月，海航集团出资4亿元与台湾新光人寿保险合资成立新光海航人寿保险，海航集团持股50%。2010年10月，海航集团旗下海口美兰国际机场联合其他五家单位，共集资15.413亿元收购了民安保险，其持20%股权，被联合单位中有一半以上来自集团内部。

④金融服务及战略投资领域

频繁的并购扩张需要大量的资金支持，仅通过债券市场和股票市场获得的融资难以满足海航集团的战略部署，海航集团开始关注并进入金融服务业。2003年，海航集团财务公司获批成立。2006年，海航集团收购渤海国际信托。2008年2月，大新华物流完成对天津海运（现*ST海航科技,600751）的收购，以29.98%的持股比例成为海航科技第一大股东；在海航集团的统一部署下，海航科技于2015年开始业务转型，除了发展相关产业的纵向一体化，还向金融业伸出触角。2008年，集团旗下长江租赁有限公司出资5亿元全资收购东银期货经济有限公司，并更名为海航东银期货有限公司（海航期货，834104），后于2015年11月10日登陆新三板挂牌交易。2009年，海口美兰国际机场控股联讯证券（现粤开证券，830899），后于2014年8月在新三板市场挂牌上市。除了海航期货、粤开证券外，海航集团还投资参股了国都证券、招商证券等。2010年10月，海航酒店集团集合其他6家企业共同出资设立营口沿海银行，其中海航酒店集团持有股份为总股本的20%。

在战略投资领域，海航集团通过参股或控股上市公司的方式，进入了市政基

基础设施租赁业、房地产业、生态科技业、电力开发业。2010年，海航集团控股74.37%的海航资本与集团旗下天津燕山股权投资基金有限公司以每股9元的价格分别购买渤海租赁（000415）438,401,073股、119,065,736股股份，持股比例为44.90%、12.20%。

海航集团对于九龙山（现*ST海创，600555）的控制过程如表2.1所示，表中收购完成后，海航集团内部企业合计持有九龙山股份29.9%的股权。2013年8月，海航资本控股有限公司向亿城集团股份有限公司投资（原亿城股份，现海航投资，000616）16.099亿元，收购其19.98%的股份成为控股股东，并于2015年1月更名为海航投资集团有限公司。2017年，海航现代物流集团出资26.5亿元全资收购海越科技，海航现代物流集团成为海越科技的唯一股东。海越科技是对浙江海越股份有限公司（原海越股份，现海越能源，600387）持股18.49%的第一大股东，海航旗下海航云商投资有限公司原有持股为对海越能源持股13.68%的第二大股东，所以，海航集团成为海越能源控制人。2017年2月，海航旅游集团有限公司全资子公司北京海鸿源投资收购东北电气（原东北电气，现*ST东电，000585）9.331%的股份，成为*ST东电第一大股东。

表 2.1 海航集团对九龙山收购情况统计表

时间	出资方	股权占比	付出对价
2011年3月	海航置业	13.77%	共同出资 13.93 亿元
2011年3月	上海海航大新华置业	8.97%	
2011年3月	香港海航置业	7.16%	0.42 亿美元

（2）国际转型

2010年1月，国务院发布了关于海南国际旅游岛建设的文件，代表着此项目上升到国家战略层面，也意味着此项目正式步入正轨。海航集团对此作出积极响应，正式开启国际化扩张之路。

海航集团的国际化之路也正式开启。然而，2010年-2014年，由于2008年金融危机带来的全球经济低迷，海航集团进行了“关停并转”的内部控制调整，并未实施大规模的海外并购。2013年，习近平主席提出同中亚、东南亚国家共建“一

带一路”重大提议，2015年5月19日，国务院签批发布《中国制造2025》。此时，国家政策希望更多的企业“走出去”，鼓励中国资本在全球并购优质资产。至此，海航集团的海外并购之路走上高潮。2015年海航集团首次上榜《财富》世界500强，位居353位；仅仅一年时间上升至183位，位居第170位。

2010年至2018年间，海航集团共发生海外并购25起，其并购足迹遍布澳大利亚、巴西、法国、西班牙、瑞士等多个国家，涉及航空租赁、机务维修、集装箱租赁、酒店、地产、银行等多个行业。

海航集团迅速成长为以航空旅游为主，同时涵盖商贸、金融、房地产等多业态的大型企业集团。其多元化经营主要源于一系列的并购扩张和持续的资本运作，使其形成以资本为纽带的全方位产业布局。那么集团化运作对海航的融资能力和融资约束情况是否产生了影响，集团化运作前后两者是否发生了明显的变化？融资约束与集团化之间到底有无关联？如果有，两者之间又存在何种逻辑关系呢？

3 海航集团化运作与融资约束

3.1 集团化之前的融资状况

海航控股建立之初，我国经济开放程度较低、政策支持力度不够，企业融资情况除了会通过融资成本反映，还会在融资方式上显现。因此融资能力强弱主要通过以下两点表现出来：第一企业是否能够自主选择融资方式；第二，企业能够获得的融资额度的大小。然而，企业对融资方式的自主选择能力不但取决于企业自身的经营情况，也受制于外部融资环境的客观状况。

上世纪九十年代，我国民企外部融资困难，民营企业资金主要来源于原始股东投入和内源融资，银行信用贷款占比极低。大多数民营企业无法获取银行贷款的主要原因是无法提供足额的担保，据《中国私营经济年鉴（1996年版）》统计，只有不到一半的民企可以在国家规定的利率范围内获得贷款，资金使用期限均在一年以下。因此，上世纪九十年代我国民营企业的融资状况可以概括如下：

（1）从融资来源占比来看，外部融资比例极低，企业主要通过自身的原始积累开展新的投资业务；（2）银行借款是外部融资中最主要的渠道之一，但是银行借款门槛高、利率高、期限短，导致大部分企业缺少长期稳定的外部资金支持；（3）是否能够提供足额的借款担保成为能否获得银行借款的决定性因素。

从海航控股建立直至海航集团成立之前，海航控股的融资平台小、融资渠道窄、融资方式单一。企业内部自有资金无法满足企业的生产经营活动，固定资产建设的资金严重依赖与企业外部筹资。除了1996、1977年发行B股获得少量权益融资外，外部筹资基本集中于银行贷款，而银行贷款以担保为主。上市前海航控股的融资规模及构成详见表3.1。

表 3.1 上市前期海航控股融资构成表（单位：人民币千元）

	1999.07.31	1998.12.31	1997.12.31	1996.12.31
当年新增内源融资	125,784	91,619	77,741	9,647
当年新增外部债务融资	1,440,655	636,211	62,468	291,013
当年新增权益融资	0	0	71,000	100,040

从表 3.1 可以看出，海航控股在上市前每年新增的融资额度基本维持在 6 亿

元左右。银行贷款额度虽然连年递增，但是根据海航控股 1997 年 B 股招股说明书显示，截止 1996 年 12 月 31 日，公司约有 358,000,000 元短期贷款，约 569,000,000 元长期贷款。其中，321,000,000 元的贷款由公司部分房产、银行存款、一万张可使用空白机票及公司股东提供的公司法人股作抵押；173,000,000 元贷款由公司的银行存款及公司股东提供的公司法人股作抵押，并由第三者担保。同期，公司固定资产净值为 929,005,000 元，固定资产已有 53.1% 用于抵押。

通过海航控股上市公司中披露的负债相关信息，如表 3.2、3.3、3.4 所示，我们可以进一步验证企业当时的融资约束情况。截至 1999 年 7 月 31 日，海航控股外部债务融资总额约为 35.3 亿元，其中：银行借款约 27.3 亿元，非银行金融机构借款约 0.8 亿元，其他单位借款约 7.2 亿。银行贷款是获得外部融资的主要渠道，其中以抵押方式获得占比 45.05%，以担保方式获得占比 7.25%，以信用方式获得占比 47.7%。但是，以信用方式获得的贷款利率基本是抵押担保方式的两倍，最高借款年利率高达 18%。由此，我们推断海航控股连年递增的贷款额度是以高年利率为代价换取的。

表 3.2 海航控股截止 1999 年 7 月 31 日短期借款情况（单位：人民币千元）

借款类别	数额	年利率（%）	借款期限
银行借款：			
其中：抵押	37,000	7-10	1996.12-2000.04
担保	40,000	7	1999.03-2000.03
信用	259,962	6.7-15	1997.08-1999.09
非银行金融机构借款：			
抵押	28,844	7	1999.01-2000.01
其他单位借款：			
信用	31,648	7-10	1998.11-1999.11

表 3.3 海航控股截止 1999 年 7 月 31 日一年内到期的长期借款情况（单位：人民币千元）

借款类别	数额	年利率（%）
银行借款：		
其中：抵押	285,852	7.1-15.3
担保	16,000	15
信用	208,279	6.375-6.66
非银行金融机构借款：		
其中：担保	2,840	15
信用	47,705	

表 3.4 海航控股截止 1999 年 7 月 31 日长期借款情况（单位：人民币千元）

借款类别	数额	借款期限范围	年利率（%）
银行借款：			
其中：抵押	909,148	1995.12-2007.12	7.1-15.1
担保	141,950	1994.09-2003.06	7.33-18
信用	831,770	1996.11-2003.08	6.66-9.72
其他单位借款：			
其中：信用	689,918		

综上，根据 20 世纪 90 年代我国民营企业普遍遭遇的融资困难及我国资本市场环境，结合海航控股上市前自身的实际融资状况，我们推断：海航控股在此期间内源融资有限，投资扩张的资金缺口不能得到长期、稳定的有效支撑。更糟糕的是，外部融资环境不佳，资金获取成本高、难度大，更难获取外部资本。因此，筹资难成为阻碍企业发展的障碍之一。

3.2 集团化之后的融资状况

1997 年 9 月，党的十五大确认了“非公有制经济是中国社会主义市场经济的重要组成部分”，从宏观政策层面对民营企业发展提供机会。1999 年 3 月，全国人大九届二次会议再次确立了非公有制经济的重要地位。外部宏观政策和法律环境的改变放宽了上市公司资产重组政策，降低了民企进入资本市场的门槛，不少民企通过控股收购已上市公司进入资本市场。宏观政策、资本市场环境的改善以及海航控股的成功上市为海航集团集团化运作之路铺好了基石。集团化后的海航建立了“集团总部（母公司）-产业集团-成员企业（子公司）”的三级管控结构。位于第一层次的海航集团是全集团的管控中心，第二层次是负责战略管控的五大产业集团，第三层次是为企业创造收入和利润的相应产业板块下的子公司。纵观海航集团的三层次管控结构，资金高效运转必然是整个集团的核心目标。位于第一层级的集团总部着力于战略化之下的资金运作，第二层次则服务于集团金融资本与产业金融资本的交汇融合。海航集团打造的三级管控结构是否对集团整体的对外融资能力有提升作用呢？

本文借鉴李焰（2007）的综合信息判定法，在对财务数据、财务指标进行定量分析的同时，还考察海航集团旗下上市公司各年度报告以及媒体对于海航集团

资金情况的报道，并结合海航集团领导人在接受媒体采访时的访谈内容，对海航集团的融资能力、融资约束变化情况以集团化时点为界限进行对比分析。

表 3.5 海航集团化前后融资能力对比表

时间	融资平台	融资市场	融资方式
2004 年 3 月之前	未实施集团化，基本局限于海航控股	基本限于国内资本市场	内源融资不足，外部融资局限于银行借款
2004 年 3 月以后	大型多元化企业集团，控股和参股多家上市公司，自身设立海航集团财务有限公司	国内资本市场、香港 H 股市场、国际债券市场	IPO、配股、增发、可转债、国际债券、银行贷款

资料来源：根据海航集团旗下上市公司公告及各年度年报整理

通过集团化前后资金获取方式和可获得资金额度对比分析，不难发现海航集团 2004 年前后融资能力确实存在显著差异。观察表 3.5，集团化前后的差异具体表现在融资平台、融资方式、融资额度的巨大变化上。2004 年之后，企业对外融资平台不再只是海航控股，还增加了供销大集、凯撒旅业、海航科技、海航基础等上市公司。相对于 2004 年之前以海航控股为平台的权益融资和以银行贷款为主的对外筹资方式，海航集团在收购已上市公司之后，外部融资方式日益多元化。且通过配股、增发、可转债等融资手段有效融资。

4 海航集团化产业布局动机与内部资本市场运作

4.1 以控制现金流为主的产业布局动机

从海航集团前期的投资扩张产业布局来看，其收购主要围绕海航控股展开，构建出了一个涵盖航空餐食、机场服务、旅游酒店等的航空旅游产业链。因此，海航集团最初的并购动机是实现各种相关多元化扩张并建立完整的航空旅游产业链。结合海南省特有的旅游资源优势，实现航空旅游产业的规模效益。但是，在进入快速扩张阶段后，集团并购目标不再以航空旅游产业为主，而是逐渐转向商贸流通、物流、房地产企业，甚至拓展到生态科技、金融服务等非相关领域。那么，海航集团设计产业布局的动机何在呢？本文将通过分析被海航并购企业所在领域的特征确认其产业布局动机。

以涉足商贸流通领域为例，海航集团收购的目标企业主要为供销大集和凯撒旅业。供销大集和凯撒旅业作为商贸流通领域的上市企业，其盈利能力一般，净利润规模远不及海航控股，但是，其经营活动产生的现金流净额往往是净利润的好多倍。表 4.1 整理了供销大集、凯撒旅业纳入海航集团前后三年的净利润与经营活动产生的现金流净额，将其与海航控股在对应年份的净利润与经营现金流量进行对比，直观地体现出商贸流通企业强大的现金创造能力。

从表 4.1 可以看出，在大多数年份里供销大集经营活动现金流为净利润的 6-7 倍、凯撒旅业经营活动现金流为净利润的 7 倍甚至更大，而海航控股经营活动现金流仅是净利润的 2-4 倍，两者在创造现金流的能力上存在较大差异。同时这两家现金流充裕的商贸企业在纳入海航集团之后，便逐渐在海航集团的并购扩张活动中发挥重要作用。供销大集出资 3000 万人民币投资了海航期货股份有限公司；凯撒旅业出资参与了海航旅游集团、新疆海航汉莎航空食品、海航航空集团、海南航空食品、三亚汉莎航空食品等的建立。

通过对比海航控股与被海航集团并购的商贸流通企业所能带来的现金流创造能力和盈利能力，结合这些商贸流通企业后期为海航集团并购扩张提供充裕现金流的事实依据，能够分析出海航集团收购商贸流通企业的动机与被并购企业自身的现金流充裕程度有一定的关系。

表 4.1 供销大集、凯撒旅业与海航控股经营活动现金净额与净利润比较（单位：万元）

项目	经营活动产生的现金流净额			净利润		
	供销大集	凯撒旅业	海航控股	供销大集	凯撒旅业	海航控股
2001 年	6,514.1	-	142,807.9	3,236.8	-	10,030.3
2002 年	9,482.7	-	139,351.3	2,088.5	-	18,115.1
2003 年	80,062.5	11,464.8	49,858.1	2,431.9	1,514.0	-126,924.6
2004 年	11,130.1	1,488.5	81,168.7	1,540.7	1,056.9	9,064.9
2005 年	10,323.8	1,575.3	177,841.1	1,668.4	-11,027.9	-21,581.8
2006 年	11,407.4	18,959.3	351,545.1	1,871.7	774.6	12,983.9
2007 年	15,730.6	11,297.4	162,252.0	2,438.3	26.4	56,312.3
2008 年	-	4,660.4	288,628.3	-	-296.8	-92,514.3
2009 年	-	803.8	239,183.8	-	1,095.5	14,725.3
2010 年	-	-	788,747.0	-	-	243,769.8
2011 年	-	-	576,421.9	-	-	184,082.9
2012 年	-	-	445,142.3	-	-	89,395.9

数据来源：供销大集、凯撒旅业与海航控股各年度报表

除了现金流充足且盈余现金额度较大的商贸流通业，我们分析被航海集团收购企业的行业特征不难发现，它们基本分布在利润率较高、资产规模庞大、融资能力强的房地产业，甚至于盈利能力不佳，但是能作为融资中介为海航集团融资提供便利的金融证券业。至此，我们可以确定海航集团的产业布局动机主要在于控制现金流。在精心的产业布控之下，海航集团成功控制了诸多优质的融资平台，以期以它们为平台为后续扩张发展提供资金支持。然而，如何有效的运用这些平台，使资金按照实际控制人的意愿在集团内部按需自由流通，满足实际控制人的扩张欲望，海航集团还需要借助内部资本市场平台，通过更进一步地精心布控实现融资扩张战略。因此，下一节内容主要剖析海航集团通过何种手段搭建内部资本市场。

4.2 内部资本市场的构建

4.2.1 设立财务公司

2003 年，为了提高集团内部的资金使用效率，海航集团收购了中新财务公司，重组包装后设立为海航集团财务有限公司（以下简称“海航财务”），并于 2004 年 7 月 1 日开始运行。截止 2019 年 6 月 30 日，在经历四次增资之后，股

东出资总额达 80 亿元，不少海航集团及内部成员企业为其股东（具体股份占比情况见表 4.2）。由集团内部成员企业组建的财务公司进一步拉紧了各成员企业之间的关系。集团内部非银行金融机构与外部金融中介相比，其为集团总部及内部企业提供服务时信息不对称程度较低，具有对企业、业务情况的天然信息优势，同时也体现了集团内部的协同效应。为了加强风险控制管理，海航财务设置了完善的组织结构，建立了严谨的管理制度和风险控制制度，并设立了直接服务于公司董事会的独立第三方作为专职稽核部门。

表 4.2 海航集团财务有限公司股东持股情况

股东名称	出资额（万元）	出资方式	出资比例（%）
海航集团有限公司	266,000.00	货币	33.25
天津航空有限责任公司	200,000.00	货币	25.00
海航机场集团有限责任公司	176,469.00	货币	22.06
中国新华航空集团有限公司	64,000.00	货币	8.00
三亚凤凰国际机场有限责任公司	63,531.00	货币	7.94
海口美兰国际机场有限责任公司	25,000.00	货币	3.13
海航酒店（集团）有限公司	5,000.00	货币	0.62
合计	800,000.00		100.00

数据来源：海航集团财务有限公司风险评估说明

经过 15 年的发展，海航财务目前为集团内部成员企业提供的业务有以下几种：

（1）结算业务。针对集团企业众多、且相对分散的实际特点，海航财务接受集团公司的委托，利用自身的资金结算系统与境内外银行以及 SWIFT 银行结算系统合作直连，对全集团成员企业账户实行统一管理。其内部网络如图 4.1。通过集中结算，极大地丰富了公司现金流量，为公司发挥金融调控功能奠定了基础。

（2）存贷业务。海航财务通过为集团内部企业办理存款业务聚集集团内部闲置资金，当其他集团内部企业发生资金短缺时，海航财务又将这部分资金分配给有资金需求的内部企业，从而提高全集团的资金使用效率。当集团内部企业出现资金需求时，需要经过“报集团审批-财务公司客户授信审议-业务评审委员会审批-金融服务部公司副总经理、总经理审批”的程序后才能获得贷款。截止 2019 年 6 月 30 日，公司存放同业款项 0.30 亿元、中央银行款项 0.11 亿元，吸收存款 171.76 亿元。

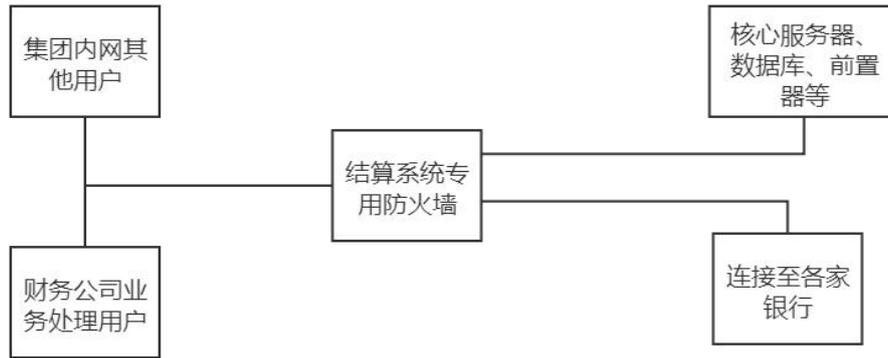


图 4.1 海航集团财务有限公司资金结算系统内部网络结构

(3) 投资业务。海航财务将风险控制作为投资业务中的第一原则，保证海航财务的风险可控，不会因财务公司的风险控制问题将整个集团置于困境。

(4) 外汇业务。2010 年，海航集团将扩张步伐迈向国际市场，海外业务数量逐渐上升，海航财务建立境内外资金管理平台，管理成员企业境内外账户资金，并且提供代理结算服务。2014 年，海航财务得到银监会批准新增扩大外汇业务。

4.2.2 建立外部融资平台

上市公司是整个集团中最具外部融资能力的平台，也是连接内、外部资本市场的桥梁。推动子公司上市和外购上市公司是集团建立外部融资平台的两种主要途径。

(1) 推动子公司上市

海航控股作为海航集团的核心公司，2006 年，海航控股股东组成发生较大变化，第一、二大股东发生变更，最终控制人为海南省国有资产管理委员会。但是从实质上来看，海航集团仍然对海航控股保持着经营上的控制权，主要原因在于：第一，海航集团持有大新华航空 23.11% 的股份，是其第二大股东，并且其持股比例仅低于第一大股东 1.86%。第二，大新华航空董事长仍为陈峰，且海航控股董事会、监事会、管理层人员多数来自海航集团。

2000 年，海航集团为实现相关多元化战略目标，由海航控股重组了处于经营危机中的美兰国际，向其注资 7.8 亿成为持股 58.1% 的第一大股东。为了增强美兰国际的业绩能力，海航控股向其注入了集团内部其他优质资产。为了分拆上市，新设海南美兰机场股份有限公司，其主要功能是运营美兰国际的机场业务。

一系列精心的运作之下，海南美兰机场股份有限公司（00357.HK）于2002年11月在香港联交所挂牌上市。虽然后期美兰空港股东构成上发生变动，海航集团在股权上不能对其到达最终控制，但海航集团控股子公司海航机场集团有限公司为美兰空港第三大股东，持股比例分别仅低于第一、二大股东1.74%、0.06%，且美兰空港董事会、监事会、管理层人员多数来自海航集团。因此，与海航控股同理，海航集团仍对美兰空港具有实质上的经营控制权。

（2）收购重组上市公司

为了搭建外部融资平台，海航集团不断收购上市公司，2004-2009年间具体收购情况见表4.3。

表 4.3 海航集团上市公司收购情况

公司简称	股票代码	上市地	持股比例	经营范围	产业板块	被收购时间
供销大集	000564	深圳	39.71%	百货零售、超市经营	实业	2004年3月
凯撒旅业	000796	深圳	39.06%	旅游服务、航空及铁路配餐	旅游	2006年9月
海航科技	600751	上海	20.77%	船舶运输、货运代理、船舶燃料贸易	物流	2008年2月
海航基础	600515	上海	36.56%	百货零售、工程代建、酒店餐饮	实业	2009年
渤海租赁	000415	深圳	44.64%	飞机、集装箱、境内基础设施等租赁	资本	2010年
ST 海航创新	600555	上海	29.90%	旅游地产、酒店游艇管理	旅游	2011年
海航投资	000616	深圳	19.98%	房地产销售、基金管理、养老投资	实业	2013年8月
海越能源	600387	上海	13.68%	清洁能源	实业	2017年
ST 东电	000585	深圳	9.33%	输变电设备销售、技术开发	实业	2017年

（3）积极进入新三板

2014年8月，粤开证券（830899）成为海航集团中第一个成功进入新三板的企业。之后，易航科技（831608）、海航冷链（831900）等8家中小微型企业先后在新三板成功挂牌。

4.3 内部资本市场运作机制分析

海航集团将以搭建的内部资本市场为平台，通过一系列的运作、安排，实现

内部资本的自由流通，进而满足控制人扩张意愿下的资金需求。

海航集团内部资本市场的运作主要是利用集团总部及集团内部企业之间现金流充裕程度的差异性，通过集团总部与集团内部企业之间、各内部企业之间的关联交易来充分分配现金流充裕的内部企业的资金，保证最大化利用集团资金。由于海航集团母体本身并为上市，无法获得海航整体的关联交易资料，本文在魏明海（2006）对内部资本市场运作机制分类的基础上，结合对海航集团旗下 10 家 A 股上市公司 2015-2019 年年报披露的关联交易的分析，探究海航集团内部资本市场运作机制。

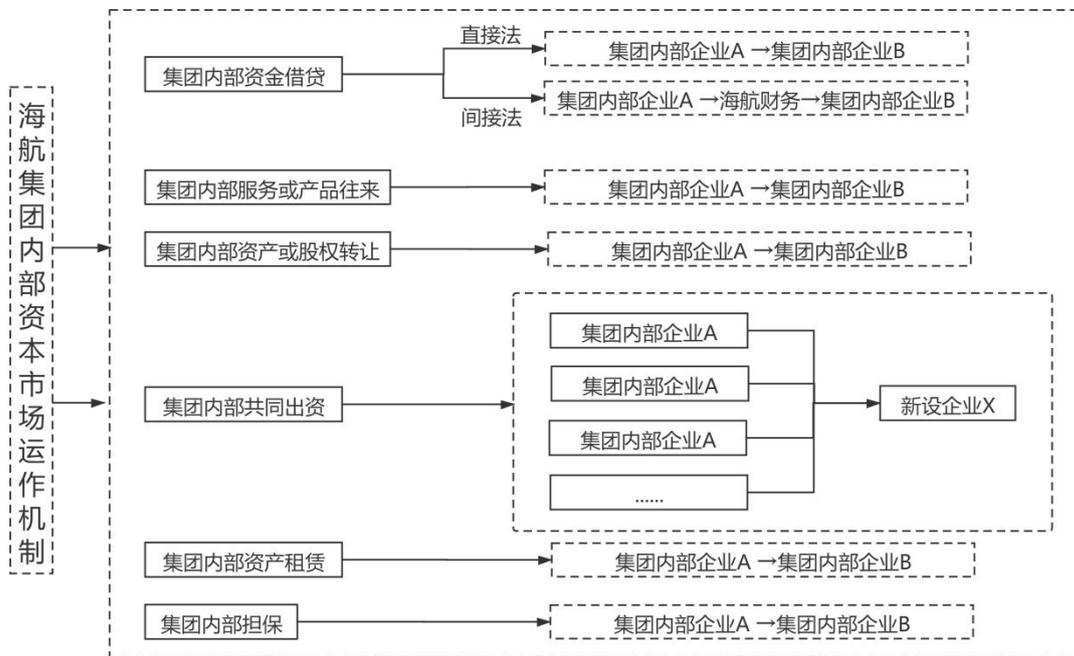


图 4.2 海航集团内部资本市场运作机制图

4.3.1 集团内部资金借贷

内部资金借贷对内部资本市场运作而言，是极其重要的一种运作方式。在集团内部企业之间进行的资金借贷可以以低于外部资本市场的借贷成本、而高于外部资本市场的借贷速度向各内部企业提供资金支持。这种方式为有资金需求的内部企业节约了借入资金的费用，提高了融资速度；同时也给有资金闲置的内部企业带来了一定的利息收入，提高了资金运用效率。

各上市公司向关联方的资金拆借主要流向了海航财务、集团总部以及集团内其他非上市公司。海航内部资金拆借方式有：（1）直接法，即资金需求者与资金充裕者直接进行资金借贷；（2）间接法，即海航财务作为中介机构，资金需求企业通过向海航财务提出借款申请进行资金借贷。如表 4.4 所示，除 ST 东电和凯撒旅业之外，海航旗下其他上市公司都发生较为频繁、额度较大的关联方资金拆借。2015-2019 年间，海航资本向渤海租赁拆入多笔资金，年利率为 5%。2018 年，香港渤海租赁资产管理有限公司向 BL 拆入年利率为 0 的资金共计 58074 万元。海航科技在 2017-2019 年向海航集团及其内部成员企业拆入了多笔资金以缓解其自身的资金压力。

表 4.4 2015-2019 年间海航旗下上市公司与关联方资金拆借情况统计表（单位：万元）

上市公司	借贷方式	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	合计
海航控股	借入资金	-	-	-	-	-	0
	借出资金	-	-	-	657,000	-	657,000
凯撒旅业	借入资金	-	-	-	-	-	0
	借出资金	-	-	-	-	-	0
供销大集	借入资金	-	-	9,579	25,000	4,088	38,667
	借出资金	-	-	-	0	800	800
海航科技	借入资金	-	-	651,948	270,177	170,027	1,092,152
	借出资金	-	-	-	-	168,648	168,648
海航基础	借入资金	38,000	-	-	-	58,800	96,800
	借出资金	-	-	-	-	-	0
渤海租赁	借入资金	54,850	54,850	779,696	482,404	213,874	1,585,674
	借出资金	-	-	-	-	-	0
海越能源	借入资金	-	-	29,200	7,500	307,500	344,200
	借出资金	-	-	-	-	-	0
ST 东电	借入资金	-	-	-	-	43	43
	借出资金	-	-	-	-	-	0

数据来源：上市公司 2015-2019 年年度报告

（1）以海航财务为中介进行的内部资金借贷

2003 年，海航财务建立海航集团资金管理平台，为成员企业提供资金结算、存贷款等业务。海航内部企业在与海航财务建立合作关系时，均与之签订了《金融服务协议》。协议中规定，海航财务为海航集团内部企业提供资金存取、贷款业务时，利率及各项手续费率严格执行中国人民银行的规定。为保障内部企业的资金安全，海航财务制定了并执行着严格的内部货币资金控制规范。截止

2019年6月30日，海航财务存贷余额分别为172亿元、310亿元，存贷比例为181.07%。

(2) 关联方之间直接进行资金借贷

除了通过海航财务搭建的资金借贷平台，各内部成员企业通常也直接与海航集团总部及其他内部成员企业进行资金借贷，贷款利率通常低于银行贷款利率甚至为无息贷款。2013年6月，海航科技因购置生产设备需要，其母公司大新华物流向其借出短期贷款1.7亿，利率为0，海航科技节约了一大笔财务费用。2013年，渤海租赁整体向海航集团借款0.73亿元，资金使用期限为9个月，利息共计274万元；2015年，渤海租赁向集团成员企业渤海国际信托借入贷款1.9亿元，期限为12年，年利率为7%。

4.3.2 集团内部服务或产品往来

海航集团已经形成了全产业链的布局，因此集团内各成员企业间存在着不少内部产品及服务往来。集团内部的这些往来交易事项可以通过应收款项、应付款项两个项目实现短期资金融通。

从2015-2019年海航旗下10家上市公司采购出售商品、提供接受劳务的关联交易统计中不难发现，海航集团内部企业之间互相提供商品、服务的交易数额整体呈上升趋势，其中海航控股、凯撒旅业、供销大集、海越能源关联购销金额较大。海航控股主要是向关联方提供代售业务、积分营销业务、货物运输业务、客运业务、维修以及保障业务、员工教育业务等日常经营活动；海航控股接受关联方提供的主要业务有与航空业务有关的第三方服务费用，比如关联方信息技术服务、支付代理进出口手续费、接受飞机维修及保障服务等，这些业务的定价政策多数为双方协议定价。凯撒旅游的主营业务之一是航空配餐，同时它是海航控股最大的航空配餐服务提供商，其他主要业务有配餐及航机服务、团款、机票代理、旅游服务、月饼收入等；凯撒旅业接受关联方提供的航空食品原料采购、机场起降服务、航油购销、员工继续教育、飞机维护等服务，这些关联交易定价政策多数为双方协议定价。不难发现，横向一体化关联购销将减少交易成本。由于集团内部的关联购销价格大多通过双方协商的方式确定，所以集团内部企业可以通过这种方式有效的进行内部资本配置。

表 4.5 海航旗下上市公司内部产品或服务的往来情况统计表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
海南航空	采购商品/ 接受劳务	224,786	329,734	742,676	681,109	492,536
	出售商品/ 提供劳务	141,325	136,544	221,366	267,712	351,921
凯撒旅业	采购商品/ 接受劳务	46,168	99,341	136,078	168,252	152,663
	出售商品/ 提供劳务	41,928	72,580	90,396	69,893	51,592
供销大集	采购商品/ 接受劳务	5,237	54,602	6,930	28,062	37,466
	出售商品/ 提供劳务	16,946	11,634	15,996	66,956	28,234
海航科技	采购商品/ 接受劳务	206	5,129	60	3,090	1,043
	出售商品/ 提供劳务	98	9,993	24,131	6,641	1,213
海航基础	采购商品/ 接受劳务	21,330	44,594	1,644	1,716	1,236
	出售商品/ 提供劳务	9,802	55,401	3,667	7,009	1,716
渤海租赁	采购商品/ 接受劳务	1,001	470	535	478	243
	出售商品/ 提供劳务	4,505	303	2,200	1,046	747
海航投资	采购商品/ 接受劳务	101	4,355	3,026	402	301
	出售商品/ 提供劳务	700	2,968	1,923	660	660
海航创新	采购商品/ 接受劳务	768	741	1,217	167	43
	出售商品/ 提供劳务	50	340	333	285	287
海越能源	采购商品/ 接受劳务	-	-	49,566	167,204	157,037
	出售商品/ 提供劳务	-	-	13,469	164,668	161,957
ST 东电	采购商品/ 接受劳务	-	-	-	52	106
	出售商品/ 提供劳务	-	-	-	0	3,959

数据来源：上市公司 2015-2019 年年度报告

4.3.3 集团内部资产或股权转让

内部资产、股权转让是集团化企业在集团内部进行资源再分配的重要手段，这种资金运作方式在保证内部资产使用效率的同时，又可以帮助控制人整理公司业务及产业构成。这种方式与从外部市场收购资产或股权相比更易控制，并且能减少一定的交易费用。海航集团不仅在外部资本市场并购操作频繁，其内部资本市场资产、股权转让也相当活跃。

为了调整外购公司的业务并将其纳入集团产业结构，内部股权转让在近年成为海航集团常常使用的资金运作方式。观察海航旗下上市公司关联方间资产转让情况不难发现，这种方式主要涉及向关联方增资、转让资产、收购少数股东权益等。进而观察表 4.7 中 2015-2019 这五年的股权转让情况，关联方之间的收购股权金额远大于售出股权金额，海航控股为集团内部资源提供了空间可能性。从 2011 年开始，海航控股陆续完成了对长安航空、新华航空、祥鹏航空、天津航空的部分股权收购。2015-2019 年间，海航控股向长安航空累计增资 250000 万元、向西部航空累计增资 53899 万元、向云南祥鹏累计增资 100000 万元、向扬子江航空累计增资 91520 万元。海航控股资产转让主要涉及飞机、模拟机、发动机及航材、高价周转件、飞行人员等。

表 4.6 2015-2019 年间海航旗下上市公司关联方间资产转让情况统计表（单位：万元）

			交易定价原则	金额
海航控股	2015 年	增资	双方协议价格	105,905
	2016 年	转让资产	评估价值	27,145
		增资	评估价值	461,394
海航控股	2017 年	转让资产	双方协议定价/评估价值	1,008,687
	2018 年	增资	评估价值	395,000
		收购少数股东权益	评估价值	342,532
转让资产		双方协议定价/评估价值	86,552	
海航控股	2019 年	增资	评估价值	7,000
		收购少数股东权益	评估价值	113,400
		转让资产	双方协议定价/评估价值	2,002
渤海租赁	2015 年	转让资产	评估价值	3,000
		收购少数股东权益	评估价值	156,499
		转让资产	协议转让价格	53,192
渤海租赁	2016 年	转让资产	协议转让价格	30,000
	2017 年	购买资产	协议转让价格	129,000

续表 4.6 2015-2019 年间海航旗下上市公司关联方间资产转让情况统计表（单位：万元）

		增资	评估价值	238,000
		转让股权	协议转让价格	200
	2018 年	转让资产	协议转让价格	354,978
	2019 年	转让租赁资产收益权	协议转让价格	164,670
		转让/购买资产	协议转让价格	23,571
供销大集	2015 年	增资	评估价值	2,000
	2016 年	增资	评估价值	252,000
	2019 年	转让资产	协议转让价格	140
海航投资	2015 年	增资	评估价值	96,000
凯撒旅业	2015 年	增资	评估价值	87,100
	2016 年	增资	评估价值	355,000
	2019 年	增资	评估价值	6,000
海航基础	2018 年	增资	评估价值	1,217,800
海航科技	2015 年	增资	评估价值	10,000

数据来源：CSMAR 数据库及上市公司 2015-2019 年年度报告

表 4.7 2015-2019 年间海航旗下上市公司关联方间股权转让情况统计表（单位：万元）

上市公司	交易年份	收购股权	转让股权
供销大集	2015 年	1,891	-
	2016 年	766,469	-
	2017 年	249,628	-
	2018 年	21,200	7,183
	2019 年	214,476	4,901
渤海租赁	2015 年	22,330	-
	2017 年	65,292	0.2
	2018 年	-	162,691
ST 东电	2018 年	50	-
海航投资	2015 年	376,100	132,173
	2018 年	-	3,781
	2019 年	146,756	146,756
凯撒旅业	2015 年	-	55,868
	2019 年	81,796	-
海航控股	2017 年	685,065	-
	2018 年	452,869	26,876
	2019 年	1,134,566	1,337,032
海越能源	2015 年	-	3,237
	2017 年	-	17,000
	2018 年	-	31,380
海航基础	2015 年	2,500	-
	2016 年	-	82,177
	2017 年	164,894	450,156
	2018 年	126,400	-
	2019 年	646,200	33,009

续表 4.7 2015-2019 年间海航旗下上市公司关联方股权转让情况统计表 (单位: 万元)

海航科技	2016 年	613	156
	2017 年	-	11,146

数据来源: CSMAR 数据库及上市公司 2015-2019 年年度报告

4.3.4 集团内部共同出资

在快扩张进程中,如果单个主体计划独自建立新公司,往往其自有资本无法满足这一计划,此时通过收拢多个相关主体的资金共同出资便能解决前述问题。这样的内部共同出资方法在海航集团新设企业时得到了广泛运用。

在表 4.8 中可以发现,关联方共同出资的金额占比有以下几种情况:第一种,主要出资方与次要出资方出资比例之和为 100%,从而对设立对象形成完全控制。第二种,主要出资方的出资比例只能够对设立对象达成重大影响,无法进行控制,但是在次要出资方也出资之后,二者出资比例之和能够对设立对象构成基本控制。

表 4.8 2015-2019 年间海航旗下上市公司与关联方共同出资设立公司情况统计表

上市公司	交易年份	出资方	出资额	出资比例	关联出资方	出资额	出资比例	设立对象
渤海租赁	2015 年	香港航空租赁有限公司	3.12 亿美元	51%	天津燕山航空租赁产业股权投资合伙企业	3 亿美元	49%	HKAC Development Company Limited
海航投资	2015 年	亿城投资管理北京有限公司	100 万	1%	海航投资	9,900 万元	99%	海南恒兴聚源股权投资基金合伙企业
	2016 年	海南恒兴创展股权投资基金有限公司	15,656 万美元	57.9%	海航美洲置业有限责任公司	11,383 万美元	42.1%	HNA Holdings 438-444 Eleventh Avenue LP LLC

续表 4.8 2015-2019 年间海航旗下上市公司与关联方共同出资设立公司情况统计表

凯撒旅业	2015 年	北京首都航空有限公司	7,000 万	70%	海南海航国际酒店管理有限公司	1,000 万	10%	北京首航假期网络科技有限公司
		凯撒同盛(北京)投资有限公司	6,000 万	60%	凯撒世嘉网络技术有限公司	1,000 万	10%	易启行网络科技有限公司
	2016 年	公司凯撒同盛(北京)投资有限公司	8,000 万	80%	上海杭琨投资中心	2,000 万	20%	凯撒到家实业发展股份有限公司
	2019 年	凯撒世嘉旅游文化发展集团股份有限公司	10,000 万元	33.33%	凯撒集团	20,000 万元	66.67%	海南凯撒世嘉旅文发展集团有限责任公司
海航控股	2016 年	海南航空股份有限公司	1.5 亿	30%	海航集团有限公司	1.75 亿	35%	海航进出口公司
		祥鹏航空	-	35%	祥鹏投资	-	45%	神鸟航空
海越能源	2018 年	海越资管	2,000 万元	1%	华宇仓储	198,000 万元	99%	陕西海航冷链仓储投资合伙企业

资料来源：CSMAR 数据库及上市公司 2015-2019 年年度报告

4.3.5 集团内部资产租赁

海航集团有意不断壮大旗下租赁业务，以融资租赁和经营租赁方式在内部提供多项大额资产租赁业务。海航控股作为承租人，向香港航空、香港租赁、香港快运、长江租赁等内部成员企业租入飞机，向航基股份租入机场航站楼，向海航技术租入车辆，2015-2019 年累计关联承租金额达 143.04 亿；同时，海航控股作为出租人，向大新华航空等内部关联成员企业提供机组出租业务，同时向海航旅

游集团等内部成员企业租赁房屋建筑,2015-2019年关联方之间出租额总计39.25亿。渤海租赁的主营项目是租赁,其2015-2019年间向关联方提供租赁服务取得收入总额为9.54亿元,租赁的主要物品为飞机、车辆设备、机器设备等资产。海航控股与渤海租赁之间存在着大量的内部资产租赁往来,租金金额由双方协议商定,通常低于同期市场价格,从而降低海航控股的经营成本。

表 4.9 2015 年-2019 年海航集团内部关联方租赁情况统计表 (单位: 万元)

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
海航控股	出租	104,484	40,995	95,394	90,514	61,082
	承租	111,415	169,788	332,046	388,941	428,163
渤海租赁	出租	33,208	11,537	13,643	9,104	27,953
	承租	10,808	704	699	660	1,269

数据来源: CSMAR 数据库及上市公司 2015-2019 年年度报告

4.3.6 集团内部担保

集团内部企业之间通过互相提供担保,增加自身的借款额度,从而有机会从外部资本市场获得更多的贷款。从表 4.10 中海航集团 10 家上市公司关联担保情况可以看出,海航集团内部关联担保操作频繁,担保数额逐年增大,说明内部担保为其缓解融资约束、扩大融资规模的主要手段之一。其内部担保并不止简单的单向担保,还存在着较多的交错保障;担保方式多为连带责任担保、保证,存在少量的最高额担保、抵押、留置。同时观察表 4.10 和 4.11 可以看到,集团内部公司主要通过集团内上市公司的担保获得资金,同时,上市公司之间也会互相提供担保。

表 4.10 2015-2019 年海航集团 10 家上市公司关联担保情况 (单位: 万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	合计
渤海租赁	589,725	3,961,499	1,070,132	32,958,959	21,366,466	59,946,781
供销大集	30,110	29,450	1,503,787	1,843,082	402,502	3,808,931
海航投资	416,870	228,800	156,700	162,000	162,000	1,126,370
凯撒旅业	20,700	33,700	126,200	170,894	218,700	570,194
海航控股	1,080,208	1,019,190	981,362	1,045,109	1,951,398	6,077,267
海越能源	6,169	18,727	222,870	-	519,309	767,075
海航基础	134,207	134,207	1,460,801	1,466,300	2,058,907	5,254,422
海航创新	204,380	121,580	94,080	100,000	47,000	567,040

续表 4.10 2015-2019 年海航集团 10 家上市公司关联担保情况（单位：万元）

海航科技	29,000	402,000	-	487,713	540,613	1,459,326
东北电力	-	-	-	-	-	-

数据来源：CSMAR 数据库及上市公司 2015-2019 年年度报告

表 4.11 2015-2019 年海航集团 10 家上市公司对子公司关联担保情况（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	合计
渤海租赁	378,144	2,794,904	10,518,560	13,609,987	13,191,874	40,493,469
供销大集	21,300	4,450	701,380	958,007	1,688,656	3,373,793
海航投资	-	172,000	162,000	162,000	0	496,000
凯撒旅业	22,500	64,200	241,508	251,683	472,499	1,052,390
海航控股	1,665,331	1,887,249	3,572,160	4,925,678	6,896,826	18,947,244
海越能源	307,340	579,993	532,496	471,919	401,299	2,293,047
海航基础	-	-	788,102	3,479,030	763,838	5,030,970
海航创新	102,280	195,240	94,080	0	0	391,600
海航科技	1,798	5,896	2,778,600	330,830	3,122,756	6,239,880
东北电力	-	-	-	-	-	-

数据来源：CSMAR 数据库及上市公司 2015-2019 年年度报告

综上，集团化经营之所以能够在短期内缓解海航集团的融资约束，原因除了其与外部市场的信息不对称程度得到有效控制外，更深层次的原因在于以下两点：第一、集团以控制现金流为主的内部产业布局；第二、集团化企业的内部资本市场运作。通过以上分析不难发现，海航集团在多元并购扩张进程中，对于产业的布局安排始终遵循着扩大资金来源的原则，其在对外收购时，对目标企业的选取基本符合以下三点：第一，资产规模庞大、融资能力强、投资收益高的房地产业；第二，现金流充足、现金盈余额较高的商品零售业；第三，能够作为融资中介为集团资金运转便利的金融证券公司。同时，内部资本市场运作的最终目的也是为了增强融资能力，扩大现金流量，缓解集团在高速扩张进程中更易遇到的融资约束问题。

5 海航集团化运作与财务风险

海航集团通过集团化运作的方式极速扩张,这种以资本运作为重心的模式是否会忽视了业务经营?如果资本运作导致财务杠杆上升的同时,经营管理不善致使经营业绩下降,此时的财务风险会被加倍放大。通过以上研究,我们提出一种合理估计:集团化运作在一定程度上缓解了民营企业的融资约束,但是海航集团频繁的并购扩张进程需要的资金呈直线上升趋势,企业的融资压力是持续增大的。如果外部权益融资能力有限,海航集团更偏向于选择抵押或担保的方式借款,通过杠杆规模获得更多外部融资额度。然而,在财务杠杆快速上升的同时,如果企业并未重视业务管控造成经营业绩不佳的后果,可能带来更大的财务风险。

由于海航集团尚未上市,公开披露的财务数据有限,因此无法从集团层面直接分析海航集团实施集团化运作之后其总体财务杠杆、经营业绩和财务风险的变动情况。所以,本文选择海航集团核心上市公司的数据,从核心上市公司的角度间接分析推断集团整体的财务杠杆、经营业绩及财务风险变动情况。

5.1 集团化运作对自设公司经营业绩及财务风险的影响

海航控股是唯一一家海航集团自设的、并长期作为集团主业经营的上市公司。它在海航集团的并购扩张过程中肩负着尤为重要的任务,所以本文将海航控股在集团化前后财务杠杆、经营业绩及财务风险的变动情况作为检验要点。

首先,从海航控股的财务杠杆变动来看(如图 5.1),可以发现自 2004 年实施集团化运作以后,海航控股的财务杠杆呈逐年上升趋势,特别是在 2004-2005 年,财务杠杆系数高达 31.59、14.89,当时正值海航集团并购供销大集和凯撒旅业之时。同样的,资产负债率也在实施集团化运作之后表现出了明显的上升趋势,直至 2016 年,财务杠杆系数才控制在实施集团化运作之前的水平。2003-2004 年,海航控股资产负债率达 90%以上。

在财务杠杆上升的同时,如果公司的经营业绩同比增长或更快地增长,则可以在一定程度上缓解杠杆率上升对公司财务风险的负面影响。表 5.1 表明,在海航集团扩张进程中,海航控股盈利构成越来越依赖于投资收益,营业利润占比越来越低。在 2010 年以前,虽然海航控股主营业务收入呈不断上升的趋势,但是

营业利润并未呈同向变化。2010年217亿元营业收入带来的营业利润才勉强达到2000年23亿元营业收入能够带来的营业利润,主营业务的创收能力不断下降。2010年海航控股营业利润是上年的7.7倍,此后营业利润呈逐渐增长趋势,但增长幅度较慢,营业利润率基本保持在2%左右。图5.3表明海航控股经营表现持续不佳,表明了集团化对经营业绩的消极作用。将2009年净、总资产收益率同2000年相关数据对比,发现2009年经营业绩指标较前减少一半,且当年净利润率自集团化以来首次跌为负数,经营业绩下滑严重。

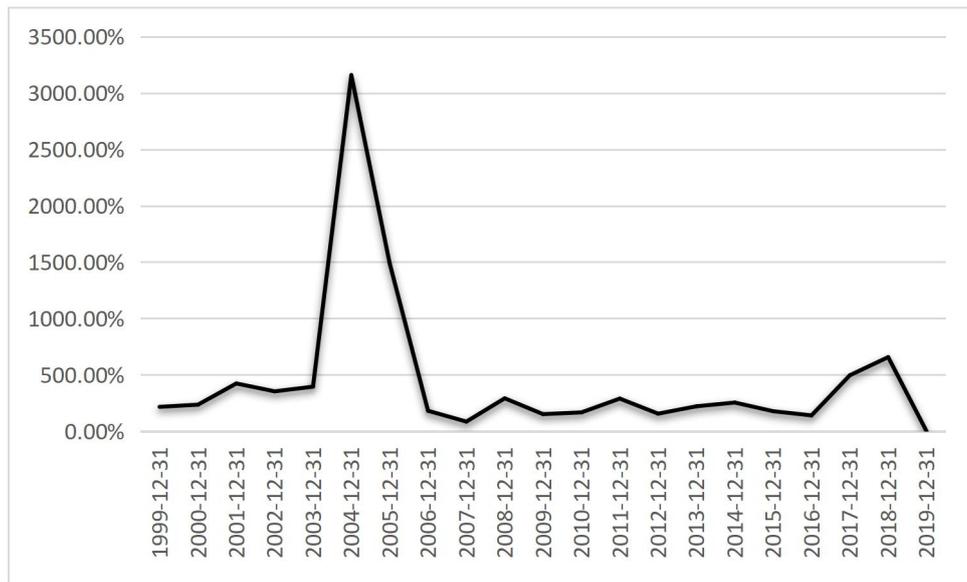


图 5.1 海航控股财务杠杆变动趋势图

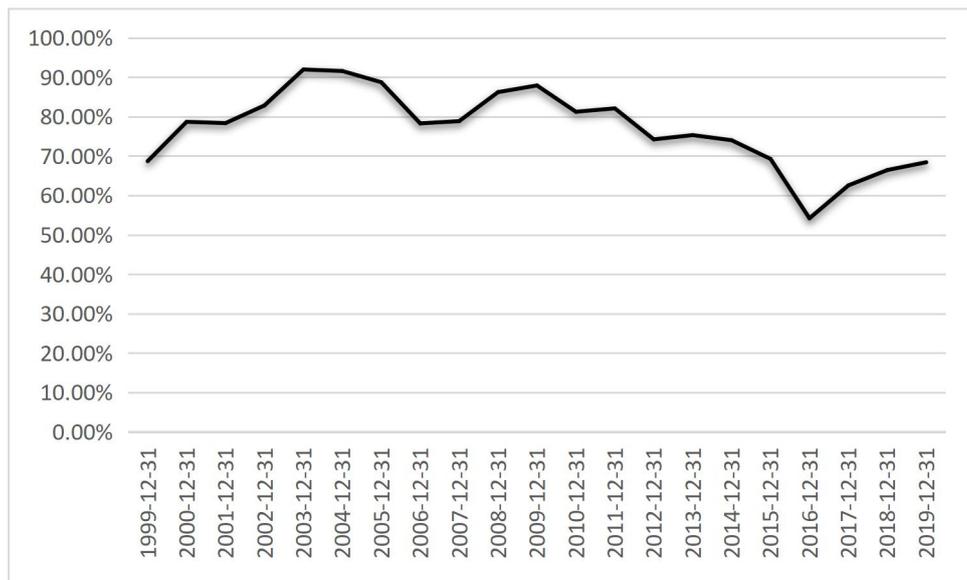


图 5.2 海航控股资产负债率变动趋势图

上述分析内容表明,集团化模式落地以后,海航控股财务杠杆上升且经也表

现持续恶化。那么，如果经营业绩在财务杠杆变大的同时表现不佳，那么一定会使得财务风险加大吗？本文将计算 2001 年后海航控股流动比率等指标的变动确定财务风险的变化趋势。

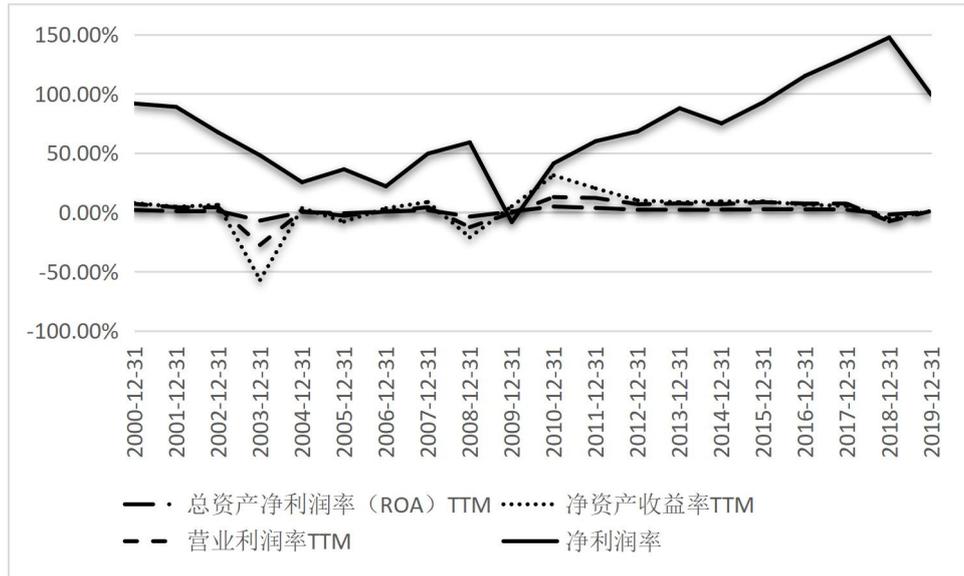


图 5.3 海航控股经营业绩变动趋势图

表 5.1 海航控股主要盈利指标变化情况统计表（单位：万元）

年份	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
主营业务收入	180,717	229,648	325,475	502,828	537,209	841,054	1,006,147
营业利润	2,048	2,527	-7	1,219	-1,263	-1,667	-1,584
营业利润率	1.13%	1.10%	0.00%	0.24%	-0.24%	-0.20%	-0.16%
投资收益	15,099	166,049	13,762	21,364	-147,150	7,655	-28,539
年份	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入	1244,836	1,355,680	1,355,166	1,554,836	2,170,615	2,627,325	2,886,759
营业利润	-1,479	1,322	3,210	889	2,569	19,788	18,824
营业利润率	-0.12%	0.10%	0.24%	0.06%	0.12%	0.75%	0.65%
投资收益	9,644	58,738	-168,354	-6,554	280,238	319,219	199,190
年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
主营业务收入	3,023,136	3,604,377	3,522,544	4,067,813	5,990,395	6,776,393	7,238,941
营业利润	60,627	80,465	97,815	106,031	124,274	-2,037	287,382
营业利润率	2.01%	2.23%	2.78%	2.61%	2.07%	-0.03%	3.97%
投资收益	226,522	249,865	303,471	300,480	429,635	-511,172	82,882

图 5.4 清晰勾勒出 2001 年集团化运作以后海航控股各项偿债能力指标的下降趋势。截至 2008 年，流动比率下降至历年最低 0.37，不及 1999 年的四分之一，而利息保障倍数则在 2003 年和 2008 年跌至负数。经营性现金流量的变动则从另

一个角度证实了实施集团化运作以来海航控股偿债能力的下降。2008 年经营性现金流量净额与流动负债的比率从 1999 年的 32% 下降至 7%。偿债能力的下降进一步验证了，海航控股在集团化运作之后，不仅财务杠杆上升、经营业绩下滑，而且海航控股的财务风险也在上升。

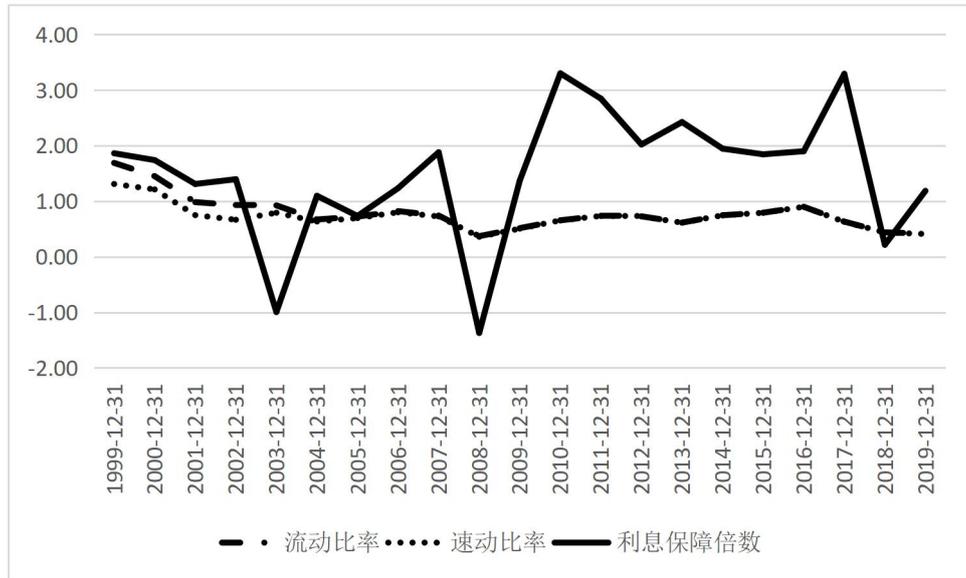


图 5.4 海航控股偿债能力变动趋势图

5.2 集团化运作对收购的子公司经营业绩及财务风险的影响

本文选择海航创新作为剖析海航集团化运作对收购的子公司经营业绩及财务风险影响的研究主体，观察被收购的子公司在 2001 年前后财务杠杆、运营表现及财务风险的变化，从而总结推测集团总体变化情况。本文将对对比其 2011 年前后财务杠杆、运营表现和财务风险的表现趋势。图 5.5 反映海航创新纳入海航集团治理前后的资产负债率变动趋势，在被并前独立经营时期，它的资产负债率维持在 30% 左右，但并购后基本徘徊在 50% 左右，2016 年其资产负债率基本是 2005 年的两倍。从图 5.6、5.7 反映的海航创新并购前后经营业绩变动来看，其各项经营指标变化趋势都不尽人意。无论是营业利润率、营业净利率，还是总资产净利润率、净资产收益率都呈现出逐年下滑趋势。特别是在并购后第一年，这四项指标都跌为负数值，盈利能力在并购前后形成了巨大的反差。

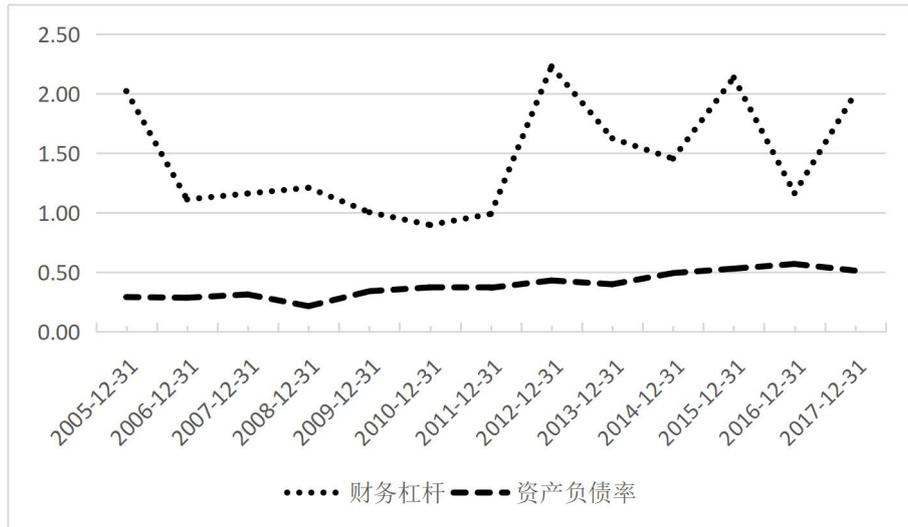


图 5.5 海航创新并购前后财务杠杆变动图

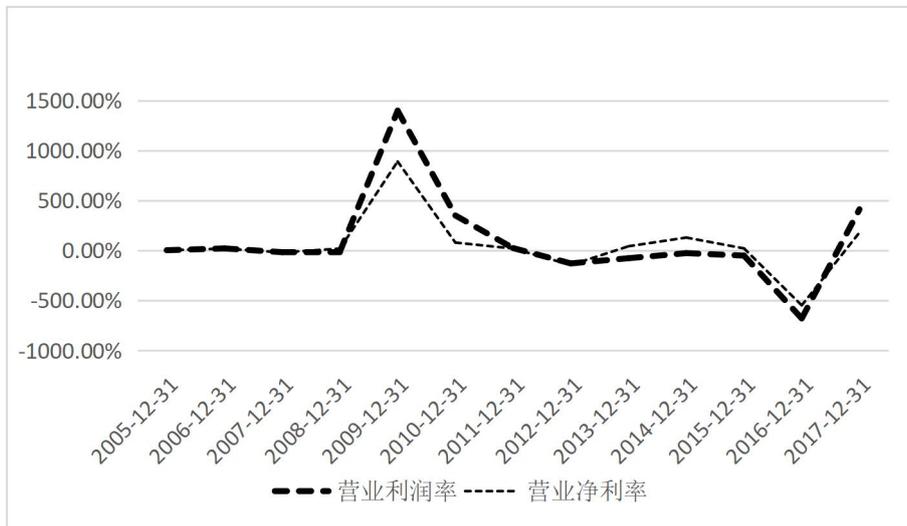


图 5.6 海航创新并购前后经营表现变动趋势图 (1)

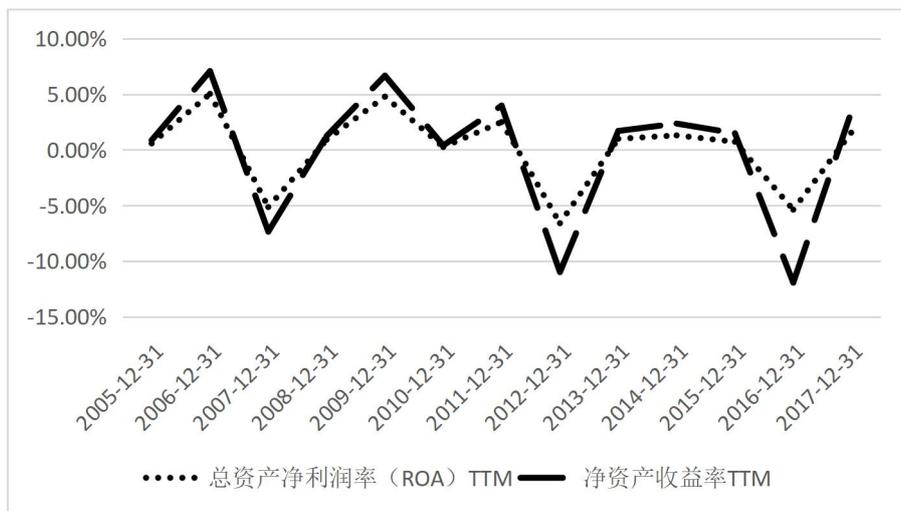


图 5.7 海航创新并购前后经营表现变动趋势图 (2)

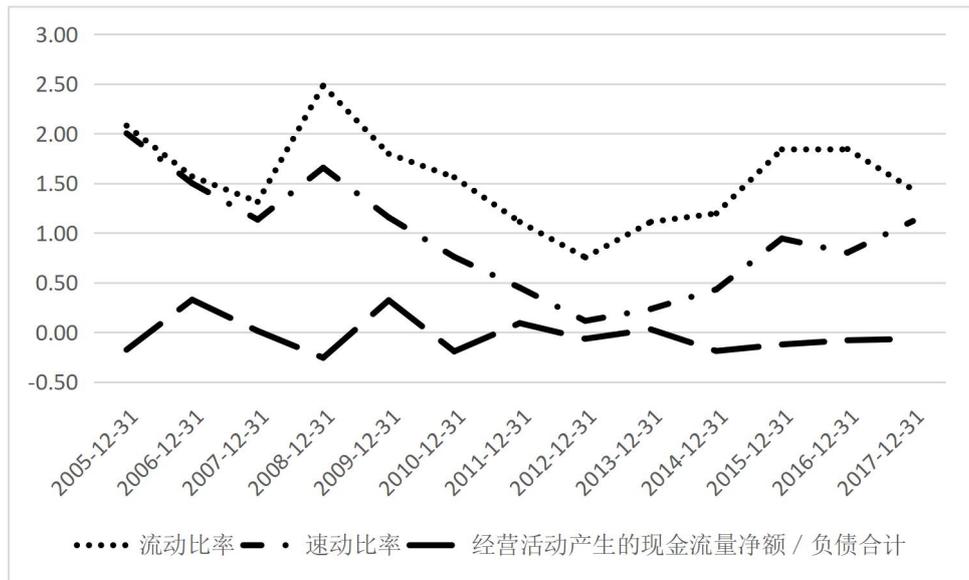


图 5.8 海航创新并购前后偿债能力指标变动趋势图

根据 5.1、5.2 章节的探究，我们发现海航集团化运作不但引致集团自主设立的子公司财务杠杆上升、经营业绩下滑、财务风险增大，而且对于其并购的主要上市平台也造成了同样的影响。因此，可以认为，海航集团以融资扩张战略为导向的集团化运作在缓和自身融资约束的同时也招致财务杠杆上升、经营业绩下滑、财务风险增大的后果。

6 结论与建议

6.1 研究结论

本文以海航集团为案例研究主体,探究集团化管控模式能否有效缓解企业融资约束问题,并发现了集团化进程中以融资扩张战略为导向的资本运作会影响企业财务杠杆和经营业绩,从而引发和积累财务风险。通过研究得出以下结论:

(1) 在我国市场经济转轨时期,外部资本市场未能有效发挥资本配置功能,我国民企几乎都会遇到融资约束难题。海航集团通过不断扩张、统一管控以及对内部资本市场的运作,在短期内能够有效帮助其增加资金来源渠道、放大融资能力、在一定程度上缓解了集团的融资问题。

(2) 海航的集团化运做之所以能够在短期内缓解集团的融资约束,原因除了其与外部市场的信息不对称程度得到有效控制外,更深层次的原因在于以下两点:第一、集团以控制现金流为主的内部产业布局;第二、集团化企业的内部资本市场运作。

(3) 海航集团在运用内部资本市场不断放大融资能力进而满足其高速扩张进程中的资金需求时,没能兼顾实现集团内部企业良好业务经营质量的最终目标。以满足集团实际控制人高速扩张欲望目的实施的各种复杂的资本运作手段在一定程度上会导致集团内部成员企业甚至于集团整体的财务杠杆上升、经营业绩下滑、财务风险加大。

6.2 政策建议

2021年1月29日,海南省高级人民法院向海航集团发出《通知书》,由于海航集团不能向有关债权人清偿到期债务,债权人向法院申请对海航集团进行破产重组。海航集团表示将依法配合法院进行司法审查,积极推进债务处置工作。2021年3月13日,海航集团发布的公告称,海航集团等321家下属企业将进行实质性重组。海航控股、供销大集、海航基础被证监会给与退市风险警示,这三家上市公司的公告中显示,根据海航集团清算组的调查结果,仅这三家上市公司之间存在的资金占用及违规关联方操作就超过千亿元。3月16日海南高院公布

的裁定书认为，海航集团等 321 家下属公司被实施合并重组的原因有以下两点：第一，该群体在经营过程中完全违背《公司法》中独立治理的规定，单个公司目前的资产负债情况并非股东出资、正常独立运营后的客观结果，321 家公司总体资产已无法清偿整体债务；第二，320 家下属公司不具有实际的独立法人地位，均受到海航集团的统一控制，无法独立自主调配自有资金，不具有财务管理权以及决策权。

海航通过集团化运作构建内部资本市场，进而通过异化内部资本市场功能、利用资本运作手段不断融资以满足实际控制人扩张的资金需求，由此带来的风险控制问题最终导致了海航如今的局面。我们现在很难去评价海航融资战略主导的内部资本市场运作方式本身的优劣性，实践表明也有不少企业通过这种方式获得了较好的结果，本文的研究恰恰是通过财务数据发现这种方式暴露出了很多风险问题，海航集团如今的局面一定程度上也是由于战略调整不够及时、治理不够有效，进而风险不断的累积所造成的。然而，其可能存在的问题和面临的困境也是其他众多的集团化运营企业正在或即将面临的，因此，结合对于海航集团化运作及其内部资本市场的研究结论，提出五点基于风险预防层面的政策建议；进而，结合本文研究结论与海航当下所面临的局面，提出两点基于风险爆发层面的政策建议。

6.2.1 基于风险预防层面

(1) 加强外部监管体系

虽然监管部门强制要求企业对关联交易在年报中进行披露，但是信息公开不代表有关风险得到了有效防控。集团内部企业以集团为平台进行的关联交易操作空间大，极易孕育风险，破坏战略规划和经营成果。而真正高效的内部资本市场应当既能帮助企业解决资金困难问题、有效提升闲置资金的周转，还有助于企业战略规划和产业布控。相反，无效的内部资本市场会引发过度投资等，甚至演变为大股东利益输送的通道。鉴于此，监管部门应加强监管，特别关注集团企业存在的风险点，从而营造健康良好的资本市场环境。对于海航集团这样的大型企业集团，监管部门在对其进行常规监管、要求其达到普遍制度要求之后，还可以制定适应这些特殊组织架构的交易风险监控政策，对其进行额外监管，保证内部资

本市场运作依法开展。

（2）推动企业集团整体上市

我国集团化运营的企业倾向于推动子公司上市，通常通过分拆优质资产和业务上市从而获得外部资本市场的支持，而未能积极推动集团母体本身上市。积极推动企业集团整体上市，既有助于拓宽集团的外部融资渠道，又能帮助海航集团快速筹措到没有还款压力的资金。相对于仅通过内部资本市场运作而言，集团整体上市无疑是一种更好的缓解融资约束方式。

（3）合理调整企业发展战略，保持适度多元化

海航集团的大规模并购开始于 2015 年，激进的“买买买”并购扩张战略为了迅速将企业做大，并购目标涉及全产业和全球市场。可以看出，海航集团的并购决策并未基于效率的原则进行，而更多是遵循集团“战略”高于效率的原则，战略位于第一位，而效率位于第二位。过于重视并购数量和速度、非相关多元化并购带来的结果是海航集团内部“消化不良”，不但没能达到预期将产生的协同效应，而且使得内部整合消耗的资源远大于其为内部资源带来的贡献。集团内部资金分散在各相互关联度较差的产业，无法提高资金利用效率，难以在领域内获得竞争优势。企业集团应当在发挥自身优势的基础上制定科学的发展目标，不宜对于效率不管不顾迅速发展多元化。在这样的前提之下，充分合规的利用内部资本市场功能、高效完成内部资源配置。

（4）加速剥离弱相关资产，多维缓解流动性危机

在并购扩张进程中，海航集团对于并购目标主营业务与自身竞争优势的关联度考虑不足，过度追求热门行业，对关联度较低的企业投资过快，忽视了并购后的内部整合效率，最终为海航财务危机的爆发埋下伏笔。

随着企业发展规模与多元化的正向发展，管理层业务能力达到临界点，他们对于发现多样化成员企业的潜在机遇和威胁的敏锐度下降。因此转换战略思维，利用收缩战略简化集团化结构，首先剥离与企业主营相关性低且盈利能力差的组织，进而打造一个高效率的分权组织。这样的战略调整有利于提升公司的外部环境适应能力，并且可以在剥离环节出售资产获得资金流入，从而补充生产经营资金缺口，进而帮助海航缓解流动性危机。

（5）强化内控、规范经营，持续构建风险控制机制

经营管理水平和风险防范能力的有效提升是企业建立内部控制体系的重中之重，特别是在当前这种国内外环境日益复杂的情况之下，完善的内控体系能够帮助企业在复杂的经济环境中获得竞争优势、有序发展。从海航集团失败的案例中不难发现，想要谋得长期稳定的发展，企业应当持续加强自身的合规识别力和控制力，尤其要注重对于融资管理、风险治理等高风险点的检查和防控；以强化内部控制为途径推动企业建立自我约束机制，规范企业的经营。同时，企业还应当建立长期的财务控制体系和危机防控机制。

对于海航而言，首先应当梳理集团下属企业错综复杂的股权关系，从内部企业到集团总部依次建立“风险识别-评估-预警-应急-处置”体系，通过定期对宏观经济数据以及公司财务数据的分析增强企业风险预警能力，尽可能做到高效防范、及时控制。此外，还应当建立一套涵盖财务预算、财务控制、监督检查、风险管理等多方面的财务控制体系，一旦识别出相应的财务风险，便立即做出风险应对方案抵御风险。

6.2.2 基于风险爆发层面

(1) 引入增量资源，稳定生产经营

对于进入实质性重组阶段的海航集团来说，机遇与挑战并存。从长远发展来看，此时的海航集团需要为其引入新的战略投资者，获得稳定的资金流入从而保证可持续发展的可能，保证“输血”，帮助海航集团加速回到健康发展轨道；同时更需引入专业的产业投资者，利用其专业优势及行业经验盘活改造海航集团经营管理模式、提升技术、业务协同，帮助“造血”。通过与战略投资者以及专业投资者的合作重新配置资产、人才、技术等要素，从而摆脱经营困境和财务困境，恢复企业的生产经营能力和偿债能力，促进海航步入经营良性循环。在这一过程中，还需注意做好员工安置以及队伍稳定工作，并以辅业剥离为主，聚焦航空主业经营。最终实现以下目标：第一，通过稳定的生产经营活动获得超过融资成本的收益；第二，通过产业投资人的经营管理能力提升海航集团价值，以期获得超额收益。

(2) 优化资产结构，保障债务偿付

在实质性资产重组的前期，应注重海航集团低效无效资产处置、整合工作，

首先做好瑕疵资产的清理工作。对于到期无法偿付的债务以及即将到期的债务，按照法制化、市场化原则解决债务问题；同时，应积极转变债务性思维，在最大程度保障债权人合法利益的前提下，通过债券收购重组、债转股等多种方式解决流动性危机。

参考文献

- [1]Basu D. , Sen K. Financial Decisions by Business Groups in India:Is It Fair and Square[J]. Journal of Contemporary Accounting&Economic, 2015(02):121-137.
- [2]Claessens,S.,and K.Tzioumis,2006,"Measuring Firms' Access to Finance",World Bank.
- [3]Cull, Robert, Li, Wei, Sun, Bo, Xu, Lixin Colin.Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms[J].Journal of Corporate Finance,2015(32):271-294.
- [4]Fazzari, S. M. , R. G. Hubbard and B. C. Peterson. Financing Constrains and Corporate Investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity,1988:141-195.
- [5]Gangopadhyay S. and R. Lensink."Corporate Ownership as a Means to Solve Adverse Selection Problems in a Model of Asymmetric Information and Credit Rationing", Working Paper,2001.
- [6]Gangopadhyay, S. , R. Lensink and R. van der Molen, "Business Groups, Financing Constraints and Investment:The Case of India", Journal of Development Studies,2003:93-119.
- [7]Giannetti M., Liao G., Yu X. The Brain Gain of Corporate Boards:Evidence from China [J]. The Journal of Finance, 2015(04):1629-1681.
- [8]Gopalan, Radhakrishnan, Nanda, Vikram, Seru, Amit.Internal Capital Market and Dividend Policies: Evidence From Business Groups[J].Review of Financial Studies,2014,27(4): 1102-1142.
- [9]Julie Wulf.Influence and inefficiency in the internal capital market[J].Journal of Economic Behavior and Organization,2009,72(1):0-321.
- [10]Stein J. C. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources [J].Journal of Finance,1997:111-133.
- [11]Wulf J. .Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market. Journal of Economic Behavior&Organization,2009(1):305-321.

- [12]蔡卫星,高洪民.企业集团、政府干预与投资效率[J].北京工商大学学报(社会科学版),2017(02):89-99.
- [13]蔡卫星,胡志颖.企业集团、产权性质与现金持有水平[J].管理评论,2016(07):236-251.
- [14]曾义.上市公司集团化经营与现金持有水平——基于集团多元化和内部资本市场效率视角的分析[J].经济与管理研究,2012(11):69-77.
- [15]窦欢,张会丽,陆正飞.企业集团、大股东监督与过度投资[J].管理世界,2014(07):134-171.
- [16]顾雷雷,郭国庆,彭俞超.融资约束、营销能力和企业投资[J].管理评论,2018(07):100-113.
- [17]贺勇,何红渠.民营企业集团、控股股东支持与R&D投资——融资约束情境下的调节作用与中介作用[J].科学学与科学技术管理,2014(03):86-98.
- [18]贺勇,刘冬荣.融资约束、企业集团内部资金支持与R&D投入——来自民营高科技上市公司的经验证据[J].科学学研究,2011(11):1685-1695.
- [19]胡旭阳,王丽萍.我国银行内部资本市场效率研究——基于上市银行地区分部数据的实证分析[J].财经论丛,2009(04):36-42.
- [20]黎来芳,黄磊,李焰.企业集团化运作与融资约束——基于静态和动态视角的分析[J].中国软科学,2009(04):98-106.
- [21]李娜.企业集团内部资本市场与融资约束关系的研究[J].学术论坛,2013(01):165-168.
- [22]李焰,张宁.用综合财务指标衡量企业融资约束[J].中国管理科学,2008(03):145-150.
- [23]刘慧龙,齐云飞,许晓芳.金字塔层级、内部资本市场与现金持有竞争效应[J].会计研究,2019(01):79-85.
- [24]刘剑民,廖志超,余希晨.多元化程度与内部资本市场配置效率关系研究——以方正集团为例[J].会计之友,2019(04):101-107.
- [25]刘胜强,周肖,刘三昌.货币政策、内部资本市场与R&D融资约束——基于我国上市公司的经验证据[J].当代经济管理,2017(08):85-90.
- [26]刘星,计方.大股东控制、集团内部资本市场运作与公司现金持有[J].中国管

- 理科学, 2014(04):124-133.
- [27]刘媛媛, 韩艳锦, 张琪.多元化结构、金字塔层级与投资效率——来自于国有企业集团的证据[J].中国经济问题, 2016(05):99-109.
- [28]潘越, 宁博, 纪翔阁, 戴亦一.民营资本的宗族烙印: 来自融资约束视角的证据[J].经济研究, 2019(07):94-110.
- [29]邵军, 刘志远.“系族企业”内部资本市场有效率吗?——基于鸿仪系的案例研究[J].管理世界, 2007(06):114-121+172.
- [30]邵军, 刘志远.企业集团内部资本市场对其成员企业融资约束的影响——来自中国企业集团的经验证据[J].中国会计评论, 2008(03):275-288.
- [31]孙吉乐, 王雷.内部资本配置与集团现金持有——基于集团整体视角的研究[J].经济经纬, 2018(03):117-122.
- [32]汤颖梅, 樊美辰.所有制层面的融资歧视与集团内部资本市场配置效率[J].财会月刊, 2015(35):97-102.
- [33]万良勇, 魏明海.我国企业集团内部资本市场的困境与功能实现问题——以三九集团和三九医药为例[J].当代财经, 2006(02):78-81.
- [34]万良勇.集团内部资本市场、产权性质与上市公司融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J].华南理工大学学报(社会科学版), 2010(02):14-19.
- [35]王峰娟, 粟立钟.中国上市公司内部资本市场有效吗?——来自H股多分部上市公司的证据[J].会计研究, 2013(01):70-75+96.
- [36]王化成, 高升好, 张修平, 胡静静, 孙昌玲.企业集团特点、集团管控模式与内部资本市场[J].科学决策, 2016(05):1-27.
- [37]王化成, 蒋艳霞, 王珊珊, 张伟华, 邓路.基于中国背景的内部资本市场研究: 理论框架与研究建议[J].会计研究, 2011(07):28-37.
- [38]王惠庆, 葛军, 马小勇.多元化相关程度与内部资本市场配置效率研究[J].东南大学学报(哲学社会科学版), 2015(03):96-101.
- [39]王琨, 陈胜蓝, 李晓雪.集团关联担保与公司融资约束[J].金融研究, 2014(09):192-206.
- [40]王全喜.论企业集团的财务特征与财务控制[J].南开管理评论, 1998.
- [41]王学工, 刘人怀.我国企业集团化与企业绩效关系实证研究[J].经济管理, 2008(14): 45-50.

- [42]王苑琢,宋晓滨,孙莹,杜媛,王竹泉等.中国上市公司资本效率与财务风险调查:2018[J].会计研究,2019(11):56-63.
- [43]肖星,王琨.关于集团模式多元化经营的实证研究——来自“派系”上市公司的经验证据[J].管理世界,2006(09):80-86.
- [44]谢军,黄莉娟,柯朱颖,曾萍.海航集团内部资本市场有效性研究[J].会计之友,2020(05):125-132.
- [45]徐虹,李敏,芮晨.集团控制、并购与上市公司现金持有[J].会计与经济研究,2018(02):58-74.
- [46]许艳芳,文旷宇.内部资本市场、上市公司投融资行为异化与公司业绩——基于明天科技的案例研究[J].管理案例研究与评论,2009(04):223-236.
- [47]杨棉之.内部资本市场 公司绩效与控制权私有收益——以华通天香集团为例分析[J].会计研究,2006(12):61-67+96.
- [48]翟淑萍,廖筠,顾群,耿静.集团化运作的融资约束与投资效率研究——基于中国制造业上市公司的经验分析[J].经济与管理研究,2014(05):103-110.
- [49]郑洁.内部资本市场缓解企业集团融资约束研究——基于中粮集团的案例分析[J].财政监督,2010(16):62-64.

后 记

在无数个夜晚里，我总是幻想着论文写完的那一天会是什么样子。我猜测着：我的内心充满欢喜、我要满脸笑容的跑出校园，冲到蓝天下，在明媚的阳光下大口呼吸新鲜空气；我会叫上三五好友，去充满烟火气息的火锅店，涮毛肚、涮黄喉、欢声笑语.....如今，我的论文终于写完了，我的研究生时光也快要结束了。此时此刻的我，内心是激动的，眼眶也是湿润的，却又没有那么的欢喜。

回顾在兰州财经大学学习的三年时光，充实而又美好，感谢在这段时间里陪伴我成长的老师与同学，是你们为我原本平平无奇的大学生活保驾护航。

其中最需要感谢的莫过于我的导师胡凯老师，他是一个极为完美的老师，不只局限于学术上的造诣，还体现在各个方面，在我因论文写作过程中遇到的问题而坐立不安时，老师经常极为耐心地为我讲解他对于我目前所遇到的问题的见解，给我建议从哪些方面去着手解决目前遇到的问题，往往使我茅塞顿开。让我这个学术小白感悟到了学术研究的魅力，他仿佛是一道光，照亮了我的学术黑洞，又如同是一场雨，滋润着我的学术荒漠，如果用一句话来表达我对胡凯老师的感谢，那就是“天长地久有时尽，师恩绵绵无绝期”，能成为××老师的学生，属实是我三生有幸。

除了胡凯老师，还要感谢我的同门师兄师姐师弟师妹，感谢他们将他们论文写作过程中的经验介绍给我们，让我少走了不少弯路，提高了我的论文写作效率；也感谢他们给与的鼓励与陪伴，在最不自信的时候，相信我们也会像师兄师姐一样，顺利完成毕业论文，顺利毕业。尤其要感谢我们的大师兄，大师兄与我们而言，既是老师，也是朋友，感谢师兄在百忙之中还能够及时回复我们的求助消息，对于我们的论文写作提供思路与帮助。

我还要感谢我的大学舍友们：司女士、邵女士以及石女士。研究生的生活有她们的陪伴，我已不再是初入大学校门时较为孤僻的那个自己，我们的友谊体现在了每个方面，我们一起上课、一起复习、一起游玩、一起熬夜修改论文。在我失落时安慰我，在我喜悦时与我一同分享，在我因为论文遇到瓶颈期时她们也愿意陪我一同解决难题，这篇论文能够顺利写出也同样离不开她们的帮助，非常感谢她们的存在与陪伴，毕业以后就要各奔东西了，愿你们出走半生，归来仍是少

年！

最后需要感谢的是我的父母，生我育我的爱与恩情我本就该用一生来守护，对他们的感谢根本不能用言语来形容，同龄人已在赚钱养家的时候，我仍花着家里的钱在求学，看着父母新添的白发，心中甚是心疼。父母的爱是最温柔的海，而我正是海中一叶舟，感谢他们的养育之恩，让我平平安安成长为现在的自己。

感谢每一个在我生命中出现过的人，你们的帮助为我指明了未来前进的方向，也让我更有信心去迎接全新的挑战，你们是我坚实的后盾，也是我最宝贵的财富，我会不断努力去奋斗，为实现自己的理想而拼搏，不让任何一个需要我感谢的人失望。

再一次，由衷的感谢。