

分类号 F23/1060
U D C

密级
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 多元化战略下海航集团财务风险评价与
控制研究

研究生姓名: 李佳骏

指导教师姓名、职称: 李培根 教授

学科、专业名称: 会计

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024年6月1日

Study on the impact of diversification strategy on financial risk of HNA Group

Candidate :Li Jiajun

Supervisor:Li Peigen

独创性声明

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

学位论文作者签名： 李佳骏 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 李培根 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 宿春桂 签字日期： 2024年6月1日

关于论文使用授权的说明

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

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

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

学位论文作者签名： 李佳骏 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 李培根 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 宿春桂 签字日期： 2024年6月1日

摘 要

在迅速演进的市场经济环境中,企业间的角逐日益激烈。当核心业务遭遇发展障碍时,企业往往选择实施多元化战略来维持稳定且高效率的成长。大量的国内外企业实例表明,许多公司在实施多元化战略后,成功地提升了营业利润,或是通过整合上下游产业链的业务,达成了协同效应,进而优化了资源配置。但是不完善的资本市场可能会导致企业在实施多元化战略的道路上遭遇挑战,而且在这个过程中,一些风险因素也会随之出现,如资金链条过于复杂、业务过度分散等,这些因素可能会增加财务风险,并在极端情况下导致企业破产。

本文选择实施多元化战略的代表性企业海航集团为研究对象。首先以国内外相关文献研究为基础,从多元化战略的分类、多元化程度测量、财务风险内涵等相关概念出发,结合投资组合等理论基础,对多元化战略和财务风险的研究现状进行梳理。其次,运用案例研究方法,阐述海航集团实施多元化发展的历程,分析其各个阶段实施多元化战略的动因,并运用赫芬达尔指数和专业化比率法对其多元化程度进行测量。最后再利用海航集团相关财务数据分别对其筹资、投资、营运、收益分配风险进行识别,并由财务风险分析结果探讨其破产重整的必然性。接着再运用 Z-score 模型和 KMV 模型对海航集团进行财务风险的总体评价。最后分析海航集团各个财务风险的成因并给出相对应的控制建议。

通过分析研究发现,海航集团因融资成本过高,多元化扩张过度等原因导致其出现筹资和投资风险。而出现营运和收益分配风险是因为海航集团核心主业竞争力被削弱、内部业务板块不协调、多元化投资项目整体回报率不高等原因所致。针对海航集团在实施多元化战略中出现的这四大财务风险,提出了合理控制扩张速度、优化投资范围、建立风险预预警与监控体系、提高核心业务盈利能力等建议,以期这些经验和建议能够为相关企业管理者在风险管理和战略规划方面提供有益的启示。

关键词: 海航集团 多元化战略 财务风险识别 财务风险评价 财务风险控制

Abstract

In the rapidly evolving market economy environment, the competition between enterprises is becoming increasingly fierce. When the core business encounters development obstacles, enterprises often choose to implement diversification strategies to maintain stable and efficient growth. A large number of examples of domestic and foreign enterprises show that many companies have successfully improved their operating profits after implementing the diversification strategy, or achieved synergies by integrating the business of the upstream and downstream industrial chains, and then optimize the resource allocation. But imperfect capital market may lead to challenges in the path of the diversification strategy, and in the process, some risk factors will appear, such as capital chain is too complex, excessive business dispersion, etc., these factors may increase the financial risk, and in extreme cases.

This paper selects HNA Group, a representative enterprise implementing the diversification strategy, as the research object. First of all, based on the relevant literature research at home and abroad, based on the classification of diversification strategy, the measurement of diversification degree, financial risk connotation and other related concepts, the research status of diversification strategy and financial risk is sorted out. Secondly, the case study method is used to explain the

process of diversification development of HNA Group, analyze the motivation of diversification strategy in each stage, and measure the degree of diversification by using Hufendahl coefficient and specialization ratio method. Finally, the relevant financial data of HNA Group were used to identify the risks of financing, investment, operation and income distribution respectively, and the inevitability of its bankruptcy reorganization was discussed by the results of financial risk analysis. Then, the Z-score model and the KMV model are used to evaluate the overall financial risk of HNA Group. Finally, the causes of various financial risks of HNA Group are analyzed and corresponding control suggestions are given.

Through analysis and research, it is found that HNA Group has financing and investment risks due to high financing costs, excessive diversification and expansion and other reasons. The risk of operation and income distribution is caused by the weakening of HNA Group's core business competitiveness, the uncoordinated internal business segments, and the low overall return rate of diversified investment projects. For hna group in the implementation of diversification strategy of the four financial risk, put forward the reasonable control expansion speed, optimize the scope of investment, establish a risk early warning and monitoring system, improve the profitability of the core business Suggestions, in order to these experiences and Suggestions for relevant

enterprise managers in risk management and strategic planning to provide beneficial enlightenment.

Keyword:HNA Group; Diversification strategy; Financial risk assessment; Financial risk identification; Financial risk control

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义.....	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 财务风险影响因素研究.....	3
1.2.2 多元化战略与财务风险的关系研究.....	3
1.2.3 财务风险评价模型研究.....	5
1.2.4 财务风险控制研究.....	5
1.2.5 文献评述.....	6
1.3 研究内容与方法.....	6
1.3.1 研究内容.....	6
1.3.2 研究方法.....	7
1.4 研究框架与创新点.....	8
1.4.1 创新点.....	8
1.4.2 研究框架图.....	8
.....	9
2 相关概述和理论基础	10
2.1 多元化战略相关概述.....	10
2.1.1 多元化战略概述.....	10
2.1.2 多元化战略的分类及程度测量.....	10
2.2 财务风险相关概述.....	12
2.2.1 财务风险内涵.....	12
2.2.2 财务风险分类.....	12
2.2.3 财务风险特点.....	13

2.2.4 财务风险的评价	14
2.3 理论基础	16
2.3.1 投资组合理论	16
2.3.2 协同效应理论	16
2.3.3 风险管理理论	17
2.3.4 委托代理理论	18
3 海航集团多元化战略实施情况	19
3.1 海航集团多元化战略介绍	19
3.1.1 海航集团介绍	19
3.1.2 海航集团多元化战略的发展历程	19
3.1.3 海航集团多元化业务构成	22
3.2 海航集团各阶段多元化战略动机	23
3.2.1 多元化稳步实施阶段	23
3.2.2 多元化进程缓慢发展阶段	23
3.2.3 多元化进程加速发展阶段	23
3.2.4 逆多元化发展阶段	24
3.3 海航集团多元化程度测量	24
3.3.1 赫芬达尔指数	24
3.3.2 专业化比率法	26
4 多元化战略下海航集团财务风险识别	28
4.1 筹资风险识别	28
4.1.1 筹资方式分析	28
4.1.2 偿债能力分析	30
4.2 投资风险识别	33
4.2.1 投资指标分析	33
4.2.2 对外投资情况分析	34
4.3 营运风险识别	35
4.3.1 现金流净额分析	35
4.3.2 应收账款回收情况分析	37

4.4 收益分配风险识别	38
4.4.1 盈利能力分析	38
4.4.2 收益分配分析	43
4.5 财务风险识别总结	46
5 多元化战略下海航集团财务风险的评价	47
5.1 Z-Score 模型对海航集团财务风险的评价	47
5.1.1 Z-Score 模型基本介绍	47
5.1.2 Z-Score 模型计算结果与分析	48
5.2 KMV 模型对海航集团信用风险的评价	50
5.2.1 KMV 模型基本介绍	50
5.2.2 KMV 模型计算结果与分析	51
6 多元化战略下海航集团财务风险成因与控制建议	56
6.1 财务风险成因	56
6.1.1 筹资风险成因	56
6.1.2 投资风险成因	59
6.1.3 营运风险成因	61
6.1.4 收益分配风险成因	63
6.2 财务风险控制建议	64
6.2.1 筹资风险的控制措施	64
6.2.2 投资风险的控制措施	65
6.2.3 营运风险的控制措施	67
6.2.4 收益分配风险的控制措施	68
7 结论与展望	70
7.1 结论	70
7.2 不足与展望	71
参考文献	73
后记	78

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

当今全球化经济环境下，企业面临着日益激烈的市场竞争和变化。为了保持竞争优势和实现可持续发展，许多企业选择实施多元化战略。多元化战略是企业不同业务领域或行业中开展多样化经营活动的战略选择，旨在降低单一业务风险、拓展市场份额、提高盈利能力，并实现长期稳健发展。在这一全球化背景下，企业面对着来自全球各地的竞争对手、市场的快速变化、技术的快速进步、不断变化的消费者需求等不可控因素，这就需要企业不断调整自身战略，寻求新的盈利来源。基于这种背景，多元化战略则可以为企业提供应对这些挑战的途径，通过在不同领域或行业展开经营活动，帮助企业分散风险，避免过度依赖某一特定市场或产品，从而提高企业的抗风险能力。同时，多元化战略也可以促进企业市场版图的扩展，开辟新的业务领域，从而推动其业务的多维度增长，以增强综合盈利能力。这就涉及不同的行业通过在不同领域内运营，利用各领域之间的协同效应，以达到优化和提升整体利润的目的。此外，多元化战略还确保了企业的长期稳定发展，以减少因市场变动而带来的风险，并提升企业的竞争力及可持续发展实力。

海航集团作为中国航空运输领域的领军企业，曾长期致力于实施多元化战略，试图通过跨领域扩张、并购等方式拓展业务版图，提升企业的市场份额和盈利能力。然而，随着时间的推移，海航集团逐渐暴露出了一些财务风险问题。在2017年，海航集团因实施多元化战略而过度扩张业务板块，开始显现出了诸如资金链紧张，高负债率等问题。2018年初，海航集团陷入了严重的财务困境，面临着债务违约、资金链断裂的危机。随后，海航集团通过相继出售资产来进行自救，但是海航集团的自救行为在其沉重的债务压力面前就犹如螳臂挡车，最终在2021年因其资产受限和巨大的债务压力不得不宣布破产重整。

基于海航集团这一具体案例，研究多元化战略下海航集团的财务风险评价与控制具有重要意义。通过深入分析海航集团在多元化战略实施过程中所面临的财

务风险，可以揭示多元化战略下企业财务风险的肇端。这一研究不仅有助于其他企业在制定和实施多元化战略时避免类似错误，还可以为企业管理者提供宝贵的经验和启示，帮助他们更好地应对市场挑战，降低财务风险，实现可持续发展。本文拟选取海航集团为案例研究对象，旨在对企业在实施多元化战略的过程中可能面临的各类财务风险进行全面分析，并针对不同类型的财务风险，深入剖析其成因，最后在此基础上提出相应的控制建议。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

近些年，全球范围内对多元化策略的转型探讨热潮不断升温。早在上个世纪中叶，国际上已开启多元化的前沿探索，相比之下，我国在这方面的探索脚步相对较迟，直到 90 年代后期，才逐渐涌现出对多元化议题的关注。然而，对多元化战略的评价并非一刀切，其成效取决于诸多因素，如所选的多元化路径，管理团队的专业素养等，因此，每个案例都需独立审视。本文选取特定案例进行深入剖析，目标是揭示企业多元化进程中可能遭遇的财务风险，并据此提出针对性的风险管控策略及建议。希望通过这些研究，能为航空运输行业的多元化实践提供实用指南，同时也能丰富相关理论研究的案例库。

(2) 现实意义

多元化战略被视为企业的创新引擎，它有能力激发企业的创新潜力，增强其经济灵活性，维持跨领域的持久竞争优势，推动企业的长远稳健发展。然而，这种策略并非一蹴而就的灵丹妙药，如果处理不当，可能会导致企业的财务根基动摇。过于激进的多元化扩张如果缺乏明智的决策，可能会导致原本稳定的财务状况变得脆弱，甚至引发一系列无法回避的风险挑战。一些企业过于专注于通过扩大经营范围和业务线来争夺市场份额，却可能会在忽视内部财务管理的同时，把自己置于财务困境的边缘。因此，选取以实施多元化战略失败而谢幕的经典企业——海航集团为案例企业，研究其破产背后多元化的深层次诱因，识别出对财务状况产生显著影响的关键指标，旨在从策略规划的角度揭示如何有效防范财务风险。这一分析对寻求多元化发展的企业具有深刻的参考价值。海航集团的案例，作为一个多元化的负面示例，丰富了案例研究的多样性，同时也向正在或计划实

施多元化战略的企业发出了警示,强调了控制财务风险以保护企业利益的重要性。

1.2 文献综述

迄今为止,众多国内外专家对财务风险已经做了大量的研究工作,并且也取得了不小的成果。这些研究结果不论是对经济的发展还是企业的进步都发挥着举足轻重的作用,同时也为相关领域提供了宝贵的理论依据。本研究将主要围绕四个方面深入剖析财务风险的文献:财务风险评估模型、多元化战略与财务风险的关联性、影响财务风险的因素以及财务风险管理策略。

1.2.1 财务风险影响因素研究

首先是外部环境和因素对财务风险的影响。Bennett (2020)认为,企业财务风险的大小程度与文化、汇率、政治、心理和市场等外部因素息息相关。房玲(2019)也认为,外界影响因素会对企业的稳定发展产生显著影响,其中财务风险是重要的外部影响因素之一。赵洁(2017)认为在中国,企业普遍倾向于通过运用资产组合策略和依从于政策法规的推动,以推动多元化战略的实施,从而达到风险降低的目的。虽然市场经济等外部环境对于企业的财务风险具有着根本性的影响,但由于这些因素难以被企业完全掌控,因此企业在风险管理和控制方面理应更注重内部环境要素的影响。杨燕琼(2018)认为通常在公司融资的决策过程中,有必要综合考虑诸如资金来源、时间选择和筹集方式等多个因素。此外,公司管理者的财务决策也对公司融资决策产生了不可忽视的影响。徐义明、孙方社(2015)认为,投资和筹资这两个经营枢纽一旦出现风险,就会产生不可避免的损失。此时,企业应持续关注资金运动,针对风险点提出特定的措施,以尽可能减少企业的损失。

1.2.2 多元化战略与财务风险的关系研究

(1) 多元化战略有助于降低财务风险

多元化战略的实施有助于降低财务风险,通过分散投资降低特定风险对整体投资组合的影响。Gomes 和 Livdan (2004)他们选择多元化经营的企业作为

研究对象,探讨了其内在特质在多元化经营过程中的变化趋势。经实证发现,多元化对于企业的经营表现,成本和收益率都有着积极的影响,有效地整合了企业的剩余资源,并且以多元化战略降低了系统性风险。Fernandez(2016)指出,实行多元化战略的企业相较于单一经营业务的企业,会展现出更强的稳定性,并且其获得收益及抵抗危机的能力也更加显著,而其所承担的财务风险则相对较小。赵凤(2016)认为,为了能够取得更为出色的经营成果,企业应当主动进行具体的多元化经营,尤其是采用产品多元化战略。黄晓波和张亚茹(2016)认为,将多元化战略进行有机的融合,可以有效提高企业的竞争优势,增加获得机会的可能性,并且提升企业对资源的剩余利用以及抵御非系统性风险的能力。Shen(2018)研究表明,在市场低迷期,采取多元化经营策略的企业比单一经营的企业拥有更强的抗御来自外部环境变幻的能力,同时其财务表现也较为优越。

(2) 多元化战略加剧财务风险

不同于第一种看法,有些学者又认为多元化战略可能会因为增加的管理复杂性、整合困难、市场风险上升以及资源配置效率低下等因素,加剧企业的财务风险。付彬(2014)认为企业在进行多元化经营时,高管对风险认知和控制的重要性是非常重要的,如果缺乏一定的认知水平或控制能力则会对财务风险有严重影响。应认识到风险管理的重要性,要在提高风险管理水平的同时,确保财务风险的可控性,此外还要加强高管培训以提高风险管理意识。刘超(2018)指出,多元化战略能够扩大企业的活动范围,扩充其经营规模,但那些新扩充的不能为企业财务表现带来正面影响的业务是累赘因素,会增加企业的财务挑战。国外学者Johnson(2016)也认为,经济全球化的蔓延带来了积极和消极两面,跨国企业涉足不同国家市场的经营以及开展多元的业务会使其面临更高层次的风险因素,如经营风险等财务风险。

(3) 多元化战略与财务风险关联性不强

一部份学者也提出了不同于前两种观点的看法,认为多元化战略与财务风险之间不存在明显的关系。吴国鼎和张会丽(2015)采用Z值模型分析法和多元线性回归探究多元化战略与财务风险之间的关系,结果发现多元化战略未能显著降低财务风险水平。数据限制下无法得出明确结论,建议未来研究者从更广泛数据角度深入探究该关系。考虑到众多现有的研究,单纯依赖传统的理论分析方法在

探究多元化战略对财务风险影响的深度和全面性上可能有所不足。Bhimani(2017)的见解指出,企业价值不应仅仅通过是否采取多元化战略来衡量。通过对大量文献的系统性回顾,揭示了多元化战略并非对企业价值起着决定性的作用,同时也未证实它会显著增加财务风险。

1.2.3 财务风险评价模型研究

全球金融领域的学者们探索了众多的风险评估策略,主要包括综合评估法、独立变量模型以及多元变量模型这三大类别。Z评分模型作为其中的知名工具,最早由Altman教授(1968)所设计,他通过运用五个指标进行多元回归分析,旨在克服单个变量分析的局限性,以提升对财务风险辨识的精确度。对此,俞兰平和李素珍(2017)进行了深化研究,他们的研究表明,Z计分模型不仅具有高度的精确度,而且在面对极端财务困境的企业中也展现出了卓越的适应性,证实了其稳健的实用价值。Osypenko(2015)认为,在评估财务风险时,采用数学模型能够以定量的方式更准确地反映企业所面临的财务风险程度。为了实现在成本不增加的前提下降低财务风险,并提升企业的经营利润,他构建了数学模型,以探究解决此问题的策略。为提升模型的精准度和实用性,Bao和Gao(2015)在他们的研究中整合了现金流变量,运用回归分析技术构建了一种财务风险预测框架。此框架强化了对企业运营各层面的深度监测,显著提高了对现金流动安全及透明度的把控能力。

1.2.4 财务风险控制研究

企业管理人员的专业素养和识别财务风险的能力对于财务风险的控制是至关重要的。邹能锋(2015)指出,在有效控制财务风险上,管理人员的能力是至关重要的因素之一,同时,健全的风险管理机制也是不可或缺的组成部分。Gavin(2015)认为,要先对财务风险的种类进行识别,再按识别后的结果按部就班进行归集治理。针对企业在财务风险控制方面的问题,学者们发表了两类主要观点:一是认为企业在此过程中应该加强对风险管理的意识,认识到财务风险带来的潜在威胁和不确定性。侯晓楠(2018)认为企业要设立必要的财务风险控制准则,这些准则不仅要代表企业的企业文化,而且还要企业员工必须遵守这些准则,以

达到企业整体上下强化财务风险防范和控制意识的目的。二是财务风险预警机制对于控制财务风险有积极的作用。朱梓涵（2014）指出，在有效地应对财务风险方面，仅有对单一指标的关注远远不够。事实上，全面综合考量企业所涉及各项财务指标是必要的，同时，企业也需要完善其财务风险预警机制，方能取得较强的效果。

1.2.5 文献评述

多元化战略与财务风险的理论探讨仍处于不断发展之中，国内外的专家学者也在持续深入探索他们之间的内在机制。初期的国外研究在财务风险的概念、评估模型和管控方面提供了牢固的理论基石，我国则在此基础上开展后续研究。随着经济的进步，多元化战略逐渐成为众多企业的核心策略，由此引发了学术界对多元化战略如何影响财务风险进行了广泛探讨，尽管到目前为止还没有形成统一的意见。大部分研究者倾向于认为多元化会增加财务风险，而一部分学者则主张这种战略可能降低风险，也有学者指出两者间的关系并不确定。财务风险的研究多采用实证分析，结合定性和定量方法。由于外部和内部条件的复杂交互，学术界尚未就多元化战略是否适应企业发展给出明确答案。不过，可以肯定的是，明智的多元化策略能够帮助企业减少遭遇财务风险的概率。

本文将依托多元化的战略视角和财务风险管理的理论框架，通过深度剖析选取的案例来深化研究内容。多元化的成效并非固定不变的，它会受制于不断演变的市场环境，国家政策等多种复杂变量，同时企业对这一策略的执行敏感度和理解深度起着决定性作用。本文将选择海航集团为案例企业，探究其在实施多元化战略的过程中所遇到的财务风险，并提出相应的管控策略，以期能为国内正实践或计划实施多元化发展的企业带来启示。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容

第一章为绪论。本节首先探讨了研究的理论根基与意义，同时对已有的学术著作进行了详尽的梳理。文献分析涉及了塑造财务风险的多元要素，详细研究了

多元化战略如何与财务风险相互影响,此外还讨论了评估模型的选取以及管控策略的制定。这一章节旨在为后续的研究讨论奠定坚实的基础,明确研究路径与方法论导向。

第二章是相关概述和理论基础。本章首先详细阐述了多元化战略和财务风险的相关概述及内涵。其次,引入了投资组合理论、协同效应理论、风险管理理论以及委托代理理论这四个重要的理论框架,以深入分析和解释相关问题。通过对这些理论的引入和阐述,将为后续案例分析提供充分的理论支撑和指导。

第三章是海航集团多元化战略实施情况的介绍。首先介绍了海航集团本身和其多元化战略的发展历程。然后,从多元化起步阶段至回缩阶段分析了海航在不同阶段实施多元化的动机。此外,利用赫芬达尔指数和专业化比率法对海航不同时期的多元化程度进行了量化描述。

第四章为多元化战略下海航集团财务风险的识别。海航集团多年的多元化战略实践,在不断推进自身多元化方向的过程中,取得了广泛、深远的战略成效。然而,作为国内率先实践多元化的企业之一,2017年的流动性风险引发的危机,使得海航集团陷入了经营业绩下滑和破产重整的窘境。面对如此状况,本文选择从筹资、投资、营运、收益分配四个方面对海航集团进行财务风险的识别,并在识别和分析的基础上进行总结,揭示这些风险背后与海航破产重整之间的必然联系。

第五章是多元化战略下海航集团财务风险的评价。在对海航集团的财务风险进行识别后,本章运用 Z-score 模型和 KMV 模型对海航集团的财务风险进行了总体评价,通过计算和分析结果,再次证实海航集团最终破产重整的必然性。

第六章是多元化战略下海航集团财务风险的成因与控制建议。在对海航集团财务风险进行识别和评价后,同样从筹资、投资、营运、收益分配四个方面剖析其风险的成因并给出相应的控制建议。

第七章是结论与展望。对文章的研究结果进行总结,并提出不足和展望。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

主要从知网上获取关于多元化战略、多元化经营、财务风险控制、财务风险

评价等文献和文章，之后通过阅读所搜集到的资料进行总结整理。同时结合海航集团的实际情况，主要从以往企业多元化战略的实施和财务风险之间的关系为出发点，通过深入的研究与分析，探讨多元化战略在实施过程中出现了哪些财务风险，并提出相关控制措施建议。

（2）案例分析法

从海航集团实施多元化战略的历程和业务板块出发，剖析其实施多元化战略各个阶段的动因，而后结合选取年份的财务数据进行详细分析识别多元化战略下海航集团的四类财务风险，最后总结出其在多元化战略下失败的原因，并提出相应的控制措施，为其他企业提供有益建议。

（3）财务分析法

对海航集团的各项关键财务指标进行逐期分析，如资产负债率、应收账款周转率、销售净利率、净资产收益率等，以评估这些指标的异常变化所带来的各类财务风险。

1.4 研究框架与创新点

1.4.1 创新点

当前，我国学术界对于企业多元化战略转型所面临的财务风险问题，主要集中在实证研究方面，不过一些学者近期也在探索案例研究的方法。然而，研究发现大多数学者更多的关注点在多元化对企业的好处方面，而非对其风险的识别和分析，而对于进一步探究企业是否需要实行多元化战略以及如何实行多元化战略的问题亦未得到谨慎深入的研究。本文采用案例分析方法，同时在对财务风险进行分析时运用 KMV 模型，结合信用风险进行分析。最后以海航集团多元化战略失败的结果为基准，从负面效应的角度对多元化进程中的行为与财务指标之间的关系进行了深入分析，同时对案例企业在实施多元化战略时面临的财务风险和问题进行了讨论。最终，提出控制建议，以期为其他企业提供参考和警示。

1.4.2 研究框架图

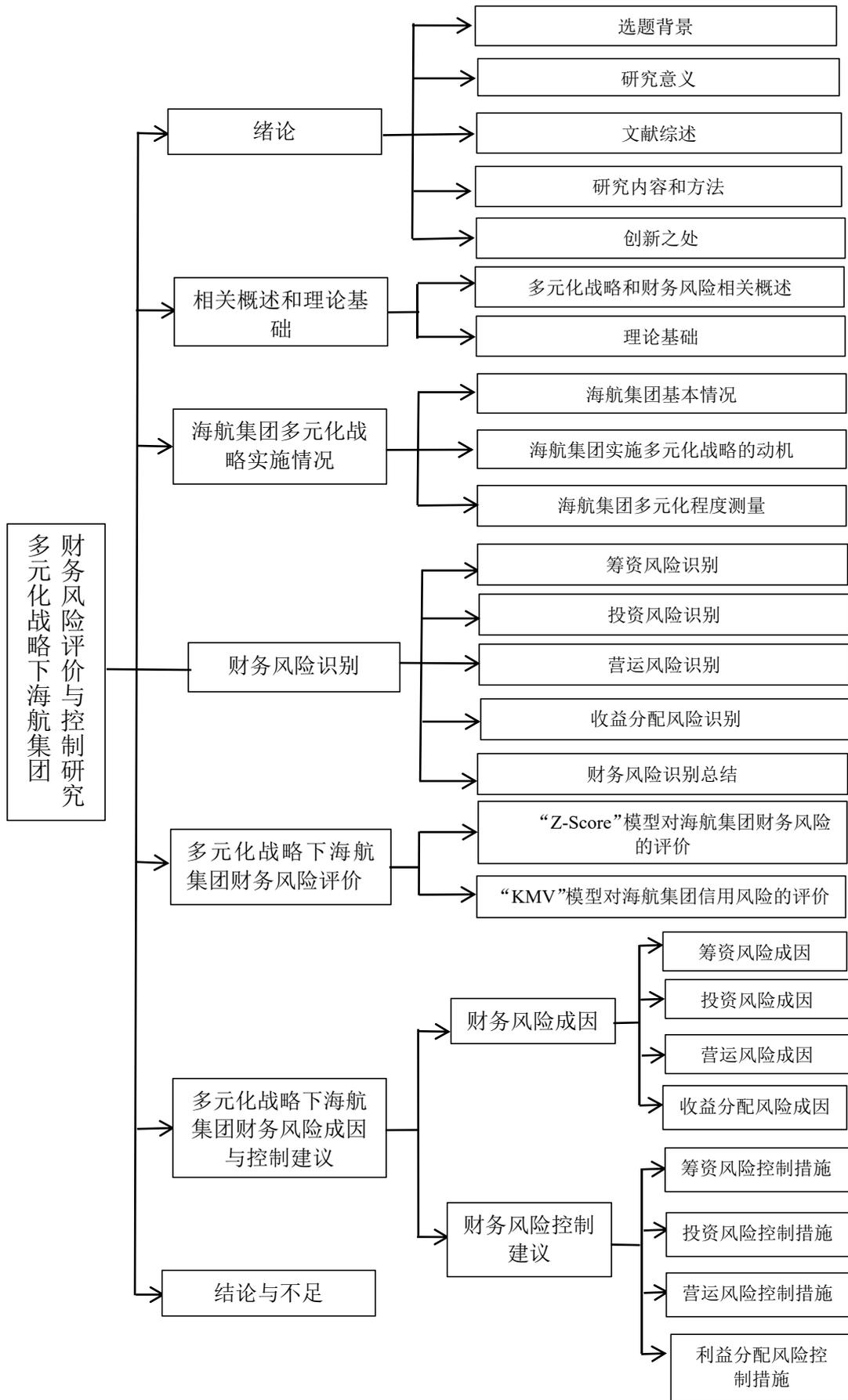


图 1.1 研究框架图

2 相关概述和理论基础

2.1 多元化战略相关概述

2.1.1 多元化战略概述

多元化是企业的一种发展战略，其主要目的是对企业的经营风险进行分散，从而实现范围经济与协同效应，让企业能够在多个产业和领域范围内进行投资生产活动，也可以让企业在相同产业内对不同产品进行投资生产，从而实现跨行业和跨产品经营扩张的目的。

2.1.2 多元化战略的分类及程度测量

(1) 多元化战略的分类

Ansoff 在 1957 年的研究中，将多元化策略归纳为四种形式：一是横向多元化，即企业依托现有的市场资源，将扩展产品和市场相结合；二是纵向多元化，涉及企业向其主要产品或服务的产业链上下游延伸；三是同心多元化，也称同轴多元化，企业依靠自身的技术、经验和资源，围绕核心业务进行市场和技术的关联扩张，可细分为市场关联、技术关联及市场与技术关联三种类型；四是混合多元化，又称非相关多元化，企业在寻找新的增长点时，涉足与现有业务无直接联系的领域，寻求不同技术、市场和产品的增长机遇。本文将多元化战略划分为相关多元化战略和非相关多元化战略。

相关多元化是指企业在进行日常的生产经营活动时，拓展与其主营业务相关的业务板块，以主营业务为核心延伸至其上下游行业，以实现行业协同和风险分散。举例来说，假设一家汽车制造公司开始收购或投资一家电动汽车充电设施公司。这样，汽车制造公司就可以在其主营业务领域之外，进入与汽车制造相关但又不完全相同的电动汽车充电设施领域。这种相关多元化有助于公司降低对汽车制造业务的依赖，同时也能在新领域中寻找新的增长机会。

离心式多元化战略，即非相关多元化战略，涉及探索与企业主营业务毫不相关的行业。举例来说，假设一家食品生产公司开始收购或投资一家房地产开发公

司。这样，食品生产公司就可以在其主营业务领域之外，进入与食品生产完全不相关的房地产开发领域。这种非相关多元化的举措可能会让公司面临更多的挑战，因为两个领域之间没有明显的共享资源或经验。

(2) 多元化程度的测量

本文将采用两种方法对所研究的案例企业进行多元化程度的测量。

首先是专业化比率法。该方法由美国学者赖利·鲁迈特于 1970 年提出，其核心在于通过剖析企业在各类业务板块中的业绩权重，以洞察公司的专业聚焦特性。其理论工具包括两个关键比率：专业化指数（SR）和关联度系数（RR）。SR 具体衡量的是企业中最大单一业务部门的销售收入占整体销售的比例，而 RR 则关注于最密切相关业务群组的销售额占比。鲁迈特借此分类法，将企业的多元化状态划分为四个明确的等级体系。，具体如表 2.1 所述：

表 2.1 专业化比例

多元化类型	度量比率	备注
单一业务型	SR>95%	SR=企业最大部分的业务
主导业务型	70%<SR<95%	收入/销售收入总额
相关业务型	SR<70%,RR<55%	RR=关联程度最高的行业
非相关业务型	SR<70%,RR<55%	收入/销售收入总额

其次是赫芬达尔指数（HHI）。这是一种用于衡量市场集中度的指标，其通过计算市场中各个公司的市场份额（或销售额、市值等）的平方和，来反映市场中公司的竞争程度和市场集中度。其计算公式为：

$$HHI = \sum_{i=1}^N (X_i/X)^2 = \sum_{i=1}^N S_i^2$$

式中：X：表示该行业的总体规模，Xi：表示 i 企业的规模，Si: Si=Xi/X，表示 i 企业在整个行业的占有率，N：表示该行业内的企业数量。计算结果越小，多元化程度越高，结果越大则相反。

2.2 财务风险相关概述

2.2.1 财务风险内涵

企业所遭遇的财务风险，源自于其在运营过程中遭遇的财务不确定性，这些不确定性可能对企业的经营目标产生负面影响。在国际学术界，对财务风险的研究通常分为狭义和广义两个层面。狭义视角下的财务风险，涉及企业在资金管理不善或资产负债结构不合理时可能遭遇的经济损失风险。根据 Rossetal（2008）的观点，狭义财务风险是仅由财务政策或投资机构引起的风险，并与债务投资相关。而广义财务风险则指公司或个人在经营和投资活动中面临的市场、信用、流动性和操作等多种风险。这些风险可能会造成企业的财务损失或存在经营的不确定性，进而对企业的经营和财务状况产生影响。在张金昌和王大伟（2020）的研究中指出，从资金链的角度来看，这一挑战表现为企业在面临资金短缺、财务困境以及债务违约等一系列因素的同时，相互影响并最终导致企业陷入破产的持续演进过程。本文采用的是广义的财务风险定义。

2.2.2 财务风险分类

（1）融资风险

企业要想实现多样化发展，就必须采用多种方式进行筹资。财务风险就是由于企业在筹资方法、筹资尺度等方面的选择错误，从而导致公司的各方面都陷入困境，最终导致公司的崩溃。对于从事多种业务的公司来说，其筹资方式也是相当丰富的，概括起来就是两种，一种是内部筹资，一种是外部筹资。内部筹资是指企业利用内部资源满足资金需求的融资方式，不依赖外部资金，包括利润留存、资产折旧、股权再投资等形式。优点是降低融资成本、减少财务风险，有利于财务控制和稳定发展。外部筹资分为股权筹资和负债筹资两种。当公司的运营状况不佳，负债率过高时，就会出现债务危机。如果公司的投资收益率降低或股票价格下跌，则会降低投资者的投资信心，从而增加公司的筹资费用。

（2）投资风险

目前，我国上市公司在进行多种投资时，往往会采取向公司内部或外部进行

投资的方式。投资风险是企业因经营管理和执行方面的错误，导致资金收益率无法达到其期望指标的可能性。

（3）现金流量风险

现金流动性风险本质上指的是企业在运营中由于收支时间的错配引发的现金支付困境。在企业运营过程中，若净现金流出现异常状况或资金循环受阻，使得企业日常运营资金和投资项目的注入需求无法得到满足，或无法按期偿还债务，均可能导致企业面临财务危机，甚至会使企业处于破产的风险之中。在多元化的商业运作中，利润并不能确保企业的生存，反而企业的持续运营迫切依赖于稳定的现金流量以支持生产和投资活动的顺利进行。

（4）信用风险

尽管信用风险的定义多元丰富，但商业领域狭义的理解是企业运营中可能遭遇的债务违约而导致的经济不确定性。在市场经济环境中，由于交易双方出现违约或不诚信行为，导致双方或一方出现财产的损失。这种风险并非独立存在，而是商业借贷机构在信贷业务中逐渐形成并优化的风险评估策略的一部分，其中包括但不限于财务健康度评估、评分卡分析、6C 评估模型以及折现技术等方法。本文探讨的是更为广泛的信用风险概念，即企业在寻求业务多元化进程中，由于债务履行问题可能导致的经济损失。这种风险涵盖了企业运营中的复杂金融交互，是对信用体系稳定性的一种考量。

（5）收益分配风险

企业利润再分配作为财务管理体系运作的最终环节，它关乎到各方利益相关者对财务成果的共享与分配。所谓收益分配风险，是指管理层和股东在分配利润时利益不一致可能产生的风险。一项明智且均衡的分配策略能有效激发投资者和企业的内在动力，增强企业的信任度，进而推动盈利能力的增长，进而提升企业盈利水平。反之，错误的决策则可能导致潜在的风险成本。

2.2.3 财务风险特点

（1）财务风险的客观性和投机性

企业在进行财务活动时，由于某些情况下财务结果难以实现，因此财务风险在一定程度上是客观存在的。此外，财务风险与相应收益之间存在一定的投机性

关系，即风险与收益相互匹配，因为一般情况下风险越高，其收益也就越高。

(2) 财务风险的全面性

财务风险的全面性，是指各种潜在风险可能会对公司或个人的财务状况造成一些影响，进而对这些风险进行综合风险考量的方式。全面性财务风险管理涉及多个方面，包括市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险等，并需综合考虑和实施相应的风险管理措施。

(3) 财务风险的可分散性

财务风险的可分散性指借助于投资组合的多样化特点，降低个体资产或投资所面临的特定风险。具体而言，该策略可以通过将投资资金分散投向不同的资产类别、行业、地区或公司等来实现，以此来降低单一资产或投资所面临的相关风险，减少整体投资组合的波动性和风险水平。

(4) 财务风险的可控制性

财务风险的可控性即指企业或个人能够通过有效的风险管理手段，对其面临的财务风险进行全面的识别、评估和控制的能力水平。在此过程中，可控性程度与主体对财务风险的认知、应对能力及管理行为等密切相关。确立有效的风险管理机制能够提高财务风险的可控性，有助于降低不确定性对企业或个人带来的不利影响，从而保证财务稳健和可持续发展。

2.2.4 财务风险的评价

对财务风险的评估涉及对其识别和量化两个阶段。识别阶段涉及运用各种分析手段揭示可能导致企业财务风险的关键要素。由于引发财务风险的因素众多且复杂，无法单纯从单方面进行深入剖析，因此通常采取分类和定性的分析方法来识别财务风险。这其中包括财务报表解析法，即通过详尽分析企业的核心财务比率，以揭示潜在的风险迹象。在识别风险源后，会运用数学模型和指数对财务风险的严重性进行更精确的评估，这种方法兼顾定性与定量分析的双重维度。

(1) 定性分析

定性分析的方法通常涵盖两种主要形式：德尔菲技术和专家研讨会。德尔菲技术涉及邀请各领域的权威人士，在保持匿名的状态下分享他们的见解。这些观点由协调者收集并整合，直至达成共识，最终形成决策。这种方法虽然确保了信

息的可靠获取,但其繁琐的流程可能带来不便。相比之下,专家会议法鼓励专家们面对面交流,他们在理解对方观点后就关键议题进行深入讨论,直至达成一致。专家会议法虽然促进了思想的碰撞,但也可能对专家的独立判断产生影响。

(2) 定量分析

量化分析技术可划分为单一变量分析和多元变量分析两类。在单一变量评估中,风险评估基于一个变量,例如,企业财务比率显著偏离常规数值就可能预示着其存在财务风险。然而,这种方法往往过于简单,可能不够准确。多变量模型中,Z-score 计分模型和 F 评分模型应用较为普遍。Z-score 计分模型在识别财务危机方面展现出卓越的效能,相对地,F 评分模型进一步结合了现金流量的因素,在 Z-score 模型的根基上进行验证,对于中国上市企业的财务风险评估,其准确度更上一层楼。不过,由于海航集团尚未完成全面上市,其市场价值的股东权益难以精确估算,所以我们采用专为非上市公司设计的 Z-score 计分模型,以全面评估公司的财务风险状态。而 KMV 模型则从评价企业的信用风险角度出发,利用股价波动率来动态估算企业资产价值和违约距离,从而预测和评估企业的违约风险。它在财务风险评估中的重要性在于提供了一种动态、有效的评估方法,有助于更全面地了解和管理企业的财务风险。以下是两种评价模型的简单介绍和计算公式:

Z-score 模型公式为 $Z=1.200X_1+1.400X_2+3.300X_3+0.600X_4+0.999X_5$ 。其中: $X_1=(\text{期末流动资产}-\text{期末流动负债})/\text{期末总资产}$; $X_2=\text{期末留存收益}/\text{期末总资产}$; $X_3=\text{息税前利润}/\text{资产总额}$; $X_4=\text{所有者权益}/\text{期末总负债}$; $X_5=\text{营业收入}/\text{平均总资产}$ 。Z 评分模型的临界点一般设定为 2.675 和 1.81。若企业的 Z 值超过 2.675,这表明企业运营状况良好,财务健康,破产的可能性微乎其微。Z 值处于 1.81 至 2.675 的区间,则表示企业位于灰色地带,财务状况大致稳定,但仍存在一定的风险隐患。一旦 Z 值低于 1.81,企业将被视为处于困境,管理层应对此给予高度重视。

KMV 模型公式为 $DD=\frac{V_A-D}{V_A\sigma_V}$ 。KMV 模型基于公司资产价值、资产波动性和负债结构等因素,通过计算公司违约概率来评估其信用风险水平。该模型结合了市场风险和公司财务数据,可以帮助投资者、金融机构和公司管理层更好地理解和管理信用风险。其中,计算公式中的 V_A 表示公司的资产价值, δ_A 表示资产价

值波动率。通过以上公式可以计算出公司的违约距离 DD，公司的违约距离越小，其违约概率越大，也就意味着该公司债券违约风险越大。

2.3 理论基础

2.3.1 投资组合理论

投资组合理论探讨的是如何构建一个多元化的证券组合使预期效用最大化。它涉及分析投资组合的方差和波动性，以确定有效的投资边界，即在最小风险点之上的区域。有效的投资组合设计旨在通过多元化投资来抵消特定资产类别的风险，而且，投资组合中的资产种类越多，整体风险往往越低。这种风险分散策略有助于减轻非系统性风险，企业因此倾向于扩大投资范围以规避内部财务风险。决策者会仔细评估外部投资组合，利用不同行业或业务的独特性，在相同风险水平下寻求最大化收益，力求在最小化风险的同时实现最大的回报。企业在选择投资组合时，不仅关注收益的增长潜力，更重视其风险分散的特性。

本文以投资组合理论为基石，揭示了多元化策略与投资组合理论在资产配置上的共通之处。企业采取多元化策略，在各个行业领域内构建一个多元化的投资组合，以此来分散单一业务模式可能带来的财务风险。这种策略使得各业务单元之间的依赖性减弱，即使某一业务遭受损失，也可以通过其他业务板块的利润来抵消，防止因重大亏损造成财务困境。此外，它有助于缓冲外部环境变化对个别业务的影响，维持企业内部运营的稳定性，并保持强劲的市场竞争地位，从而实现企业的持久稳定运营。

2.3.2 协同效应理论

战略管理学的先行者安索夫（Ansoff）认为，协同效应意味着深入洞察企业的独特性质，明确其在各个运营领域的强项和弱项，适时捕捉战略机遇，以实现市场拓展和企业持久发展的目标。这种效应能够整合公司的各个业务板块，高效配置生产资源，最大化地利用闲置资源，从而促进企业利润持续增长。经营协同体现在显著提升的生产效率与整合后的综合运营效能上，它不仅能使生产力得到高效提升，还可以通过整合后使整体效能跃升。管理协同策略着眼于优化资源配

置，通过并购那些潜在低效率企业，旨在提升管理效能，使闲置的管理资源得到最大化利用。财务协同则主要聚焦于并购带来的财务效益。它可以通过实施并购战略来降低费用，如管理费用和交易成本，并且可以通过税务规划来减少税负，以解决财务问题，甚至合法地减轻税收负担，从而增强企业的财务稳健性和盈利能力。

本文基于协同效益理论，认为实施多元化战略是实现协同效应的一个重要方式，多元化战略的成功实施需要依靠协同各业务部门带来的协同效应，但是如果各业务之间没能很好实现协同效应，就会产生截然不同的结果，甚至使各个业务板块相互拖累。

2.3.3 风险管理理论

风险管理涉及评估和应对企业在其日常运营中面临的各种已知和潜在威胁。为了保障资金流动的安全性和业务运营的稳定性，必须及时对财务风险进行预防和管控。动态变化的市场经济对企业的生存和发展会产生深远影响，这些影响往往直接反映在企业的财务状况上，因此，财务风险的管理和控制对企业至关重要。在现有的风险环境下，要将风险降至可接受的程度，就需要采取有效的管理策略。通常，企业处理财务风险的流程包括：识别财务风险，即运用财务指标分析等工具发现企业运营中的潜在风险点；评估财务风险，即通过选择适当的财务指标建立风险评估模型，以量化风险发生的可能性及其影响程度；控制财务风险，即针对识别出的风险制定具体措施，实现有效管控，同时为未来的经营活动提供预防和控制潜在风险的指导。

本文以风险管理理论为基准，揭示了风险管理在企业日常经营活动中的重要性，它可以为企业提供有效的框架和方法来识别、评估和应对各种风险，无论是市场风险、信用风险、操作风险还是战略风险。通过运用风险管理理论，能够使个人和组织更好地理解风险的本质，从而采取相应的措施来降低风险带来的负面影响，确保财务安全和可持续发展。此外，风险管理理论也有助于提高决策的科学性和准确性，从而更好地应对不确定性和变化，实现企业长期稳定可持续发展。

2.3.4 委托代理理论

委托代理理论揭示了一种现象：在大型企业的所有权结构中，由于股东分散，小股东往往缺乏监督和制衡管理层的能力和动力。这种利益不一致促使管理层只顾追求自身的战略目标，而非完全符合所有者期望。多元化经营在其中扮演了关键角色。首先，管理者可能出于防范行业风险、保障企业稳定性和保护个人声誉及未来收益的考虑，选择多元化路径。其次，多元化也可能成为他们规避个人特质风险的手段，借此降低潜在的个人风险；同时，它还能管理者带来额外收入，甚至在复杂商业环境中寻求隐性收益。简而言之，代理问题下的利益冲突为管理层运用多元化策略来追求私利提供了现实驱动力。

本文基于委托代理理论，认为委托代理理论和多元化战略原理呈因果关系，委托代理理论为管理层采取什么样的多元化战略提供了理论依据，两者之间存在着内在的逻辑关系：管理层实施多元化战略是为了弥补代理成本，从而实现自身利益最大化。

3 海航集团多元化战略实施情况

3.1 海航集团多元化战略介绍

3.1.1 海航集团介绍

自 1989 年成立以来，海航集团有限公司（简称“海航集团”）历经了无数风雨，从一个地方航空企业逐步发展，如今已成为为涵盖六大业务领域的全球性巨擘。其核心竞争力始终围绕航空运输，矢志追求打造航空行业的国际顶级品牌。在 2017 年，集团资产总额破万亿大关，荣登世界五百强企业之列，2019 年更是跃居我国民营企业的亚军。然而，辉煌的背后却隐藏着巨大危机，2017 年末海航集团遭遇了资金链断裂的严峻考验。2021 年 1 月，海航集团主动申请启动破产重组程序，同年 3 月，旗下 320 余家子公司一同进入破产重整阶段，这一事件堪称中国商业史上规模空前的重整案例。

3.1.2 海航集团多元化战略的发展历程

（1）2003 年—2010 年：多元化战略稳步实施

在 2003 年前，海航集团凭借海南得天独厚的地理优势和当地政府的有力扶持，实现了长达十年的稳健盈利增长。然而，非典疫情的冲击导致了其财务状况的显著下滑，海航一度被巨额亏损的阴霾所笼罩。这次经历促使海航深刻认识到航空运输业务的特性—尽管在主体业务蓬勃发展之际，但它仍受到油价波动、外汇市场变动以及航空流量增长不确定性等诸多经济因素的强烈影响。基于此背景下，海航开始积极寻求转型策略，决定从单纯的航空运输业向上下游产业链的广泛延伸发展，实施多元化的战略扩展。同时，他们还涉足金融领域，将产业和金融紧密结合，开启了一条全新的产融融合之路，以此抵御市场风险，寻求更稳定的发展路径。详见表 3.1。

表 3.1 海航集团 2003—2010 年多元化历程

年份	业务类型	事件
2003	金融	设立海航系财务公司

续表 3.1 海航集团 2003—2010 年多元化历程

年份	业务类型	事件
2006		收购渤海国际信托
2008		收购东银期货
2003		设立海航系财务公司
2006	金融	收购渤海国际信托
2008		收购东银期货
2009		控股联讯证券
	金融	并购澳大利亚 Allco Finance Group Limited 集团航空租赁业务
2010		并购上市公司 Grieg Seafood ASA
2005	餐饮	设立新疆海航汉莎航空食品有限公司
2003	商业	收购西安民生（现供销大集）
2006		收购陕西宝商
2006	机场服务	甘肃航空集团并入海航集团
2006		并购香港航空
2006	旅游酒店	重组吉旅集团
2007		收购布鲁塞尔德赛等多家酒店

数据来源：海航集团年度报告

据历年披露的资料梳理，海航集团在其 2003 至 2010 年的辉煌历程中，采取了稳固且多元化的策略。核心聚焦于航空运输业务，但并未止步于此，而是前瞻地延伸至航空产业链的上下游，包括深度开发机场服务和高端旅游酒店业务。同时，其收购举措也独具匠心，旨在构建强大的零售分支，为后续商品销售开辟了广阔的市场空间。此外，集团还大胆涉足非传统领域，涉足金融服务业，成功构筑了内部融资体系。这种跨界的资源整合，显著降低了企业的资本获取成本，也给海航后续的多元化扩张提供了充足的资金来源。

(2) 2011 年—2014 年：多元化进程缓慢发展（见表 3.2）

表 3.2 海航集团 2011—2014 年多元化历程

时间	业务类型	事件
2011	航空运输	收购土耳其 ACT 货运航空公司 49%股份
2011	机场服务	收购迈泰尼克机务维修公司

续表 3.2 海航集团 2011—2014 年多元化历程

时间	业务类型	事件
2014	农产品贸易	收购加拿大 Cronos 公司 80%股权
2012	旅游酒店	收购法国蓝鹰航空 48%股权
2013		收购西班牙 NH 酒店集团 20%股权
2011		收购新加坡 GE SEACO 100%股权
2011	金融	并购香港美辉证券
2013		参与海南银行筹建并持股 9%
2013	房地产	控股亿城股份

数据来源：海航集团年度报告

随着海航集团选择非相关多元化战略转型的实施，其在全球经济波动的大环境下所受的影响日益加深。尽管在这一阶段海航集团已放缓了多元化扩张的步伐，但其仍不断开展多个新业务领域的扩张，并较为成功地进军了房地产产业领域，实现了跨产业的战略升级。

(3) 2015 年—2017 年 6 月：多元化进程加速发展（见表 3.3）

表 3.3 海航集团 2015—2017 年多元化历程

时间	业务类型	事件
2015	航空运输	收购 Swissport、Azul Linhas Aéreas Brasileiras 等公司股权
2015		收购 Ireland Aircraft Leasing Company Limited
2016	飞机租赁	收购瑞士航空集团 gategroup 100%股权
2017		收购美国 CIT 飞机租赁业务
2016	金融	收购英国外币兑换运营商 International Currency Exchange (ICE) 100%股权
2017		收购 Old Mutual Plc 旗下美国资产管理公司 25%股份
2016	电子产品分销	收购 IMI 英迈 100%股权
2016	飞机销售	渤海租赁拓展飞机销售业务
2016	酒店旅游	收购 Carlson Hotels 100%股权
2017		收购希尔顿 25%股权

数据来源：海航集团年度报告

2015 年，海航集团重新启动了多样化经营的扩张计划，除传统领域，向电子产品分析、飞机销售等产业不断拓展，积极参与市场的竞争。在此期间，海航集团旗下子公司数量激增，达到了 454 家之多。

(4) 2017年6月—2021年：逆多元化发展

在我国政府实施的去杠杆政策下，2017年6月，海航集团遭遇了信贷紧缩与融资困境，这使得其运营资金链骤然吃紧，股价也随之大幅下滑，被迫通过市场出售资产以回笼资金，这一举措涉及金额高达数千亿人民币。进入2018年，集团进行了深度的战略重构，果断剥离了原有的资本和科技业务部门，重新聚焦于海南航空和海航物流核心业务，以适应新的市场环境和监管要求。这一历程始于2003年的多元化发展，2017年达到顶峰，却因资金链危机爆发而不得不采取收缩战略，重新聚焦航空运输主营业务，进行资产变卖。2018年海航集团旗下10家上市公司中的7家因特定原因被暂停交易，而后其他股票价格亦经历剧烈波动。为应对债务压力，海航集团展开了大规模非核心资产出售行动，逐步重心回归主营业务以自我挽救。尽管在2018年的商业运作中，海航集团通过一系列资产剥离行动，成功实现了约3000亿人民币的资本注入，但这并未能从根本上解决其财务困境。随着2020年全球公共卫生事件对航空业的沉重打击，海航集团面临了偿付巨大债务压力的挑战，包括利息和本金的双重压力。时间推进至2021年，海航集团被迫面对现实，采取了破产重整这一艰难但必要的决定。

3.1.3 海航集团多元化业务构成

在海航集团实施多元化战略的进程中，顶峰时曾广泛涵盖了航空、现代物流、旅游、生态科技、实业和资本六大业务领域。这六大业务划分为大产业板块和金融板块，形成了坚实的产业基础。但在2017年资金链紧张危机中迅速出售资产，重新聚焦航空运输主营。这一艰难的战略调整不仅展现了集团管理层果断决策的能力，更体现了面对挑战时的坚定决心。全球疫情的冲击下，集团加速资产出售以自救，最终仅保留海南航旅与海南物流两大产业集团。这一过程不仅彰显了集团在危机中的灵活应对和坚定执行，更展示了其对未来发展方向的清晰规划和坚定信心。海航集团的经历不仅值得业界和学术界深入关注和研究，更为其未来的可持续发展奠定了坚实基础。

3.2 海航集团各阶段多元化战略动机

3.2.1 多元化稳步实施阶段

在中国民航总局规划国航、东航和南航的大背景下，海南航空集团（海航）作为一家民营航空企业，面临着被国有航司并购的巨大压力。然而，海航通过勇气、智慧和坚定的决心，成功避免了被吞并的命运，通过融资、贷款、抵押、重组等资本运作方式，快速扩大航司规模，同时开启了金融业务领域，实现了多元化发展。

3.2.2 多元化进程缓慢发展阶段

2011年后，随着经济形势的变化，海航面临更复杂的多元化环境，但其管理能力与人才储备难以满足不同行业的管理需要。与此同时，资金链压力也在增大，难以支持快速扩张。为了适应新环境，海航开始重视从粗放到精细的管理模式调整，这需要一定时间的适应期。再者由于2014年前海航多元化速度过快，为了防范风险和巩固基础，海航在2011—2014年进行了多元化进程的调整与优化，包括扩张范围的控制与资金链的紧缩，以缓解扩张过快给管理带来的巨大压力和风险，这使得在这期间多元化速度相对放缓。

3.2.3 多元化进程加速发展阶段

2015年后，随着国内经济持续复苏和“一带一路”战略的推进，为海外投资提供了宽松的外部环境。与此同时，经过2011—2014年的调整期，海航在管理模式和人才储备方面有了一定的积累，管理能力相对提升，能够适应多元化的需求。此外，海航还利用好了资本市场低价期进行大量低成本并购，重点发展新兴领域如IT和房地产等，寻求新的增长点。同时，通过大规模利用杠杆融资支持扩张，短期内也未见资金链明显紧张。再加上海航管理层在此期间提出“全球一体化”的目标，这使得海航更加明确了推进多元化的决心。以上原因共同推动了海航2015—2017年多元化进程的高速发展。

3.2.4 逆多元化发展阶段

多年来海航过于重视规模扩张，却忽视了业务板块之间的协同效应，同时也未能给集团带来明显经济效益，反而加重了债务负担。由于 2017 年，银监会发现海航严重的资金链断裂风险，又加上疫情重创了其主业航空运输业，致使其资不抵债的情况日益严重，股价暴跌，资金链完全断裂。为此，海航不得不从 2017 年开始，逆转多元化战略，通过抛售资产回归主业航空，以重振竞争力。2021 年最终破产重整，开始实施从多元化向主业的战略调整。

3.3 海航集团多元化程度测量

海航集团是一家非上市的大型集团，自 2017 年爆发债务危机至 2021 年宣布破产重整。由于财务风险的出现，其年报披露截止于 2019 年 8 月，无法获取 2019 年后的财务信息。海航集团的多元化进程主要集中在 2011—2017 年，在 2017 年出现了流动性危机，本章也是主要测量其多元化程度和识别多元化扩张的类别，因此选取了 2012—2019 年半的数据。

3.3.1 赫芬达尔指数

$$HHI = \sum_{i=1}^N (X_i/X)^2 = \sum_{i=1}^N S_i^2 \quad (\text{公式 3.1})$$

HHI 是用来度量各商业部门对公司总体销售业绩的贡献度。它是用一个企业的经营收益与整个经营收益之比的平方来度量的。HHI 系数为 0 到 1 之间，说明行业集中程度较高，而 HHI 则较小，表明企业具有更高的多元化。前文也提到过，由于海航集团是非上市大型集团，多元化进程也主要集中在 2011—2017 年，其多元化版图数据仅能从债券报告中获取，且从 2019 年半以后不在披露集团年度报告，因此以下将选取 2012—2019 半年的数据数据。

表 3.4 海航集团赫芬达尔指数

年份	赫芬达尔指数
2012	0.162
2013	0.184

续表 3.4 海航集团赫芬达尔指数

年份	赫芬达尔指数
2014	0.194
2015	0.167
2016	0.140
2017	0.328
2018	0.342
2019 半	0.387

说明：本表按照上文的赫芬达尔指数含义，把企业各个产业总收入占企业总收入的比重进行平方，然后相加所得



图 3.1 赫芬达尔指数走势图

通过图 3.1 可以看出，海航的赫芬达尔指数一直较小，企业总是处在一个高水平的多样化发展时期。而赫芬达尔指数自 2014—2016 年呈下降趋势，这表明，海航集团的多元化水平在逐步提高。根据年度报告可知，公司在 2016 年花了 60.09 亿美金买下了一家知名 IT 巨头的独家经销商，致使赫芬达尔指数来到了这 8 年中的最低点。但从 2016 年起，赫芬达尔指数直线上升，多元化趋势明显减弱，这主要是因为海航集团为了实现其主营核心业务的经营目标，对其非核心资产进行了大量处理。海航的赫芬达尔指数在 2017 年以后不断增加，这表明公司已经开始了以主营业务为中心的策略，对不相关的业务板块逐渐进行了处理，赫芬达尔指数总体趋势与其进行多样化经营的进程是相吻合的。

3.3.2 专业化比率法

表 3.5 海航集团各产业主营业务收入占比情况

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 半
航空运输	26.59%	29.64%	28.62%	22.33%	14.45%	10.85%	10.63%	9.95%
机场服务	2.33%	2.33%	2.54%	1.16%	1.05%	0.65%	0.57%	1.32%
金融服务	8.16%	7.09%	7.65%	18.15%	21.77%	10.21%	9.67%	22.37%
商业零售	23.81%	22.29%	24.70%	10.59%	7.85%	5.36%	3.72%	8.60%
酒店餐饮	3.81%	3.65%	2.73%	12.30%	7.85%	2.06%	1.52%	3.51%
旅游服务	12.00%	15.00%	12.00%	8.59%	5.80%	2.01%	1.52%	3.87%
房地产服务	12.07%	5.97%	6.00%	12.02%	4.32%	1.95%	2.19%	5.08%
电子产品分 销	-	-	-	-	19.38%	53.47%	54.52%	59.00%
物业运输	-	-	13.93%	12.51%	16.01%	12.55%	13.97%	-
其他	0.60%	0.65%	0.86%	0.61%	0.61%	0.53%	0.54%	2.41%

数据来源：海航集团年度报告

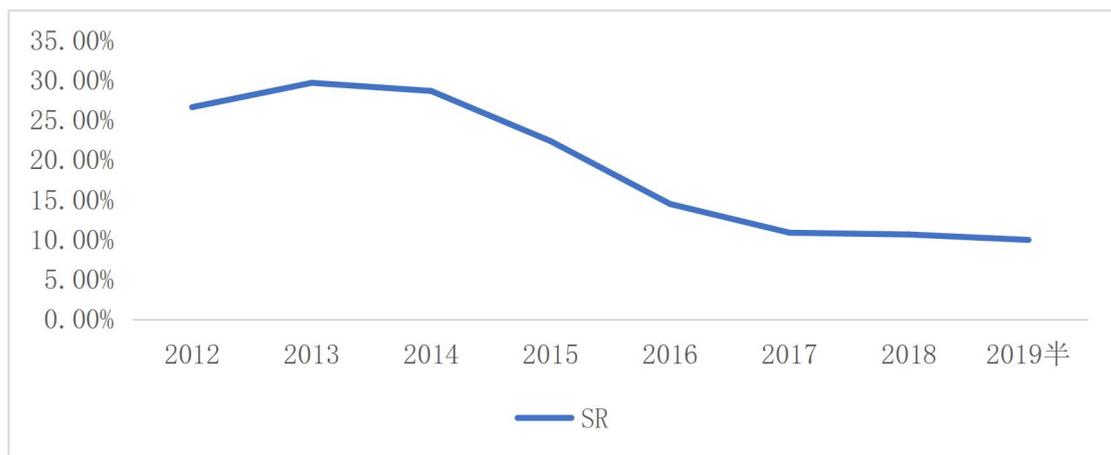


图 3.2 海航集团 SR 走势图

航空运输业一直为海航集团的主营业务，通过表 3.5 数据计算其 SR，即航空运输业收入/营业收入总额比例，从 2012—2019 年半，依次为 26.59%、29.64%、

28.62%、22.33%、14.45%、10.85%、10.63%、9.95%，其中每年均小于划分标准70%；海航集团航空运输业收入和机场服务收入关联度最高， $RR = (\text{航空运输业收入} + \text{机场服务收入}) / \text{主营业务收入总额}$ ，即从2012—2018年，依次为27.96%、30.78%、29.47%、22.83%、15.03%、11.06%、10.79%、10.52%。由上述数据综合分析，并参照上文所述的专业化比率法分析标准而得，海航集团 $SR < 70\%$ ， $RR < 55\%$ ，属于非相关业务型的多元化企业，海航集团在发展新的业务时没有考虑与原有业务之间的关系。

4 多元化战略下海航集团财务风险识别

2017 年是海航集团由繁荣阶段到流动性危机全面爆发，并转为严重资不抵债的债务危机的大转折点，此后海航集团彻底丧失“自救”能力，深陷财务危机。鉴于海航集团自 2020 年起不公示集团财务报告，且本章主要内容是识别其破产重整前出现的财务风险肇端，并由此来揭示其破产重整的必然性。所以本章选取海航集团 2012—2019 年数据分析海航集团财务状况，部分上市子公司的数据选取到 2020 年。以下将从筹资、投资、营运、收益分配四个方面对多元化战略下海航集团的财务风险进行识别。

4.1 筹资风险识别

由于海航集团在经营过程中实行了多元化的兼并和收购策略，使得其对流动性资金的要求急剧上升，而其自身的情况已不能适应其不断扩大的需要。基于此种情况企业必须通过对外融资的方式以获取高额的资金，从而加大了企业的债务负担和资金投入，同时也给企业带来了一定的金融风险。2017 年，中国人民银行监管机构对中企境外收购进行了一系列的调查，成为了海航此次债务危机的导火索。而海航后来采取出售资产的自救方法，也只是一种权宜之计，无法从根本上解决公司的财务困境。

4.1.1 筹资方式分析

表 4.1 海航集团筹资活动现金流量

单位：万元

年份	取得借款收到	吸收投资收到现	发行债券收到现	筹资活动现金流入
	现金	金	金	小计
2012	538900	538900	538900	538900
2013	848900	848900	848900	848900
2014	10689300	2314100	763000	14068100
2015	14574100	1677500	2235800	18949300
2016	25818500	25208200	4215300	56220200

续表 4.1 海航集团筹资活动现金流量

单位: 万元

年份	取得借款收到 现金	吸收投资收到现 金	发行债券收到现 金	筹资活动现金流入 小计
2017	31489500	10228600	3005400	45667000
2018	17997400	122000	1668800	20648700
2019 半	8200	5596400	3613000	9645200

数据来源: 海航集团债券年度报告

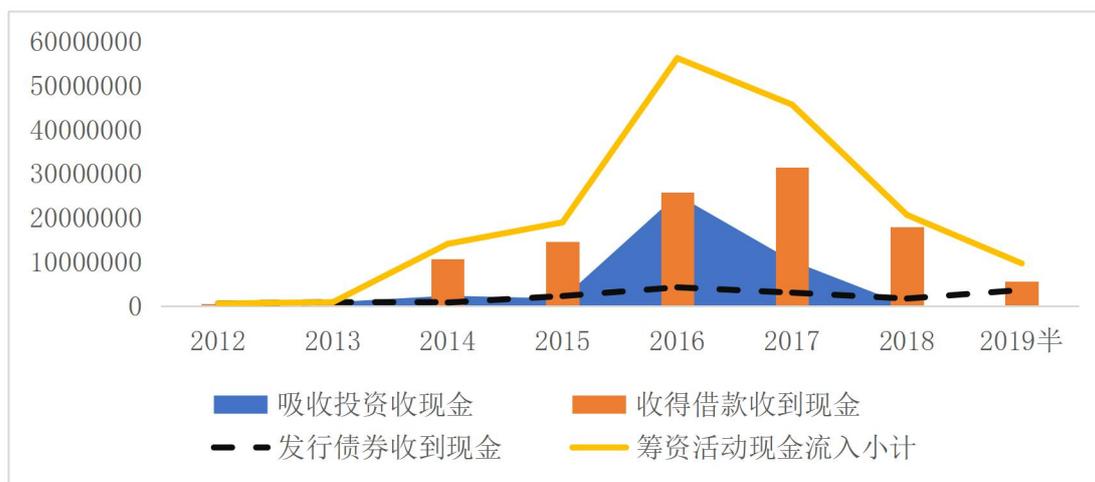


图 4.1 海航集团筹资活动现金流量

根据表 4.1 可以看出, 从 2012—2015 年, 海航集团在股权融资的现金获取方面表现得相对保守, 主要依赖于债务融资。直至 2016 年, 才进行了一次大规模的非公开股权融资, 其规模相较于债务融资并不突出。具体来看, 2015 至 2018 年间, 债务融资的数额显著, 分别为 14574100 万元、25818500 万元、31489500 万元和 31489500 万元, 占比分别为 8.85%、44.84%、22.40%及 0.59%。值得注意的是, 其余所有资金均来源于债务融资, 尤其是债券市场。

在 2014 年至 2016 年期间, 海航集团凭借着股权融资的支持, 勇敢地开启了并购扩张的征程, 成功收购了 NH 酒店、华安保险等重要资产, 为集团的业务拓展奠定了坚实基础。然而, 随着业务规模的不断扩大, 海航开始逐渐调整融资策略, 逐步减少对股权融资的依赖, 更多地倚重银行贷款支持业务发展。例如 2016

年 5 月收购英迈国际，其收购的资金 30%来自政府和企业资金，70%来自银行贷款。这是国内民营企业收购世界 500 强企业的罕见案例。

银行贷款占比过高导致公司股权比例显著上升，财务风险面临巨大压力。海航集团为规模化扩张而进行大规模资金筹集，累计了大量债务，这增加了资金链断裂的可能性。

4.1.2 偿债能力分析

海航集团作为一家知名的航空及物流企业，其短期偿债能力的关键指标如流动比率和速动比率，是至关重要的。这些指标不仅反映了海航在面对短期偿债压力时的灵活性和应对能力，也直接关系到其资金流动性和财务稳健性。海航同样需要谨慎管理资产负债率，确保不陷入过高的长期债务承受压力，保持财务杠杆效应在可控范围内。因此，海航集团管理层需密切关注这些财务指标的变化，制定有效的财务战略，确保公司财务健康和持续发展。本章重点从流动比率、速动比率、资产负债率这几项重要企业偿债指数，分析在多元化战略下海航集团筹资风险。

(1) 短期偿债能力分析

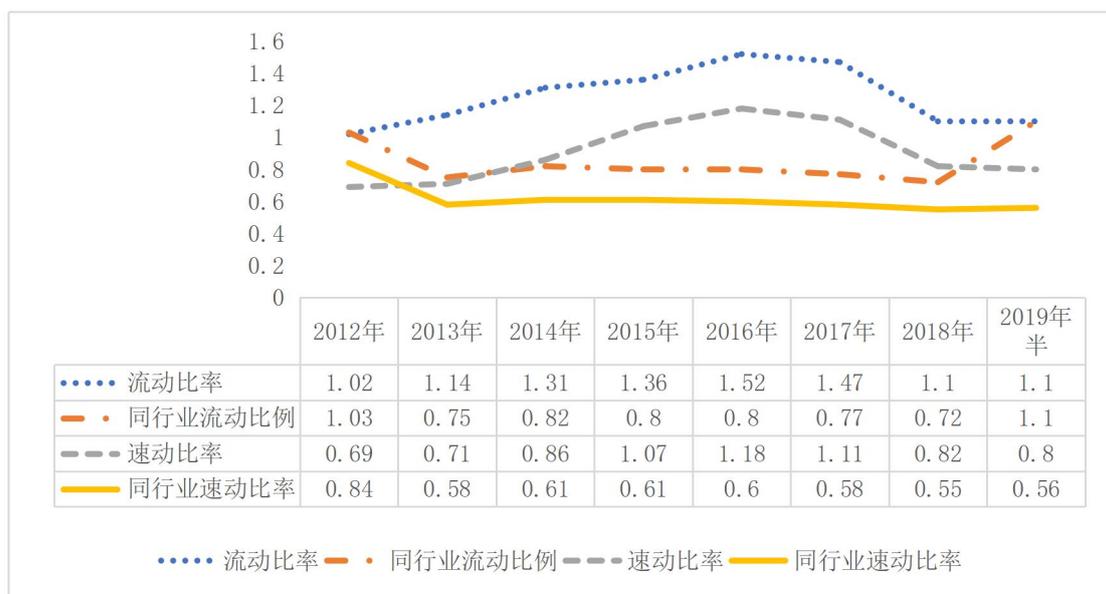


图 4.2 短期偿债能力指标走势图

流动比率的理想标准，即正常水平为 2，当该比例介于 1 和 2 之间时，表明企业的流动资产超过流动负债，同时说明公司具备偿付短期债务的充足流动性现金。然而，若流动比率低于 1，则可能预示着流动资产不足以覆盖流动负债，这将可能增大出现财务风险的概率。流动比率和速动比率的差额越小，则表明短期内易于变现的流动资产所占的比重较大，企业在短期内更具备偿债能力，流动资产整体质量较好。

根据图 4.2 可以看出，其流动比率在 2012-2016 年呈上升趋势，甚至高于了行业均值，在 2016 年达到最大。但从 2016 年开始就呈下降趋势，直至 2019 年降至 1.1，流动比率的临界值为 1，看来企业的流动性已经到了很难挽回的地步。这主要是由海航集团积极拓展业务版图，通过加速对外投资并购活动，提升市场竞争力所致。然而，资金需求量的急剧增加给公司带来了巨大挑战，尤其是在管理流动性方面，由此导致运营成本和财务费用不断攀升，使海航面临着日益加剧的财务压力。同时流动资产的增长速度未能跟上负债增长速度，这也导致了流动比率持续下降的趋势。

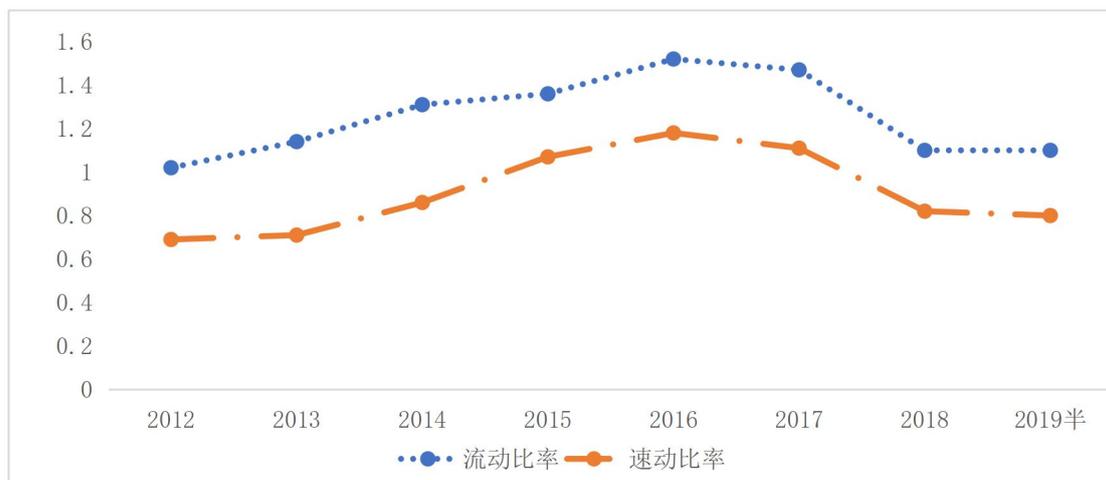


图 4.3 流动比率与速动比率走势图

通过图 4.3 可以看出，海航集团的速动比率始终低于流动比率，显示出企业短期内能够变现的流动资产相对较少，这可能意味着企业的流动资产质量较差。由于海航集团进行了紧密的多元化扩张，现有的流动资产可能不足以偿还其负债。这种情况下，当外部环境突然发生变化时，海航集团可能面临着资金链断裂的风

险，即无法及时偿还到期债务。

(2) 长期偿债能力分析



图 4.4 长期偿债能力走势图

从图 4.4 可观察到，海航集团的资产负债率接近 80%，而通常资产负债率最佳应维持在 50%左右水平，表明其长期偿债能力一直存在着较高的风险。资产负债率在 2016 年时出现了下降，根据年报得知，是因为海航集团近年来通过股东投资和子公司发行股票成功增加资产，优化资产负债结构。2017 年资产负债率降至 60%左右，是由于海航集团减少了外部借贷投资，并伴随着股东的持续注入，所有者权益和总资产得以增长，资产负债率基本保持稳定。然而到了 2018 年，这一比率再度上升，约为 71%。据跟踪报告显示，根据追踪分析，这一年因资产出售致使所有者权益大幅下降，尽管总资产有所减少，但债务总额却在同步增长。再考虑到沉重的利息支出，这直接推动了资产负债率的迅猛攀升，对企业长期偿还债务的能力构成了重大挑战。这揭示了公司多元化的尝试并未达到预期效果，反而加剧了财务风险，最终导致了债券违约，也是导致 2021 年海航集团破产重整的原因之一。

随着企业非相关多元化战略的不断推进，其负债水平也在同步增长，这相应地削弱了企业的偿债能力。日益增加的债务压力不仅会拖慢企业实施多元化战略的步伐，还提升了投资的机会成本，同时增大了融资的风险性。

4.2 投资风险识别

4.2.1 投资指标分析

表 4.2 海航集团投资活动产生的现金流量 单位：万元

年份	投资活动现金流入	投资活动现金流出	投资活动产生现金流净额
2012	684500	3881100	-3196600
2013	1128200	4290600	-1362400
2014	1579200	4404300	-2825100
2015	3750500	8611000	-4865000
2016	7822600	41162300	-33339700
2017	7813300	31434400	-23616100
2018	12249800	8043800	-4206000
2019 半	2831700	2020800	810900

数据来源：海航集团年度报告



图 4.5 投资活动产生的现金流量

如图 4.5 所示，海航集团 2012—2015 年投资活动现金流出远大于流入，这表明在此期间，海航集团为支持多元化战略的实施需要大量的资金投入，且其依靠内部积累不足。在 2016 年时，投资活动现金流量净流出较 2015 年增加 586%，

增幅暴涨,说明此时海航集团多元化扩张规模和速度进一步加大,对资金需求也更高。2017—2018年投资活动现金流出继续保持较高水平,海航集团依然在进行大规模投资。在2019年时,海航集团投资活动产生的现金流量净额转为流入,但规模有限,表明此时海航集团已很难获得外部投资。以上数据变化表明,海航集团多年来为支持多元化扩张而进行的大规模投资,长期依靠外部融资,内部积累不足,这极大增加了其未来投资项目的市场风险、技术风险以及依赖外部资金的风险。特别是2016年后,海航集团投资规模进一步扩大,这对其未来投资能力的影响也更大。

4.2.2 对外投资情况分析

大部分多元化企业在投资的时候往往会选择一个熟悉的领域,或者是核心产业链的上下游。作为一家起步于航空业的企业,海航集团通过近30年的发展,已逐步形成了以航空运输为主导,辅以机场服务、商业零售、旅游服务、金融服务等产业的多元化布局。这无疑为集团带来了更广阔的发展空间,也使其业务更具韧性和抗风险能力。但是,多元化背后也潜藏着一定的风险。海航集团旗下子公司众多,各自独立运营不同产业,这对集团的统筹协调能力提出了更高要求。一些子公司的投资规模相对分散,难以形成规模效益,也增加了集团的管理成本。更重要的是,不同产业面临的经营环境和风险因素各不相同,这对集团的风险控制能力提出了更高标准的要求。

此外,一些子公司的业务可能存在一定程度的重复,难以充分发挥资源的协同效应。一旦某个产业或项目出现问题,也很难通过其他业务来进行有效补足。这将直接影响海航集团整体的盈利能力和资产质量。要真正发挥多元化战略的优势,海航集团需要进一步强化各业务与集团发展的衔接协同,优化资源的配置,提升风险管理水平,并注重培养跨产业协调的管理能力。只有这样,多元化才能成为海航集团可持续发展的助推器,而不是隐藏的风险因素,这对海航集团来说仍是一个长期的课题。从下表4.3可以看出,海航集团截止2019年8月的对外投资情况和规模涉及七个主要产业,投资过于分散。

表 4.3 2019 年海航集团对外投资情况

公司名称	持股比例	所处行业
海航科技集团有限公司	66.67%	运输业
海航实业集团有限公司	83.48%	投融资
海航航空旅游集团有限公司	53.47%	服务业
海航集团北方总部（天津）有限公司	86.84%	投融资
海航资本集团有限公司	88.05%	金融业
海航集团（国际）有限公司	91.09%	投融资
海航集团（香港）投资有限公司	100%	投融资
海航金融服务（深圳）有限公司	51.65%	服务业
北京慈航投资基金管理有限公司	70%	商务服务
海航集团财务有限公司	63.25%	金融业
海航现代物流集团有限公司	100%	运输业
海航创金控股（深圳）有限公司	100%	金融业
海航创新金融有限公司	100%	金融业
海南海航财务共享服务代理有限公司	100%	服务业
广州动车组餐饮有限公司	50%	住宿、餐饮业
大新华航空有限公司	23.11%	航空控股
中合中小企业融资担保股份有限公司	23.41%	金融
渤海人寿保险股份有限公司	20%	金融
长安航空有限责任公司	11.91%	交通运输
营口沿海银行股份有限公司	14.63%	金融

数据来源：海航集团 2019 年半年度报表

4.3 营运风险识别

4.3.1 现金流净额分析

海航集团作为一家航空业企业，在多元化发展中展现出了较高的战略远见和实践能力。通过以航空运输为主导，构建了复杂而多样化的产业结构，为企业拓

展发展空间、增强抗风险能力提供了坚实基础。然而，多元化的经营也带来了一系列挑战，如子公司独立运营、资源利用效率低下等问题。在面对多样化和复杂化的经营环境和风险挑战时，海航集团需要不断加强整体风险控制水平，优化资源配置，提升业务协同合作和风险管理能力。

表 4.4 海航集团现金流量净额

单位：万元

	经营活动现金流净额	投资活动现金流净额	筹资活动现金流净额
2012	1458840.66	-3196596.83	1660863.55
2013	920573.9	-3162347.93	3170082.1
2014	1129282.19	-2825108.95	3667447.1
2015	2336902.53	-4860560.59	6454376.5
2016	5051782.69	-33339701.22	34259495.71
2017	6340005.98	-23616142.72	15154824.24
2018	4122904.4	4206094.49	-17355527.39
2019 半	1956348.53	810899.54	-2848136.53

数据来源：海航集团年度报告

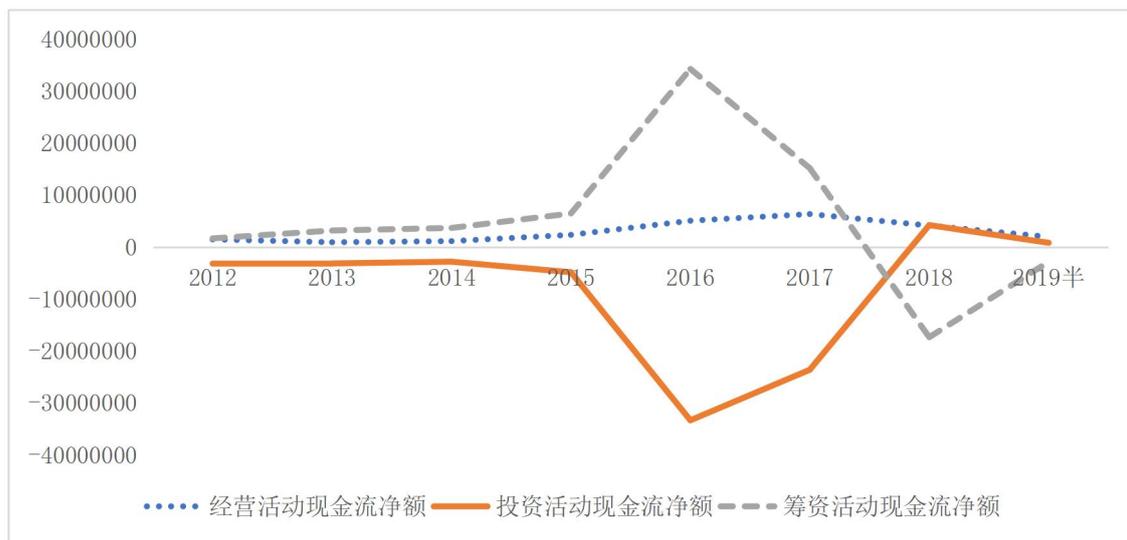


图 4.6 海航集团现金流量净额走势图

从图 4.6 可发现，2012—2016 年海航集团现金流净额呈逐年递增趋势，这说明集团在不断推进多元化发展的同时，经营业绩得以持续提升，所以经营活动

现金流的增长也就相应地随之增加，这种增长态势所表现出的幅度同样也相当显著。但从 2018 年开始，经营活动现金流量净额出现了下降，直至 2019 年跌至谷底，说明自从 2017 年开始出现财务风险后，海航集团的的经营能力开始急聚下降，经营状况不佳，进而反映出企业经营层面存在风险。

投资活动现金流净额在 2012—2015 年趋势平稳，2015—2016 年呈断崖式下降，其主要原因是 2016 年并购规模扩大，尤其是收购英迈国际交易付出了大量现金，导致投资活动现金流出大幅增加。2015 年—2019 年投资活动现金流净额呈上升趋势，是因为 2017 年后集团调整战略，投资规模下降，以及部分资产抛售带来的现金流入。筹资活动现金净流量净额除了 2016 年因完成了一轮大型非公开股权融资较高外，其他几年都处于较低水平，甚至在 2018 年—2019 年半为了偿还大量债务出现负值，说明海航集团近几年筹资能力不足。

4.3.2 应收账款回收情况分析

表 4.5 海航集团应收账款周转率及行业均值

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 半
应收账款周转率	12.8	12.66	14.7	21.06	6.4	9.53	8.43	3.36
同行业应收账款周转率	18.59	16.69	18.22	17.78	17.49	17.69	17.20	7.16

数据来源：海航集团财务报表

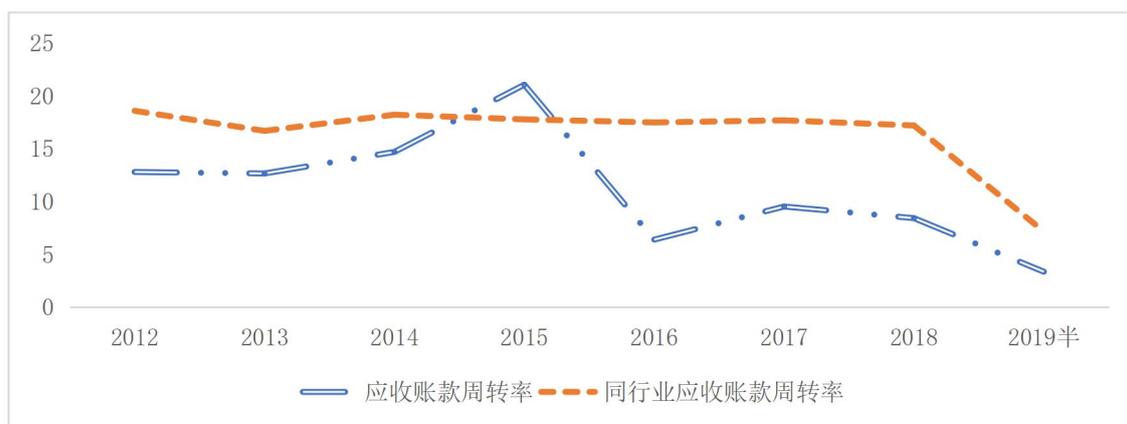


图 4.7 应收账款周转率走势图

从图 4.7 可以看到, 2012 年至 2015 年间, 海航集团的应收账款周转率呈现逐步增长态势, 表明其经营效率在逐渐增强, 资金流转速度也在加快。其中 2012—2014 年对比同期行业平均周转率, 表现仍逊色于同行, 说明尽管其经营能力有所提高, 但尚未达到行业标准。2015 年高于同行业均值水平主要原因是其多元化扩张速度快, 业务增长幅度大。从 2015 年至 2019 年上半年, 海航集团的这一指标逐渐下滑, 即使有短暂回升, 也未能恢复到早期状态, 这揭示了公司在收回欠款方面的能力相对较弱。海航在这期间通过兼并英迈国际、Avolon 等公司, 收购企业客户支付周期较长, 也增加了整体周转周期。与此同时, 海航加大对内地市场拓展力度, 但二三线城市客户支付能力相对不足。2018 年后, 海航加快去杠杆, 收缩部分低毛利业务, 短期内未能找到替代, 也影响了资金回笼, 导致营运资金变现能力下降, 营运能力下降, 由此引发现金流不足, 坏账增多。

4.4 收益分配风险识别

4.4.1 盈利能力分析

企业的营利效能直接影响其获利能力的高低, 获利能力越强, 可分配的利润也就越丰富。此外, 企业获利能力的增强还伴随着资本积累能力的提升, 有助于减轻财务压力。相反, 如果企业的营利能力不足, 那么其资金流动性的风险将显著增加, 可能使其发生严重的财务风险。具体分析见下

(1) 净利润分析

表 4.6 海航集团净利润指标及行业均值

单位: 万元

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017 年	2018	2019 半
净利润	111100	155200	242600	308100	466300	812700	-490200	-627400
扣非净利润	-86600	-240300	-286600	-431700	-838300	-656600	-1666900	-1876400

数据来源: 海航集团财务报表

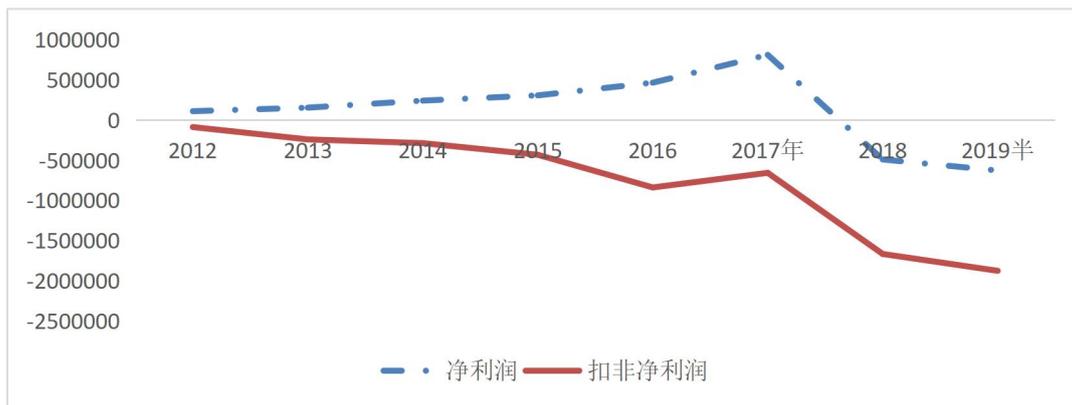


图 4.8 海航集团净利润指标走势图

根据表 4.6 可以看出,从 2012 年到 2017 年,海航集团净利润持续增长,2017 年实现 74.29% 的高增长,这为其日后拓展奠定了坚实基础。但是,如果更深入地审视其财务指标,我们会发现一些隐藏的问题。比如,如果将非经常性损益扣除,看扣非净利润,从 2015 年开始海航集团就一直处于亏损状态。尤其是 2015 年后,随着海航加大并购步伐,扣非净利润下滑速度明显加快。这主要是因为,2015 年海航以 16.9 亿元价格并购华安保险和集装箱租赁公司后,在整合新兼并资源方面暴露出管理能力的不足,未能高效运营新资源为集团创造价值。

同时,我们也不能忽视的是,2015 年后海航集团净利润增长很大程度上依靠的是非经常性因素,比如 2015 年实现的 16.9 亿元投资收益和 15.87 亿元政府补助;2016 年通过出售部分金融基金等投资业务实现 96.65 亿元投资收益,占当年利润总额 132.45%。这些非经常性因素掩盖了海航经营管理层面的问题。进入 2018 年后,随着国内经济增速放缓和市场竞争加剧,海航集团面临更大挑战。2018 年,虽通过处置金融资产获得 93.3 亿元投资收益,但其物流成本实际上同比增长近 30%。2019 年,更是在新冠疫情影响下,海航各业务都受到重创,该年净利润和扣非净利润分别下降 49.02 亿元和 187.64 亿元。

(2) 销售净利率分析

表 4.7 海航集团销售净利率指标及行业均值

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 半
销售毛利率 (%)	29.05	24.03	23.98	28.93	21.90	14.78	13.00	11.52
同行业销售毛利率 (%)	18.57	16.85	18.64	21.14	19.83	18.25	16.32	16.84
销售净利率 (%)	2.43	2.85	3.69	3.24	2.55	1.38	-0.79	-1.32
同行业销售净利率 (%)	7.00	6.17	9.11	9.79	8.84	10.83	7.83	10.31

数据来源：海航集团财务报表



图 4.9 销售净利率指标走势图

如表 4.7 和图 4.9 所示，观察海航集团 2012-2015 年的经营状况，可以发现其毛利率普遍高于行业平均水平，然而其净利率则持续低于行业平均水平。依据此，可以得出海航集团在所述时期虽然呈现盈利态势，但其实际盈利能力确实存在欠缺之处。2015 年因扩张速度过快，新纳入业务与原有业务协同效应不佳，导致期间费用增加幅度大于销售毛利率增长，销售净利率下降至 3.24%。2016 年后，海航进一步扩大 IT 业务规模，但 IT 产品毛利率仅 6%，低于其他业务，且整合成本高。据计算，2016-2019 年销售净利率与毛利率差额扩大，说明成本负担加重。IT 业务比重从 2016 年的 6.9% 增至 2019 年的 55%，拉低了整体毛利率和净利率，2019 年分别为 11.52% 和 -1.32%。

总之，海航早期规模小且控制有度，但因为后期的扩张过快且未实现良好协同，并购的低毛利率 IT 业务又扩大了其成本压力，所以长期影响了其盈利能力。

(3) 净资产收益率分析

表 4.8 海航集团净资产收益率及行业均值

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 半
净资产收益率 (%)	2.46	2.72	3.32	2.68	1.13	1.64	-1.56	-1.29
同行业净资产收益率 (%)	7.53	6.39	9.36	9.01	8.08	10.42	7.85	4.86

数据来源：海航集团财务报表



图 4.10 净资产收益率走势图

净资产收益率是反映企业盈利能力核心指标。根据图 4.10，海航集团的净资产收益率经历了一系列波动，并且一直低于同行业水平。从 2012 年的 2.46% 上升至 2013 年的 2.72%，呈现出小幅上涨的趋势。随后在 2014—2015 年间，净资产收益率从 3.32% 下降至 2.68%，显示出下降的趋势。然而，在 2016—2017 年间，净资产收益率从 1.13% 上升至 1.64%，再次出现上升。最后，在 2018—2019 年，净资产收益率从 -1.56% 下降至 -1.29%，连续两年为负值，呈现明显下降的趋势。

海航集团净资产收益率下降，表明其盈利能力在多元化扩张中有所下滑，长

期盈利不足将影响企业持续发展，增加经营风险。同时，低净资产收益率也意味着企业在配置资源方面的效率有待提高，这将影响其核心竞争力，降低在市場中的地位。另一方面，投资者看到净资产收益率持续下降，将对企业未来的盈利前景和投资价值缺乏信心，这会导致股价下跌，增加企业的融资成本，影响融资能力。长期保持低净资产收益率，还可能会使面临股东诉讼的风险。最终，持续下降的净资产收益率表明财务状况恶化，这也为 2021 年海航集团破产重整增加了系统性风险。

(4) 营业利润率分析

表 4.9 海航集团营业利润率及行业均值

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 半
营业利润率 (%)	3.30	2.80	4.30	2.39	2.65	1.85	0.09	-1.32
同行业营业利润率 (%)	7.00	6.18	9.12	9.80	8.85	10.84	7.84	10.32

数据来源：海航集团财务报表



图 4.11 营业利润率走势图

根据图 4.11 可以看出，海航集团的营业利润率经历了明显的变化，并且一直低于同行业水平，2012—2014 年还能和同行业营业利润率保持相同的变化趋势，保持在 3%—4% 之间，说明多元化战略在这段时间内有效分散了风险，各业务板块相对稳定运营，维持了较高的盈利能力。但是自 2015 年起，海航集团的营业利润率开始呈现下降趋势，尤其是在 2018 年仅为 0.09%，2019 年更是出现负值 -1.32%。

这主要是由于多方面因素影响：首先，2015 年后，宏观经济环境持续变化，

使得海航集团面临更大的不确定性，增加了经营的挑战。其次，2017年海航集团还遭遇流动性危机，进一步加剧了财务压力，对盈利能力造成了负面影响。此外，为了整合业务，海航集团不得不增加运营成本和财务费用，导致整体盈利能力下降。最重要的是，单个业务板块出现问题时，多元化战略无法很好地分散风险，使得集团整体盈利能力受到影响。

综上所述，尽管在2012—2014年间海航集团的多元化战略相对成功地分散了风险，但在2014年后面对更为复杂的宏观环境和单个业务风险的增加，多元化战略在风险分散方面的效果已不如当初。

4.4.2 收益分配分析

企业的收益再分配策略是一个严谨且缜密的决策过程，且其背后也潜藏着独特的风险考量，主要涉及两个关键环节：留存收益和未分配利润。一种策略是谨慎地保留大部分盈利，以备不时之需并推动企业的长远规划，但这种保守态度可能会引发股东和所有者对于回报期待的落空，甚至可能挫伤企业的积极性，影响投资者的信任。另一方面，过度分配则可能导致企业内部储备减少，一旦遭遇运营或偿债压力，可能面临严重的财务和运营困境，甚至威胁到企业的生存。另一方面，过度分配则可能导致企业内部储备减少，一旦遭遇运营或偿债压力，可能会面临严重的财务和运营困境，甚至威胁到企业的生存。因此，企业在权衡这两个极端时，必须找到一个微妙的平衡点，在确保日常运营资本充足的前提下，适当地增加对股东和所有者的利润回馈，这样才能够保持其投资的积极性，并巩固他们对业务未来发展的信任。评估企业收益分配风险的关键指标涵盖每股未分配利润的运营效能以及每股经营活动产生的现金流量。高效的管理表明企业的盈利能力强大，未来的分红能力也相应增强，这对投资者也具有极大的吸引力。而高额的每股经营性现金流则保证了投资者收益分配权益。本文中选择了在海航集团旗下比较具有代表性的海航控股、海航科技、供销大集三家上市子公司的数据进行分析。

表 4.10 海航集团旗下代表性子公司每股未分配利润

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
海航控股	0.95	0.59	0.75	0.91	0.82	0.93	0.69	0.66	-3.18
海航创新	-0.18	-0.16	-0.13	-0.11	-0.26	-0.21	-0.36	-0.62	-0.78
供销大集	0.57	0.64	0.76	-3.4	-0.31	-0.1	0.01	-0.20	-0.96

数据来源：东方财富网财务指标



图 4.12 海航旗下上市子公司每股未分配利润情况

从图 4.12 每股未分配利润的情况看，海航创新连续九年每股未分配利润为负数，凸显其盈利能力相对薄弱，收益分配能力不足。这或许源于海航创新的业务性质，如科技研发等需要长期投入，难以在短期内获得盈利。另一方面，供销大集在 2015 年遭遇重大下滑，之后收益波动不定，显示其收益分配能力不稳定，或受制于贸易批发业务易受宏观经济环境影响的特点。此外，海航控股在 2017 年财务危机后未分配利润持续下降，2020 年甚至陷入负数，反映其收益分配能力下降，或受航空运输行业特殊事件和新冠疫情等因素的影响。尽管海航集团通过多元化发展不同领域业务分散了风险，但各子公司由于所处行业特点，难以在短期内稳定盈利，导致整体收益分配能力不佳，这为海航集团的多元化战略带来一定风险挑战。

表 4.11 海航集团旗下代表性子公司每股现金流量净额

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
海航控股	1.67	0.88	0.49	1.02	0.73	0.77	0.56	0.82	-0.03
海航创新	-0.06	-0.17	1.56	1.56	0.48	0.43	-0.09	-0.02	-0.02
供销大集	1.41	1.35	2.23	1.55	0.89	0.24	0.66	0.07	0.03

数据来源：东方财富网财务指标



图 4.13 海航集团旗下上市子公司每股现金净流量净额情况

由图 4.13 表明，可以看出海航控股、海航创新和供销大集三家公司在 2012 年至 2020 年期间，每股经营现金流呈现下降趋势，其中海航创新连续 5 年为负值，而其他两家公司也在 2015 年后出现负值或接近零的情况。这表明这三家公司的营业活动现金流入不足以弥补流出，导致每股经营现金流长期为负值或接近零。特别是供销大集有 5 年为负数，显示其经营活动现金流入远不足以支付给股东。这种现象对海航集团的股东分红能力和风险分配产生了负面影响。因此，结合海航集团的具体情况，可以得出这三家主要子公司在 2012—2020 年期间营业活动现金流入与流出不匹配的结论。这种不匹配导致了每股经营现金流的长期负值或接近零，影响了公司的盈利能力和分红潜力。如果每股经营现金流呈负值，无法满足股东分红需求，就会导致连续数年不能进行分红，从而引发投资者极大负面情绪，增加企业收益分配风险。

4.5 财务风险识别总结

海航集团的高负债经营导致其偿债能力下降，这也与海航集团采取的以债为主的融资方式脱不了关系，但这也导致其负债水平持续上升，资产负债率长期高于安全线，远高于同行业平均水平。与此同时，其短期偿债指标如流动比率和速动比率也在持续下降，这也直接影响了海航集团偿还债务的能力，在这种情况下一旦遇到外部环境变化就很难自行解决。其次，长期依赖外部融资而内部积累不足也增加了风险。海航集团为支持多元化投资，不断大量吸收外部资金，但这也导致每年融资成本的增加。与此同时，由于管理不善和项目回报不佳，导致其内部资金积累能力很弱，这意味着一旦外部环境变化，它就很难通过内部调整来解决问题。此外，从2015年开始，海航集团的核心竞争力和经营管理能力也在下滑，它通过快速并购新业务来扩展其集团的业务版图，但却未能做到同时高效整合资源。各项盈利能力指标如毛利率、净利率、资产收益率等都在持续下降，这严重影响了其盈利能力和可持续发展能力。最后，在收益分配方面，海航集团未能给股东提供足够回报，也埋下隐患。多年来，其主要子公司每股未分配利润和每股经营现金流多呈现负值，这给其长期发展和股东信心带来不利影响。

多年来累积的这些系统性风险，如高负债、投资风险、核心能力不足以及收益分配等问题，已经严重影响和破坏了海航集团的正常运营和发展。特别是在2018年后，随着宏观环境不利变化，这些风险暴露无遗，完全损害了其还债能力。到2021年，它已经无法通过内部调整来解决根本问题，资不抵债的局面已成定局。因此，只能通过破产重整才能全面打破其所面临的僵局，这就使得海航集团破产重整变得必然和不可避免。

5 多元化战略下海航集团财务风险的评价

5.1 Z-Score 模型对海航集团财务风险的评价

5.1.1 Z-Score 模型基本介绍

Z-score 模型是由 Edward Altman 于 1968 年提出的, 用于预测企业破产的可能性。这个模型基于企业的财务指标, 如资产负债表和利润表等, 计算出一个综合指标值。根据这个指标值, 可以将企业分为不同的类别, 如安全区、警戒区和危险区, 从而判断企业的破产风险。总结公式为:

$$Z=1.200X_1+1.400X_2+3.300X_3+0.600X_4+0.999X_5 \quad (\text{公式 5.1})$$

Z 分数与财务危机呈反向关系, 数值增大表明企业财务风险降低。若 Z 值低于 1.81, 预示者企业深陷长期财务困境, 风险显著, 易导致破产状况; 若 Z 值在 1.81 到 2.9 之间的, 说明企业的财务风险处在可控但依然紧张的状态; 而当 Z 值超过 2.9 时, 则说明企业遭遇财务失败的概率较低。据《上市公司财务失败预警研究》, 对于制造业公式 5.1 是有效的, 但对于非资本密集型和制造企业, X_5 的权重需大于 0.999, 否则无法有效预警。海航集团作为大型综合非上市非制造企业, 其适用的 Z-score 模型应调整为:

$$Z=6.56X_1+3.26X_2+6.72X_3+1.05X_4 \quad (\text{公式 5.2})$$

表 5.1 Z-score 模型相关介绍

变量	含义	计算公式
X_1	净营运资本/总资产	(流动资产-流动负债)/总资产
X_2	留存收益/总资产	(未分配利润+盈余公积)/总资产
X_3	息税前收益/总资产	(利润总额+财务费用)/总资产
X_4	优先股和普通股市值/总负债	(股票市值*股票总数)/总负债

X_1 这一指标反映流动性和规模的特点。企业具有较高的流动资本水平, 预示着其资金流动性较佳, 可以反映企业的资金流动状况, 属于流动性活动方面分析的重要指标。

X_2 这一指标对企业经营年限及其留存收益占比进行了综合考量,以评估其积累的利润水平。企业的指标数值越高,表明其对于长期发展的重视程度越高,并且具备充足的投资资金以降低再投资所面临的风险。这些指标是用于对投资活动进行分析的。

X_3 这一指标是衡量企业在无视税收和融资利息影响的情况下,利用资产获取盈利能力的一项量化指标。其数值愈高,意味着企业能够更有效地利用资产,展现出更为卓越的经营管理水平,因此被视为经营活动方面分析的重要指标之一。

X_4 这一指标用于剖析企业的财务构架,揭示所有者资本与债权人资本之间的相互作用,以及公司财务稳定性的情况。比例较高,意味着这是一个风险较低而回报也相对较低的财务配置,同时也体现出股东资本对债权人资本的保护程度。这进一步用于评估企业是否具有显著的财务杠杆效应,是评价筹资活动特征的关键参数。

表 5.2 X 与指标的关系

变量	与财务指标之间的关系	与 Z 值的关系
X_1	资产流动性	正相关
X_2	抵御风险的能力	正相关
X_3	获利能力水平	正相关
X_4	股权价值与其承担的债务之间的比例	正相关

表 5.3 Z-score 模型判断标准

Z 值范围	财务状况	结论
$Z < 1.81$	财务状况很差	属于破产区域,随时面临破产风险
$1.81 \leq Z \leq 2.675$	财务状况较差	属于灰色区域,依旧面临较高的财务风险
$Z > 2.675$	财务状况良好	属于安全区域,面临的财务风险较低

5.1.2 Z-Score 模型计算结果与分析

结合海航集团 2012—2019 年半各年财务指标实际值,完成 Z 值法讨论,并

据此得到该公司在这期间的财务风险总评价。

表 5.4 海航集团 Z-score 模型计算结果

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 半
X_1	0.007	0.044	0.094	0.108	1.127	0.114	0.034	0.032
X_2	0.008	0.009	0.008	0.006	0.003	0.005	0.003	0.02
X_3	0.032	0.031	0.034	0.036	0.028	0.033	0.032	0.013
X_4	0.269	0.273	0.293	0.325	0.683	0.673	0.417	0.388
Z 值	0.568	0.815	1.181	1.314	1.749	1.689	0.885	0.714
风险	很大	很大	较大	较大	一般	一般	很大	很大

数据来源：海航集团 2014-2019 年半财务报表



图 5.1 海航集团 Z 值走势线

根据表 5.4 看出，2012—2016 年海航集团的 Z 值在逐步增长，但其数值一直未能超过 1.81。Z 值的增长也是得益于这期间通过大量并购扩张业务，例如仅 2015 年就收购了法国皮埃尔度假及中心公园集团(PVCP) 等公司，2016 年收购英迈等，使营业收入大幅增长提升了财务指标水平。尤其在 2016 年，海航集团完成了一轮大型非公开股权融资，股东权益大幅增加，导致 X_4 值显著提升，从而推动 Z 值上升。虽然在这期间 Z 值有所增长，但其数值却一直低于 1.81 的安全线，显示出股东的资金注入和并购扩张业务虽短暂改善了财务状况，但并未从根本上消除财务风险，这也揭示了此段时间海航集团财务安全的脆弱性。

2016—2017 年 Z 值略有下降，不过降幅有限，这得益于当年的并购活动带动了集团营业总收入的增加，使得 Z 值保持在 1.689，尽管未达到 1.81，但并购的影响并未能实质性地降低企业的财务风险。2017—2019 年 Z 值连续下滑，到 2019 年降至了 0.714，远低于 1.81 的警戒线，反映出在疫情的背景下，海航集团的财务状况恶化，财务风险显著增加。从图 5.1 可以看出，海航集团的 Z 值早在 2012 年就已经超过预警标准，但管理层未对此潜在危机给予足够重视，反而进一步增加债务来扩张业务板块，致使增加了集团的财务风险。

综上所述，海航集团多年来 Z 值一直低于预警线，但管理层未能重视此风险，反而继续加大杠杆，导致财务风险不断累积。整体来看，其财务状况持续恶化，Z 值也在不断下降，已经处于破产边缘。表明海航集团为避免实际破产，就必须加快改革调整步伐，进行破产重整，以重建健康的财务状况，这也和之后海航集团宣布破产重整相呼应。

5.2 KMV 模型对海航集团信用风险的评价

海航集团在实施多元化战略的过程中，需要大量资金支持各项并购收购，主要依靠银行贷款和债券融资，但长期以来债务规模过大，资不抵债，也是最终导致其破产重组的主要原因之一。KMV 模型综合考虑了财务信息和资本市场信息，比仅考虑财务报表数据的 Z 分值模型更全面，可以从股价波动率等市场反应中获取更多信息，更有利于预测企业信用风险，进而发掘其财务风险。以下将选取海航集团旗下 6 家上市子公司的相关财务数据计算其违约距离 DD，下面将以渤海租赁和海航控股为例，其余 4 家上市子公司均按照同样的方式进行计算。

5.2.1 KMV 模型基本介绍

KMV 模型建立在 Black&Scholes 模型的基础上，再运用企业负债的经济价值、市场估价的资产净值及资产价值的变动幅度等参数，以评估企业的信贷违约可能性。此模型将资产市场价值与发生违约临界点的差距定义为违约间距，若违约间距缩小，意味着违约风险提高，进而根据此间距计算出企业可能的违约概率。具体计算过程如下：

第一步：构造方程组，求解资产价值及其波动率。

$$E = VN(d_1) - Fe^{-rT}N(d_2) \tag{公式 5.3}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (r + 0.5\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}} \tag{公式 5.4}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_V\sqrt{T} = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (r - 0.5\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}} \tag{公式 5.5}$$

$$\sigma_E = N(d_1) \left(\frac{V}{E}\right) \sigma_V \tag{公式 5.6}$$

其中,公式 5.6 中的 N 表示标准正太累计分布函数, V_A 表示公司的资产价值, D 表示违约点, τ 表示债务期限, δ_E 表示股权益值波动率, r 表示无风险利率, δ_A 表示资产价值波动率。

第二部: 计算公司的违约距离 DD。根据以下公式可以求出公司为违约距离 DD。公司的违约距离越小, 其违约概率越大, 也就意味着该公司债券违约风险越大。

$$DD = \frac{V_A - D}{V_A \sigma_V} \tag{公式 5.7}$$

5.2.2 KMV 模型计算结果与分析

表 5.5 渤海租赁 2012-2016 年违约距离测度

年份	2012	2013	2014	2015	2016
权益市值 (亿元)	28.61	34.44	173.50	281.02	222.76
权益价值波 动率	0.51	0.44	0.35	0.95	0.24
无风险利率	3.24	3.00	2.97	2.12	1.50
债务期限	1	1	1	1	1
流动负债 (亿元)	82.08	176.2	201.3	329.5	484.0
非流动负债 (亿元)	245.1	311.2	349.9	664.1	1305
债务市值 (亿元)	127.87	331.86	376.28	652.56	1121.46
公司市值 (亿元)	33.64	50.96	192.75	358.68	472.99

续表 5.5 渤海租赁 2012-2016 年违约距离测度

年份	2012	2013	2014	2015	2016
资产价值波动性	0.43	0.30	0.31	0.75	0.11
违约距离 (DD)	-6.44	-18.55	-3.03	-1.09	-12.01

数据来源：国泰安数据库计算整理

表 5.6 渤海租赁 2017-2020 年违约距离测度

年份	2017	2018	2019	2020
权益市值 (亿元)	179.44	127.70	134.80	85.14
权益价值波动率	0.25	0.30	0.34	0.36
无风险利率	1.50	1.50	1.50	1.50
债务期限	1	1	1	1
流动负债 (亿元)	663.6	549.1	273.6	357.4
非流动负债 (亿元)	1986	1758	1836	1729
债务市值 (亿元)	1656.71	1428.37	1191.60	1221.98
公司市值 (亿元)	549.10	446.42	400.68	357.79
资产价值波动性	0.08	0.09	0.11	0.09
违约距离 (DD)	-17.69	-25.75	-17.24	-27.87

数据来源：国泰安数据库计算整理

如表 5.5 和表 5.6 所示，可以发现，渤海租赁 2012—2017 年短期负债一直呈上升趋势，2018—2020 年呈下降趋势。长期负债在 2012—2017 年也呈上升趋势，2018—2020 年呈小范围波动，但数额一直维持在一个较高的数值。根据海航集团多元化战略实施的历程来看，2012—2020 年是海航集团多元化战略加速实施的阶段，这也给渤海租赁带来了巨大的偿债压力。随后根据上文公式计算出渤海租赁 2012-2020 年的违约点 D ，公司的资产价值 V_A ，股权价值波动率 δ_E ，资

产价值波动率 δ_A 和违约距离 DD。

表 5.7 海航控股 2012-2016 年违约距离测度

年份	2012	2013	2014	2015	2016
权益市值（亿元）	149.32	243.63	416.61	473.86	397.12
权益价值波动率	0.30	0.77	0.31	0.62	0.27
无风险利率	3.24	3.00	2.97	2.12	1.50
债务期限	1	1	1	1	1
流动负债（亿元）	384.7	438.8	385.5	297.3	328.7
非流动负债（亿元）	353.1	411.2	517.1	570.9	473.9
债务市值（亿元）	520.69	587.75	644.02	582.72	565.71
公司市值（亿元）	169.78	272.88	449.56	544.05	523.34
资产价值波动性	0.26	0.69	0.29	0.54	0.21
违约距离（DD）	-7.94	-1.67	-1.49	-0.13	-0.39

数据来源：国泰安数据库计算整理

表 5.8 海航控股 2017-2020 年违约距离测度

年份	2017	2018	2019	2020
权益市值（亿元）	536.09	315.94	290.73	255.44
权益价值波动率	0.12	0.25	0.25	0.36
无风险利率	1.50	1.50	1.50	1.50
债务期限	1	1	1	1
流动负债（亿元）	681.8	1257	1307	1789
非流动负债（亿元）	552.1	103.2	178.8	79.63
债务市值（亿元）	957.84	1308.24	1396.17	1828.49
公司市值（亿元）	749.82	607.85	602.26	663.43
资产价值波动性	0.08	0.13	0.12	0.14
违约距离（DD）	-3.36	-8.80	-10.81	-10.49

数据来源：国泰安数据库计算整理

如表 5.7 和 5.8 所示,海航控股的短期债务自始至终在逐步攀升,与此同时,其长期债务自 2016 年开始逐年递减,反映出公司面临的短期偿还债务的压力正逐年增加。依据先前提及的公式,我们同样可以计算出海航控股从 2012 年至 2020 年的违约点 D, 以及期间公司的资产价值、股权价值波动率、资产价值波动率和违约缓冲距离 DD。

表 5.9 海航集团旗下上市公司违约距离测算

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
渤海 租赁	-6.44	-18.55	-3.03	-1.09	-12.01	-17.69	-25.75	-17.24	-27.87
海航 控股	-7.94	-1.67	-1.49	-0.13	-0.39	-3.36	-8.80	-10.81	-10.49
供销 大集	3.47	2.89	4.36	1.45	1.24	2.29	5.44	4.30	2.40
海航 投资	-0.44	-0.38	1.61	0.96	1.73	1.22	1.86	2.05	1.62
海越 能源	1.61	1.46	-0.09	0.40	0.66	-0.45	-0.96	1.74	1.90
海航 科技	2.00	1.47	1.68	1.30	-5.41	-12.53	-27.07	-17.11	-20.52

数据来源: 国泰安数据库计算整理

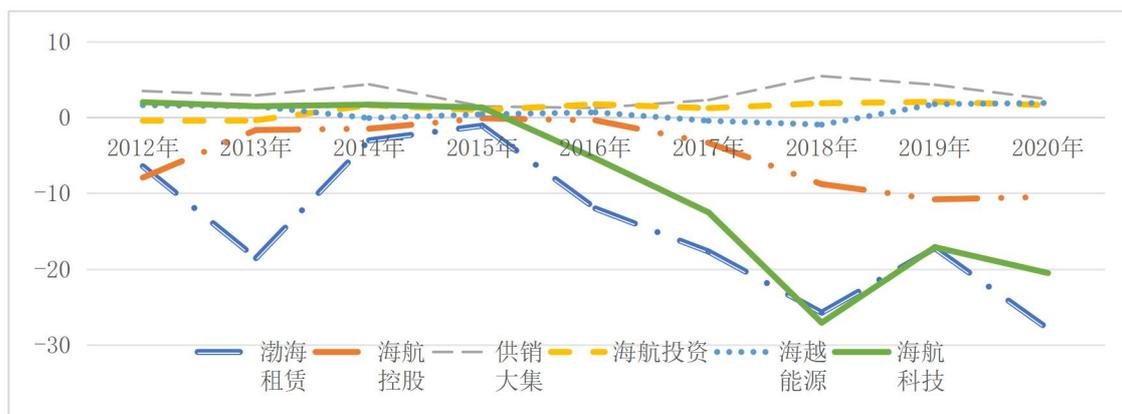


图 5.2 海航集团旗下上市公司违约距离

如图 5.2 所示, 可以看到, 2012—2013 年各违约距离除了渤海租赁和海航投资外, 其他上市子公司的违约距离都出现了不同幅度的下降, 剖析其主要原因, 是因为海航集团在 2012—2013 年期间采取高杠杆的资本运作方式进行业务扩张, 这种高负债经营模式增加了集团的财务风险。随后, 海航集团开展的一系列海外并购活动并不能够与国内业务整合, 难以为海航集团增加经济效益, 致使海航集团经营活动产生了不确定性。除此之外海航集团通过关联担保、股权交易等方式将信用风险传导给旗下其他公司, 集团整体违约风险上升。

海航集团 2013 年进行的一系列海外并购尽管难以与国内业务整合, 但在一定程度上扩大了集团的业务版图, 降低了经营风险, 这也是 2013—2014 年海航集团旗下 6 家上市子公司中 5 家违约距离出现上升的原因之一。除此之外, 海航集团也加强对子公司的管理, 海航科技通过收购扩大电子商务业务, 营业利润水平有所提高, 提升了集团整体盈利能力。在信用风险控制方面, 海航集团内部通过优化资产配置等方式, 降低了旗下子公司之间的信用风险传导。

2014—2015 年各违约距离除了供销大集出现相对来说较大下降外, 其他子公司变化幅度基本趋于稳定。根据年报发现, 其出现下降的原因是因为收购了财务状况比较糟糕的某电子企业, 影响了其资产总值和盈利能力, 从而导致了违约距离的下降。但在 2015—2018 年, 除了供销大集和海航投资外, 其余 4 家子公司的违约距离都出现了大幅下跌, 通过年报等资料分析, 发现主要有以下几点原因: 第一, 2015 年, 海航集团进行了大量海外并购, 仅 2015 年海外并购规模就达到 70 亿元人民币, 但这些并购项目效益不佳, 给集团带来更多负面影响。第二, 2015 年, 海航集团通过高杠杆方式进行并购, 融资需求巨大, 但集团净利润仅 30.8 亿元, 难以支撑高成本并购, 增加了集团的财务风险。第三, 2016—2017 年, 海航集团加大关联担保力度, 但担保额度难以控制, 给子公司带来隐性风险。第四, 2018 年, 海航集团爆发严重资金链断裂危机, 大量到期债务无法偿还, 例如海航集团未能偿还上市公司债券本金高达 10 亿元, 海航控股存在逾期但未偿还的融资租赁款约 4.4 亿元等, 这使得海航集团的信用风险急剧上升。

虽然 2018—2019 年海航集团通过发展重心产业, 剥离高风险业务板块等来降低集团的整体财务风险, 同时 2018 年我国金融监管部门加强对高风险企业的监管, 对海航集团采取限制措施, 阻断了其通过外部高杠杆融资扩张的渠道, 降

低了集团的违约风险,使这6家上市子公司中的4家违约距离出现了短暂的上升。但是从2019年开始,除了海航控股和海越能源出现极小幅上升外,其余4家子公司的违约距离又呈现出下降趋势,疫情是其原因之一,除此之外,在2020年海航控股多个子公司资产负债率就超过100%,资不抵债,再加上之前巨大的债务压力,虽然其通过加快出售资产的方式来偿还债务,但其速度也跟不上债务增长的速度,资金周转受阻,致使信用风险和流动性危机进一步加深。

综上所述,海航集团多年来采取高杠杆的经营策略,通过大量外部融资进行多元化并购扩张,加上其核心业务航空运输业的盈利能力有限,难以为其巨额债务负担提供有效支持,导致其出现严重的财务风险。通过KMV模型对海航集团子公司进行检测发现,自2015年后其旗下6家上市子公司违约距离整体呈下降趋势,尤其是2015-2018年下降尤为明显,表明集团整体信用风险水平在逐年上升。所以,KMV模型结果从定量角度明确证实,到2020年,海航集团整体信用质量已经恶化到不可逆转的地步,难以为其巨额负债提供支持,这也充分证实了海航集团最后破产重整的必然性。

6 多元化战略下海航集团财务风险成因与控制建议

6.1 财务风险成因

6.1.1 筹资风险成因

(1) 内部资本转移、关联交易担保

对于规模庞大的集团,其架构往往包含众多分支公司,这导致组织层级繁复,也为一些不当行为提供了潜在的掩护。大股东可能通过控制的子公司或者集团内部交易,进行财务报告的虚饰,操纵利润和虚增收益,这种行为往往会牺牲中小股东和其他利益相关者的权益。此外,母公司以大股东身份对控股公司实施权益抵押或内部资源调拨,以隐性方式转移财富的现象也司空见惯。

表 6.1 海航集团主要 A 股关联担保额

单位：万元

年份	海航控股	海航基础	海航科技	渤海租赁
2012	981400	-	12000	66900
2013	729200	7500	17000	106700
2014	1024200	-	12000	66900
2015	1019200	-	12000	82800
2016	981400	207000	-	85000
2017	1045100	1466300	10600	11400
2018	1643100	312000	297100	274500
2019 半	3186000	290100	20100	217000

数据来源：海航集团年度报告

自 2012 年起至 2019 年的中期，海航集团旗下的许多上市公司参与了关联担保活动，期间为母公司及关联实体提供的担保额度高达数十亿，多数担保形式归属于“连带责任担保”类别。此类担保模式蕴含着较高的风险性，因为集团内部企业间的担保行为常常会促使子公司过度信赖集团的整体信誉从而进行互相抵押担保。这种状况同时加剧了集团面临诉讼的风险，尤其是在子公司信用状况堪忧或无法按时偿债时，集团的信用评级也可能遭受牵连，对整个母子公司体系构成负面影响，这从前文 KMV 模型计算的违约距离不断下降就可以看出。海航集团过度利用关联担保来支持其高风险的多元化扩张战略，这在一定程度上加剧了其自身和子公司的整体筹资风险。

(2) 融资成本过高

表 6.2 海航集团及部分子公司公司债券基本情况

发债企业	债券简称	发行规模 (万元)	发行利率
海航集团有限公司	15 海航债	300000	5.9%
海航投资集团股份有限公司	15 海投债	160000	6.0%
渤海金控投资股份有限公司	13 渤租债	350000	6.0%

续表 6.2 海航集团及部分子公司公司债券基本情况

发债企业	债券简称	发行规模 (万元)	发行利率
海航集团有限公司	13 海航债	115000	6.6%
海航旅游集团有限公司	13 旅业债	100000	7.3%
海航资本集团有限公司	14 海资债 02	150000	7.5%
海航基础产业集团有限公司	15 海基债	150000	7.5%
海航集团有限公司	09 海航债	130000	7.6%
海航资本集团有限公司	14 海资债 01	80000	8.0%
海南海岛建设股份有限公司	13 海岛债	30000	8.5%
海航酒店控股集团有限公司	14 海航酒店债	60000	8.6%
海航集团有限公司	16 海航集团永续期债 01	200000	5.7%
海航集团有限公司	16 海航集团永续期债 02	180000	6.2%
海航资本集团有限公司	16 海资 01	100000	7.5%
海航资本集团有限公司	16 海资 02	300800	7.5%
海南航空控股股份有限公司	16 航空债	150000	6.6%
海南航空控股股份有限公司	18 航空债 01	79000	7.8%

数据来源：海航集团债券年度报告、海航集团债券跟踪评级报告

表 6.3 部分航空公司债券基本情况

发债企业	债券简称	发行规模 (万元)	发行利率
中国东方航空集团有限公司	16 东航 01	150000	3.0%
中国国际航空股份有限公司	16 国航 02	402500	3.1%
中国南方航空集团有限公司	19 南航 01	300000	3.5%
厦门航空有限公司	19 厦航 01	150000	3.6%

数据来源：各航空公司年报

在海航构建的财务策略中，涉及了多样化的筹资手段，如资本市场上的定期增发股票、发行债券、股权质押以及大量运用抵押贷款等持续性融资模式，同时

也不乏融资租赁和土地融资等深层次的资金获取途径。就以海航集团发行债券来说,如表 6.2 所示,可见在实施多元化战略期间,海航集团及其附属公司的债券利率显著偏高,通常超过 6%,某些情况下甚至逼近 9%的水平。相比之下,如表 6.3 所示的我国几家航空公司,它们在相近时间发行的债券利率最高未超 4%,普遍保持在 3%至 4%的区间。当多元化战略遭遇财务风险时,海航集团选择增加债券发行的频率,然而这种做法带来的高昂利息支出却进一步加剧了集团的经营压力。

在筹资活动中,海航集团未能充分评估其财务的安全空间和承载力,过度依赖杠杆融资,从而在致宏观经济环境发生变动时,公司难以迅速应对并调整现金流,进而加剧了风险的传递和放大。另一方面,海航内部缺乏有效的管控体系,公司治理结构也不合理,同时也未能建立有效的财务风险预警机制,风险管理意识不足。因此,海航由于过于激进的资本运营策略和财务风险预警的忽视是触发其流动性危机的最大筹资端因素。

(3) 资产质押率高

根据海航集团年报,虽然未找到 2012—2013 年的详细数据,但从 2015—2018 年的股权质押和资产抵押的情况也可以看出海航集团的高资产质押率。其中 2015 年质押资产 1267.32 亿元,主要包括货币资金、存货、固定资产等;2016 年质押资产 2671.26 亿元,较 2015 年有大幅增加;2017 年质押资产 20162.21 亿元,较 2016 年有所下降;2018 年质押资产 2823.07 亿元,较 2017 年继续增加。总体来看海航集团通过持续增加股权质押和资产抵押,以大量获得借款资金支持其多元化扩张,但长期高额质押和抵押也增加了集团的财务风险。尽管 2017 年有所下降,但质押资产规模在 2015—2018 年整体呈上升趋势,反映出海航集团依赖债务融资的程度持续增加。

6.1.2 投资风险成因

表 6.4 海航集团部分并购事件

年份	并购事件/并购对象	涉及相关行业
2012	2.34 亿欧元持股 20%西班牙 NH 酒店集团	酒店业

续表 6.4 海航集团部分并购事件

年份	并购事件/并购对象	涉及相关行业
	收购法国蓝鹰航空 48%股权	航空业
2013	收购 TIP 拖车租赁公司	金融租赁业
	对西班牙 NH 酒店集团增股 29.5%	酒店业
2014	2150 万美元持股 15%美国红狮酒店	酒店业
	6.1 亿美元控股 Cronos	金融租赁业
2015	持股 10%法国皮埃尔度假及中心公园集团 (PVCP)	生活服务业
	收购英国路透社总部大楼	房地产业
2016	收购瑞士航空餐饮公司佳美集团	
	嘉能可石油存储和物流业务	物流业
2017	收购 CWT、控股 DufryAG	
	持股 9.92%德意志银行	

数据来源：海航集团年度报告

海航集团多元化战略投资风险的成因主要为多元化范围过广，且与主业关联性不强，管理能力也跟不上。如表 6.4 所示，2012 至 2017 年间，海航集团的广泛并购活动揭示了其策略的激进性和集中性，这主要体现在对并购速率和规模的过度追求，却对内部结构优化与资源整合的重要性视若无睹。尽管海航集团频繁地在全球范围内发起大规模收购，甚至通过巧妙的战略投资引入了诸多合作伙伴，然而遗憾的是，这些举措大多未能实现预期目标，以失败收场。这些失败的背后，揭示出一系列深层次的问题。海航集团的多元化战略曾以其独特而高效的模式赢得了业界的广泛关注，其中最具戏剧性的一幕发生在 2017 年春季，海航在一个月连续四次宣布重大收购决定，其子公司阵容迅速扩充至 454 家之多。令人惊叹的是，在短短两年的时光里，海航在全球范围内的并购规模实现了飞跃，一举超越了 3000 亿人民币。海航集团急于通过并购来提升整体实力，这种并购策略显现出一种全方位扩张和快速运营的激进倾向，但也埋下了隐患。海航集团不仅多元化扩张速度快，范围广，而且与主业关联性也不强，例如海航集团大量投资于房地产行业：收购悉尼和纽约两处房产等，与航空主业关系并不大。又如投资

电子产品分销商英迈国际，也与航空主业差异很大。

快速的多元化步伐，要有配套的管理能力，而海航集团的实际管理能力明显没有跟上多元化扩张的节奏，并且根据业内的考证，消化吸收并购的标的一般最起码也需要两到三年的时间，而境外标的内化整合耗时又会更长。海航集团在2012—2017年间，每年都进行多笔海外并购，如2012年花费2.34亿欧元持股20%西班牙NH酒店集团、2014年花费2150万美元持股15%美国红狮酒店、2015年花费2500万欧元持股10%法国皮埃尔度假及中心公园集团(PVCP)等，但管理层对新资产管理能力又难以跟上，最后导致投资风险的滋生。

6.1.3 营运风险成因

(1) 内部业务板块不协调

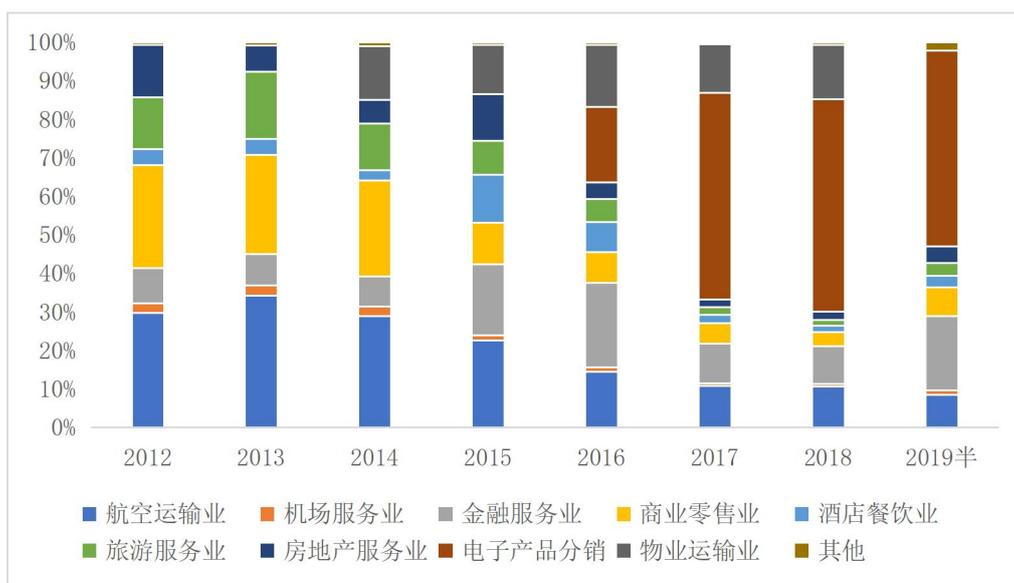


图 6.1 海航集团各板块营业收入结构

由图 6.1 可以看出随着各领域的日益多元化和企业内部活动的扩展，公司的主要业务领域逐渐受到压缩。在海航集团的多元转型中，航空运输这一核心业务的份额始终保持着相对较低的水平，并呈现出明显的下滑态势。其他业务板块，如酒店经营、餐饮服务、旅游及相关物流，也呈现出不稳定的波动现象。尤其自2016年起，集团大规模涉足了与航空业关联性不大的领域——电子产品分销，

这一转变使得航空运输业务的下降趋势更为显著。实际上,在 2016 至 2018 年间,集团的总收入增长主要得益于电子分销业务的迅猛发展。

基于集团内部各成员企业的异质性经营,使得集团内部的合作协同效应显得尤为不足。而子公司作为集团的关键构成部分,其管理效能对集团的整体绩效和市场地位起着关键作用。因此,强化子公司的管控策略对提升集团的整体运营效率和竞争优势至关重要。同时,企业非核心业务领域的持续扩展,也导致了内部沟通成本的攀升和经营复杂性的增加。每个子公司出于自身的战略考量,可能导致决策与集团的整体目标产生冲突,往往与集团的整体利益相偏离,这不仅增加了运营风险,还降低了资源分配的效率,从而间接地削弱了企业的业绩表现。

(2) 多元化战略下核心板块核心竞争力被削弱

作为海航集团旗下的代表性上市公司,海航控股承担着核心主营业务,是集团业务规模扩张的最初支撑。然而,海航控股在这期间的经营状况却并不尽如人意,这主要源自海航集团后期进行的大规模多元化扩张。



图 6.2 海航控股净资产收益率走势图

从图 6.2 可以看出,自海航集团推行多元策略以来,其旗下上市总公司海航控股的资本呈现出收缩态势,进而引发了海航控股的营业纯利润、净资产、净资产回报率以及总资产的同步下滑,削弱了其盈利能力。集团的盈利能力并未因多元化得以提升,反而在 2018 年遭遇了显著的下滑,净资产收益率甚至滑落至负值,引发了前所未有的巨亏。这一系列多元化的举措未能强化其核心业务的竞争

优势，反而形成了主营对非主营业务的资源反哺。这致使企业的主营业务发展受到了限制，投资规模的紧缩也使得集团逐渐偏离了主营业务的核心轨道。内部规划的缺失和盈利模式的模糊不清，加剧了运营成本的攀升，这不仅削弱了企业的经济效益，还引发了显著的财务风险。缺乏明确的盈利预期，使得海航集团的财务健康状况面临严峻挑战，盈利前景显得黯淡无光。

6.1.4 收益分配风险成因

(1) 核心业务航空业盈利能力不足

企业核心业务的盈利能力直接决定了企业的主要收入来源，如果企业的核心业务盈利较弱或者盈利不佳，那么企业将无法产生足够的现金流来支持其运营和发展，同样也就无法支持企业向股东支付稳定和持续的股利。下面将通过海航集团旗下航空运输业最具代表性的海航控股6年的扣非净利润和毛利润的变化来说明。



图 6.3 海航控股扣非净利润和毛利润走势图

航空运输业为海航集团的核心业务，而海航控股作为海航集团旗下最具代表性的航空运输业企业，其经营状况直接影响着海航集团的收益分配。如图 6.3 所示，随着低成本航空公司的兴起，价格战日趋激烈，而海航控股作为传统的航空公司成本结构又较高，难以在价格战中占据优势地位。此外，油价和汇率波动也给航空业带来了不利影响，最终致使海航控股毛利润呈直线下降趋势，这也是导致受发生收益分配风险的诱因之一。

海航控股扣非净利润从2017年开始呈下降趋势,尤其是2019年受疫情影响,航空业受到了重创,致使其呈直线下滑趋势。2019年海航集团的扣非净利润也下降187.64亿元,表明其核心业务能力的明显下降进而直接影响集团整体的盈利能力,给集团整体收益分配能力带来了不利影响。

(2) 多元化投资项目整体回报率不高

海航集团在实施多元化战略扩张的过程中投资范围过于广泛,并且与核心业务关联不强的业务占多数,例如房地产、电子产品等行业,这些行业本身回报率就较低,且海航缺乏相关行业经验,难以实现优化配置。同时,海航多次利用高杠杆进行投资,融资成本高,新项目难以带来足够回报偿还债务。这些低回报投资项目的积累,给集团整体盈利能力和收益分配能力带来不利影响。

(3) 管理能力不足影响资源配置

海航集团旗下子公司数量过多,一度达到454家,给管理带来很大困难。由于规模巨大,海航管理层难以高效地与各子公司进行信息交流和资源调配,从而导致子公司间缺乏协同配合,例如航空与机场资源无法充分衔接利用等,此外,海航也未建立健全的风险监控体系。由于管理难度大,难及时掌握各子公司的经营状况和潜在风险,这给集团整体带来隐患。2017年资金链断裂就显示出,海航未能发现子公司间存在的系统性风险。而且,海航管理层人员结构单一,难应对日益复杂多元化业务的管理需求。人员配备不足也影响了海航提升整体管理水平的能力。以上种种原因导致海航集团未能充分发挥多元化在分散风险中的作用,使其整体收益分配能力受到限制。

6.2 财务风险控制建议

6.2.1 筹资风险的控制措施

(1) 优化债务组成结构

首先可以通过多种方法对债务组成结构进行优化,从而减少对银行贷款的依赖。可以根据集团自身财产状况和偿债能力发行不同期限的公司债券,例如在自身财务状况和偿债能力良好的阶段发行短期公司债,因为有足够的流动资金去偿付债券的本金和利息。在经营状况不好或存在财务风险的时候发行中长期公司债,

其一是因为长期债券具有较低的利率，可以为公司减轻财务压力。其二是因为长期债券可以为集团提供稳定的资金来源，并且争取到相对稳定的融资和发展的时间，以便度过难关。

其次可以进行多渠道融资。企业融资的渠道不能只拘泥于银行贷款，应该利用多种融资工具，例如发行可转换公司债券等，这类债券可以吸引战略投资者参与，在融资的同时也可以引入战略投资者成为股东，这样既可融资也可引入战略资源，实现融资与战略结合。

最后还要注意对利率结构的优化以达到降低风险的目的。集团应该根据市场利率走势适时调整浮动利率与定期债务的比例，例如在利率上升的时候，增加浮动利率债务比重；在利率下降的时候，增加定息债务比重。同时在调整时也要注意控制好浮动利率债务的重置风险。另外，也可以根据不同项目的风险程度给予差异化的利率，例如核心业务可以享受较低利率，新业务则可以根据其存在的风险程度给予较高利率等。

（2）加强对子公司的管理

为降低集团整体融资成本，避免出现筹资风险，也可以采取以下措施对子公司的资金进行管理，以达到有效降低企业整体融资风险的目的。一是设立集团的内部资金管理部门，其主要负责预测子公司短中长期资金需求，以便及时调剂资金从而满足企业需求。二是建立企业内部资金池机制，利用内部付息的方式，让各子公司尽量少占用资金，发挥资金更大效益，让最需要资金的子公司使用资金，实现子公司有效配置集团内部资金。三是授权子公司在一定范围内进行资金互借，这样可以优化资金利用率，避免资金闲置和过度集中，同时也可以避免外部融资所需的手续费和利息，也可以简化融资流程，实现资源的优化配置。四是建立集团内部资金拆借利率定价机制，通过建立这样的定价机制，集团可以更加有效地管理内部资金拆借，确保利率的公平合理性，同时也促进集团内部各个子公司之间的合作和协调。六是建立子公司资金超支报警机制，以便集团能够及时发现和解决资金问题。

6.2.2 投资风险的控制措施

（1）合理控制扩张速度

集团为了能够获得更多的经济利益、树立品牌形象，通常都会选择对业务板块进行不断的扩张，但很多时候集团旗下各子公司的营业收入增长幅度却跟不上集团的扩张速度。为了改变这个局面，首先，应明确每年投资规模的年度增长目标值，如10%—15%之间。然后，按季度监测实际投资规模与目标值的偏差，如果偏差超过一定范围，如超过15%或低于5%，就相应调整下个季度的投入规模，保持总体增长速度稳步上升。其次，对每项新投资项目设置明确的投入时间表和阶段性目标，并按季度或半年监测实际进度，如提前完成就降低下期投入，延后就增加下期投入。再者，重点项目如规模超过总投入10%的，应设置不同程度的资金释放难度，从而保证重大项目按计划进行。还可以通过明确年度增长目标，按季度监控偏差，对项目设置时间表和目标，以及根据行业周期灵活配置，使集团可以有效控制多元化投资的总体扩张速度，使其保持在一个合理的范围内，既实现投资规模的稳步增长，又避免因速度过快而失控，这将有利于提升投资效率和收益水平。

（2）优化投资范围

集团应该将投资重点放在与其主营业务相关的上下游产业，以实现不同业务之间的协同效应，从而提高投资项目的经济效益和可持续性。例如海航集团的主营业务是航空运输业，在选择投资时，就可以侧重于机场建设与运营，与其自身的航空运营形成良好衔接；也可以投资于航空物流与货运业务，利用自身的航空运力优势进行一体化运营；同时也可以考虑投资于与航空旅游相关的酒店及旅游业，形成多元化的旅游产业链。将投资侧重于与主营业务高度相关的业务板块，可以充分发挥集团在主营业务领域的资源优势和行业经验，实现不同项目之间的协同效应，从而提高整体投资组合的经济效益和风险可控程度。

（3）规范杠杆融资使用

对于那些需要使用杠杆融资的投资项目，集团须制定明确的杠杆比例限制，例如短期项目杠杆比例不超过50%，中长期项目不超过30%等。在项目开始时集团可以提供部分资金保证来进行支持，但同时也要要求这些项目必须提供保守和实质性的计划，且还款来源要有多个渠道。在项目进入正轨后，每年还需要对这些项目进行复核，评估其偿债能力，一旦发现其偿债能力不足，集团就有权要求项目增加还款保证金或减少杠杆，极端情况下也可以提前收回部分投入或者终止

项目。对于那些因为不可抗力因素导致还款难的项目，集团可以根据实际情况决定是否提供一次性助力或延期还款，但这必须是个别情况，不能成为常态。通过以上规范可以防止项目因过度杠杆化导致的风险，以达到降低投资风险的目的。

6.2.3 营运风险的控制措施

(1) 加强现金流管理，提高经营效率

以案例企业海航集团为例，其涉及航空、房地产、物流等多个领域，是一家业务及其广泛的大型多元化企业，加强现金流管理对于海航集团和其他多元化企业是至关重要的，它可以帮助集团防范营运风险，提升财务稳定性，促进集团持续健康发展。从加强现金流管理的角度出发，将给出以下几点具体措施：

第一，建立集团层面统一的现金流预算管理体系。集团应根据各子公司业务特点，为每家子公司制定年度现金流预算，明确现金流收入和支出项目。同时建立集团统一的现金流预算管理系统，定期收集和汇总各子公司的预算执行情况，对偏差进行分析。第二，加强现金流风险应对能力。除常规现金流管理预案外，还要针对特殊情况制定备用方案。例如面临严重资金链断裂时，可以提前与银行磋商备用贷款额度，或拟定非核心资产出售计划应对极端情况。第三，强化内控与信息披露。完善子公司财务报表审计与信息披露制度，加强对子公司经营和财务状况的监督，保证信息的真实性和及时性，避免重大风险隐藏。

(2) 建立完善的应收账款管理制度，合理控制客户信用期

很多企业都出现过应收账款周转率下降的情况，就如文中案例企业海航集团一样，其主要原因之一就是管理不利导致的，这时候可以采取以下措施来解决这一问题。第一，可以建立严格的客户资质审核机制，明确不同级别客户的信用额度。通过客户资质审核资质可以帮助我们筛选出信用较好的客户，从而降低高风险客户所带来的信用风险。而明确客户的信用额度则可以帮助我们确保优先满足信用较好客户的融资需求，从而提高资金的利用效率。第二，要建立完善的催款体系，通过明确不同期限内的催款频率和方式，可以帮助集团加快账款回收速度。第三，改革激励机制也是至关重要的，将收款进度纳入业务人员考核，这样能够激发员工对账款管理的积极性，促进款项的及时收回。第四，集团还需要及时了解客户还款能力变化情况，并在必要时调整客户信用期限，以帮助集团降低坏账

风险。

(3) 建立风险预警与监控体系，全面监测各项操作风险

企业应该针对信用风险、流动风险、利率风险等每一类风险，并且针对每一类财务风险都要设定相应的监控指标和预警值。以流动性风险和营运风险为例，设定流动比率和速动比率为流动性风险的监控指标，低于一定数值就触发预警。对运营风险可以设定诸现金流净额等各项关键业务指标的完成率为监控指标，以低于计划值一定百分比作为预警。同时要在各子公司设置风险报告机制，要求定期(如每月或每季)向集团报送本季度各项风险监控指标数据。集团也要设立专门部门对这些数据进行汇总分析，判断当前风险水平和趋势，及时发出预警。一旦监控指标触发预警，集团要及时进入响应机制，研究解决措施，例如调整业务或者调整资金等。同时也要限定子公司在规定的时间内采取相应的补救措施，并及时报告效果，以确保风险得到有效控制。通过建立完整的预警与监控体系，可以帮助集团及时发现各项风险，采取预防性措施，从而有效控制风险水平，保障企业各项业务的稳定运行。

6.2.4 收益分配风险的控制措施

(1) 优先考虑与核心业务高度衔接的项目，提高整体回报率

企业在选择和评估投资项目时，需要从集团整体利益和长远发展角度出发，不应该以追求规模的扩张为目的，而是要重视项目的质量，同时在对项目进行投资时要进行严格可行性研究，全面评估该项目的经济效益、风险因素以及与集团核心业务的衔接程度。在此基础上要有限考虑与集团主营业务高度衔接的项目，以文中海航集团为例，其主营业务为航空运输业，所以在投资时就应该优先考虑如机场、航空物流等这些与集团核心业务能够形成良好协同效应的项目。其次是与集团主营业务相关度较高或者有潜在协同空间的项目，以海航集团为例，可以优先考虑旅游业这种与主营业务相关程度较高的业务。对于与核心业务关联对于与核心业务关联性较低的项目，需要进行更加审慎的评估，确保其回报能够弥补较高的经营风险。同时，还需要对各项目进行严格的后续监测与评价，及时发现和处理问题项目，避免资源浪费。通过严格把控投资质量，可以使集团提高整体投资回报，以达到降低和防范收益分配风险的目的。

（2）建立可持续的利润分配机制与标准，保障股东权益

集团应制定科学合理的利润分配政策，考虑企业发展阶段、行业周期等因素，给出合理的每年分红比例，同时也要留存部分利润支持企业长期发展。此外还要建立灵活的分红机制，在企业利润较高的年份实施增增息，在不利年份可以暂不实施分红或减少分红力度，使分红政策具有可持续性。同时也要加强与投资者的沟通，解释分红政策，维护投资者的利益。

（3）提高核心业务盈利能力，为分配提供充足支撑

对于实施多元化战略的集团来说，应该重点支持和发展其核心业务。以文中海航集团为例，其核心业务为航空运输业，那么集团就应该通过优化航线网络规划，提升机队配置效率，降低运营成本等方式提高航空业盈利水平。同时也可以利用航空与机场、旅游等业务之间的协同优势，如利用航空客流优势推动机场商业开发，利用航空网络优势扩展旅游业务等来实现资源共享。还可以通过与同业合作降低采购成本，与供应商进行长期合作降低采购价格，通过与机场等合作减免费用等多种方式提高核心业务盈利能力，为日后分红提供更稳定的经济支撑。

7 结论与展望

7.1 结论

海航集团是我国规模最大的综合性航空集团之一。从 2003 年开始，海航集团实施多元化战略，不断收购并购其他企业，业务领域迅速扩展到航空、金融、旅游、科技等多个领域。通过外部融资支持，海航集团实现了高速发展，但同时也累积了大量债务。2017 年，海航集团遭遇资金链断裂危机，虽然通过抛售资产回归主业的方式来进行自救，但对于沉重的债务压力无疑是杯水车薪，最终于 2021 年不得不宣布破产重整。研究结论如下：

第一，海航集团的多元化战略选择存在明显不当之处。这一问题可以追溯到其成立之初，从一开始海航集团便将迅速扩张规模视为首要目标，然而在此过程中，多元化范围却过于广泛，致使与主营航空业的关联性并不紧密。这一现象在 2016 年的收购英迈国际等非相关领域企业中表现得尤为明显。海航集团因非相关领域的收购导致资源分散，难以形成核心优势，同时海航也难以集中精力将资源放在核心业务上，导致其主营业务无法在航空领域形成强硬的竞争力。这种过度扩张的多元化战略，使得公司在面临财务风险时，缺乏足够的资金支撑和抵御能力。因此，海航集团在战略选择上的不当，成为了其财务风险不断加剧的重要内因。

第二，业务范围广，但管理体系未能跟上扩张速度。海航集团涉足的行业范围涵盖航空、酒店、房地产等多个领域，这些行业之间技术门槛和资源特征差异很大，关联性不强，再加上海航集团扩张速度过快，短时间内收购了大量资产，这样一来，就给管理体系带来很大压力。由于没有足够时间将管理模式和人员配置进行调整，各业务难以形成有效衔接，导致子公司之间存在信息孤岛现象，资源难以共享利用。不同的业务板块缺乏战略联盟，各行各业之间缺乏信息交流，财务和人力资源也难以进行高效配置。而且，海航集团自身管理体系也难以应对这种多元化经营模式带来的复杂性，也难以形成统一的决策机制进行有效协调。

第三，资金链管理不善。海航集团长期依赖高成本短期融资，导致其偿债能力不足，违约距离的不断下降和 Z 值长期低于预警线，显示出较高的财务风险，但管理层却未及时调整策略，反而继续扩张业务规模，这使得海航集团进一步积

累了财务风险。海航集团长期依赖高杠杆融资来支持大量并购,但这些融资成本较高,每年需支付大量利息,给企业带来沉重负担。另一方面,靠高杠杆而来的融资资金又主要用于非相关领域的并购,但是这些新业务在短期内又难以形成现金流回笼,导致资金链延长,不能及时偿还高利息债务。这种资金管理不善在海航集团的破产重整中彻底暴露,高成本的融资不但增加了企业的财务成本,使之压力剧增,而且财务状况也更显脆弱,风险也无法得到有效化解,最终导致破产重整的结局。

第四,主业发展受限,削弱了集团抗风险能力。海航集团多年来将大量资源投入非主营业务领域,导致核心航空业支持不足,主营公司海航控股的盈利能力、竞争力和市值都在持续下滑。由于这种战略性错误,海航集团在其主营业务发展方面受到了严重限制,使其无法充分发挥核心航空业所具有的优势和实力,同时过度将资源投入非主营业务领域导致了给与核心航空业的支持力不足,竞争力受到了削弱。主营业务公司海航控股的盈利能力、市值和核心竞争力的持续下滑,导致了海航集团在遭遇财务风险时,主营业务企业不能提供足够的资金保障来帮助集团度过危机。

第五,缺乏有效的预警机制。有效的财务预警机制可以帮助企业及早识别风险,为决策提供依据,获得反应时间,培养防范意识,从而避免或降低危机,这对于对企业来说意义重大。虽然我们不清楚海航集团是否拥有自己有效且合理的预警机制,但根据前文计算的Z值反映,早在2012年,海航集团的Z值就远离了安全值,管理层不但没有做出相应的战略调整,反而继续举债进行多元化扩张。由此可以看出海航集团在实施多元化扩张战略的过程中,并没有建立一个完整且实时有效的财务风险预警体系,或者即使有预警体系,也没有及时报告给高层决策者预警信息,导致管理层对风险认识不足。

综上所述,海航集团多年来过于激进和不合理的多元化战略使财务风险不断加剧,也正是由于实施多元化战略所背负的巨额债务致使其资金链断裂,最后积非成是不得不选择破产重整。

7.2 不足与展望

本文的不足主要为以下两点:

第一，在研究海航集团多元化进程中的财务指标变动时，我深刻感受到数据获取的困难与局限给研究带来的挑战。海航集团实施多元化战略的主要进程集中在 2012-2019 年，其开始出现流动性风险也在 2016-2017 年，在 2018-2019 年财务风险彻底爆发，且从 2014-2016 年部分指标也能看出日后出现财务风险的迹象，所以数据暂时不影响分析。这让我们意识到，要深入探究多元化战略对企业的影响，需要更全面、详实的数据支撑。此次研究更加关注海航集团整体业务的变化，但未对子公司逐一分析，这或许掩盖了多元化战略对不同业务部门的影响。

第二，本研究采用了案例分析方法，通过分析海航集团在多元化进程中的财务指标变化来探讨多元化战略对财务风险的影响。然而，案例分析方法可能存在局限性，无法建立模型研究多元化战略变动的机制。因此，未来研究可以考虑引入更多的实证研究方法，以建立更为完善和系统的研究框架，深入探讨多元化战略对财务风险的影响机制。

在未来的研究中，期待对不同企业的多元化战略模式进行深入分析，探讨其不同阶段的实施方式，以助于我们选择最优战略。随着我国经济的发展，多元化战略将更趋完善。希望通过研究，为我们提供更多有益的战略选择。

参考文献

- [1] ALMAN E I. Finance Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. Journal of Finance, 1968, 23(04): 589-609.
- [2] ALNOOR BHIMANI, MTHOLI NEUBE. Investment Decision-making of Enterprisement[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2017(08): 390-408.
- [3] BENNETT P. Financial Risks and Management [M]. 2020(1):167-172.
- [4] Gang Qiao and Li hui Du, Enterprise Financial Risk Early Warning Method Based on Hybrid PSO-SVM Model[J]. Journal of Applied Science and Engineering, 2019(1):171-178.
- [5] GAVIN, Control Measures on the Theory of Financial Result Change. 2015(5).
- [6] Gomes, J. and Livdan, D. Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence[J]. Journal of Finance, 2004, (2):507-535.
- [7] Johnson, J. Sources of Financial Risk: An Examination of Companies[J]. Quarterly Journal of Economics, 2016(2):200-221.
- [8] L. BAO, Y. GAO, Financial Risk Early Warning and Prevention Research of Real Estate Companies in China[C]. 2016 International Conference on Construction and Real Estate Management, Edmonton, AB, Canada, 2016, pp.1355-1362.
- [9] OSYPENKO G. The Sense and Support of a Mechanism of Industrial Enterprise Financial Risk Management [J]. Russian Academic Journal, 2015, 31(1): 62-67.
- [10] P. JI, G. YU, X. YAN, Research on the Systematic Risk of Real Estate Listed Companies in China: Based on Financial Perspective[C]. 2017 International Conference on Construction and Real Estate Management: Real Estate and Urbanization, Guangzhou, China, 2017, pp. 210-216.
- [11] Rose Fernandez, Marta Novo, Daniel F. Marchan, Dario J. Diaz Cosin. 2016. Diversification patters in cosmopolitan earthworms: similar mode but different tempo. Molecular Phylogenetics and Evolution, 94-98.
- [12] Shen N., Au, K. and Yi, L., Diversification Strategy, Ownership Structure, and Financial Crisis: Performance of Chinese Private Firms. Asia Pac J Finance Study,

- 2018, 47: 54-80.
- [13] 陈少华, 陈菡, 赵文超. 企业集团风险管控会计内部报告[M]. 厦门: 厦门大学出版社, 2016: 62-73.
- [14] 陈素琴, 郑丹凤. 家电类企业多元化经营与财务绩效相关性研究[J]. 财会通讯: 中, 2017(12): 37-42.
- [15] 陈天志, 周虹. 多元化经营战略与审计费用[J]. 财会月刊, 2020, No. 874(06): 84-94.
- [16] 陈旭. 企业多元化经营的财务风险研究[J]. 财会学习, 2019(31): 84-85.
- [17] 代媛媛. 浅析企业多元化经营下的财务风险[J]. 会计师, 2016(4): 44-45.
- [18] 丁大平. 多元化战略下的财务风险研究——从民营企业视角[J]. 全国流通经济, 2019(6): 50-51.
- [19] 丁之亮. 多元化经营对企业影响的探析: 功与过? ——从暴风集团财务危机案例谈起[J]. 现代商贸工业, 2020(21): 42-43.
- [20] 房玲. 企业内控管理与财务风险防范探讨[J]. 财会学习, 2019(14): 34+36
- [21] 付彬. 基于多元化经营的企业财务风险控制探讨[J]. 财会通讯, 2014(12): 110-111.
- [22] 高静等. 谨慎多元化: 企业多元经营与绩效研究的 Meta 分析[J]. 商业经济研究, 2020(4): 117-119.
- [23] 韩祉清, 王惠. 关联并购影响财务风险的逻辑及路径分析[J]. 财会月刊, 2021, No. 897(05): 27-31.
- [24] 何涛, 程小舟, 孙寅等. 从多元化战略角度看企业集团产融结合[J]. 财务与会计, 2013, No. 460(04): 12-14.
- [25] 侯晓楠. 浅谈企业内部财务风险控制与防范[J]. 中国商论, 2018(12): 127-128.
- [26] 胡汇. 风险管理与内控管理在企业财务领域中的结合[J]. 财会通讯, 2016(2): 109-111.
- [27] 胡茂莉. 企业多元化经营战略研究综述[J]. 财会通讯: 下, 2011(12): 86-88.
- [28] 胡鑫. 多元化战略及其对财务绩效的影响研究——以深南股份为例[J]. 现代审计与会计, 2020(7): 16-18.

- [29] 黄柏勋. 上市公司多元化经营战略分析[J]. 商场现代化, 2017(02):79-80.
- [30] 黄晓波, 张亚茹, 谢畅. 农业上市公司多元化经营对财务风险影响研究[J]. 农业经济, 2016(05):104-105.
- [31] 蒋冰丹. 企业财务危机预警系统分析[J]. 山西农经, 2018(12):81-82.
- [32] 解秀玉, 管西兰. 企业财务风险预警模型研究——基于制造业数据[J]. 南京审计学院学报, 2015(4):58-68.
- [33] 靳霞. 管理层权力、多元化战略与公司现金持有[J]. 财会通讯, 2022, No. 902(18):106-109+114.
- [34] 旷卫东. 资本结构、多元化发展与企业成长——基于我国制造业上市公司数据[J]. 财会月刊, 2015, No. 738(26):36-41.
- [35] 蓝海林等. 中国多元化企业的战略管理研究[M]. 经济科学出版社, 2008, 12.
- [36] 李彬彬, 王虹. 类金融模式企业的财务风险——基于上汽集团的案例分析[J]. 财会月刊, 2022, No. 936(20):124-132.
- [37] 李波. 上市公司财务风险控制存在的问题及完善对策[J]. 财务与会计, 2021, No. 646(22):64-65.
- [38] 李广荣, 陈红. 多元化战略对企业绩效的影响研究——基于互补资产的调节作用[J]. 河南科学, 2018(36).
- [39] 李佩, 张精. 我国汽车行业上市公司多元化经营与财务风险——管理层堑壕行为的调节效应[J]. 经济论坛, 2018(6):111-116.
- [40] 李桃. 企业财务风险管理与控制策略[J]. 财会学习, 2021(09):63-64.
- [41] 李兴旺等. 我国中小板上市公司多元化战略影响因素及公司绩效研究[J]. 内蒙古财经大学学报, 2021(4):108-113.
- [42] 李兴尧, 钱琴. 基于因子分析模型的上市公司财务风险评价[J]. 会计之友, 2017(07):79-80.
- [43] 李阳一. 企业并购中的财务风险防范[J]. 财会月刊, 2019(S1):72-87.
- [44] 林林, 杨林生, 刘春朝. 从乐视之殇看中小企业的多元化经营[J]. 复印报刊资料:管理学文摘, 2018(01):87-90.
- [45] 刘超. 多元化经营集团公司财务风险管控刍议[J]. 经贸实践, 2018(23):99-100.

- [46] 伦淑娟. 多元化战略下企业财务风险与控制——以恒大地产为例[J]. 财会通讯, 2018(32): 118-121.
- [47] 马文丽. 非相关多元化经营的风险分散作用——基于农业上市公司的实证[J]. 财会通讯, 2019, No. 808(08): 40-45.
- [48] 孟善飞. 企业多元化扩张中财务危机成因分析——以暴风集团为例[J]. 财会通讯, 2019, No. 817(17): 41-44.
- [49] 娜仁格日乐, 刘娜. 内部控制、企业多元化经营战略与创新投入[J]. 财会通讯, 2021, No. 874(14): 28-32.
- [50] 彭岚, 王媛媛, 罗璠. 多元化经营、资本结构与现金流量风险——以A股上市公司为例[J]. 财会月刊, 2016, (35): 26-31.
- [51] 孙莹. 基于乐视网多元化战略的财务风险研究[J]. 财会研究, 2020(1): 61-62.
- [52] 谭青, 李潇涵, 胡菁菁. 是多元化引发了企业财务危机吗? ——以雏鹰农牧为例[J]. 财会通讯, 2023, No. 916(08): 91-95+124.
- [53] 涂继盛. 企业财务风险的成因及防范对策[J]. 经营与管理, 2019(03): 118-120.
- [54] 吴国鼎, 张会丽. 多元化经营是否降低了企业的财务风险? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2015(08): 94-101.
- [55] 谢在阳. 企业数字化、多元化经营与创新持续性[J]. 财会月刊, 2023, 44(01): 46-55.
- [56] 谢瞻. 企业多元化经营战略动因、问题及对策[J]. 会计师, 2020(6): 1-2.
- [57] 徐义明, 孙方社. 企业财务风险识别研究[J]. 财会通讯, 2015(17): 96-98.
- [58] 严春容. 多元化战略下内部资本市场运行方式及改进——以泛海集团为例[J]. 财会通讯, 2018, No. 799(35): 8-11.
- [59] 杨军, 赵继新, 李宇航. 多元化经营战略对企业财务风险的影响研究[J]. 财会通讯, 2020, No. 850(14): 78-81.
- [60] 杨彦柱, 张晓倩. 多元化战略下房地产企业财务风险分析与启示——以恒大集团为例[J]. 投资与创业, 2023, 34(02): 94-98.
- [61] 杨燕琼. 企业财务风险的成因及其防范分析[J]. 现代经济信

- 息, 2018(01):181-182.
- [62] 杨羽. 公司治理、多元化经营与公司成长性[J]. 财会通讯, 2017, No. 764(36):71-76.
- [63] 于雅鑫. 美的集团多元化经营战略动因及绩效研究[J]. 会计师, 2020(9):39-40.
- [64] 于颖, 罗党练、张宇. 高校控股、公司治理与企业破产——以海航集团为例[J]. 财会月刊, 2020(13):38-43.
- [65] 俞兰平, 李素珍. 浅析房地产企业财务风险管理——以保利地产为例[J]. 中国市场, 2017(33):185-186+188.
- [66] 张纯, 高吟. 多元化经营与企业经营业绩——基于代理问题的分析[J]. 会计研究, 2010(9).
- [67] 张华青, 张敏. 农业上市公司多元化经营的财务风险实证分析[J]. 财会月刊, 2014(24):18-22.
- [68] 赵凤, 王铁男, 王宇. 开放式创新中的外部技术获取与产品多元化:动态能力的调节作用研究[J]. 管理评论, 2016(06):76-85.
- [69] 赵世君, 王妍妍, 杨慧辉. 高新技术企业多元化经营对企业绩效的影响研究[J]. 财会通讯, 2022, No. 907(23):54-59.
- [70] 中国注协. 公司战略与风险管理[M]. 经济科学出版社, 2019. 154-155.
- [71] 周宏, 赵若瑜, 李文洁等. 大数据背景下市场竞争与债券信用风险——基于企业多元化发展的实证检验[J]. 会计研究, 2020, No. 398(12):125-136.
- [72] 朱会芳. 内部控制、外商资本直接介入与企业财务风险[J]. 财会通讯, 2019(03):112-117.
- [73] 朱梓菡. 论房地产企业财务风险生成机理与控制策略[J]. 会计之友, 2014(24):77-79.

后 记

在此次毕业学术论文探究的征途中，我经历了一段充满起伏的旅程，这段历程不仅磨砺了我，也赋予了我深刻的洞见和无比的热情。首先要表达的是对我的导师深深的敬意，他犹如一盏明灯，照亮了我研究的路径。他的知识广博和对学术的严谨精神，如同砥砺前行动力源泉，使我不断挖掘学术的深度，收获颇丰。同时，我要感谢那些陪伴我走过这段旅程的同伴们，无论是志同道合的同学，还是无私支持的朋友们，以及始终在我身后默默付出的家人，他们的鼓励和信任犹如坚固的基石，让我在学术探索的道路上感到坚定和力量。他们的存在让我明白，团队的力量和关爱的价值，是我能够顺利完成论文的关键因素。

在撰写论文的旅途中，我深深体会到毅力与耐性的重要性。面对复杂的文献检索、数据解析和论点构建，时常会遭遇疑惑和困境，但这些困难反而激发了我对学术研究的坚定信念。经过不懈的努力和不断的修订，我逐步优化了论文的架构和论述，使之更为严谨且有力度。这一过程中，我掌握了如何从庞大的文献资料中提炼核心要点，如何运用数据分析工具剥茧抽丝，以及如何构建逻辑清晰、论据充分的研究体系。这些技能的锤炼不仅增强了我的学术素养，也巩固了我的自信心。在未来的学术研究之旅，我将持续秉持勤奋和耐心，不断改进研究策略和写作技能。我坚信，唯有持续学习和进取，方能在这方世界中攀登更高的峰峦，实现更大的突破。

总的来说，这篇毕业学术论文的完成，构建了我在研究生阶段的重大发展里程碑，这段经历的每一分都将被我珍视，并激励我持续深耕学术领域。期待我的研究能点燃相关专业领域研究和实践的新思考，同时也对您的耐心阅读和无私支持致以最诚挚的谢意！