

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 基于多元化战略的海航集团财务危机研究

研究生姓名: 杨敏

指导教师姓名、职称: 苏耀华 副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2024年6月3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： 杨敏 签字日期： 2024.6.2  
导师签名： 苏耀华 签字日期： 2024.6.1  
导师(校外)签名： 常磊 签字日期： 2024.6.1

## 关于论文使用授权的说明

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

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

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

学位论文作者签名： 杨敏 签字日期： 2024.6.2  
导师签名： 苏耀华 签字日期： 2024.6.1  
导师(校外)签名： 常磊 签字日期： 2024.6.1

# **Research on the Financial Crisis of HNA Group Based on Diversification Strategy**

**Candidate : Yang min**

**Supervisor: Su yaohua**

## 摘 要

在经济全球化背景下,众多企业通过多元化经营战略提升自身竞争力,增加公司资产的同时规避企业被吞并的风险。然而,过度的多元化经营战略可能导致企业低效投资和财务危机,海航集团通过多元化经营体量迅速扩张,却引发了流动性危机,最后以抛售资产,多元化经营失败进入破产重整而告终。企业通常注重是否采用多元化经营,而忽视了在多元化经营开展过程中需要考虑和应对的问题。因此,以海航集团为典型案例,探讨企业应如何避免陷入多元化经营的财务危机,同时为实施多元化战略的航空企业提供借鉴意义。

本文采用案例研究法,重点探讨海航集团在积极实施多元化战略过程中遭遇的财务危机。首先,梳理多元化战略和财务危机相关文献和理论为案例研究提供理论基础。其次,对航空业行业背景、海航集团多元化战略的扩张历程等基本情况进行介绍,并通过资本结构质量、资产质量、利润质量及现金流质量四个方面分析海航集团财务状况。再次,采用 Z-score 模型对其财务危机进行了定性分析,并分析海航集团失败多元化战略如何导致了财务危机的爆发。最后,提出对航空业相似企业的建议。研究发现,海航集团实施多元化战略后的财务状况不断恶化,最终走上破产重整的道路。其主要原因有多元化经营产生的协同效应较弱、企业核心竞争力不强、企业财务杠杆过高以及缺乏权力制衡机制。因而从适度多元化扩张、重视主营业务经营、合理利用杠杆、完善权力制衡机制几方面提出对航空业防范财务危机的建议。

**关键词:** 多元化战略 财务危机 金融负债 核心利润

## Abstract

In the background of economic globalization, many enterprises enhance their competitiveness through diversification strategies, increasing company assets while avoiding the risk of merger. However, excessive diversification strategy may lead to inefficient investment and financial crisis. HNA Group has rapidly expanded its volume through diversification but triggered a liquidity crisis, which finally ended with selling off assets and entering bankruptcy and reorganization as a result of diversification failure. Companies often focus on whether or not to adopt diversification, while ignoring the issues that need to be considered and addressed in the process of diversification. Therefore, taking HNA Group as a typical case, we discuss how enterprises should avoid falling into the financial crisis of diversification, and at the same time provide a reference for aviation enterprises implementing diversification strategies.

This paper adopts the case study method to focus on the financial crisis encountered by HNA Group in the process of actively implementing diversification strategy. First, combing the literature and theories related to diversification strategy and financial crisis provides a theoretical foundation for the case study. Secondly, it introduces the background of the aviation industry and the expansion history of HNA Group's diversification strategy, and analyzes HNA Group's financial status through four aspects: capital structure quality, asset quality, profit

quality and cash flow quality. Again, the Z-score model was used to qualitatively analyze its financial crisis and to analyze how HNA Group's failed diversification strategy led to the outbreak of the financial crisis. Finally, suggestions for similar companies in the aviation industry are presented. The study found that the financial situation of HNA Group deteriorated after the implementation of the diversification strategy, and it finally embarked on the path of bankruptcy and reorganization. The main reasons for this are the weak synergies generated by diversification, weak core competitiveness of enterprises, excessive financial leverage of enterprises and the lack of power check and balance mechanisms. Therefore, we put forward suggestions for preventing financial crisis in the aviation industry from the aspects of moderate diversification and expansion, paying attention to the operation of the main business, rational use of leverage, and perfecting the power check and balance mechanism.

**Keywords:** Diversification Strategy; Financial Crisis; Financial liability;  
Core profit

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	2
1.3 研究思路及方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究框架.....	4
1.3.3 研究方法.....	5
<b>2 文献综述及理论基础</b> .....	6
2.1 文献综述.....	6
2.1.1 多元化战略的相关研究.....	6
2.1.2 财务危机的相关研究.....	7
2.1.3 多元化扩张与财务危机的关系.....	10
2.2 文献述评.....	12
2.3 相关理论基础.....	12
2.3.1 权衡理论.....	12
2.3.2 协同效应理论.....	13
2.3.3 范围经济理论.....	13
<b>3 海航集团多元化战略下财务状况分析</b> .....	15
3.1 行业背景分析.....	15
3.2 海航集团概况.....	16
3.2.1 海航集团基本情况.....	16
3.2.2 海航集团业务板块.....	17
3.2.3 海航集团股权结构.....	18

3.3 海航集团多元化扩张战略 .....	19
3.4 海航集团财务状况分析 .....	23
3.4.1 资本结构质量 .....	24
3.4.2 资产质量 .....	28
3.4.3 利润质量 .....	30
3.4.4 现金流量质量 .....	34
<b>4 海航集团财务危机的判定及成因分析 .....</b>	<b>37</b>
4.1 基于 Z-score 模型的财务危机判定 .....	37
4.1.1 Z 分数模型简介 .....	37
4.1.2 样本选择 .....	39
4.1.3 计算结果 .....	40
4.2 海航集团出现财务危机的成因分析 .....	41
4.2.1 协同效应较弱 .....	41
4.2.2 核心竞争力不强 .....	43
4.2.3 财务杠杆过高 .....	46
4.2.4 缺乏权力制衡机制 .....	49
<b>5 对航空运输行业多元化经营战略的启示 .....</b>	<b>51</b>
5.1 适度多元化扩张 .....	51
5.2 保障核心竞争力 .....	51
5.3 优化融资结构 .....	52
5.4 完善公司治理机制 .....	53
<b>6 研究结论与展望 .....</b>	<b>55</b>
6.1 研究结论 .....	55
6.2 不足和展望 .....	55
<b>参考文献 .....</b>	<b>56</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>60</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

近年来,随着国内企业之间竞争的加剧和资本的逐渐积累,越来越多的企业决定进行多元化经营战略。企业多元化经营战略通过进入不同的市场和产业,可以降低对单一市场的依赖,减少因市场波动而带来的利润波动。多元化经营也可以帮助企业发现新的利润增长点,利用未充分利用的资源,实现规模经济效益。通过多元化经营战略,企业可以形成综合性的竞争优势,在全球范围内布局产业,形成规模效应。但是企业多元化战略的影响并不完全是积极的,不合理的多元化扩张战略可能导致低效投资和财务风险。如果企业忽视核心竞争力和主营业务,盲目追求规模扩张和收入增长,可能会损害品牌形象和市场信誉;企业进入不熟悉的新领域可能会面临高昂的学习成本、管理成本和运营成本,影响现金流和财务状况;业务部门之间可能会出现资源分配不均、利益分配不合理、目标设定不一致、决策执行不协调等问题,影响企业整体效率和协同能力;所以盲目的多元化扩张会导致企业财务危机。因此,值得探讨的是企业在避免财务危机的同时如何有效实施多元化扩张战略。

民航业发展体现消费者的生活质量,与国民生活息息相关。然而,民航业竞争十分激烈,一方面,航空业的性质决定了产品同质化严重,因此很难标新立异;另一方面,航空运输业属于风险偏好型行业,具有高风险、高投入的行业特征,如果企业在发展过程中过分注重效益而忽视对财务风险的控制,则很可能会导致企业财务危机。除了自身有一定抵抗风险能力的国航、东航、南航外,其他规模较小的航空公司很难仅通过发展航空主业维持经营,所以避免被吞并唯一的途径是发展多元化业务。但引入多元化战略在提升中小航空公司竞争力的同时也带来了一定的风险。

海航集团作为实力强劲的民航企业,在多元化扩张之前发展缓慢,企业单一产业运营风险高,服务范围狭窄,核心产业的发展质量欠佳。因此海航早于 2002 年着手多元化扩张战略,通过多元化经营转型升级,成为一家集几大板块为一体的全面、综合、复合型的集团企业,营业收入超 530 亿美元,总资产达到万亿元

的规模，并在 2017 年进入世界 500 强的榜单，位列第 170 位。然而，较快的扩张速度让海航集团陷入了财务危机，2017 年，海航集团流动性负债占比高，债务到期压力大，出现了流动性危机。为了缓解危机，2018 年开始海航集团出售大量股权和资本，但由于外部经济环境的影响，海航集团终究在 2020 年破产。本文立足于中国目前多元化发展的大背景，以经历了多元化快速发展却遭遇财务危机而倒闭的海航为例，深入剖析其产生的真正成因，解决如何在多元化战略中预防财务危机以确保企业生存的问题，同时也为我国开展多元化经营的航空公司提供了一个可借鉴的范例。

## 1.2 研究意义

### 1.2.1 理论意义

第一，本文将丰富和拓展我国企业在实施多元化战略过程中所面临的财务危机案例研究类型。尽管国内外学者在财务危机领域的研究已经相当深入，但针对具体企业案例，特别是具有代表性的企业财务危机成因及其应对策略的研究仍显不足。因此，本文的研究成果不仅有助于深化我们对中国企业多元化经营过程中可能遭遇的财务危机的理解，还能为企业的财务危机辨识与控制提供宝贵的借鉴，进而促进企业的可持续发展。

第二，本文旨在深化对多元化与财务危机之间关联性的理论研究。尽管现有文献从多个维度探讨了多元化对企业价值、绩效和风险的影响，但直接聚焦于多元化扩张战略如何引发财务危机的理论分析和案例研究仍然稀缺。因此，本文的研究成果将有效弥补这一空白，为我们更全面、深入地理解多元化与财务危机之间的关系提供新的视角和思路。

### 1.2.2 现实意义

第一，本文通过分析海航集团多元化经营后陷入财务危机的案例，深入挖掘其背后的特定成因，旨在为其他实施多元化战略的公司提供宝贵的参考。通过这一研究，我们总结出了在战略发展过程中防范财务危机的有效对策，旨在警示那些同样在实施多元化战略的公司，提醒他们高度重视财务风险，并采取相应措施

保护公司利益，确保企业稳健发展。

第二，促进航空业的可持续性发展。鉴于当前航空业面临的发展困境，尤其是中小型航空企业竞争力的提升成为行业亟待解决的难题。本文深入剖析了航空行业的现状，并探索了航空企业多元化发展的可行途径，旨在推动航空业的可持续性发展，为航空企业的未来发展提供有益的借鉴和启示。

## 1.3 研究思路及方法

### 1.3.1 研究内容

第一部分为绪论。在这本章中，阐述了本文的选题背景、意义、研究思路，研究方法以及研究内容。

第二部分为文献回顾和理论分析。本章对案例分析中运用到的理论进行了说明，同时也回顾了有关企业多元化与公司财务危机、多元化经营与财务危机之间的关系等方面的研究，并对以上的文献作了简单的述评，为后面的案例研究奠定基础。

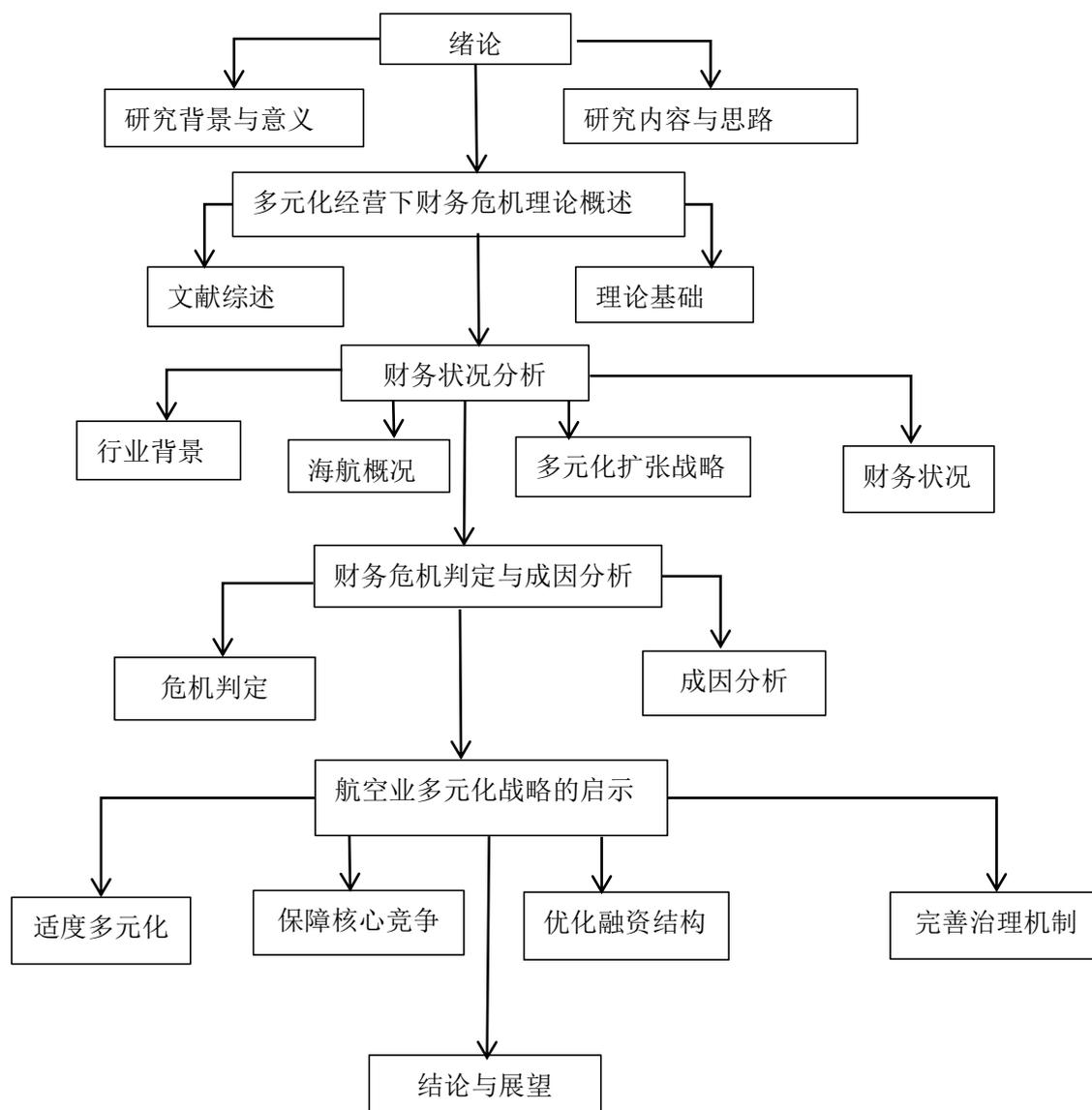
第三部分是海航集团多元化战略下财务危机案例介绍。首先，是海航集团背景介绍，包括我国航空业的现状、特点及海航的基本情况；其次，总结海航集团多元化历程，回顾海航破产重整的过程；最后阐述了海航集团财务现状。

第四部分是海航集团多元化战略的财务危机分析。利用 Z 值模型进行财务危机判定，指出海航多元化经营过程中存在的问题，分析海航集团造成财务危机的原因。

第五部分是海航集团的破产重整对航空业多元化扩张企业的启示。本部分针对案例公司综合财务危机分析结果，分别从协同效应、适度多元化、合理利用杠杆和完善公司治理四个方面得出相应的启示。

第六部分是研究结论、不足与展望。通过对本文的内容进行梳理，以盲目多元化经营陷入财务危机，最终导致破产重整的海航集团为反面案例，总结本案例研究对类似企业的启示。且说明了本文在财务危机研究以及案例企业的代表性方面存在不足之处，提出将来可以将案例企业扩大到航空业其他企业的展望。

### 1.3.2 研究框架



### 1.3.3 研究方法

#### (1) 案例研究法

本文运用了案例研究的方法，首先，从文献、书籍、网络等渠道，对当前有关多元化战略与财务危机的有关理论进行了总结与梳理。同时通过搜集文献资料，以海航集团多元化经营战略为研究对象，通过其财务表现和经营表现，分析海航多元化经营存在的问题；其次，通过新浪财经和巨潮资讯等信息披露平台，收集了海航集团过去7年来的各项数据指标和财务报告等；最后综合上述资料信息，利用案例分析法，结合海航集团多元化经营的内外环境，依据理论基础分析海航多元化经营失败并破产重整的原因，对其他意图开展多元化经营的企业提供警示作用。

#### (2) 文献研究法

通过参考相关文献，总结文献中关于多元化经营的各种研究，运用文献中已有的方法研究海航集团的多元化经营，可以为航空业多元化经营企业如何防止资金链断裂、化解财务危机提供建议。

## 2 文献综述及理论基础

### 2.1 文献综述

#### 2.1.1 多元化战略的相关研究

##### (1) 多元化战略的定义

1957年,美国学者Ansoff最早提出了企业多元化战略的概念。他认为企业为了扩大市场份额,推出新产品或新服务策略,并将多元化经营战略细分为四个类型:水平、垂直、同心以及混合型多元化。1956年Penros在Ansoff对多元化经营界定的基础上,他认为企业多元化的程度与企业自身竞争力相关;当公司增加其产品组合时,会在一定程度上维持初始的生产线,同时丰富最终产品的类型、提高产业链纵向一体化深度。Rumelt(1974)则认为,公司进入新的行业和发展新的业务活动是多元化的标志;他的定义强调了多元化对公司管理能力的要求,但对多元化的重要程度没有具体的描述。我国学者刘冀生(1995)指出,“仅仅从行业的观点来解释企业多元化过于狭窄,而仅仅从产品的角度来定义多元化也是不够清晰的,我们应当根据产品的主要经济目的来定义多元化的内涵。吴芃等(2017)在前人研究的基础上提出了新见解,认为多元化经营不止是拓展至新的行业领域,也包括在市场中有更多的选择,一家公司在同一时间内从事两个或多个产品或服务。前者是为了扩大资金规模,而后者是为了实现产品的多元化。”

##### (2) 多元化战略的类型

对于多元化经营,国内外的许多学者作了不同的划分,并对其各自的特征进行了论述。2004年,Meggison W根据与公司核心业务关联程度的不同,将其划分为相关型和不相关型,并将其细分为两种类型:并购型和内部开发型两种模式。在此基础上,还将多元化产品按其专业化程度分为相关与不相关两类。张艾莲(2020)将企业的多元化划分为横向一体化与垂直一体化。横向一体化实际上指的是企业针对同一消费群体,通过拓展不同的产品线或开发多种新产品来满足其多样化需求。而纵向一体化涉及企业在产业链中的位置及其与其他环节的关系的整合。具体来说,前向一体化指的是企业向产业链的下游延伸,与下游企业建立

合作关系，例如一个原本只生产原材料的工厂，现在开始涉足产品的加工或制造环节，从而增加了其业务范围和价值链的深度。而后向一体化则是企业向产业链的上游拓展，例如一个销售产品的公司开始自己生产所需的原材料，这样能够更好地控制供应链和降低成本。李伟豪（2018）定义混合多元化经营的概念，他认为企业在发展过程中，不仅积极拓展与其核心业务相关的多元化领域，同时也涉足与其核心业务不直接相关的其他领域，这种战略状态被称为混合多元化经营，并通过技术、市场和生产要素，相关多元化分为技术多元化、市场多元化和生产多元化。

### （3）多元化战略的动因

AggarwalRK（2003）发现，管理者进行多元化经营一般有两个原因：一是为了降低非系统性风险，二是为了追求个人利益，并认为多元化经营可能与管理层激励机制存在某种程度的关联。成华在2009年的研究指出，国内企业在推进多元化业务的过程中，主要出于多个考量：首先是希望通过多元化来规避同行业的激烈竞争，为企业创造一个更为宽松的发展环境；其次，企业希望通过对资产的优化配置，实现资源利用的最大化，提高整体运营效率；再者，寻找新的利润增长点也是企业多元化经营的重要目标，以便在激烈的市场竞争中保持持续增长；此外，在市场机制尚不完善的情况下，多元化经营也成为企业探索发展路径的一种重要方式。Rahaman M.（2015）的研究进一步指出，分散企业风险是推动企业多元化经营的核心动力，这也是众多公司纷纷选择多元化经营战略的根本原因。刘李福等（2019）的研究发现，党委参与公司治理能够有效促进公司的多元化进程，这与国家政策导向一致，十九大报告提出的“做强做大”目标，在某种程度上也促使企业通过多元化来实现市场规模的扩大。谢瞻（2020）则认为，多元化经营不仅能够帮助企业分散经营风险，减少单一业务带来的不确定性，更能够通过规模经济效应，降低成本，提高效益，从而增强企业的整体竞争力。

## 2.1.2 财务危机的相关研究

### （1）财务危机的定义

国内外学者基于不同财务视角对财务危机进行了深入探究。Altman（1968）对财务危机进行了细致分类，包括丧失偿付能力、违约、经营失败以及破产，并

将财务危机的核心概念界定为“破产”。受到 Altman 研究思路的启发, Deakin (1972) 认为, 公司财务危机的明显迹象在于其无法偿还到期债务或不得不启动破产清算程序。而 Ross 等学者在 1999 年和 2000 年的研究中进一步指出, 企业若面临以下四种情形, 则视为陷入财务危机: 清算后债务负担沉重、债权人或企业主动提出破产申请、资金周转严重困难导致无法按期偿还本息、以及财务报告显示净资产为负值。这些定义和分类均从不同角度揭示了财务危机的内涵与特征。

我国学术界对财务危机的定义同样存在多种解读。谷祺等学者(1999)指出, 财务危机主要表现为企业因资金问题无法偿还到期债务或费用, 其中破产则是企业财务状况极端恶化的最终结果。吕长江等(2004)则从资产流动性的角度出发, 他们认为, 若一家企业上市已满一年以上, 并且其连续两年或更长时间的流动资产周转率低于 1, 同时在这段期间内至少有一年的营业利润为负, 那么这家企业就可以被视为陷入了财务危机。这些定义和判断标准为我们提供了多角度、多层次的视角来理解和识别企业的财务危机。

## (2) 财务危机的成因

尽管国内外学者在财务危机概念的具体表述上有所出入, 但他们都普遍认为, 财务危机的产生主要可以归结为两大方面: 一方面是外部宏观经济环境的复杂多变, 另一方面则是企业内部管理行为的不当或失误。这两大因素相互作用, 共同导致了企业财务状况的恶化。因此, 要有效预防和应对财务危机, 企业不仅需要密切关注外部环境的变化, 还需要加强内部管理的规范化和科学化。

关于外部经济环境对财务危机的影响, Asquith 等人(1994)和 Whitaker (1999)对陷入财务危机的公司进行了深入研究。他们发现, 大约一半的财务危机案例可以归因于行业衰退、经济环境变化等外部因素, 而另外约四成则是内部管理与外部因素共同作用的结果。Honjo(2000)进一步指出, 企业的资本结构、经营年限、产业的可持续性以及整体经济环境的兴衰等外部因素, 均会显著影响企业对财务危机的预警能力。在 2008 年, 钱爱民等人以中国机械制造业的自由现金流数据为基础, 构建了一套财务风险预警系统。经过对该系统的深入剖析, 他们发现经济周期的波动、市场竞争的激烈程度以及法律政策和制度的变动都是导致企业财务危机的重要外部因素。余浪(2021)的实证研究则聚焦于宏观经济波动与审计意见之间的关系, 结果显示, 在经济衰退时期, 财务危机预警系统对

公司财务危机的披露信息会对审计师的判断产生显著影响。这些研究共同揭示了外部经济环境在财务危机形成中的重要作用。

从企业内部经营管理的视角来看, Argenti (1976) 认为, 企业在日常运营中之所以难以适应经济环境的突变, 根源在于内部管理不善。例如, 不合理的发展战略选择或过度依赖举债来扩张, 都可能使企业财务状况迅速恶化, 进而陷入财务危机。而 DePrijsker 等 (2008) 的研究也指出, 当企业遭遇外部经营环境的变迁时, 如果内部管理质量低下, 同时业务与战略规划失误频发, 那么企业的经营业绩很可能受到严重影响, 逐步滑向财务危机的深渊。这些研究都强调了企业内部管理在预防和应对财务危机中的关键作用。彭韶兵和邢精平 (2005) 研究发现, 尽管环境因素在公司财务困难的发展过程中起了一定作用, 但公司财务问题的真正根源在于管理缺陷。具体而言, 由于扩张失控、销售额下降、成本和费用上升, 公司陷入了财务危机。蔡岩松等人 (2008) 基于系统动力学思想建立了一个财务危机预测模型。该模型研究了公司现金流的组成部分, 结果表明, 如果公司的现金流出量超过现金流入量, 导致现金流失衡, 公司就会陷入财务危机。Collett (2014) 深入剖析了众多中小型企业财务危机中的发展历程, 其研究结果显示, 这些企业之所以陷入财务危机, 主要归因于管理决策的失误、沉重的债务负担、不利的宏观经济环境以及突发的意外事件。这些因素共同作用, 导致了企业财务状况的恶化, 进而引发了财务危机。

### (3) 财务危机计量方法

随着数学和统计学领域的不断进步, 专家们开始利用统计工具来精确衡量财务危机。在这一领域, 国外学者率先采用统计方法进行财务危机预警。Beaver (1966) 在单变量分析的基础上进行了深入探索, 进一步丰富了单变量预警的方式, 为后续的财务危机预警研究奠定了基础。随后, Altman (1968) 开创性地运用多元统计分析方法来预测公司的财务危机, 他开发的 Z-score 模型因其准确性和实用性, 成为财务风险预测领域最广泛使用的工具之一。进入 21 世纪, Lee 和 Yeh (2004) 利用 Logit 回归分析建立了财务预警模型, 这一模型有效地克服了简单线性概率模型的局限性, 提高了预测的准确性。2015 年, Liang 的研究进一步表明, 在对指标进行特征选择时, 结合多种分析方法能够进一步提升预警模型的预测精度。相比之下, 国内学者在利用统计方法进行财务危机计量方面起步较

晚。周首华等(1996)在借鉴 Altman 的 Zeta 模型的基础上,将现金流变化纳入公司财务状况的评估体系,并对原模型进行了修正,提出了 F 分数模型。为了弥补预测模型的不足,聂丽洁等(2011)将反映现金流的影响因素纳入模型中,从而更加全面地衡量企业财务危机的发展水平。同时,他们还利用聚类分析和神经网络建模等技术,有效地预测了财务危机。近年来,芦笛、王冠华(2019)将聚类分析应用于农业上市公司的财务预警研究,而林丹楠等(2021)则运用神经网络模型进行财务危机的预警,进一步推动了财务危机预警技术的发展和运用。

#### (4) 应对财务危机的对策

Gilson(1989)通过一项实证分析表明,高层管理与财务危机之间存在密切联系,当公司面临财务危机时,新高层管理者的加入可以帮助公司克服危机。John(1993)认为面对财务危机,公司重组是最重要的战略。企业通过在合同重组、资产重组和财务规划三个方面集中公司资源,可以有效地克服财务危机。祝继高(2015)的研究深入探讨了企业应对财务困境的关键策略,他指出,财务重组、战略与运营的调整、资产重组以及公司治理结构的改善是企业克服财务困难的核心举措。而张新民(2020)的研究则针对突发性、临时性的财务危机有以下应对策略:管理层的工作重点从平衡利益相关者转向股东和员工之间的利益;将战略方向从扩张转向持续经营;筹资重点从债务转向债务和股权并重;营运资金管理与公司日常运营规模相一致,注重短期战略;成本管理应优先酌量性成本管理,而不是全面成本管理优先;现金流规划从生存与扩张之间的平衡转变为维持生存;企业必须积极调整业务结构、产品组合和市场结构,寻求新发展。

### 2.1.3 多元化扩张与财务危机的关系

首先,有些学者选择从信息不对称理论、代理理论以及企业价值的视角来深入剖析多元化经营与财务危机之间的内在联系。戴德明等(2008)的研究揭示了一个重要发现:信息不对称是造成企业在多元化过程中价值折价的关键因素之一。当企业尝试跨领域扩张时,信息不对称的程度往往会加剧,这进一步导致了多元化公司在市场上的贴现价值增加。徐业坤等(2020)也持有类似观点,他们认为企业的多元化经营扩张会加剧信息不对称现象。在这种情形下,管理层可能会采取相关策略,利用表现良好的项目为表现不佳的项目提供资金支持。虽然这种做

法可能有助于避税，但也可能对企业的投资效益造成潜在损害。张纯在 2010 年的研究中指出，由于我国企业普遍面临严重的代理问题和政府干预，多元化经营战略往往更容易导致企业亏损。柳建华（2009）利用 2002 年至 2004 年中国上市公司的数据进行了实证研究，分析了多元化上市公司的投资行为与其企业价值之间的关系。研究结果显示，资产配置多元化战略不仅未有效降低交易成本，反而对企业的整体价值产生了负面影响。这些研究共同揭示了多元化经营与财务危机之间的复杂关系，为企业在进行战略决策时提供了重要参考。

其次，企业在横向扩展业务时，往往需要投入大量的资本支出。这种资本需求的增加可能会导致公司资本构成的调整，进而使得负债率上升。负债率的上升意味着企业承担了更多的债务压力，从而增加了财务风险。Lewellen（1971）的研究也进一步证实，公司实施多元化战略的程度与其财务结构中的债务比例之间呈现出显著的正相关关系。这意味着随着企业多元化程度的提高，其债务负担也相应加重，进而增加了发生财务危机的可能性。1995 年，Ofek 和 Berger（1995）对 1986 至 1991 年间销售额超过 2000 万美元的美国公司进行研究，发现多元化会降低公司的盈利能力，而且多元化程度越深，财务风险越大。Barton 采用实证分析方法研究了多元化与资本形成之间的关系，并得出以下结果：企业经营的多元化在资本配置中发挥着重要作用，两者之间存在正相关关系，且经营多元化的企业债务融资比率最高。王明虎等（2016）基于 2002 年至 2013 年中国 A 股上市公司资产负债表数据的研究，通过实证研究方法得出结论：公司的财务危机风险与资本结构和债务结构的波动性呈正相关关系，即公司资本构成的波动性越高，相应的公司发生财务危机的概率也越高。孟善飞（2019）认为，企业需要在多个方面进行扩张，而这一过程需要大量资金的支持。如果公司的扩张进程过快，而企业融资又不能提供足够的资金支持，公司最终可能会陷入财务危机。

最后，公司往往会因管理层对多元化扩张的过度自信而遭受损失，这提高了公司陷入财务危机的风险。2016 年徐朝辉等通过实证研究发现，企业多元化经营与管理者的自我倾向具有较强的正相关关系，并发现在初期，多元化经营能够显著增强管理者的自信心。相关管理者在追求公司经营业绩的过程中，应把重点放在扩大经营规模上，而不是关注信誉风险。冉渝（2017）以 2003-2013 年使用了 5894 家中国上市公司的数据。实证分析表明，过度投资造成的“超额成本”在

公司财务危机中起到了关键作用，由于公司未来的正常收入无法弥补这些成本，过度投资会增加公司的成本和支出，进而增加公司面临财务危机的可能性。

## 2.2 文献述评

对文献的回顾表明，国外的研究提出了多元化经营的相关理论框架，现在已将其整合起来，综合考虑到企业发展的广度和深度，而我国学者在前人的基础上，继续根据我国的国情进行深入研究，今后我们要推广多元化经营理念的本土化。目前学者们已经积累了大量专门研究实施多元化战略动机的科研成果，在多元化的角度出发，从企业内部条件和外部环境两个方面，对实施多元化战略的动机进行了深入研究。对影响公司经营范围因素的研究通常是从宏观经济环境出发的，但对公司内部影响因素的分析大多侧重于管理者代理问题。

国外学者对公司财务危机定义的解释是，如果公司在正常运营中遇到经营问题、偿债困难、现金流受限，或者公司面临任何破产风险，都可以认定为财务危机。而我国学者通过从不同角度进行实际分析来判断一家公司是否陷入财务危机，例如公司的盈利能力是否在内部出现下降，以及公司是否在增长期遭受重大损失。国内外学者讨论了企业如何避免财务危机的问题，包括改善公司治理、加强内部控制、调整资本结构的构成以及提高面对外部市场变化的灵活性。然而，对相关文献资料进行深入分析后发现，造成公司财务问题的因素有多种。因此，企业应采用适当的危机管理策略来应对不同原因的财务危机。本案例依托于前述研究成果，深入梳理研究方向，结合海航集团破产重整的发展历程，探寻航空业或其他企业多元化进程中，应对财务危机的有效对策。

## 2.3 相关理论基础

### 2.3.1 权衡理论

权衡理论是指通过权衡公司负债的利弊，从而决定债务融资和权益融资的比例，促进企业价值的最大化。此时的债务比率提供了边际税盾优势，正好抵消了财务危机额外成本的现值。

权衡理论关于财务危机的核心观点认为，公司需要考虑到预期中的财务危机

成本。这些成本主要源于公司因无法按时偿还债务而必须承担的一系列损失。这些损失包括销售额和利润的下滑、从外部筹集资金时面临的更高成本、因声誉受损导致供应商提高价格以及客户的流失。尽管较高的债务水平可以带来税负上的优势，但这同时也意味着公司面临更大的财务危机风险，进而使得与财务危机相关的各项成本不断攀升。因此，公司在制定财务战略时需要权衡这些成本与税负优势，寻求最佳的平衡点。因此，为了实现价值增长的最大化，公司需要平衡债务的税收优势和财务风险成本，从而选择适宜的财务杠杆和权益配比。在企业扩张过程中，公司必须投入大量资金，这往往会导致债务增加，如果一家公司的负债率上升到一定水平，其面临的财务风险成本就会超过债务带来的节税效果，从而导致公司市值下降，对企业造成负面影响。如果债务比率持续上升，财务风险成本将不断累积，最终导致财务危机。

### 2.3.2 协同效应理论

Ansoff 在 1957 年率先提出了协同效应的理念，他主张企业可以通过并购等整合方式，在管理层面实现规模经济。企业间通过共享特定的资源，可以进一步提升资源的使用效率，从而获取比单独经营时更为可观的经济效益。详细来说，这种协同效应之所以能够带来显著的增效，主要得益于各企业在生产管理、市场推广、人力资源配置、技术研发以及品牌形象塑造等多个方面的资源得以共同运作和相互分享。通过资源的有效整合和共享，企业能够更充分地发挥各自的优势，进而实现整体效益的最大化。

此外，得益于资源的有效节制与优化分配，企业将获得包括财务协同效应、经营协同效应和无形资产协同效应在内的多种协同增益。沈洁(2009)认为公司在实施多元化战略以获取资源整合效益时会产生巨大成本。这些成本包括协调资源所需的投资、共享资源可能给公司其他领域造成的潜在损失，以及在公司不同部门之间的交易费用。并提出在跨行业多元化企业中，如果缺乏高效的统筹、协调和资源管理能力，就会产生负面的协同效应，从而损害公司的价值。

### 2.3.3 范围经济理论

范围经济强调的是企业通过扩展其业务范畴，而不是仅扩大公司规模，来实

现成本的节约。当企业同时生产多种产品时，若这些产品生产的总费用低于单独生产每种产品所需成本的总和，那么就形成了范围经济效应。这一理论为企业采用多元化经营战略提供了坚实的理论依据，指导企业如何通过业务范围的扩展来实现经济效益的提升。

企业在采取多元化扩张战略时，实现规模经济不仅能为企业带来显著的效益，更能在多个方面展现出强大的优势。这些优势包括：有效降低生产成本，提升市场营销的效率和覆盖面，促进技术创新和产品研发，实现产品差异化以增强市场竞争力，以及增强企业预防和应对潜在风险的能力，确保企业的稳健发展。然而，规模经济并不是无限的，当一家公司同时生产多种商品时，如果其间某个产品的生产成本超出了单品独立生产的费用，这就被认为是规模经济的失败，又称范围不经济。规模收益递减现象是由多种因素造成的，包括公司活动的非自愿扩张、管理效率的逐步下降、部门之间的沟通障碍、生产的无序化以及管理决策的误判。企业在多元化扩张的过程中，虽然有可能实现范围经济，但同样面临着范围不经济的风险。一旦陷入范围不经济的困境，多元化企业原本所具备的成本优势将不复存在，其市场竞争力也将受到严重削弱。在产品价格相同的情况下，这类企业的利润空间相较于单一产品企业会更为狭窄，从而使其面临更高的经营和财务风险。因此，在多元化扩张的道路上，企业需要谨慎权衡利弊，确保能够充分发挥多元化的优势，同时有效规避范围不经济带来的潜在风险。

## 3 海航集团多元化战略下财务状况分析

### 3.1 行业背景分析

海航集团的资产规模和多元化产业结构,有赖于集团主业航空运输业的发展壮大。因此,了解航空运输业的发展情况对剖析海航集团多元化经营财务危机原因具有重大意义;且海航集团失败的发展历程也能为航空运输业的发展战略提供借鉴意义。

自 2000 年以来,民航客运量持续增长,并在 2020 年前保持稳定增长,民航旅客运输量在全国范围内也表现出相同的发展态势,且航运的乘客量则在不断增加。据《2020 年民航业统计公报》显示,2020 年民航业遭受重创,行业运输总周转量较 2019 年下降 38.3%,整个行业的经营总营收较上一年同期减少了 41.1%,累计获得的利润额度为-974.32 亿元。由于疫情的缓解,2021 年民航客运量同比上升 7.3%,整个产业的营业收入达到 7529.2 亿元,比 2020 年增加 21.5%,但是,整个产业的盈利水平仍然是负的,并且还在亏损。依据初次汇总数据显示,2022 年度,整个行当总计创造了 6328.9 亿元的营业收入,相较于前一年减少了 15.8%。亏损 2174.4 亿元,比上年增亏 1374.6 亿元。其中,航空企业的营业收入达到了 3364.8 亿元人民币,同比减少了 20.5%;亏损 1771.2 亿元,比上年增亏 1143.4 亿元。行业利润总额处于持续亏损状态,由此可以看出,近几年民航业市场低迷,全行业发展状态不佳。

从图 3.1 五个阶段中,我们可以看到国家对民用航空管制的弱化与强化、市场环境的改变,从而使我国的航空运输市场结构发生了改变。一方面,国家放开了票价管制,引发了市场内的价格战,使得票价大幅度下跌;另一方面,我国民航业进入管制、企业改制、上市,反过来促进了航空业的整合与集中,从而提升了航空业的附加值。中国民航总局《2022 年民航业发展统计公报》显示,我国民航事业总体发展状况良好,但总体情况不容乐观。截止 2022 年年末,中国的运输航空企业总数达到 66 家,相比前一年底增加了一家。依据所有权性质进行划分:属于国家主导的企业有 39 家,私人及独资企业则有 27 家。众多航空公司中,有 13 个专门从事货物运输的航空企业,9 个中外合作经营的航空集团,上

市公司 8 家。虽然近年来政府逐步放松了对民航的管制，但是，我国民航行业仍然存在着大量的国家控制和资源配置不平衡的问题。航空产业的有关政策方向常常发生变化，因此，航空产业的企业也将相应地调整自己的商业策略。因此，研究海航集团破产重整的发展历程并进行原因分析，对航空运输业的经营策略选择具有一定启示的作用。

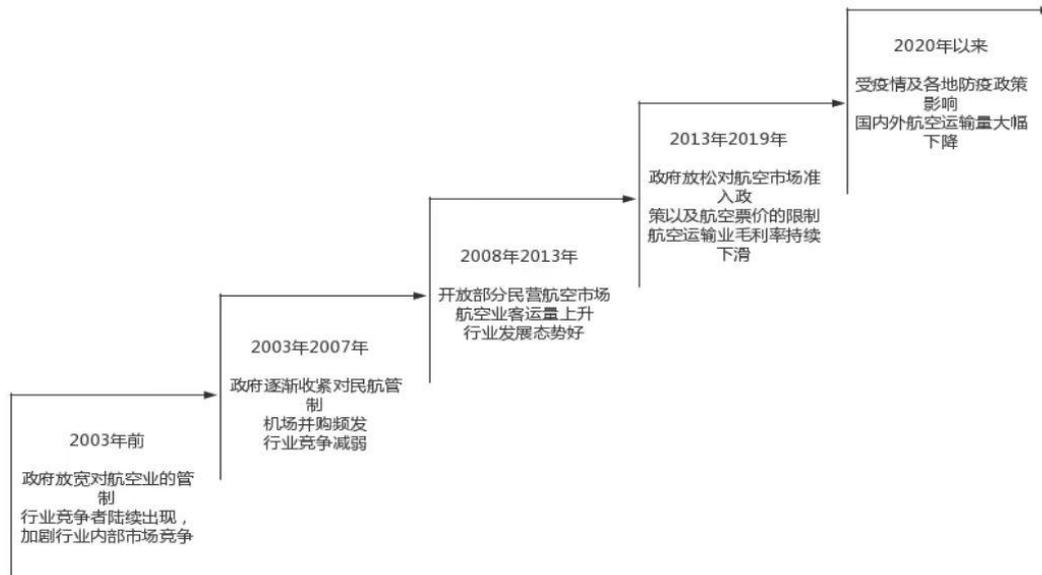


图 3.1 2000 年至今我国民航业发展的五个阶段

## 3.2 海航集团概况

### 3.2.1 海航集团基本情况

自 2000 年创立以来，经过持续的累积、转型和各种收购行为，海航集团已经发展壮大，不但成为国内领先的四大航空公司之一，而且已进入国航、东航、南航三大航空巨头的行列，还进一步拓展了企业经营范围，由早期仅限于航空领域的单一业务形态，扩展至后来囊括物流、商贸、房产、金融服务及信息科技等多元产业的国际企业集团。海航集团以航空运输为核心业务，并扩展至各个不同的行业领域，致力于建立全球性航空运输商标的过程中，充分利用了航运行业聚集优势和协作优势，不断扩大公司架构，拓展了经营范围，成长为兼具产业和金融属性的多业态大型企业。然而在 2017 年年末，海航集团遭遇资金链紧张的窘

境，尽管集团积极筹措资金企图“自救”对冲危机，但这一切都没能阻止形势的恶化，最终演化成更严重的债务问题。2021年1月底海航集团申请破产重整。在2021年的10月31号，经海南高级人民法院批准，海航集团连同其关联企业的重组方案获得通过。经过重组，海航将被分解为四大独立的经营板块：航空、机场、金融以及商业和其他业务。每个板块归新的股东管理，彼此间保持完全独立，以促进各板块的良性发展。

### 3.2.2 海航集团业务板块

自2004年至2017年间，海航集团致力于多方位发展，不断吸纳各类新兴产业，实现了公司资产规模的膨胀。依照海航集团的商业格局，其经营范围大体上可以区分为五个主要板块，具体包括航空运输、实业、资本投资、物流服务和旅游业各自独立的板块。其中，航空板块、物流板块、旅游板块为海航主业上下游的相关板块；实业板块、资本板块为非相关板块。在2017年海航集团出现流动性危机之前，海航集团拥有10家A股上市公司。表3.1介绍这些子公司及其主要业务。

表 3.1 海航集团各业务板块及控股上市公司

业务板块	公司名称	主营业务
实业	海航基础设施投资集团股份有限公司	地产、工程建设等。
	供销大集集团股份有限公司	批发零售等。
	东北电气发展股份有限公司	输变电设备及附件的生产等。
资本	海航投资集团股份有限公司	不动产金融、医疗、大健康的多元化产业投资。
	渤海租赁股份有限公司	飞机租赁、境内融资租赁等。
物流	海航科技股份有限公司	电子产品分销等。
	海越能源集团股份有限公司	仓储、成品油批发等。
旅游	海航创新股份有限公司	旅游投资、酒店管理、营销策划、信息技术咨询服务等。
	凯撒同盛发展股份有限公司	旅游服务等。
航空	海南航空控股股份有限公司	航空运输相关的服务业务。

资料来源：海航集团债券年报

随着海航集团资金链的收缩,从2018年开始,集团转入集中重组,进入归核化阶段,开始逐一出售各业务板块资产,企业开始陆续抛售集团内各板块资产,涉及资产包括希尔顿四分之一的股权、爱尔兰 Avolon 三成股权、香港启德3个地块、美国丽笙(卡尔森)酒店股权、荷兰 TIP 拖车租赁公司股权、美国 1180 写字楼等项目,累计成交额逾 1800 亿人民币。2020 年 2 月,海南省成立了一个专项小组以协同海航集团处理其风险事宜。2021 年元月,海南航空集团正式对外公布启动破产重组程序。

### 3.2.3 海航集团股权结构

海航集团最初是在海南省国资委的掌控之下。然而,到了 2005 年,情况发生了转变,盛唐发展(洋浦)通过从海南省交通管理局购买股份,成功取得了对海航集团的控股权。随后,在 2010 年,海南慈航公益基金会作为新的股东加入海航集团,成为其控股方。但值得注意的是,尽管这些基金会和国资委名义上拥有海航集团的控股权,但实际上他们并未能真正控制和遏制海航的股权结构。真正在背后操纵这一切的,仍然是海航集团的创始人。

陈峰和王健是海航集团的最大股东,各持有 14.98% 的股份,拥有平等的控制权,在集团中占据主导地位。然而,海航集团的迅猛扩张却引发了两位核心人物之间的显著冲突,这种冲突不仅加剧了对公司控制权的激烈争夺,还进一步激化了集团内部的竞争态势。在这场派系斗争中,大量管理人员遭到了调整和“清洗”,甚至连公司的最高决策机构——股东大会也因内部纷争而分裂成两个对立的阵营。在海航集团飞速发展的 2016 至 2017 年间,公司竟然一次董事会都未召开,治理结构完全流于形式,失去了其应有的功能。陈峰和王健两位领导都对海航集团的多元化扩张持有过于乐观的态度,他们毫不掩饰地追求更大的发展。王健凭借丰富的航空管理经验,对自己的专业能力充满自信,再加上海航首次并购的成功带来的良好收益,这进一步坚定了他继续推进后续海外并购的决心。然而,这种乐观和自信在集团的快速扩张中逐渐演变为一种冒险和赌博的心态,为公司的未来发展埋下了隐患。如表 3.2 所示,海航在其多元化的并购中,形成了错综复杂的股权结构。

表 3.2 王健领导时期海航集团股权结构

股东名称	持股比例
海航集团创始人及董事局主席 陈峰	14.98%
海航集团创始人及董事局董事长 王健	14.98%
海航集团创始人、董事局副董事长及首席执行官 谭向东	2.95%
海航集团创始人及董事局执行董事长 李先华	2.95%
海航集团创始人及管理顾问委员会主任 李箐	2.95%
海航集团创始人及董事局副董事长 陈文理	3.95%
海航集团有限公司董事局副董事长 逯鹰	1.43%
海航集团有限公司董事局董事及首席执行官 (D) 张岭	1.43%
海航集团有限公司董事局董事、海航集团有限公司董事长 黄琪琚	0.48%
海航集团有限公司董事局董事、海航旅业集团有限公司董事长 辛笛	0.48%
海航集团有限公司董事局董事、海航集团资本有限公司董事长 汤亮	0.48%
Hainan Cihang Charity foundation Inc.	29.50%
海南省慈航公益基金会	22.75%
海南航空控股股份有限公司 (600221)	0.25%

数据来源：根据海航集团债券年报整理

### 3.3 海航集团多元化扩张战略

海航集团多元化扩张的进程共分为六个阶段，下面将展开阐述。第一阶段是创业初始阶段，1989年，得益于海南省政府的一千万元启动资金支持，海南省航空公司得以顺利创立并正式挂牌运营。

此后的1992年，该公司经历了股权改组，成为航空行业首家实现股份化的公司。继而在1993年顺利在上海证券交易所注册。在同一年，公司全新开辟的“海南至北京”航线也正式投入商业运营，开启了新的航程。1997年，公司更名为海南航空股份有限公司，同年在B股市场上市，并于1999年和2000年成功登陆A股和H股市场。截至2000年，海航集团所属的机队规模数量增至二十四架以上，并且其经营范畴扩张至国内客货运输领域，自此，其航空业务版图基本形成。

第二个阶段为夯实航空业务板块的地位，进入新世纪以来，中国民航业面临着全球航空物流竞争加剧、运力分散、市场竞争缺乏规范等问题，中国民用航空局启动了支持和引导国内航空公司整合的措施，进而引发了三大航空集团与较小的支线航空公司之间大规模的兼并重组活动。为了避免可能出现的合并或重组风险，2000年，在创业伊始，地方航空海航集团选择了以机场和航空公司为核心进行并购重组的战略布局。到了2002年，该集团成功成为了海南美兰国际机场这一海南地区最大的国际机场的主要股东，不仅推动了机场的扩建工程，还助力其成功上市，实现了跨越式的发展。此后，该公司又成为长安航空、新华航空等八家航空公司的大股东。如表3.3所示，海航集团以总资产、机队规模或航线数量为主要指标，强势进军最初由三家巨头运营的中国航空市场，并迅速跃升至中国航空巨头的第四位。

表 3.3 2000 年重组后四大航空集团基本格局

民航集团	资产（千万元）	飞机架数	航线条数
中国航空	5605	119	329
南方航空	5010	181	616
东方航空	4730	116	435
海南航空	1500	75	300

数据来源：航空资源网

海南航空公司采取了高杠杆融资的生存策略，这也导致其背负了超过20亿美元的巨额债务。尽管公司试图通过兼并和收购进行业务重组，但在非典疫情爆发以及随后的债务危机中，这些举措却埋下了巨大的财务隐患，为日后的重大财务损失埋下了伏笔。

第三阶段为多元化战略的起步阶段，2003年，中国突如其来的非典疫情导致客运量崩溃。在这场危机中，海航集团蒙受了巨大的经济损失，高达14.74亿元人民币，这是业内其他公司无法比拟的。多亏了海南当地政府的财政支持，海航才渡过了难关。在遭遇这一突如其来的风险事件后，海航的管理层深刻认识到航空运输行业的季节性和周期性特点，以及单纯依赖盈利能力较弱、市场竞争

激烈的航空公司所蕴含的巨大经营风险。为此，他们果断决定采取多元化战略，拓宽海航的经营领域。这种多元化增长的策略，是基于航空业自身的运营特性，其核心目标是抑制经营风险。海航的多元化发展不仅旨在拓展与航空运输紧密相关的产业链，更在于充分发挥航空运输资源的优势，提升整体效益。通过加强多元化业务之间的协同，海航力求为核心业务提供有力支撑，实现资源的有效整合和效益的相互促进。

从表 3.4 所示的海航集团多元化业务增长情况可以看出，在此期间，海航集团主要将触角伸向了金融板块，采取了产业资源与金融资源相结合的战略，向金融领域渗透。通过将金融服务部门（包括银行、信托、保险和证券）结合起来，企业能够创建一个多渠道的金融平台，这一策略既为接下来多元化扩张所需的巨额资本筹集提供了便捷途径，同时也为内部资本市场的无序管理埋下了潜在的隐患。

表 3.4 海航集团多元化业务扩张活动

扩张活动	年份	所属业务板块
并购渤海国际信托	2006	金融
并购东银期货	2008	
参股国都证券	2009	
控股民安财产保险	2010	
发起成立营口沿海银行	2010	
收购潍坊机场	2004	机场
收购甘肃机场集团	2006	
并购西安民生	2003	商业
并购陕西宝商	2006	
并购 ALLCO 航空租赁业务	2010	租赁

资料来源：公司公告，wind 资讯

第四阶段为非相关多元化进程,在此期间,海航集团开始实施快速全球化和产业链整合战略,采取“借新债-扩张-资产抵押-续借资金-再扩张”周期性增长方式,通过表 3.5 以及海航集团在 2011 年至 2017 年间进行的一系列重要收购和重组,我们不难发现,尽管海航集团负债累累,但仍投入巨资在酒店、物流、保险、零售、银行和房地产等领域拓展业务,而这些领域大多与其核心航空运输业务并无直接关联。

表 3.5 2011 年-2017 年海航集团重大并购事件

业务板块	年份	并购事件	交易价格
航空	2011	收购土耳其 <u>myTECHNIC</u> 60%股权	0.3 亿美元
	2012	收购法国蓝鹰航空 48%的股权	0.4 亿美元
	2015	全资收购航空地面服务商 <u>Swissport</u>	175 亿人民币
	2015	收购 <u>Azul</u> Brazilian Airlines 23.7%的股权	4.5 亿美元
	2016	收购航空餐饮 Gate group	15 亿美元
	2016	收购 <u>Azul</u> 23.7%股权	4.5 亿美元
	2017	收购哈恩机场 82.5%股权	115 亿美元
酒店	2013	收购连锁酒店集团 NH Hotels 20%股权	4.316 亿欧元
	2015	收购红狮酒店 15%股权	0.215 亿美元
	2016	收购希尔顿 25%股权	65 亿美元
地产	2011	收购纽约 1180 号大道大楼	-
	2016	收购金丝雀码头写字楼	1.89 亿美元
	2017	收购曼哈顿大楼	4.63 亿美元
租赁	2011	全资收购集装箱租赁公司 GE SEACO 股权	11.5 亿美元
	2013	收购拖车租赁公司 TIP	4.8 亿欧元
	2016	收购租赁公司 <u>Avolon</u> 100%股权	25.55 亿美元
科技	2016	收购英迈国际	60 亿美元
金融	2017	增持德意志银行股权至 9.92%	37 亿美元

资料来源:公司公告, wind 资讯

由于公司内部管理混乱不堪,加之创始人的独断专行,海航集团逐渐偏离了最初专注航空业务、降低风险的多元化发展战略。在此阶段,海航集团采取了积极的多元化发展战略。经过几年积极的国际并购,集团业务迅速发展。它从 2005

年的 189 亿元急剧增长到 2017 年的 12139 亿元，这意味着它的总资本在短短 12 年间几乎翻了 64 倍，子公司数量也超过了 600 家。海航集团的大规模收购主要是由无止境的债务驱动的：该公司的债务总额在短短四年间从 2013 年的 2000 亿元急剧攀升至 2017 年的 7067 亿元，因此赢得了亚洲负债最多公司的称号。同时，这一阶段盲目推行的多元化扩张战略政策，也逐渐将海航集团推向了流动性危机的深渊，使其面临前所未有的挑战。

第五个阶段为变卖非核心资产，2017 年下半年，银行监管部门责令多家银行监控巨头企业向海外转移的贷款和潜在风险，这正是海航集团流动性问题的起始点。鉴于海航集团过去频繁的并购活动主要依赖于新增债务，随着外资限制的日益严格，新增贷款渠道受阻，进而引发了集团的流动性危机。为了应对累积的巨额债务，海航集团开始实施归核化战略，集中资源于核心业务，迅速剥离金融、房地产等非核心板块。尽管在 2018 年成功出售了价值超过 3000 亿元的资产，但海航集团仍然面临着高达 7000 多亿元的债务偿还压力。2020 财年，海航集团资本几乎耗尽，银行贷款、信托和租赁债务巨大，完全资不抵债，因此于当年 1 月申请破产，启动重整程序。

第六阶段为破产重整，2021 年 1 月 29 日，海航集团宣布收到海南省高级人民法院的破产重整通知书。本公告旨在告知公众，海航集团旗下至少有 63 家公司已申请破产重组。海航集团等 321 家公司的合并方案是海航合并集团公司数量和负债金额最大的合并方案之一，重整计划安排也是最复杂的，主要依靠信托计划来完成资产和债务清偿。自海航集团启动破产清算程序以来，承担的债权申报总额已达 2 万亿美元，重新确认的有效债务总额已达 1.1 万亿。重组完成后，海航集团将分为四个独立的业务模块，每个模块将专注于核心业务，实现健康、可持续的发展。2022 年 4 月下旬，海航集团在经历了近两年破产整合后，终于结束了这场长达四年的危机。

### 3.4 海航集团财务状况分析

过去，大多数公司选择分析传统的会计比率来评估公司的财务健康状况，根据资产负债表中的数据计算比率，并利用这些比率来分析和评估公司的财务状况质量。鉴于企业所处的行业特性差异，它们所达到的成长程度也有区别，所以，

利用财务比率指标往往无法对企业的经营状况作出准确的科学评估。本文认为，分析一家公司的财务状况质量，应基于对其目标、业务战略以及所处内外部环境的考察，本文认为要从企业的目标、企业的经营战略以及企业所处的内外环境等几个方面来分析企业的财务状况。在传统财务指标基础上，对公司财务健康状况的综合分析还包括四个方面：资本结构质量、资产质量、利润质量和现金流量质量。

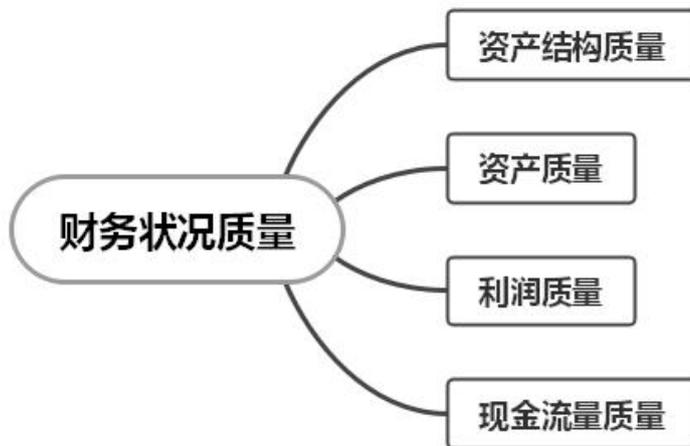


图 3.2 公司财务状况质量分析框架

### 3.4.1 资本结构质量

公司选择资本构成和高质量资本的战略决策体现在吸引投资上，而这一战略的有效性也体现在公司的运营和管理效果。公司要想实现长期发展并保持市场竞争力，就不能忽视资本结构的重要性；健康的资本结构既是可持续发展的关键，也是确保可持续发展的基础。相反，资本结构较低的公司融资能力较弱，债务可持续性较差，负债率居高不下。

本文在张新民的理论框架下，从公司经营策略的视角出发，将公司的资本分为经营负债、金融负债、投资者的资本投资以及留存收益。经营负债是指企业通过日常经营活动，从供应链上、下游筹集到的资金。第二个类别是由公司从金融机构或资本市场上借来的钱，这些钱都属于金融债务。第三种投资者的投资行为

对企业的发展起到了至关重要的作用，即通过对企业的长远战略规划进行分析，从而实现企业战略的一部分，保证企业的效率，挖掘潜力，抓住发展机遇。第四种类型的保留盈利，指的是没有分给股东的那一部分，也就是仍然归公司使用的全部净利润。通过资本结构中四种不同类型资本之间的关系，我们可以确定不同的资本管理战略，并评估公司资本结构的优缺点。

由图 3.3 中可以看出占比较大的是短期借款、长期借款和应付债券，这三种借款占总负债比例为 70%，投资者投资和留存收益的占比极小，在图 3.3 其他项目中包含，说明海航集团资金以金融性负债为主，企业自身盈利能力可能较差。

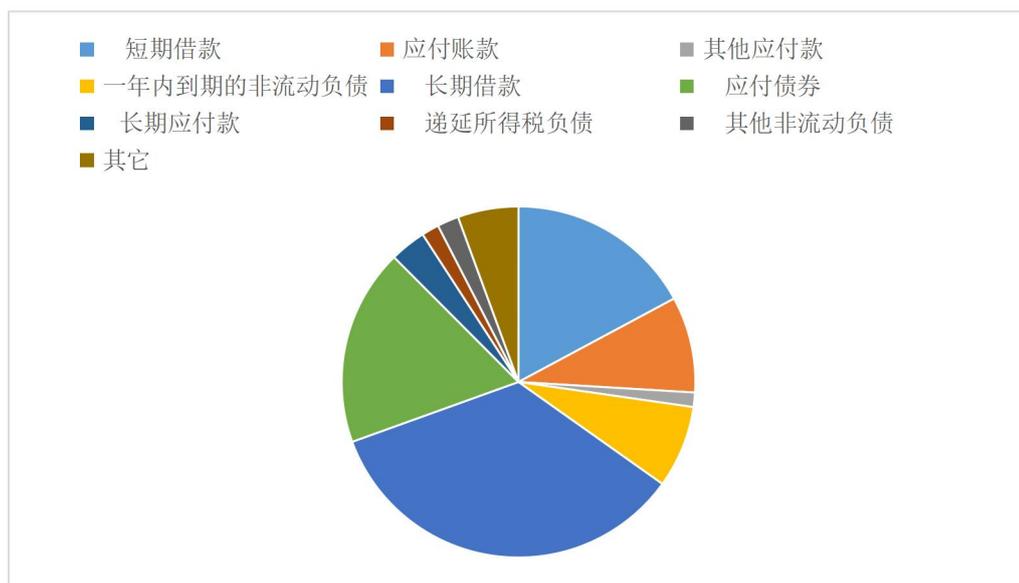


图 3.3 2017 年海航集团各资本占比

通过资本构成来看公司的投资战略（见表 3.5 和图 3.6），我们可以根据不同的现金流确定公司的资本来源：

#### （1）金融性负债是主要资金来源

表 3.5 清楚地表明，2013 年至 2019 年半，海航集团的金融负债比例明显高于经营性负债，特别是 2015 年金融负债显著增加，说明金融性负债是企业动力源。金融性负债占企业资本来源比重均在 70% 左右，在 2014 和 2015 年高达 80%，占比过高。金融性负债在经营过程中可以弥补企业资金不足的问题，具有一定的节税作用，但同时高杠杆经营具有一定的财务风险。当市场经济不景气或者行业发展处于低潮期等原因，使得企业经营处于困境时，企业经营负债额度越大，意

味着需要支付给债权人的固定利息越大,导致企业负担越重,最终侵蚀股东利益,使得权益资本收益率下降,企业将面临更大生存压力。

表 3.5 海航集团 2013 年-2019 年半各类资本来源情况 单位: 亿元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年半
经营性负债							
应付票据	55.11	42.66	45.95	38.87	22.50	0.14	0.35
应付账款	60.85		70.71	543.07	651.24	783.15	805.61
预收款项	65.67	70.07	46.34	52.79	61.74	175.42	150.23
应付职工薪酬	6.45	48.40	8.97	56.01	50.76	32.56	27.28
应交税费	9.82	5.93	27.36	61.41	65.90	89.62	70.3
其他应付款	76.10	0.89	83.69	87.77	98.00	179.67	144.55
其他流动负债	5.17	78.11	44.15	36.16	47.77	54.51	58.94
长期应付款	52.24	81.66	82.22	185.90	243.70	277.47	263.60
专项应付款	0.12	3.08	3.28	0.31	1.46	0.21	0.31
预计负债	3.64	1.00	0.30	8.52	6.05	3.20	5.76
递延所得税负债	39.41	45.19	63.91	102.03	117.22	113.82	105.55
其他非流动负债	10.89	9.85	25.73	52.59	144.92	179.62	181.24
递延收益					5.79	10.09	10.00
小计	385.47	386.84	502.61	1225.43	1517.05	1899.48	1823.72
金融性负债							
短期借款	427.91	529.21	787.31	1201.47	1260.62	1011.52	950.71
交易性金融负债	0.82	0.09		0.50	6.04	4.24	2.95
应付利息	6.92	8.94	15.71	28.64	37.61	13.14	12.16
一年内到期的非流动负债	110.03	138.96	196.04	265.78	558.11	744.95	780.58
长期借款	991.85	1166.12	1459.72	2287.05	2548.21	2390.70	2156
应付债券	160.53	216.72	483.57	925.54	1334.11	1122.17	1229.21
衍生金融负债					84.66	6.97	9.89
其他金融类流动负债	7.03	6.82	90.55	97.77	8.44	59.36	48.79
划分为持有待售的负债					2548.21	227.45	1.65
小计	1705.09	2066.86	3032.9	4806.75	8386.01	5580.5	5191.94
股本留存收益							
股本	111.52	111.52	111.52	600	600	600	600
资本公积	60.20	58.89	76.80	77.64	71.40	62.74	80.11
小计	171.72	170.41	188.32	677.64	671.40	662.74	680.11
盈余公积	1.94	2.29	2.66	3.19		3.68	3.68
未分配利润	22.35	23.62	27.55	31.28	57.04	28.52	17.01
一般风险准备		2.10	2.85	9.02	7.06	8.72	13.33
其它权益工具				108.90	147.87	112.8	73
其他综合收益	-3.75	-6.41	-0.07	17.18	-3.11	-15.71	-56.13
小计	20.54	21.6	32.99	169.57	208.86	138.01	50.89

数据来源: 海航集团债券年报

### （2）集团内部资金积累能力较弱

留存资本通常是权益的可靠渠道，因为它反映了公司多年积累的盈余。虽然在 2013 年至 2019 年半期间，公司留存资本有一定的增长趋势，但与公司债务的增长率相比，增幅不大。且留存资本在公司可用资产中所占的份额不超过 3%，尤其是在 2013-2015 年期间，甚至没有达到 1%，说明企业的盈利能力弱，发展前景受限。

### （3）经营性负债增长

图 3.4 所呈现的数据显示，企业的经营性负债资本整体上呈递增趋势，其在企业资本结构中的比例始终超过了 17%。由于投资主体是主要实施扩张战略的海航集团，所以有巨大的资金需求量，因此，海航集团的发展策略既依赖于经营性负债又依赖于金融性负债以实现其目标，展示出了明显的双向融资优势。

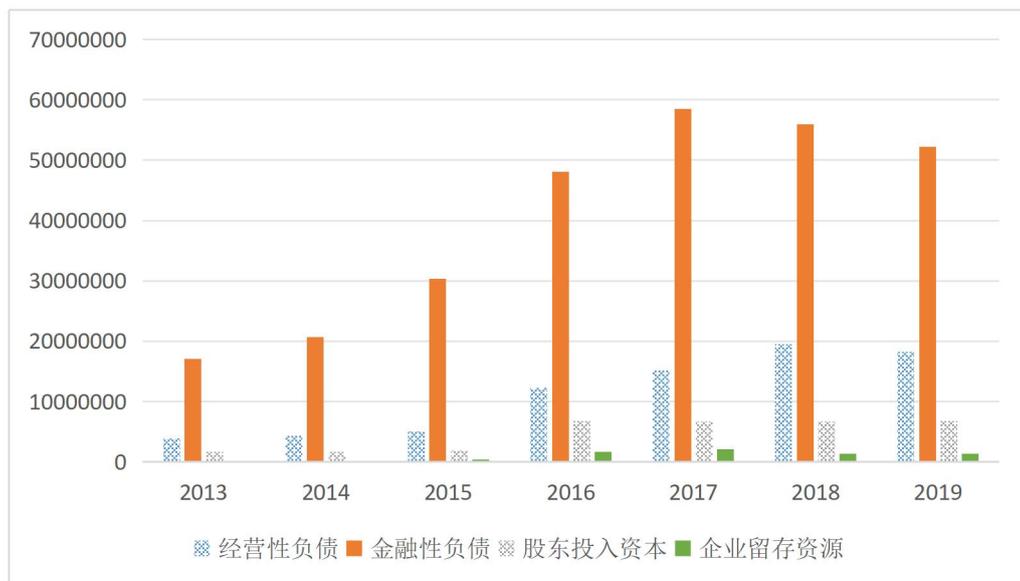


图 3.4 海航集团 2013 年-2019 年半各类资本来源情况

### （4）股东投入资本基本稳定

图 3.4 显示，出资者所提供的资金基本保持稳定。上述数据表明，海航集团整体资产结构分布严重失衡，金融性负债远远大于公司留存收益。海航集团的发展高度依赖于金融性负债，所有者的资本投资水平相对较低，企业经营债务占比较高的比重。从整体上看，海航集团的资本结构还不够合理，高杠杆运营存在巨大经营风险，资本引入战略实施可能存在盲目乐观的行为。

从资本引入战略来看，海航集团属于债务型企业，主要是金融性负债资本驱动的举债融资企业。选择这种融资方式的公司往往处于快速发展阶段，其股东无法通过最初注入的股本和经营性债务来满足快速扩张的融资需求。在某些情况下，公司需要最大限度地提高筹资能力，以筹集足够的资金来维持当前的活动，避免破产或快速扩张。这种融资方式也存在一些风险，如借款可能带来的还款负担和财务风险、利息成本对公司现金流的影响以及筹集过多资金的困难。

### 3.4.2 资产质量

本文仅就公司的资产结构是否符合公司的战略展开论述。各上市公司的资产构成各有不同，究其原因，主要是由于其企业资源规划策略的不同。表 3.6 和图 3.5 是对海航集团的资产进行的归类。对于海航集团来说，货币资金在资产总额中的占比较高，直接将其归于经营资产就会影响判断。本文中考虑忽略货币资金，直接分析除了货币资金以外的资产中，投资资产和经营资产的占比情况，并据此作出判断。

表 3.6 海航集团 2013 年-2019 年半资本结构情况

单位：亿元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经营							
应收票据	1.16	0.75	0.05	0.13	6.18	0.14	0.35
应收账款	44.46	47.36	48.48	562.68	683.63	783.15	805.61
性 应收股利			0.44	2.55	6.20	9.37	4.8
资 投资性房							
产 地产	246.90	242.42	236.33	414.73	414.59	537.24	494.02
存货	361.82	385.49	360.40	754.11	954.46	852.33	793.96
长期应收							
款	191.20	269.72	320.31	387.61	580.13	265.93	254.8
固定资产	789.87	830.76	1283.92	1845.64	2579.94	2461.28	2427.84
在建工程	107.39	108.73	121.50	103.04	88.97	47.7	45.8
无形资产	60.88	66.64	86.19	260.90	247.56	233.45	199.46
商誉	52.51	40.96	88.46	465.21	608.87	546.27	399.89
长期待摊							
费用	25.41	26.45	30.07	35.09	26.95	20.9	17.47
小计	1881.60	1971.17	2576.15	4831.67	6197.49	5757.76	5444
金融							
交易性金							
融 融资产	27.26	53.06	136.17	118.92	258.66	46.69	47
性 应收利息	0.27	0.57	3.70	2.70	9.41	18.41	18.72
资 可供出售							
产 金融资产	13.63	82.73	132.42	1972.52	1966.73	1655.67	1491.5

表 3.6 海航集团 2013 年-2019 年半资本结构情况 (续)

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
持有至到期投资	8.64	23.29	94.88	317.31	200.12	142.78	125.39
长期股权投资	197.24	236.30	287.84	467.88	848.85	579.53	504.53
买入返售金融资产	0.26	1.50	10.75	5.23		50.46	51.44
其他金融类流动资产	1.00		4.49	5.62			1.70
发放贷款及垫款	3.89	10.72	14.16	11.86	59.39	33.88	17.39
小计	252.19	408.17	684.41	2902.03	3343.15	2527.2	2257.67

数据来源：海航集团债券年报

与图 3.5 的数据一致，可以看到，海航集团的内部资源大部分都是以经营资产为主，这一块的资产总量要比投资资产的规模要大得多。尤该公司于 2013 年至 2015 年间的总经营资产为其所投资资产的七倍。横向对比，经营资产显著高于投资资产，但从纵向分析来看，投资资产的数额和增长率都非常明显。截止 2016 年，投资性资产由 2015 年的 632.90 万亿元扩张至 2016 年的 28848.87 万亿元，总体增幅为 45 倍。总体来说，得益于多元化的扩张战略，海航集团的投资活动迅速发展，经营活动逐步加强。因此，海航集团的发展战略重点属于经营主导型。

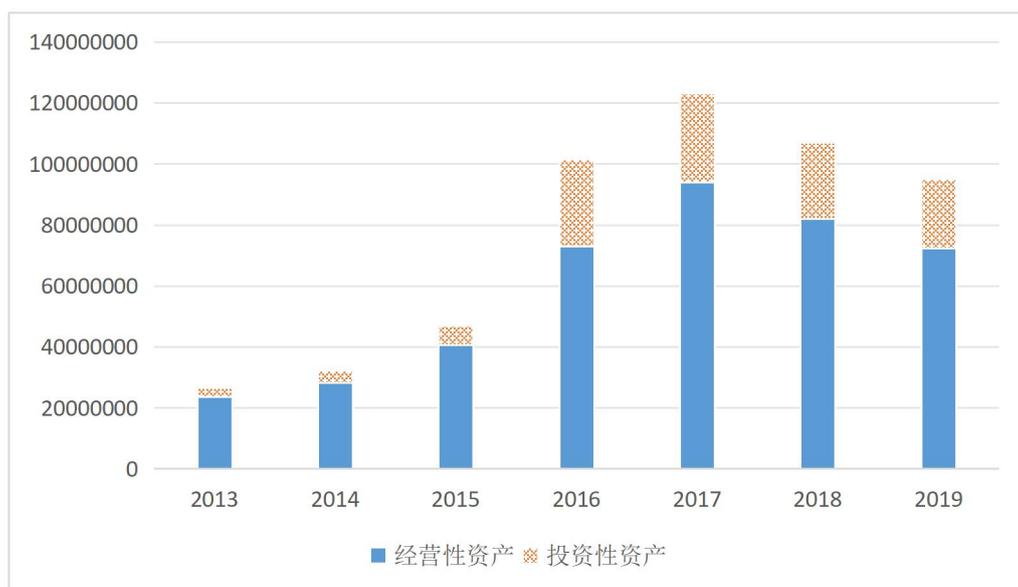


图 3.5 经营性与投资性资产比例

自 2009 年起，海航集团的扩张蓝图由追求多元化逐步转向国际化方向，同时不停优化其业务版图。到了 2017 年，该公司以流、物流、资金流、信息流四大基础功能为中心，海航集团进一步将业务重心定位在航空旅游、高科技、物流运输和资本投资这四大主要板块。同时，海航集团的全球扩张战略促使其不断投资和收购外国公司。

自 2015 年以来，海航集团共完成了 80 多项收购，杠杆收购总金额超过 400 亿美元。著名交易包括收购德意志银行、希尔顿和英迈等公司的股权，以及纽约曼哈顿中城大厦、路透社总部大楼、旧金山 123 号大厦和芝加哥的摩天大楼。总体而言，该公司遵循的资源配置战略与其资产组合不符，并通过大规模收购国外资产体现了以投资为导向的资源配置方式。

### 3.4.3 利润质量

利润质量指标的重要性取决于收益过程的性质和公司的收益结构。良好利润的质量体现在通过高效的资产管理、健康的市场情况和广阔前景，较强的偿债能力，负担债务的能力，以及为股东提供股息和目标回报以及相应的净资产增长，保持良好的资产保值和价值创造能力。但如果一个企业经营得不好，市场扩张的潜力有限，利润率也很低，即使其净资产增加，也可能被认为是一家更不稳定的企业，面临更高的风险。

表 3.7 海航集团 2013 年-2019 年半营业收入增长率

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入增长率 (%)	19.13	20.92	44.62	92.31	220.8	4.08	-13.65

数据来源：根据海航集团债券年报整理

营业收入的业务性质来看，各业务板块营业收入分布均匀，其中电子产品分销板块是海航集团 2017 年利润的主要贡献点，海航集团的航空主营业务收入略低，企业可能存在脱离主业的情况。

从利润的成长性上来看，海航集团在 2015 至 2017 年期间的营收扩大速度迅猛，至 2017 年达到了 220.8% 的高收益率增幅，其主要原因是 2016 年 12 月海航集团收购的来源于海航科技下属的英迈国际，最主要的服务是 IT 产品分销及技

术解决方案。一般来说，分析一家公司的收入增长率是为了评估其管理地位和市场主导地位，从而预测其未来的扩张潜力。收入的持续增长是公司保持市场竞争力和实现长期增长的基石。

就期间费用构成而言，财务和管理成本相对较高。判断期间费用的质量，不仅要看费用规模，还要看这些费用产生的效益影响。通过 2013 至 2017 年间的财务数据，管理费用和财务费用率在 2015 年达到最高，2015 年公司的付息债务 3000 亿元，占总负债的 87%，15 年的财务费用 120 亿，平均借款利率约 4.8%。海航集团的负债主要是来自付息债务，而不是供应商的占款，海南航空之所以选择这样做，是因为其业务涉及航空、酒店和机场服务等行业，而这些行业主要集中在分散的单个客户和供应商身上，很难在整个生产链上有效地配置资本，因此，公司只能采用成本更高的有息负债融资方式。管理费用的增加是由于 2015 年开始的更大规模的并购重组，2015 年收购地勤服务集团瑞士空港（Swissport）100% 的股权，9 月收购飞机租赁公司（Avolon）100% 股权。自 2016 年以来，尽管支出呈上升趋势，但支出与收入的比例实际上是下降的，这表明海航集团在此期间的成本效益不佳。

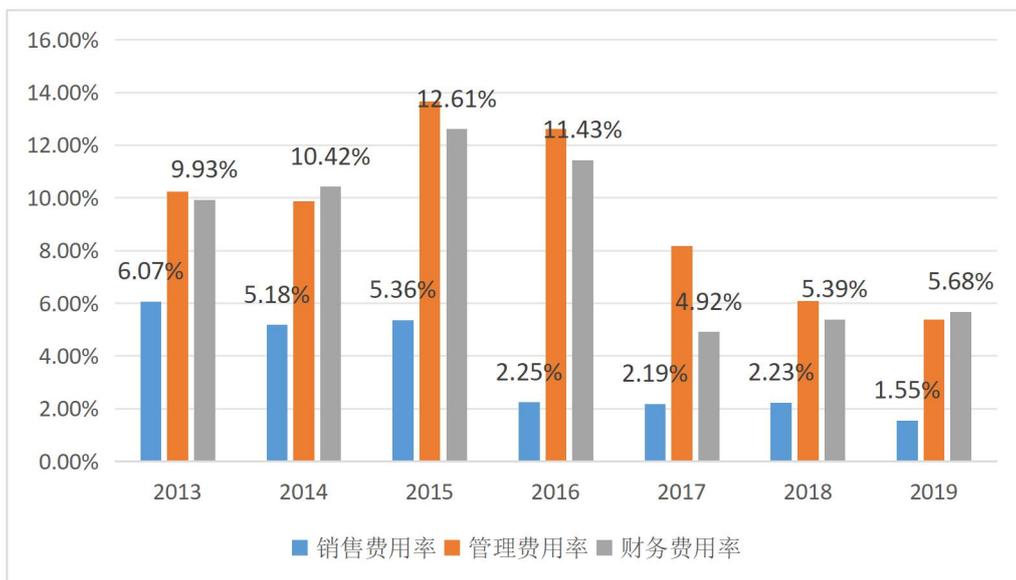


图 3.6 海航集团 2013 年-2019 年半期间费用率

核心利润的含金量采用同口径核心利润与现金净流量来分析。公司的经营成果通常以核心利润来衡量，因此对核心利润产生的现金流进行透彻分析至关重要。

本文通过估算核心利润与经营活动净现金流之间的差额来确定公司的获现能力。然而，鉴于这两种衡量方法在统计方法上的差异，有必要调整核心利润的衡量方法，以确保比较的一致性。

表 3.8 海航集团 2013 年-2019 年半同口径核心利润计算表 单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 半
营业收入	544.17	658.03	9,51.64	1830.08	5870.99	6182.93	2669.44
营业成本	413.39	5,00.24	6,76.37	1429.29	5003.04	5365.45	2357.78
营业税金及附加	10.60	12.87	18.85	16.70	18.70	28.24	8.94
销售费用	33.04	34.07	51.01	41.13	128.57	137.59	41.36
管理费用	55.67	64.90	1,29.93	230.84	479.53	375.07	143.59
财务费用	50.06	68.58	1,20.03	209.18	288.73	332.62	151.34
核心利润	-22.60	-22.62	-44.56	-97.06	-47.59	-56.04	-33.57
所得税费用	11.84	16.90	17.89	26.35	34.92	61.1	15.99
长期待摊费用	25.41	26.45	30.07	35.09	26.95	20.90	17.47
同口径核心利润	-9.03	-13.07	-32.38	-88.32	-55.56	-96.24	-32.09

数据来源：根据海航集团债券年报

同口径核心利润=核心利润+其他价值资产价值摊销+利息费用-所得税费用

由下图 3.7 可知，海航集团同口径核心利润为负数，核心利润，也叫经营利润，是企业经营活动所得的利润，是企业经营成果的主要体现。当企业的核心利润出现负数时，通常说明企业面临着一系列的问题。海航集团经营活动处于亏损状况，但企业营业利润是正值，说明企业利润主要来源于投资收益，进一步佐证主营业务“造血能力”不足的情况。而且经营活动产生的现金流量净额远远大于同口径核心利润，这足够说明核心利润的含金量较低。

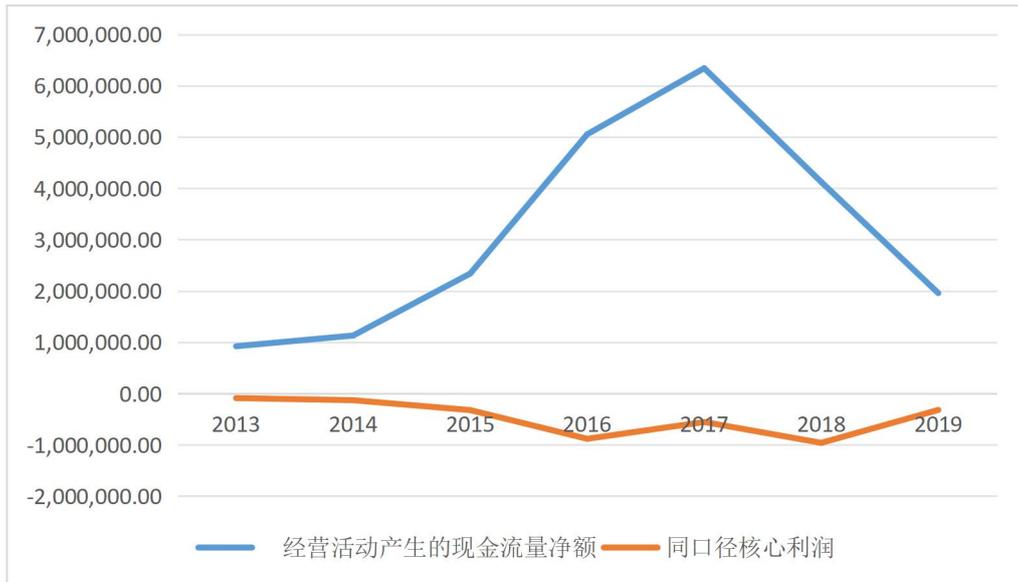


图 3.7 海航集团 2013 年-2019 年半经营活动现金流净额与同口径核心利润

核心利润获现率小于 1，则可能意味着企业的现金流量不足以支持其核心利润的增长。由表 3.9 可以明显看出，自 2013 年至 2017 年海航集团的核心利润和核心利润获现率呈现出逐年递减的态势。2017 年的利润获现率非常微弱，亏损至-1332.25%。通常情况下，利润获现率的减少意味着经营活动的利润降低。若该比率保持在 1.2 至 1.5 之间，则视为较优质水平，进而显示公司的营业利润具有较高的质量。显而易见，对海航集团近年来资产负债表的分析表明，将核心利润转化为实际现金流的效率普遍不高。

表 3.9 海航集团 2013 年-2019 年半核心利润及核心利润获现情况 单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
核心利润	-22.60	-22.62	-44.56	-977.06	-47.59	-56.04	-33.57
同口径核心利润	-9.02	-13.07	-32.38	-88.32	-55.56	-96.24	-32.09
经营活动现金净流量	92.06	112.93	233.69	505.18	634.00	412.29	195.63
核心利润获现率	-407.42%	-499.25%	-524.49%	-520.49%	-1332.25%	-735.71%	-582.75%

数据来源：根据海航集团债券年报

企业净资产负债率通常用于衡量上市公司财务结构的稳健程度。当这一比率偏高时，表明公司的财务结构风险较大，但同时也可能带来较高的投资回报；而净资产负债率较低时，意味着公司的财务风险相对较小，但相应的投资回报也可能较为有限。通过表 3.10 中净资产负债率的详细计算，我们进一步证实了之前的观点，即海航集团的金融性负债较高，导致其资产结构显得极为不稳定。

表 3.10 海航集团 2013-2019 年半净负债率 单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经营资产	2359.99	2811.93	4054.18	7306.12	9407.29	8207.94	7233.05
经营负债	386.45	427.82	504.13	1227.97	1518.23	1953.13	1822.52
净经营资产	1973.54	2384.11	3550.05	6078.15	7889.06	6254.81	5410.53
金融负债	1705.09	2066.86	3032.90	4806.75	5846.79	5599.55	5227.41
金融资产	301.85	414.29	632.90	2848.87	2912.07	2497.18	2263.46
净负债	1403.24	1652.57	2400	1957.88	2934.72	3102.37	2963.95
股东权益	570.30	731.54	1150.06	4120.27	4954.34	3152.44	2738.94
净资产负债率	2.46	2.26	2.09	0.48	0.59	0.98	1.08

数据来源：根据海航集团债券年报

### 3.4.4 现金流量质量

公司的现金流量质量取决于其运营状况和战略实施。如果一家公司的现金流符合其发展战略的要求，其经营现金流与企业创造的利润成正比，并支撑公司战略的实施，那么这家公司就可以被认为是高质量现金流公司。企业的持续运营和成长极其依赖于现金流的健康状态。

经营活动现金流量在运营过程中主要由经济大环境、行业动荡及公司收付款策略等多种因素所决定。经营活动是公司财务活动的重心，因此由此引发的资金流转成为公司经济往来中稳定资金的补给根源，堪称公司的财务造血机制。经营活动现金流在运营活动中的充裕程度直接影响到公司的日常经营和战略的发展。经营活动所带来的现金净流量应当为正值，并且须超过企业核心利润。由图 3.8 可知，海航集团企业经营活动产生的现金净流量呈稳步上升的趋势。但在前文中分析得出，经营活动产生的核心利润远远小于经营活动现金净流量，说明公司回款情况不太好，真实盈利能力有限。

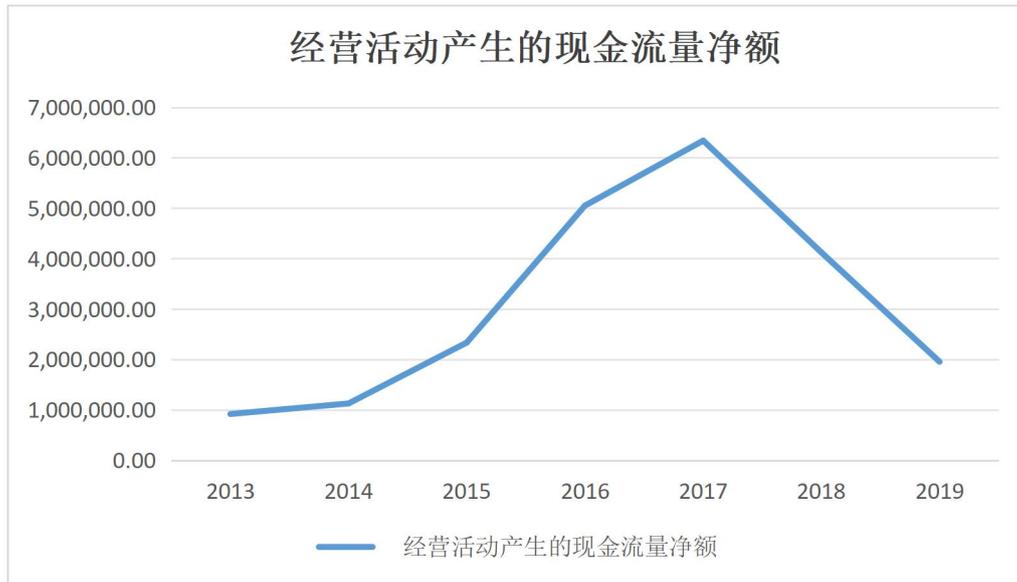


图 3.8 海航集团经营活动现金流净额

投资活动产生的现金流量净额为负数，通常意味着企业在某一期间内用于投资的现金流出多于从投资活动中获得的现金流入。这可能是由于企业购买了大量的固定资产、无形资产，或者进行了其他形式的投资，如对其他企业的收购。这种情况可能表明企业正在扩张或升级生产设施、技术升级等，资金需求量比流入量更大。如果投资现金流量净额长期为负，可能意味着企业的投资计划质量不佳、过于冒险或未能实现预期效益，导致企业财务状况持续恶化。同时，这也可能表明企业存在资金紧张的风险，需要关注债务水平和现金流情况。

表 3.11 海航集团 2013 年-2019 年半现金流 单位：亿元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售商品、提供劳务收到的现金	568.62	650.9	959.16	1897.99	5926.79	6110.46	2504.83
购买商品、接受劳务支付的现金	412.34	477.5	679.96	1325.61	4950.65	5409.88	2168.68
经营活动产生的现金流量净额	92.06	112.93	233.69	505.18	634	412.29	195.63

数据来源：根据海航集团债券年报

海航集团 2013 年-2017 年投资活动产生的现金流量净额均为负数，这是由于海航集团一直在进行多元化扩张。上述资产质量分析显示了海航集团经营性资产的主导地位，此处可以得到印证：海航集团将继续坚持经营主导型战略的态势。

综合以上分析，海航集团的流动性状况符合战略规划，但现金流的不稳定性影响了其整体利润质量。通过对海航集团的资本构成、资本状况、盈利能力和现金流的深入分析，可以更全面地了解其财务状况。首先，公司偏向采用以金融债务为核心的财务杠杆手段，此举导致了公司面临较高的利息支付与债务归还负担，同时，这也对公司的现金流量净值造成了相当程度的影响。其次，公司将财产作为获取贷款的担保或质权，尽管资产因无法偿债而遭受变卖的例子并不多见，但此行为仍旧削弱了公司资产的价值保全能力。再者，公司的主营业务生产的现金流极其不稳固。这种现象虽然在某种程度上可以归咎于行业共有的属性及其背后的因素，然而公司依旧需要确保其主要盈利能力至少维持在正数水平，避免因营业活动现金流入的不确定性带来的振荡，使得尽管账上现金众多，实则整体运行仍亏损的状况。最后，观察公司的投资活动所带来的资金流向，可以推断海航集团以管理为核心、追求多样化并购扩张的策略在近期将持续不变。

## 4 海航集团财务危机的判定及成因分析

### 4.1 基于 Z-score 模型的财务危机判定

在判定企业财务危机时，主要采用的技术方法包括聚类分析、主成分分析、单变量方差分析、杜邦体系分析、Logistic 回归预警模型、Z 得分模型和 F 得分模型等。Z-score 评估法侧重于分析公司的业务表现及资本运作效能，而模式内各变量之数值乃根据数据统计得出的相应指数权值。依据目前的实证分析结果判断，这一模型对公司财务危机能起到有效的警示作用，尤其是在预判断公司陷入困境的前几年时，准确度较高；预测的时间跨度越小，其预测的准确性相应提升。海航集团在 2021 年向法院提交了破产重整的申请，所以 Z-score 模型比较适合海航集团，本文将采用 Z-score 模型来对海航集团财务危机进行判定。

#### 4.1.1 Z 分数模型简介

纽约大学的阿特曼教授采用了多变量统计分析方法，选取了企业的五项财务比率作为因变量，并对它们赋予了各自的权重，以此为基础通过加权的计算方式得出了财务风险评估价值的 Z-score 模型。教授阿特曼精心挑选了破产企业作为调研的数据样本，通过对 22 个财务指标进行数学统计分析，并进一步提炼出五项关键指标，以此来计算公司面临经济困境的可能性。Z 值最初用于制造行业，后经过改良，变得在服务行业同样适用。依据学术调查显示，Z 评分法预测公司倒闭风险的正确率介于 72%至 80%之间，此模型在英国、美国、法国、德国、日本等多个国家被广泛采用。它对中国大型公司在财务危机评价及预防措施的制定上，具有不可忽视的研究价值。

阿特曼依据对上市企业的财务报表分析及对其营运情况的考察，将总资产、总负债、运营成本、销售盈利、税息前利润以及未分配利润等各项指标综合起来，并依此作出相应的调整。考虑到各国经济状况存在差异，还设定了各自的破产临界点来展开比较分析；同时为了适应上市与非上市企业的不同特点，对相关计算公式做了适当修改和更正。通过对 Z 分数的分析结果研究表明：Z 值的减小往往意味着被研究企业面临财务风险的可能性增加。

Z-score 模型公式： $Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.99X_5$ （4-1）

表 4.1 Z-score 模型变量释义及计算公式表

变量	释义	计算公式	意义描述
X1	营运资本/资产总额	(流动资产-流动负债)/总资产	反映资产流动和折现能力
X2	留存收益/总资产	(未分配利润+盈余公积)/总资产	反映资产获利能力
X3	息税前利润/总资产	(利润总额+财务费用)/总资产	反映当前盈利能力
X4	股东权益合计/总负债	所有者权益/总负债	反映资产结构是否合理
X5	销售收入/总资产	营业收入/总资产	反映企业总资产周转效率

数据来源：根据海航集团债券年报

由表 4.1 可见，X1 这一指标主要评估的是公司资产的变现速度，即企业的资产总量以及其变现的效率，若营运资金持续减少，则说明被研究的企业存在资金运转不畅的经济问题，隐含了短期还债的潜在风险。X2 这一指标主要评估的是公司资产的获利能力。留存利润是企业实现的净收益与支付给投资者股息的部分之间的余额，此值越高，意味着公司支付给股东的股息的实力越强。X3 这一指标也称为息税前总资产利润率，它反映的是公司获取利润的效率，与企业的资产的平均总值相关，X3 这一指标的优点在于能够排除因期末资产膨胀而致使指标下降的情况，也能够更为真实地展现公司全年的收益能力。X4 这一指标则能够评估企业资本结构配置的适当性，采用股东权益总额来替换股东权益的账面价值，更能够真实展现企业的价值规模大小。X5 把总资产的营运能力有效地聚焦于经营成效之中，体现了公司全部资产的周转效率，两者间存在直接的正向关联，效率越高则意味着公司的经营业绩越卓越，相反则表现较为逊色。而 Z-score 模型的判别条件如表 4.2 所示。

表 4.2 Z-score 模型判别条件表

Z 值	财务状况	释义
$Z < 1.81$	极差	企业面临着严重的财务危机，破产的可能性很大
$1.81 \leq Z \leq 2.675$	不稳定	表明企业的财务状况不明朗，经营现状不稳定
$Z > 2.675$	良好	企业的财务状况和经营现状良好，发生财务危机的可能性很小

数据来源：根据海航集团债券年报

#### 4.1.2 样本选择

本文主要选择海航集团 2016 年-2020 年的财务数据来计算 Z 值，进行分析。

表 4.3 海航集团 2016-2020 年财务数据

财务数据（亿元）	2016	2017	2018	2019	2020
期末流动资产	295.4	431	551	502.3	662.8
期末流动负债	328.8	681.8	1256.6	1202.5	1788.7
期末总负债	802.7	1233.9	1359.9	1344.3	1868.3
期末总资产	1481.4	1973.5	2047.4	1965.4	1645.8
平均总资产	1367.6	1727.5	2010.4	2006.4	1805.6
期末留存收益	151.9	173.8	132.1	134.2	-516.9
营业收入	406.8	599	677.6	723.9	294
EBIT	47.1	65.5	-55.5	24.1	-713
期末股东权益市值	678.8	739.6	687.5	621.1	-222.5

数据来源：东方财富网

表 4.4 海航集团财务指标数据

财务指标（%）	2016	2017	2018	2019	2020
X1 净现金流/资产总额	-80.1%	-12.7%	-34.5%	36.8%	17.9%
X2 净资产收益率	37.9%	45.9%	44.2%	6.8%	-31.4%
X3 总资产报酬率	17.4%	17.2%	14.9%	1.2%	-43.3%
X4 资产负债率	54.2%	62.5%	64.2%	46.2%	1.14
X5 总资产周转率	29.7%	34.7%	33.7%	36.1%	16.3%

数据来源：根据海航集团债券年报

### 4.1.3 计算结果

本文根据上述 Z-score 模型公式并结合相关财务报表数据,通过计算得出近五年海航集团的 Z 值,具体如表 4.5 所示:

根据图表 4.5 的展示,海航集团在过去五年间的 Z 值波动十分剧烈。虽然 2017 至 2019 年期间 Z 值有所攀升,但依旧未达到 1.8 的财务危险阈值。由此可见,该集团的财务安全问题由来已深,潜在的财务风险巨大,而在 2018 年,Z 值虽有小幅回升,并在 2019 年增至 1.09,此变化暗示集团可能已经意识到了财经危机的爆发危险并开始了积极的防范措施;海航集团于 2018 年实施了完善其内控系统,并通过变卖达 54 亿人民币总额的权益以清偿境内外债市所欠债务,所售权益包括新华航空、海航技术和天羽飞讯全部或部分股权;此外,该集团还通过向银行转账的手段,偿还了其他资金借贷的本金及利息。企业强化对高层管理者和会计专业人员的教育管控,深化运营理念,构建风险预警系统,增强对不规范操作的监督检查力度。

照图 4.5 的展示,海航集团旗下的 X1 和 X5 计划波动幅度较小,而从 2017 到 2019 年,X5 的发展显示出逐渐向好的势头,并带动了资产运用效率的提升。2018 年集团的资金流转速度略微提升,虽然随后三年将现金转化为营收的能力有所下滑,整体而言依旧维持平稳状态。另一方面,X2 和 X3 计划始终呈现递减的趋势,利润能力年年下滑,尽管在 2019 年因实施了积极的财务风险预警手段有所回暖,但改观有限,由此可看出集团运作情况令人担忧。至于 X4 项目则持续增长,股东权益对债务的比重年复一年在上涨,显示出集团资产构成相对稳固。然而自 2020 年起,该公司的主要业绩指标急剧递减,现金流量滞缓,营业效益及盈余的能力急速衰退,资金循环陷入停滞。由于过高的杠杆作用和负债负担、夸张的财务报告和利润表现导致的财务形象扭曲,在疫情冲击下迅速崩解。航线的暂停、资金链条的断裂以及股东构成的剧烈变动使得该集团遭受可能退市的威胁。

表 4.5 2016 年-2020 年海航集团 Z 值表

项目	2016	2017	2018	2019	2020
X1	0.24	0.22	0.27	0.26	0.21
X2	0.14	0.09	0.06	0.07	-0.44
X3	0.10	0.03	-0.027	0.01	-1.43
X4	0.51	0.37	0.51	0.46	0.684
X5	0.27	0.30	0.33	0.37	0.16
Z 值	1.26	0.81	0.95	1.09	-0.816

数据来源：根据海航集团债券年报

据此,可以得出由于连年来的无策略性资本膨胀以及高风险的跨国收购行为累积而形成的财务危机日益加剧,致使外表看似坚实的资金构成实则不稳。持续地通过举债进行资金的筹措和配置,处于一个风险极高的财务循环之中。负债总额的比率一路攀升而企业经营盈利能力的回报却不甚理想,海航集团巨大的资产体量加上短期内难以缓解的资金短缺,导致了其财务风险的全面爆发。

## 4.2 海航集团出现财务危机的成因分析

### 4.2.1 协同效应较弱

公司采取的多元化经营发展策略,本质上是把公司能够管理和指挥的资金资源,在各个关联行业或领域中进行适宜的分配。基于科技、市场以及产业相互关系的基础上实施跨行业或同行业的多元化管理方针,能够促进公司在经营活动中达成协作增效,并由此提升公司的经济实力。通常情况下,我们将协同效应分为三大类别,即运营协同、财务协同以及管理协同。协同作用在商业运作中的显现,体现为一旦实施了协同策略,便全方位提高了生产与经营的水平,例如实现了规模经济,并且削减了制造成本的支出。在企业进行多元化发展时,财务协同作用体现为减少资本支出,优化资源分配,有效解决财务难题,进而增强企业的经济实力并提升盈利水平。

对于海航集团的协同作用，本文选择了具体的、定量的指数，作为衡量其能否充分发挥其优势的标准。当协同效果指数较小时，则表明企业具有某种协同作用。首先，由图 4.1 可以看到，从 2010 到 2014 年，财务协同效应和管理协同效应都在不断地降低，这说明这段时间里，海航集团取得了一些协同效果。从年度报告中可以看出，海航集团在 2010 年之前，一直以发展相关的多元化为主，由上下游链构成的业务板块，将会在未来产生营业收入，这就导致了它们之间的协同效应指数有所降低，从而产生了一定的协同作用。

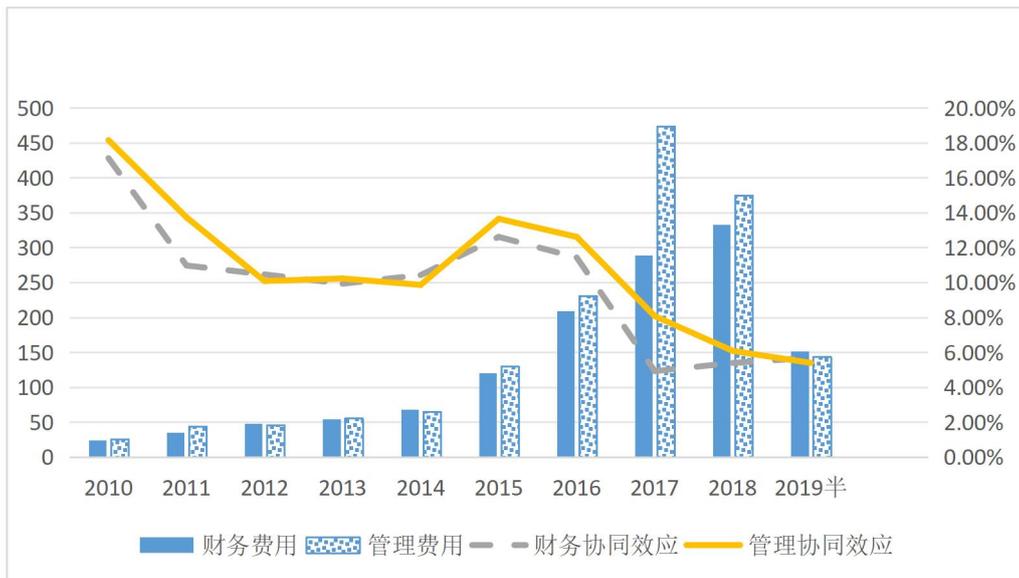


图 4.1 海航集团协同效应指标

接下来，在 2014 年到 2015 年的期间，合作的协同作用有所企稳回弹，开始显现对海航采纳的无关联多样化策略的不良影响。截至 2015 年度，该企业集体扩充了旗下业务版图，纳入了诸如法国的皮埃尔假期和城市公园集团、英伦地标的路透社总部大楼、瑞士 Swissport 公司、巴西的蓝航 Anul 以及航空租赁公司 Avolon 等一系列并购案，由此导致了经营成本相比上一年度有了明显的增加。财务和管理费用随着营收的增加而增加。如图 4.2 所示，为三者的同比增长率，2014 年至 2015 年间，财务费用和管理费用的同比增长率远高于营业收入同比增长率，所以企业协同效应能力在降低。

2015 年至 2017 年期间，协同作用的指标呈现下滑趋势，事实上，这种趋势主要是由于海航集团完成对英迈 Ingram Micro、123 Mission 大楼、卡尔森旅游集团及英国老年人保险公司等的并购活动并纳入其财务报表，这一系列的企业扩

张操作有效促进了海航集团的营业收入显著增长。在 2016 至 2017 年间，公司的营业收入年增长比率显著高于同期财务及管理费用增长比率。另外，考虑到这块非相关性多业务的净利润率已然偏低，大大不及两个合作效益的指数，不难辨认，虽表象看来合作效益的指数有所下降而合作效益看似强劲，实际上合作效益逐步衰减，企业的赢利能力正受到多元化经营的侵蚀。2018 年起，该集团的财务协同指数呈现上扬趋势，这反映了非相关多元化扩张举措对企业群体既未能形成积极且持续的联合效益，也未对提升经营效能产生助益。

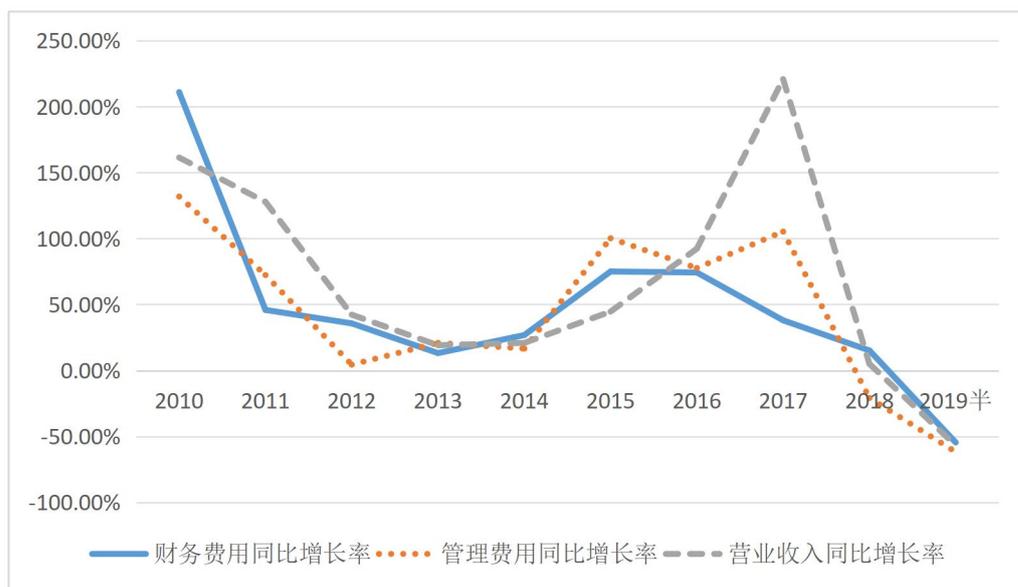


图 4.2 财务费用、管理费用、营业收入同比增长率

最后，分析了盲目无关的多元化扩张，没有考虑到自己的竞争优势和关联，过度追求规模的增长，导致了各个板块间的关联不够密切，业务繁杂但边界不清，执行时对财务风险的作用不够重视，导致了严重的资金压力。海航集团决定以低价出售先前购买的许多与航空企业核心业务关联甚微的资产后，力图重返主业，然而，先前的那场失当的非相关多元化跨界扩张多元化已经给企业埋藏了危机的种子。

## 4.2.2 核心竞争力不强

### (1) 主营业务受损

海航集团执行多元化战略时展现出了较为极端的激进态度，即使这种做法迅速推高了集团的业务多样性，却未能达到预期中的多元化质量水平。海航集团赋予旗下分支各业务领域板块企业极高的经营自由度，不仅督促旗下各业务分支上市企业寻觅适合的业务对标企业，还积极支持下属企业开展合并与收购行动。特别是在经历金融动荡后，海航集团主要借助全球资产估值萎缩的时机，采取低成本并购的策略，快速扩大企业版图，完善企业多元化经营范围。快速多样化的合并与收购策略未能对随后的资源整合与管理予以足够关注，这情况致使许多合并收购案例未能为公司带来资源上的益处或业绩增长。相反，它们反增加了企业的债务负担。在此过程中，海航集团旗下的核心业务——海航控股遭到了其大股东的严重挖空，令这块原本价值颇高的航空资产在重压之下艰难前行。

从图 4.3 中，我们可以看到，海航集团的主要业务—航空运输，在其多元化的过程中，所占比重较小，且呈下滑之势。主营业务的上下游行业，酒店，餐饮，旅游服务，房地产运输趋向于起伏不定。自 2016 年起实施的对电子产品分销等异业务领域的收购活动所引发的落势愈发凸显，而且在 2016 至 2018 年间，收益增长主要得益于电子产品分销行业。但是电子分销产业产生的毛利是否又是足够高呢？

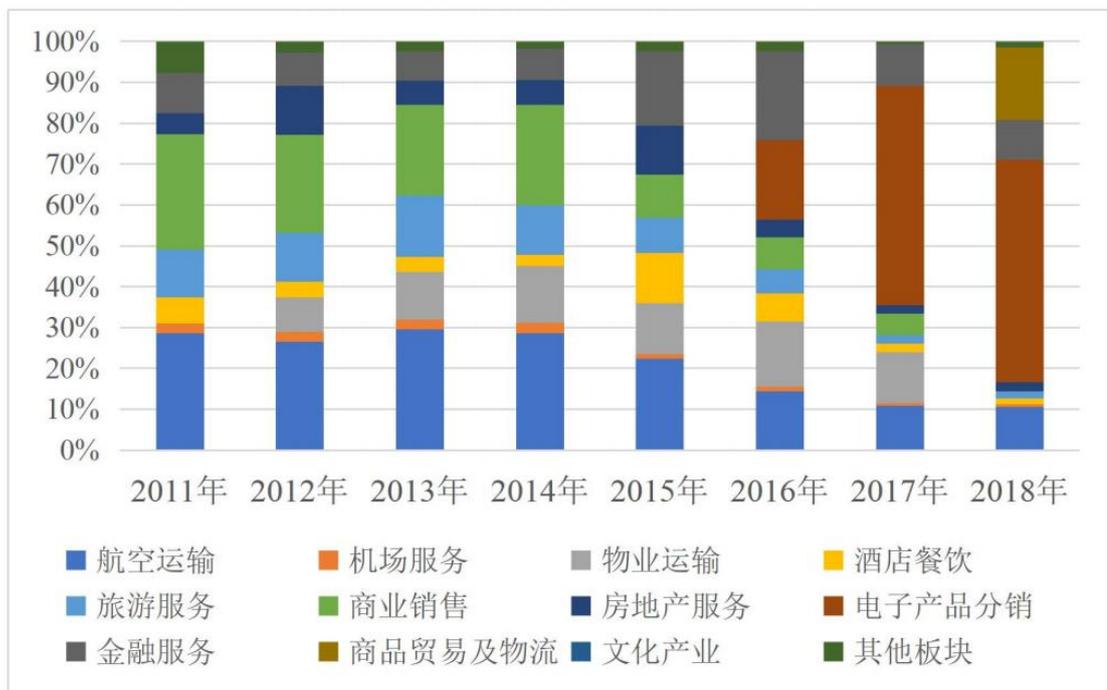


图 4.3 海航集团各板块营业收入结构

从图表 4.4 可以看出，2011 至 2015 年期间，各个行业的毛利润率呈现波动

趋势，从 2015 年开始，各个行业的毛利润率都在降低，只有在 2016 年，只有饭店餐饮行业的毛利润率才出现了明显的反弹。公司的毛利润在 2015 年和 2018 年分别为 28.93%和 13%，下降了 16%。表明，海航集团的多元化经营，不但没有提高企业的竞争力，而且还在不断地弱化主业的竞争力，造成了企业的核心竞争力下降，从而拖慢了公司的发展速度。

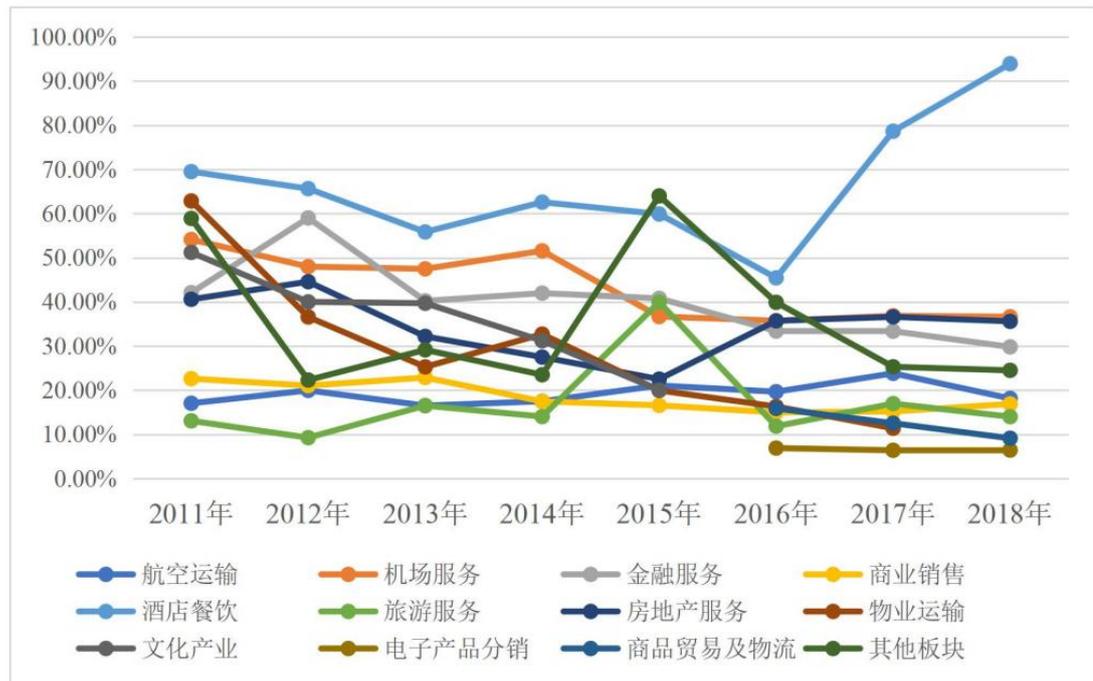


图 4.4 海航集团各业务板块毛利润率变化

## (2) 板块业务盈利能力不足

伴随工业领域的进步与增长，海航集团的经营范围触及了各个层面。然而观察海航集团的经营管理水平，其多元化的业务扩张未能显著增加企业盈利，其中的低质次等资产也未能为公司提供令人满意的贡献。首先观察企业总体的了、净利润水平，海航集团的多元化并购扩充策略并未使集团获得显著的净利润提升，相关数据可参见前述内容中的图表 4.4 所展示的净利润水平趋势变动。再者观察各分支板块业务的实际状况，根据前文分析可知，海航集团超过半数的营收源于其电子分销业务板块，而此板块的主要营收得益于对英迈国际的投资。海航集团投入了高达六十亿美元于此项收购，这也是集团重金投入的一次收购行为。尽管

如此，从毛利润率角度来评估，这个领域的毛利润率并未呈现较高的水平。与所投入的资金相比，收益程度远未达到收购前的投资预期。海航集团以高杠杆收购为前提，所收购之资产的盈利不足以清偿并购债务，势必将激起严峻的财务流动性风险。

### 4.2.3 财务杠杆过高

#### (1) 企业杠杆高

本文以财务杠杆有关的理论为基础，在测算企业财务杠杆数据的基础上，对海航集团现有的高杠杆负债融资模式，进行了更深层次的检验，从而对其集团财务风险带来的负面影响。再与财务杠杆有关的理论相结合，显而易见的是：当公司选择高比例杠杆化进行资金募集，而又缺乏强劲的盈利表现时，这样的行为往往会轻易招致企业财务上的窘迫状态，致使企业陷入财务困境。本章节主要透过计算财务杠杆比例分析海航集团旗下五个典型企业的财务撬动水平，进而评估海航集团所承担的财务风险大小。一般而言，较高的财务杠杆与息税前利润相比，资产报酬率具有较大的弹性。在大多数场合，企业采取的财务杠杆比例越高，其资产盈利能力对息税折旧及摊销前利润的敏感程度也就越强。因此，在研究企业财务杠杆效应的同时，也需要通过对企业负债利率和资产收益率之间的差异进行分析，从而判断在当前阶段财务杠杆的利弊。

如表 4.8 所示，海航集团旗下五家重点代表企业的资产回报率在过去三年内始终没有低于企业的债务利息率。这表明，过去三年内，海航集团所属子公司通过外部举债的方式，并未产生积极的效益。基于这样的前提，若“海航集团”下属企业目前运用了高额的财务杠杆，这无疑会进一步扩大集团整体的财务风险，并进一步加重海航集团的财务困境。因此，本研究将从横向比较和纵向比较这两方面对海航集团旗下这五个典型公司的财务杠杆情况进行深入剖析，进而对海航集团现阶段的财务风险进行评价。

表 4.8 ROA 与债务利息率对比表

	2015		2016		2017	
	ROA	债务利息率	ROA	债务利息率	ROA	债务利息率
海航控股	2.7%	6.8%	2.5%	7%	2.3%	6.2%
渤海金控	1.8%	1.8%	1.6%	2.5%	1.2%	3.4%
海航基础	1.7%	6.7%	1.1%	6.1%	2.4%	5.6%
供销大集	-3.8%	10.2%	2.1%	5.8%	2.8%	4.3%
海航科技	1.9%	2.5%	0.6%	0.6%	1.0%	4.9%

资料来源：根据海航集团债券年报整理

从时间轴的维度分析来看，根据图 4.9 所示，观察到海航集团下属公司在过去三年里的财务杠杆系数一直超过 1。再结合前面所说，这些公司的资产收益率一直都低于负债利率，这说明海航的这五个核心公司正在提高财务杠杆，从而使整个集团的财务风险进一步增加。

表 4.9 2015 年-2017 年财务杠杆 (DFL) 数值表

	2015	2016	2017
海航控股	2.23	2.19	1.44
渤海金控	1.84	2.21	2.95
海航基础	2.38	2.36	1.54
供销大集	0.24	1.28	1.22
海航科技	0.73	1.08	0.66

资料来源：通过海航集团债券年报计算

特别是海航科技和渤海金控这两家公司，它们的财务杠杆比率持续走高，到 2017 年底，这两家企业的财务杠杆已经达到接近三倍的水平。而从它们之前的资产收益率与债务利息率的比较中可以观察到，目前这两家公司面临的财务风险非常严重。即使海航控股和海航基础这两家企业，它们的财务杠杆系数正逐渐走低，然而这一变化主要是因为这两家公司在集团资金链 2016 年年底出现早期波

动时，已经开始通过卖掉旗下实物资产来偿还债务，力图减轻债务负担，降低企业经营风险。这种做法同时也揭示了前期高财务杠杆所导致企业面临的经济风险，现在已经让公司面临着资金的紧张局面。

因此，目前海航集团的融资结构明显隐藏着很大的风险，先不说它对公司资本结构风险指数（Z-score 模型中的 X4）的影响。或是将财务杠杆分析与理论进行了深刻的剖析，这些企业的内在因素，都与海航集团的财务风险逐渐积累，最终导致了财务危机，两者之间存在着不可忽视的内在关联。由此可以得出，海航集团的融资结构中的潜在风险是导致其出现财务危机的内在原因。

#### （2）股权质押、资产抵押风险大

海航集团在资金运作能力备受业界瞩目，尤其擅长股权抵押和以资产为担保的借新还旧策略。但这些策略同样悄然削弱了公司偿还债务的实力、抵御风险的能力以及资产流转的灵活性。

表 4.10 2017 年海航集团旗下 A 股上市公司股权质押情况表

	质押笔数	质押比例
海航控股	257	37%
渤海金控	115	60%
海航基础	30	57%
供销大集	120	74%
海航科技	136	33%
海航创新	28	29%
海航投资	76	22%
凯撒旅游	70	58%

资料来源：根据海航集团债券年报整理

从表 4.10 可以看出，截止到 2017 年 12 月 31 日，所有与海航集团有关联的 A 类上市公司都已进行了质押，且一共质押了 830 笔，单单是海航控股就有 250 多次笔质押。并且该公司利用旗下未上市企业的股份作为直接或间接抵押，筹措的资金总额已超过一千亿人民币。而且其中一些公司所抵押的股份占比甚至超越

了百分之五十。股权抵押的规模与资金量的提高，会间接加剧公司整体上的风险水平。这是由于，若该公司的股票因抵押而发生剧烈跌落，其后续的资金募集活动也会相应受限，并因此提升其后续债务筹资的成本。此外，公司还需面对可能发生的强制平仓危机。观察海航集团近期在市场上的成绩，旗下质押的这多家企业在过去五年的时间里，它们的股票价值普遍都出现了下滑的现象，特别是那五家承担较高外债的上市公司，大多数的股票价格甚至没有超过3元。鉴于海航集团长期实行债务滚存的策略以确保资本流动性，并依靠股权抵押融资引起的资金规模波动，这种做法有可能激化其财务风险，从而触发财务危机。

基于上述分析，海航集团当下的资产流转不畅成为了其面临流动性危机的根本诱因。海航集团如今面临的资金周转不灵与变卖资产能力差问题，本质上不仅因为公司的债务筹资手段相对冒进，也与其经常借助资产抵押来融资有关，这进一步削弱了公司的资金流动性。海航集团以资产质押的方式获得了融资，因此，除了凯撒旅游和海航科技，其余六家上市公司的资产质押比例都在20%以上。据财报显示，被抵押资产是用来偿还债务的。渤海金控在海航集团各实体中，因其重资产质押与融资金额都相对较高而成为一个标杆案例。该公司的主要做法是购买飞机后以此进行资产抵押贷款，并采用所谓的“一机两吃”方式复贷。然而，这类策略实质上削弱了公司资产的周转能力，进而加剧了其在面临财务危机时的脆弱性。同时，采取以资产作为担保的有限融资途径，也可能导致公司一旦财务出现问题，其资产变现的实力因受限而降低，从而深陷资金筹集的恶性循环，继而不得不寻找成本更高的融资方式，进一步加剧债务压力。综上，海航集团所实施的双重筹资手段实际上削弱了公司的债务清偿和风险防范力度，同时减缩了资产变现的灵活性。这还导致了一旦公司财务出现问题，便难以迅速解决，从而提高了公司面临财务困境的风险。

#### 4.2.4 缺乏权力制衡机制

长期以来，派系斗争和内部控制一直是公司治理中的一个问题。虽然出于监管目的，理论上支持权力分享和制衡，但是，在实践中内部控制仍然是客观存在的，它严重地影响了企业的正常运作和发展。

一直以来，陈峰和王健的股份都是相等的，这也使得他们在海航的管理团队

中处于平等的位置。尽管如此，集团的不断扩张似乎加剧了两位高层在企业规划与决定制定方面的分歧，激化成公然分派对峙。内部权力的角逐变成了阻碍海航进步之路上的障碍。公司上层领导之间的不和谐现象揭示了海航自久以前就存在的内部控制不足问题。为了掌控集团的绝对领导地位，2016年《阳光宣言》的颁布引发了集团派系间的激烈对立，达到了冲突顶点。企业高层纷纷支持王健，齐心协力对陈峰进行边缘化和压制。未来两年时间里，针对集团及其子公司的管理层，王健带领的团队对集团内部实施了广泛的人力资源重组。领导层大抵将心力花费在了团体内的派别争斗和权势角逐之上，却未将焦点放在提升企业的绩效上。职员们不得被迫选边站立，表示自己的忠诚，这使得他们无法专心致志地投入到本职工作中，反而被卷入公司之间的权力纷争。这类内部的斗争不但挥霍了集团众多资源与抢占市场的宝贵时机，同样也让管理层分心，未能及时应对海航早期已经出现的各种问题。这番混乱的一幕终于在2018年王健在海外巡视时意外身亡时划上句号，那时的海航正处于外部压力和内部分歧的双重打击下岌岌可危。在以利益最大化为目标的市场竞争中，企业变成了以个人意愿为中心的政治组织，在企业中产生派系之争、领导公然争夺话语权等现象，与公司治理的本质背道而驰。

## 5 对航空运输行业多元化经营战略的启示

### 5.1 适度多元化扩张

只有理性和适度的创新开发,才能更好地发挥企业的协同效应。一方面,要达到管理上的协同作用,需要关注自上而下的企业管控结构,彼此间实现相互制衡。经营层应当决策涵盖以下方面:挑选具有关联性的产业来执行资源合并,判断这些产业是否能在短期内为公司创造超出成本的收益,并考虑到潜在的机会成本。纵然遭遇意外状况,企业也不至于血本无归。在激励实践过程当中,必须强化内控机制,执行责任分担体系,指定专人负责管理公司的多元化发展,并根据情况作出相应的调整。高管人员的充分参与,可以有效地降低企业内部的信息不对称性,有利于制定和实施公司经营决策。另一方面,管理层在执行管理职责时所带来的财务协同效应,会导致企业管理开支的增加,而一旦开展筹资活动,相应的财务成本也将随之产生。在进行资金筹集活动时,企业需仔细权衡债务的本金与利息负担,因为昂贵的利息率可能带来沉重的财务成本,进而使得企业的财务效应指标攀升,财务效应也因此无法充分体现。

### 5.2 保障核心竞争力

当企业的多元化经营扩张超出某一临界点,过度多元化扩张时,它所掌握的有限资源很难足以维持过多经营项目的顺畅发展。而且,资源的过分分配可能会削弱公司核心业务的市场竞争力。作为要进行多元化经营的企业,须慎重考虑企业固有资源、管理能力及团队运作效率等因素,以决定其适合的业务多样化水平,以避免冒失的拓展招致资源耗散和运营败北的危险。对于初探多业务拓展领域的公司而言,应当妥善调控业务扩展的步伐,将主营项目稳固为经营的核心。鉴于主业是维系公司正常运作的最根本保障,公司必须确保其不受过重负担,避免因此遭受严重的经济损失。对于多元化经营初期公司而言,应当妥善调控业务扩展的步伐,将主营项目稳固为经营的核心。鉴于主业是维系公司正常运作的最根本保障,公司必须确保其不受过重负担,避免因此遭受严重的经济损失。针对那些

业务拓展过度，种类繁多的公司，管理层需要迅速实施集中化的策略，剥离那些对公司利润贡献微薄的多余资产，确保核心业务的稳健运作。

在考虑到个案公司过去的扩张行为对资产流动性、风险抵抗力、利润水平和创造现金能力的影响之后，本文认为在企业发展的道路上，要避免盲目地进行多元化扩张。从本文分析的案例看出，当经济走势呈下降趋势时，企业若采取与核心业务无直接关联的扩张策略，由于整合力度不够，在经营上可能导致所获利润无法弥补成本开支，且企业将不得不面对不同领域固有的种种风险。鉴于海航集团内部架构紧密连结的特点，这显然加剧了公司的风险承担。因此，在企业拟定扩展规模之际，必须随时留意周遭环境的动态转变。当经济形势向好之际，即便整合工作并不出色，企业的扩张收购行为亦可能引致适度的现金流正面反应。然而，这种情况在一定水平上也容易让扩张中的企业对市场失去敏锐度，进而开始盲目追求“规模扩张”。若是处于这般状况之中，公司若忽视了大环境的猛烈变动，未能适时中止其发展步调，反复无视风险而进行膨胀，将会为己埋下重重潜在风险。多数情况下，企业为了补偿并购所付出的成本，会寄希望公司能产生的协同效应。然而，如果企业盲目地进行扩展而未能有效地合并资源，那么它很可能变成了一个外表庞大却内在空洞的体系，难以有效地发挥作用。

### 5.3 优化融资结构

海航集团所遭遇的此轮财务危机，部分原因可归咎于它的资金筹措方式失当及其连绵不断的债务。这家集团的融资结构不当，亦在很大程度上削弱了它的偿还债务的实力，同时对企业资本架构的风险性（在 Z-score 模型的 X4 中体现）产生了重大影响。结合当前财务危机起源方面的研究统计资料，这些原因在当下很多公司中或多或少也存在。故此，其他公司应确保其融资结构的合理性以规避财务危机，并且对于运用负债循环策略所隐含的风险保持警觉。

通过前文研究，可以清晰观察到海航集团旗下的各家公司普遍存在对债务金融杠杆使用过量的现象。MM 定理表明，在某种意义上，债务融资可以推动公司整体价值的提升，但公司目前的投资收益率是否高于负债融资的成本也是一个重要因素。如若不能，债务比例的无节制提高，不仅会降低公司价值，还会提高财务风险。经过以上探讨，本文作者观察到大部分情况下，海航集团的融资途径主

要依赖银行存款、发行债务工具或以资产作抵押，以及股份抵押来实现高额资金筹集。然而，这些方法不仅条件限制众多，也带来了增加系统性风险的缺陷。比如，公司一旦遭遇逆境，这些类型的资金筹措手段会遭受较为严重的打击，结果使得公司难以迅速筹集资金来缓解资金流动性的困难。因此，无论是海航集团还是其它公司，都应谨慎规划财务构造，慎防对任何一种独特融资渠道的过分依赖。在企业成长的各个阶段，应当根据其自身的发展需求，灵活选择多元化的资本筹集方式，以拓展融资的途径，并分摊融资过程中可能出现的各项风险。就海航集团来说，它在运用负债筹资的时候，应当评估其投资收益对于所承担债务费用的抵偿程度，并且应考虑增加非公开发行股份等权益融资手段，以此来降低融资过程中的风险。

通过海航集团的案例分析，我们也可以观察到它采用的高负债筹资方式所具有的利弊并存特性。由于使用高比例负债的金融策略导致海航集团 Z-score 评估体系内 X4 指标数值下降，此举不仅削弱了企业偿还债务的能力，也增加了资本构成的风险程度。虽然这种策略最初助推了海航快速壮大，却也使其陷入了财务困境的深渊。因而，在公司采纳以高债务杠杆策略拓展业务范围的同时，还需要建立一个能够及时了解公司金融风险程度的有效的风险管理机制。例如，Z 评分模式或逻辑模式可以被用于跟踪公司当前的财务指标的变化。同时，公司在运用高比债务融资时，也要注意其投资回报率和融资成本之间的相互关系。假如企业目前的资产回报率低于其财务成本，企业便应避免选用加重负债程度的手段来筹措资金，从而避免加剧公司所面临的风险。

在推进多元化战略的实践中，需对众多资金的需求谨慎而且恰当地运用财务杠杆，债务总额应与公司的总体偿还能力及盈利水平相适应，防止过高的债务负担引致资金流动性紧张而面临财经风险。企业领导者须对公司的还债能力有明确的了解，以免在财务操作中采取过于冒进的策略。此外，企业在进行跨领域发展的过程中应当调整其资金筹集方式，防止因为高额债务而产生的资金流转困难，同时应当关注债务构成的紧急性，以免固定债务比重过重导致财务风险。最后，企业应当规避像海航集团那样依靠债务循环膨胀自身业务的作法，缺乏持续性的多元化并购融资方式给其带来日益上升的财务风险负担。

## 5.4 完善公司治理机制

在海航集团积极多元化扩张案例的背后，是一片混乱的企业管理。复杂的所有权层次及业务纠缠使得该公司的多元化策略规划缺乏明确性，以及在实施上趋向于冒进且不够细致。所以，企业如果决定实行多元化战略，就必须严肃对待公司治理结构，建立健全的权力平衡系统，并且在关键的多元化并购行为中实施全面和严谨的项目评估程序，以防权力集中和决策过程的草率。此外，企业在发展多样化战略时需适时整顿旗下各业务单元，确保各分支机构间的组织架构井然有序，杜绝各个部门、不同经营地区各行其是的情况发生。企业在发展多元化扩张的同时，亦需构建起高效的财务风险预防机制，以便对公司的经济健康状况进行实时且精确的估量，这是预防企业滑入财务困境的重要策略。

## 6 研究结论与展望

### 6.1 研究结论

通过对海航集团各项业务的分析,本文认为:海航集团的多元化发展,经过了一个整体发展、转型和调整的发展时期,2011-2014年取得了一些经营方面的业绩。但是,从2015年起,海航进入了一个高速发展的时期,公司的财务业绩和经营业绩都很差,导致公司出现了流动性危机,被迫出售资产,重回航空产业,公司的多元化也宣告失败,最后导致了公司的破产。

纵观海航集团的多元化发展历程,可以发现其失败的主要原因在于:一是其涉足行业较多,各行业间相关性较弱,存在较弱的协同效应。其次,海航集团从航空产业中剥离出多种经营方式,将太多的资金投入到了利润不高但规模大的行业中,不但拖累了总体收益,而且给集团的“造血机器”——海航控股逆向向集团输血,侵蚀了企业的核心竞争力。另外,海航集团为筹集资金,一方面过分依靠杠杆融资,违反了国家的去杠杆政策,破坏了公司的负债平衡;另一方面,高的抵押资产比率会导致资产的流动性下降,同时也会影响到对银行的信贷额度,这使得海航集团需要支付很高的利息来融资,从而增加了公司的债务负担,同时也增加了公司的财务风险。并且海航集团内部缺乏权力制衡机制。

综上,海航集团的多元化经营是失败的,失败的多元化扩张战略使得海航集团走上破产重整的道路。通过分析,本文总结出海航集团在多元化经营中所遭遇的问题,归纳产生问题的原因,得出多元化经营是企业迅速发展的途径之一,但企业需根据企业实际情况制定合理的扩张战略。本文对其他意图开展多元化经营的航空企业提供借鉴意义。

### 6.2 不足和展望

由于研究层次和内部数据的局限性,研究中难免会出现一些问题,如对企业经营战略的认识不足、分析不够。另外,本文在运用Z-score模型来评价海航集团的财务危机时,并未考虑将所建立的模型应用于公司的适用性。文章中的错谬之处,敬请各位学者批评。

## 参考文献

- [1] Aggarwal R K,2003, Samwick A A. Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered, *Journal of Finance*,58(1),71-118.
- [2] Ailian Zhang. Shu yao Wang. Bai Liu. Jing yuan Fu. The double-edged sword effect of diversified operation and post-loan risk in the government-led Chinese commercial banks[J]. *North American Journal of Economics and Finance*. 2020. 54-59.
- [3] Altman E. Financial ratios, discriminant analysis and the predication of corporate
- [4] Ansoff H I. Strategies for diversification [J]. *Harvard business review*, 1957, 35(5): 113-24.
- [5] Ansoff H.I. *Corporate Strategy*[M].New York: Mc Graw-Hill,1957:12-21.
- [6] Asquith P , Gertner, Robert H , David S , Scharfstein. Anatomy of Financial Distress:An Examination of Junk-Bond Issuers[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(3):625-658.
- [7] Barton S. Diversification strategy and systematic risk another look[J], *Academy of Management Journal*, 1988.
- [8] Barton S. L., Gordon P.J. *Corporate Strategy and Capital Structure*[J]. *Strategic Management Journal*,1988,9(6): 623~632.
- [9] Beaver W H. Alternative Accounting Measures as Predictors of Failure[J].*Accounting Review*, 1968, 43(1):113-122.
- [10] Berger ,P.G., and E. Ofek. Diversification's Effect on Firm Value[J].*Journal of Financial Economics*, 1995, (37):39~65.
- [11] Collett N , Pandit N R , Saarikko J. Success and Failure in Turnaround Attempts. An Analysis of SMEs within the Finnish Restructuring of Enterprises Act[J].*Entrepreneurship and Regional Development*, 2014(5):123-141.
- [12] Deakin E B.A Discriminant Analysis of prediction of Business Failure. *Journal of Accounting Research*,1972(3):167~169.
- [13] Edward I. Altman. *The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminan*

- t Analysis[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(1):193-194.
- [14] Fitzpatrick P J. A Comparison of Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Firms[J]. Certified Public Accountant. 1932,2:26-35.
- [15] Gilson,S.C. Management Turnover and Financial Distress[J]. Journal of Financial Economics,1989(25):241~262.
- [16] John,Kose .Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities : A Survey and a Research Agenda [J].Financial Management, Autumn 1993 (7):76~78.
- [17] Lewellen W. G. A Pure Financial Rationale for The Conglomerate Merge [J]. Journal of Finance, 1971, 26(2):512~537.
- [18] Liang D, Tsai c f, Wu HT. The effect of feature selecti onon financial di stress prediction[J].Knowledge-Based Systems, 2015,73:289-297.
- [19] R Rumelt ,Suategy, Structure and Economics Performance , Harvard University Press, 1974.
- [20] Whitaker R B. The Early Stages of Financial Distress[J]. Journal of Economics and Finance, 1999, 23(2):123-132.
- [21] 戴德明,邓璠.信息不对称与多元化折价关系研究——来自中国沪市上市公司的证据[J].财经研究,2008(04):82-92.
- [22] 符树衡,雷辉.高管团队特征与非相关多元化战略的匹配关系研究[J].财会通讯,2016(33):78~81.
- [23] 和丽芬,朱学义,王传彬.内部控制质量与财务困境恢复——基于2007年-2011年沪深 A 股 ST 公司数据[J].经济经纬,2014,31(01):118~123.
- [24] 贾良定,张君君,钱海燕,崔荣军,陈永霞.企业多元化的动机、时机和产业选择——西方理论和中国企业认识的异同研究[J].管理世界, 2005 (08): 94- 104 +172.
- [25] 康荣平,柯银斌.多元化经营的战略模式(下)[J].企业改革与管理, 1999, (07): 22-23.
- [26] 李伟豪.分享经济形势下的相关多元化战略初探[J].中国集体经济.2018(24):7 - 9.

- [27] 林丹楠,李珊珊,肖世龙,张德育.基于长短期记忆神经网络的企业财务风险预警模型研究[J].南京理工大学学报,2021,45(03):361-365+374.
- [28] 刘冀生.企业经营战略 [M].北京:清华大学出版社,1995.
- [29] 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.
- [30] 柳建华.多元化投资、代理问题与企业绩效[J].金融研究,2009(07):104-120.
- [31] 芦笛,王冠华.农业上市公司的财务风险预警研究---基于因子分析法和聚类分析法[J].会计之友,2019(24):79-83.
- [32] 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(17):41-44.
- [33] 聂丽洁,赵艳芳,高一帆.基于现金流的财务危机预警指标体系构建研究-基于我国制造业上市公司数据[J].经济问题,2011(03):108-112.
- [34] 彭韶兵,邢精平.公司财务危机论[M].北京:清华大学出版社,2005.
- [35] 钱爱民,朱大鹏.财务报告文本相似度与违规处罚——基于文本分析的经验证据[J].会计研究,2020(09):44-58.
- [36] 冉渝,李秉成.货币政策、过度投资与财务困境[J].财会通讯,2017(03):3-7+25+129.
- [37] 沈洁. 企业多元化战略的协同效应分析 [J]. 经济与管理, 2009, 23(2): 49-54.
- [38] 王明虎,章铁生.资本结构波动、利率市场化和企业财务困境[J].审计与经济研究,2016,31(05):81-90.
- [39] 吴芄,顾婷婷,李晓等.盈余管理策略与财务危机的关系研究——基于持续经营审计意见和特别处理的视角[J].东南大学学报(哲学社会科学版), 2017, 19(02): 77 -91+147.
- [40] 谢周平.企业多元化战略的文献综述[J].企业导报,2015,(11):168-169.
- [41] 徐朝辉,周宗放.管理者过度自信对企业信用风险的影响机制[J].科研管理,2016,37(09):136-144.
- [42] 徐业坤,陈十硕,马光源.多元化经营与企业股价崩盘风险[J].管理学报,2020,17(03):439-446.

- [43] 余浪,李乐,李秉成等.管理者能力、宏观经济周期与企业财务危机——基于调节、路径与预警的分析 [J/OL]. 软科学:1-11[2022-03-21].
- [44] 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(09):73-77.
- [45] 张新民.偶发原因致企业临时性财务危机:特征与对策[J/OL].财会月刊 2020: 1-5
- [46] 周首华,杨济华,王平.论财务危机的预警分析-F分数模式[J].会计研究,1996(08):8-11.
- [47] 祝继高,齐肖,汤谷良.产权性质、政府干预与企业财务困境应对——基于中国远洋、尚德电力和李宁公司的多案例研究[J].会计研究,2015(05):28-34+94.

## 后 记

时间如白驹过隙，在兰财的三年时光即将结束，也意味着学生时代即将结束，在此刻，思绪万千。回顾我的研究生生涯，首先要感谢父母对我无条件的支持，不管是考研深造还是未来工作规划，一直在背后默默支持；其次我要感谢苏老师，三年期间，老师认真负责的工作态度时常激励着我，让我对自己严格要求，一直在进步；最后我要感谢我的同学们，在成长的道路上相互鼓励，互相帮助，三年来收获了最美好的同学情谊。