

## 案例使用说明：

# 流动性触礁，海航“归航”

### 一、教学目的与用途

1. 适用课程：本案例适用于《企业战略管理》、《风险管理》等课程中有关于企业融资、流动性风险相关内容的教学与讨论。

2. 适用对象：本案例教学对象为 MBA、EMBA、全日制研究生和本科生，同时还适用于企业高级管理人员的培训课程。

3. 教学目的：本案例描述了海航集团从疯狂扩张到陷入流动性危机再到抛售资产以求自救的全过程，引导学员思考其扩张逻辑及存在的隐患，并对企业如何进行流动性风险管理问题进行深入探讨，希望达到以下目标：

（1）加强理论应用能力。在学习融资理论及流动性风险理论之后，通过案例的方式向学生介绍以上知识点在海航集团的实际情况，学习海航早期的资本运作手段，有助于进一步深入理解相关理论，培养学生应用知识的能力。

（2）提升战略分析能力。通过探索海航流动性危机的爆发根源及自救失败原因，引导学生全面地看待企业的发展战略及扩张路径，培养其更长远的目光。

（3）培养学生行业预判能力。宏观来看，本文以海航集团这一个案例为缩影，通过小见大的手法引导学生去思考在全球化大环境下企业应该如何预防和应对流动性危机。微观来看，引导学生预判海航集团未来的发展方向并总结企业扩张相关的启示。

### 二、启发思考题

- 1、结合企业融资理论，分析海航集团万亿规模是如何炼成的？
- 2、结合海航集团早期的融资战略，谈谈流动性危机爆发的根源是什么？
- 3、爆发流动性危机时，海航集团是如何进行“自救”的？
- 4、海航“自救”失败的案例对其他企业应对和预防流动性风险有何启示？
- 5、海航集团接受海南政府的“他救”之后，未来能否再次“启航”？请结合海南岛建设自由贸易港政策谈谈您的看法。

### 三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标来灵活应用本案例，为使案例的启发思考题、理论知识点、案例情节与教学目标相互对应，这里提出本案例的分析思路与步骤，仅供参考。通过案例正文情节的阅读，对海航集团流动性危机爆发根源进行深入的探讨，对企业融资、流动性风险相关内容进行梳理，应用相关理论知识引导学员分析案例中呈现的关键问题，以实现相应的教学目标。分析思路如图 1 所示：

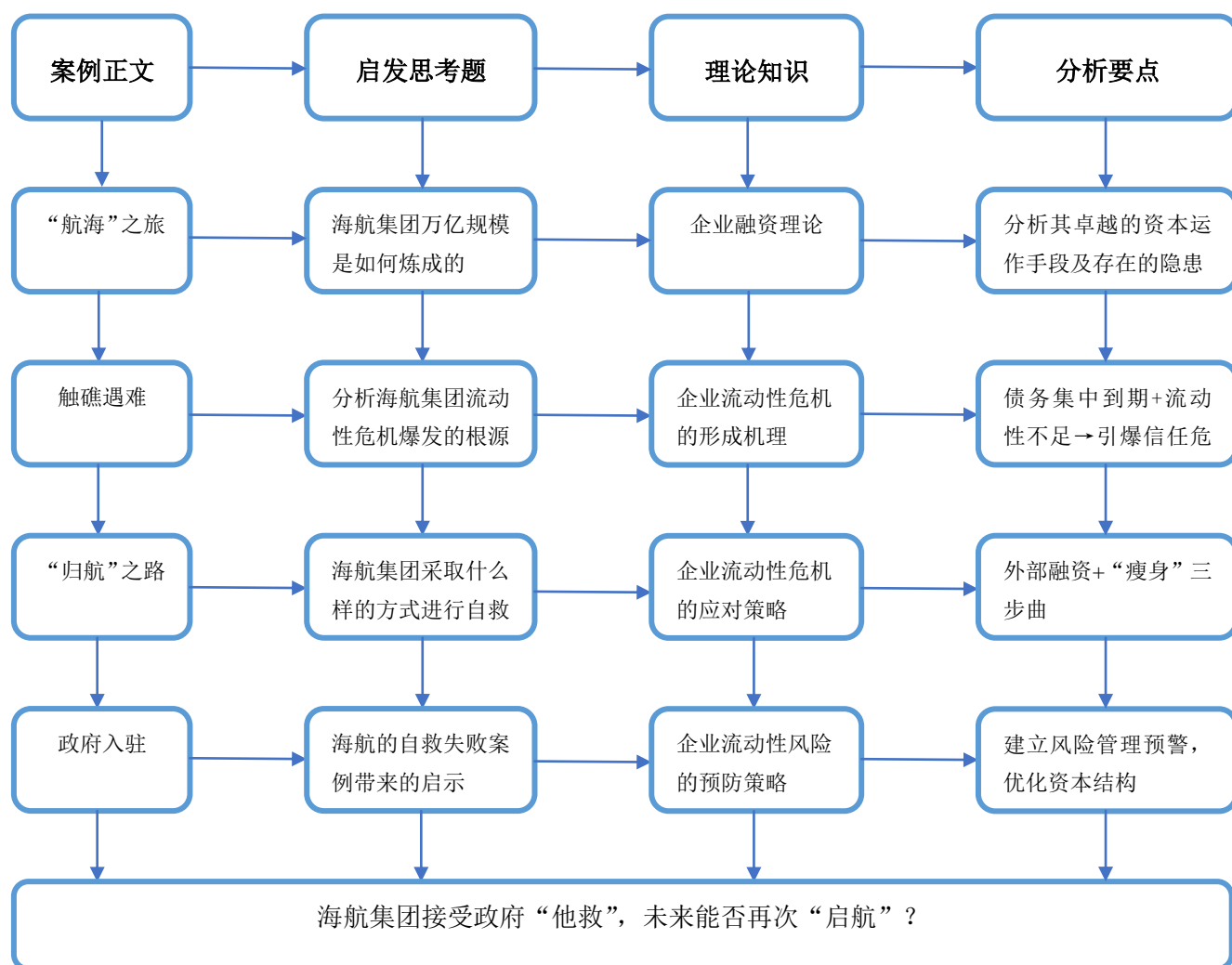


图 1 案例分析思路导图

### 四、理论依据及分析

使用该案例时，教师可能需要用到以下相关理论，并且希望学员掌握相关理论知识，能结合理论对具体情况进行分析和决策。

**启发思考题 1：**结合企业融资理论，分析海航集团万亿规模是如何炼成的？

## 【理论依据】

## (1) 企业融资

从狭义来说，企业融资是一个企业的资金筹集行为和过程。而从广义上来说，就是企业货币资金的融通，企业通过各种方式到金融市场上筹措或贷放资金的行为。企业融资的划分方式有很多，不同学者基于不同的视角进行了以下分类：根据资金是否来自于企业内部，可将融资划分为内源融资和外源融资；根据资金运用及归还年限，可划分为短期融资及长期融资；根据融资过程中资金的运动渠道，可划分为直接融资及间接融资；根据企业融入资金后是否需求归还，可划分为股权融资及债券融资；根据资金来源和融资对象，还可划分为财政融资、银行融资、商业融资、证券融资和国际融资等（Gurley J. G. 和 Shaw E. S, 1960）。

## (2) 我国航空企业常用的融资方式

航空业属于资金密集、技术密集、风险密集型的产业，行业本身的特点决定了航空公司运营资金需求量大，负债率居高不下，我国航空企业常用的融资方式主要有三种，分别是租赁融资、银行贷款及证券融资（徐公达，2004）。

## ① 租赁融资

飞机租赁是航空企业拓展融资渠道、优化资本结构的重要手段，租赁类型多种多样，按其性质不同可分为经营租赁、融资租赁，按出租人资产来源不同可分为直接租赁、转租赁、售后回租等（姬楚，2002）。融资租赁与经营租赁这两种租赁方式在航空业均被广泛运用（见表1），东航、南航及国航这三大航空均通过自有购买、融资租赁与经营租赁这三种途径购买飞机，而海航则主要采用自有购买及经营租赁这两种方式，融资租赁所得的飞机数量仅占机队总额的6.93%（芮春枝，2018）。

表1 截至2020年12月31日四大航空机队结构<sup>1</sup>

|      | 自有  | 占比     | 融资租赁 | 占比     | 经营租赁 | 占比     | 总计  |
|------|-----|--------|------|--------|------|--------|-----|
| 海南航空 | 98  | 27.14% | 25   | 6.93%  | 238  | 65.93% | 361 |
| 东方航空 | 285 | 39.31% | 246  | 33.93% | 194  | 26.76% | 725 |
| 南方航空 | 296 | 34.14% | 261  | 30.10  | 310  | 35.76% | 867 |
| 中国航空 | 286 | 40.92% | 207  | 29.61% | 206  | 29.47% | 699 |

<sup>1</sup> 资料来源：四大航空2020年年报

由于我国融资租赁起步较晚，直至 2007 年国内融资租赁业才进入到几何级增长时期，目前国内飞机租赁融资仍属于纯财务租赁方式，即简单的直接融资租赁。而在国外，不同国家存在不同玩法，如美国进出口银行担保支持下的财务租赁、欧洲出口信贷支持下的财务租赁、法国优化租赁等，这些新型融资方式结构复杂、交易环节多、税务优惠多、涉及面广，关联主体不仅有出租公司、航空公司和飞机制造商，还会涉及出口信贷贷款行、商业贷款行、投资人、抵押品担保人等（黄尉，2005）。

## ② 银行贷款

银行贷款是航空企业非常重要的一个资金来源，银行贷款按信用程度可以分为信用贷款、担保贷款和票据贴现。信用贷款是指借款人凭借自身信誉获取贷款，不需要提供任何担保；担保贷款指以第三人为借款人提供相应的担保为条件发放的贷款，可以是人的担保也可以是物的担保，包括保证贷款、抵押贷款、质押贷款，其中最为常见的为飞机抵押贷款。

## ③ 证券融资

证券融资分为股票融资及债券融资两种方式，是指在由中介机构组成的中介服务系统的支持下，资金赤字单位向资金盈余单位发售有偿证券所实现的资金融通活动，如上市融资、私募融资、增资配股、股权私募融资、发行可转换债券、公司债券、超短期融资债、境外公开发行的美元债券等。

### （3）不同融资方式的使用条件及优缺点

表 2 不同融资方式的适用条件及优缺点<sup>2</sup>

|      | 适用条件                          | 优点   | 缺点  |
|------|-------------------------------|--|---|
| 租赁融资 | 公司融资能力受限，资金流动性不足的企业           | ①到期还本负担小，提高企业资金流动性<br>②筹资速度快、限制条款少<br>③设备淘汰风险小，租赁期限大多为资产使用期限的 75%            | ①资金成本较高<br>②不能享有飞机残值<br>③固定的租金支付构成一定的负担   |
| 银行贷款 | 企业经营状况稳定，偿债能力强，信誉状况良好         | ①资本成本低，银行贷款利率相对较低<br>②银行资金充足、来源稳定，只要企业能够通过贷款审查，一般都能及时获取所需资金                  | ①贷款门槛高，银行对企业资质、信誉、成长性要求高<br>②往往需要抵押物或第三方的担保，到期还款压力大<br>③贷款额度有限，能拿到多少贷款额度取决于公司自身实力 |
| 证券融资 | 符合一定融资条件，并报国务院证券监督管理机构核准通过的公司 | ①灵活性强，公司可以通过资本市场调节自身资本结构<br>②市场空间大，资金量大<br>③资金使用期限长，长期债券通常为 10 年以上，股权融资具有永久性 | ①限制条件较多，要求定期披露公司信息<br>②资本成本高，到期还款压力大，公司的控制权可能会被稀释<br>③易受资本市场不确定性因素影响              |

## 【案例分析】

中国没有人能看懂海航，海航当家人陈峰的在创立海南省航空公司（海南航空前身）初期，就只获得了 1000 万元财务资金，之后就凭这点“只够买个飞机零部件”的钱通过飞机融资租赁的方式撬动 6 架飞机，打通了 15 条国内航线，创造了企业发展的成功范例，成为融资界一段永久流传的佳话。

然而，这并非海航故事的全部，它从一“出生”就带有浓厚的资本运作烙印，而在后来的发展历程中，其令人眼花缭乱的资金运作手段更是堪称一代奇迹，开启了海航风云三十年，“融资为王”的时代。

回顾海航的融资历程，它总计采用了十三招融资术获取资金，分别有租赁

<sup>2</sup> 该表根据王慧（2013）、杜燕（2015）及蔡淮（2017）相关知识点的阐述上进行梳理而成

融资、股权质押融资、上市融资、新三板融资、海外融资、债券融资、信托融资、P2P 平台融资、银行融资、内部融资、票据融资、土地融资等，融资方式多样，几乎市场上所有的手段都用到了。由于“地方”出身的海航相比于拥有“国有”背书的其他三大航空来说起步较晚，且当时国内民航业早已形成了三足鼎立的局势，海航创立初期的发展不被公众看好，在银行贷款及股票市场的融资之路受到了重重阻碍，再加上海航产业的特性，上游是一些零散的供应商，下游是个人消费者，公司难以进行上下游的资金占用，无奈之下只能选择高成本的担保债务融资，通过高财务杠杆运作进行举债扩张，日常背负着巨额财务费用及还款压力。

海航集团的规模能够如滚雪球似扩张的“核心机密”是它的连续杠杆收购战略，其中，最为典型的资金运作模式是其车轮式滚动的股权质押融资。以其上市子公司——渤海金控为例，集团依赖少量自有资金及大额举债的方式来收购具有高收益性、资产优质特征的目标公司渤海金控，收购完成之后，将它的股权质押给信托公司或者银行获取贷款资金，用于偿还到期债务或作为下一次并购孙公司的资金，到期解押后，再找一家信托公司继续质押，无缝衔接，在一系列的资本运作中，渤海金控的股份一直被当成质押筹码在无数家信托公司与银行中辗转数次，为集团带来源源不断的资金，长此以往，海航旗下的子公司及孙公司数量越来越多，“海航系”版图不断向外延伸，逐步覆盖航空、酒店、旅游、地产、零售、金融、物流等多种业态，最终扩张成为一个万亿资产傍身的商业帝国。该融资运作手段与海航创立初期采用的飞机抵押贷款放大杠杆的原理相似，通过多层并购形成六个层级的下属子公司，再利用“投资层级”的乘数效应将杠杆放大到 1:200 倍，最终形成一个仅以少量自有资金为底点苦苦支撑千亿级债务的倒金字塔结构，其高明之处在于用自己少量的资金不断地呼风唤雨，依靠资本市场和上市公司的力量融资套利，进一步壮大海航实业的发展，可以说海航的成功完全归因于它深谙资本运作的奥妙，精通商业融资手段，是中国资本市场的成功范例和缩影。

**启发思考题 2：**结合海航集团早期的融资战略，谈谈流动性危机爆发的根源是什么？

**【理论依据】**

**(1) 企业流动性风险**

如果资产能够很快地以最小价值损失和最低的交易成本转化为现金，则该资产具有流动性，即一个企业若能偿还到期债务则具有流动性 (Sartoris W. L. 和 Hill N. C., 1994)。而流动性风险是指企业资产不能正常和确定性地转移为

现金，或企业债务和付现责任不能正常履行的可能性，即资产变现能力不足引发的现金不足、现金不能清偿债务的风险（袁业虎，1999；Holmstrom 和 Tirole, 2000）。

## （2）企业流动性风险的形成机理

流动性风险与信用风险、货币风险和经营风险相比，其成因更加复杂和广泛，通常被视为一种综合性风险，它的产生除了因为企业的流动性安排不完善之外，经营、信用、现金等风险领域的管理缺陷同样会导致企业产生流动性风险。企业流动性风险的形成机理有以下几方面内容（施琴和孟枫平，2008；武睿和朱颂东，2018；张佳，2020）：

①过度交易：当一个企业迅速扩张时，它可能会以超过其财务资源允许的业务量进行经营，从而达到过度交易，具体表现为片面地追求生产和销售规模，增加固定资产、存货、应收账款等难以变现项目的资金使用，导致企业缺乏维持正常经营所需的现金流。

②融资成本高：自 2010 国家推行紧缩的货币政策以来，银行贷款门槛提高，民间借贷利率也一路飙升，企业融资难、成本高。许多中小企业为了生存，只能不惜成本借贷，如若不能确保资金项目的高收益，它们将难以到期还本付息，只能拆东墙补西墙，陷入资金流转的恶性循环之中，产生流动性风险。

③资本结构不合理：通常情况下，企业高级管理层都持有公司较高比例股权，他们即希望做大企业、积累财富，又担心其控制权被削弱，加上我国资本市场发展尚不完善，主板和中小板 IPO 发行审核制度均采用核准制，门槛高、程序繁琐、限制条件多，许多企业更倾向于负债融资，使得企业资产负债率高，一旦市场利率变动、经营业绩不佳导致现金流不足，企业会发生偿付困难，甚至破产。

④外部环境变化：外部环境的不断变化也会引起企业流动性的不确定性，比如物价上涨，原材料成本上升，应收账款占用资金增加，消费需求减少，固定资产难以变现、企业资金链断裂等都会不利于企业获得流动性。

## 【案例分析】

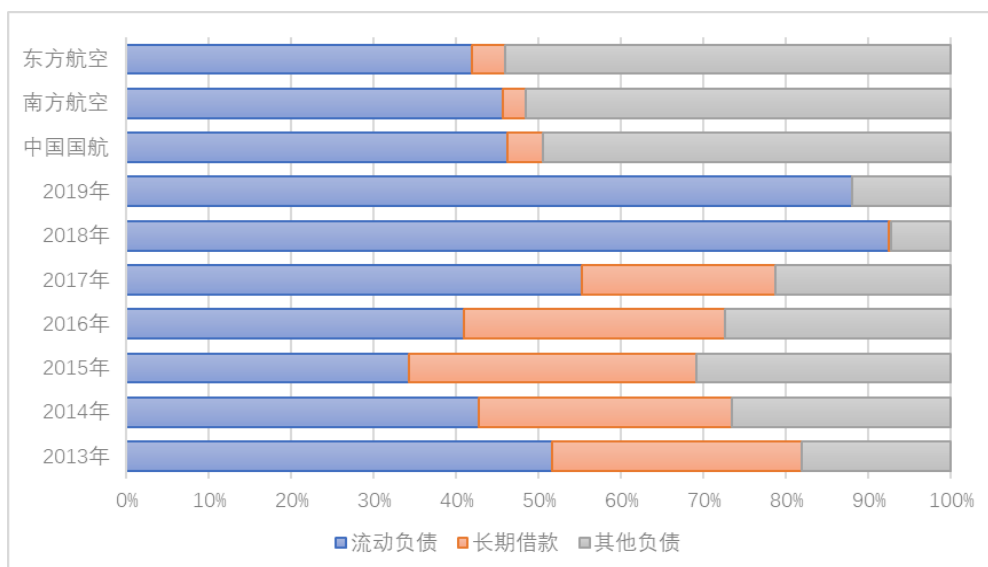
冰冻三尺非一日之寒，造成海航当下局面的不是某一次失败的决策，而是多个冒险激进的扩张战略、多次巧夺天工的融资技术及突如其来的 2019-nCoV 共同造成的，如集团盲目的多元化战略加速了核心能力的侵蚀，使得航空主业在受到新冠疫情的冲击下资金链出现断流，如其令人眼花缭乱的海外收购计划带来了大额的资金消耗却没能带来预期的高回报收益，又如连续杠杆收购战

略使得集团日常背负着巨额的还款付息压力，需要精心做好资金流筹划才能够及时还款及维持日常营运，不敢有一丝松懈，加大了风险管控难度。以上种种都由对海航步入深渊起到一定推动作用，但其流动性危机爆发最本质的根源却是曾助它走上巅峰的资本运作属性。

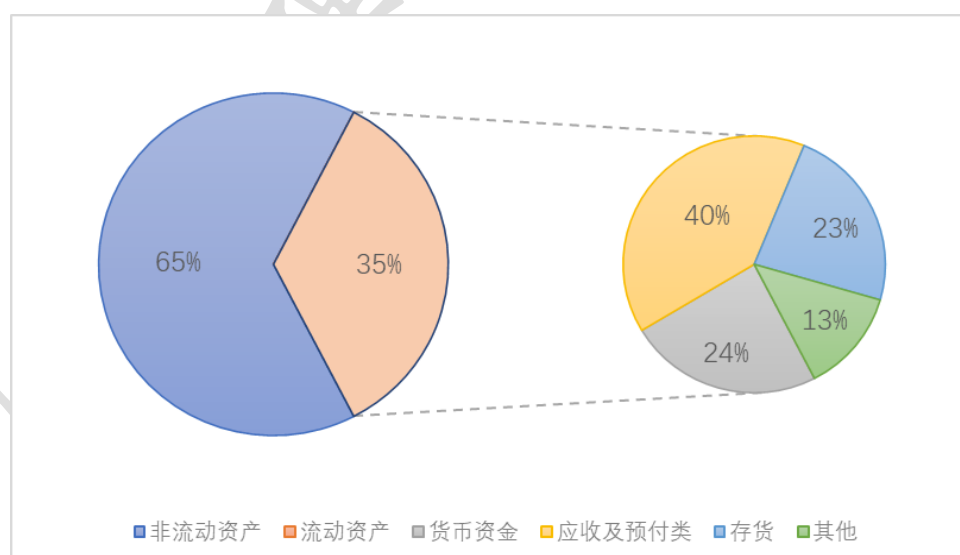
“成也融资，败也融资”，海航集团昔日通过杠杆融资撬动了多少资金，如今也就意味着要归还多少债务。其杠杆收购、举债扩张的发展模式使得海航能够在航空业“三足鼎立”的格局下杀出一条血路，跃身四大航空，并不断做大规模，成为巨型跨国集团，与此同时也给集团带来了千亿债务，为流动性危机的爆发埋下了“种子”。海航集团的举债扩张模式使其资本结构不甚合理，资金大多源于有息债务，公司日常需要支付高额的利息费用及背负较大的还贷压力，资金链常年紧绷，直至 2018 年巨额债务集中到期，而集团流动性资金不足以偿还债务且资产变现能力差，导致集团债券违约引爆信任危机，致使其在资本市场举步维艰、融资能力大幅下降，流动性危机进一步升级，至此集团陷入了“资金紧张-信用违约-融资困难-资金更加紧张”的恶性循环之中，流动性危机触发的一系列连锁反应最终使公司元气大伤，为昔日玩转杠杆融资付出了惨痛的代价。

海航集团流动性危机归因于其资本结构不合理，权益性融资少且有息债务占比高，而引爆危机的导火线是 2018 年集中到期的巨额债务。从负债结构来看（见图 2），东航、南航、国航这三大航空一半以上的负债源自于上下游的资金占用或是其他经营性负债，该类负债资本成本低，还款压力也较小，代表它们在供应链上有着较强的竞争优势；而与之相比，海航集团的负债大多由短期借款、应付债券、长期借款等这一类的负息债务组成，且负息债务的规模在逐年增加，还贷压力越来越大，特别是在 2018 年集团长期负债锐减，长期借款、应付债券、长期应付款等款项集中到期，导致流动性负债突增，流动性负债占比高达 92%，引爆债务危机。



图2 截至2019年海航集团负债结构图<sup>3</sup>

与“纷涌而至”到期债务相对应的，是海航手里没有充足的货币资金可以立即付现，资产流动性较差，资金链紧张，现金资产不足以归还全部债务，陷入了流动性危机。从海航集团资产结构来看（见图3），其资产总额高达9806亿元，流动资产达3411亿元，占比35%，其中可用于直接付现的货币资金却只有819亿元，占流动性资产的24%，仅占总资产的8%，流动性资产大多由应收、预付、存货等这一类需要变现的款项组成，它们的获现时间长，流动性较差，故集团只能通过紧急变现资产和处置非主业板块来回笼资金，才能够及时弥补债务缺口。

图3 截至2019年海航集团资产结构<sup>4</sup>

<sup>3</sup> 东方财富网披露的海航集团有限公司公司财务数据

<sup>4</sup> 东方财富网披露的海航集团有限公司公司财务数据

### 启发思考题 3：爆发流动性危机时，海航集团是如何进行“自救”的？

#### 【理论依据】

#### 企业流动性危机应对策略

面对流动性危机，如果企业能够制定合理的应对策略并有效实施，就能迅速从这场危机中走出来，将损失降到最低，防止企业陷入“资金紧张-经营困难-收入下跌-资金更加紧张”的恶性循环之中。刘汝军（1998）提出要求保险赔偿、注入资本、变现资产、举借债务、债务重整、寻求合并及破产这 7 项风险应对措施；恽刚（1998）提出进行破产清算、引资入股、收购与兼并、债务重组、托管；武睿和朱颂东（2018）则是在以上基础上提出应在经营方面减少开支、加速收入和债权的回款速度。总的来说，流动性危机的风险应对策略大体分为融资策略和经营策略这两个方面：

##### （1）融资策略

化解流动性危机最直接、有效的一个办法就是拓展外部融资渠道为企业注入资金，如进行股权融资及债券融资。

① 引资入股：企业通过引进新的资金扩充股本，增加自有资本的充足率，改善资本结构，缓解流动性不足问题，起死回生，同时新入股股东参与企业管理，以改制为契机，建立一套更有效的新机制，有利于提升企业管理效率。

② 债权融资：积极拓展债务性融资渠道，通过银行贷款、发行债券、民间借贷等方式获取资金为公司“输血”，如有政府支持也可向国家政府寻求帮助。

但通常而言，一旦企业流动性出现断流，其外融资将会受到较大限制，得不到投资者的信任，此时企业还可以求得债务人的谅解、要求进行债务重组。与债务人协商重新安排债务还款事宜，如将债务转为股权、延迟还债、减免债务或出让资产偿还债务等，从而为企业赢得一段缓冲时间来改善经营，获取更多的利润用于还债。但在进行重组协商之前，企业首先要有一套切实可行的还债及改善经营方案，必要的话还需找一个有资格、有实力的单位机构来提供担保。

##### （2）经营策略

爆发流动性危机的企业首先会在融资层面积极获取资金填补流动性，同时在日常经营过程中会严格把控营运成本，做好开源节流工作，而当以上两种方案都不足以填补资金需求时才会考虑变现资产，一旦企业开始大规模处置资产甚至是抛售主业优质资源，证明它正处于“弹尽粮绝”的非常时期，面临着较为严峻的生存困难，即使最终能够“起死回生”，存活下来，但其透支未来的生

产能力的“自救”方式将给公司的可持续发展带来不可逆的负面影响。在经营方面采取行动化解流动性的难度较大，且代价较高，主要有以下三个途径：

①开源节流：公司应将有限的资源用于关键领域，调整及精简公司的业务板块，剥离效益低下、耗用较大的非主业板块。与此同时还应做好开源节流工作，把钱花在“刀刃”上，将宝贵的财源集中管理，严格控制开支，并实施全过程的成本控制，从各个环节削减开支。

②盘活资产：企业会将资产进行质量分类，一类是引发企业流动性危机的不良资产，通常会被优先处置，直接抵给愿意接受的债务人，另一类是极易套现、经营效益好的优质资产，它们通常是企业的主要收入来源，不到万不得已的情况下不会被抛售。

③回收债务：企业在发生流动性危机的同时，也存在许多呆账烂账，如账面上存有大额应收账款或持有信用不良公司的债权，故通过追债回流资金用于还债也不失为一种补救方法。制定合理的追债奖励机制，按追回的债权金额提取奖金和评定功绩，激励追债人向债务人攻关，回收债权，必要时可借助法律手段加大追债力度。

### 【案例分析】

为化解流动性危机，海航集团首先也是考虑采取外部融资的方式获取资金弥补现金流缺口，通过控股子公司发债还债，如天津航空、鹏翔航空、香港航空等通过发行超短期融资券、可续期公司债券以及境外美元债注入资金，但从最终获取的融资数额来看，该途径并没有取得较好的成效，原因是自集团爆发流动性危机之后，违约案例层出不穷，商业信誉大打折扣，耗尽了投资者的“海航信仰”，社会公众不再愿意为其千亿债务买单。

虽然海航在资本市场上举步维艰，但由于其出身海南岛，优质的航空资源能为海南自由贸易港的发展加速助力，且“海航系”成员覆盖范围较广，关联方众多，一旦倒台会带来较大范围内的金融系统性风险，所以海航集团的背后有海南省政府在为其苦苦撑腰。在海南省政府的牵头推动之下，国内各大商业银行均为海航提供援助，纷纷增加授信额度并降低贷款利率，同时以国家开发银行为首的银团为其补充了累积 181 亿元的现金流。但考虑到海航集团目前面临着较大的财务风险，银行在放贷时规定了诸多限制性条款，要求银行贷款资金仅用于维持航空主业的日常运转，切断了贷款资金用于归还债务的可能，且各大银行能够提供的资金相比于巨额债务来说只是杯水车薪，最终，在集团积极进行外部融资之后，巨额债务黑洞还是没有得到有效填补。

表 3 流动性危机爆发后海航集团的外部融资历程<sup>5</sup>

| 日期         | 融资方式                        |
|------------|-----------------------------|
| 2017-03-29 | 控股子公司天津航空有限责任公司发行超短期融资券     |
| 2017-10-23 | 全资子公司海南航空（香港）有限公司境外公开发行美元债券 |
| 2018-04-28 | 全资子公司海南航空（香港）有限公司境外公开发行美元债券 |
| 2018-11-24 | 控股子公司天津航空有限责任公司发行公司债券       |
| 2018-11-30 | 向以国家开发银行为牵头行的银团贷款 75 亿人民币   |
| 2019-06-12 | 向国开行海南分行申请贷款 57 亿人民币        |
| 2019-10-31 | 控股子公司云南祥鹏航空有限责任公司申请发行公司债券   |
| 2019-12-13 | 向国开行海南分行申请贷款 49 亿人民币        |
| 2019-12-14 | 全资子公司海南航空（香港）有限公司境外公开发行美元债券 |

借不到钱，就只能变卖资产。海航集团的“瘦身”策略主要分为三步，第一步去地产业化，出清房产板块：2018 年海航的出售清单上资产总额高达 3000 亿元，海航集团疯狂甩卖国内外的房地产存量及商业开发项目，逐步缩小海航地产业务；第二步去金融化，剥离金融版图：在金融监管的持续高压之下，海航主动退出企业征信业务及 B2C 业务，并转让四大支付牌照之一的新生支付，剥离跨境支付业务，实现去金控化；第三步股权重组，聚焦航空主业：接受各地方政府及事业单位的定向注资用于维持航空产业的日常运转，以“减持股份、输出管理”的模式仍保持对旗下航空子公司的经营管理权，但其控制权在被不断稀释。

出清非航空产业、盘活资产是海航集团填补债务窟窿的主要资金来源，它通过不停地“卖卖卖”，将千亿资产打包抛售，最终将鼎盛时期的六大支柱板块“瘦身”至“两主+两辅”的业务结构，朝着“聚焦主业，健康发展”的目标不断前进。

**启发思考题 4：**海航“自救”失败的案例对其他企业应对和预防流动性风险有何启示？

#### 【理论依据】

企业流动性风险的预防策略

<sup>5</sup> 海航集团重要公告

虽然流动性危机是最难控制的一种综合性企业风险，但它不是突然出现的，它是一个逐步积累的过程，其爆发也是有迹可循的，因此企业可以针对其形成机理在事前进行预防和控制，对形成流动性危机的隐患及其发展趋势进行监测、诊断与预控，提前预防流动性风险。具体预防策略如下（安基塔·泰尔吉，2011；王倩，2012；赫连坡，2020）：

### 1、建立完善的财务预警系统

在流动性危机出现之前，企业如果能够及早发现财务危机信号，寻找危机根源并及时提出防范措施，就能够有效规避风险、化解危机。因此，企业财务人员通常需要关注财务报表静态指标透析，以发现企业流动性风险的“蛛丝马迹”，或是建立完善的财务预警系统对相关财务风险变量进行实时监测，一旦触及预定风险，系统自动拉响警报，再根据不同的警报设置不同的应对预案，提前预知风险，提前解决问题。

### 2、强化企业现金流量管理工作

在现金流数额方面，企业规模越大，对营运资金的需求越大，对资产流动性的要求也会大大提升，所以公司在扩张过程中应注意企业规模是否与资产流动性相匹配问题。另外，企业还应建立好动态的流动性头寸管理工作，实时监控可用资金与资金需求之间的变化，制定月度现金收支滚动计划，做好资金回笼及资金需求规划，将一段时间内的回笼资金与资金需求进行匹配，并通过调整企业资金头寸来弥补资金匹配差异，防范资金链断裂风险。

### 3、严格控制企业资本负债水平

目前我国大多数企业陷入流动性危机都是由资本结构不合理、企业负债率高引起的，过分依赖负债扩张的企业日常需要背负较高的还款付息压力，企业财务风险大大提升，一旦流动性负债规模大大超出企业的偿债能力，必会导致债务违约，触发流动性危机。因此在企业未来收益不确定、风险可控情况不明朗的情况下，企业在事前应当强化财务约束，抑制投资冲动，做好融资规划，严格把控负债规模，防范流动性风险。

### 【案例分析】

进行深入分析我们可以发现，虽然集团在流动性危机爆发后立即进行止血自救，但奈何债务规模过于庞大，心有余而力不足，自救失败的根源在于海航自身资本结构存在较大问题，资产负债率一直处于高水平状态，再加上公司内部缺乏完善的风险预警机制，高管人员流动性风险管理意识不强，在巨额债务集中引爆时，集团没有科学、完备的应对方案能够及时控制流动性困境带来的

不利影响，使得危机波及整个集团甚至“海航系”的子子孙孙，海航元气大伤，即使最终“断臂求生”，无止境地抛售优质资产，也没能实现成功自救。从海航自救失败的历程中，我们可以得到以下几点警示：

### （1）完善风险管理体系，增强风险预判与检测

随着海航业务规模的扩张，其资产负债率也在不断攀升，流动性风险越来越高，早已存在危机爆发的“蛛丝马迹”，但却没有引起高管人员的足够重视，集团层面仍在放大杠杆、举债扩张，直至 2018 年债务危机集中爆发再遇上疫情突袭，海航资金链全面崩盘，最终步入深渊。

企业在发展过程中，应注重提升全体员工、高管人员的风险防控意识，充分考虑黑天鹅事件引发流动性风险的可能性及严重程度，打造全流程、前瞻性强风险管理机制，全面提升应对突发事件的应急处理能力、风险预判能力、风险检测能力及风险防控能力，同时应随时关注市场流动性、资本市场融资情况、资产变现能力、客户信用风险、行业发展状况等外部因素带来的影响。

### （2）优化资本结构，鼓励权益性融资

从本案例来看，海航集团前期倾向于通过有息债务获取资金，同时还进行短贷长投，借债还债，借力杠杆融资，连续抵押贷款，这必然使得其仅以少量自有资金为底点苦苦支撑千亿级债务的倒金字塔结构岌岌可危，带来较大的财务风险。

企业应根据自身风险承受能力及风险偏好设置一定债务额度指标，一旦超过该限值就应采取相关措施改善资本结构，更多地采用内部融资、权益融资、发行永续债或可转债等方式进行融资，增强资本的抗风险能力。

### （3）分级偿还债务，积极与债权人协商

2017 年流动性危机爆发以来，虽然海航“暴雷”不断，相关的违约事例层出不穷，但根据市场投资者的反响来看，13 海航债的“耍流氓”行为才是彻底激怒公众、引爆信任危机的导火索，强行展期的第二天市场骂声一片，海航公信力大幅下滑，其他海航债遭到市场集体抛售及数次停牌，股票价值大幅缩水。虽然危机爆发时企业没有能力归还全部债务，不可避免会发生信用违约事件，但“此”违约非“彼”违约，不同的违约类型以及对债权人的致歉诚意都会给公司信誉带来不同程度的影响，故企业在危难时期“选择”违约何种类型的债务以及如何与债权人协商求得谅解也是一门必修的学问，而海航显然没有深谙其中的奥妙。

企业应对资金项目进行分级管理，对于一旦违约就会对企业信誉造成极大

伤害的项目应给予优先考虑，在无法偿还所有债务的条件下，只能通过分级还债的方式使集团信用损失最小化。同时，在债券违约已成定局之后企业应积极寻求投资者的谅解，进一步协商，重新安排还款事宜或提供担保，而不应强制展期，侵犯债权人的利益，引发众怒，带来更加严重的后果。

**启发思考题 5:** 海航集团接受海南政府的“他救”之后，未来能否再次“启航”？请结合海南岛建设自由贸易港政策谈谈您的看法。

由于海航集团早在疫情爆发前就已在资金问题上连接“暴雷”，如大额“海航系”债券违约引来骂声一片、因拖欠航油费面临断油威胁、拖欠飞机租金导致飞机被扣留、拖欠员工工资等等，2017 年以来，坊间流言四起，或认为海航集团最终将被政府接管成为国资航空企业，或旗下航空子公司——天津航空、首都航空、祥鹏航空等将从“海航系”剥离，被驻地政府接管，或被国航、南航、东航这三大航空集团拆分重组，公司的每一个举动都会被有心人士放大剖析，海航的命运何如备受瞩目。

我认为海航集团最终被政府接管，转变成一个地方国资航空的可能性最大，但其聚焦航空主业的步伐仍不会停止，与航空无关的资产仍会被处置以偿还债务。

#### (1) 被政府接管，成为国资航空企业

2020 年 2 月 29 日“海南省海航集团联合工作组”成立，海南省政府进驻海航集团，全面协助、推进集团风险处置工作。部分经济学家认为，该举措与海航集团会被海南政府接管的预测不谋而合，目前海南省国资委仍是海航控股的实际控制人，虽然以陈峰为代表的海航高层也通过多个平台控制着剩下的大部分股权，但相关内部人士爆料，根据商定结果，集团高层将减少持股，在公司保留象征性的管理高层职位，从而将海航彻底转变成一个地方国资航空。

首先，海航之于海南，正如水之于鱼，在一定程度上，它们属于命运共同体关系，海南省政府不会对海航坐视不管，更不会放任其被三大航空瓜分。深耕海南 25 载，伴随建省、办经济特区成长起来的世界 500 强企业，“海航”这两个字在海南人民心里的分量与情感是无法言喻的，它代表了海南建省以来的荣光、是海南民营企业的一面旗帜、也是海南人民奋斗精神的传承，在海南几乎找不到第二家能够与之匹敌的本土全球化品牌，这是海南省政府为之倾入大量心血及资金的原因，也是在集团宣告自救失败后海南政府果断进驻协助的原因。

其次，虽然突如其来的疫情对航空业造成了较大的打击，但长远来看航空运输业仍然会是一个能够稳定持久发展的行业，并且会带来持续大量的现金流，

特别是与海南国际旅游岛的发展定位非常契合，其航空资源优势能为海南自由贸易港的建设助力，因此海航在安全渡过流动性危机之后未来发展还是可期的，国家给予的海南国际旅游岛与中国特色自由贸易港的优惠政策对于海南省和海航集团来说，是一次全新的机遇与挑战。

再者，海航命运如何不仅关系到海航的生死存亡，还关系到海南政府、众多债权人以及海航数十万员工的利益。一旦海航被瓜分清算，政府就会失去自由贸易港建设所要依托的优质航空资源及国际航空枢纽、债权人面临千亿坏账、数十万名员工惨遭失业，全省经济建设将会遭受重大打击。

虽然海南省政府派相关人员进驻集团之后，海航方面一再强调：该举动仅为“减负”，并非“接管”，集团控股权并未发生法律上的转移和变化，陈峰仍是集团董事长，其他高管职位均保持稳定。但根据进驻人员的职位层级来看，政府已从公司的最高战略、财务层面全面介入经营管理工作，渗透到集团的未来发展的方方面面。且从近几个月媒体报道可以看出陈峰董事长已逐步淡出人们的视野，皆由进驻的政府人员——顾刚先生代为发言，主持各大生产运营会议的召开，其工作内容并非仅限于协助资产处置，而是在战略层面，统筹推动公司平稳运行。

## （2）聚焦主业，剥离非航空资产

对于海南省政府而言，拯救海航的主要动因是想要借助其航空资源优势助力海南旅游业的繁荣发展及自由贸易港的建设，故而只会确保海航航空板块的稳健运营。且财政支出具有公共性，无论出于何种目的，政府都不应直接偿还该巨额海航债，因此，无论命运如何，唯一确定的是，海航都要坚定不移地走“聚焦主业、健康发展”的道路，处置非航空主业资产，为 7000 亿的债务黑洞和昔日的盲目扩张战略买单。

想要彻底化解此次流动性危机，在未来的“航行”中保持稳健发展，最好的办法就是将海南与海航绑定，从海南全省的经济建设的角度出发来解决海航的流动性危机，不能“就海航论海航”，应在债务主体不发生转移的基础上向海航提供信用支持。在此过程中，海航聚焦主业，将无关产业一律处置，所获资金偿还债务，剩余部分债务，在限定额度内由海南政府为其提供信用担保，并提供更加优惠的倾斜政策及发展计划；同时，海航的股东及高管势必得做好让出部分权益的准备，政府接管转变为国资航空企业后，管理层大换血，集团国有化，避免了破产清算，各方利益得到有效保障，也规避了系统性风险，为海南省未来发展助力，这对于海南和海航来说都将会是最圆满的结局。



## 五、关键点

该案例分析的关键在于两点：一是教师务必要将理论知识点与案例材料紧密结合，确保学生充分理解企业融资及流动性风险的相关理论知识，二是在诠释案例的过程中，务必做到由浅入深、环环相扣、层层递进，引导学生主动思考、积极探讨。

### 1. 案例的关键知识点

(1) 分析海航集团早期采用何种方式实现快速扩张，借此学习其卓越的资本运作手段，理解企业融资的相关理念

(2) 学习流动性危机的形成机理，探讨企业在发展过程中存在的可能会形成流动性危机的隐患

(2) 梳理海航集团在面对流动性危机时的应对举措，启发学生思考企业应当如何有效预防及处理流动性危机，提升风险管理意识

### 2. 学生需要掌握的能力点

本案例重点培养学生的理论应用能力、信息提取能力、分析问题能力、做出评价能力及行业预判能力，案例的应用具有普适性，存在较多类似事件企业，故希望学生们能在课堂中举一反三，权变应用，课后保持对流动性风险的持续关注及深入探讨。

## 六、课堂计划建议

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行。如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。整个案例课堂的时间控制在 90 分钟。

### 1. 课前计划

发放案例正文及相关补充材料，提供启发思考题给学生，请同学们在课前完成阅读和初步思考，并了解连续杠杆收购、企业融资、流动性风险的相关理论。

### 2. 课堂计划

(1) 课堂前言：教师简要介绍案例主题（5 分钟）

(2) 案例回顾：采用随机提问方式对案例故事进行回顾，使学生进一步熟悉案例事件要点，为进一步讨论打下基础（15-20 分钟）

(3) 案例分析与讨论：按照启发思考题的顺序逐个提出问题并进行理论的讲解和引导分析；教师不断提出问题或追问问题，学生回答，可以主动回答、

小组派代表或随机点名的方式来调动全体学生参与，参与回答的学生由助教记录，作为案例讨论部分成绩的计分基础；每题控制在 10-15 分钟左右（40-60 分钟）。

（4）案例总结：教师对讨论进行归纳总结，进一步启发大家思考集团流动性危机的根源以及企业对流动性风险的应对及预防措施。（10 分钟）

### 3、课后计划

针对企业流动性风险管理的相关知识点，请同学们以小组为单位选择一家企业进行研究，分析该公司的流动性风险因素及管理水平，撰写 4-8 页的案例分析报告。

## 七、课堂提问逻辑

1. 问题（1）-（4）的目的在于帮助学生学习企业融资相关的理论知识和海航集团早期的发展历程，了解企业常用的融资方式、不同方式的特点及对资本结构造成的影响，为后文分析流动性危机的动因埋下伏笔。

（1）企业融资是什么？都有哪些融资方式？

（2）航空企业常用的融资手段有哪些？有什么优缺点？

（3）海航集团早期采用什么方法获取资金？

（4）连续杠杆收购是什么？会对企业的资本结构产生什么影响？存在何种隐患？

2. 问题（5）-（7）的目的在于帮助学生理解企业流动性风险的含义及分析流动性危机产生的动因，引导学生从多元化扩张及资本结构两个维度来分析海航集团爆发流动性危机的原因。

（5）2018 年海航集团的业务板块有哪些？它们都能带来高收益吗？

（6）企业流动性风险是什么？影响企业流动性的因素有哪些？

（7）海航爆发流动性危机的根源是什么？

3. 问题（8）-（9）的目的在于帮助学生学习企业流动性风险的应对策略，要求学生总结在流动性危机爆发后海航集团做出的应对措施，并分析其效果。

（8）企业流动性危机的应对策略有哪些？

（9）危机爆发后，海航集团是如何应对的？有效果吗？

4. 问题（10）-（12）的目的在于帮助学生掌握企业流动性风险的预防策略，引导学生思考海航集团自救失败的原因并得到启示，从企业融资方式的选择、

多元化扩张及流动性风险管理等角度提供建设性意见。

(10) 海航集团自救失败的原因是什么？

(11) 企业应当如何进行流动性风险管理？

(12) 海航从辉煌到衰败，我们能从中得到什么启示？

5. 问题(13) - (14)的目的在于调动课堂积极性，引人深思，要求学生了解海南自由贸易港政策及海航集团与海南之间的紧密关系，引导学生对海航集团的命运进行预测，此题为开放性问题，无标准答案。

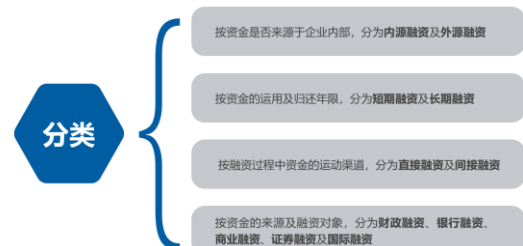
(13) 谈谈对海南岛建设自由贸易港政策的了解？

(14) 自由贸易港政策会给海航带来怎样的机遇？它未来的命运如何？

## 八、课堂板书设计

### 问题 1

## 1.企业融资的方式



## 航空企业常用的融资方式



### 问题 4

#### 4.企业流动性风险的预防策略



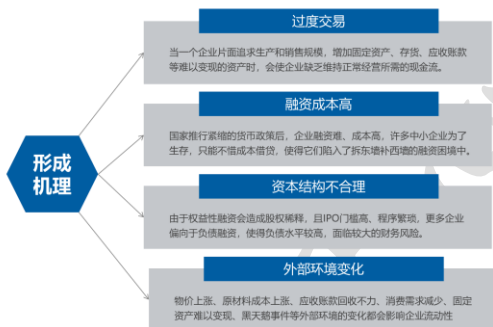
### 问题 5

### 5. 自由贸易港政策下，海航命运何如？

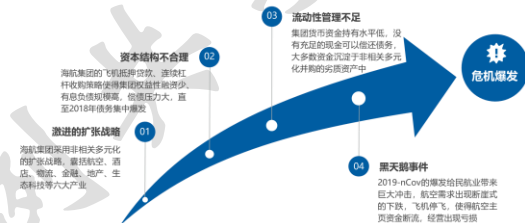


## 问题 2

## 2.企业流动性风险的形成机理



## 海航流动性危机爆发的根源



### 问题 3

### 3.企业流动性风险的应对策略



## 海航如何“自救”？



图 4 课堂板书计划

## 九、参考文献

- [1] John G. Gurley, Edward S. Shaw. Money in a Theory of Finance[M] Shanghai People's Publishing House, 1960(21):45-137.
- [2] 徐公达. 我国航空公司的融资现状和融资策略[J]. 上海工程技术大学学报, 2004(04):354-357.
- [3] 姬楚. 国内四大航空公司融资模式[J]. 中国投资, 2002(01):73-74.
- [4] 芮春枝. 企业融资方式的选择研究——以海南航空为例[J]. 当代经济, 2018(07):58-59.
- [5] 黄尉. 中国航空公司可利用的飞机融资方式[J]. 中国民用航空, 2005(10):34-36.
- [6] 王慧. 企业的融资方式比较研究[J]. 中外企业家, 2013(09):137-138.
- [7] 杜燕. 浅析航空公司飞机经营租赁与融资租赁对财务状况的影响[J]. 时代金融, 2015(05):302+306.
- [8] 蔡淮, 张敏. 企业融资方式比较以及选择[J]. 现代经济信息, 2017(05):299-300.
- [9] William L. Sartoris, Ned C. Hill. 36 Hour Cash Management Course [M]. Shanghai People's Publishing House, 1994(08):345-498.
- [10] 袁业虎. 试析企业流动性风险与现金流量比率指标[J]. 江西审计与财务, 1999(04):28-29.
- [10] Holmström, Tirole Liquidity and risk management[J], Journal of Money, Credit and Banking, 2000(32):295-319
- [11] 施琴, 孟枫平. 企业流动性风险的产生因素分析[J]. 中国集体经济, 2008(21):109.
- [12] 张佳. 货币政策、融资约束与企业流动性[J]. 金融经济, 2020(07):10-23.
- [13] 刘汝军. 论企业流动性风险管理(续)[J]. 对外经贸财会, 1998(02):6-8.
- [14] 恽刚. 企业债务危机的处理[J]. 企业改革与管理, 1998(01):20-21.
- [15] 武睿, 朱颂东. 刍议企业债务危机的应对策略[J]. 经济师, 2018(09):90-91.
- [16] 安基塔·泰尔吉. 高效的资金管理:解决企业流动性的关键[J]. 中国外汇, 2011(16):52-53.
- [17] 王倩. 企业流动性风险管理探讨[J]. 现代经济信息, 2012(11):13+17.

[18]赫连坡. 浅析企业的流动性风险管理[J]. 中国商论, 2020(10):177-178.

(案例使用说明字数: 14416)

中国管理案例共享中心