

我国房地产企业财务风险问题研究

——以恒大集团为例

乔怡景

东北财经大学国际商学院, 辽宁 大连

收稿日期: 2023年8月29日; 录用日期: 2023年9月15日; 发布日期: 2023年10月30日

摘要

随着我国城市化进程的逐步加快, 房地产行业成为我国经济发展的重要动力。销售时间长、资金回笼慢的行业特点使得大量房地产企业选择举债经营以增加利润, 但近年来债务违约和财务危机事件的频发, 不仅影响着其自身的生存与发展, 还会对整个资本市场造成巨大冲击。因此, 本文以我国房地产行业的龙头企业恒大集团为例, 分析其财务数据, 研究财务风险, 从经营战略、综合能力、财务指标以及宏观环境等角度, 分析此次金融危机事件的成因, 并从资本结构、业务结构以及风险防控三方面给出对策建议, 促进公司健康运行、经济社会稳定发展。研究发现, 恒大集团爆发财务危机的原因是多方面的, 主要包括其多元化战略的失败实施, 融资成本逐年攀高, 现金流短缺, 宏观经济因素影响以及企业自身金融风险防范能力较弱。企业应考虑优化资本结构, 聚焦核心业务以及不断完善财务风险预警系统。

关键词

中国恒大集团, 财务危机, 债务风险

Research on Financial Risk Problems of China's Real Estate Enterprises

—Taking Evergrande Group as an Example

Yijing Qiao

Dongbei University of Finance and Economics International Business College

Received: Aug. 29th, 2023; accepted: Sep. 15th, 2023; published: Oct. 30th, 2023

Abstract

With the gradual acceleration of China's urbanization process, the real estate industry has become an important driving force for China's economic development. The industry characteristics of long

sales time and slow capital recovery make a large number of real estate enterprises choose to raise debt to increase profits, but the frequent occurrence of debt defaults and financial crisis events in recent years not only affects their own survival and development, but also causes a huge impact on the entire capital market. Therefore, this paper takes Evergrande Group, a leading enterprise in China's real estate industry, as an example, mines its financial data, studies related risks, analyzes the causes of its financial crisis from the perspectives of operation strategy, comprehensive ability, financial indexes and macro environment, and gives countermeasures and suggestions from the three aspects of capital structure, business structure as well as risk prevention and control, so as to promote the healthy operation of the company and the stable development of economy and society. The study finds that the reasons for the financial crisis of Evergrande Group are manifold, mainly including the failure of its diversification strategy, the high financing cost year by year, the shortage of cash flow, the influence of macroeconomic factors, and the weak ability of the enterprise's own financial risk prevention. Thus, enterprises should consider optimizing their capital structure, focusing on their core business, and continuously improving their financial risk early warning system.

Keywords

China Evergrande Group, Financial Distress, Debt Risk

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

自上世纪 80 年代的住房商品化试点到 1998 年住房改革后, 中国房地产业一直在国民经济中扮演重要角色。尤其是 2008 年的金融危机, 使得房地产业成为国家经济增长的“路径依赖” [1]。与此同时, 住房作为重要商品之一, 与民生福祉紧密相关。根据“十四五”规划中所强调, “房子是用来住的, 不是用来炒的”, 应提倡租购并举、因城施策, 促进房地产市场的平稳健康发展。考虑到房地产业资金密集和高杠杆的特点, 我们必须认识和防范财务风险并有效控制和化解这些风险, 以确保其健康有序的发展。

2. 案例背景介绍

2.1. 公司介绍

中国恒大于 2009 年在香港交易所主板上市, 是世界 500 强民营企业之一。自上市以来, 恒大集团业务迅猛扩张, 从刚开始的单一房地产逐步发展, 同时迈入物业、新能源汽车、健康、水、体育、文化、互联网等领域, 形成多元发展新格局。2015 年, 中国经济房地产企业进行了大规模转型, 整体扩张速度逐渐减缓的大背景下, 恒大也未曾停止多元化的步伐, 仅仅在 2017 年内, 其销售额就达到了 5000 亿, 在国内房地产企业排名第一。

2.2. 暴雷过程

《恒大集团关于恳请支持重大资产重组项目的情况报告》于 2019 年在互联网上引起轰动, 恒大官方辟谣后立刻宣布大幅降负债的决定。恒大本想通过在深圳证券交易所进行 A 股借壳上市筹集资金补充流动性, 但迟迟未能获得中国证监会批准。2021 年 1 月, 中国恒大新能源汽车公司通过引入 6 家新投资者

融资 34 亿美元。3 月，恒大将旗下在线房地产和汽车市场房车宝 10% 的股份以 21 亿美元的价格出售给 17 家投资者，有息负债降到 5900 亿，剔除预收款的资产负债率降到 70%。恒大集团出售其持有的 29.9% 嘉凯城股权给深圳华建，套现约 25.08 亿元，同时出售其 100% 持股的恒大文化。6 月 29 日，恒大集团宣布有息负债降至 5700 多亿元，净负债率已降至 100% 以下，实现一道红线变绿。然而，随后以涂料龙头三棵树为代表的上游企业便披露出其大量巨额票据逾期，上游供应商企业暂停进行供货，恒大集团大量的相关项目也因此无法继续进行。与此同时，恒大无法偿还金融机构相关债务，对银行等金融机构也严重失信。恒大集团债务危机就此爆发。8 月 10 日，恒大集团同意出售旗下互联网子公司恒腾网络集团有限公司的股份，价值总计 32.5 亿港元。2021 年 9 月，媒体爆料恒大通知两间银行暂停支付贷款利息和所有理财产品，恒大财富发布三种兑付方案供投资者选择，分别为现金分期兑付、实物资产兑付、冲抵购房尾款兑付。广发银行进行了财产保全的申请，冻结恒大多达 1.32 亿的银行存款。穆迪将恒大集团的评级(CFR)降级，由先前的“B2”调为“Caal”。标普将评级由“B-”调为“CCC”。个别地方政府提出加强对恒大预收款的监管；9 月 14 日，恒大公告预告其 9 月份的合约销售大幅下滑。商业票据大量违约，流动性危机的迅速传播，引发了极大的信任恐慌。恒大集团于 2022 年 3 月 21 日宣布短暂停牌。

2.3. 事件影响

2.3.1. 对购房业主、供应商、投资者和金融机构的影响

房地产开发商受到巨大冲击，银行降低了对房地产的信贷规模。信用风险的发酵使得相关房地产企业的债券到期收益率激增、发行量大大减少，房地产行业融资问题愈发凸显。在供应商方面，大量商票违约导致增加了坏账，很多相关建材企业净利润呈现负增长。土地拍卖溢价率降低，流拍率提高，各地区房价有所降低。房地产行业的下行趋势使地方政府相关收入降低，债务违约风险大幅度提高，贷款利率随之升高。该事件带来的消极影响通过产业链、资金链将风险传导至各个领域，造成严重损失。同时，恒大债务爆雷后，其许多战略投资者比如苏宁自身也深陷债务危机，不得不于次年引入外部投资，创始人出局，苏宁战略投资恒大 200 亿元人民币没能收回是压垮苏宁的最后一根稻草。恒大金融理财产品出现大面积违约，而恒大金融办事处早已人去楼空，大量投资者涌向深圳恒大金融总部，产生绝望心理。

2.3.2. 对系统性金融风险的影响

恒大集团多达 2 万亿美元的债务危机成为系统性金融风险的重要因素，涵盖了中资美元债、信托产品、银行系统及保险等多类金融产品。民生银行、农业银行、浙商银行、光大银行、工商银行和中信银行是恒大集团的主要借款银行，其中，半数银行借款甚至超过 100 亿人民币。债务危机爆发后，资本市场反应迅速，多家上市银行的股值均有下跌，计提贷款损失金，资产质量受到严重打击，银行风险也随之增加。恒大的破产危机引发了市场动荡，也引起了国内外的广泛关注。

3. 理论基础

3.1. 资本结构理论

资本结构理论包括净收益理论、MM 定理和等级筹资理论等。净收益理论认为债务资金成本低于权益资金成本，因此运用债务融资可降低企业的综合资金成本，从而增加收益，增加企业价值，完全采用债务融资是被允许的。但由于该假设的极端性，进而延伸出了 MM 理论。该理论认为在无税情况下资本结构和公司价值无关；有税情况下，税盾的存在使得公司价值随负债的增加而提高，企业可以通过增加财务杠杆作用，不断降低资金成本。等级筹资理论指出，在企业价值最大化的目标下，需要按照内部融

资优先于外部融资，债务融资优先于股权融资的先后顺序。因此，公司融资的合理顺序是留存收益、银行借款或发行债券等、发行股票。同时，在进行债务融资时，应当着重关注杠杆率，债务占比过高会增加企业债务危机发生的可能性，进而导致企业价值大幅度降低。

3.2. 债务期限结构理论

债务期限结构指企业负债中长短期债务之比，会对公司的整体发展质量、税盾、成长潜力以及债务风险有重大影响。该理论涵盖权衡理论、代理成本假说以及税收假说。债务期限权衡理论指出企业必须根据实际情况而设定长短债的比例。短债的利率通常较低，偿还压力大，长债利率高，偿还压力小。例如，企业还债能力较弱时，可以考虑适当增加长债比例，拉长还债期限。代理成本理论指出由于委托人和代理人的利益冲突，公司可能改变最优的债务期限结构。税收效应则反映出公司会在大量不同期限债务的组合中找到使得税盾最大化，最合理的债务期限结构选择，达到提高公司总价值的目的。

4. 恒大集团财务危机成因分析

4.1. 多元化战略的失败实施

恒大自 2009 年上市，就秉持“多元化”的发展战略。目前为止，恒大集团涉足地产、体育、文化、快消等多个领域。恒大集团多元化战略实施情况如表 1 所示。

Table 1. Implementation of the diversification strategy of Evergrande Group

表 1. 恒大集团多元化战略实施情况

投资行业	投资时间	经营内容	经营成果
房地产	1997 年	恒大地产	净利润总体呈增长趋势，但自 2021 年上半年，房地产开发业务也出现亏损约 40 亿元
体育	2009 年	恒大足球	恒大足球俱乐部每年亏损超 10 亿元
文化	2010 年	恒大文化	绝大多数板块处于亏损状态，除了恒大音乐
快消品	2013 年	恒大冰泉	3 年内亏损高达 40 亿元，于 2016 年以 18 亿元实现业务剥离
金融	2014 年	恒大人寿	斥巨资控股华夏银行，收购中新大东方人寿公司、盛京银行等
健康	2015 年	恒大健康	向新传媒投资了 9.5 亿，连年亏损
旅游	2015 年	恒大旅游	恒大童世界、水世界等旅游项目处于亏损状态
高科技	2018 年	新能源、人工智能、集成电路	恒大新能源汽车连年亏损，数千亿投资至今仍未实现量产

数据来源：[2]孙源擎，2023。

恒大投资范围广泛，行业之间的相关性较弱。虽然多元化使恒大在一定程度上分散了投资风险，但实践证明，这种盲目扩张的经营模式是不合适的。诸多的产业消耗了大量的人力物力财力资源，却未能取得预期的高收益，反而削弱了主营业务房地产的竞争力，使其债务负担进一步加重，扩大了资金缺口。

产业关联度低和对主业的偏离很可能导致不同资源之间的整合出现问题，也一定程度上使得规模经济未能有效发挥作用，对恒大集团产生不利影响。

4.2. 融资成本逐年攀高

近年来，恒大集团融资结构的不合理性日益凸显，融资成本的逐年提高要求其资本收益要能覆盖这些高融资成本，否则将会面临破产危机。恒大集团 2015~2020 主要融资渠道如表 2 所示。

Table 2. Main financing channels of Evergrande Group from 2015 to 2020 (Unit: 100 million yuan)

表 2. 恒大集团 2015~2020 年主要融资渠道(单位: 亿元)

年份	银行及其他借款		优先票据		中国债券		永续债		可转换债券	
	金额	实际利率	金额	实际利率	金额	实际利率	金额	实际利率	金额	实际利率
2015	2375	7.98%	199	10.18%	396	7.01%	757	6.72%		
2016	4592	7.74%	221	9.81%	538	7.04%	1129	9.43%		
2017	6211	7.62%	577	8.33%	539	7.18%				
2018	5369	7.99%	799	8.99%	437	7.50%			127	10.71%
2019	6048	8.85%	1366	10.06%	452	7.08%			134	10.71%
2020	5067	9.52%	1513	10.09%	450	6.83%			135	10.71%

数据来源: [3]许丹丹, 上官鸣, 2022。

不难看出，恒大集团融资渠道较为有限，主要集中于银行和其他借款。然而，过度地依赖银行借款等方式来进行融资很可能使恒大集团处于被动地位。同时，各种高利息的债券、借款等也提高了恒大的融资成本，使得企业利润被侵蚀，财务风险大大增加，危机也悄然而生。

4.3. 现金流短缺

稳定的现金流量是房地产企业运营的基础。表 3 为恒大 2015~2020 年部分现金流量表。

Table 3. Partial cash flow statement of Evergrande Group (Unit: 100 million yuan)

表 3. 恒大集团部分现金流量表(单位: 亿元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净现金流						
经营活动净现金流	-237.49	-586.10	-1509.73	547.49	-673.57	1100.63
投资活动净现金流	-125.53	-1195.59	-474.82	-603.63	-553.08	-241.28
筹资活动净现金流	1094.46	2730.79	1529.13	-176.51	1431.63	-768.85

数据来源: Wind 资讯——恒大集团 2015~2020 年度现金流量表。

经营活动现金流可以反映恒大集团自身的造血能力。由表 3 可知六年中只有 2018 和 2020 两年经营活动产生的是正现金流。其中，2020 年增幅较大还是由于恒大迫于“降负债”压力，在全国大力推行降价促销以及网上售房的活动，加大营销力度后才产生了正的经营性现金流。显然，这并非长久之计。经营活动现金流长期为负值一定程度上反映出恒大销售回款慢、应收账款多、对外部融资依赖过大、存在“拆东补西”的现象。

再关注恒大的投资活动，其现金流量连续 6 年始终为负值，由此可见，恒大对新领域或新项目的巨大投入短期内并未产生相应的回报，甚至造成亏损，也再次印证了其失败的多元化投资战略。

筹资活动产生的现金流量总体为正且数额较大表明恒大集团很可能在利用筹资活动吸纳资金以满足其投资活动需求，但结果却是其投资项目多数处于亏损状态，由此形成的恶性循环使得恒大集团的负债越来越多，风险加剧。

4.4. 宏观经济因素影响

4.4.1. 政策压紧，融资受限

2010~2019 十年间，房地产行业借政策东风和经济发展获得了较发展，其中，融资环境宽松是其发展的一个重要因素。但近三年国家为严控房地产行业高杠杆、降低房地产企业对外部资金的依赖，央行和住建部在 2021 年出台了“三条红线”新规：剔除预收账款后的资产负债率大于 70%；净负债率大于 100%；现金短债比小于 1 [2]。

结合相关计算公式：

剔除预收款后的资产负债率 = (总负债 - 预收) / (总资产 - 预收)

净负债率 = (有息负债 - 货币资金) / 净资产

现金短债比 = 货币资金 / 短期有息负债

有息负债 = 短期借款 + 一年内到期非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

短期有息债务 = 短期借款 + 一年内到期非流动负债

我们可以得到恒大集团 2019~2020 年“三条红线”触线情况表，如表 4 所示。

Table 4. The situation of Evergrande Group's "Three Red Lines" in 2019~2020

表 4. 恒大集团 2019~2020 年“三条红线”触线情况表

年度	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
2019	82%	158.94%	0.62
2020	83%	152.91%	0.46

数据来源：Wind 资讯——恒大集团 2015~2020 年度财务报告计算得出。

由表可知，恒大的这三个指标全部触线。新政策极大限制了恒大集团的融资规模，意味着其当年不能再增加有息负债进行融资，恒大的外部融资渠道严重受阻，而且需要时刻注意控制负债规模，无法像从前一样快速大量地融资，需要更依赖尽快收回销售款项的方式偿还债务，这对一直以来采取高杠杆高负债的经营模式的恒大无疑造成了严重打击，即使其指标调整到红线以下也要时刻注意控制负债规模。随着恒大股价迅速下降，总市值大幅缩水，更加促进了其财务危机的形成。

4.4.2. 销售减缓

近年来，我国老龄化程度提高，人口增速下降，总体住房需求放缓，一定程度上也影响了恒大主业房地产的销售额，使其资金回收更加困难。同时，在新冠肺炎疫情期间，经济相对不稳定，很多人的收入没有保障，因此买房计划也相应延后，再加上房价下跌，部分人受“买涨不买跌”等观念的影响，也可能选择观望。在这样的宏观大环境下，恒大资金紧缺，又面临着债务违约风险与停工停产威胁，财务风险急剧增加。

4.5. 金融风险防范能力较弱

恒大为了缓解现金流压力，自 2017 年起就逼迫 20 万员工购买自家金融理财产品，否则就降级扣钱扣工资，甚至直接安排银行到公司宣传贷款优惠政策。恒大理财产品吸纳企业职工和社会公众近 400 亿

元。直到 2021 年突然宣布停止兑付，投资者纷纷涌向深圳恒大金融总部，但此时高管们早已经兑付并出逃。恒大的理财产品给予客户很高的回报率，但这往往也意味着高风险。

东北最大城商行盛京银行在大股东恒大的控制之下，购买了 1500 亿恒大债券。恒大质押盛京银行资产向其他机构借款，让盛京银行替其出售理财产品。盛京银行市值仅 600 多亿，贷款余额却有 5470 亿元，其中 1100 多亿投向房地产，加上 1500 亿曲线进入房地产的资金，盛京银行房地产贷款的比例超过 50%。大开发商恒大、万科、华润置地等渗入金融业。各个地方的中小房企也纷纷入股农商行，获得重要的发展资本，当年全国理财总额达到 25 万亿。

为了使高利率的理财产品不亏损，恒大在理财经营中首先购买长期债券获较高债息，用以偿付短期理财收益。为博取息差，恒大投资 10 年、20 年久期的超长期债券，利率风险成倍增加。市场利率略有波动，对手中债券的价值也会产生较大的影响。其次是资本利得，也就是赚交易的钱。炒债券，低买高卖获取差价，给付理财收益。但是同样的，影响债券价格的因素有很多，比如市场利率波动、借款人信用变动、宏观经济情况变化都会引起债券价格的波动，存在一定风险。接着是杠杆套息，即利用债券的融资便利，通过质押债券融资来扩大投资敞口，进而赚取票息和融资成本之间的利差。最后关于恒大的汇率风险，虽然这可能不是债务危机的主要原因。在海外债务较高的情况下，企业应该考虑对冲汇率风险，但很多企业没有这种风险意识。在 18 家中大型房企中，2015 年仅有万科一家在汇兑上实现了正向收益约 4000 万元，是因为早在 2014 年万科就针对 3.3 亿美元外币借款签署了无本金交割远期外汇契约。2015 年后很多其他房企也开始寻求汇率变动的对冲工具，签署远期外汇合同或是提前赎回债务等等，但恒大地产仍未做出任何重大远期外汇合约对冲坏外汇风险，在 2018 年汇兑亏损约 62 亿元。

4.6. 主要财务指标分析

4.6.1. 偿债能力方面

本文选取四个财务指标对恒大集团的债务偿还水平进行简要分析，如表 5 所示。自 2016 年以来，恒大的资产负债率始终居高不下，维持在 80% 以上。随着近年来“三去一降一补”系列政策的出台和贯彻，恒大的资产负债率小幅降低，效果并不显著。流动比率和速动比率近年来也在不断下降，到 2020 年分别仅有 1.26 和 0.22，反映出恒大的短期偿债压力大，能力不足，资产流动性问题逐渐凸显。另外，恒大流动负债的占比也呈上升趋势，在 2020 年高达 77.27%，这反映出恒大长期以来以流动负债融资为主，较多地依赖短期负债运转企业，因此偿债风险较大，易受外部环境变化影响。恒大集团需要保证其有稳定资金供应，否则很可能面临债务违约情况与破产风险。

Table 5. The situation of Evergrande Group's "Three Red Lines" in 2019~2020

表 5. 恒大集团 2019~2020 年“三道红线”触线情况表

财务指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产负债率/%	85.75	86.25	83.58	83.75	84.77
流动比率	1.52	1.40	1.36	1.37	1.26
速动比率	0.53	0.39	0.30	0.29	0.22
流动负债率/%	63.31	71.39	73.78	73.05	77.27

数据来源：新浪财经——恒大集团 2016~2020 年关键财务指标。

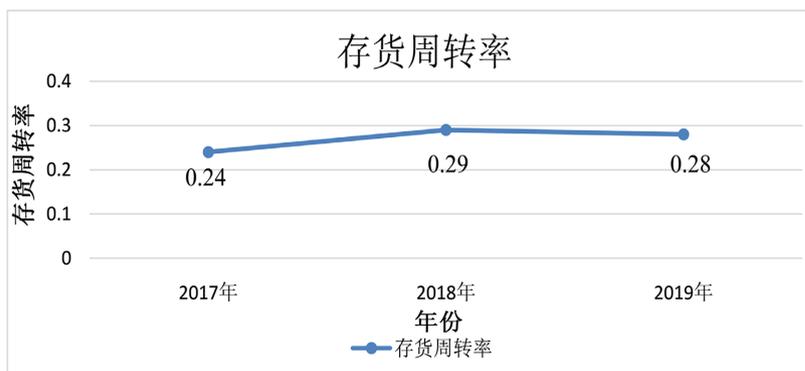
同时，根据表 6 不难发现恒大集团的流动资产占总资产 80% 以上且呈不断上升趋势，而存货在恒大流动资产中所占比重尤其大，故选取存货周转率也进行了简要分析。

Table 6. Some asset class indicators of Evergrande Group in 2015~2019**表 6.** 恒大集团 2015~2019 部分资产类指标

年度	2015	2016	2017	2018	2019
应收账款	794.90	1324.57	1727.73	2351.43	3022.39
存货	3187.64	6470.97	8964.05	10081.34	11976.55
流动资产	5364.46	10364.31	13847.81	14224.11	16462.32
总资产	6503.61	12401.38	15700.62	16355.61	18614.09

数据来源：Wind 资讯——恒大集团 2015~2020 年度资产负债表。

查阅有关数据汇总得到恒大集团 2017~2019 年存货周转率如图 1。不难看出，恒大集团存货周转率总体数值偏低且变化浮动不大，反映了恒大地产集团的存货较多而资产变现能力较弱的状况。高价值的房地产作为公司的主要存货对资金流转、债务偿还的能力都具有重要影响，一旦企业这样的存货积压量过大，很可能导致资金流通不畅、周转困难，导致偿债危机。



数据来源：新浪财经——恒大集团 2016~2020 年关键财务指标。

Figure 1. Inventory turnover rate of Evergrande Group in 2017~2019**图 1.** 恒大集团 2017~2019 年存货周转率

4.6.2. 盈利能力方面

盈利能力又称企业的资金或资本增值能力[4]。它反映企业赚取利润的能力，对任何一个企业都是至关重要的。我们选取恒大集团 2018~2020 年部分盈利指标进行分析，也有助于了解其财务风险所在。如表 7 所示。

Table 7. Some profit indicators of Evergrande Group in 2018~2020**表 7.** 恒大集团 2018~2020 年部分盈利指标

指标	2018 年	2019 年	2020 年
销售净利率	8.21	3.86	1.62
净资产收益率	28.11	11.86	5.56
总资产收益率	3.65	1.64	1.39
总资产净利率	2.05	0.85	0.36

数据来源：[4]刘辰来，2022，基础数据来源于企业年报。

自 2019 年起，中央对于“房住不炒”政策的贯彻落实有效遏制了房地产市场快速膨胀的现象，房地产价格的也有所回落[4]。恒大净资产收益率近三年从 28.11% 降到 5.56%，这主要是由于其净利润大幅度下降所导致的，如前文所提到，恒大集团迫于“降负债”和“去库存”的压力，在融资成本与营销成本较高的情况下采取打折促销的售房模式以产生正的经营现金流，却也极大压缩了企业的营业利润。在恒大“高杠杆、高负债”的经营模式下，当负债利息率大于资产报酬率时，财务杠杆使得总资产的盈利能力被抵消，影响了净资产收益率，盈利能力也大大减弱。

4.6.3. Z-Score 模型综合分析

Z-score 模型是一种多变量预测财务风险的模型。本文利用 Z-score 模型对恒大集团历年的财务状况进行分析，通过 Z 值的数值和变化趋势来分析其运营和财务上出现的问题。Z-score 模型的计算公式是：

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

$$X_1 = \frac{\text{营运资本}}{\text{总资产}} = \frac{\text{流动资产} - \text{流动负债}}{\text{总资产}}$$

$$X_2 = \frac{\text{留存收益}}{\text{总资产}} = \frac{\text{股东权益} - \text{股本}}{\text{总资产}}$$

$$X_3 = \frac{\text{息税前利润}}{\text{总资产}} = \frac{\text{税前利润} + \text{财务费用}}{\text{总资产}}$$

$$X_4 = \frac{\text{股东权益的市场价值总额}}{\text{总负债}}$$

$$X_5 = \frac{\text{销售额}}{\text{总资产}}$$

其中， X_1 体现企业资产的资源周转能力； X_2 反映企业累计的利润留存率； X_3 体现企业的盈利能力； X_4 反映企业真实的市场价值； X_5 是总资产周转率，体现企业资产周转水平。

判断准则如表 8：

Table 8. Z values and corresponding relationships

表 8. Z 值和对应关系

$Z < 1.8$	$1.8 < Z < 2.7$	$2.7 < Z < 3.0$	$Z > 3.0$
企业可能破产	企业财务不稳定	企业需谨慎治理	财务状况良好

数据来源：Wind 资讯。

根据恒大集团财务危机爆发前 2016~2020 年的财务报表数据可以计算出 Z 值如表 9，并得出 Z 值变化图 2。

Table 9. Z-values table of Evergrande Group in 2016~2020

表 9. 恒大集团 2016~2020 年 Z 值表

指标	2016	2017	2018	2019	2020
X_1	0.42	0.40	0.23	0.24	0.18
X_2	0.14	0.14	0.16	0.16	0.15
X_3	0.04	0.05	0.08	0.04	0.03

Continued

X_4	0.12	0.50	0.46	0.35	0.27
X_5	0.16	0.18	0.25	0.22	0.22
Z	1.06	1.31	1.28	1.09	0.91

数据来源：恒大集团 2016~2020 年度财报数据计算得出。



数据来源：新浪财经——恒大集团 2016~2020 年关键财务指标。

Figure 2. Z-value change of Evergrande Group in 2016~2020

图 2. 恒大集团 2016~2020 年 Z 值变化

恒大集团的 Z 值近年来呈下降趋势且始终在 1.8 以下，长期处于破产区，财务风险较大。随着恒大多元化业务的扩张，Z 值却不断下滑，表明恒大近年来的财务状况和其经营规模呈负相关关系，盲目投资反而使企业负债累累，风险加剧。恒大的业绩增长主要是在靠高杠杆拉动，其真实的盈利能力其实并没有账面反映出的、外界看到的那么强。从 X_4 值的下降，我们可以推测出资本市场对于恒大的激进扩张和未来发展的一种谨慎态度，期望并不高，故其市值也并未显著增长[4]。恒大集团的债务多且偿债能力、盈利能力、运营能力还在下降，共同导致了其财务状况的恶化。虽然房地产行业在前几年不景气是整体趋势，但是恒大集团发生此次债务危机主要还是由于其自身对财务风险的控制能力薄弱，不能够抵抗行业外部风险，最终在 2021 年下半年才爆发了财务危机。

恒大集团发生财务危机的原因是多方面的。离心多元化盲目扩张、融资成本高、现金流量短缺等等潜在的财务风险问题在恒大集团是长期存在的，而宏观经济环境的不利变化只是使这些问题更加突出，刺破了恒大集团的“泡沫”，最终使其积累的财务风险爆发，陷入到财务危机之中[3]。

5. 对策建议

恒大的财务危机事件代表着地产行业高杠杆模式的失败，使长期主义进入主流视野。它也再次告诉大众，地产已“风光不再”、“疯狂不再”。回归理性，尊重规律才是未来行业发展的主旋律。本文基于对恒大集团的相关指标和财务危机成因的分析得出几点对策建议。

5.1. 改善融资方式，优化资本结构

恒大集团采用高负债的资本结构维系资金流动以促进多元化经营战略的实施，这无疑使公司承担了更多的财务风险。恒大集团近年来的财务报告显示，在公司高负债资本结构中，计息负债占比最大。由此导致的利息费用的数额也相当巨大，税前利润大幅下降，从而减少了资产收益率。对此，恒大集团应该改变其债务结构，利用现金流来偿还部分计息债务，并采取有效措施，尽可能地将计息债务转变为无

息债务，以提高无息债务的比例。此外，恒大集团还应该设立完善的资金管理体系，根据投资、建设的需求进行科学的资金预算管理，以便进行合理的贷款行为。通过这种方式，恒大集团可以在保障足够现金的基础上适当缓解偿债压力、提高资金利用率。与此同时，恒大集团应制定合理的筹资计划。无论是恒大集团还是其他房地产企业，都需要对各种融资方式有较为清晰的认知，根据国家政策和自身经营状况将融资手段进行有效组合，形成适合于该企业的筹资计划，从而优化企业资本结构。例如，集团可以将发放债券和股权融资作为其融资的主要手段，两者合理搭配以降低筹资风险[5]。

5.2. 聚焦核心业务，降低投资风险

在竞争激烈的市场中，许多房地产企业，包括恒大集团，都在采取多元化经营策略来降低风险，提升自身竞争力。然而，多元化经营对于各类资源的较高要求使得很多企业在扩张业务时不仅未能达到预期效果，反而使得原有产业的核心竞争力也被减弱，造成资源耗损、经营混乱等不良后果[6]。

纵观恒大集团的多元化发展历程，债务危机的形成绝不是一日之功，其中盲目扩张进军陌生领域是一个重要因素。作为以房地产为主业的企业，恒大集团忽视了资金、技术和板块之间的协作等资源限制，非理性地进入几乎没有技术和资源积累的全新领域，导致新业务不仅没有反哺主业，反而牵累了主业。因此，恒大集团应采用相关化多元化布局的经营模式，在聚焦核心业务的基础上向与这些业务具备战略匹配关系的领域拓展，从而发挥产业协同、巩固主业优势、扩大企业规模。此外，恒大集团应合理地规划投资战略、结合企业现状和已获取的主要资源严密而慎重地选择前景广阔的产业进行投资。在进入新的领域前收集相关行业信息，做好可行性分析，确立多种业务协调发展的方向，使企业可持续性发展。

5.3. 完善财务风险预警系统，提高风险防控能力

恒大集团巨额的借债行为使得其负债率增加，财务风险堆聚。当外界局势发生变动时，整个企业都有可能面临巨大的危机。这类以房地产为主营业务的企业应当完善风险管控体系，观察公司整体层面的现金流进出动向并对可能引发风险的因素进行分析，全面预警财务风险[7]。其次，恒大集团应设置专门的风险管控部门，在预知风险的同时及时采取相应的措施进行有效的规避。

参考文献

- [1] 姜薇, 龚循铭. 我国房地产企业的财务风险及其控制研究——以恒大集团为例[J]. 现代商业, 2022(16): 150-152.
- [2] 孙源擎. 恒大集团流动性财务困境及破解之策[J]. 合作经济与科技, 2023(1): 116-118.
- [3] 许丹丹, 上官鸣. 恒大集团财务危机成因探究[J]. 财会研究, 2022(1): 41-46.
- [4] 刘辰来. 基于四种能力和杜邦分析的财务综合分析——以恒大集团为例[J]. 价值工程, 2022, 41(5): 16-18.
- [5] 韩梦月. 多元化房地产企业的财务风险及其控制对策研究——以恒大集团为例[J]. 航空财会, 2022, 4(6): 95-100.
- [6] 丁萍萍. 恒大高负债背景下的多元化战略财务分析[J]. 现代企业, 2022(6): 167-168.
- [7] 邱新叶, 李治堂. 房地产企业债务风险问题研究——以恒大集团债务危机事件为例[J]. 财务管理研究, 2022(6): 29-34.