

DOI: 10.12361/2661-3263-06-02-129628

# 恒大集团债务危机分析

程 敏

广西大学, 中国·广西 南宁 530000

**【摘要】**1996年恒大集团创立以来,在许家印的带领下,在短短几年内就让恒大跻身房地产十强乃至在全国布局。2021年3月,许家印宣告恒大已经完成从地产向“多元产业+数字科技”的转型。但早在2020年,恒大的财务冰川就已浮出水面,风光无限的背后是一个又一个巨大的危机,脚踩国家“三道红线”、借壳上市失败、陷入债务危机。本文将通过介绍恒大的发展历程、恒大集团融资方式进而分析出恒大集团债务违约的原因,进一步探究中国房地产企业融资模式存在的不足,并提出建议。

**【关键词】**债务危机;过度融资;融资模式

## Analysis of debt crisis of Evergrande Group

Min Cheng

Guangxi University, Nanning 530000, Guangxi, China

**[Abstract]** Since its establishment in 1996, under the leadership of Xu Jiayin, Evergrande Group has ranked among the top ten real estate companies and even gained national distribution in just a few years. In March 2021, Xu Jiayin announced that Evergrande had completed the transformation from real estate to “diversified industries + digital technology”. However, as early as 2020, Evergrande’s financial glacier had already surfaced. Behind its boundless glory was one huge crisis after another. It stepped on the country’s “three red lines”, failed backdoor listing and fell into debt crisis. By introducing the development history of Evergrande Group and the financing methods of Evergrande Group, this paper will analyze the reasons for debt default of Evergrande Group, further explore the deficiencies in the financing mode of Chinese real estate enterprises, and put forward suggestions.

**[Keywords]** A debt crisis; Excessive financing; Financing mode

### 1 恒大集团的发展历程

#### 1.1 白手起家

许家印创立恒大集团的整个过程可以说是白手起家的典范。许家印出身贫苦,1978年,许家印考上武汉钢铁学院,后来因为许家印吃苦耐劳、业务能力突出,在钢铁公司得到了很好的发展。1992年,国家大力发展房地产经济,许家印的人生迎来了又一次转机,他辞职前往深圳,在房地产公司从一名业务员迅速晋升为主任,但他并没有止步于此,而是奔赴到广东这一具有无限发展潜力的房地产市场,自此开始了他的房地产王国打造之旅。

1996年,许家印在广州注册成立了恒大集团。所谓恒大,古往今来连绵不断者,曰“恒”;天地万物增益发展者,曰“大”。“恒大”二字直白又鲜明的昭示了许家

印的野心。在许家印的带领下,恒大以惊人的速度发展起来,不出三年便跻身广州地产10强,随后十年恒大开始向全国20多个主要城市布局。

#### 1.2 地产之王

在国际资本市场复苏和国内地产刺激的背景下,恒大于2009年11月5日在香港证券交易所上市,总市值705亿港元,成为在港市值最高的内地房企。

上市之后,恒大持续迅猛发展。一方面,恒大进一步夯实房地产主业,根据公司年报披露,2010至2020年间,其拿下的房产项目由112个增至近800个,布局全国234个城市。2011年,恒大合约销售面积位列中国第一;2013年,合约销售额首次突破千亿大关;2016年,首次登榜世界500强;2021年,跃居世界500强的第122位,并成为了上榜房

企之首。另一方面，恒大开始谋求多元化发展。目前，恒大集团涉足地产及物业、汽车、流媒体、文旅、新能源、人寿保险等业务，已经转型向“多元产业+数字科技”领域发展。

## 2 债务危机爆发

### 2.1 恒大的融资模式：多方融资，拓宽道路

许家印曾说：恒大遇到了“前所未有的巨大困难”，为何会这样说呢？2016年，监管政策开始去杠杆，而恒大集团却反其道而行继续增加杠杆。在2015年，恒大负债总额为6149亿，而一年后其负债跃升到1.16万亿，到2021年中期已经高达1.97万亿。短短5年，恒大的负债就增加了1.36万亿。除了高达1.97万亿的表内负债，更让人咋舌的是“无底洞”一般的表外债务，预估为1万亿。面对如此高额的债务，即使是曾经的地产之王，恒大集团也依旧陷入风雨飘摇的艰难处境。而恒大能如此疯狂的进行债务扩张，离不开其多元化的不断创新的融资渠道与手段，盘点这些涉及表内表外各项渠道方式，令人惊叹。

#### 2.1.1 银行+类金融机构借贷

对属于资金密集型的房地产企业来说，在发展过程中需要巨额资金作为支撑，对资金的占用周期也较长。对企业来说，企业从银行贷款融资风险较小；对银行来说，要实现企业价值最大化，所以企业贷款利率较高。此外，向银行贷款融资时主动权在银行手中，一旦企业无力偿还，银行就可以停止发放贷款，企业就会不可避免的陷入困境。而恒大集团表内负债的很大部分是来自银行借贷。根据恒大2020年年报，恒大主要和工商银行、农业银行、兴业银行、建设银行等20家银行有来往。

#### 2.1.2 表外融资

房地产企业有很多方法和手段来进行表外融资，如发行ABS、明股实债融资等。恒大集团进行表外融资的平台之一是其旗下的产品：恒大财富。目前恒大财富未兑付的资金高达400亿元，近10万投资者牵涉其中。恒大集团表面鼓励实则是强迫其员工自己购买或者向亲戚朋友销售恒大财富的理财产品，甚至向大部分员工按级别下发了所谓“投资任务”。恒大集团的各种融资手段的过度使用带来的是债务规模的高居不下，表内债务规模直逼2万亿，而表外债务规模目前还无法清晰地梳理出来。

#### 2.1.3 应付账款+应付票据(商业承兑汇票)

商业票据也是恒大集团重要融资手段之一。在2020年

末，中国商票承兑余额2.29万亿元，而恒大是商业承兑汇票签发量最高的公司，商票余额2053亿元，规模占全国的十分之一。2020年“三道红线”政策出台使得房地产行业融资变得艰难，房企纷纷开始去杠杆，此背景之下，恒大却依旧签发了大量商票，带来巨额欠款。承受严重亏损的供应商有苦难言，只能接收恒大开出的条件，甚至购买恒大的产品。

#### 2.1.4 战略投资

2016年恒大选择了一种新的有别于传统融资手段的融资方式：对赌融资。对赌协议的内容是：恒大必须在2021年1月31日之前完成借壳上市。如果上市成功，则实现共赢，战略投资者可以在A股市场上顺利退出并获利；如果上市失败，则意味着恒大要偿还战略投资者1300亿元资金并支付约137亿元分红。恒大先后进行了三轮融资，在第三轮融资集到的资金已经从最初的300亿元扩充到13000亿元。对赌协议的结果已经很明显了，恒大于2020年11月宣布放弃A股上市，对赌失败，恒大需要支付巨额资金。经过恒大与战略投资者的协商，将其中的1257亿元战投转为普通股，剩余43亿元由恒大回购。

### 2.2 恒大的至暗时刻

2020年9月，恒大因为“三道红线”全踩无法继续通过银行融资扩张债务规模，流动性危机便隐隐有爆发的迹象。而恒大仍然寄希望于借壳深深房A股上市，进而在资本市场融资以缓解负债2020年11月，恒大借壳上市最终失败，一时间流言四起，恒大陷入舆论危机。这一次恒大已经无力招架：上游供应商持续披露恒大票据逾期信息、各评级机构不断下调公司评级、公司还本付息出现问题、资产被银行冻结、旗下产品“恒安科乐152100”和“超收宝”爆雷等相继出现问题。12月3日，恒大集团在香港联交所发布了无法履行担保责任的公告，自此恒大信用崩塌、融资受限又负债累累，陷入四面楚歌的至暗时刻。

## 3 债务危机爆发原因

### 3.1 房地产政策和疫情加剧矛盾

2020年8月，央行和住建部联手出台了著名的“三条红线”政策，一经出台，恒大三线全踩。根据规定，同时踩中三条红线的企业将被标记为红档，不得进一步增加有息负债。这无疑极大的限制了恒大的融资渠道，现金流压力骤增。2020年以来，恒大开始施行“高增长、控规模、降负债”的战略，并通过增加销售回款、积极出售资产、分

拆业务上市、债务转化等手段试图由“红”转“绿”，但跨越红线所需要填补的资金缺口使得恒大的“降负”之路显得异常艰难。加上2020年初，新冠疫情的爆发严重影响了居民的生产和生活，中国的经济在消费、投资和出口等方面都答复下降。叠加住房按揭利率上行和房地产税试点增速等政策因素，居民购房的意愿和预期进一步下降。

### 3.2 融资、债务结构失衡，过度融资

根据优序融资理论，企业在融资时应先考虑内部融资再考虑外部融资，且债务融资优先于股权融资，因为债务融资成本较低。但如果企业过度使用债务融资就可能会增加企业的破产风险。而恒大为了持续扩张和多元化化发展，几乎运用了所有的债务融资工具、权益融资工具和表外融资手段。恒大的融资绝大部分都是来源于外部融资：从2015年到2020年，恒大的融资结构严重失衡，这导致恒大面对着巨大的债务压力，而近年来恒大的资产负债率一直维持在较高水平。整体而言，恒大在公开市场上面临较大的总体负债和短期偿付压力。

### 3.3 盲目多元化扩张

“以医养商”是房企多元化的常用策略，恒大以房地产为中心大力发展多元化，即“同心多元化”。许家印曾坦言道“恒大的多元化并非突发奇想，而是通过多年的实践摸索出的产业布局。”然而，这种布局不仅没有成就一个商业帝国，反而不断拖垮集团。恒大集团不仅需要解决地产板块的亏损问题，还要不断向新发展的板块输血，这无疑增大集团的财务负担，使得恒大的现金流变得更加紧张。恒大足球近5年累计亏损超过38亿。2009年上市后，恒大集团就意图寻求多元化发展，先是打入快消品、乳业、粮业等行业后又开始发展保险、健康和互联网等业务，2017年后，恒大加速了产业扩张，布局新能源车全产业链，投资超过500亿。但这种多元发展战略不仅没有按照恒大的预想成就一个商业帝国，反而拖垮了这个地产王国。

## 4 对中国房地产企业融资模式的建议

从白手起家到地产之王，再到债台高筑、四面楚歌，恒大的发展历程可谓是跌宕起伏。在为恒大震惊、惋惜之余，我们应该看到恒大债务违约绝不仅仅是一个个例，过度融资、盲目多元化是我国房企普遍的特点。恒大集团债务违约的发生为我国房地产企业如何优化融资结构、合理拓展融资

渠道以及防范化解风险提供了一定的启示，具体而言，我认为房地产企业可以从以下几个方面进行完善：

### 4.1 去库存，适度多元化

结合恒大集团，房地产企业最需要做的应该是去库存降低负债，聚焦主营板块。一方面，房地产行业当前要谨慎拿地，通过去库存加速资金回笼，减轻负债，将“三条红线”全部转绿是第一目标。房地产企业要扩张，更要稳健，拿地时应结合拿地成本和企业自身的资金实力，不可通过大量借债获得资金，更不可以购买土地来扩大市场份额。另一方面，向多元化转型是我国很多大型上市公司的发展战略，但多元化发展应该聚焦主营业务。应该多元化的目的是为了降低经营风险，从而提高资源运用效率并扩大企业经营规模。

### 4.2 优化融资方式，改善债务结构

恒大的融资结构、债务结构失衡是造成债务危机的重要原因。首先房企要适当增加股权融资。在房企普遍存在高杠杆的情况下，股权融资可以降低企业的偿债压力，因此企业可以采取定向增发、引入战略投资者、分拆业务上市等方式获取长期资金。其次在债务融资方面要增加融资途径。随着监管强度增加，银行对房地产贷款规模将有所控制，因此房企要减少对银行的依赖，积极探索非标融资、供应链ABS等适合公司发展的其他融资途径。

### 4.3 适应政策调控，加强内部治理

在我国，房地产政策对行业一直有着极大的影响，可以说引领和规范着行业的发展，尤其是近年来实行的“三条红线”、“房地产贷款集中管理”、供地“两集中”等制度，打了一套房地产融资、管理调控的组合拳。在未来，“房是用来住的而不是炒的”必然还是房地产行业发展的主旋律。2016年国家就提出“房住不炒”，恒大在这样的一系列监管政策下仍然铤而走险、逆势扩张，最终债务从雪球滚成雪山，在更严格的监管政策下陷入危机，这凸显了恒大的战略规划的错误和风险管理的失效。

### 参考文献：

- [1] 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(06): 29-34.
- [2] 《许家印十年套现500亿，拆解恒大2万亿债务路-中金在线财经号》.