

# 我国房地产行业融资模式研究

## ——以恒大债务危机为例

李倩

广西大学经济学院, 广西 南宁

收稿日期: 2023年12月7日; 录用日期: 2023年12月19日; 发布日期: 2024年1月23日

### 摘要

近年来,我国房地产行业频频“暴雷”,2022年,约有400家房地产宣布破产。房地产行业带动了众多的上下游产业发展,是经济增长的重要推动力。因此,房地产行业“暴雷”不仅加剧了房地产业的经营困难,还会引发一定程度上的恐慌。本文以恒大作为案例,梳理了恒大债务危机的始末、成因和融资模式,并探讨我国房地产行业融资模式的不足,并提出针对性的建议。

### 关键词

房地产业, 融资模式, 恒大, 债务危机

# Research on Financing Mode of Real Estate Industry in China

## —Taking Evergrande Debt Crisis as an Example

Qian Li

School of Economics, Guangxi University, Guangxi Nanning

Received: Dec. 7<sup>th</sup>, 2023; accepted: Dec. 19<sup>th</sup>, 2023; published: Jan. 23<sup>rd</sup>, 2024

### Abstract

In recent years, Chinese real estate industry crisis has broken out frequently. In 2022, about 400 real estates declared bankruptcy. The real estate industry drives the development of many upstream and downstream industries and it is an important driving force for economic growth. Therefore, the “thunderstorm” of the real estate industry not only aggravates the operating difficulties of the real estate industry, but also triggers a certain degree of panic. Taking Evergrande as

a case, this paper reviews the course of the corporation debt crisis, analyzes the financing mode of China's real estate industry, discusses the drawbacks of the financing mode of China's real estate industry, and puts forward some corresponding suggestions.

## Keywords

Real Estate Industry, Financing Model, China Evergrande Group, Debt Crisis

Copyright © 2024 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

房地产业是国民经济的重要支柱，也是带动中国经济高速发展的主要力量。然而，自 2021 年开始，房地产企业频频出现无法偿还债务甚至破产的情况。房地产企业的债务危机与它们的融资模式有密不可分的关系，因此，本文以我国第一家暴雷的中国恒大为例，探究了我国房地产行业的融资模式以及房地产行业融资模式存在的问题，并提出相应的对策建议，以期引导我国房地产行业健康发展。

## 2. 恒大债务危机概览

中国恒大集团由许家印于 1996 年在广州创立，2009 年 11 月在联交所主板成功挂牌上市。上市后，恒大一直保持着高速的扩张。如图 1 所示，其资产规模从 2010 年的 1044.52 亿元上升到 2020 年的 23011.59 亿元，年均复合增速(CAGR)达 36.24%，远高于行业平均水平，在资产高增长的同时，负债也一直居高不下，从 830.86 亿元增长到 19507.28 亿元，翻了近 23 倍，资产负债率维持在 80%左右，偿债能力弱。2016 年 12 月，中央经济工作会议首次明确指出“房住不炒”定位，并在之后每年都进行强调，但恒大仍然盲目囤地，进行逆势扩张，并且把原本就有限的资金投入过多的“多元化”经营用途中，最终导致了资金链的巨大缺口，需要大举融资来“拆东补西”[1]。

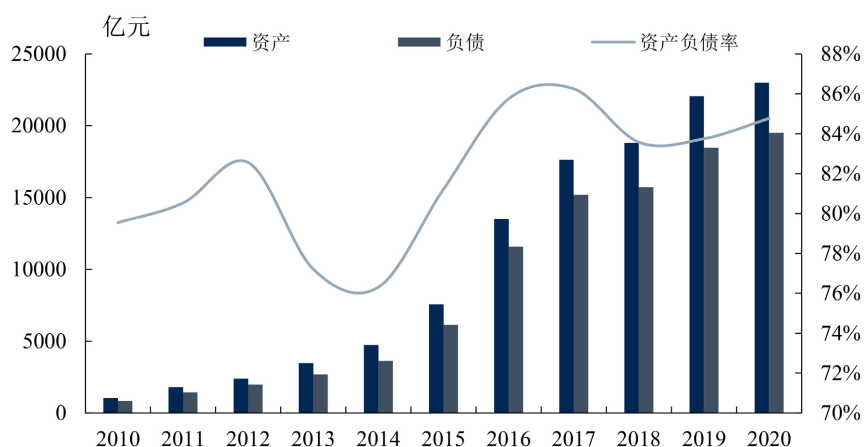


Figure 1. Evergrande assets and liabilities from 2010 to 2020

图 1. 恒大 2010~2020 年资产、负债情况<sup>①</sup>

2020 年 8 月“三道红线”政策形成，明确指出负债率不符合要求的房企不能举借新债[2]。2020 年 9

月，网上流传恒大将破产重组，随后恒大辟谣并表示公司经营正常，不久后，恒大宣布将大幅降低负债，使三道红线全部转绿。根据 2021 年半年报数据，恒大有息负债降至 5900 亿元，第一道红线转绿。

但 6 月底，恒大一系列问题被爆出。首先是三棵树等上游供应商披露恒大集团大额票据逾期，供应商暂停供货导致项目大量停工，其次，对金融机构违约，广发银行申请财产保全，冻结恒大项目银行存款 1.32 亿元，导致人们对其债务风险的担忧继续上升。为了提高流动性，恒大决定打折出售房产，虽然有一定效果，但在持续的负面新闻影响下，市场信心受损，整体销售业绩还是呈下滑趋势。盈利能力的走低又加剧了恒大债务危机的规模，越来越多债权人出现“挤兑”，9 月 11 日更爆出累积违约金达 400 亿元[3]。资本市场上，标普、穆迪对恒大的信用评级同时下调 2 个等级至 Caa1 和 CCC，并且有可能继续下调，恒大系股价也大跌，2021 年 9 月 14 日，其收盘价的总市值 1480 亿港元，仅为最高市值的 10%。2021 年 12 月，恒大称收到一项金额为 2.6 亿美元的担保义务通知，当时恒大总债务高达 1.97 万亿，其中包括 5000 多亿的有息负债和 6000 多亿的供应商和承建商的款项，公司与财务顾问、法律顾问等评估公司状况后，不确定是否拥有充足资金继续履行财务责任，至此，中国恒大正式宣布债务违约。具体事件梳理如表 1 所示。

**Table 1.** The event of China Evergrande

**表 1.** 恒大事件梳理<sup>②</sup>

时间	事件
2020 年 8 月	三条红线发布，恒大全部踩线
2020 年 9 月	网传恒大进行重组，恒大辟谣否认
2020 年 10 月	恒大与持有其 1300 亿的战略投资者协商“债转股”
2020 年 11 月	恒大宣告与深深房重组失败
2021 年 6 月	恒大河南许昌“龙悦台”停工；出售嘉凯城 29.9% 的股权，套现 25 亿；三棵树等宣布恒大票据、理财逾期兑付；出售恒大文化
2021 年 7 月	广发银行申请冻结恒大银行存款 1.32 亿；标普给出 CCC 级评级
2021 年 8 月	中诚信对恒大评级展望为负面；央行、银保监约谈恒大高管
2021 年 9 月	恒大财富停止兑付；收盘价总市值暴跌至 1480 亿港元
2021 年 12 月	国恒大正式宣布债务违约，进行债务重组

根据 2021 年半年报数据，中国恒大总负债 19665.34 亿元，总资产 23775.75 亿元，资产负债比约 82.71%，虽然偿债压力大，但并不会导致资不抵债。而且，恒大拥有 2.31 亿平方米的土地储备，可售货值超 3.5 亿，长期看，恒大债务是可以偿付的，只是短期流动资金不足[4]。从公司债务结构看，主要包括 4 部分：银行贷款、债券等有息负债 5718 亿元、合同负债即预收的购房款 2200 亿元、应付账款及其他应付款，主要为应付供应商货款 9511 亿元、递延所得税和即期所得税 2100 亿元，分别占比约为 29.3%、11.3%、48.7% 和 10.7%。从债务期限来看，主要是短期债务，其中，一年期以内的债务约占 41.97%，2 年及以上的债务仅占 30% 左右，因此恒大面临的是短期流动性不足引发的债务危机。

### 3. 恒大债务危机分析

#### 3.1. 外部原因

##### 3.1.1. “三道红线”政策制约有息借贷

“三道红线”政策将房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四挡。以有息负债规模为融资管理操作

目标，分档设定为有息负债规模增速阈值，如果三条红线都触碰到了，则是处于红色档；如果触碰到两条线，则是处于橙色档；如果触碰到一条线，则是处于黄色档；如果三条红线都未触碰到，则是处于绿色档[5]。而恒大 2019、2020 年三项财务指标全部踩线，这就使得恒大一直依赖的债务融资方式无以为继，外源债务融资受到约束，只能寄希望于股权融资，企图通过深深房借壳 A 股上市，但由于债务太高没有成功。同时，恒大还试图变卖资产，通过出售汽车业务获得流动性，但截至 2021 年 9 月 14 日都未取得重大进展。因此，这就导致其偿还债务更多地依赖新房销售回款，一旦回款出现问题就会产生流动性危机。

### 3.1.2. 经济环境低迷导致房产销售不佳

房地产的特性是通过负债拿地，进行预售回款。若居民购房意愿降低，房企的预售压力加大，前期通过拿地积累的杠杆无法及时转移到居民身上，就会导致房地产企业的现金流结构矛盾加剧，进而引发债务危机[6]。2019 年末，新冠疫情暴发，对居民的生活和消费能力造成了巨大影响，经济下行叠加房产税试点等，使得居民的购房意愿下降。限购令出台也使恒大的低价策略受到阻碍，而且他在手项目主要在三、四线城市，其居民对于经济状况更加敏感，大环境使其销售情况更加低迷，回款难度很大。

## 3.2. 内部原因

### 3.2.1. 债务庞大，结构不合理

中国恒大的负债总量庞大，结构不合理。由图 2 可知，从 2010 年开始，恒大负债规模不断扩张，截至 2021 年 6 月，恒大的表内负债约为 1.97 万亿，表外负债和/或有负债约 1 万亿。房地产一般通过负债进行建设、拿地，再通过预收款和交付后的回款支付应付账款和税费，虽然整个房地产都具有这样的特性，但恒大的债务规模却是最高，负债经营方式十分激进。结构上，恒大的有息负债比例约 40%，显著高于行业的 20%~30%，在期限上，恒大借款主要以中短期债务为主，包括金融机构贷款、供应商等上游企业应付账款，流动负债占比高。据 2021 年中报数据，其有息负债中一年以内的约为 40%，但现金及其他等价物仅 867 亿，无法覆盖短期有息债务且成本较高，存在无法按时偿还的风险；应付账款 9512 亿，但应收账款仅为 1760 亿，缺口达 7752 亿。

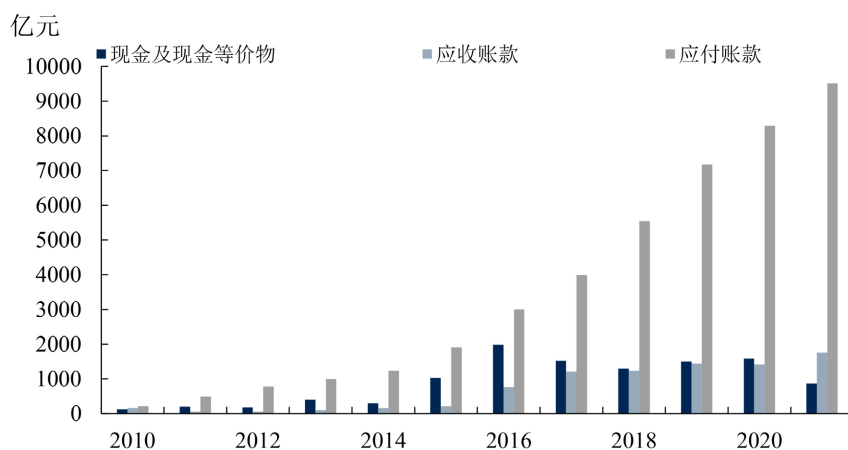


Figure 2. 2010~2021.06 Cash and cash equivalents, accounts receivable, accounts payable  
图 2. 2010~2021.06 现金及现金等价物、应收账款、应付账款<sup>®</sup>

### 3.2.2. 融资方式不稳定

恒大的融资方式缺乏稳健性。2016 年前恒大债券的主要融资方式是永续债，他只需定期支付利息，没有明确规定本金的偿还时间，按实际重于形式的会计原则，应该计入权益。大多数永续债都设置了可

变票息，一般来说前两年发行人的融资利率虽然不高，但从第三年开始利率水平会大幅上升，以促使发行人在较短的年限内偿还本金[7]，由于其成本压力大，大多数发行人会在几年后选择赎回。2017年，由于永续债的高利率和房地产的融资环境恶化，恒大开始签发商业票据和进行延期支付，规模逐步增大，2021年6月，共计6669亿，占比约34%，一年以下的有90%。在上游供应商爆出恒大违约时，恒大提出了以房抵债的方式，但并不是所有的上游商家都愿意采纳。

### 3.2.3. 多元化战略未发挥协同作用

集团的多元化发展加大了债务负担。由表2可知，中国恒大形成了一个以恒大房地产业务为核心，体育、文化、快消、保险、健康、农牧业六大产业为附属的整体多元化经营布局[8]。但是只有恒大地产盈利，其他附属产业全都处于亏损状态。进军新产业本身就需要大量的资金，实现扭亏为盈更是如此，仅仅依靠地产项目产生的现金流难以覆盖附属产业的亏损和运营需求，因此恒大不得不举债以实现多元化的经营战略。虽然这六大产业属于房地产、物业的延伸板块，但由于亏损严重和主营业务地产的关联性程度不够高，并没有发挥出对于地产的协同效应，实现“1+1>2”的效果，反而降低了集团的盈利能力和资产质量，增加了经营风险和集团业务的不稳定性。

**Table 2.** Status of Evergrande industry

**表 2.** 恒大产业状况<sup>④</sup>

行业	成立时间	主营业务	经营情况
房地产	1997年	恒大地产	净利润逐渐由盈转亏
物业	1997年	恒大物业	较为健康
体育	2009年	恒大足球	累计亏损超38亿元
文化	2010年	恒大文化	大部分亏损
快消品	2013年	恒大冰泉	投资55亿，亏损40亿以上
金融	2014年	恒大人寿等	包括华夏银行、盛京银行等
健康	2015年	恒大健康	连年亏损
旅游	2015年	恒大旅游	布局15个项目，但未开业
汽车	2018年	新能源汽车	亏损严重，2016~2021年归母累计亏损177亿元

### 3.2.4. 经营机制受个人风格影响明显

管理体制复杂，决策者激进。中国恒大虽然是房地产行业的头部企业，但并没有建立起有效的公司管理体制[7]。恒大由许家印创立，并有绝对的控制权，但恒大的股权结构非常复杂，包括地产、汽车、物业、网络等多个领域。许家印通过直接或间接的方式持有恒大股权比例一半以上，因此许家印的个人意见和想法直接影响并决定着恒大的战略规划，他激进的性格也反映在了公司的发展上，尤其是多元化的战略和高速的扩张规模，这促使了恒大的成功，但也加剧了企业的风险，许家印一股独大，缺乏制衡机制，使得恒大的发展战略充满了强烈的个人主义风格，激进、高杠杆、冒险，决策失误的可能性更大，企业扩张中承担的风险也更大[9]。

### 3.2.5. 存在庞氏分红行为

高息分红，资金短缺加剧。恒大在债务负担沉重、现金流短缺的时，依然坚持较高的分红比率。如表3所示，中国恒大上市以来，除2016年，其他年份都坚持派发股利，且股利支付率高达50%，而同行的万科、绿地等仅在20%~30%之间。恒大的现金流量并不乐观，常年为负，仅2018年和2020年为正，

主要系恒大在全国给的进行打折销售，促进了现金流的回流。整体来看，恒大在经营现金流糟糕的情况下，依然进行高现金股利分红，意味着恒大是将筹资活动产生的现金流用于股利分红，而不是用于实体经营投资。由于许家印拥有公司的绝对控制权，持股比例高，实际上现金股利基本就是由许家印所得，是一种庞氏分红行为，侵占了其他利益相关者的利益，这也是恒大股权结构带来的问题之一。这种庞氏分红行为，既恶化了企业的现金流状况，也在某种程度上体现了公司经营战略存在一定的问题[4]。

**Table 3.** Evergrande dividend situation in 2010~2020

**表 3.** 恒大 2010~2020 年派息情况<sup>®</sup>

年份	每股股利(元)	每股收益(元)	股息率
2010	0.01	0.08	9.47%
2011	0.15	0.59	25.34%
2012	0.23	0.94	24.98%
2013	0.18	0.76	23.84%
2014	0.54	1.00	53.97%
2015	0.55	1.08	50.34%
2017	0.45	0.85	52.71%
2018	1.58	3.25	48.53%
2019	0.71	1.47	48.37%
2020	0.18	0.73	24.69%

### 3.2.6. 盲目扩张导致财务指标恶化

随着房价上涨，大部分人通过银行贷款购房，所以恒大地产的销售回款大部分来自于个人住房贷款。恒大一直通过加杠杆的方式买地扩张，土地储备从 2009 年的 0.5 亿平方米增加到 2018 年的 3.12 亿平方米，并且大多数位于三、四线城市，这导致恒大的存货资产相对劣质、流动性差，变现困难。拿地扩张的同时带来了公司资产、负债的相应增加，即使在房住不炒的政策提出后，恒大不仅没有放慢速度，反而逆势扩张，不断通过借债融资，相比融创、万科，恒大的有息负债增速处于第一，甚至总额超过两家之和，使得财务指标不断恶化。

具体来看，偿债能力上，恒大的资产负债率保持在 80% 以上，债务高筑；2010~2020 年，流动比率和速动比率不断下降，流动比率从 2010 年的 1.59 下降为 1.24，速动比率从 0.63 下降到 0.43，低于常规的 2 和 1 的短期偿债标准，现金比率更低，因此恒大只能以新还旧，发生债务危机的可能性较大。盈利能力上，恒大的毛利率、销售利润率呈现出下降的趋势，约下降了 10%，总资产净利率、净资产净利率更是大幅降低，投入生产效率不断弱化。由于房地产趋冷、恒大回款能力变差，恒大地产盈利能力弱化，叠加扩张导致的高利息支出和财务费用增加，侵蚀了恒大的利润，加剧了资金紧张和债务负担。现金流方面，恒大的经营活动净现金流大多数情况为负，即现金流入小于现金流出，主营业务收入不足以支撑成本，需要更多依靠融资活动支持业务发展，补充资金链。2020 年有所好转系爆发债务危机，恒大打折售房，加快销售回款，因此其他年份的现金流情况都不好，但在此情况下，恒大还选择进军健康、网络等其他产业，进行多元化发展，使得现金流进一步恶化。

## 4. 恒大融资模式

恒大发生债务危机的主要原因之一就是恒大的债务规模非常庞大且融资模式存在较大的问题，因此，

本文在此章节深入剖析了恒大的融资模式，以更好地归纳总结我国房地产行业融资模式的不足。

#### 4.1. 以债务融资为主

恒大主要以借款、债券等债务融资为主。其融资活动产生的现金流入主要包括新增借款、发行债券、吸收投资所得、发行股份以及其他融资活动，根据图 3 可知，2010~2020 年，中国恒大融资活动现金流入呈大幅增长，尤其是 2016 年开始，每年维持在 5000 亿以上水平，融资金额巨大。与此同时带来了恒大每年新增借款的不断增长，从 2010 年新增 197 亿到 2019 年新增 4970 亿，翻了 25 倍，CAGR 为 34%，只有 2018、2020 年相比前一年有所下降，但也达到 3400 亿以上，新增借款和债券融资占融资总额的比例保持在 80% 左右，股权融资和吸收所得不到 10%，可见恒大对债务融资的高度依赖性。在债务偿还方面，除 2018 和 2020 年偿还额超过当年新增，其他年份偿还借款平均为当年新增借款的 60%。资产负债率也反映出了相同的观点，自上市以来，其资产负债率长期居高不下，2019、2020 年，债务融资分别为 7999 亿、7165 亿，远高于股权融资。这导致本身对借款过度依赖的恒大的借款规模越积越大，杠杆不断抬高，违约风险持续积累。

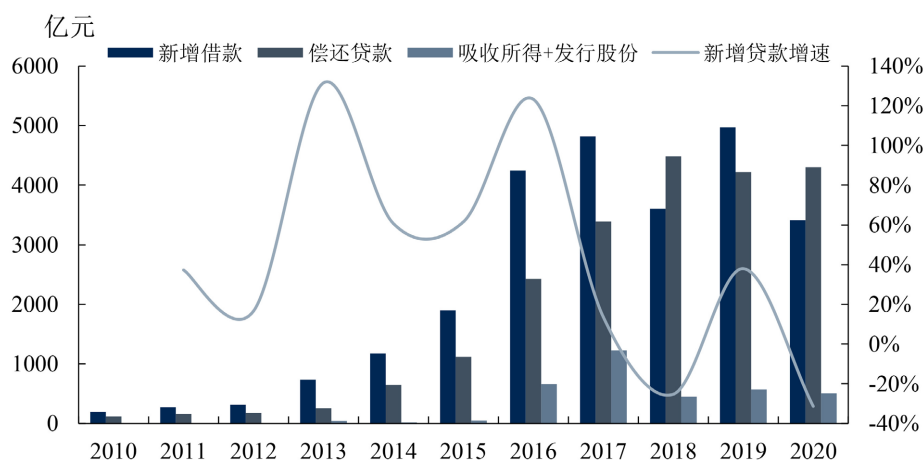


Figure 3. Evergrande new loans, repayment of loans from 2010 to 2020

图 3. 2010~2020 年恒大新增贷款、偿还贷款情况<sup>⑦</sup>

#### 4.2. 借款占比较大

Table 4. Evergrande bank loan data and proportion

表 4. 恒大的银行借款数据以及占比<sup>⑦</sup>

年份	恒大			万科		
	银行借款(亿元)	总负债(亿元)	银行借款占比	银行借款(亿元)	总负债(亿元)	银行借款占比
2011	517.27	1441.66	35.88%	226.96	2283.75	9.94%
2012	602.74	1972.99	30.55%	459.68	2966.63	15.50%
2013	1088.17	2688.06	40.48%	417.85	3737.65	11.18%
2014	1560.65	3620.84	43.10%	369.19	3925.15	9.41%
2015	2969.06	6148.93	48.29%	357.28	4749.86	7.52%
2016	5350.70	11583.36	46.19%	729.82	6689.97	10.91%
2017	7326.25	15195.44	48.21%	1121.37	9786.73	11.46%

续表

2018	6731.42	15714.02	42.84%	1379.62	12925.86	10.67%
2019	7998.95	18480.40	43.28%	1404.1	14593.50	9.62%
2020	7165.32	19507.28	36.73%	1361.3	15193.32	8.96%

银行及其他借款在恒大的融资中比例较大。从表 4 的数据可以看出恒大的银行借款占总负债的比率约 40%，远高于同行万科的 10%。2020 年，其债务融资中，银行及其他借款、优先票据、中国债券、可转股债券分别为 5067.24 亿、1512.77 亿、450.11 亿、135.20 亿，因此恒大的债权人主要是银行(不包括合同负债)。我国资本市场还有待完善，融资方式还是以间接融资为主，房地产企业融资需要经过漫长的资金融通、使用、回流、偿还过程，且只要企业在扩张，就会反复进行这个过程，因此不太可能在资本市场进行融资。而银行贷款的流程较为迅速、手续相对简单，不需要像债券融资那样确定承销商、在资本市场进行审批等，只要满足银行的贷款条件即可。除银行借款，恒大集团主要发行优先票据，约为普通债务融资的 3 倍，企业发行债券会受政策和自身发展影响，限制条件较多，优先票据的发行操作更简单，但其融资成本更高[10]。

### 4.3. 债务期限不合理

从期限结构看，恒大的债务融资主要是短期债务。根据图 4 的数据，恒大集团的流动负债每年都大幅增加，从 2010 年的 574 亿上升到 2020 年的为 15073 亿，增加了 25 倍，CAGR 约为 35%，呈现快速扩张的态势。从相对数来看，恒大的流动负债占负债总额的比例也随之相应上升，从 70%变为 80%，虽然有一定的起伏，但整体来看，短期负债是其主要的融资模式，对非流动负债的依赖度不断下降，约为流动负债的 1/3~1/2。从前面 2021 年中报的债务期限结构也可以看出来[6]，年期以下的负债约为 50%，中长期负债占比较少，债务期限结构极不合理。

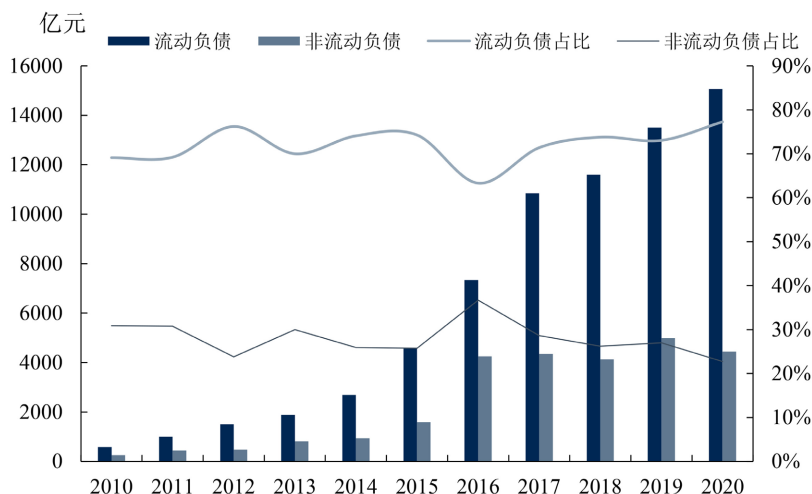


Figure 4. Evergrande debt in 2010-2020

图 4. 2010~2020 年恒大负债情况<sup>®</sup>

### 4.4. 债务成本较高

从融资成本看，恒大债务融资的成本较高。虽然在 2021 年年中时剩下两道红线，但公司的负债率并没有下降，与 2020 年期末相比，只是无息负债的增加代替了有息负债，即恒大是用合同负债、应付账款



来偿还银行借款等，体量上没有大的变化[7]。同时，其融资成本也居高不下，由于逆向选择和道德风险，风险越大的企业更愿意以高利率融资，恒大就是如此，其综合融资成本约 8%~10%，而万科的利率低于 7%，碧桂园保持在 5.6%~7%之间，可见恒大的成本处于较高水平。

## 5. 我国房地产企业融资模式的不足

### 5.1. 融资渠道单一

房地产业主要是商业银行体系支撑着发展的资金需求[11]。房地产行业是一个密集型行业，为了达到高速增长目的，普遍采用高负债、高杠杆、高周转、低成本的“三高一低”发展模式。通过储备大量的土地，达到快速发展，与此同时的一个负面作用就是沉淀了大量资金推高债务[12]。房地产的发展模式决定了他的高负债，而资本市场的不完善和其他融资渠道的缓慢发展导致房地产企业只能较多地依赖银行贷款，截至 2010 年底，全国主要金融机构房地产类贷款占比超过 20%，银行贷款已占房地产开发资金的 70% [13]。这就意味着一旦银行融资渠道受到阻碍，房地产企业就容易陷入困境，导致资金链断裂，引发流动性风险。

### 5.2. 融资方式和行业风险不匹配

房地产行业涉及的上下游企业较多、产业链条较长、投资周期长、周转速度慢、面临的不确定多、风险较高。根据融资理论，债券融资适合于风险较低的项目，股权融资更适合风险较高的项目，因此，根据房地产企业的特点，应较多地采用股权融资。但实际上，房地产企业的股权融资占比不到 10%，相反，债券融资高达 80%，和融资理论相背离。因此，一旦债务融资方式难以维持，房地产行业的企业就会陷入危机，甚至传导到银行和购房人。

### 5.3. 资金结构不合理，融资风险较高

房地产企业为了快速获取资金、进行短期运营，他们会选择短期融资，因此房地产开发商常常采取长期使用购房者预收款和建筑商资金的办法拉长资金使用期限，也可以向银行申请贷款延长来解决资金时间不匹配的问题[14]。这使得房地产行业的流动负债占比过高，一旦售房遇到问题，资金链断裂，企业就会陷入财务危机。除此之外，房地产偏好高杠杠融资，我国土地相关政策中土地闲置年限和用途等规定较宽松，开发商都希望借此实现快速滚动开发，因此承受很高的财务杠杆。我国地产企业事实上是在以金融运作为核心的模式运作[14]，因此要求迅速变现，降低周转速度，提高周转率。

### 5.4. 融资成本高，融资难度较大

我国房地产企业的资金来源主要是银行贷款等有息债务，需要支付一定的融资费用，但由于房地产企业的高杠杆，其融资成本较高。目前，整个上市房地产企业的贷款利率都比较高，一般维持在 6%~10% [15]。除此之外，他们会花大量的时间和精力去搜集信息寻找合适的资金供给方，由于贷款金额高，贷款程序复杂，因此时间成本、资金成本较高。由于国家对房地产的调控力度不断加大，“房住不炒”、“三道红线”政策的出台在抑制房价的同时也会在一定程度上增加了房企的融资难度，例如“三道红线”政策直接对房地产的融资进行限制，这对于依赖债务融资的房企来说，无疑是一大打击，甚至可能引发一些小型房企的破产。

### 5.5. 境外债务融资成本高，风险大

由于国内融资难度较大，一些房企开始寻求境外融资，但是境外融资成本高，除利息费用外，还存在时间成本、转换成本、风险成本等，据克而瑞报告显示，2021 年上市房地产企业新增融资成本为 5.32%，

其中，境外债券融资成本为 6.88%，境内债券融资成本为 4.06% [15]，可以看出境外融资成本显著高于境内。近年来，境外债券的违约事件频繁发生，一般境外发债存在 1~5 年的年限限制，2021 年有大量的债务到期，达到 3000 亿以上，巨大的偿债压力增加了企业违约的可能性。根据 Bloomberg 数据显示，2021 年发生的 25 起中资美元违约事件中，有 14 起是房地产，占比高达 56% [15]，未来可能还会有更多的外债到期。

## 6. 对我国房地产企业融资模式的建议

### 6.1. 完善相关法律法规

促进我国房地产市场融资的健康发展，既需要完善与房地产企业发展相关的财政和税收方面的法律法规，又需要完善金融机构相关的法律法规，为房地产企业融资提供一个良好的外部融资环境。由于房地产企业的高杠杆，同时还需要明确房地产融资相关的法律制度，加大对房地产企业的监管，建立起良好的风险评估体系，如对资金的来源和用途加以限制、对融资的比例进行规定，促进房地产企业融资的良性发展[16]。

### 6.2. 健全房地产融资市场体系

完善我国的资本市场体系，加速推进利率市场化改革，促进资本市场的有效发展，提升股权融资等其他融资方式的比例。一级市场以包括银行信贷和抵押信贷的贷款方式为主，外加房地产证券等，二级则主要依托市场信用，降低房地产企业对银行融资方式的依赖[17]。可以通过有效扩大房地产企业直接融资比重，推进房地产资产证券化，促使房地产资本市场融资特别是股票市场融资步入规范化的轨道[18]。

### 6.3. 拓宽融资渠道

当前我国房地产企业融资多依赖银行借款等有息负债，融资渠道单一，且易陷入流动性风险，因此要积极拓宽融资渠道，实现多元化的融资。一方面可以根据融资的资金需求和企业的实际情况来制定与银行信贷不同的融资方案，如股权融资、债券融资、租赁融资、房地产抵押贷款证券化等方式。另一方面银行也要创新融资方式，在保持原有的融资服务质量和效率的基础上，为房地产企业提供更加多样且安全有效的融资方案[19]。

### 6.4. 增加直接融资比重，降低融资成本

一是适当增加债券融资的比例。二是上市房地产企业可以通过股权融资来发挥自身的比较优势。三是关注创新型融资工具和整个房地产市场的变动情况，现在推出的创新型融资模式大部分是直接融资，如个人住房按揭贷款资产证券化，房地产信托等，可以根据具体的情况选择适合的融资模式和方法，提高了融资的效率[20]。因此房地产企业可以不断提高直接融资的比例，这样既可以降低融资成本，也可以降低融资风险，推进融资模式的合理化。

## 注 释

- ①图 1 来源：choice
- ②表 1 来源：公开资料整理
- ③图 2 来源：2010~2020 年年报、2021 年中报
- ④表 2 来源：恒大官网、choice
- ⑤表 3 来源：choice

⑥图 3 来源: choice

⑦表 4 来源: 恒大、万科 2011~2020 年年报、choice

⑧图 4 来源: choice

## 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] 沈世才. 浅析“三道红线政策”对房地产行业的影响[J]. 全国流通经济, 2022(16): 76-78.
- [3] 马红光. 房地产企业的债务风险分析——以恒大地产个案为例[J]. 西部财会, 2016(8): 22-26.
- [4] 曾攀. 恒大集团债务危机案例研究[D]: [硕士学位论文]. 广州: 广州大学, 2022.
- [5] 刘北驰. 房企债务违约成因及对策分析[D]: [硕士学位论文]. 大连: 东北财经大学, 2022.
- [6] 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.
- [7] 叶志锋, 单茜. 恒大负债之问[J]. 企业管理, 2022(7): 40-45.
- [8] 张碧云. 恒大集团债务危机成因及启示[D]: [硕士学位论文]. 北京: 北京外国语大学, 2022.
- [9] 伦淑娟. 多元化战略下企业财务风险与控制——以恒大地产为例[J]. 财会通讯, 2018(32): 118-121.
- [10] 王建勇, 李艾琳. 警惕“利用资本市场赚钱”的商业模式——恒大应对危机引发的思考[J]. 财会通讯, 2021(22): 3-9.
- [11] 高聚辉. 房地产融资渠道现状分析与发展趋势展望[J]. 中国房地产金融, 2006(6): 19-24.
- [12] 刘为岩, 吴涛. 房地产企业融资渠道分析——以恒大集团为例[J]. 时代金融, 2018(5): 154+156.
- [13] 徐大禹, 庄子衡. 我国房地产企业融资模式研究[J]. 经济视角(上旬刊), 2015(6): 67-69.
- [14] 乔梦晨. 房地产企业融资模式研究[D]: [硕士学位论文]. 阜阳: 阜阳师范大学, 2020.
- [15] 崔学敏. 上市房地产企业融资模式与风险防范探析[J]. 西部财会, 2022(9): 44-47.
- [16] 时红秀. 恒大债务危机带来的四点启示[J]. 银行家, 2021(11): 11-14.
- [17] 沈蕾. 我国房地产融资问题研究探析[J]. 财会学习, 2019(35): 183-184.
- [18] 李佩珈. 房地产融资政策调整的背景与建议[J]. 中国国情国力, 2020(11): 28-32.
- [19] 刘旦. 我国房地产企业融资模式研究[J]. 中国房地产金融, 2011(7): 17-20.
- [20] 潘国瑾. 我国房地产企业融资现状与渠道分析[J]. 山西建筑, 2010, 36(24): 243-247.