

分类号 _____
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 绿地控股高负债经营的财务风险
控制研究

研究生姓名: 魏娜

指导教师姓名、职称: 高天宏 教授 阮英 工程师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30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： 魏娜 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 高天君 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 王斌 签字日期： 2021.6.12

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： 魏娜 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 高天君 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 王斌 签字日期： 2021.6.12

Research on the Financial Risk and Control of Greenland Holdings' High Debt Operation

Candidate: Wei Na

Supervisor: Gao Tianhong Ruan Ying

摘要

随着我国的城镇化建设不断加速，房地产行业逐步进入了市场化模式，现如今该行业慢慢发展成国家经济的重要支柱之一。但是房地产市场相比较起步较晚，在发展过程中受到经济市场饱和、自身经验不足以及资金缺口较大等问题的困扰，也因其带有天然的特性和复杂性，使得行业整体不能很好地实现良性发展。因此，如何能够有效地避免和降低企业经营过程中的财务风险，对于房地产企业是非常重要的。

本文选取高负债经营特征显著的房地产企业绿地控股作为研究对象，首先归纳国内外关于财务风险管理、财务杠杆效应、财务杠杆与财务风险的关系以及房地产行业的财务风险评价这四个方面的相关文献，介绍财务风险和风险成因的基本概念，梳理与本文主题密切相关的资本结构、财务杠杆以及风险控制等相关理论；其次详细分析企业财务经营状况，通过各指标计算发现，绿地控股各项能力存在一定的不足，在此基础上识别绿地控股的财务风险，并运用 Z 值模型和 F 值模型评估检验，更准确地衡量绿地控股财务风险的等级状况；随后深入剖析财务风险的内外成因，内部从筹资、投资、经营、监督方面来分析，外部从经济市场、城乡收入和住房政策来分析，针对企业财务风险的成因提出相对应的解决措施。通过实施这些措施，能够帮助绿地控股加强财务风险的控制。

最后得出结论，绿地控股是非常典型的高负债经营的房地产企业，其经营状况和财务状况是不够理想的，进而加大了企业的偿债压力，进一步使其财务风险升高，可能会对企业未来的持续发展产生影响。所以，绿地控股应该及时地意识到控制财务风险的紧迫性和必要性，采取一些财务风险控制措施，让企业能够健康且持续发展。

关键词：绿地控股 高负债经营 财务风险 风险识别 风险控制

Abstract

As urbanization continues to expedite in our country, mode of the real estate industry is becoming marketable step by step. Now the industry has gradually developed into one of the main support of the country's economy. But the industry was developed late, and saturation of economic market, inexperience and funding gaps hold back development, because of its features and complexity, so that the industry as a whole can not achieve a good development. Therefore, how to availably decrease the financial risk of business operation is vital.

The research object of this paper is Green Land Holdings, which has a significant high indebtedness characteristics. Firstly, the paper concludes the literature from: financial risk management, financial leverage effect, the relationship between financial risk leverage and financial leverage, and the financial risk assessment of real estate industry, and explain the notion of financial risk and its causes, the theories of capital structure, financial leverage and risk control which are closely related to the subject of this paper have a good comb; Secondly, a detailed analysis of the financial status of the enterprise, through the calculation of the indicators, it is found that there are some deficiencies in the ability of Green Land Holdings, on this basis, it identifies the financial risk of Green Land Holdings and uses Z-Value model and F-value model are evaluated to more accurately measure the level of financial risk of Green Land Holdings; Then dissect the internal and external causes of financial risk, and inner analyse from the financing, investment, management, supervision, and outer analyse from the economic and market, urban and rural income and policies on housing, and put forward the solution measures according to the cause. These measures can help enterprise to strengthen financial risk control.

Finally, it is concluded that Green Land Holdings is a very typical real estate enterprise with high debt management. Its operating and financial situation is not ideal enough, which increases the pressure of enterprise debt repayment and further its financial risk. May have an impact on the future continuance progress of enterprises. Therefore, Green Land Holdings should realize the urgency and necessity of controlling financial risk in time, and take action on financial risk to make enterprises healthy and continuous operation.

Keywords: Green Land Holdings; High debt management; Financial risk; Risk identification; Risk control

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 文献综述.....	3
1.3.1 财务风险管理.....	3
1.3.2 财务杠杆效应.....	4
1.3.3 财务杠杆与财务风险的关系.....	5
1.3.4 房地产行业的财务风险评价.....	6
1.3.5 文献述评.....	7
1.4 研究内容与框架.....	8
1.4.1 研究内容.....	8
1.4.2 研究框架.....	9
1.5 研究方法.....	10
2 财务风险相关理论概述	11
2.1 基本概念.....	11
2.1.1 财务风险概念.....	11
2.1.2 财务风险成因.....	11
2.2 理论基础.....	12
2.2.1 资本结构理论.....	12
2.2.2 财务杠杆理论.....	13
2.2.3 风险控制理论.....	14
3 绿地控股高负债经营的财务风险识别及评价	15
3.1 绿地控股公司概况.....	15
3.1.1 公司简介.....	15
3.1.2 绿地控股融资现状.....	15
3.1.3 财务杠杆利用情况.....	18

3.1.4 企业高负债经营的财务状况.....	20
3.2 财务风险的识别.....	24
3.2.1 筹资风险.....	24
3.2.2 投资风险.....	26
3.2.3 资金回收风险.....	28
3.3 Z 值模型评估财务风险.....	31
3.3.1 Z 值模型说明.....	31
3.3.2 房地产企业财务风险的预警区间.....	31
3.3.3 Z 值财务风险的计算与分析.....	32
3.4 F 值模型检验财务风险.....	33
3.4.1 F 值财务风险检验模型的构建.....	33
3.4.2 F 值财务风险的计算与分析.....	33
4 绿地控股高负债经营的财务风险成因分析.....	35
4.1 财务风险外部成因.....	35
4.1.1 经济市场饱和.....	35
4.1.2 城乡收入差距.....	35
4.1.3 房贷政策收紧.....	36
4.2 财务风险内部成因.....	36
4.2.1 筹资环节.....	36
4.2.2 投资环节.....	38
4.2.3 经营环节.....	39
4.2.4 监督环节.....	41
5 绿地控股高负债经营的财务风险控制措施.....	42
5.1 筹资风险应对措施.....	42
5.1.1 适时调整融资方式.....	42
5.1.2 合理控制负债利率.....	42
5.2 投资风险应对措施.....	43
5.2.1 科学规划投资项目.....	43
5.2.2 积极实施业务转型.....	43
5.3 资金回收风险应对措施.....	44

5.3.1 提升流动资产周转.....	44
5.3.2 强化现金流量管理.....	44
5.4 其他控制措施.....	45
5.4.1 完善内部控制制度.....	45
5.4.2 提高企业风险意识.....	46
5.4.3 政府发挥引导作用.....	46
6 结论与展望	48
6.1 结论.....	48
6.2 展望.....	48
参考文献	49
后记	52

1 绪论

1.1 研究背景

随着经济的发展以及技术的进步，人们的收入水平不断提高，生活质量越来越高，所以对房产的需求产生了变化，房地产行业也因此进入了热潮状态，越来越多的企业家选择开发和投资房地产。但是行业发展至今，呈现出了白热化的状态，一线二线城市的市场相对景气，三线及以下城市的房地产市场进入了萧条阶段，有的地方住房出现大量滞销情况，房地产企业资金周转受到限制。

房地产企业在整个生产运营以及发展中，一定是需要庞大的资金支撑的，这个数额非常之大，靠企业自有资金是很难满足的，然而股权融资的成本相对较高，因此，在这个时候大多数的房地产企业就会选择债务融资的方式，利用银行贷款等途径取得资金用以支撑业务的持续发展，致使整个房地产的杠杆水平持续升高。2015年习近平总书记就提出了“三去一降一补”，希望通过这些相关政策的执行和监督，更好地实现供给侧结构改革，因为房地产企业有着非常显著的高负债经营特性，所以这个行业成为了很多学者重点研究的对象。还有国家有关部门最新出台的“三条红线”政策，要求严格控制房地产行业的有息债务增长，而且设置了三条红线，红线一是剔除预收款的资产负债率不得大于70%，红线二是净负债率不得大于100%，红线三是现金短债比不得小于1倍；并且按照“三条红线”，将试点房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四个档，分档设定为有息负债规模增速阈值，每降低一档，上限增加5%。这样一系列相关政策，要求房地产企业必须调整其资本结构，优化供给结构，从而降低房地产行业高负债特征所带来的财务隐患，实现企业健康稳定发展，提升整个市场的稳定性。

本文以绿地控股作为研究对象，该企业是非常典型的高负债经营的房地产企业，基本每年负债率都在88%以上，已经远远超过行业平均水平，也已超过70%的警戒线；而且该企业在最新房地产政策“三条红线”中，位于红档，则有息负债规模以2019年为上限，不得增加，足以说明其高负债经营特征明显，引发较大的财务风险，意味着负债筹资方面需要做出一定的改变和调整。所以，本文在分析其融资状况和财务状况的基础上，通过一些财务指标更清晰地识别绿地控股目前所存在的财务风险，再结合风险评价模型，能够发现风险都体现在哪些方面，进而分析出形成风险的内外因素，为企业提出控制措施，增强企业化解财务风险的能力，帮助其长期稳定的发展。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 研究目的

财务风险方面的研究还在不断地更新和扩充，房地产企业高负债经营的特征容易使得企业资本结构失衡，这样就会增大财务风险发生的概率，最终有可能导致房地产企业不能够保持稳定且良性发展。实务中，很多企业都并没有很好地利用财务杠杆，如果使用不当或者过度使用，会带来更多的负面影响，尤其会产生很大的财务风险，进而可能发生财务危机。

选题目的在于以绿地控股高负债经营的特征为切入点，先分析企业在高负债经营背景下的融资情况和财务状况，通过对其财务风险的分析研究，看到其在高负债下所存在的风险，并使用模型对财务风险加以评估检验，发现其内部和外部成因，为绿地控股提出一些相对应的解决措施，希望能够有效地控制企业所存在的财务风险，为我国房地产企业去杠杆提供一定的启示，也让企业管理层能够更好地发现企业存在的高负债风险，进而降低风险所带来的经济损失。

1.2.2 研究意义

房地产行业因其独特的属性而备受关注，在研究其快速发展的同时更需要关注到潜在的财务风险，引起企业重视并落实相应的解决措施。本文针对绿地控股高负债经营下财务风险控制研究的主要意义有：

(1) 理论意义

目前关于我国房地产企业财务风险识别及评价的研究相对是比较少的，相关的理论研究也是比较欠缺，本文提出的财务风险识别与评价的具体方法，具有很高的适用性，可以推广到不同的行业，拓展了相关理论的研究空间。

我国房地产企业本身起步相对较晚，学者在财务风险成因及相应措施方面的理论研究少之又少，本文在该领域有比较深入的研究，使得相应的理论基础可以更加完善、全面，为这部分研究提供多方面的理论素材。

(2) 实践意义

房地产企业如此重视其财务风险管理，因为它的一举一动对我国经济的影响是非常大的，不仅仅是对本行业，更会牵扯到其他更多的行业，包括它的上下游产业、资本金融市

场等等，一旦出现问题，整个经济市场都可能遭受很大损失。

整体来看，我国房地产企业内部财务风险管理水平是比较低的，与提出的财务风险控制体系难以匹配，本文从实务方面提出有效的风险控制措施，让更多的房地产企业可以根据自身情况借鉴，以解决财务风险问题。

本文对于绿地控股财务风险的识别与评价方面，让理论更好地与实务结合，站在部分投资者的角度来讲，对所投资的企业有进一步地了解，能够更理性地进行投资，推动整个经济市场的稳定和发展。

1.3 文献综述

1.3.1 财务风险管理

(1) 国外研究现状

国外的专家学者很早就已经开始对财务风险管理这一方面进行详细地研究，财务风险是企业所面临的主要风险之一，所以对这一方面的研究越来越多。

Dbus (2005)、Anette (2008) 认为降低企业的财务风险可以通过风险管理的手段来实现，风险管理可以非常有效地对影响企业资产和收益等财务要素风险进行识别和管控。后来 Alnoor Bhimani 和 Mtholi Neube (2011) 有了更具体的看法，主要观点是：如果一个企业的现金流比较稳定，那么意味着它的收益具有一定的安全性，从而财务风险就会较小。接着 Stephen A 等 (2013) 便提到了债券筹资所引发的财务风险，说明了企业财务风险和债务筹资有着很大的相关性，所以，财务风险管理意味着要对筹资活动进行很好地规划。而 Hamdamov (2016) 是考虑到企业要实现可持续发展就必须重视其财务风险管理，进而建议企业在经营过程中建立适合企业自身的财务风险管理体系。Wachowicz (2017) 发现企业经营发展过程有很多因素都会不同程度的影响其筹资风险，便提出要想更有效地进行财务风险管理就需要扩大企业筹资风险的影响范围。

(2) 国内研究现状

我国对于财务风险管理的研究比较晚，与之相关研究成果是比较少的。

张晓玲 (2009) 研究了财务风险与其他风险的关系，发现财务风险管理影响着其他各种风险的管理，说明财务风险在企业管理当中是非常重要的，其管理的好坏直接关系到企业的后续发展。后来张继德等 (2012) 经过分析发现企业规模会对财务风险产生一定的影响，进而运用规范研究法，建立财务风险管理体系以实现财务风险管理。姚曦 (2012) 更

全面地研究了引发企业财务风险的成因，又对财务风险的程度进行了计量，从而构建财务风险预警模型以及风险检测系统，能够对企业财务状况有更好地监控，对于财务风险管理又是进一步地推进。再后来有了财务风险创新管理体系，是刘明传等（2015）以财务风险管理的相关原则为依据而构建的，这个过程是考虑了一些集团企业比较复杂的内部结构的，所以是适用性更高的风险管理体系。针对不同的行业就会有不同的方式方法来进行财务风险管理，所以卫林（2017）发现了商业银行比较特殊的经营性质，采用了不同的方式进行研究，首先对其财务风险依次进行分类，然后建立了具有针对性的财务管理体系，最后提出做好企业的风险管控，就要及时地管理财务风险。基于此，朱会芳（2019）研究了影响国内上市企业财务风险的因素，通过分析发现企业财务风险水平和内部财务管理质量水平是成反比的，高质量的内部财务管理就会降低企业的财务风险。

1.3.2 财务杠杆效应

（1）国外研究现状

Modigliani 和 Miller 对该方面的研究，为财务杠杆效应理论打下了很好的基础。

Mayers（1984）认为，要尽量优化企业的资本结构，这样会给企业带来较大的收益，如果企业原本的资本结构就是不合理的，还继续扩大负债规模，会产生更大的负面作用，甚至可能导致公司破产，所以需要企业的息税前利润与债务成本达到一个平衡。一些学者发现财务杠杆与负债水平有明显的正相关关系，但是后来 Arjun Chatrath（2000）经过大量分析，有不一样的结论，发现企业的资本成本与财务杠杆并没有成一定的线性关系。Alman 等（2006）从另外的角度去研究影响财务杠杆效应的资本结构，即行业资本结构的相似性，发现相似性较差的行业会有这样的一些特征，比如公司治理比较宽松、成长性比较弱等；而相似性较好的行业其竞争会比较激烈、公司治理会比较严谨。再后来 Ali K. Ozdagli（2012）更具体地研究了企业的财务杠杆效应，认为利息有节税的效果，可以达到增加企业收益的目的，所以，企业在经营发展过程中可以适当债务筹资，能够更好地利用财务杠杆效应。

（2）国内研究现状

国内学者们关于财务杠杆发挥正效应的前提条件有着不同的看法。

李心愉（2000）在研究财务杠杆效应时，说明了息税前利润率需要达到一定的水平，并且企业负债资本占有所有资本比例的高低在一定程度上说明了财务杠杆的高低，一定范围内，负债越高产生的利息也会越高，根据公式可以看出其 DFL 越大。后来杨春华和刘建长

(2001) 说到, 财务杠杆之所以能够起到正向效应, 与影响它的两个因素有着直接联系, 一个是固定财务费用的存在, 另一个是所得税的存在。周萃英 (2003) 在研究财务杠杆效应与 DFL 的关系时, 明确了所求的 DFL 是在怎样的息税前利润上计算出来的, 最终提出通过合理的负债来发挥财务杠杆作用。陈瑶 (2013) 以企业融资为切入点, 说明融资对于企业的生产、经营以及发展都是尤为重要的, 能够解决企业的一部分资金需求, 企业可以借助债务来实现更大的财务杠杆作用, 让其从中受益。许余洁 (2017) 认为一个公司可以通过对其负债的扩大或者缩小来改变财务杠杆, 但是注意不能一味的举债, 要注重其资本结构的合理性以更好地发挥财务杠杆效应。后来方芳, 陈波 (2019) 发现了企业多元化经营和所得税之间有着一定的反向关系, 因为财务杠杆在其中发挥了作用; 进一步分析得出, 当企业不断扩大原有业务并且开拓新的业务时, 财务杠杆就会变大。

1.3.3 财务杠杆与财务风险的关系

(1) 国外研究现状

国内外学者对其杠杆利益和损失的认识是比较充分和成熟的。

Kraus Litztenberger (1972) 说企业的财务杠杆不会一直发挥正效应, 是根据各个企业不同的发展情况, 划分合理的区间, 如果超出规定的范围和区间, 就会有问题, 带来一定的负面作用; 所以, 为企业设置安全区是很重要的, 设置的范围要适应企业的实际状况和后续发展, 否则会产生比较大的财务风险。Matthew T. Billett, Taohsien Dollyking, Davidc. Mauer (2007) 发现企业控制其代理成本, 在一定程度上可以减轻财务负担, 对于降低财务风险也是有帮助的。Paulo Renato Soares Terra (2011) 认为企业债务到期, 有可能会出现无法还本付息的情况, 这就是债务融资最明显的一个弊端, 很大可能给企业带来财务风险, 所以, 在选择融资方式时, 需要动态考虑, 长远考虑。后来 Natalia Reisel (2014) 结合之前一些学者的观点, 企业可以发挥财务杠杆作用, 但是绝不能忽视财务风险的产生和扩大, 要对债务的规模进行严格控制, 使得债务代理成本有所降低, 从而解决一部分财务风险。

(2) 国内研究现状

关于财务杠杆和财务风险的关系, 国内学者们通过多个方面进行了说明, 并结合实例提出了自己的一些观点。

王永 (2007) 为了研究财务杠杆和财务风险的关系, 建立财务杠杆模型, 旨在清晰地分析两者的关系, 后面对模型进行了修正, 能够发现企业存在相对最优资本结构。李玉玲

(2010)认为企业需要衡量财务杠杆带来的收益与其潜在风险的关系,这个关系会影响企业的举债规模,企业盈利时,那么投资项目回报一定要高于其负债成本,不然不仅无法获利,还加大了其财务风险。徐向攀(2012)研究了企业的财务杠杆系数和财务风险,通过一系列的分析发现财务杠杆系数和财务风险有一定的正向关系,在设定的前提条件下,风险会随着系数的增大而增大。苟文均,袁鹰,漆鑫(2016)认为债务规模的扩大会使得财务杠杆作用增大,进而影响到企业整体的财务风险,因此寻找其他一些融资方式是很有必要的。漆腾(2016)通过分析,发现恒大集团一直很注重多元化产业,开拓和发展一些新业务会耗费大量资源,企业为之必须加大债务筹资,这无疑面临着双重风险,多元化投资带来的投资风险,大量债务带来的筹资风险。黄峰(2016)认为,房地产企业所存在的负债规模不合理、巨额贷款、高额成本、高杠杆、对财务风险的重视不够等这样的一些问题,就会直接影响财务风险的发生和扩大;后来,张守文(2018)得出控制企业债务规模,对财务杠杆合理利用,有利于企业控制和降低财务杠杆水平,进而控制企业的财务风险,达到良性运营和可持续发展的目的。

1.3.4 房地产行业的财务风险评价

(1) 国外研究现状

西方学术界对于财务风险的研究要比国内更早,更深入地研究了变量的选取,形成了比较完整的评价方法体系,所以他们在房地产财务风险评价方面的研究也更为成熟。

首先 Zhang Minli, Yang Wenpo (2012)认为模糊评价法有一定的主观因素在里面,考虑结合其他一些方法,最终在房地产财务风险评估中,采用层次分析法与之相结合,更有效地进行了财务风险的分析 and 评价。Wang Yi (2012)评价多家房地产企业的财务风险,经过衡量,最终采用了 Z 值预警模型,结果证明用 Z 值模型评价房地产上市公司的财务风险是非常合适的,预测准确率可以达到比较高的水平。后来 Junyoung Heo (2014)选择以韩国房地产公司为案例进行研究,采用了统计回归方法去评价财务风险,发现房地产企业的财务风险不断扩大,会增加破产公司的数量,也会引发一些社会问题 and 经济问题。后来 Cem Berk (2017)选择美国房地产企业,利用 VAR 回归模型对企业的财务风险进行分析和评价,结果证明企业信誉、资产流动性、经济环境、宏观政策等内外部因素都会引发财务风险。2008 年金融危机后,国际房地产市场崩溃, Richard Waldron (2018)便以爱尔兰的房地产行业作为研究案例,开始分析企业的财务风险,发现房地产企业受到国际经济环境的影响,其资产和债务有了很大的变动,从而导致财务风险激增。

（2）国内研究现状

虽然我国对房地产财务风险评价的研究要晚于西方,但也取得了一定的研究成果。

李素红、陈立文(2011)考虑到房地产行业的特殊性,采用因子分析法对我国房地产企业的财务风险进行评价,在因子分析法中选取关联性较高的14个财务指标,分析结果发现超过一半的房地产企业财务风险等级为一般,需要引起企业的重视并及时地控制财务风险。杜俊娟(2013)选取房地产上市公司去研究,提出将财务和非财务指标结合起来,并采用ZETA模型对企业的财务风险进行评价,结果证明企业财务风险的大小与其财务状况好坏有一定的关系。林众(2013)分析了房地产企业存在哪些财务风险,并分析导致财务风险的原因,最终采用Z值预警模型来衡量风险程度,发现在房地产调控政策下,行业的总体风险明显上升了。随后李心雅(2014)也是利用Z值预警模型去衡量比较几十家房地产企业的财务风险,结果也证明企业所存在的财务风险是相当大的,需要一些切实可行的控制措施以降低企业的财务风险。裴潇等(2015)通过比较两国房地产行业的整体负债率,发现我国的房地产企业普遍采取高负债经营的模式,在这样的情况下,为了更清楚地衡量出国内房地产企业的财务风险大小,便采用传统的Z值模型来,最终评价结果达到了81%的准确率。后来牟显平(2017)考虑到房地产行业的特殊性,最终认为修正后的Z值模型更能说明房地产企业的问题,能够准确地评价其财务风险,经过分析发现企业在生产经营过程中不断调整其经营策略,使得财务状况逐渐平稳,进而提高经济效益。支梦宇(2019)以Z值评价模型为基础,建立了F值风险评估模型,更全面地评估案例企业S房地产的财务风险,结果也显示出了F值模型的准确率较Z值模型有了一定的提高。

1.3.5 文献述评

通过梳理国内外的相关文献,能够更清楚地发现一些理论研究上的不足,侧重点还是会放在具体的某一方面,没有将财务杠杆与财务风险进行很好地结合,还是有一定局限性的,并且对企业财务风险管理的整体认识还有待提高。

通过比较房地产行业的财务风险评价模型和方法,发现回归分析法在计算的过程中会四舍五入,有可能影响企业财务风险评价和最终结果的准确性;因子分析法涉及到的财务指标非常多,并且对一些数据的要求非常严格,计算相当繁琐,计算过程中会存在很多问题;层次分析法能够很好结合定性和定量分析,但在设计过程中会有一部分的主观想法,使得最终结果不够客观;能够看出Z值模型评价法一直被很多的学者使用,并不断地修正和完善,结果也证实了其评价结果的准确率是比较高的;包括后来在Z值模型的基础上建

立的 F 值模型，考虑到现金流的因素，使得评价结果更符合实际情况。所以，根据比较情况，再结合案例公司绿地控股的自身状况，文本将选取 Z 值模型和 F 值模型，对绿地控股的财务风险进行分析和评价。

现有的房地产财务风险研究较少能够将高负债经营的特征很好地结合起来，因此本文着重以绿地控股高负债经营的特征为出发点，结合财务风险评价模型对案例公司做出评价，对财务风险提出合理地控制建议，以小见大地反映更多房地产企业高负债背景下所存在的问题和风险。

1.4 研究内容与框架

1.4.1 研究内容

第一章：绪论。以绿地控股高负债经营为切入点，总结其研究意义；通过国内外文献发现相关内容的研究现状；绘制文章的框架，并说明采用的研究方法。

第二章：理论基础。对与本文为主题紧密贴合的资本结构、财务杠杆和风险控制等相关理论进行归纳，并简明扼要地阐述核心思想，通过这部分的理论基础为下文的案例分析做铺垫。

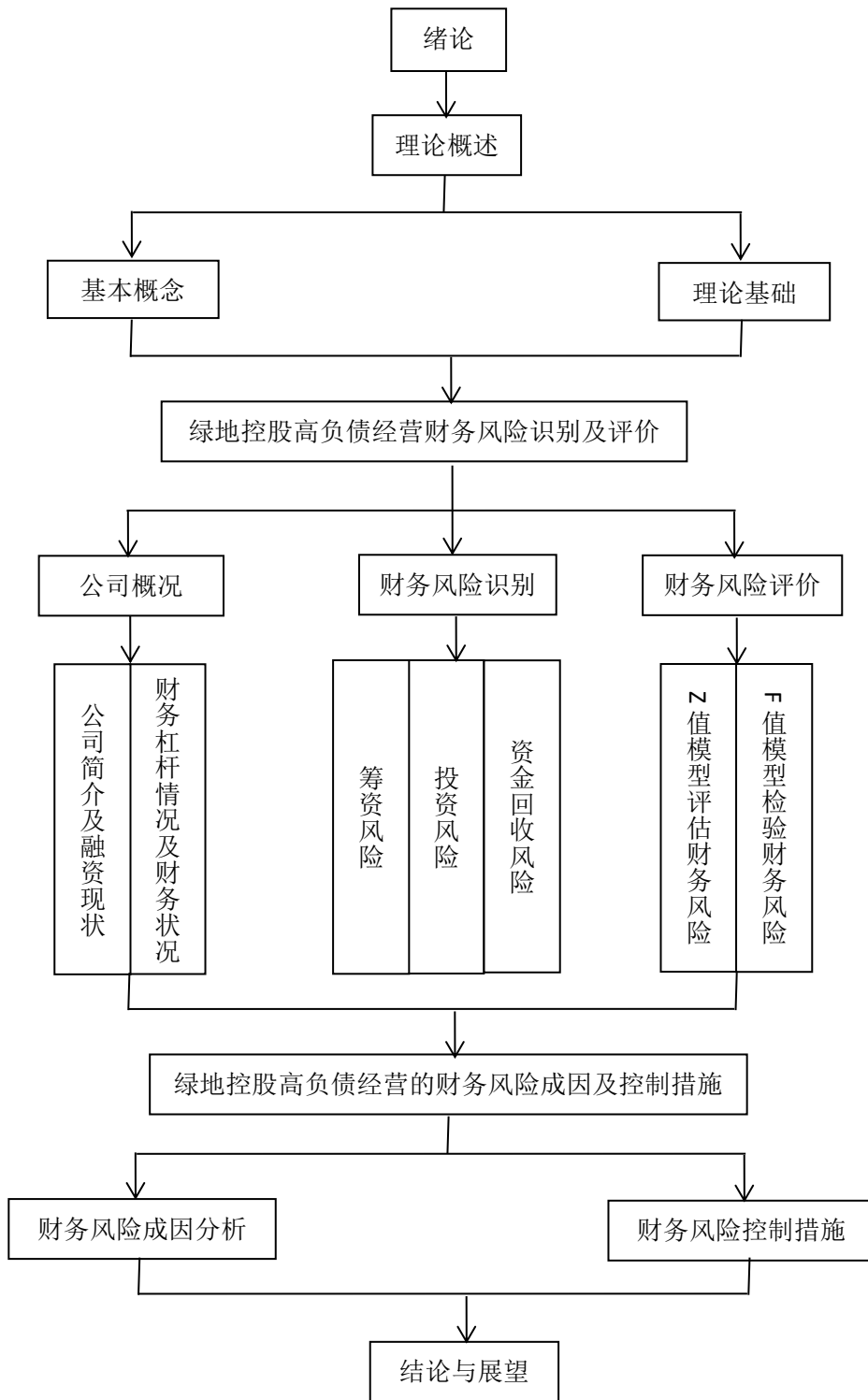
第三章：财务风险识别及评价。首先介绍绿地控股的概况，详细梳理企业融资现状，解释财务杠杆利用情况，识别绿地控股的财务风险，基于 Z 值模型和 F 值模型对绿地控股进行财务风险评价，进而判断高负债经营带来的财务风险处于哪种现状。

第四章：财务风险成因。根据上文分析出的财务状况以及识别出的财务风险，分析绿地控股产生这些财务风险的根本原因。

第五章：对应的控制措施。财务风险成因是本章内容的研究前提，根据成因找出对应的解决方案，并进行分类，更具体地说明如何对绿地控股在各个环节的财务风险进行控制。

第六章：结论与展望。归纳全文要点，能清晰地看到文章的主要研究内容以及最终结论，并进一步发现研究所存在的不足。

1.4.2 研究框架



1.5 研究方法

(1) 文献研究法

在文章的分析中，文献研究法起到了重要的作用，总结相关文献的主要结论和想法，当很多学者的观点不同时，就需要结合自己的理解以及企业的实际状况，总结出一个全面的观点。遇到一些难以理解的观点时，去寻找类似文献的相关解释，有助于快速理解，对绿地控股后续的研究起到了很大的作用。

(2) 案例分析法

在财务杠杆和资本结构等理论上，本文详细分析了绿地控股的财务状况和财务风险。具体而言，选择绿地控股 2015-2019 年的财务数据，并选取合适的财务风险指标和方法，对相关数据进行分类和计算，再与其他企业进行比较，很清楚地分析案例企业存在的问题；文章中的图表非常清晰展现了企业的实际情况，更能够看到绿地控股在经营发展中的不足，给予文章强有力的支撑。

2 财务风险相关理论概述

2.1 基本概念

2.1.1 财务风险概念

一般理解的财务风险是简单地将财务风险等同于筹资风险，是指企业为了正常经营以及持续扩大会筹措大量资金，因此给企业带来较大的潜在风险，在债务到期时，企业有可能无法按时还本付息。此观点认为只要企业不举债就不会存在财务风险。

广义上的财务风险范围相对更大，是为了更深入地分析所存在的问题。具体来说，在实务中，企业受到筹资、投资以及经营各个环节所存在的多种因素影响，而不能达到其预期收益，可能发生的一定损失或者不可预期的损失。

所以，一般理解上的财务风险更多的侧重其筹资环节的分析和识别，在文章研究中会有一些的限制，不能全面地了解企业的实际情况，不太符合当代更为复杂的市场环境。经过对比，认为广义上的财务风险概念涉及面更加宽泛，也考虑到了影响企业财务风险的众多因素，更适应当前企业的实际情况。因此，本文将范围更广的财务风险作为绿地控股后续研究的概念支撑。

2.1.2 财务风险成因

企业的财务风险一般情况下会受到内部和外部因素的共同影响。

(1) 不合理的筹资决策

第一，筹资规模不合理。如果企业筹措资金过多，现金流又比较充裕，会使得资金空置；如果不足，当出现一个比较好的投资项目时，资金又不能及时到位。这两种情况下都会给企业造成一定的损失，所以，企业应该适当筹资。

第二，筹资方式不合理。债务所产生的利息费用具有抵税效应，使得债务融资成本在很多融资方式里相对较低，所以很多企业更愿意选择债务融资的方式筹措资金。其实当代企业筹资方式有了更多的选择性，完全可以选择更适合、更优的。

第三，债务期限不合理。负债期限的长短也会影响财务风险的大小，如果债务集中在某一时间到期，那企业很有可能无法同时偿还所有债务。所以，对短期负债和长期负债没有恰当的规划，就会给企业带来很大的财务风险，严重点可能会出现资金链断裂的情况。

（2）不恰当的投资决策

随着经济的进步以及时代的发展，当代企业不再局限于一种业务，一些大型的企业都纷纷开始多元化的投资，事实上实力很强的一部分企业可以选择多方面发展，但是这并不意味着所有的企业都可以这样做，还是需要根据企业自身情况以及外部环境量力而行。在资金充裕的情况下，要对投资项目做了一定的分析和预测，不能进行盲目投资。所以多元化投资提供了一种新时代的模式，让企业有更多地选择，有益于分散风险，但是也有一定的问题，会消耗更多资源，并且需要做更多的投资预测、实地考察等准备工作。

（3）盈利能力的不足

房地产企业的投资是需要大量资金的，资金的有效循环是很重要的，所以，自身的盈利能力足够好，就能维持企业正常运转。投资不断消耗资金，也是为了后期能够获得经营成果，赚取利润，这样确实可以为企业实现更多收益，但是也面临着很多的问题以及风险。如果企业的盈利能力相当不错，现金流也比较充裕，那就会产生正面的效果，但是企业的盈利情况并不是很理想，过重的投资负担有可能压垮企业。能够看出一个企业的创收对其发展壮大起着决定性的作用，所以企业要要前瞻性眼光，多元化投资等后续的长远计划仍然任重而道远，不能急于求成，不然很有可能产生财务危机。

（4）不可控的外部环境

企业财务风险的大小并不是全部由内部因素决定的，外部环境也起产生了非常大的影响。有可能同时面对国内市场和国际环境带来的双重压力，比如经济市场的饱和、利率汇率的变动、还有政府对于房地产发布的一些政策等等，让企业在整个过程中影响很大，存在着很多不确定的因素，那这些因素都增加了外部环境的多变性和复杂性，使得财务风险很难控制。企业需要及时调整自身情况来应对外部环境的多变，这样才不会在竞争激烈的市场中被淘汰、被替换。

2.2 理论基础

2.2.1 资本结构理论

随着学者们不断地研究，资本结构理论也经历三个阶段。

首先是早期资本结构理论，这个理论研究的相对简单，在研究中，发现其净收益理论和净营业收益理论两者的观点是不一致的，甚至是完全不一样的结论。净收益理论发现企业的债务和公司价值是有关系的，企业净收益会因为其债务的增加而增加；而净营业收益

理论发现企业的债务和公司的价值之间不存在一定的关系，债务筹资的资本成本比股权筹资的小，但是债务会产生其他的一些成本，进而无法增加其公司收益。因为早期资本结构理论没有更加深入地分析和论证，所以是存在一定缺陷的，并不能得到很准确地结论。

接着是现代资本结构理论，该理论刚开始是以 MM 理论为基础的，后来对该理论不断修正。最初资本结构理论认为如果没有所得税的影响，企业的价值就和债务比例没有直接的关系；修正后的资本结构理论认为企业在正常的经营活动中，税务筹划是必然要考虑到，意味着存在所得税的影响，在研究过程中发现债务确实有避税效应，资本结构越优化，越影响收益情况，企业价值就会越大。总而言之，该理论认为企业最优资本结构，是需要衡量负债成本与所带来收益二者之间的关系。

最后是新资本结构理论，这个阶段的理论基本趋于成熟，代理成本理论比较符合现代企业的实际情况。学者认为企业在发展中必然会考虑如何举债，那怎样的债务比率是相对最优的，通过研究发现使企业代理成本最小的债务比例是相对最优的；优序融资理论则认为外部融资是需要支付额外筹资费用的，债务筹资会引发一定的财务风险，偿债压力是比较大的，股权筹资的资本成本较高，而且公开筹资的要求比较严格。综合考虑下，该理论认为企业在资金不是很充裕的情况下，先考虑内源性融资，再考虑外源性融资，外源性融资当中先考虑债务方式，再考虑股权方式。

基于上述理论比较，企业相对较优的资本结构是可以通过调整债务来达到的。企业应该合理运用负债，当债务超标时，不仅无法达到较优的资本结构理论，反而会使得企业财务风险增大。以此来告诫绿地控股应该适度运用财务杠杆，尽可能使得企业资本结构达到最优，进而增加企业收益。尤其 MM 理论和优序融资理论为绿地控股后期分析融资现状和识别财务风险，奠定了很重要的理论基础。

2.2.2 财务杠杆理论

财务杠杆理论更多地研究在固定性资本成本存在的前提下，企业 EBIT 对每股收益的影响。在企业中，固定性的资本成本是指债务筹资所产生的利息以及股份制企业需要分配的优先股股利。财务杠杆效应能够很好地解释大多数企业为什么更愿意采用债务筹资的方式获得资金，因为正的财务杠杆效应可以使得 EBIT 的变化幅度小于股东每股收益的变化幅度，能够为企业赢得更多的杠杆收益。

房地产企业是非常典型的一类企业，带有其明显的独特性，不管是置地还是建楼，对于资金的需求是非常大的，再加上企业自有资金是一定的，无法满足所有需求，一般都会

进行债务融资来获取资金，其资产负债率的高低大概能够反映出企业财务杠杆的高低。

进一步研究了解企业通过大量举债来发挥财务杠杆作用，因为其举债产生的利息费用是有避税作用的，以实现企业更多收益。但是让企业发挥正的财务杠杆效应是有条件的，学者经过大量的研究，发现企业能够更好地发挥财务杠杆效应的一个重要前提就是债务利率要小于投资报酬率，这样才能为企业带来附加收益。

由于绿地控股近年没有发行优先股，所以本文只会考虑负债带来的财务杠杆效应。该部分的理论为绿地控股后期对财务杠杆利用情况的分析以及对企业财务风险的成因分析都起到了重要作用。

2.2.3 风险控制理论

经过这么多年的发展，很多企业对风险的控制管理越来越重视，所以，更多的学者对这部分理论开始更深入地研究，现在基本归纳整理出了一套系统且全面的风险控制理论。对于企业来讲，怎样很好地控制财务风险是企业财务管理中非常重要的一部分。

企业关于财务风险的控制是通过可能对取得的收益和潜在风险所产生的损失之间进行准确地衡量和有效地判断，尽可能达到用最小的风险来获得预期收益。实际中风险控制的方式和侧重点是有较大差异的，因为每个企业的情况是不一样的，自然存在的风险点也是不同的。所以，部分学者根据企业的实际情况，并结合自己的想法和认知，提出了很多具有实用性的建议。综合各学者的观点，对风险的控制可以从以下几个方面着手：

风险回避是指投资方对可能产生风险的项目和活动选择放弃，这样企业不会有风险，自然就不会产生收益，也不会发生损失。从实际中来看，风险回避是比较消极的方式，往往会使企业丧失很多投资机会，影响企业的长期发展。

风险转移是指投资方和其他方各担一部分风险，也就是说投资方将风险进行了转移，因为将部分风险转移给了其他方，所以投资方所承担的风险就小了，一旦产生损失，投资方就不会发生很大的资金流失。

风险保留是指企业主动承担面临的风险以及所产生的损失，即企业发生损失时，要以其内部的资源用来弥补，或者通过自身能够获取到的所有资金来应对风险所带来的损失。

通过总结学者对于风险控制方面的理论研究，为后文的财务风险解决措施提供基础，结合案例公司的自身情况，本文能够为绿地控股提出更加合理和有效的风险控制措施。

3 绿地控股高负债经营的财务风险识别及评价

3.1 绿地控股公司概况

3.1.1 公司简介

绿地控股经历 28 年的持续成长和发展，已经形成了“以房地产和基建为主要业务，同时兼具金融、消费、健康、科创等业务发展”的多元化经营模式。2019 年的时候，它的资产规模、营业收入以及利润总额都有了一定的增长，随着企业规模的增大，其负债规模也有了进一步的跨越。

绿地控股房地产主业的整体规模、产品种类以及企业声誉等，在行业中是比较突出的，在其主业不断扩大的同时，绿地控股积极开展其他业务，旨在进行多元化发展，突出多方面优势，尤其它的大金融产业基本形成了四大业务布局，企业仍在积极地获取保险等一些核心金融业务。企业大消费产业是发展与高品质生活相关的一些中高端业务，比如酒店旅行、进口商品等。

绿地控股的发展经历不断更新，主要有三个阶段的发展，目前，“世界绿地”还在不断地拓展和丰富。绿地控股坚持自己的原则，在发展主业的同时，大力推进其他业务的共同发展，不断增加债务筹资以实现企业的快速增长，进而扩大其国内以及国际市场。

总的来说，经过这么多年的发展，绿地控股已经基本形成了具有自己独特综合竞争力的体系，拥有相对稳定的市场地位，这将为企业的持续发展和不断扩大提供了强大支撑作用。除此之外，绿地控股更是国企混合所有制改革中的引领者，有一定的基础和实力，更加激发了企业的发展活力。

3.1.2 绿地控股融资现状

目前，企业可以选择的融资方式有很多，有了很大的主动性，完全可以根据企业的自身情况选择合适的融资渠道。查阅、整理相关资料，发现绿地控股的融资方式主要有内源性和外源性融资，具体来看外源性融资要比内源性融资包含的方式更多。内源性基本就是留存收益以及销售的回款，外源性涵盖的方式比较广，有银行贷款等商业借款、项目融资、证券融资等。绿地控股的具体融资方式如图 3.1 所示：

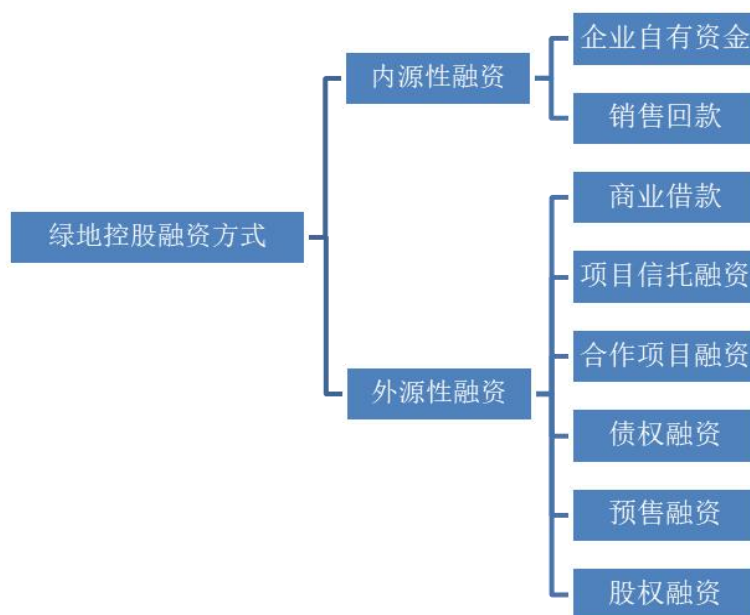


图 3.1 绿地控股的具体融资方式

(1) 内源性融资

在房地产的投资中，对于企业自有资金是有硬性要求的，规定其自有资金的投入不能低于总投资额的 30%。由图可知，内源性融资方式就只有两部分。留存收益可以用于企业下一年度的项目经营当中，是企业自有资金的补充。销售回款主要是本年度完工项目所收到的资金，关乎企业后续的项目筹资。内源性融资的优势就在于基本上不产生筹资费用，有利于企业降低融资成本。

从表 3.1 发现自 2017 年开始企业内源性资金不断增加，这也是正常现象，企业投资不断增多，规模持续扩大，那必然需要更多的资金予以支持，企业项目建设能够顺利开展，资金需求这个方面不能仅仅靠内源性筹资的方式来解决，更多的是靠大量举债来满足。

表 3.1 绿地控股 2017-2019 年内源性资金统计表

融资形式	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
未分配利润	529.11	8.52%	445.26	8.53%	369.62	9.17%
预收账款	3,811.46	61.37%	3,382.30	64.77%	2,374.24	58.92%
筹资活动现金流入	1,869.62	30.11%	1,394.13	26.70%	1,286.02	31.91%
资金总需求	6,210.20	100%	5,221.69	100%	4,029.89	100%

数据来源：根据绿地控股 2017-2019 年报整理计算所得

(单位：亿元)

(2) 外源性融资

绿地控股从 2018 年银行贷款 1,105.39 亿元，到 2019 年通过商业借贷取得的借款金额达到了 1,428.05 亿元，一年时间涨了 300 多亿元。

从表 3.2 企业资金获取渠道来看，银行借款等商业借款仍然是绿地控股取得资金的主要来源，从数据可以看到 2019 年商业借贷的比例达到 76.38%，其他的方式仅占 20% 多，足以证明企业很依赖商业贷款，通过这种渠道获得的资金是最多的。

表 3.2 2019 年各融资渠道融资情况表

资金获取渠道	借款金额	2019 年比例	2018 年比例	变化率
商业借贷	1,428.05	76.38%	79.29%	-2.91%
债券	167.98	8.98%	12.63%	-3.64%
吸收投资	108.16	5.79%	2.83%	2.95%
其他筹资活动	165.43	8.85%	5.25%	3.60%
合计	1,869.62	100%	100%	

数据来源：根据绿地控股 2018-2019 年报整理计算所得

(单位：亿元)

从表 3.3 借款期限来看，虽然各个金融机构对房地产企业的贷款有比较严格的控制，绿地控股 2019 年短期借款的比例同 2018 年相比上升 5.75%，但是 2019 年长期借款的比例比 2018 年下降了 5.75%。相对来看，短期借款的比重加大，而长期借款的比重较去年有所下降，因为短期借款需要在较短的时间内得到偿还，所以能够发现企业 2019 年的融资策略相比往年更加激进一点。总体而言，短期借款额度的增加肯定会面临着很大的偿债压力，对于企业未来开发别的一些项目也会有一些潜在的问题，企业再融资也将遇到更大的困难。

表 3.3 2019 年长短期债务融资情况表

借款分类	借款金额	2019 年比例	2018 年比例	变化率
短期借款	296.85	17.78%	12.03%	5.75%
长期借款	1,373.03	82.22%	87.97%	-5.75%
合计	1669.88	100%	100%	

数据来源：根据绿地控股 2018-2019 年报整理计算所得

(单位：亿元)

从表 3.4 借款方式来看, 企业 2019 年的抵押借款达到了 98.82%, 因为房地产的特性之一就是存在大量的实物资产, 对于银行等金融机构而言, 是非常愿意借款给这样的企业。所以, 显而易见地看出企业就是采用这种方式来筹措大部分资金以供企业持续发展; 保证借款和信用借款的占比相较 2018 年有所下降, 在一定程度上说明 2019 年的信用评价下降了, 有可能会影响企业未来的借款成本, 也可能会影响企业未来与各借款金融机构之间的长期合作。

表 3.4 2019 年各借款方式融资情况表

借款方式	借款余额	2019 年	2018 年	变化率
质押借款	232.02	16.90%	11.44%	5.46%
抵押借款	1,356.80	98.82%	89.41%	9.41%
保证借款	357.89	26.07%	38.62%	-12.56%
信用借款	60.61	4.41%	8.24%	-3.83%
减: 一年内到期的 长期借款	-634.29	-46.20%	-47.72%	1.52%
合计	1,373.03	100%	100%	

数据来源: 根据绿地控股 2018-2019 年报整理计算所得

(单位: 亿元)

3.1.3 财务杠杆利用情况

根据前文的财务杠杆理论知道, 企业进行债务融资会产生固定利息费用, 进而发挥财务杠杆效应, 财务杠杆系数的大小是可以反映其财务杠杆效应的。如果企业的普通股股东权益上升的幅度越来越大, 比 EBIT 上升的快, 在一定程度上说明其财务杠杆系数也在增大。以下是财务杠杆系数的计算公式:

$$DFL = (\Delta EPS / EPS) / (\Delta DEBIT / EBIT)$$

将式子进行一系列的化简, 就会有: $DFL = EBIT / (EBIT - I)$

通过化简后的公式能够看出, 存在两个变量影响着 DFL, 一个是 EBIT, 一个是利息费用; 通过公式也发现了 DFL 与 EBIT、利息费用的关系, 一般情况下, DFL 与 EBIT 成反比, 与利息费用成正比。很多企业就想利用大量负债, 发挥财务杠杆效应, 绿地控股也不例外。

财务杠杆系数不仅仅用于衡量税后利润和每股收益的, 在财务管理中, 它主要评价企业财务风险的程度。企业 DFL 的大小与其财务风险高低一定成正相关, 这种说法是不够严

谨的,并没有很明确地指出财务杠杆系数的应用前提和条件,反而会更容易导致一些误解,也因此不能够达到有效控制企业财务风险的目的。

还需要注意的是,财务杠杆系数也只够能反映两个因素对普通股每股收益的影响,但实务中还会有很多因素影响其变化,比如企业债务规模的大小、债务利率的变化以及资本结构的不同等,甚至可能出现企业财务杠杆系数降低反而财务风险增大的情况,绿地控股就出现了这种情况,因为其他因素影响了其 DFL 的大小。

表 3.5 房地产企业财务杠杆效应

财务杠杆取值范围	财务杠杆利用水平	企业财务风险情况
$DFL < 0$	高财务风险区	财务风险较高,企业收益较差甚至已经出现亏损
$0 < DFL < 1$	负财务杠杆效应	财务风险低,但利息发挥反向作用
$1 < DFL < 2$	(1) 靠近不等式左侧: 财务杠杆效应 (2) 靠近不等式右侧: 财务杠杆效应	(1) 财务风险较低,资金相对宽裕 (2) 利息发挥的作用开始逐渐减弱
$DFL > 2$	高财务风险区	财务风险较高,企业收益较差甚至已经出现亏损

表 3.6 绿地控股财务杠杆计算指标

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
利润总额	305.93	242.69	192.61	144.40	105.75
利息支出	51.63	33.05	32.02	22.31	28.87
EBIT	357.55	275.75	224.63	166.71	134.63

数据来源: 根据绿地控股 2015-2019 年报整理所得

(单位: 亿元)

根据以上数据计算绿地控股的 DFL 以及财务杠杆利用水平:

表 3.7 绿地控股财务杠杆利用情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
财务杠杆系数	1.17	1.14	1.17	1.15	1.27
财务杠杆利用水平	低	低	低	低	低

数据来源: 根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

我们可以看到绿地控股的财务杠杆系数比较低,基本每年维持在 1.1 左右。一般情况下,财务风险的大小通过 DFL 体现,但是较小的 DFL 并不能直接说明企业的财务风险就是小的,绿地控股之所以财务杠杆系数比较低,是因为它将借款资金主要用来购置大量固定资产,使得大部分负债利息没有费用化,不能在公式中体现,因此计算出的 DFL 也就不会很大。绿地控股财报显示,2015 到 2019 财务费用中利息支出分别只有 28.87 亿元、22.31 亿元、32.02 亿元、33.05 亿元、51.63 亿元,而实际发生的利息支出远远超过这些数字,2015 年至 2019 年资本化利息分别达到 114.24 亿元、139.96 亿元、127.13 亿元、116.73 亿元、125.12 亿元,潜在的财务风险是很大的,要引起重视。

3.1.4 企业高负债经营的财务状况

本文从四个方面分析财务状况以了解真实情况,为后续识别其财务风险提供依据。

(1) 偿债能力分析

本文选取保利地产和万科作为对比企业,龙头企业之间的比较会更有可比性,更能够清晰地发现绿地控股的问题所在。

根据图 3.2 发现企业的流动比率近两年都在 1.2 左右波动,基本上一直是下降的趋势,与保利地产的指标相比,相差还是比较大的;从图 3.3 可以发现绿地控股的速动比率每年在 0.3 左右波动,与万科差距不是很大,但是和保利地产相比,差距还是比较明显的。反映出绿地控股的存货在流动资产中比例较高,已经影响了企业的短期偿债能力。流动比率和速动比率都是衡量企业短期偿债能力的关键指标,能够说明绿地控股在这方面的能力有所欠缺,存在着一定的短期偿债风险。

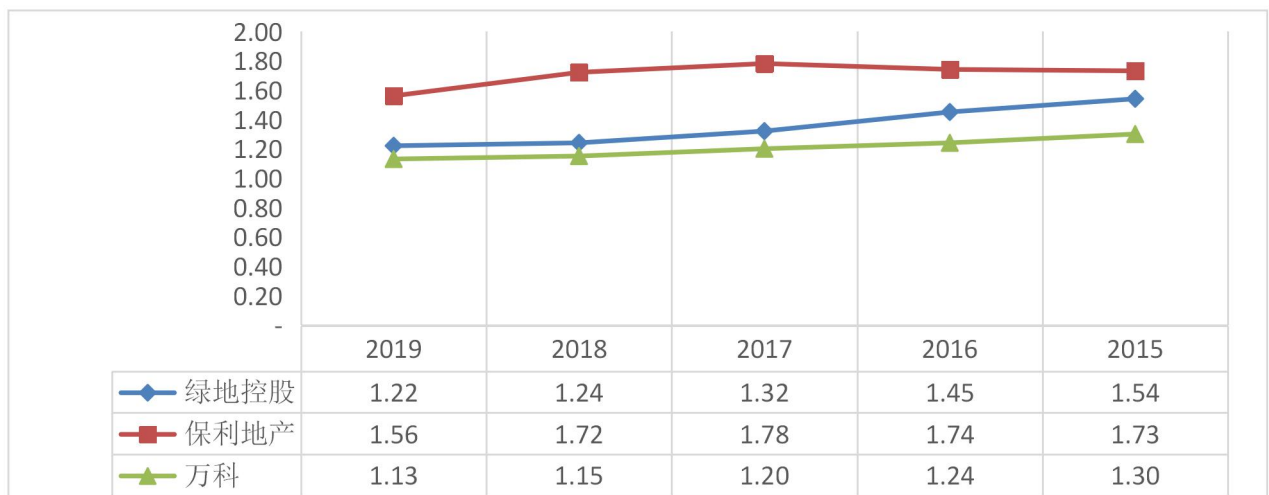


图 3.2 企业流动比率变化情况

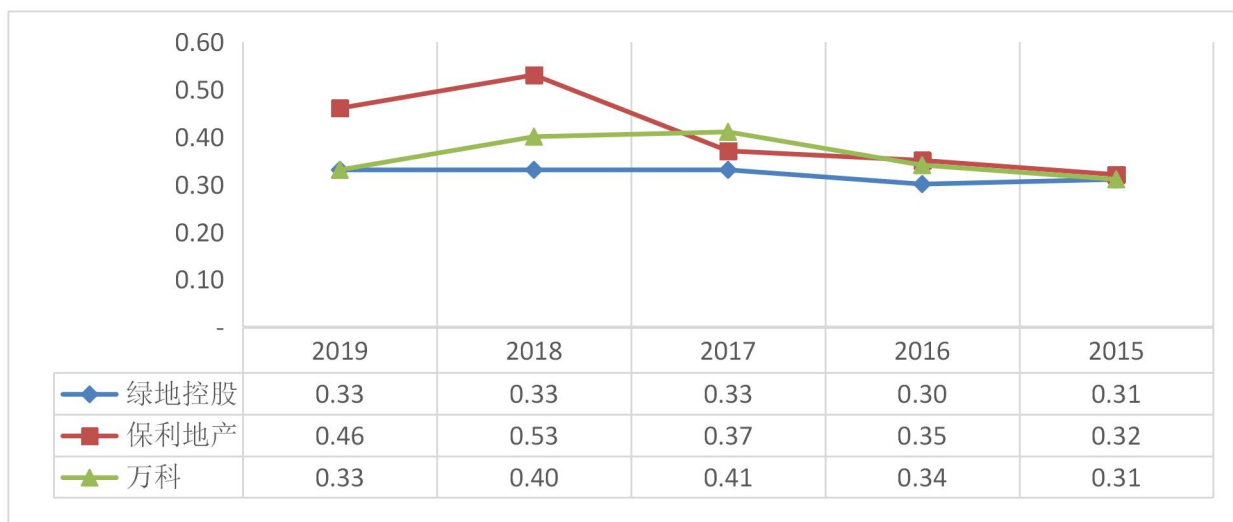


图 3.3 企业速动比率变化情况

房地产企业相较于大部分其他企业是需要更多资金的，通过借款获得资金，从而使其负债水平不断升高。图 3.4 可以看出 2015 到 2019 年期间，绿地控股的资产负债率每年基本都维持在 88% 以上，已经处于非常高的水平，也已经完全超过了万科和保利地产。绿地控股在房地产综合排名中并没有超过它们，在资产规模等方面也是有差距的，但是其资产负债率却远高于对比企业，说明绿地控股高负债经营的特征是很明显的，其长期偿债能力是存在一定问题的，因此也会面临着一定的财务风险。

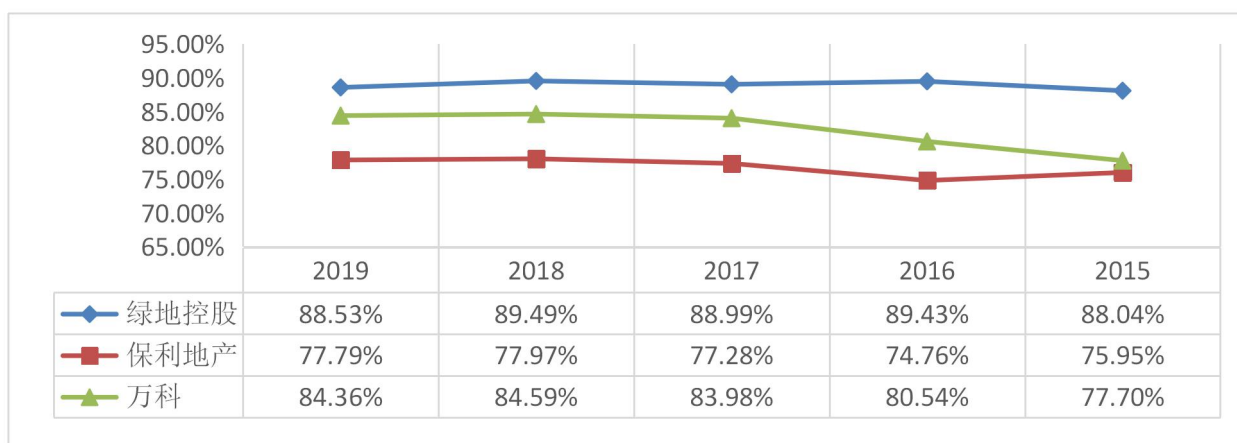


图 3.4 企业资产负债率变化情况

(2) 盈利能力分析

作为衡量企业财务状况的重点内容，从盈利分析可以看出一个企业的创收和获利能力。本文将选取多个指标，对绿地控股盈利能力进行分析。

由表 3.8 可知, 绿地控股各盈利指标在 2015 年到 2019 年并没有发生下降, 但是能够看出各比率的增长速度变慢, 尤其主营业务利润率, 从表中看出, 2019 年相比 2018 年还略微下降了。绿地控股在全球范围内形成了产业链, 受国际市场的影响比较明显, 会影响企业的销售情况, 进而减弱其盈利能力。

根据图 3.5 销售净利率的对比情况可以看出, 绿地控股的销售净利率表现出明显的不足, 长期低于龙头企业万科和保利地产。这些指标的计算结果以及对比情况, 说明了其盈利能力在最近几年大打折扣, 也伴随着一些问题出现。

表 3.8 绿地控股盈利能力分析表

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
资产报酬率 (%)	2.56	2.06	2.02	1.69	1.72
主营业务利润率 (%)	12.00	12.58	11.19	10.13	9.42
销售净利率 (%)	4.90	4.60	4.68	3.80	3.56
净利润 (万元)	2,095,010.96	1,602,330.85	1,357,212.34	939,736.05	738,477.22

数据来源: 根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

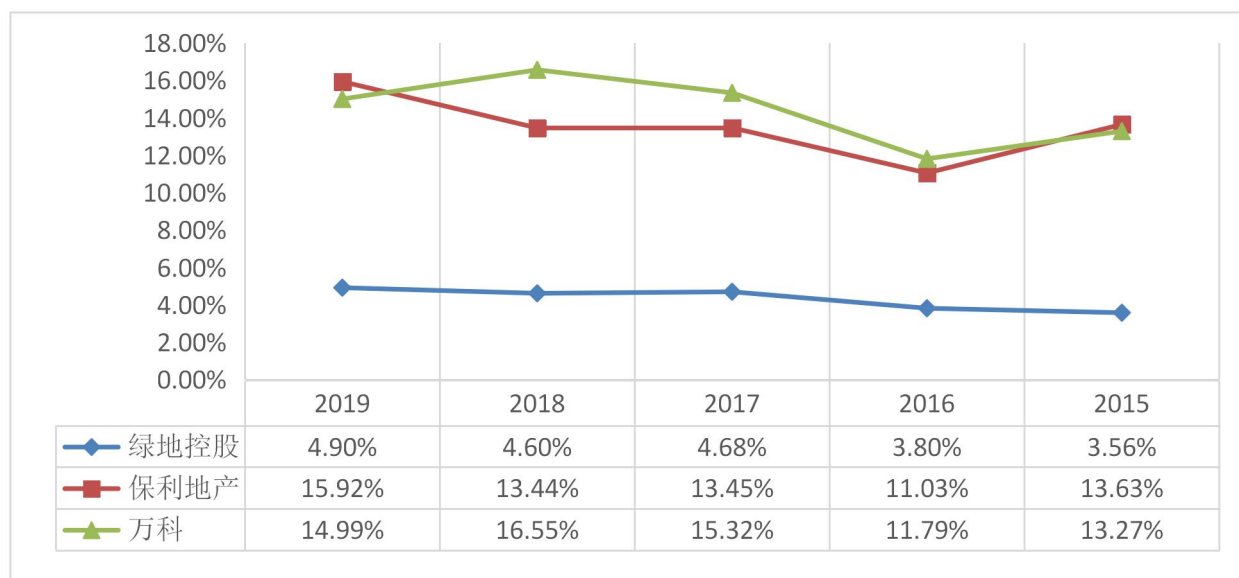


图 3.5 企业销售净利率变化情况

(3) 营运能力分析

如图 3.6 所示, 绿地控股的应收账款周转率 2015 年到 2019 年期间, 出现了大幅度下

降，尤其在 2016 年，直接从 31.06%降到 12.71%，出现如此大的下跌，说明企业对于资金的利用率不是很好，再看往后的几年，应收账款周转率不断下降，一直持续下去可能会影响企业正常资金的流转。

如图 3.6 所示，除了 2015 年，企业存货周转率基本维持在 0.5 左右，总资产周转率都在 0.4 以下。房地产行业比较特殊，其库存会占用大量的资金，所以其存货周转率能基本反映出企业对这部分资金的利用效率。

虽然每年的存货周转率变化不是很大，但是可以看出每年的比率都是很低的，而相应的总资产周转率更低，足以说明绿地控股对于存货以及其他资产的利用效率不够好，使其营运能力存在一定的问题，资金不能及时地周转，有可能面对较大的财务压力以及偿债风险，甚至更严重的后果。

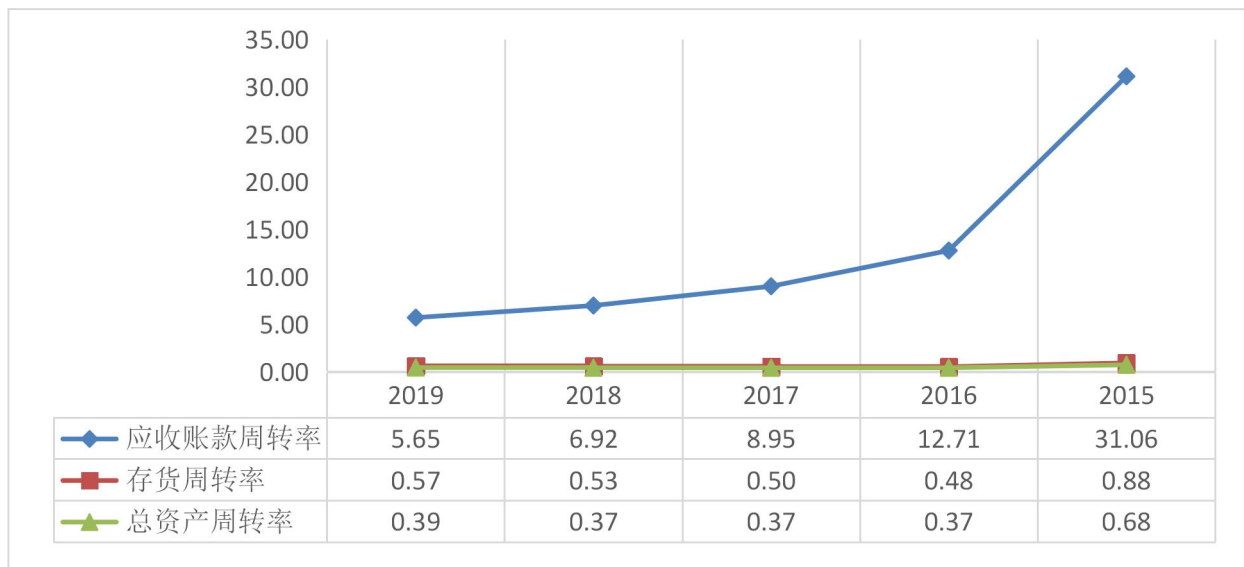


图 3.6 绿地控股营运能力各指标变化情况

(4) 发展能力分析

从图 3.7 能够看到企业发展能力的一些指标变化情况，有的指标的变化幅度是非常大的。其中营业收入增长率除了 2017 年稍有下降之外，基本处于缓慢上升的过程，但是总体来看，对于规模如此之大的房地产来说，营业收入的增长幅度还是不够理想的。主要由于部分三四线城市中，绿地控股房产出现了滞销的情况，进而使得企业营业收入增长率的增速不够快。

总资产增长率更能够展现一个企业的扩张速度，因为总资产规模的大小可以侧面看到

企业整体的规模。从图 3.7 可以发现，指标在 2019 年的时候变化最大，而且是从 22.10% 下降到 10.53%，说明企业的总资产增长率是很不稳定的，比率下滑，发展速度相较于前几年逐渐放缓。

绿地控股净利润增长率的变化幅度是非常大的，尤其 2018 年发生了最明显地下跌，从 44.42% 直接下降至 18.06%，说明这一年的利润转化能力是有所欠缺的，虽然在 2019 年的时候有所上升，达到了 30.75%，但是与 2017 年相比还是差着十个百分点左右，近两年的获利情况在一定程度上限制了企业的发展能力。

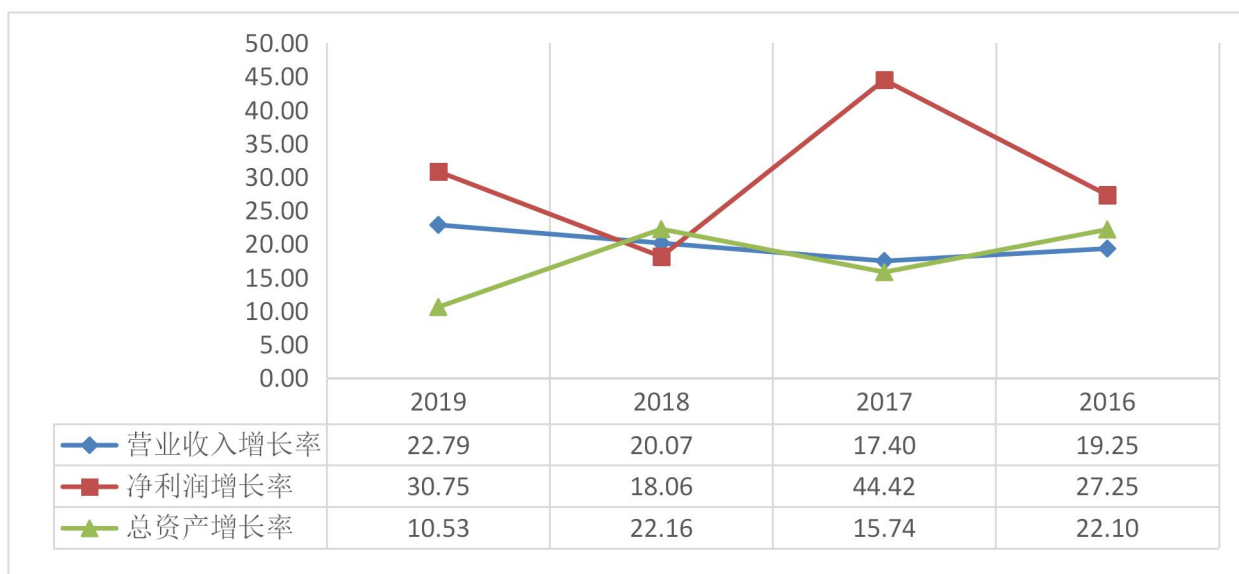


图 3.7 绿地控股发展能力各指标变化情况

综合来看，绿地控股各指标展示出各项能力不够好，已经对企业偿债能力造成一定的影响和威胁。通过企业财务状况的分析，很清晰地看到绿地控股的实际情况，发现了在哪些方面还存在着不足，为后文识别其财务风险提供数据支撑。

3.2 财务风险的识别

从前文的分析，基本上了解了企业的融资情况和财务状况，接下来主要识别企业存在哪些具体的财务风险，根据资本运作过程划分其财务风险，能够清楚地看到绿地控股的财务风险表现在哪些方面。

3.2.1 筹资风险

(1) 收支性筹资风险的分析

主要是收入抵不过支出，无法按时还本付息。换句话说企业在经营过程中没有实现预期的收入，甚至不能弥补支出，有可能会用流动资金或者处置资产的方式来偿还到期债务，使得财务风险进一步扩大。

绿地控股具体的负债及盈利状况如表 3.9 所示，能够看出企业的负债水平非常之高，每年基本都在 88% 以上，已经不仅仅是高于房地产行业均值的问题，更是超过了很多行地产龙头企业，足以可见其负债水平有多高，负债水平不断升高在一定程度上说明企业正不断地扩大，但是前提是需要企业的创收能力比较强，才能承担如此高水平的负债，否则，企业难以承受巨大的财务压力。

通过前文盈利能力的分析，明显看到绿地控股的很多盈利指标都不如两个对比企业，尤其销售净利率这个指标更是远低于万科和保利地产，在 2019 年，和其他两个房地产相差十个百分点左右，反映出了绿地控股盈利质量不足且不够稳定。

虽然负债能够解决企业资金问题，也能够发挥避税作用，但是当负债高于一定水平时，其反向作用会更明显。绿地控股的负债水平已经相当高了，后期的偿债压力可想而知，加大了其收支性筹资风险。

表 3.9 绿地控股负债和盈利情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率 (%)	88.53	89.49	88.99	89.43	88.04
负债金额	10,143.14	9,276.20	7,550.81	6,556.62	5,286.03
营业收入	4,278.23	3,484.26	2,901.74	2,471.60	2,072.57
净利润	209.50	160.23	135.72	93.97	73.85

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

(单位：亿元)

(2) 现金性筹资风险的分析

从现金流的角度去分析，主要是因为现金流入小于流出，致使企业存在不能按期还本付息的风险，会通过绿地控股三个环节产生的现金流金额来进行衡量和识别。

根据表 3.10 情况所示，首先发现企业经营环节中现金流的变化幅度是比较大的，最早两年表现为负值，在 2017 年的时候开始转负为正，在 2019 年又发生了大幅度的下降，

表明绿地控股自身的创收能力有所欠缺；其次能够看出绿地控股投资环节中的现金流每年都是负值，因为房地产需要大量资金的投入，表 3.10 中显示其一直为负，发现企业在投资环节的现金流入小于流出；最后看到筹资环节产生的现金流也是发生了很大的变动，2017 年和 2018 年表现为负值，发现其现金流入小于流出，企业向外支付了大量利息，2019 年的时候，又转负为正，开始扩大负债规模。

总体上反映出绿地控股在 2015-2019 年间，依靠大量债务来维持日常生产经营活动和投资活动所需资金，对于绿地控股来说，无疑加剧了企业的现金性筹资风险。

表 3.10 绿地控股现金流量情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
经营环节的现金流量净额	192.61	421.72	588.63	-43.57	-242.39
投资环节的现金流量净额	-155.19	-107.75	-144.33	-13.88	-167.02
筹资环节的现金流量净额	50.34	-269.01	-366.19	233.06	496.03

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报整理所得

（单位：亿元）

总而言之，通过企业收支性和现金性的筹资风险发现，企业发生较高的支出，但是收入又不是非常理想，并且经营和投资活动的现金流出现了流出大于流入的情况，从而面临着较大偿债压力。所以，企业筹资风险还是处在较高状态，是绝对不能忽视的。

3.2.2 投资风险

从两方面去识别投资风险，首先关于内部投资风险，也就是对实物类资产投资所发生的风险，其次关于外部投资风险，通过财报的分析，发现企业其他外部投资占比小，所以，主要会通过长期股权投资的变化趋势进行分析。

（1）内部投资风险分析

对于房地产企业来说，其内部的投资行为主要体现在土地的储备和项目的开发上。由于土地的使用权不易获得，就算顺利获得了土地的使用权，也要付出很高的成本，企业需要衡量支付的成本与其预期收益之间的关系。

由于房地产企业获取的土地以及投资的项目对外部环境极其敏感，一旦经济市场或者

住房政策发生一些变动，就会对企业产生很大的影响，使得项目的投资成本进一步升高，进而影响企业未来的收益情况。绿地控股的内部投资主要通过存货和固定资产这两类实物资产加以分析。

表 3.11 展示了绿地控股近五年存货和固定资产这两类实物资产的规模，从表中可以看出，这两类实物资产占总资产的比例是很高的，尤其存货，一直都在持续增长，其规模显而易见；固定资产在 2019 年有了最明显的上升，已经达到了 400 亿元以上。这些实物资产占据了企业大量的资金，而且存货的积压和固定资产的贬值都会给企业带来很大的投资风险，进而直接影响其预期收益。

表 3.11 绿地控股实物资产情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
存货	6,699.12	5,954.97	5,146.83	4,845.33	3,970.61
固定资产	419.87	253.98	129.97	89.00	118.55
合计	7119.00	6208.94	5276.80	4934.33	4089.16
占资产比重 (%)	62.14	59.90	62.19	67.30	68.10

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报整理

(单位：亿元)

表 3.12 可以看到绿地控股最近几年开发项目的数量，从 2016 年开始企业在建项目就已经达到了 2800 多个，到 2019 年末，在建项目的数量相比 2018 年稍有下降，但是投资金额达到了 4349.23 亿元，同比增长 33%，所以投资规模每年都是不断扩大的。

如此大规模的投资显得稍有激进，因为投资需要考虑众多因素，首先要预测未来房地产市场趋势，其次要考虑项目是否能够正常完工，最后还要看实际销售情况。一个项目涉及到很多的方面，只要一个环节出现问题，都需要承担比较重的投资风险。

表 3.12 绿地控股在建项目情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
项目数量 (个)	3,003	3,331	2,833	2,820
总金额 (亿元)	43,49.23	32,68.66	28,53.94	19,75.49

数据来源：根据绿地控股 2016-2019 年报整理

（2）外部投资风险分析

在对外投资中，主要分析企业长期股权投资变化趋势以及引发的投资风险，通过绿地控股的财报，发现其他的对外投资占比非常小，所以该部分的分析主要通过长期股权投资以及投资收益进行详细地说明。

通过图 3.8 所示，看到绿地控股长期股权投资从 2015 年的 70 多亿元涨到了 2019 年的 220 多亿元，尤其在 2017 年发生了比较大的跨越；而投资收益却在 2016 到 2018 年连续下降，由 2016 年的 59.77 亿元降至 2018 年的 29.83 亿元，虽然在 2019 年上升了，但是近三年的长期股权投资和投资收益的差距是非常大的。

投资收益和长期股权投资的趋势图存在反差，其投资收益在一定程度上说明企业的资产回报率并不高，难以匹配规模如此之大的绿地控股，存在着资源配置不当的投资风险。

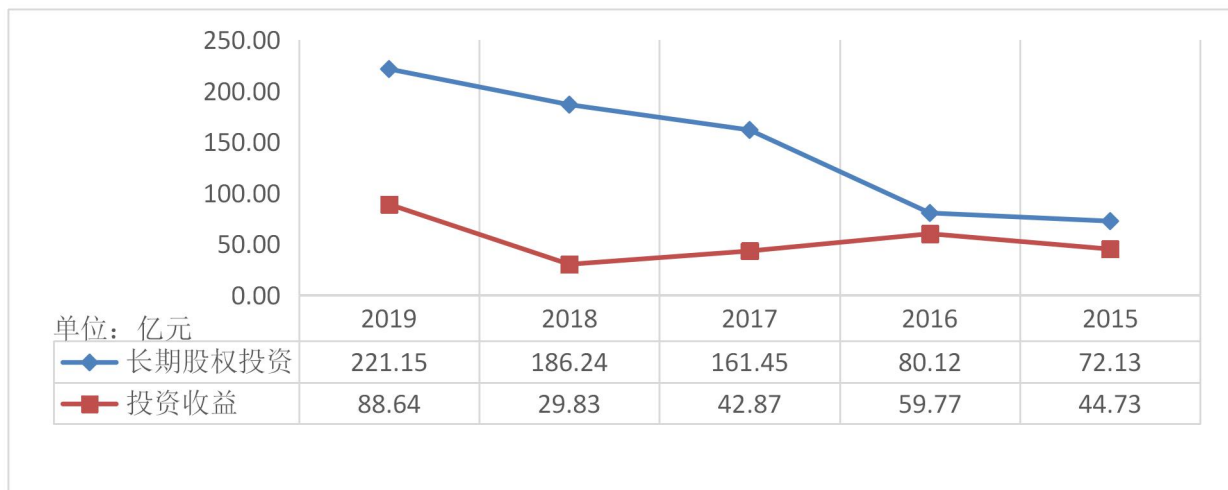


图 3.8 绿地控股对外投资分析

总而言之，绿地控股内部投资中固定资产和存货的占比大，企业在建项目多，占据着大量资金；外部投资中企业的投资报酬率不是很理想，较低的收益不太能满足绿地控股的投资要求，两方面给企业带来了较大的投资风险。

3.2.3 资金回收风险

与其他行业相比，房地产企业的营业周期很长，不管是存货的销售情况还是应收账款的回收情况，都能看发现，其资金的周转速度是比较慢的。如果一个企业资产的流动性出现了问题，那么企业可能会出现一系列问题，发生资金回收风险。

（1）应收账款管理的分析

房地产企业引起行业的特殊性，基本上都采用信用销售的方式，赊销是可以更快地完成销售，更快获利，但是也有其不利的一面，当客户出现资金周转困难或者信用问题，就很容易发生坏账。

如表 3.13 所示，绿地控股的应收账款增长率先在 2016 年达到了 91.73%，而销售收入增长率基本维持在 20%左右，后面几年的收入增长率也变化不大；2019 年较 2018 年的应收账款增长率下降，下降了大概十个百分点。一方面绿地控股对其应收账款进行了控制，另一方面当年的销售受到了一定的限制，意味着资金回收风险可能会进一步增大。

表 3.13 绿地控股应收帐款及销售指标

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
应收帐款净额	899.29	614.10	392.59	255.51
应收帐款增长率 (%)	46.44	56.42	53.65	91.73
销售收入增长率 (%)	22.79	20.07	17.40	19.25

数据来源：根据绿地控股 2016-2019 年报整理

(单位：亿元)

由图 3.9 可见，企业应收账款周转天数每年都在大幅度上涨，应收账款周转速度缓慢，对资金的利用效率有待提高；进一步分析，发现 2015 年的时候，三个企业的差距并不明显，但是往后几年出现了很大的差距，保利地产和万科的应收账款天数稳步下降，而绿地控股完全相反，大幅上升，经营风险逐步增大。企业在今后一定要提高应收账款周转能力，否则后期有可能会出现资金周转困难等问题。

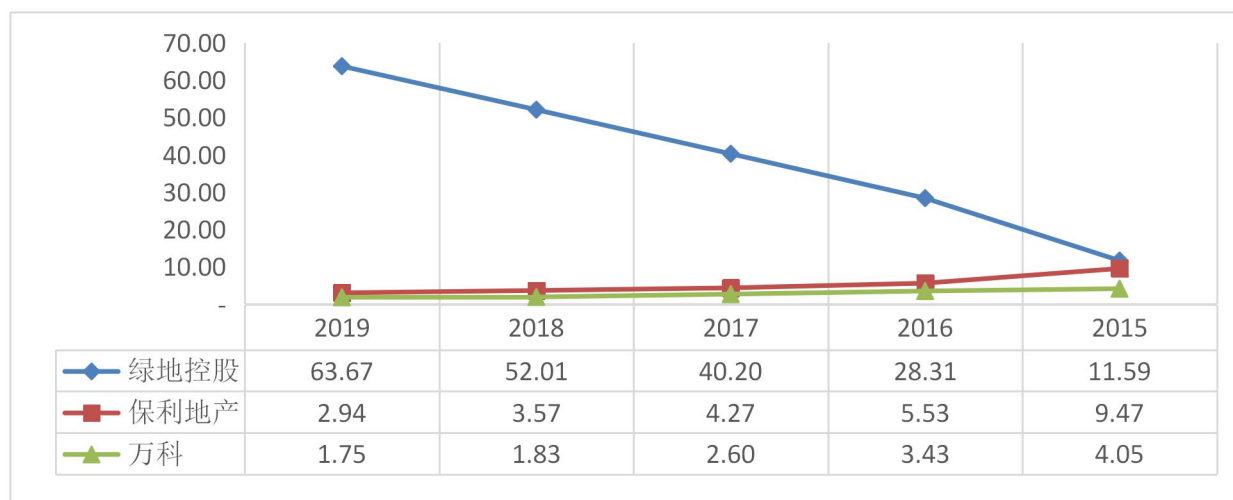


图 3.9 应收账款周转天数变化趋势

(2) 存货管理的分析

企业在日常经营中会对存货有一定的安全储备，以应对突发状况。这个安全储备量需要衡量缺货成本与储存成本以及机会成本之间的大小，如果预测不合适，就容易出现存货不足或者积压的情况。

由表 3.14 可以看出企业在 2016 到 2019 年间存货的规模不断增大，再看存货增长率，也就 2017 年的比较低，其余年份都快速增长。房地产企业的存货具有天然特性，流动性和变现能力要比别的行业更低，近几年其存货占流动资产的比例在 64% 以上，2016 年甚至达到了 72.23%，该比例过高会使流动资产的整体流动性降低。所以，企业在存货管理上缺乏一定的稳定性和合理性，进而增加了企业的资金回收风险。

表 3.14 绿地控股存货指标

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
存货	6,699.12	5,954.97	5,146.83	4,845.33
存货增长率 (%)	12.50	15.70	6.22	22.03
存货占流动资产比例 (%)	66.12	64.21	67.44	72.23

数据来源：根据绿地控股 2016-2019 年报整理

(单位：亿元)

通过图 3.10 可以发现，与其他两个企业相比，绿地控股的存货周转率变化不大，每年都超过了保利地产和万科，说明企业在这方面的资金利用效率要比其他两个企业好一点，但是单看企业自己，除了 2015 年的情况较好，其余几年一直处于下降状态，并没有达到比较理想的情况，仍然需要继续加强。

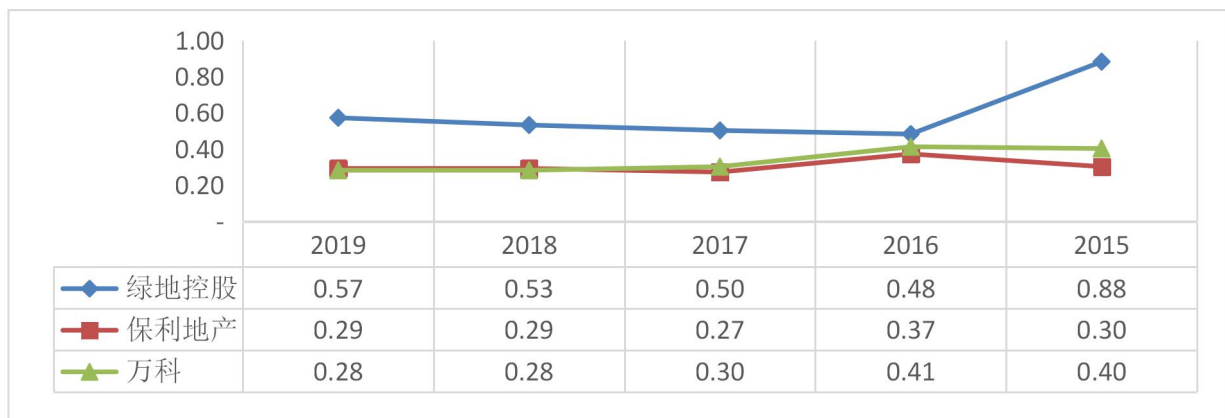


图 3.10 存货周转率变化趋势

总体来看，其应收帐款不断增多，再加上应收帐款周转天数较长，企业对这部分资金的利用效率相对较低；较高的存货占比以及近四年较低的存货周转率让企业产生了一定的流动性风险，整体上给绿地控股带来了较高的资金回收风险。

3.3 Z 值模型评估财务风险

3.3.1 Z 值模型说明

Z 值预警模型最初是被 Altman 提出来的，选择了因财务风险破产的企业和正常经营的企业，对两种企业进行分析比较，进而建立 Z 值预警模型。这个模型涉及到较多的数据，是经过多次筛选和测算而确定的，并计算出五个变量，给这五个变量赋予了合理的权重，最后便得到了运用很广泛的 Z 值模型。模型用来评价一个企业的财务风险状况，能够清晰地看到企业的财务风险处于什么样的阶段，以便于作出相应对策。

适用于房地产企业的 Z 值模型是：

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

具体的财务计算方法为：

$$X_1=\text{营运资金}/\text{总资产}=(\text{总流动资产}-\text{总流动负债})/\text{总资产}$$

$$X_2=\text{留存收益}/\text{总资产}=(\text{盈余公积}+\text{未分配利润})/\text{总资产}$$

$$X_3=\text{息税前利润}/\text{总资产}=(\text{利润总额}+\text{财务费用})/\text{总资产}$$

$$X_4=\text{总市值}/\text{总负债}$$

$$X_5=\text{销售收入}/\text{总资产}=\text{主营业务收入}/\text{总资产}$$

从上面的具体计算中，看到模型涵盖了多个指标和变量的计算，为的是能够多方面分析企业的财务经营情况，从而作出更准确的评价结果。由于此模型已经经过了很长时间的修正，相对比较成熟，被很多研究者借鉴使用，近几年在房地产领域的使用更是广泛，可以看到其实用性。所以，本文选择使用这个模型去评价绿地控股的财务风险，可以得出较为全面的评价结论。

3.3.2 房地产企业财务风险的预警区间

预警区间主要是根据我国企业的一些实际情况去选择的，每个行业的预警区间是不一样的，以下是房地产行业财务风险的预警区间：

表 3.15 房地产企业的财务风险预警程度

预警区间	警示区	灰色区	安全区
分值区间	$Z < 1.23$	$1.23 < Z < 2.9$	$Z > 2.9$
风险状况	财务风险很高，有财务压力	财务风险中等，需加强关注	财务风险较低，基本上稳定
财务风险程度	严格控制	加强控制	一般控制

3.3.3 Z 值财务风险的计算与分析

将绿地控股具体数据应用到 Z 值模型，并计算出结果，来评价其财务风险。

经过表 3.16 的 Z 值计算分析，发现企业五年间的财务风险都没在安全区间。在 2015 年到 2019 年期间，每年的 Z 值都明显小于风险显著区的临界值 1.23，说明企业财务风险是比较高的，而且还在不断升高，企业财务状态总体处于比较危险的状态，蕴含着较大的财务风险，一定要引起企业的重视。

表 3.16 绿地控股的 Z 值财务风险变量计算

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
X_1	0.160108354	0.173891988	0.220091448	0.284203526	0.317838957
X_2	0.050501151	0.047241937	0.048242322	0.047824017	0.050799906
X_3	0.031442149	0.027303579	0.02453885	0.023494522	0.022889124
X_4	0.083375221	0.080148611	0.117639736	0.161645256	0.37590765
X_5	0.373640733	0.336437155	0.342259271	0.337453753	0.345638437
Z 值	0.789882954	0.749100793	0.825128047	0.919633233	1.098898115
财务风险 预警情况	危机	危机	危机	危机	危机

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

所以，通过 Z 值模型的计算，企业需要意识到所存在的财务风险，以及部分潜在风险，做出改变以应对目前的形势，不能一味地加大负债规模以供企业发展壮大，正确认识财务风险以及所存在的隐患，并且积极主动地防范、控制风险，才能使企业持续且良性发展。

3.4 F 值模型检验财务风险

3.4.1 F 值财务风险检验模型的构建

F 值模型是在 Z 值模型的基础上考虑了企业现金流的因素，旨在更好地检验其财务风险。学者建立这个模型希望实现更高的准确率，能被更多的行业使用。和 Z 值模型一样，该模型也需要选择合适的指标，得到不同的变量，最终得到 F 值。

适用房地产企业的 F 值模型是：

$$F=0.088823Y_1+0.1171798Y_2+0.191527Y_3+0.05571Y_4+0.03576Y_5$$

其中：

$$Y_1=\text{营运资金}/\text{期末总资产}=(\text{总流动资产}-\text{总流动负债})/\text{期末总资产}$$

$$Y_2=\text{留存收益}/\text{期末总资产}=(\text{盈余公积}+\text{未分配利润})/\text{期末总资产}$$

$$Y_3=(\text{税后纯收益}+\text{折旧})/\text{平均总负债}=(\text{净利润}+\text{折旧})/\text{平均总负债}$$

$$Y_4=\text{净资产值市价}/\text{总负债额}$$

$$Y_5=(\text{折旧}+\text{税后收益}+\text{利息})/\text{资产平均额}=(\text{净利润}+\text{折旧}+\text{财务费用})/\text{平均总资产}$$

3.4.2 F 值财务风险的计算与分析

F 值模型也有设计的预警区间，能够明显地看到目前企业财务风险的水平处于什么样的阶段。所以，该模型是很适合检验企业的财务风险。

以下是房地产企业的 F 值预警区间：

表 3.17 房地产企业的 F 值预警区间

预警区间	警示区	安全区
分值区间	$F < 0.0274$	$F > 0.0274$
风险状况	企业财务风险很高，财务负担较大	企业财务风险较低，财务负担较低
财务风险程度	严格控制	普通控制

通过表 3.18 的结果可以发现，企业最近两年的情况并没有很理想，F 值都小于临界值，是比较危险的情况，要引起重视，2015 年到 2017 年的 F 值高于临界值，普通控制就好。企业五年内的 F 值基本上一直下降，充分说明企业正处于不太良好的财务状况当中，

财务风险不断增大，企业所面临的财务压力也持续加大。对于企业来讲，面对如此情况，一定要加强对财务风险的管控，不然有可能引起财务危机。

表 3.18 绿地控股财务风险 F 值检验情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
Y_1	0.160108354	0.173891988	0.220091448	0.284203526	0.317838957
Y_2	0.050501151	0.047241937	0.048242322	0.047824017	0.050799906
Y_3	0.007560587	0.006335435	0.006086446	0.005219307	0.00964113
Y_4	0.083375221	0.080148611	0.117639736	0.161645256	0.37590765
Y_5	0.007972303	0.006724733	0.005922039	0.005678898	0.011078006
F 值	0.026516999	0.026900371	0.033133409	0.041055791	0.057368634
财务风险 预警情况	危机	危机	关注	关注	关注

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

总体来看，绿地控股采用高负债经营的模式，不仅需要在债务到期时还本付息，还必须有足够的收益弥补大量的支出，那么企业的偿债压力就会比较大。在这种压力之下，有可能造成企业的非良性循环，使得绿地控股长期处于高财务风险水平之中，这种情况需要引起企业的重视，及时控制财务风险。

4 绿地控股高负债经营的财务风险成因分析

4.1 财务风险外部成因

4.1.1 经济市场饱和

近些年来，深化供给侧结构改革，在经济市场越来越饱和的状态下，对绿地控股的影响也越来越显著。面对这样的经济环境，低碳经济引入了房地产企业，传统房地产作业模式受到了一定的冲击。结合国家在这方面提出的一些政策要点，绿地控股需要根据低碳经济做出改变，在经济市场饱和的情况下，找到新的突破点。

经济和科技的发展速度是非常快的，为房地产行业带来了极大发展，但随着经济市场越来越饱和，再加上低碳技术还在初级阶段，企业在施工作业中采用低碳技术，必然会因为市场的冲击和技术的不成熟，导致施工成本不断上升。

除此之外，房地产在技能开发时也需要花费很多资金，这样建设总成本无形之中不断增加，使得房地产价格高居不下，影响销售情况，进而引发一定的财务风险。但是新材料和新技术为房地产企业发展带来了新的机会，在这样的背景下结合国家对企业节能提出的要求，企业需要对房地产项目进行新的规划，从而为房地产的发展提供新的转机。

面对经济环境变化莫测、开发投资增速下滑、库存压力不断上升等形势，房地产企业应该有所突破，根据企业自身的情况，尽可能在新供给上有所创新。

4.1.2 城乡收入差距

城市和农村之间的差距是比较明显的，因为收入的不一致，人们对房产的需求产生了不同的想法，收入较低的群体对房屋仅具有生活需求，而且不能够全部得到满足；而收入很高的群体对房产有投机、增值等一些高层次的需求；还有一部分群体是购房的动机并不是很充足，只要基本能够满足住房条件就可以，对剩下的资金有一些其他方面的投资，这对于绿地控股来说是影响销量的因素之一。因此消费者对房屋需求的差异化会影响绿地控股的财务风险。

换个角度来看，既然存在城乡收入差距的问题，那么房地产企业就需要有一定的规划。扩大范围来看，就是存在人口和地域的差别，企业要尽可能掌握市场的趋势，掌握时机，有可能对房地产产生新的发展方向。随着政府一些新政策的颁布，再加上居民收入的增长

以及大众审美的变化,会对房产有一些不一样的偏好和需求,并且人们会更注重房屋质量、地理位置,周边环境等,房地产企业需要考虑到这些因素,更自如地应对潜在风险,以得到更好的发展。

4.1.3 房贷政策收紧

我国房价持续不断地上涨,很多人都通过按揭贷款的方式来购买住房。国家对住房贷款政策不断地升级和收紧,这些贷款政策直接影响房地产的发展。

由于近几年房地产的热度一直很高,是人们非常关注的话题。本来房子是用来住的,但是目前的形势来看,很多的人都希望多备几套房产,这和通货膨胀以及货币贬值有一定的关系,人们不再觉得有了住的房子就可以,经济条件允许的人都利用房地产做投资,因为固定资产可以增值保值,获得更大收益。这样一来,房地产企业的效益大幅度上升,有很多企业家看到了这个行业的红利,开始投入了房地产。

但是,发展至今,房地产行业泡沫化严重,国家也开始发布一些住房政策,强调房产的初衷。国家对住房政策的收紧,对房地产的影响比较大,首先由于限购政策,绿地控股在一些一二线城市的销售明显有了变化,使得其盈利受到了影响;其次在没有限购的城市,相关政策要求了最低首付率,让一部分本来资金不宽裕的人,对买房开始犹豫,从而影响了绿地控股在三四线城市的销售情况;最后对第二套以及二套以上的房贷明显地提高了比例,让一部分人开始观望,进而影响绿地控股的获利。

随着城镇化的不断深入以及产业结构的不断转型,房地产企业需要实时关注政策走向,开拓视野,寻找突破点,从中获取收益。

4.2 财务风险内部成因

4.2.1 筹资环节

(1) 资本结构的不合理

房地产企业因其行业的特殊性,都会选择大量举债,以满足企业对资金的需求,一般在70%左右,80%已经是警戒水平。表4.1可以看到企业的负债率已经远高于行业均值,更超过了警戒水平。高负债会产生巨额应付利息,给企业带来较大的财务风险。

绿地控股2018年和2017年的应付利息分别达到了13.37亿元和11.39亿元,并且当

年的利息费用分别达到 33.05 亿元、32.01 亿元，能够看出其利息压力是比较大的，不合理的负债就会给企业带来盈利和偿债双重风险，进而产生更大的财务风险。

表 4.1 绿地控股资产负债率

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率(%)	88.53	89.49	88.99	89.43	88.04

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

(2) 融资方式较单一

目前企业可以选择的融资方式是比较多的，而不是只能靠负债。表 4.2 能够看出绿地控股近两年的借款比重小于 20%，表面上看其银行借款还算是比较合理的，但是通过流动负债比重可以发现，企业近两年的流动负债比重都达到了 80%以上，说明企业依靠流动负债筹措了大量资金，相对来说财务风险是比较大的，因为流动负债很容易受到外部因素的影响，如果市场利率增加了，那么绿地控股就会面临着大量的利息支出，进而加大了财务风险的发生。

表 4.2 绿地控股银行借款比重

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
短期借款	296.85	181.66	204.47	249.40	255.35
流动负债	8,297.76	7,472.16	5,764.32	4,624.16	3,514.95
长期借款	1,373.03	1,328.35	1,441.50	1,530.32	1,419.73
负债合计	10,143.14	9,276.20	7,550.81	6,556.62	5,286.03
借款比重(%)	16.46	16.28	21.80	27.14	31.69
流动负债比重(%)	81.81	80.55	76.34	70.53	66.50

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

(单位：亿元)

由图 4.1 可以看到 2019 年绿地控股各融资方式的现金流入比例，除去银行贷款等商业借款方式，其他资金来源仅占 23.62%，足以可见企业主要通过商业借款来筹措资金。绿地控股在短期内对于银行贷款是很依赖的，可以说是企业筹措资金的主要方式，也表明企业考虑外部融资时，会更倾向于选择银行贷款的方式，对公司债券、股权以及吸收投资

等这些融资方式使用较少，其融资方式比较单一。

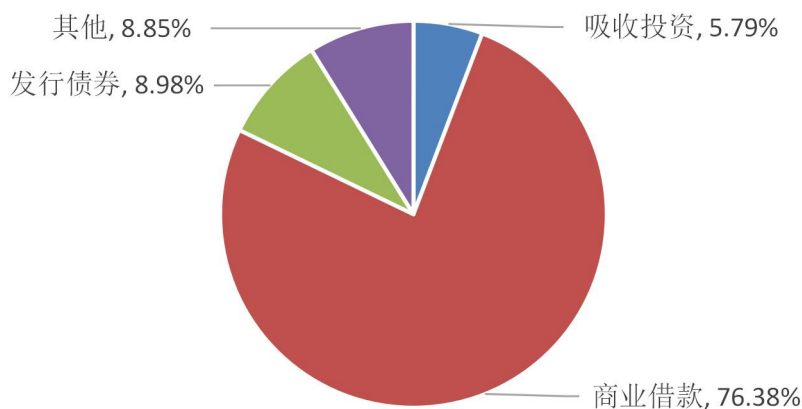


图 4.1 2019 年筹资活动中各融资方式现金流占比

目前来说，银行贷款的确是绿地控股持续发展的强有力支撑，再不拓宽融资渠道的话，会使得企业的财务风险进一步扩大；再加上近年来国家对于房产政策的调整，使得房地产企业从银行获得资金的难度会变大，寻求新的融资方式是很有必要的。

4.2.2 投资环节

（1）投资项目考虑不周

房地产行业的投资项目涵盖的内容和环节复杂多变，所以需要在项目开发前做大量的准备工作，进行多方面考量。每个项目从前期的投入到后期的营销，都消耗着大量资金，这样看来，如果几个项目同时投资的话，需要的资金更多，有可能对小型房地产企业的资金链造成严重影响，甚至导致资金链断裂。

绿地控股在近年来为了扩大内需，加快推进了一些重大项目建设，尤其是新型基础设施的建设，还陆续推出一批规模较大的投资计划。通过前文投资风险识别就发现绿地控股在 2017 到 2019 年这三年中投资项目较多，还有一些重大的投资建设项目，甚至有的项目是同时开发的。

在投资方面，投资收益也不是很理想，2015 到 2019 年间的投资回报率基本都维持在 20% 左右，相较于保利地产的投资回报率表现出大幅缩小的趋势；投资支出从 2015 年的 4,702,864 万元增长到 2019 年的 10,187,120 万元，其投资规模一直不断扩大，大量资金

都投放于外部投资，但是回报率又较低，资金回流速度较慢，很容易产生资金短缺等财务风险。

总的来看，绿地控股投资有很多大型项目，对于投资项目的规划没有很全面，众多项目耗费了很多资金，使得企业需要通过举债来补充资金，说明绿地控股项目开发有点激进；也反映出绿地控股投资扩张速度是比较快的，受外部环境的影响，有可能发生产量过剩，从而带来投资风险。

（2）房地产投资利润下降

房地产企业的投资获利情况与成本有很大的关系，土地成本一直是上升的状态，因为土地成本本来就比较高，再加上建造固定资产所耗用的材料成本，以及建筑工地上发生的劳动力成本，各种成本的上升让绿地控股的收益空间不断被挤压，和其他龙头企比较，绿地控股的问题也越来越明显。

通过前文企业财务状况的分析，发现绿地控股 2019 年房地产销售业务的毛利率为 15.46%，而对比企业保利地产和万科已经分别达到 34.96%和 36.25%，能够看出绿地控股连保利地产和万科的二分之一都不到，相比已经落后了很多。

总的来说，近几年绿地控股的业务范围已经非常广了，但是数据显示，作为房地产龙头企业，目前的投资销售情况以及获利能力还是不够理想的，房地产投资利润下降是其中重要原因之一。从盈利水平来看，绿地控股也低于对比企业，综合影响之下，会形成较大的投资风险。

4.2.3 经营环节

（1）收账能力的欠缺

应收账款占用着企业大量的资金，绿地控股也不例外，它的应收账款是很高的，这与其信用政策有一定关系的。如果绿地控股的销售情况很好，而且其营业周期比较短，说明企业的应收账款以及存货的周转速度是比较快的，为企业日常经营保驾护航，同时也会将财务风险控制在一个比较稳定的水平。

由表 4.3 可以发现企业 2019 年的应收账款周转天数是万科和保利地产的几十倍，说明绿地控股资金回笼周期过长，应收账款的利用效率低，也正是因为收账能力不足使得企业资金不能及时流转。

结合上文对绿地控股存货管理的分析，可以发现其收账管理也存在着一定的问题，应收账款变现能力较弱，使得整体资产流转速度减缓，拉长了企业整个经营周期，会产生一

定的资金回收风险。

表 4.3 各企业应收账款周转天数的对比

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
绿地控股	63.67	52.01	40.20	28.31	11.59
保利地产	2.94	3.57	4.27	5.53	9.47
万科	1.75	1.83	2.60	3.43	4.05

数据来源：根据绿地控股 2015-2019 年报计算所得

(2) 成本控制的不足

房地产行业是有高收入属性的，但其高收入与高成本是有一定关系的，不像一些暴利行业，获利能力很强，但是其成本并没有很高，主要靠一些营销手段来刺激消费，这和房地产行业有着明显的不同。绿地控股的高成本主要由于企业银行借款产生的债务成本以及较多项目产生的土地、建筑成本。

首先有息债务。绿地控股向银行等金融机构借入了大量资金，2019 年流动性贷款增加了 63.41%，近几年有息借款已经达到了很高的水平，虽然债务资本成本要比股权资本成本低，但是绿地控股整体债务融资成本是很高的。通过企业财报可以发现，其中一部分借款的利率远已经高于了平均水平，从 2018 年开始，绿地控股 02 债券的票面利率从 3% 点多上升到了 6% 点多，足足涨了三个百分点，2018 年 12 月的时候，部分投资人行使其回售选择权。大量银行借款再加上债券较高利率，这无疑加大了企业的财务压力，使得财务风险进一步加深。

其次储存成本。通过前文投资风险的识别，发现企业在项目投资上考虑不周，2019 年绿地控股已经累计拥有一百多个项目，规模是相当大的，企业的土地和建筑面积分别新增了 1000 多万平方米和 3000 多万平方米，其对应的成本也非常高，主要因为土地和建筑都会产生很高的储存成本。

房地产企业都会储备一定的土地，不管是建造商品房进行出售，还是继续持有土地以达到增值保值，都是为了从中获利。但过多的土地储备也有其弊端，占用大量资金，又不能及时变现，风险还是比较大的，会影响企业的资产流动性，也会使得资金链受到威胁。所以，企业需要适量而行，根据企业现有的情况作出合适的决策。

4.2.4 监督环节

(1) 内部控制执行不足

首先，在其业务范围和操作环节上的执行力需要加强。内部控制执行过程中更多注重了业务的流程方面，反而忽视其全面性。如果内部控制的执行不能够参与到企业整个生产经营过程中，一旦出现问题，企业便不能及时发现并处理。

其次，内部控制需要一定的独立性。负责企业内部控制相关事宜的事务所，在执行过程中违反了一些相关规定，能够看出事务所的主导性和独立性是存在问题的，致使内部控制的执行力不足，进而影响绿地控股财务风险的评估。

最后，企业财务审计内部控制不够全面。企业更关注会计科目，对于后期的效率评价以及完整的内部控制体系没有很全面地进行管理。因其没有很好地发挥管控作用，控股子公司云峰公司出现了会计信息失真，致使企业财务风险进一步扩大。

(2) 内部监督有所欠缺

绿地控股对内部控制、风险管控及其有效性评估等方面的监督能力有所欠缺。

首先，企业主要通过财务管理部门进行资金管控，出现了由于权力过于集中，使得各分管部门监管受限，反而内部监管不易。

其次，绿地控股是一个拥有众多业务单位的综合性企业，各业务部、子公司以及分公司的数量较多，其财务工作比较繁杂，资金交易量很大，在内部监督上难免出现问题。

最后，各部门和分支机构的实际状况是不一样的，但是企业没有对各部门和分支机构的实际情况进行相对应的调整 and 变化，再加上总部和分支机构的利益诉求是存在差异的，所以监督环节很容易出现漏洞。

即使总部会定期地监督日常消费开支、用品购买、固定资产购置等，但还是有一些部门只是追求业务和绩效，存在着材料浪费、过度使用以及资金低利用率低等问题，进而不利于财务风险的管理。

5 绿地控股高负债经营的财务风险控制措施

5.1 筹资风险应对措施

5.1.1 适时调整融资方式

绿地控股现的大量资金都来从银行等一些金融机构筹集来的，这种渠道获得的贷款大多数会形成企业负债，表现在财务报表上，就很明显地看到绿地控股的负债率过高、超标，致使资本结构失衡，没有达到一个合理且适合企业良性发展的资本结构。

绿地控股需要积极地拓宽企业融资渠道，调整企业目前的融资方式，进而优化企业资本结构。虽然目前我国股票发行等筹资方式有比较多的限制以及很多的监管程序，但是现在可以选择的融资方式是很多的，绿地控股可以选择更适合自身发展的一些筹资方式，不一定每次都要加大负债规模。

此外绿地控股作为房地产的龙头企业之一，无法避免地就会产生大额的预收以及应付款项，万科也存在这样的问题，经过管理层的判断和规划，决定采用 OPM 模式，不仅转移了一部分风险，同时为带来更多的现金流。绿地控股可以借鉴万科等同类企业所做出的调整，借助多元化融资渠道，及时地调整企业的融资方式，不仅对改善资本结构是有帮助的，也能够减小财务风险的发生和扩大的可能性。

5.1.2 合理控制负债利率

绿地控股在筹措资金的过程中存在着一个很明显的问题，就是其负债利率较高。企业有息借款的金额是非常大的，利率很高的话，企业的融资成本就会随之增加，面临着很高的利率风险。所以绿地控股在未来的融资过程中需要关注一下负债利率的问题，合理控制借款利率是非常重要的。

首先，企业尽可能避免借入一些利率过高的资金，在借款之前需要了解各个融资方式的负债利率，如果采用银行借款的方式，尽可能咨询多家银行的利率，对比选择利率较低的，或者通过关联方进行合作，降低借款利率。

其次，市场利率是不稳定的，时常会发生变化的，在这样的环境中，企业需要事先做市场预测，合理地采用银行借款和债券发行；而且银行借款有长短期之分，企业可以根

据市场利率来选择合适的融资方式，主要为了降低负债利率，进而控制筹资风险。

最后，绿地控股合理应用 OPM 战略，主要通过两种手段来进行，一是让消费者预付部分的款项，二是对供应方延期支付部分款项，降低企业的浮存现金，加强对预收以及应付款项的管理，就会节省一部分债务筹措的资金，自然就不考虑这部分负债的利率。

5.2 投资风险应对措施

5.2.1 科学规划投资项目

绿地控股较高的投资风险与投资项目是有较大关系的，因为企业本身的盈利就有一定局限，再加上企业资金的消耗速度如此快，当内部资金不能满足时，企业依靠银行借款取得债务融资以维持正常的运行，进而使得企业负债率持续升高。

企业在投资一个项目之前，是需要衡量和考虑多个因素的，市场走向、消费者喜好、销售能力以及整个过程中资金的供应，更要有全局观，科学规划，合理投资。具体来讲如果企业要同时投资建设多个项目，就应该考虑企业的资金链能否顺利循环、项目完成大概需要多长时间、产品设计能否赢得客户认可、价格弹性能否让消费者接受、项目报酬率能否达到企业预期等等。

企业需要更全面、更科学地做好一切投资项目的规划任务，首先考虑到任何可能发生的风险，尽量使将来发生的收益或者损失都在企业的可预见范围内；其次要有相对足够的现金流，保证项目顺利进行和后期开展；最后按照自身的发展需求来增加土地储备，并进行房地产项目的开发，不管怎样要与企业整体发展的实际状况相符合。根据合理且科学的项目规划去执行，会大大降低企业的投资风险。

5.2.2 积极实施业务转型

随着国家对房地产进行宏观调控，企业受到了很大的一些影响，利润逐渐下降。虽然房地产龙头企业的主要业务在经济发达的城市能够实现较高收益，但还是需要积极地规划如何实施业务转型，如何多元化发展，因为各大房地产企业意识到了业务转型的重要性。恒大比较早就开始了这方面的规划，研究新能源汽车等新兴产业，已经有了自己的成果，包括万达、万科以及保利地产都是如此，利用自身房产的优势开发新的业务，更好地实现投资计划，进而跟随时代的步伐创造更大的价值，获得更多的收益。

房地产市场集中度不断升高，使其利润也受到了不断地挤压。虽然绿地控股也不断地拓宽其多元化业务，依托其房地产的发展优势，不断开拓金融、消费等不同产业，但是由于多个业务的管理方式、策划、执行等方面存在着一些比较大的差异，还是引发了一部分财务风险。

所以，绿地控股应该适当投资多元化业务，积极实施业务转型，同时需要精准定位，不能盲目投资，及时放弃亏损产业，并脱离投资回报率低的投资业务，积极探寻更有潜力的业务和投资，更好地完成业务转型，从而走上一条崭新且蓬勃向上的发展之路。

5.3 资金回收风险应对措施

5.3.1 提升流动资产周转

经过上文对绿地控股资金回收风险的详细分析可知，企业在 2015 到 2019 年期间存货保持着高速度增长，近几年存货占流动资产的比例达到了 64%以上，再加上企业应收账款周期较长，使得流动资产的整体周转速度是比较缓慢的，已经很大程度上约束了资产的流动和循环。所以想要减轻绿地控股的资金回收风险，就需要对企业的存货和应收账款这两类资产进行有效管理，进而加快流动资产的周转。

一方面提高存货周转，首先存货不容易流通周转，当存货积压时，企业的资金循环就会有问题；其次企业应该按照自身的需求来适度扩张，适当减少其商品的产出，进而缓解存货积压的现状；最后绿地控股也不能仅仅依靠减少其商品产出来解决存货积压的问题，同时还需要提高企业自身的销售能力，进而提高存货周转率。

另一方面提高企业的应收账款回收期，就需要严格地审核客户信誉，这样可以降低一部分坏账的发生率，让资金回笼的更快。在房地产市场普遍不景气的状况下，如果企业资金乏力，再加上应收账款不能及时变现，资金不能按时到位，企业的财务风险就会向滚雪球一样越积越大。

除此之外，绿地控股还可以引入或者研发一些机械化方法以及智能化设备来减少一部分人工劳动力，不仅可以降低人工成本，还可以提高生产速度，更好地实现流动资产的周转。这样，绿地控股能够打造出符合自身需求和发展的“高周转”模式，进一步降低企业资金回收风险的发生。

5.3.2 强化现金流量管理

企业现金流的情况主要归于其获利能力的强弱，如果企业自身的获利能力有所欠缺得情况下，就很难为企业的扩张和发展提供足够的资金保障。一方面绿地控股需要提升自身的销售实力，注重销售团队的建立，进而提升获利能力，为企业产生足够的现金流；另一方面，成本也是影响现金流的一个很大因素，绿地控股需要对成本费用进行有效管理，进而节约企业资源，从这两个方面为企业创造更多的利润。除此之外，也可以通过一些制度的建立和体系的完善来强化现金流量管理，主要有以下两个方面：

首先要制定资金管理制度。这个制度的建立就是让企业能够更好地管控其现金流量，有统一的标准，各司其职，每个环节上都不能出现问题，即使出现了问题，也应该有及时地补救措施；而且资金管理制度有严格的执行步骤，防止越权以及滥用私权的情况发生，很有利于企业对现金流量的管理。

其次要建立资金监督体系。一方面采购部门的支出要有限度，给与一定范围的采购额度，尽可能减少资金的浪费；另一方面企业需要对生产经营的整个过程进行监督，要注意相关现金流量和现金余额的实时状况，对于出现的异常情况及时发现并处理，规避和降低资金回收风险。

5.4 其他控制措施

5.4.1 完善内部控制制度

企业的内部控制制度不够健全和完善，就会使得一些环节比较松散，随之也会增加其财务风险的发生；反之，完善且健全的内部控制制度能够对企业所发生的财务风险进行比较合理且有效的评价，及时发现问题，快速采取一些相应的措施来解决和控制财务风险。所以企业的内部控制制度对于降低财务风险是很重要的，绿地控股可以通过以下几方面来改进和完善内部控制制度：

首先是内部控制环境建设的强化。绿地控股管理层应该对内部控制有更深层次地理解，有战略性眼光，也要让员工更清晰地意识到其重要性，管理层和执行者共同努力，最终完善内部控制相关的执行和协调机制。

其次是企业会计控制制度的完善。会计控制制度对于一个来说企业的也是至关重要的，企业可以将整个生产经营过程进行有机划分，对其具体的环节进行更全面地控制。这样每一个会计环节都得到了严格地监控，一旦出现问题，就能很快速发现源头。

内部控制制度的完善帮助企业对整个生产经营过程都能够很好地监控，进而有效地防

范和规避财务风险的发生，并对已经发生的财务风险进行实时监管和高效处理。

5.4.2 提高企业风险意识

企业的财务风险存在于发展中的各个环节，所以这不只是财务人员需要面对和克服的问题，企业各级管理层都需要正确地面对和共同解决财务风险问题。要求企业各级管理人员保持一定的风险敏感度，培养其风险防范意识，意识到识别风险和防范风险的重要性，结合企业自身的经营情况，及早发现、及时解决，尽快化解企业所存在的财务风险。绿地控股需要通过几个方面去提高风险意识：

首先，正确地认识财务风险。绿地控股的财务风险与企业发展是相关的且不可随意分割的；社会不断发展，环境变化莫测，所以，企业风险也一直处于不断变化的状态，需要正确地认识这一点，从而作出有效的决策方案。

其次，积极地对待财务风险。因为绿地控股的财务风险是伴随企业共存的，做出选择的同时也就意味着会带来不同程度的财务风险。企业的财务风险不仅仅只有规避这一种方式，也可以选择降低风险、转移风险等方式，这个主要取决于企业对这部分财务风险的态度。

再次，强化员工风险意识。绿地控股根据企业自身的情况，可以选择培训或者情景模拟的方式，传达财务风险的管理理念、流程以及内容，让员工意识到其重要性，并且能够自觉行动，使得财务风险管理能够更好地实施，进而及时且高效地控制其财务风险。

5.4.3 政府发挥引导作用

“去杠杆”一直是房地产企业的重要任务之一，但是这不是短时间内就能可以完成的，只依靠企业自己是有一定难度的，还需要政府以及相关机构的参与和帮助，发挥其引导作用，共同去完成这样一项艰巨且漫长的任务。

首先政策制定方面，相关部门要考虑到各地方存在的差异，因为各地区的经济发展、供求关系、城乡收入等存在着很大的不同，那么同样的政策，对一部分地方适用，但是对另外一部分并不适用，反而会产生不好的效果。所以，对经济水平很突出的一二线城市制定相关政策时，尽可能发挥其地理优势，创造更多 GDP，但是也要有一定的限制条件，防止恶意投资；对经济水平一般的一些三四线城市制定相关政策时，尽可能刺激消费，有一些优惠政策，让大部分人有房买，有房住。这样一些因地制宜的政策，不管是对房地产企

业，还是对消费者而言，都是有正面作用的。

其次工作协调方面，前文分析过房地产与国民经济相辅相成，相互影响，原因之一就是房地产行业与很多行业有合作关系，其发生的一些变动会对其他行业产生更大的变动，进而影响国民经济。所以，政府倡导房地产企业去杠杆，同时需要协调好各行业间的关系；加强对房地产企业财务风险的管控，尽量防止对其他行业产生巨大的反面影响。

总的来说，“去杠杆”是一个漫长且艰辛的过程，政府部门在制定相关政策时，需要关注到更长远的利益，引导我国房地产企业及时规避、控制财务风险，更好地扮演市场管理员的角色。

6 结论与展望

6.1 结论

我国房地产企业在经营发展中很依赖银行借款等债务融资,使其呈现出高负债经营的现状,随之产生较大的财务风险。本文选取高负债特征显著的绿地控股作为案例研究对象,以资本结构、财务杠杆以及风险控制等理论为研究依据,对企业近五年的融资情况以及财务状况进行详细分析,并全面识别企业所存在的财务风险,运用 Z 值和 F 值模型评估检验其财务风险,并根据前文对企业方方面面的分析,深剖其内外部原因,最后提出解决措施。通过全文详细且全面地研究,能够得出以下结论:

一是绿地控股财务状况不够理想。企业通过银行等金融机构筹措大量资金,使得负债率持续升高,进而产生偿债压力;进一步分析发现企业的各项财务指标衰退,财务状况不够理想,进而引发了筹资、投资、资金回收等方面的财务风险。

二是绿地控股近五年的财务风险较大。通过对企业财务风险的识别,且根据 Z 值模型和 F 值模型的评价结果,都可以体现出来。不管是横向比较还是纵向比较,企业都存在着一定的财务压力,财务风险越来越严峻。

三是绿地控股的财务风险由多因素引起。企业的财务风险不是由单个因素引起的,通过分析能够发现,财务风险的表现形式是不同的,其成因也是多样的,多个内外部因素综合影响着企业的财务风险。针对这些财务风险成因,提出相对应的措施以控制其财务风险。

总而言之,绿地控股的财务状况并没有很乐观,仍然面临着由高负债经营所引发的财务风险。在我国相关政策的号召下,绿地控股需要改变,拓宽融资渠道,突破发展瓶颈,降低各环节的财务风险,使其稳定且健康发展。

6.2 展望

因为本文主要是通过查阅和收集文献以及绿地控股的年报等途径来获取相关内容的研究数据,作为外部人员,获取财务数据和相关信息的渠道是有限的,所以,对绿地控股内部的一些具体经营管理活动的研究有待加强。在未来的研究中,会多关注企业的实时新闻、经营活动以及发展状态,充实研究内容,并拓宽财务风险识别与评价的范围,以提高研究的全面性和准确性。

参考文献

- [1]Ali K. Ozdagli. Financial Leverage, Corporate Investment, and Stock Returns[J]. The Review of Financial Studies,2012,25(4).
- [2]Alman L. Financial and Industrial Structure with Agency [J]. Review of Financial, 2006.
- [3]Alnoor Bhimani,Mtholi Neube.Investment Decision-making of Enterpr-isement[J].Journal of Accounting and Public Policy,2011(08): 390-408.
- [4]Anette Mikes. Risk management and calculative cultures[J]. Management Accounting Research,2008,20(1)
- [5]Berk C. Managing Real Estate Exposure: An Empirical Analysis on Interest RateRisk[J]. Journal of Financial Risk Management, 2017, 6(3): 256.
- [6]Chatrath Arjun. The Impact of Internalization on the Diversification-Performance Relationship: A Replication and Extension of Prior Research[J].Journal of Business Research, 2000(8): 43-45.
- [7]Dbus.Risk management and insurance[M],2005.
- [8]Hamdamov Omonulla.Financial Risk Management at the Enterprise : Methodsand Models[J].Working Papers,2016(04): 67-69.
- [9]Heo J, Yang J Y. AdaBoost based bankruptcy forecasting of Korean constructioncompanies[J]. Applied soft computing, 2014, 24: 494-499.
- [10]Kraus A.R.Litzenberger.A State-preference Model of Optimal Finmcial Leverage[J].Journal of Finance,1972: 911-922.
- [11]Matthew T. Billett,Taohsien Dollyking,Davidc.Mauer. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants[J]. The Journal of Finance,2007,62(2).
- [12]Mayers S.C. Majlu N.Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J].Journal of Financial Economies,1984.
- [13]ML Z, Wp Y. Fuzzy comprehensive evaluation method applied in the real estateinvestment risks research[J]. Physics Procedia, 2012, 24: 1815-1821.
- [14]Natalia Reisel. On the value of restrictive covenants : Empirical investigation of public bond issues[J]. Journal of Corporate Finance,2014,27.
- [15]Paulo Renato Soares Terra. Determinants of corporate debt maturity in Latin America[J]. European Business Review,2011,23(1).

- [16]Stephen A, Randolph W, Bradford D. Essentials of Corporate Finance[M].2013.
- [17]Wachowica J,Vanhorne J.Fundamentals of financial management[M].Tsinghua University Press,2017.
- [18]Waldron R. Capitalizing on the State: The political economy of Real Estate Investment Trusts and the 'Resolution'of the crisis[J]. Geoforum, 2018.
- [19]Yi W. Z-score model on financial crisis early-warning of listed real estate companies in China: a financial engineering perspective[J]. Systems EngineeringProcedia, 2012, 3.
- [20]姚曦. 投资集团公司财务风险管理探究[J]. 企业经济, 2012, (07): 151-155.
- [21]张继德, 郑丽娜. 集团企业财务风险管理框架探讨[J]. 会计研究, 2012, (12).
- [22]张晓玲. 基于财务风险管理的企业集团全面风险管理体系研究[J]. 财会通讯, 2009, (06): 147-149.
- [23]刘明传, 谷福云. 集团企业财务风险管理体系构建研究[J]. 会计之友, 2015, (15).
- [24]卫林. 中国工商银行财务风险管理研究[D]. 西南交通大学, 2017.
- [25]朱会芳. 内部控制、外商资本直接介入与企业财务风险[J]. 财会通讯, 2019, (03): 112-117.
- [26]陈瑶. 财务杠杆在企业筹资中的作用[J]. 山西财经大学学报, 2013, 35(S1): 81.
- [27]杜俊娟. 我国房地产企业财务风险的预警与防范[J]. 会计之友, 2013, (10): 44-47.
- [28]方芳, 陈波. 多元化经营对企业税负的影响机制研究——基于财务杠杆的中介作用[J]. 财会通讯, 2019, (27): 112-115.
- [29]苟文均, 袁鹰, 漆鑫. 债务杠杆与系统性风险传染机制——基于 CCA 模型的分析[J]. 金融研究, 2016, (03): 74-91.
- [30]黄峰. 论房地产财务风险管理存在的问题及创新策略[J]. 企业导报, 2016, (03): 34-35.
- [31]李素红, 陈立文. 基于因子分析法的房地产上市公司财务风险评价[J]. 河北工业大学学报, 2011, 40(6): 101-106.
- [32]李心雅. 房地产企业财务风险预警问题研究[J]. 财经界(学术版), 2014, (15): 166.
- [33]李玉玲. 企业负债经营探讨[J]. 山西财经大学学报, 2010, 32(S1): 170.
- [34]林众. 楼市调控政策下上市房企财务风险研究——基于 Z-Score 模型分析[J]. 中国房地产金融, 2013, (2): 27-31.
- [35]牟显平. 新常态下房地产上市公司财务预警[J]. 中外企业家, 2017, (2): 76-78.
- [36]裴潇, 黄玲, 陈华. 基于 Z 值模型的房地产企业财务预警研究[J]. 财会通讯, 2015, (4):

42-45.

- [37]漆腾. 恒大高杠杆的财务风险控制研究——基于多元化战略背景[D]. 湘潭大学, 2016.
- [38]王永. 基于财务杠杆模型的最优资本结构研究[J]. 经济问题, 2007, (10): 106-108.
- [39]徐向攀. 中外商业银行杠杆效应比较研究——基于中国建设银行、美国银行案例分析[J]. 金融理论与实践, 2012, (06): 91-94.
- [40]许余洁. 中小微企业的融资之路——读《资本的阶梯》[J]. 中国金融, 2017, (11): 98.
- [41]杨春华, 刘建长. 财务杠杆效益探源[J]. 辽宁财税, 2001, (9): 42-43.
- [42]张守文. 国有企业降杠杆、防风险问题研究[J]. 云南社会科学, 2018, (05).
- [43]支梦宇. 高杠杆视角下我国房地产企业财务风险的分析与应对[C]. 北京交通大学, 2019.
- [44]周苹英. 适度负债发挥财务杠杆作用[J]. 中央财经大学学报, 2003, (12): 47-49.

后记

路漫漫，忆流年，揽尽风霜苦亦甜；夜阑珊，读无眠，望着月光一路向前。时光总是悄无声息，转眼间已经面临毕业，有不舍，也有期待，这段美好的学生时光里，总能听到欢声笑语，看到头脑风暴，嗅到花草芬芳。这三年间，我收获的不仅仅是专业知识，更重要的是从老师们身上悟到的睿智，从同学们身上学到的坚持，这样一些无比宝贵的财富让我受益匪浅。在学习上遇到瓶颈，不知所措时，感谢我的老师耐心引导，让我从无到有，从少到多，学会思考；在生活中有沮丧，有挫败时，感谢我的朋友暖心安慰，让我内心无比炽热，很幸运能够相遇相知。成长的路上总是布满荆棘，会痛、会累、会忧伤，但不管怎样，身边总有值得信赖的人和推动向前的力量，扬帆起航，我们一起进步一起成长。所以，我衷心地感谢他们。

首先，衷心地感谢我的导师，因为您的帮助，我才能更好地完成学业；因为您的指导，我才能顺利地写完论文；因为您的关照，让我们这个大家庭，永远都有方向。

其次，衷心地感谢我的伙伴们，和你们在一起的这段时光，不仅让我的校园生活更加丰富有趣，更让我深深地感受到了温暖，希望你们所向披靡，前程似锦。

最后，衷心地感谢评阅我论文的每一位老师，你们不辞辛苦，提出宝贵的建议，让我可以进一步发现论文所存在的不足，能够更好地修正和完善。

最美不过温馨的兰财和此刻的你们，相遇兰财，感恩兰财！