

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 恒大集团债券违约成因及防范研究

研究生姓名: 霍雨佳

指导教师姓名、职称: 沈萍教授 林俊 注册会计师

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: 2023年6月19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： 霍雨佳 签字日期： 2023.6.1

导师签名： 张序 签字日期： 2023.6.7

导师(校外)签名： 林俊 签字日期： 2023.6.13

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： 霍雨佳 签字日期： 2023.6.1

导师签名： 张序 签字日期： 2023.6.7

导师(校外)签名： 林俊 签字日期： 2023.6.13

Research on the causes and prevention of bond default of Evergrande Group

Candidate : Huo Yujia

Supervisor : Shen Ping Lin Jun

摘 要

房地产作为我国的支柱型企业，在近 20 年的时间里对经济的发展作出了巨大的贡献。但是，当房地产发展过热时，就会使房价上涨速度过快，出现资产价格泡沫和债务增加的现象，这会对经济的发展起到反面作用。为了促进房地产行业的平稳发展，国家从 2015 年起对其加强管控，并提高融资门槛，这使房企获取资金变得困难。由于资金获取出现阻碍，债务到期时无法及时偿还，从 2018 年开始房企陆续出现债券违约的现象。2020 年以后，在经济环境不佳、融资环境收紧以及 2020 年至 2022 年新冠疫情的影响下，房企发展陷入困境，债券违约事件频繁发生，这其中也包括恒大集团。恒大集团作为房地产企业的领头者，向来资金实力雄厚，发展势头良好，却在 2021 年年底爆出了美元债违约的消息，这引起了各界广泛的关注。在这种情况下，本文针对恒大集团债券违约事件展开进一步的研究。

本文首先对企业债券违约成因、违约带来的经济后果以及防范债券违约风险措施方面的文献进行了梳理，然后分析了经济周期理论、信息不对称理论、财务困境理论和风险管理理论在案例中的运用。接着对房地产行业的整体融资情况和债券违约情况进行梳理，之后采用案例研究法，以恒大集团债券违约事件为例，通过近几年的资料和数据，对其债券发行动机、出现债券违约现象的原因及违约产生的后果进行了分析，并以此提出相应的防范债券违约风险的措施。

对恒大集团债券违约事件进行研究，可以对存在类似问题的企业带来一定的参考价值。通过研究发现，恒大集团在前期战略转型时扩张速度过快，后期由于经济下行及政策影响等，其融资受到限制导致资金链断裂，无法及时偿还债务从而出现债券违约的现象，这在给企业自身带来负面影响的同时，也会损害利益相关方的权益。面对债券违约现象，房企应及时调整发展战略，避免盲目扩张，还应加强资金链的管理，提高风险管理水平；监管机构应加强对房企的监管，及时出台利于房企发展的相关政策；投资者应谨慎投资，以减少资金损失；评级机构应提高其评级的专业性，确保信用评级的真实和可靠。

关键词：债券违约 房地产行业 违约防范

Abstract

As the pillar enterprise of our country, real estate has made great contribution to the economic development in the past 20 years. However, if the real estate industry overheated, it will make housing prices rise too fast, asset price bubbles and debt increase phenomenon, which will play a negative role in economic development. In order to promote the smooth development of the real estate industry, the state has strengthened the control of the real estate industry since 2015, and raised the financing threshold, which makes it difficult for real estate enterprises to obtain funds. Since 2018, because of the difficulty in obtaining funds, real estate enterprises can not be timely debt repayment,,began to appear bond default phenomenon. The economic environment is not good, the financing environment is tight and the covid-19 epidemic from 2020 to 2022 affects, after 2020, the real estate enterprise development falls into trouble, the bond defaults incident frequently occurs, that includes Evergrande Group. As the leader of real estate enterprises, Evergrande Group has always been strong capital and development momentum, but at the end of the 2021 broke the news of US dollar debt default, which has attracted widespread attention. In this case, this paper carries out further research on Evergrande bond default.

This paper sorts the causes of corporate bond default, the economic consequences of default and the measures to prevent the risk of bond

default firstly, then analyses the use of business cycle theory, Information asymmetry theory, financial distress theory and risk management theory in case studies. Then it combs the overall financing situation of real estate enterprises and the situation of bond default, and then uses the case study method to take the Evergrande Group bond default event as an example, through the information and data of recent years, analyzes the bond issuing motive, the reasons of bond default and the consequences, then puts forward the corresponding measures to prevent the risk of bond default.

The study of Evergrande Group's bond default events can bring some reference value to the enterprises with similar problems. Through the research, we found that the Evergrande Group expanded too fast during the strategic transition, in the later, the economic downturn and the impact of policies, the capital chain was breakdown, which brings negative impact on the enterprise itself, but also harm the interests of stakeholders. Facing the phenomenon of bond default, real estate enterprises should adjust their development strategy in time to avoid blind expansion, and should strengthen the management of capital chain and improve the level of risk management, in addition, relevant policies for the development of housing enterprises should be introduced in a timely manner; investors should be cautious in their investments to reduce

capital losses; and rating agencies should enhance the professionalism of their ratings to ensure the authenticity and reliability of credit ratings.

Keywords: Bond default;Real estate industry;Default prevention

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容与方法	2
1.2.1 研究内容	2
1.2.2 研究方法	5
2 文献综述及理论基础	6
2.1 文献综述	6
2.1.1 债券违约成因	6
2.1.2 债券违约后果	9
2.1.3 债券违约风险的防范措施	10
2.1.4 文献评述	12
2.2 理论基础	13
2.2.1 经济周期理论	13
2.2.2 信息不对称理论	13
2.2.3 财务困境理论	14
2.2.4 风险管理理论	15
3 恒大集团债券违约案例介绍	16
3.1 房地产行业债券违约情况介绍	16
3.1.1 房地产行业融资情况	16
3.1.2 房地产行业债券违约情况	18
3.2 恒大集团简介	21
3.2.1 恒大集团概况	21
3.2.2 恒大集团发展历程	21
3.2.3 恒大集团发展战略	22

3.3 恒大集团发行债券动机	22
3.3.1 战略转型需要大量融资	22
3.3.2 债务到期加大融资需求	23
3.4 恒大集团债券发行情况	23
3.4.1 恒大集团境内信用债发行情况	23
3.4.2 恒大集团境外美元债发行情况	24
3.5 恒大集团债券违约情况	27
4 恒大集团债券违约成因及后果分析	29
4.1 恒大集团债券违约成因分析	29
4.1.1 经济环境分析	29
4.1.2 融资环境分析	31
4.1.3 经营状况分析	33
4.1.4 财务状况分析	37
4.2 恒大集团债券违约后果分析	44
4.2.1 对发债主体	44
4.2.2 对短期市场	47
4.2.3 对其他房地产企业	50
4.2.4 对利益相关者	52
5 恒大集团防范债券违约的措施	56
5.1 对发债主体	56
5.1.1 调整发展战略	56
5.1.2 加强资金链管理	56
5.1.3 提高风险管理水平	57
5.1.4 引入战略投资者	57
5.2 对监管机构	58
5.3 对投资者	58
5.4 对评级机构	59
6 结论及展望	60

6.1 结论	60
6.2 展望与不足	60
参考文献	62
后记	67

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

我国从 1981 年恢复国债的发行后，债券市场的发展迅速得到了提升，市场规模也不断扩大。随着债券市场的不断繁荣，为了促进企业长期稳定地发展，国家对其加强了监管。我国在 2014 年出现的首例债券违约事件，改变了之前存在的“刚性兑付”的现象，随后债券违约事件开始增多。从 2020 年开始，由于经济环境下行、国家对企业融资监管力度增加，再加上新冠疫情在 2020 年至 2022 年的影响，我国企业的发展遭遇了巨大的困难。在多方原因的共同作用下，企业资金链产生问题，经营状况变差，存在资不抵债的情况，破产企业的数量也在增加。目前，我国发生债券违约事件的企业由中小企业扩大到大型企业、国有企业和上市企业，债券违约的行业也更加广泛，主要分布在综合类行业、建筑与工程、批发和零售贸易等。

同样，我国房地产行业也受到了债券违约的困扰。我国房企为了加速扩张，在 2015 年开始发行了大量债券，而在同期，国家为了规范房地产的发展，对其加强管控并收紧了融资环境。2018 年起，房企在国家去杠杆、强监管政策的影响下，商品房销售出现困难，资金链也变得紧张，债务到期规模也开始增大，随后迎来了违约潮。在债务到期时，房企如果不能及时偿还其债务，就会存在债券违约的风险，这在影响企业发展的同时，对我国的经济发展也会产生很大的影响。

恒大集团在 2021 年 12 月 3 日公开宣布有 2.6 亿美元债无法偿还，发生实质性债券违约行为。恒大集团作为房地产的领头企业，向来资金实力雄厚，信用等级良好，却也出现了债券违约的现象。因此，研究恒大集团债券违约事件并分析其违约的原因及存在的后果具有一定的意义。本文首先对整个房地产行业的债券发行情况和债券违约情况进行了梳理，然后对恒大集团债券违约事件作了进一步的研究，分析其发生债券违约事件的原因及其违约带来的后果，并提出相应的防范措施。通过本文的研究，希望对存在类似问题的房地产企业带来一定的帮

助,可以让企业及时识别风险并加以防范,以防造成更大的损失,同时促进监管机构加强监管力度,评级机构提高评级的专业性,并提醒投资者及时关注企业的发展状况,做出合理的投资决策,以防资金损失。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

我国债券市场存在着刚性兑付的问题,即不管企业发展状况是否良好,投资者的利益是不受影响的。然而,2014年我国首次出现债券违约事件后,“刚性兑付”被打破,投资者的利益不再受到保护,因此需要对相关理论进行进一步研究。企业出现债券违约问题不但要考虑我国的国情,还要考虑宏观经济环境、行业环境、融资环境和企业自身经营情况这些影响因素,因此应根据实际情况对其进行研究,并完善适合研究我国企业债券违约的理论体系。本文通过对恒大集团债券违约事件的梳理,分析了债券违约的原因和违约带来的后果,并提出了相应的防范措施,可以对当前的理论进行进一步的补充。

(2) 实践意义

目前,我国债券违约事件频繁发生,因此研究债券违约成因、违约带来的后果以及相关防范债券违约风险的措施,对避免企业产生债券违约问题有着十分重要的实践意义。我国从2018年开始,房地产企业出现了债券违约的情况,由于出现违约的时间较晚,因此相关研究还不够全面。本文选取恒大集团这一房地产企业,对其债券违约事件进行相关研究,分析其出现债券违约的原因及违约带来的后果,并提出相应的防范债券违约风险的措施。这可以对之后出现类似问题的其他房地产企业带来一定的借鉴作用,并帮助企业提高自身的风险防御能力。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

本文以恒大集团为例,首先对整个房地产行业的债券发行情况及债券违约情况进行分析,然后分析恒大集团的债券发行情况及债券违约情况,接着分析该企业发生债券违约事件的原因及产生的后果,最后提出相应的防范债券违约的措

施。本文分为六个章节，各章节的具体内容如下：

第一章是绪论。主要介绍本文的研究背景和研究意义，以及本文的研究内容、研究方法和研究框架。

第二章是文献综述和理论基础。首先梳理国内外学者对企业债券违约成因、债券违约带来的经济后果以及债券违约防范措施的研究，然后对本文涉及的经济周期理论、信息不对称理论、财务困境理论和风险管理理论进行阐述，并说明这些理论在本文中的运用。

第三章是案例介绍。首先对我国房地产行业的整体融资情况和债券违约情况进行梳理，然后对恒大集团作相关介绍，接着阐述恒大集团发行债券的动机、债券发行情况和债券违约情况，为第四章的案例分析打下基础。

第四章是案例分析。对恒大集团债券违约成因及违约带来的后果进行分析。恒大集团出现债券违约的原因分析包括经济环境分析、融资环境分析、经营状况分析和财务状况分析；其债券违约带来的后果从发债主体、短期市场、其他房地产企业和利益相关者四个方面进行分析。

第五章是防范债券违约的措施。针对恒大集团债券违约相关问题，从发债主体、监管者、投资者和评级机构这四个方面提出防范措施。

第六章是结论与展望。对恒大集团债券违约成因、债券违约带来的后果及防范债券违约风险措施进行总结，并结合当下经济环境对今后房地产企业发展进行展望。

本文研究框架见图 1.1：

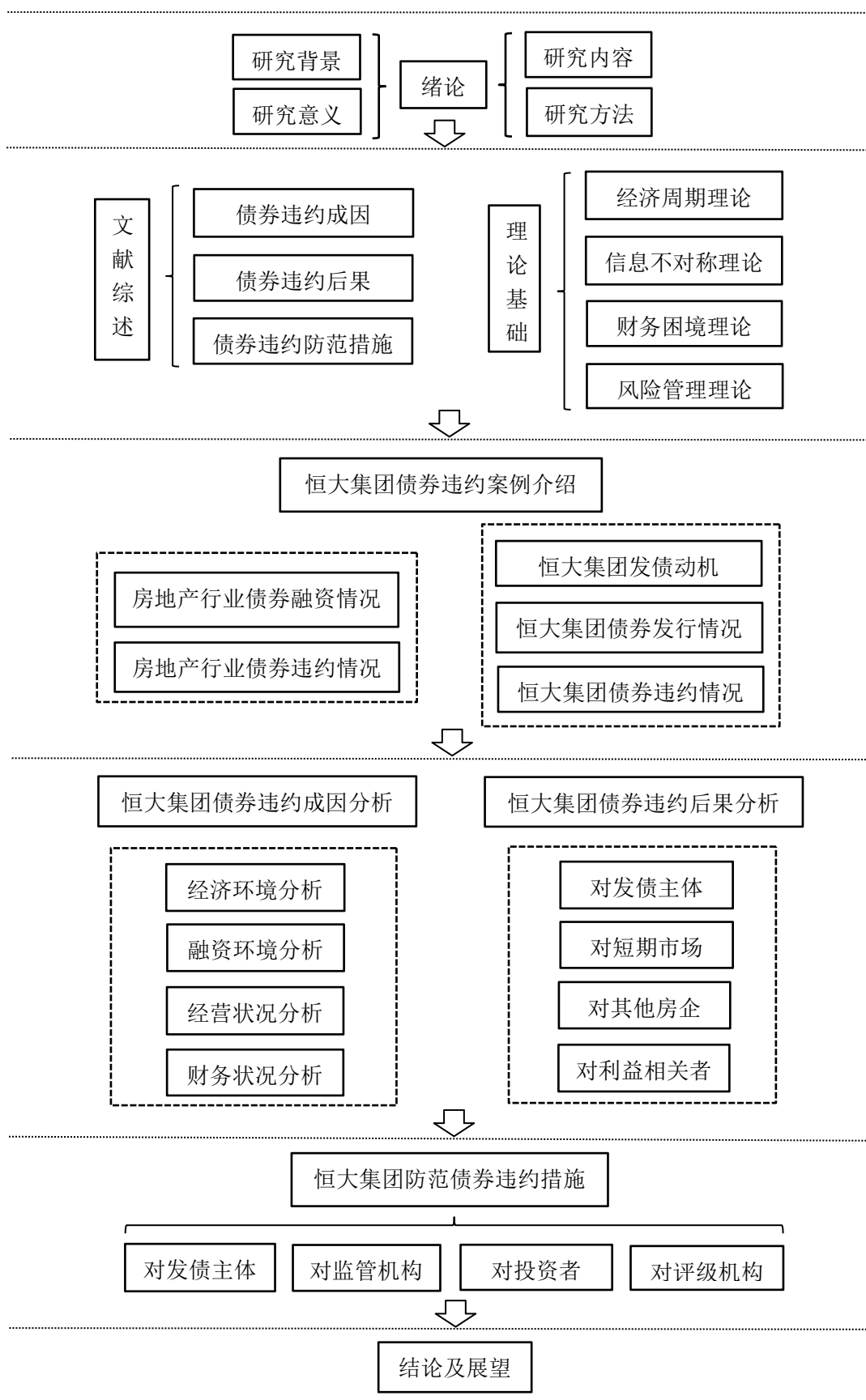


图 1.1 论文框架图

1.2.2 研究方法

本文运用的研究方法是文献研究法和案例分析法。

(1) 文献研究法

本文采用文献研究法。首先阅读和整理国内外学者对企业债券违约研究的文献资料，对文献中所提到的债券违约成因、债券违约产生的后果、防范债券违约的措施进行了梳理和归纳。之后，基于恒大集团这一房地产企业，研究其债券违约事件，分析其出现债券违约事件的原因和违约带来的后果，接着提出相应的防范措施，给债券市场中的参与者一定程度的借鉴意义。

(2) 案例分析法

本文采用案例分析法。选取恒大集团这一房地产企业作为研究对象，阅读和整理其官网和年报公布的内容。通过近几年的数据，对其债券违约事件的成因和违约带来的后果进行分析，并针对性地提出防范违约风险的措施。

2 文献综述及理论基础

2.1 文献综述

2.1.1 债券违约成因

通过对文献的梳理,国内外学者们从企业所处的内部和外部环境对债券违约事件进行研究,债券违约外部成因的研究包括宏观经济环境、融资环境、行业环境这几个方面;对债券违约内部成因的研究包括公司治理、公司战略选择、公司财务状况这几个方面。

(1) 债券违约外部成因

在宏观环境方面,Bevan 和 Garzarelli (2000) 通过分析得出,债务违约与宏观经济二者之间呈负相关关系,企业的债券违约风险会随着经济的稳定增长而下降。Kuehn 和 Schmid (2014) 同样通过研究得出,宏观经济若持续低迷,就会增加企业债券违约的风险。郑月蔚 (2016) 研究得出,信用利差可以衡量企业债券的信用风险,信用利差会随着利率的上升而增加,从而导致信用风险增加。罗小伟等 (2020) 指出由于经济环境的影响,成本高、效益低的企业容易出现资产负债率过高而现金流短缺的问题,继而出现债务违约的现象。毛淑珍等 (2022) 通过对国有企业债券违约情况统计分析得出,经济活动的停滞会影响企业的现金流,会加速企业债券违约的风险。

在融资环境方面,Barnhill 等 (2002) 研究发现信用风险可能是一个连续的状态,积极的信贷变化会降低债券违约的可能性,消极的信贷变化会影响债券的价值,而且法律环境、利率等变化也会导致企业出现债券违约的现象。Riccetti、Russo 和 Gallegati 等 (2016) 通过研究发现,实体经济会因为金融市场的冲击对其造成威胁,债券市场对企业未来利润的预期以及银行对企业贷款的态度可能导致经济周期性变化。张传金 (2019) 认为融资环境的紧缩会使地方政府增强对企业的监管。民营企业比国有企业融资难度大,当企业资金链断裂时,会增加债券违约的风险。张强等 (2019) 研究发现,经济周期、政策周期和自然周期会对周期性行业带来很大的影响,当行业处于下行周期时,会出现集中违约的现象。当

企业存在激进的投资行为时,会出现期限错配现象,企业无法借新还旧,会增加债券违约的风险。刘思艺(2021)研究发现,当监管机构出台宽松型政策时,会导致大量债券无法按期偿付,而当监管机构选择紧缩政策时,又会出现融资难的问题。刘海明和李明明(2021)通过对信贷政策的研究发现,债券违约与信贷紧缩程度、政府干预、去杠杆程度有关,并且对民营企业的影响更大。于谦龙等(2022)通过实证研究发现,为减少发生债券违约的机率,债券发行人会向下调整票面利率。

对行业层面来说,Agarwal(2002)研究发现企业所处的行业环境与违约概率呈负相关关系。当企业发展环境良好,发生违约的概率较小,当企业发展环境欠佳,其经营状况受到影响,导致偿债能力的下降,发生违约的概率较大。Guha(2002)认为,当一个公司在发展中处于经济低迷期或行业发展受阻时,会增加一定的信用风险。Acharya(2007)通过研究1982-1999年企业债券违约数据得出,当行业发展不佳时,将面临违约风险。企业价值的变化以及对整个行业发展的约束都会造成违约风险。另外,企业的债务能力和资本结构的变化也会产生影响。Hsu等(2015)发现,公司债券违约的概率与它的专利的数量、影响、原创性和普遍性呈负相关关系。当公司在技术创新方面的表现更积极,就会影响债券定价,从而获得竞争优势,减小债券违约的概率。耿耘等(2014)通过研究发现,处于同一产业链的行业,上游行业违约风险比下游行业大;下游企业因为需求较大,其违约风险较小;中游行业由于企业数量多且跨度大,违约风险呈分散化趋势。陈粤(2020)发现,处于成熟期的企业负债率更高,若资金链在这个阶段出现问题,就会更容易出现债券违约现象。由于强周期性行业存在波动,容易出现需求下降、市场饱和、产能过剩等问题,导致债券违约。陆宇建和马蕊(2022)研究发现,行业集中度高的企业会因为企业之间差异较大而削弱传染效应,传染效应在行业集中度低的企业中会更加明显。

(2) 债券违约内部成因

对企业来说,出现债券违约事件在一定程度上受到宏观环境、融资环境、行业环境的变化影响。但除了外部原因带来的影响之外,企业内部原因也同样会导致债券违约的发生。

在公司治理方面,Hussey David E.(1976)认为治理混乱、不合理的决策和

非理性的经营会导致企业处于财务困境，使公司发生债券违约。SearatAli 等（2018）研究发现，治理能力较好的企业其债券违约的风险更低。蒋恒和杜立辉（2016）认为，企业若股权结构不稳定或治理能力较低，在短期获得外部资金支持的可能性较小，容易产生资金断裂的问题，引发违约风险。张宗军（2017）认为，债券违约是公司内部治理的最终结果，优化内部治理有助于企业的发展，可以提高获利能力。叶雨鹏等（2018）认为，股权结构存在瑕疵，信息披露不佳，企业高管频繁流失等，都属于公司治理存在的弊端。王红珊（2020）认为，良好的公司治理需要有稳定的控制权，变更企业的控制权时，可能使融资环境变化而引发债券违约。另外，股权过度分散也会引起债券违约。刘振斌和董鑫（2021）认为，过度分散或集中的股权结构都不利于建立科学的治理结构，容易发生债务违约；当关联方企业进行资产转移或资金占用时，会削弱资金周转能力，也容易引发违约风险。

在企业战略方面，Argenti（2005）研究发现，企业的发展需要有良好的战略选择，短期的不适用于企业发展的战略可能与公司的整体战略不一致，从而引发财务危机，导致债券违约。任婉馨（2016）认为，企业经营不善会增加债务风险，选择激进投资扩张的企业给自己带来了融资风险，继而出现债券违约的现象。胡明远（2018）认为企业通过激进扩张增加融资是不合理的，这种行为不能让企业拥有充足的现金流，还会增加企业债券违约风险。林淼（2019）认为企业的稳定发展需要有正确的经营管理和治理框架，当管理层决策失误时，会使企业出现经营不善的状况，会引发流动性危机，造成财务困境。王化成等（2019）通过实证得出，企业战略定位与违约风险存在正相关关系，当企业定位偏离程度越大时，债券违约的可能性越大。罗小伟等（2020）认为未来发展过于乐观的企业，选择大量融资进行多元化发展，如果未能实现预期盈利，就会造成资金链断裂的问题而被迫发生债券违约。曹磊（2021）认为，当企业在发展过程中出现战略变化但没有及时控制时，可能会影响企业经济发展水平，出现债券违约的问题，继而影响在市场中的地位。

在企业财务方面，Beaver（1966）通过研究发现，公司的资产负债率与债券违约成正比关系，而现金率、资产周转率与债券违约呈反比关系。Alan V. S. Douglas 等（2016）通过实证研究得出，现金流的波动与债券违约的概率呈线性

相关关系，企业现金流风险越大，债券违约风险就越大。张志军等（2016）认为资金流动性不足会引发债券违约。企业产生信用风险之前，企业的营业利润会大幅下降，盈利能力变低，企业的偿债能力也不足。蓬若曦等（2020）通过实证分析得出，企业偿债能力的强弱体现在现金流是否充足和稳定。企业应关注应收账款、关联方交易和大额投资在现金流中的比例，以防资金链出现断裂，增加违约风险。张景淇等（2022）研究发现债券利差受流动性风险和债券违约风险的交互作用影响最大。

2.1.2 债券违约后果

企业出现债券违约会产生一定的经济后果。对企业自身来说，Greg（2009）认为，债权人和借款人之间的利益关系对企业投资政策有着重大影响，过度投资会增加企业经营风险，因此增加投资限制可以减少过度投资，防止资金减少影响企业的发展，避免发生违约风险。Gao 等（2017）通过研究发现，当企业发生债券违约事件时，其资金链容易断裂并难以恢复，此时公司可能通过向债权人转移控制权的方式进行保全，债权人同样为了保护自己的权益会进一步损害股东的利益。刘再杰等（2016）通过研究表明，资产负债率较高的企业，短期偿债压力较大，当企业的短期融资受到影响，会使资金链断裂，影响企业的发展。黄海杰和陈运佳（2022）通过实证研究得出，当经济政策的不确定性增加时，公司的贷款和债券发行规模产生的净现金流将下降，其偿债能力也会下降，增加债券违约的可能性。张体勤和汤媛媛（2022）研究了债券违约与盈余管理之后得出，存在债券违约现象的企业都有盈余管理的行为，二者呈正相关关系。盈余管理对企业的业绩有着长期负面的影响，这会增加企业的违约风险。

在对债券市场的影响方面，王远卓（2016）通过研究发现，信用债券违约不但会拖累一级市场，而且会降低企业的发债规模和市场融资功能，增加企业流动性风险。债券违约也会影响二级市场的发展，增加风险溢价，放大信用利差，使企业融资成本上升，影响债券合理定价。陈思阳和王明吉（2017）认为，在债券市场发展的过程中，发生债券违约事件是必然的，债券违约事件的发生从长期来看会规范债券市场的进一步发展。虞李辉和胡婕莹（2021）发现，债券违约下的刚性兑付扰乱了市场的竞争规律，市场资源无法合理配置。通过中介机构兜底这

种处理方式，不利于债券市场和金融市场的良性发展，也不利于经济结构的转型升级。刘振斌和董鑫（2021）通过分析得出，债券市场信息传递速度快，债券违约风险会及时反映在债券市场，产生的负面会引起市场的恐慌，增加区域性信用风险，由债券违约引发的企业破产重组会使企业的融资难度变大，尽管市场整体流动性宽松，也无法及时缓解该状况。张雪莹和刘茵伟（2021）通过对债券二级市场数据的研究发现，二级市场的交易利差会因为债券违约事件的发生而推升，信用利差会通过加大债券的流动性而提高。

对评级机构来说，黄小琳等（2017）通过实证研究发现，涉事机构并不会因为违约事件的发生而规范自己的标准。姚红宇（2019）认为，信用评级机构对揭示风险、监管认证起着重要作用当企业不存在违约现象时，评级机构会虚报市场评级，当企业存在违约现象时，会对评级机构的声誉产生影响，评级机构为了自保，会选择降低评级。评级机构没有履行应尽的责任，这会对评级行业乃至债券市场造成负面影响。王立夫和王一鸣（2021）的研究表明，企业的信用评级会因为债券违约事件的发生而改变，当企业信用评级越低时，其融资成本会越高，受到的信用冲击会越大。

2.1.3 债券违约风险的防范措施

通过对企业债券违约出现的原因以及产生的后果的研究后，国内外学者们从融资企业、监管机构、投资者三个角度进行了防范措施的分析。

对融资企业来说，胡明远（2018）认为，企业在进行投资之前，要从经济、技术等各方面进行可行性评估，避免盲目投资，以降低债券违约的风险。张艳丽等（2019）认为，为避免发生债券违约事件，企业应努力筹集资金，确保有充足的现金流来应对已到期或快要到期的债务；企业还应结合国家政策和宏观经济形势，放缓扩张速度，提高主营业务的水平。袁娟（2020）认为民营企业应调整资本结构，不但要加强资金管理水平还要建立完善的财务预警机制。郑佳依（2021）认为，管理层的频繁变更会影响公司的经营管理，也无法获得明确的战略目标，因此，企业应提升治理水平，提升管理水平，保证现金流稳定，从而降低信用风险。王银旭（2021）认为信用意愿是企业防范信用风险的基础，信用意愿高的企业更有能力化解违约风险。因此，信用意愿低的企业应完善监督和问责机制，增

强违规经营和违约失信的成本，以此来完善企业内部治理状况，并促进高质量发展。张艳彦等（2022）认为，企业应制定适合企业发展的战略，要结合自身条件，并与外界大环境发展战略相结合。要把握行业周期，做出最佳战略选择，并应及时了解市场现状，根据市场需求制定战略。

在债券监管方面，Ormer（2008）认为，政府对债券违约风险的监管可以通过建立风险预警系统进行实时监测。王海全等（2016）认为，监管部门应对中介机构加强监管，督促其认真履行相关职责，以此来保护投资者的合法权益。林江等（2019）提出，证监会和证券交易所的监管角色应适当分离，以更公平和透明地履行其职责。股票市场的审批、交易和监管体系也应不断完善，与国际接轨，提高我国监管体系的效率和国际认可度。焦砚泽等（2021）认为，应加强市场监管，加强信息披露监管，要推动评级行业规范发展，完善评级机构内部制度，保证信用评级提供的信息真实、完整、及时，从而维护市场秩序。郑步高和王鹏（2021）提出，减少政府的行政干预，建立市场化的风险定价机构，让第三方机构参与到债券违约处置过程中，这样才能建立合法的、市场化的违约处置机制。储溢泉（2021）提出要提高信息披露质量，缓解市场信息不对称的问题，还要加强信用评级建设，行业应制定规范评级方法，培育优质评级机构，另外还应统一监管标准，进行数据共享，建立风险预警监测体系，以此来降低损失。赵玉珍，尚艳峰等（2022）认为，监管部门应加强对股权质押比例较高的企业的审查，严格监督和管理其质押动机和未来融资资金的使用情况，并建立健全信息披露机制。

对投资者来说，王海全等（2016）认为，企业应建立信息披露平台，为投资者提供统一、高效、准确的信息，还要落实企业破产制度，让投资者采取司法手段保护他们的权益。闻岳春等（2019）认为投资者可以通过分散投资来降低投资风险。投资者还应随时关注所投资的债券，一旦发现企业有违约风险的可能时，要及时采取措施降低损失。胡慧杰（2020）在研究了违约条款对融资成本的影响后，建议企业在发行债券之前应先了解自身的情况和投资者的喜好，然后设置更符合实际情况的违约条款，在降低融资成本的同时提高其经营水平。陈庭强等（2022）认为，投资者出现情绪波动的根本因素是出现认知偏差，而导致投资者出现情绪波动的重要因素羊群效应。张军（2021）建议投资者要有专业能力和风

险意识，在发生债券违约之后，应健全违约善后机制，强化对投资者的保护。

2.1.4 文献评述

通过对国内外学者债券违约成因、债券违约带来的经济后果及债券违约风险的防范措施三个方面的文献整理后发现：

当企业处于宏观经济低迷期时，更容易出现资金断裂的问题，从而引发债券违约，使企业陷入财务困境；成本高、效益低、所处行业发展情况不佳或存在周期性特征的行业更容易出现债券违约问题，其融资出现困难会使现金流断裂。当公司战略选择存在偏差、公司治理能力不高、控制权频繁发生变更、股权结构过度分散，或企业资产负债率高、偿债能力弱时会加大债券违约的风险。

债券违约会带来一定的经济后果。对企业来说，债券违约会增加融资难度、影响股东的利益、影响公司的股票发行，融资压力增大时会影响企业的进一步发展；对债券市场来说，债券违约事件的发生，会引起市场的恐慌，并影响债券发行规模和发行价格，但是从长期来说，债券违约可以促进债券市场的进一步完善；对评级机构来说，违约事件发生会使评级机构更加注重评级的真实性，对评级机构产生约束作用，促进机构提高评级标准。

企业应对债券违约风险进行防范。对此，企业应保持资金稳定，加快资金流转，提高经营能力和抗风险能力，还要建立风险预警机制，合理制定战略规划，促进企业稳步发展，避免盲目扩张；监管机构应认真履行自己的职责，对企业的信息披露制度也要加强管理，评级机构应建立规范、统一的信用评级体系；投资者也要提高风险识别能力，多元化投资分散风险。

我国因为债券违约出现时间较晚，而且结合国情来说，直接按照西方的经验来运营企业存在不妥，所以应结合实际探讨。本文以恒大集团债券违约事件为切入点，将这些研究内容与房地产行业特点相结合，着重研究其违约的原因、违约后果和防范措施，对完善债券违约的理论研究、促进债券市场和房地产行业的健康发展带来一定的意义。

2.2 理论基础

2.2.1 经济周期理论

经济周期是经济扩张和收缩的周期性现象，随着经济的发展反复出现。在经济扩张时，经济运行稳定，企业发展势头良好，利润增加，资金充足，而在经济紧缩时，企业发展势头不佳，利润减少，资金周转出现问题，容易产生债券违约的现象。根据经济周期理论，企业发展状态跟经济形势的变化有着很大的关系。对企业来说，企业的发展状态是否良好与其所处的宏观经济环境、融资环境有关，也与企业自身的经营状况和财务状况有关。虽然企业不能改变外部环境的影响，但是企业可以通过改善内部环境来适应外部环境的变化。因此，为了使企业健康发展，企业的管理者应把握经济周期的波动趋势，并根据经济周期的波动来调整企业的发展方向。

2008年金融危机爆发后，国家开始实施宽松的货币政策以促进经济恢复，此时房地产企业迅速发展；2010年，由于房地产企业发展过快，国家对其加以调控，货币政策收紧，房地产企业融资受限；2012年以后，经济出现回落，国家再度实施宽松的货币政策，这使得房地产企业又开始迅速发展；为了防止房地产企业发展过猛，2015年起国家再次对其进行调控，相继提出“去杠杆”、“房住不炒”、“三道红线”，使得房地产企业融资渠道收紧。国家对房地产企业的管控存在周期性。在国家对房地产企业进行管控时，恒大集团选择了大规模扩张，资金需求过多使其发行大量债券，后因政策影响和自身发展状况不佳等原因，导致资金链产生问题，无法及时偿还债务，导致发生了美元债违约事件。

2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论是指市场中，人们对信息的掌握程度有差别，信息掌握更全面的人比信息掌握少的人在市场中更有利。信息不对称现象会产生逆向选择和道德风险问题。逆向选择是利用信息不对称，获得不损人且利己的利益，道德风险为利用信息不对称，做出损人利己的行为。该理论说明了信息的重要性，也说明了信息掌握程度不同的人承担的风险和收益不同。在债券市场中，发债主体为

了成功获得融资，可能存在对外不能及时披露相关信息，不能提供的信息真实有效的情况，就会误导投资者，使投资者的权益受到损害，也会增加债券违约的可能性。信息不对称不利于市场经济的发展，通过政府干预可以减少信息不对称给市场经济带来的危害，并达到监管的目的。

通过事件研究法研究债券违约事件对短期市场的影响后发现，当企业出现债券违约事件时，会引起短期市场的波动，使股价发生变化。恒大集团在对外公布债券违约事件之前，其超额收益率一直为正，而在事发之后成为负数。这说明在事发之前，投资者并没有及时对此作出反应，出现了信息不对称的现象，这对投资者来说是不利的。从债券违约事件发生之后，直至 2022 年 3 月 3 日停牌，恒大集团的股票价格一直在下降，可见这使得投资者的利益受损，恒大集团也受到了非常大的影响。

2.2.3 财务困境理论

财务困境指企业拥有的现金量不足以补偿现有债务。财务困境是一个连续的过程，开始是稳健的经营，然后是不稳健的经营，之后会陷入财务困境，最终导致破产。企业是否陷入困境的判断标准是企业是否申请破产。在国内，若企业出现异常情况被特别处理，说明企业陷入了财务困境。对企业财务困境的处理包括资产重组、债务重组和破产清算。当企业经营不善，无法偿还债务时，会出现债券违约事件，若企业无法还清债务，就会走向破产重组的道路。

房地产企业陷入财务困境很大一部分原因是多元化发展、激进扩张。经济不好时，房地产企业的发展陷入困境，人们对房子的需求量降低，销售量低，资金下降，会进一步影响房企的周转，影响企业的偿债能力，导致债券违约。2016 年在国家对房地产企业进行管控时，恒大集团仍然选择大规模扩张，大量获取土地资源并进行多元化发展。由于经济环境欠佳、融资渠道收紧，再加上 2020 年至 2022 年的新冠疫情的影响，恒大集团的项目回笼资金慢，且商品房需求下降出现大量囤积的现象，使资金周转出现问题。当美元债到期时，恒大集团无力偿还，发生债券违约事件。

2.2.4 风险管理理论

风险管理指的是在一个有风险的环境中,将企业认定的风险降到最低的管理过程。当一个企业面临创新、市场开放和法律解禁的时候,就会增加经营的风险。企业在经营过程中,为了消除对发展不良的因素,企业会注重风险管理。风险管理的最终目的就是实现企业的可持续发展。企业在经济势头良好时,会选择多元化发展、激进扩张等方式,如果企业在后期的发展与预期产生偏差,且对风险管理不够重视,就会出现资不抵债的现象,从而引起债券违约,对企业自身以及整个行业都会产生不良的影响。

对恒大集团债券违约成因及违约带来的后果进行分析,并提出相应的防范违约风险的措施。面对债券违约现象,房地产企业应及时对发展战略进行调整,管理层应提高对国家政策导向的敏感性,避免盲目扩张,还应加强资金链的管理,提高风险管理水平,必要时应引入战略投资者;监管机构还应加强对房地产企业的监管,及时关注房企发展状况,出台利于房企恢复发展的相关政策;投资者应谨慎投资,分散风险,减少资金损失;评级机构应提高评级的专业性,确保信用评级真实可靠。

3 恒大集团债券违约案例介绍

3.1 房地产行业债券违约情况介绍

3.1.1 房地产行业融资情况

克而瑞对我国 100 家典型房地产企业 2017 年至 2022 年的融资总量情况进行了整理，具体如图 3.1 所示：

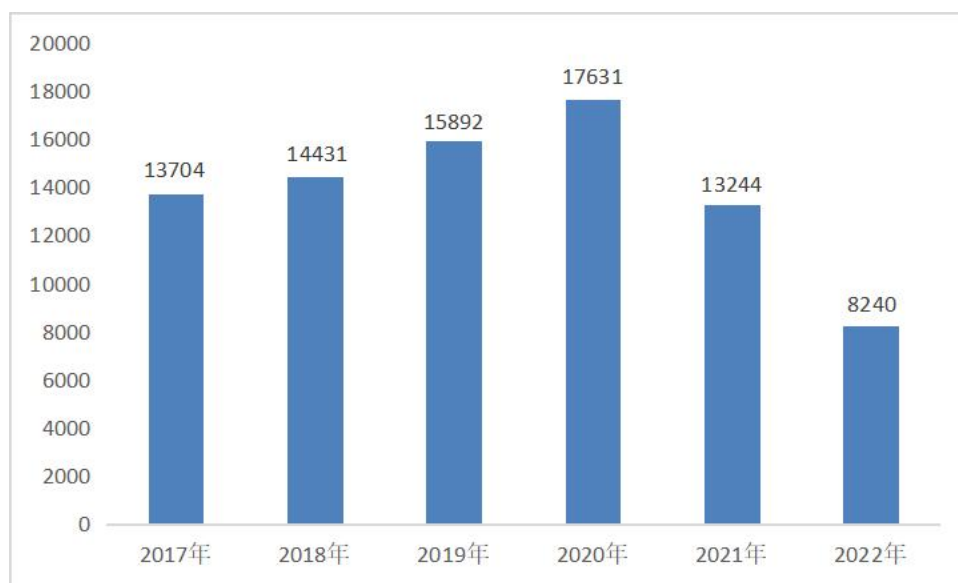


图 3.1 2017 年至 2022 年我国房企融资总量情况（亿元）

数据来源：企业公告、CRIC 整理

由图 3.1 中的数据可知，我国房企融资总量从 2017 年至 2022 年呈先升后降的趋势，且在 2020 年达到最大值。2017 年至 2020 年房企融资总量稳步上升，在 2021 年和 2022 年下降幅度较大，2021 年首次出现负增长。2021 年我国房企融资总量为 13244 亿元，与 2020 年相比下降了 24.88%；2022 年我国房企融资总量仅为 8240 亿元，与 2021 年相比下降了 37.78%。

根据表 3.1 中我国房地产企业 2017 年至 2022 年境内外债权融资成本数据可知，我国房企境内债权融资成本在 2018 年达到最高值，2018 年以后持续下降；2022 年我国境内债权融资成本为 3.44%，与 2021 年相比，全年下降 0.63%。境

外债权融资成本在 2017 年至 2019 年持续上升，之后开始下降，在 2022 年又有了回升；2022 年境外债权融资成本为 7.24%，较 2021 年全年上升 0.12%。房企新增债权类融资成本在 2017 年至 2022 年期间先升后降，在 2019 年达到最大值；2022 年新增债权类融资成本为 4.23%，与 2021 年相比，全年下降 1.12%。

表 3.1 2017 年至 2022 年我国房企境内外债权融资成本

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
境内债权融资成本	5.60%	5.87%	5.28%	4.45%	4.07%	3.44%
境外债券融资成本	6.92%	7.29%	8.22%	8.05%	7.12%	7.24%
新增债权类融资成本	6.37%	6.54%	7.15%	6.18%	5.35%	4.23%

数据来源：企业公告、CRIC 整理

由表 3.1 中我国房地产企业 2017 年至 2022 年境内外债权融资成本数据可知，房地产企业境内发债成本低于境外发债成本，这说明当前国内对房地产管控实施的政策发挥了作用，又因为融资环境收紧，导致企业融资变得困难。在这种情况下，发展状态更好的房企容易发行债券，而大多数民营房企都存在融资困难的现象，从而进一步拉低了发债成本。

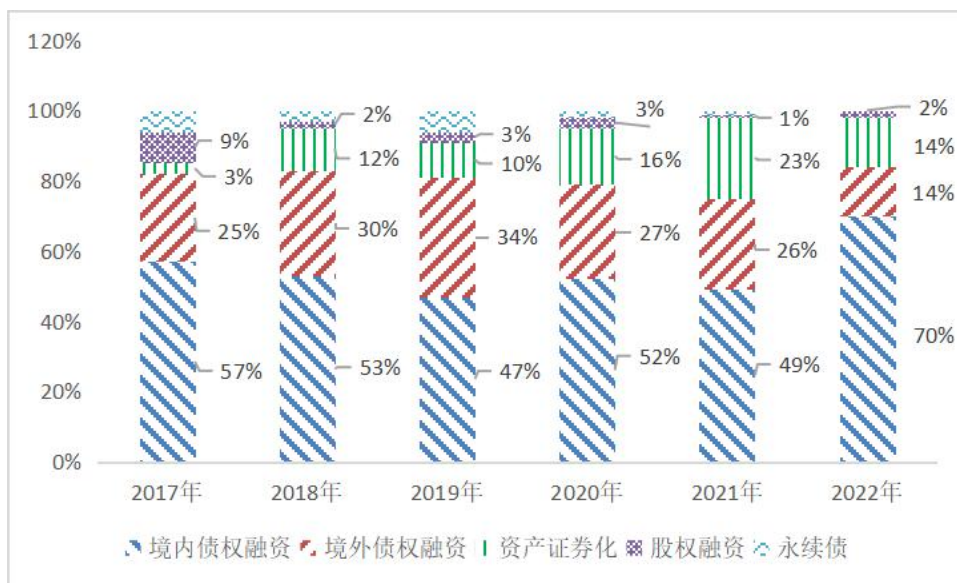


图 3.2 2017 年至 2022 年房企融资方式比例

数据来源：企业公告、CRIC 整理

由图 3.2 所示，从融资结构来看，境内债权融资和境外债权融资是我国房地产企业的主要融资方式，其占比超过 80%。我国房企境内债权融资比例在 2017 年至 2019 年持续下降，在 2020 年至 2022 年先降后升。房企境外债权融资比例在 2017 年至 2019 年持续上升，2020 年至 2022 年开始下降。2022 年我国房企境内债权融资占比达到 70%，在近几年中占比最高；境外债权融资比例只有 14%，在近几年中占比最低。

从融资比例的变化可以说明，国家制定的相关政策及对融资环境的管控发挥了作用。2017 年房地产企业为了扩张规模，在国内融资限制条件多的情况下，转而选择了境外融资，这使境外融资比例增速提升。2020 年由于疫情影响，2 房地产企业发展不利，国家为了帮助企业发展，促进经济恢复，境内融资比例增加。由于 2017 年房地产企业大量发行债券，在 2020 年之后到期规模增加，房地产企业资金压力变大，出现了资金断裂的问题，使房地产企业债券违约问题频繁出现。

3.1.2 房地产行业债券违约情况

我国房地产企业作为支柱型企业，对经济的发展有着不可或缺的作用。2017 年左右房地产行业发展势头良好，房价持续上升，房企为了能有更进一步的发展，选择大量融资进行规模扩张。为了促进房地产行业平稳发展，稳定房价抑制高杠杆，国家出台房地产相关政策，对房企融资进行了限制，导致房地产企业债券违约金额在 2021 年之前持续上升。

由图 3.3 所示，根据贝壳研究院统计的数据可知，我国房地产企业从 2018 年至 2021 年按年到期债务规模呈先升后降的趋势。2018 年至 2021 年持续上升，在 2022 年之后有所下降。2021 年房企到期债务规模最大，达到了 12822 亿，2022 年到期债务为 9603 亿元，比 2021 年下降 25.11%，预计 2023 年到期债务约为 8348 亿元，比 2022 年下降 13.07%。

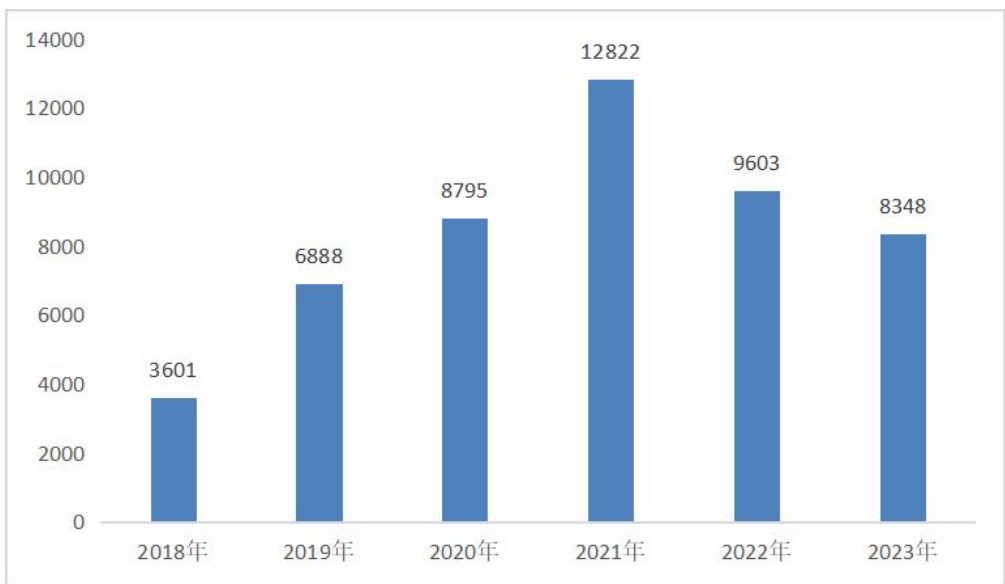


图 3.3 房企按年到期债务规模 (亿元)

数据来源: wind, 贝壳研究院

根据对房地产行业 2018 年至 2021 年债券违约金额的统计, 由图 3.4 所示, 房地产企业债券违约金额持续上升, 2021 年大幅上涨达 175.74%, 相比于 2020 年的 180.44 亿元增加了 2.76 倍。房地产企业在前期大量发行债券, 在 2021 年达到了偿债高峰期。但由于房地产行业的持续低迷, 导致其偿债产生困难, 使得违约金额增长加快。

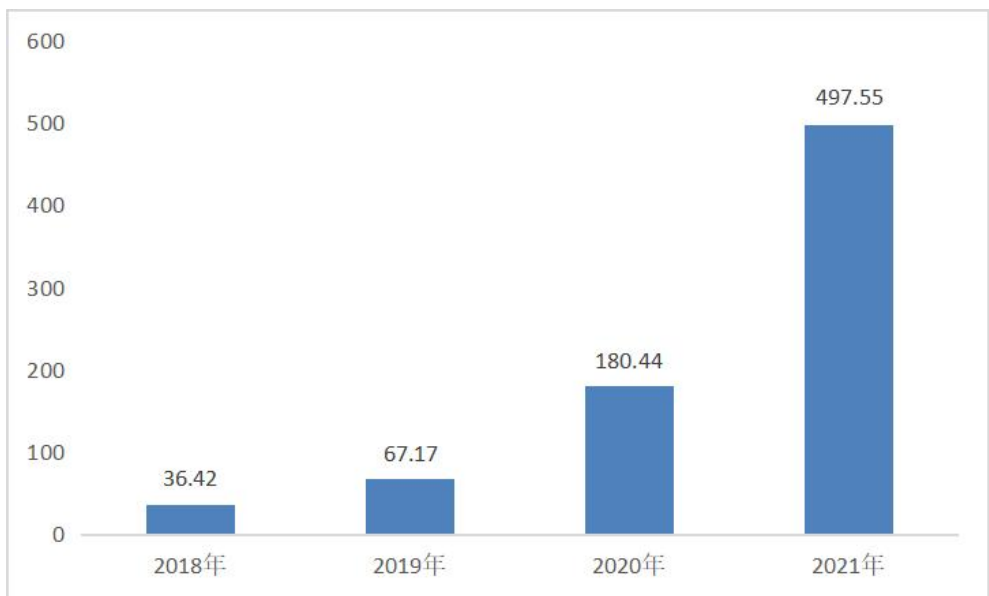


图 3.4 2018 年至 2021 年房地产行业房企债券违约金额 (亿元)

数据来源: 同花顺, CRIC 整理

根据 Wind 的统计，2022 年发生债券违约事件的主要是民营房地产企业。由表 3.2 所示，2020 年至 2022 年首次发生境内外债券违约即首次发生展期的企业持续上升。2021 年增加了 8 家房企，2022 年增加了 13 家房企。由此可见，房地产企业发展状况不佳，存在很大的违约风险。

表 3.2 房地产企业 2020 年至 2022 年信用风险暴露情况

	2020 年	2021 年	2022 年
存量房地产企业数量	201	194	166
信用风险暴露数量	4	12	25

数据来源：Wind 数据库

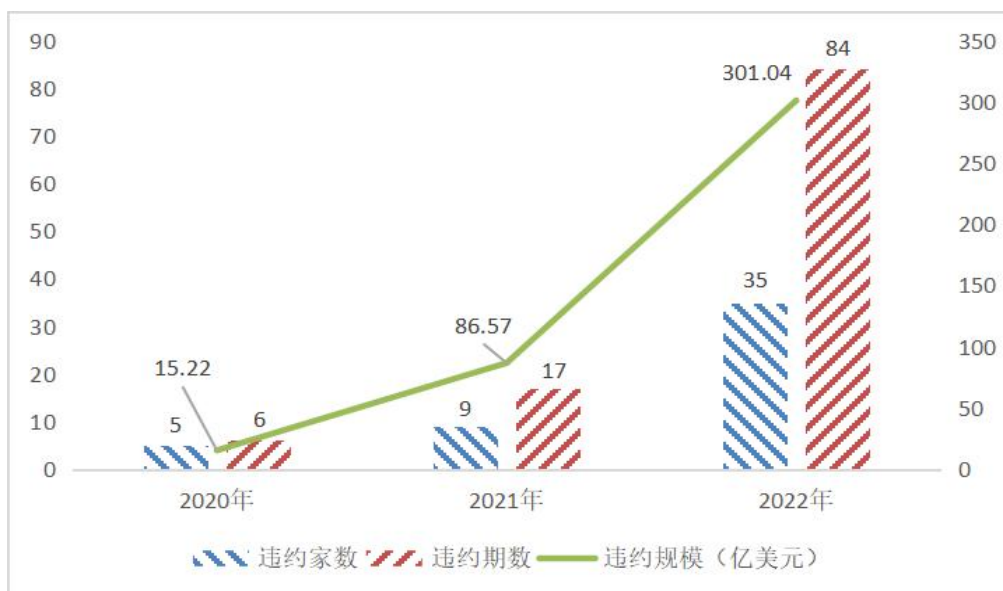


图 3.5 2020 年至 2022 年我国房企美元债违约情况

数据来源：Wind，联合资信整理

由于国家对融资环境的限制，许多房企选择发行境外美元债来获取资金。经济环境不佳，以及房地产行业发展状况低迷，我国房企的美元债违约规模持续上升。由图 3.5 所示，2020 年我国房地产企业境外美元债违约规模为 15.22 亿美元，但到了 2022 年已经上升为 301.04 亿美元，增加了约 19.78 倍。美元债违约期数也在大幅增加，2022 年违约期数达到了 84 期，而 2021 年只有 9 期。由数据可知，我国房地产企业美元债到期数额增多，房企面临着很大的偿债压力。

3.2 恒大集团简介

3.2.1 恒大集团概况

恒大集团前身为恒大地产集团有限公司，成立于 1997 年 2 月，2009 年 11 月 5 日在香港上市，上市代码为 HK03333，是世界 500 强企业。恒大集团起初以房地产行业发家，如今从发展房地产转变到了多元化产业发展。目前恒大集团旗下拥有恒大地产、恒大新能源汽车、恒大物业、恒腾网络、房车宝、恒大童世界、恒大健康、恒大冰泉等八大产业。

3.2.2 恒大集团发展历程

恒大集团经历了 20 多年的发展，现如今已经成为以房地产为主，多元化发展的大型地产综合企业。恒大集团的发展历程可以概况为九个三年计划，如图 3.6 所示：

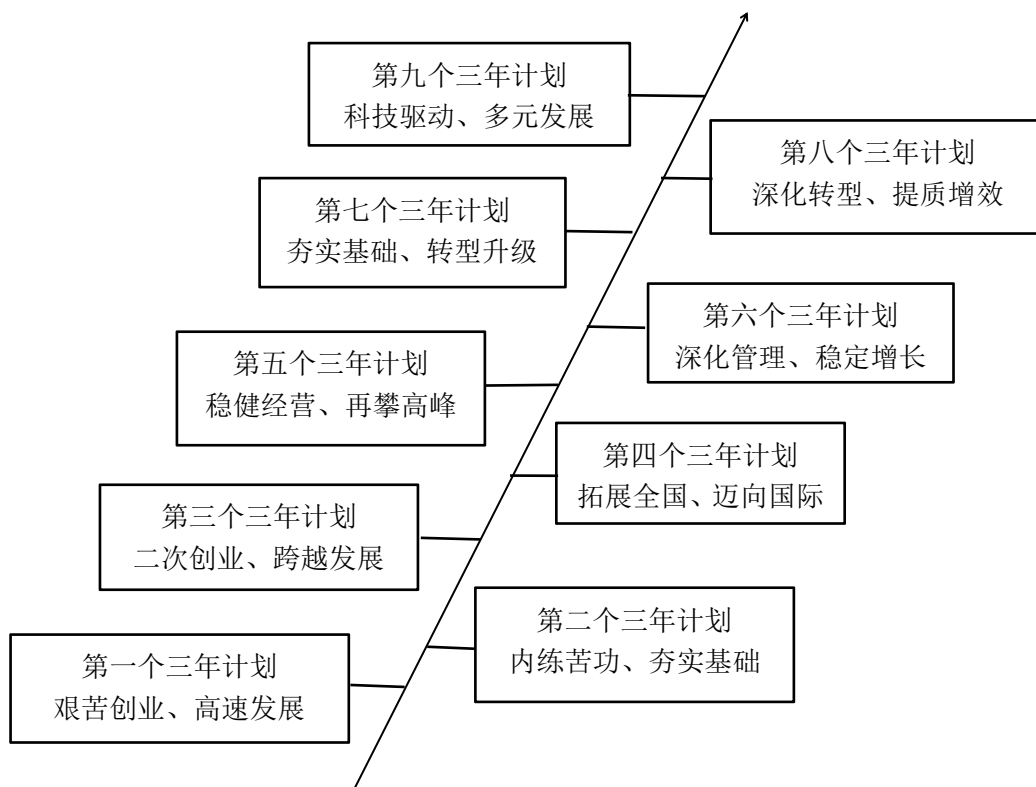


图 3.6 恒大集团九个三年计划

1996年至1999年，恒大集团抢占发展先机，利用低成本小面积的策略获得市场；2000年至2002年，恒大集团夯实基础，继续规范发展，实力增长迅速；2003至2005年，恒大集团确立新的定位，采用统一的运营模式，致力于将产品做新做精；2006年至2008年，恒大集团迅速在全国拓展，市场占有率提升；2009年至2011年，恒大集团在香港上市；2012年至2014年，恒大集团注重企业的效益，进一步完善了管理和人才建设；2015年至2017年，恒大集团提出战略转型，开始多元化发展；2018年至2020年，恒大集团注重提升质量增加效率，继续实施“三低一高”模式；2021至2023年，恒大集团完成了从房地产向多元化产业的转型，并利用数字科技加强企业的发展。

3.2.3 恒大集团发展战略

为了让企业有更好的提升，恒大集团实施了八次重大战略决策，为其指明了发展方向。1997年，恒大集团确定了第一次重大战略决策，确定了企业文化；2004年，恒大集团作出第二次重大战略决策，确保产品品质高价优，为拓展全国奠定基础；2006年，恒大集团作出第三次重大战略决策，公司拓展全国并走向国际；2007年，恒大集团作出第四次重大战略决策，即在港上市；2013年，恒大集团作出第五次重大战略决策，提出提升销售额和土地储备，并解决就业问题的奋斗目标，并提前三年实现；2017年，恒大集团作出第六次重大战略决策，即发展模式和经营模式的转变；2018年，恒大集团作出第七次重大战略决策，坚定不移“三低一高”经营模式；2020年，恒大集团作出第八次重大战略决策，对销售额、土地规模有了更进一步的计划，也将降负债作为新的目标。

3.3 恒大集团发行债券动机

3.3.1 战略转型需要大量融资

我国房地产企业在2015年之前发展势头良好，为了进一步占有市场，房地产企业扩大规模进行激进扩张，导致房价过高。为了控制房地产企业的过快发展，国家在2015年提出“去杠杆”，在2016年提出“房住不炒”来稳定房价，2017年提出对房地产风险进行全面管控。2016年，恒大集团作出第六次重大战略决

策，即将实行战略转型，进行多元化发展。战略转型就意味着需要大量的资金支持，所以需要大量融资。由于政策的管控和融资环境的收紧，在国内发行信用债的难度上升，恒大集团的激进扩张仅靠国内融资已经无法达到需求，又因为境外融资环境相对宽松，发债限制条件少，融资效率高，恒大集团转而发行大量美元债来获取资金。

3.3.2 债务到期加大融资需求

为了实现战略转型和多元化发展，恒大集团选择发行美元债来快速融资。2018年，恒大集团在大力发展房地产的同时，落实了多元化产业发展的目标，即发展新能源汽车行业、旅游业和大健康产业。恒大集团选择的多元化产业前期都需要大量投资，且发展周期长，无法做到及时回款，发展的过程中若存在不确定性，就会面临资金短缺的压力。产业的多元化发展使恒大集团不得不发行大量债券获取资金，以保证良好运转。当债务到期时，恒大集团旗下的产业回报时间长，导致资金出现缺口，拥有的资金无法偿还债务，只好继续加大融资。恒大集团存在借新债换旧债的行为，导致发行大量债券但无法及时偿还，导致了债券违约事件的发生。

3.4 恒大集团债券发行情况

3.4.1 恒大集团境内信用债发行情况

根据企业年报显示，恒大集团累计发行 15 只国内信用债，共计 995 亿元人民币，发行信用债的主要用途是偿还借款或到期债券，以及补充公司营运资金。恒大集团国内信用债发行情况具体如表 3.3 所示：

表 3.3 恒大集团国内信用债发行情况

债券简称	发行日	发行期限	金额 (亿元)	用途
15 恒大 01	2015.06.19	五年	50	偿还金融机构借款、补充公司营运资金
15 恒大 02	2015.07.08	四年	68	偿还金融机构借款、补充公司营运资金
15 恒大 03	2015.07.08	七年	82	偿还金融机构借款、补充公司营运资金

续表 3.3 恒大集团国内信用债发行情况

债券简称	发行日	发行期限	金额 (亿元)	用途
15 恒大 04	2015.10.16	五年	175	偿还金融机构借款和补充流动资金
15 恒大 05	2015.10.16	五年	25	偿还金融机构借款和补充流动资金
16 恒地 01	2016.01.12	四年	100	偿还金融机构借款、补充公司营运资金
16 恒地 02	2016.07.29	三年	42	偿还金融机构借款、补充公司营运资金
19 恒大 01	2019.05.06	四年	150	偿还或回售公司债券、支付债券利息
19 恒大 02	2019.05.06	五年	50	偿还或回售公司债券、支付债券利息
20 恒大 01	2020.01.08	三年	45	偿还到期或者回售公司债券
20 恒大 02	2020.05.26	三年	40	偿还到期或者回售公司债券
20 恒大 03	2020.06.05	三年	25	偿还到期或者回售公司债券
20 恒大 04	2020.09.23	五年	40	偿还到期或者回售公司债券
20 恒大 05	2020.10.19	五年	21	偿还到期或者回售公司债券
21 恒大 01	2021.04.27	五年	82	偿还到期或者回售公司债券

数据来源：恒大年报

由表 3.3 所示，恒大集团 2015 年共发行国内信用债 5 只，共计 400 亿元；2016 年共发行国内信用债 142 亿元；2019 年共发行国内信用债 200 亿元；2020 年共发行国内信用债 171 亿元；2021 年共发行国内信用债 82 亿元。2020 年起，恒大集团发行的国内信用债就是为了偿还到期或回收债券，可见恒大集团债务到期加大了融资需求。

3.4.2 恒大集团境外美元债发行情况

根据企业年报显示，截止 2021 年 3 月 1 日，恒大集团共发行 37 只美元债，发行金额总数为 2241.94 亿元。其中有 20 只美元债已经到期偿还。具体情况如表 3.4 所示：

表 3.4 恒大集团美元债发行情况

发行日	到期日	发行期限	本金总额（亿元）
2010年01月27日	2015年01月28日	五年	51.20
2010年04月13日	2015年04月14日	五年	40.96
2011年01月13日	2014年01月14日	三年	55.50
2011年01月13日	2016年01月14日	五年	37.00
2013年10月31日	2018年11月01日	五年	61.41
2013年11月13日	2018年11月14日	五年	30.71
2015年02月17日	2020年02月18日	五年	61.33
2016年01月11日	2019年01月12日	三年	26.25
2016年01月11日	2019年01月12日	三年	19.69
2017年03月23日	2020年03月24日	三年	34.43
2017年03月23日	2022年03月24日	五年	68.86
2017年03月29日	2024年03月30日	七年	68.86
2017年06月28日	2021年06月29日	四年	40.78
2017年06月28日	2023年06月29日	六年	91.72
2017年06月28日	2025年06月29日	八年	319.21
2018年11月06日	2020年11月07日	两年	38.74
2018年11月19日	2020年11月20日	两年	68.38
2018年11月06日	2022年11月07日	四年	44.19
2018年11月06日	2023年11月07日	五年	40.42
2019年01月25日	2020年07月26日	一年六个月	74.74
2019年01月25日	2021年07月26日	两年六个月	59.45
2019年01月25日	2022年07月26日	三年六个月	69.64
2019年02月21日	2020年08月22日	一年六个月	6.72
2019年03月06日	2021年03月07日	两年	40.23
2019年04月11日	2022年04月12日	三年	97.28
2019年04月11日	2023年04月12日	四年	57.02
2019年04月11日	2024年04月12日	五年	46.96
2019年04月30日	2022年01月31日	两年九个月	20.19

续表 3.4 恒大集团美元债发行情况

发行日	到期日	发行期限	本金总额（亿元）
2019年05月24日	2021年05月25日	两年	73.14
2020年01月22日	2023年01月23日	三年	68.13
2020年01月22日	2024年01月23日	四年	68.13
2020年01月24日	2022年10月25日	两年九个月	136.17
2020年01月24日	2023年10月25日	三年九个月	136.17
2020年2月至3月	2021年2月至3月	一年	27.25
2020年7月至8月	2021年7月至8月	一年	34.95
2021年01月22日	2023年01月23日	两年	20.29
2021年03月01日	2023年01月20日	1.89年	7.12

数据来源：恒大年报



图 3.7 恒大集团美元债发行金额（亿元）

数据来源：恒大年报

由图 3.7 所示，按每年发行美元债数额统计，恒大集团 2010 年共发行美元债 91.16 亿元，2011 年共发行美元债 92.5 亿元，2013 年共发行美元债 92.12 亿元，2015 年共发行美元债 61.33 亿元，2016 年共发行美元债 45.94 亿元，2017 年共发行美元债 623.86 亿元，2018 年共发行美元债 191.73 亿元，2019 年共发行

545.37 亿元，2020 年共发行 470.8 亿元，2021 年上半年共发行 27.41 亿元。恒大集团在 2017 年美元债发行数额激增，是因为当年制定了重大战略决策，决定实行多元化发展，资金需求较大。2016 年国家为了稳定房价，抑制房地产泡沫，制定“房住不炒”的政策，加大了企业融资的监管，使国内融资变得困难。恒大集团为了进一步发展，选择了海外融资，大量发行美元债。

3.5 恒大集团债券违约情况

从恒大集团发行的 15 只国内信用债来看，其中有 6 只已经偿还完毕，剩下的 9 只债券中，15 恒大 03 已经到期但未偿还。2023 年到期的债券为 19 恒大 01、20 恒大 01、20 恒大 02、20 恒大 03，2024 年到期的债券为 19 恒大 02，2025 年到期的债券为 20 恒大 04、20 恒大 05，2026 年到期的债券为 21 恒大 01。这 9 只债券的债项评级都下调为 CC，最新评级展望为负面。2022 年恒大集团国内信用债需偿还 82 亿，2023 年需偿还 260 亿，2024 年需偿还 50 亿，2025 年需偿还 61 亿，2026 年需偿还 82 亿。为争取付息时间和不违约的机会，2022 年 5 月 5 日，恒大集团宣布债券 19 恒大 01 和 19 恒大 02 推迟付息期 6 个月，15 恒大 03、20 恒大 02、20 恒大 04、20 恒大 05 这四只债券已经获得了展期，21 恒大 01 的利息支付时间也将展期一年。

从恒大集团发行的 37 只美元债来看，其中有 20 只已经偿还完毕。在爆出美元债违约消息之后，恒大集团需偿还美元债共计 1360.36 亿元，其中 2022 年、2023 年、2024 年和 2025 年美元债到期金额分别为 436.33 亿元、420.87 亿元、183.95 亿元和 319.21 亿元。恒大集团债券违约情况如表 3.5 所示：

表 3.5 恒大集团债券违约情况

	发行总数（只）	已偿还数（只）	未偿还数（只）	未偿还金额（亿元）
国内信用债	15	6	9	535
境外美元债	37	20	17	1360.36

数据来源：恒大年报

恒大集团在宣布有 2.6 亿美元债到期无法偿还之后，这意味着之后的债券都

无法按期偿还。前期扩张发行了大量债券，如今已到了恒大集团的还债高峰期。然而从目前的情况来看，恒大集团的资金已经枯竭，还债压力很大，恒大集团依旧存在债券违约的可能性。

4 恒大集团债券违约成因及后果分析

4.1 恒大集团债券违约成因分析

4.1.1 经济环境分析

由于当前经济形势存在不确定性,并且2020年至2022年期间新冠疫情的影响,全球经济的发展都有着很大的压力。从整个经济形势来看,新冠疫情导致全球商品供应短缺,有大部分国家采取扩张性财政政策加速了全球的通货膨胀,这些问题在短时间内都无法解决,严重阻碍了全球经济的复苏。从国内形势来看,由于经济下行,多数企业资金紧张,无法正常运营,甚至出现破产的现象;地方偿债压力变大,财政收入增长放缓,债务规模也在进一步增加。由此可见,全球经济出现了疲软的态势。



图 4.1 2017 年至 2022 年国内生产总值及增速变动情况

数据来源:中国统计局 2017 年至 2022 年统计公报

如图 4.1 中 2017 年至 2022 年国内生产总值的变动数据可知,我国国内生产总值在这六年持续增长,但国内生产总值增速先降后升,在 2020 年达到最低。2020 年国内生产总值为 1015986.2 亿元,增速只有 2.30%,但在这一年,只有中

国的经济没有出现负增长，说明疫情给经济的发展带来了非常大的影响，使经济发展过于缓慢。2021年国内生产总值为1143669.7亿元，增速达到8.10%，2022年国内生产总值为1210207亿元，增速达到11.10%。2021年和2022年国内生产总值增速得到回升，这是因为国家推动了制造业的发展。国内高技术制造业保持着较快增长，固定资产投资规模扩大，进出口货物持续增长等原因，使经济得到了一定的恢复。



图 4.2 房产开发投资、商品房销售面积、商品房销售额

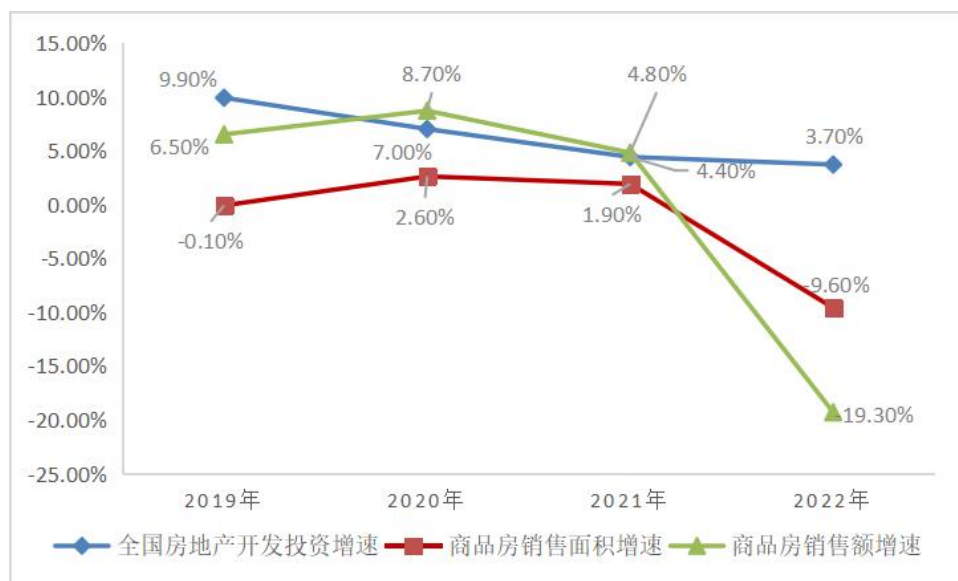


图 4.3 房地产开发投资、商品房销售面积、销售额增速

数据来源：国家统计局

经济环境持续低迷和三年疫情的影响也对房地产行业的发展产生了阻碍。由图 4.2 和图 4.3 所示，2019 年至 2021 年全国房地产开发投资额、商品房销售面积、商品房销售额都在缓慢上升，在 2022 年有所下降。2019 年至 2022 年房地产开发投资增速持续下降，在 2022 年为 3.7%；商品房销售面积增速先升后降，在 2022 年为最低值-9.60%；商品房销售额增速先升后降，2022 年下降速度较快，为-19.30%。以上数值变化可以说明，在疫情爆发之前，房企激进扩张，开发投资额和商品房存量较大，后因经济不景气，导致房地产的发展速度减慢。在经济下行和疫情的影响下，房地产开发投资、商品房销售量和销售金额增速都在下降，说明资金支持变少。大量的商品房不能卖出，房企的投资额无法及时到位，这会导致资金回笼速度慢，在后续的债务偿还和保证运营资金充足上出现问题。

4.1.2 融资环境分析

2008 年全球金融危机爆发后，为了促进经济发展，政府给企业提供资金支持，加上宽松的货币政策，企业发展速度快。房企的市场同样也跟着政策的变动被激活，实体融资需求变大。2010 年，由于房地产行业的发展速度过快，央行实施紧缩的货币政策并收紧信贷额度，同时加强监管，这使得房企融资开始受到限制，发展变得缓慢；2012 年，经济状况因为政策的实施开始回落，为了再次保持经济的增长，国家又实施宽松的货币政策，这使得房企发展回暖；到 2015 年，房地产行业的发展速度再次变得过快，国家对其继续进行管控。由于房企有着高杠杆高收益的特点，国家为了继续加强对融资的监管，在 2015 年提出去杠杆，2016 年为了不把房地产作为经济发展的手段，抑制房价过快上涨，国家提出“房住不炒”来限制房企的过快发展，2018 年国家提出限制房企融资的“三道红线”，2020 年国家全面落实因城施策。在这些政策共同作用下稳定房地产行业的发展。

在国家落实对房地产行业的监管之后，房企融资变得困难。房地产企业都致力于摆脱“三道红线”的束缚，以防止融资难度继续增大。“三道红线”的标准为：剔除预收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。

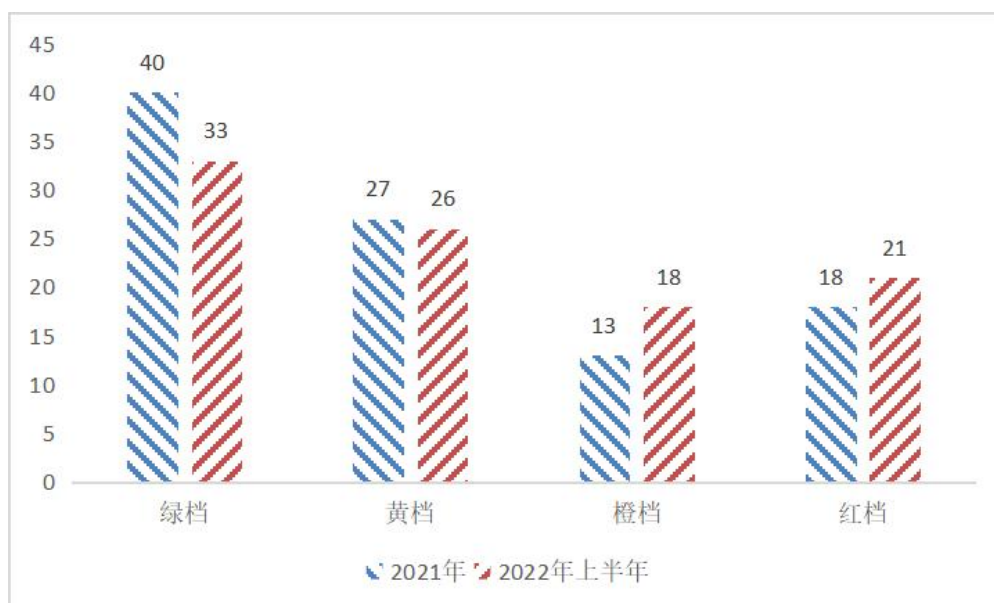


图 4.4 样本房企 2021 年和 2022 年上半年三道红线情况

数据来源：焦点研究院

根据图 4.4 中对 98 家样本房企 2021 年及 2022 年上半年三道红线的统计数据来看，绿档的房企数量减少了 7 家，黄档的房企数量减少 1 家，橙档的房企增加 5 家，红档的房企增加了 3 家。处于红档和橙档的房地产企业数量增加，说明房地产企业的负债较高，红档不得新增有息债务，橙档负债年增长率不得超过 5%。企业在缺少资金时需要大量融资，而负债过高时“三道红线”又限制其融资，这很容易出现资金链断裂的问题，从而引发违约。处于红档的房企是最危险的，后续将面临更严格的监管，融资难度也比处于其他档位的房企更大。

表 4.1 恒大集团三道红线情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	红线
剔除预收款后的资产负债率	83.34%	83.79%	81.79%	82.74%	83.43%	>70%
净负债率	174.85%	239.72%	176.19%	181.25%	159.17%	>100%
现金短债比	0.98	0.43	0.41	0.40	0.47	<1
过线数	3	3	3	3	3	

数据来源：恒大年报、KDF 研究组整理

由表 4.1 所示, 2016 年至 2020 年, 恒大集团三道红线都踩中, 处于红档。按照规定, 处于红档不能有新增的有息负债, 这说明恒大集团的融资会变得非常困难, 也意味着监管机构将对起有更严格的监管。恒大集团的后续资金将出现问题。

4.1.3 经营状况分析

(1) 战略规划出现偏差

2016 年, 为了控制房地产行业发展过快, 防止房价过度上涨, 国家提出“房住不炒”这一政策来加强对房地产行业的管控。然而, 在刚开始提出这个政策时, 房地产行业正处于高速发展时期, 发展势头良好, 因此房企并没有重视国家提出的政策将带来的限制, 转而选择继续大规模扩张。恒大集团也与其他房企选择相同, 继续大规模扩张。恒大集团在国家出台“房住不炒”这一政策之后, 2017 年提出战略转型, 在快速发展房地产的同时, 进行多元化发展, 拓展到其他领域。恒大集团旗下的产业变得广泛, 涉及到体育、文化、互联网、汽车等, 这些产业都有共同特点, 即规模大、投入资金多、发展周期长、回款慢。在融资环境收紧、国家政策的作用下, 房企在境内融资变得困难, 资金变得紧张, 恒大集团为了获取大量资金, 转而发行境外美元债。多个产业的扩张投入, 使恒大集团的资金链产生了问题, 导致资金短缺, 无法偿还债务, 因此发生了债券违约事件。

(2) 存在大量的并购项目

恒大集团在 2017 年提出战略转型后, 经营状况应该变得更好, 但是由于前期存在并购的大量资产和项目, 导致恒大集团在销售额上涨的同时, 负债也在大幅增加, 使新的经营模式效果欠佳。根据恒大集团年报显示, 2014 年收购粮油生产公司、奶制品生产公司、酒店经营公司, 总金额为 10.91 亿元; 2015 年收购高原国际、三江航天房地产开发、新传媒集团、济南华府置业、马斯葛集团及其他若干物业发展公司等, 总金额为 245.93 亿元; 2016 年收购新世界、周大福、香港物业投资公司及若干物业发展公司, 总金额为 634.39 亿元; 2017 年收购若干物业及房地产开发公司, 总金额为 224.09 亿元。恒大集团在战略转型之前, 集中在 2014 至 2016 年进行大量收购, 共计 891.23 亿元。

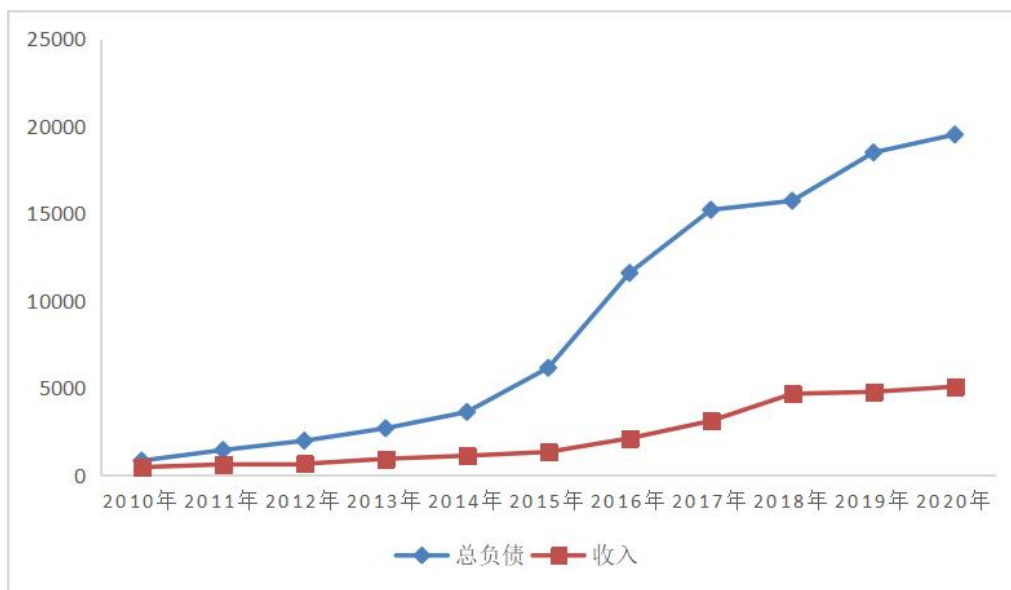


图 4.5 恒大集团 2010 年至 2020 年负债及收入变动情况

数据来源：恒大年报

恒大集团的收购花费了大量的资金，而且收购的多为周期长回款慢的项目。2017 年以后房地产行业开始严管，恒大集团在获取资金不畅的同时，又存在前期收购项目太多无法及时回款的问题，这使得恒大集团的资金变得更加紧张，为之后的债券违约事件埋下了伏笔。由图 4.5 中恒大集团 2010 年至 2020 年负债与收入变化趋势可知，恒大集团的销售额在持续增长的同时，负债也在持续增加，尤其从 2014 年至 2017 年这段时间，负债增长幅度变大。恒大集团的大量并购项目给发展带来了负担。

（3）市场购买力降低

当房市发展利好的时候，本着买房投资的想法，购房者会比较多，这会使商品房销售量上升，企业的资金变得充足。而如今，由于经济形势不佳，再加上对房地产市场的管控的影响，购房者不再将买房作为投资的手段，并且购房的欲望降低，使得购买力变低。国家大量保障租赁住房供应，也使商品房销售面积减少。房市的萧条，使房企资金回笼变得缓慢，前期购地建楼垫的资金如今无法及时收回，会导致资金周转出现问题。

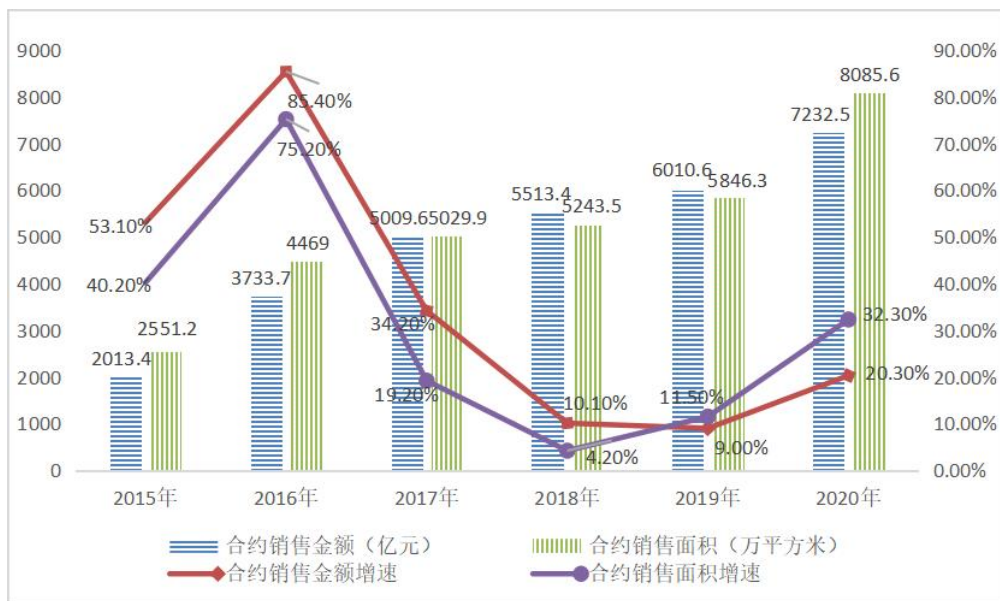


图 4.6 2015 年至 2020 年恒大集团合约销售金额、合约销售面积及增速¹

数据来源：恒大年报

由图 4.6 可知，恒大集团商品房合约销售金额及合约销售面积在 2015 年至 2020 年总体呈上升趋势，销售面积和销售金额在 2016 年增速变大，2017 年至 2019 年都呈下降趋势，2020 年又有了回升。出现这种情况是因为在 2016 年国家对于房地产进行监管之前，房市发展态势良好，购房者看好房地产行业的发展前景，存在房产投资及“买涨不买跌”的想法，使得商品房销售面积和销售金额增速变快。2017 年之后增速下降，是因为管控房地产发展政策的实施带来了影响，房市发展变缓，购房者的商品房购买欲望下降。房地产行业的发展特性是前期需要垫付大量资金，但从商品房销售情况可以体现出，2016 年之后恒大集团的商品房销售缓慢，资金回收慢，导致出现资金流不足的问题，因此发生债券违约事件。

(4) 资产变现能力不足

根据年报显示，从资产结构来看，恒大集团的资产主要包括土地储备、现金及应收账款、投资物业和股权投资，其中土地储备包括开发中物业、存货和持作出售竣工物业，土地储备是恒大集团资产占比最大的。具体占比情况表 4.2 和图 4.7 所示：

¹ 注：恒大集团在 2021 年年底爆出债券违约事件后，2021 年和 2022 年年报暂未出，因此对其分析用 2021 年 6 月以前的数据，下文同。

表 4.2 恒大集团资产结构（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
土地储备	3850.39	6588.57	9536.47	10937.73	13280.35	14067.39
现金及应收账款	1247.98	2748.54	2727.90	2525.05	2937.62	3004.58
投资物业	971.46	1320.45	1519.50	1623.22	1625.56	1658.50
股权投资	85.80	243.74	303.76	670.46	878.11	922.70
总资产	7570.35	13508.68	17617.52	18800.28	22065.77	19653.17

数据来源：恒大年报

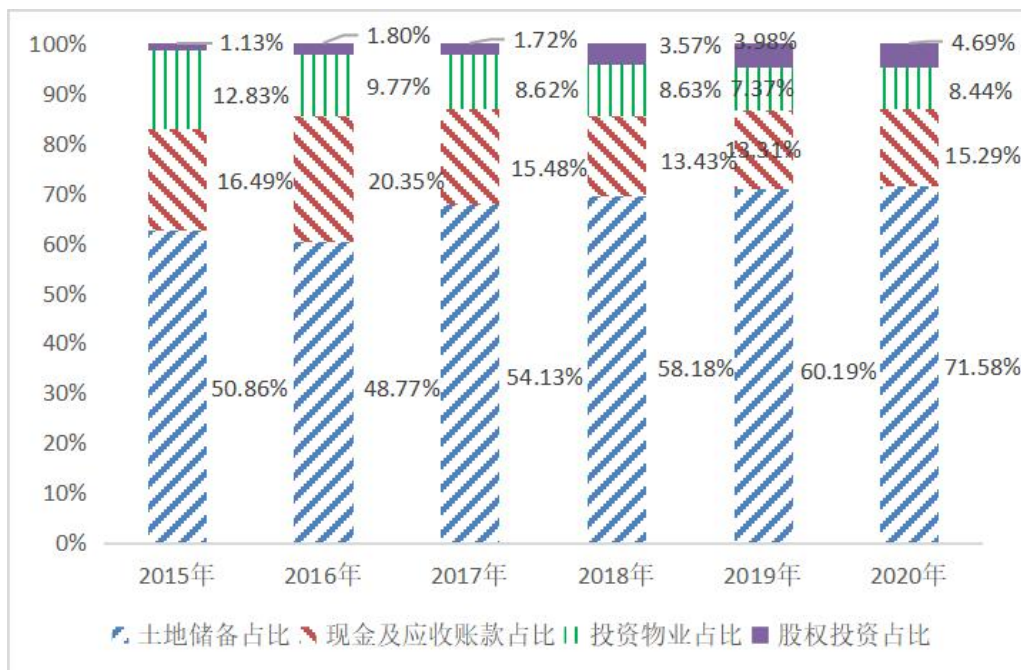


图 4.7 恒大集团资产结构占比

数据来源：恒大年报

根据 2015 年至 2020 年的数据，恒大集团的土地储备占比上升，2020 年达到 71.58%。恒大集团在激进扩张时拿了大量的土地，且商品房库存数量多。在国家政策及监管的影响下，房地产发展态势变缓，再加上疫情的影响，恒大集团手中的土地和商品房成为负担，资金变现能力不足导致周转产生问题，从而引起债券违约。在债券违约事件之后，恒大集团的信誉受到影响，资产的变现能力会进一步下降。

4.1.4 财务状况分析

(1) 偿债能力分析

企业偿债能力的好坏关系到其能否健康生存和发展,也能直接体现企业出现债券违约事件后将面临风险的程度。根据表 4.3 中 2016 年至 2020 年的短期偿债能力指标,恒大集团的流动比率从 1.518 下降到 1.264,只在 2019 年有轻微上升;速动比率从 0.730 下降到 0.429,呈逐年下降趋势;现金比率从 0.276 下降到 0.107,呈逐年下降趋势;现金流量比率除了 2019 年有下降以外呈波动上升趋势。

表 4.3 短期偿债能力指标

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率	1.518	1.404	1.359	1.368	1.264
速动比率	0.730	0.619	0.521	0.480	0.429
现金比率	0.276	0.145	0.112	0.111	0.107
现金流量比率	-0.080	-0.139	0.047	-0.050	0.073

数据来源:恒大年报

一般来说,当企业将流动比率维持在 2、速动比率维持在 1、现金比率保持在 0.2 以上比较合适,现金流量比率越高,说明企业偿还债务能力越强。而根据短期偿债能力相关指标显示,恒大集团的流动比率只维持在 1.3 左右,速动比率只维持在 0.5 左右,现金比率除了 2016 年超过 0.2 以外,后四年只维持在 0.11 左右。现金流量比率也很低,2016 年、2017 年和 2019 年都为负数。由此可见,恒大集团的短期偿债能力很弱,拥有的现金不足以偿还到期的债务,容易陷入债务危机。

从恒大集团的长期偿债能力相关指标来看,由表 4.4 所示,2016 年至 2020 年恒大集团的资产负债率都超过 83%,资产负债率较高。权益乘数呈波动变化,总体呈下降趋势,在 2016 至 2018 年先升后降,2018 年之后上升,数值在 2017 年达到了最高值 7.274,在 2018 年为最低值 6.092。产权比率与权益乘数变动趋势相同,这五年也在 2017 年达到最高值,在 2018 年达到最低值。利息保障倍数在 2016 年至 2018 年呈上升趋势,2018 年至 2019 年下降速度快,2019 年至 2020

年有缓慢上升。

表 4.4 长期偿债能力指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产负债率	0.857	0.863	0.836	0.838	0.848
权益乘数	7.016	7.274	6.092	6.154	6.567
产权比率	6.016	6.274	5.092	5.154	5.567
利息保障倍数	5.98	10.12	16.67	4.84	5.18

数据来源：恒大年报

由于房地产行业有着高负债高杠杆的特点，其资产负债率应保持在 60%至 70%之间较合适。而根据长期偿债能力指标显示，恒大集团的资产负债率远高于这个水平，这说明恒大集团资金需求量大，因此需要发行大量债券进行融资。资产负债率高会导致恒大集团的偿债能力较弱，财务风险较大，在后期可能导致资不抵债。权益乘数一般在 2-3 比较合适，而恒大集团的权益乘数超过了 6，这表明恒大集团负债程度较高。产权比率最理想的数值为 1，而恒大集团的产权比率在 2016 年至 2020 年最高达到了 6.274，最低为 5.092，也远超出理想值，说明恒大集团偿债能力弱。利息保障倍数衡量企业支付利息的能力，利息保障倍数应保持在 5 倍以上。恒大集团在 2017 年和 2018 年的利息保障倍数很高，说明这两年资金充足，这是因为恒大集团在进行大规模扩张，在这期间进行了大量融资。而 2019 年和 2020 年的利息保障倍数下降，说明在这两年恒大集团由于前期扩张进行大量融资，而后期因为政策、经济大环境及疫情的影响，房地产企业发展不利，恒大集团的偿债能力变弱。

表 4.5 有息债务期限结构（亿元）

	1 年内	1 至 2 年	2 至 5 年	5 年以上	总计
2016 年	2029.06	1612.47	1587.2	121.97	5350.7
	37.92%	30.14%	29.66%	2.28%	100%
2017 年	3563.81	1848.75	1455.19	458.5	7326.25
	48.64%	25.23%	19.86%	6.26%	100%

续表 4.5 有息债务期限结构 (亿元)

	1 年内	1 至 2 年	2 至 5 年	5 年以上	总计
2018 年	3182.85	1814.54	1280.47	453.56	6731.42
	47.28%	26.96%	19.02%	6.74%	100%
2019 年	3721.69	2064.86	1834.57	377.83	7998.95
	46.53%	25.81%	22.94%	4.72%	100%
2020 年	3354.77	1666.13	2035.24	109.18	7165.32
	46.82%	23.25%	28.40%	1.52%	100%

数据来源：恒大年报

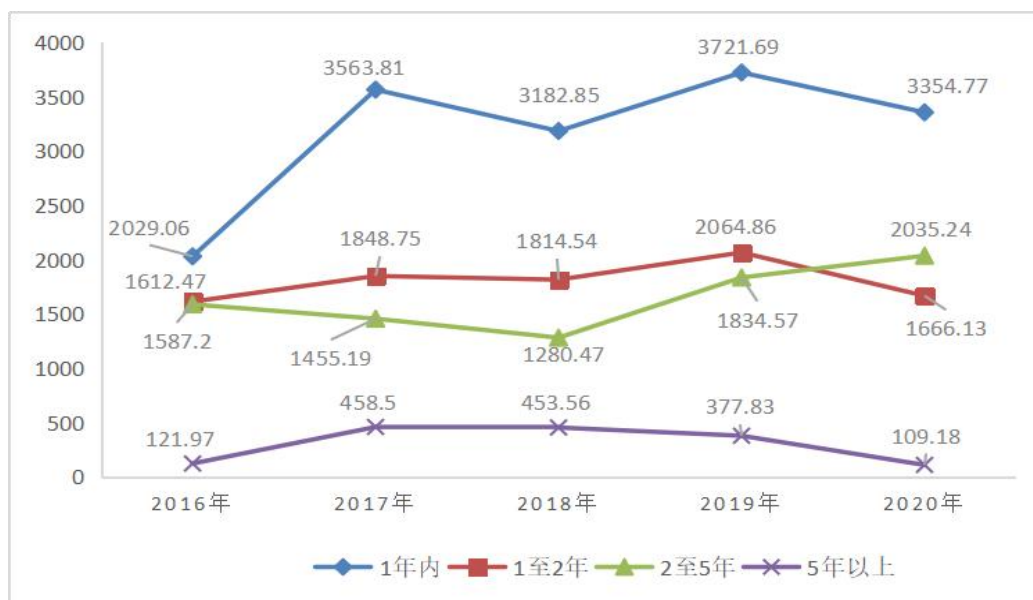


图 4.8 有息债务期限结构变化趋势

数据来源：恒大年报

根据企业年报显示，恒大集团长期有息债务包括优先票据、中国企业债券、银行借款及可转股债券，短期有息负债包括银行及其他借款。从表 4.5 及图 4.8 中有息债务期限结构来看，恒大集团 1 年内到期的有息负债在 50% 以内，1 至 2 年到期的有息负债在 25% 左右，2 至 5 年到期的有息负债在 30% 以内。恒大集团两年内到期的有息负债占比达到 72%，其占比数额大，可见恒大集团有很大的偿债压力。

(2) 盈利能力分析

盈利能力表示企业赚取利润的能力。从表 4.6 及图 4.9 中恒大集团的盈利能力指标来看，2016 年至 2018 年销售毛利率、销售净利率、总资产净利率、净资产净利率都有所上升，2018 年之后都有所下降。

表 4.6 盈利能力指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售毛利率	28.10%	36.09%	36.24%	27.84%	24.17%
销售净利率	8.33%	11.91%	14.27%	7.02%	6.19%
总资产净利率	1.67%	2.38%	3.65%	1.64%	1.39%
净资产收益率	10.53%	17.04%	24.16%	10.06%	8.86%

数据来源：恒大年报



图 4.9 盈利能力指标变化情况

数据来源：恒大年报

与行业均值相比，房地产行业销售毛利率的平均水平为 28.4%，2017 年和 2018 年恒大集团的销售毛利率高于行业均值，说明其市场竞争力比较强，在 2019 年和 2020 年竞争力逐渐下降。出现这种情况是因为 2017 年恒大集团战略转型，进行多元化发展，增加了市场的竞争力，2018 年以后由于房地产的管控和疫情

的影响，恒大集团产业发展的不顺利，导致市场竞争力下降。销售净利率表示企业获取收入的能力。2016年至2018年，恒大集团的销售净利率持续增长，在2018年达到了14.27%，说明该时期公司的财务情况较好，运营能力较强；2018年至2020年恒大集团的销售净利率呈持续下降趋势，且2019年下降的速度比较快，说明财务情况出现问题，运营能力变弱。总资产净利率反映的是公司的盈利能力，2016年至2020年，恒大集团的总资产净利率先上升后下降，在2018年达到了最高值，资产利用效率最高，2018年以后资产利用效率逐渐变低。恒大集团的净资产收益率在2018年达到了最高值，说明在2018年股东的权益最大，投资收益最多，2016年至2018年盈利能力稳步上升，而在之后由于恒大集团发展缓慢，投资收益也变少。相比于其他房地产企业，恒大集团喜欢分红，对股东的回报高，这意味着经营成果并没有留在企业中，在负债不断增加的时候，利润不断分出，这给恒大集团增加了许多困难。

（3）营运能力分析

企业的营运能力表示其经营运行的能力。由表4.7所示，恒大集团2016年至2020年的应收账款周转率呈先降后升的趋势，在2017年达到最低值为3.21，2020年达到最高值为12.46。存货周转率一直保持在0.3左右，呈波动状态。总资产周转率先升后降，在2018年达到最高值为0.26。

表 4.7 营运能力指标

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
应收账款周转率（次/年）	4.89	3.21	3.74	5.59	12.46
存货周转率（次/年）	0.33	0.28	0.32	0.31	0.32
总资产周转率（次/年）	0.20	0.20	0.26	0.23	0.23

数据来源：恒大年报

将表4.8中恒大集团的营运能力指标与行业数据进行对比可知，2016年至2019年恒大集团的应收账款周转率都低于行业均值，2020年应收账款周转率与行业均值基本持平；存货周转率在2016年至2020年与行业均值基本保持一致；总资产周转率在2016年和2017年低于行业均值，在2018年超过行业均值，2019年和2020年与行业均值基本保持一致。

表 4.8 营运能力指标与行业对比表

	应收账款周转率（次/年）		存货周转率（次/年）		总资产周转率（次/年）	
	恒大集团	行业数据	恒大集团	行业数据	恒大集团	行业数据
2016 年	4.89	22.24	0.33	0.35	0.20	0.28
2017 年	3.21	17.05	0.28	0.30	0.20	0.24
2018 年	3.74	15.09	0.32	0.28	0.26	0.23
2019 年	5.59	13.55	0.31	0.29	0.23	0.23
2020 年	12.46	12.36	0.32	0.30	0.23	0.22

数据来源：同花顺，前瞻产业研究院

根据表 4.8 中应收账款周转率数值的变化，这说明 2020 年之前恒大集团存在大量应收账款，导致资金周转出现问题，到 2020 年应收账款回款速度增加。存货周转率与行业数据基本持平，这说明国家推行的降库存得到了一定的效果。2018 年恒大集团总资产周转率高于行业水平，说明恒大集团当年销量能力强，之后受到多方面因素的影响，其商品房销售量下降，赚取利润的能力降低，资金周转出现问题，导致债券到期时无法偿还，从而出现债券违约的现象。

表 4.9 应收账款占营业收入比重

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
应收款项总额（亿元）	857.76	1251.34	1291.70	1500.38	1489.55
即期应收账款（亿元）	764.34	1207.82	1231.41	1437.06	1417.06
营业收入（亿元）	2114.44	3110.22	4661.96	4775.61	5072.48
即期应收账款占比	36.15%	38.83%	26.41%	30.10%	27.94%

数据来源：恒大年报

表 4.10 应收贸易账款账龄

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
90 天以内	43.44	65.00	223.39	416.56	406.55
90 天以上及 180 天以内	35.73	40.39	30.23	49.28	19.91
180 天以上及 365 天以内	62.36	44.77	41.93	38.18	36.00
365 天以上	108.33	123.90	78.58	10.65	3.60
合计	249.86	274.06	374.13	514.67	466.06

数据来源：恒大年报

恒大集团存在大量的应收账款，这使得运营资金不足，使其容易出现资金短缺的问题。根据表 4.9 可知，恒大集团即期应收账款占比高，说明总体上资金回款慢。恒大集团应收贸易账款主要来自销售物业及向客户提供服务的款项，根据表 4.10 账龄分析，90 天以内的应收账款增幅大，2019 年 1 年以内应收贸易账款占比达 97.93%，2020 年 1 年内应收贸易账款占比达 99.23%。说明恒大集团应收账款回收率低，在企业资金产生问题时，应收账款不能及时收回就会影响企业的发展。

(4) 现金流分析

现金流的好坏可以决定企业的兴衰存亡。由表 4.11 及图 4.10 所示，2016 年至 2020 年，恒大集团的经营活动现金净额波动上升，只有 2018 年和 2020 年为正，2016 年、2017 年和 2019 年都为负。投资活动现金净额在 2016 年至 2020 年呈上升趋势且都为负值。融资活动现金净额在 2016 年至 2020 年总体呈下降趋势，只有 2019 年有所上升，其他年份都在下降，也为负值。

表 4.11 现金流量表

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金净额（亿元）	-586.10	-1509.73	547.49	-673.57	1100.63
投资活动现金净额（亿元）	-1195.59	-474.82	-603.63	-553.08	-241.28
融资活动现金净额（亿元）	2730.79	1529.13	-176.51	1431.63	-768.85

数据来源：恒大年报

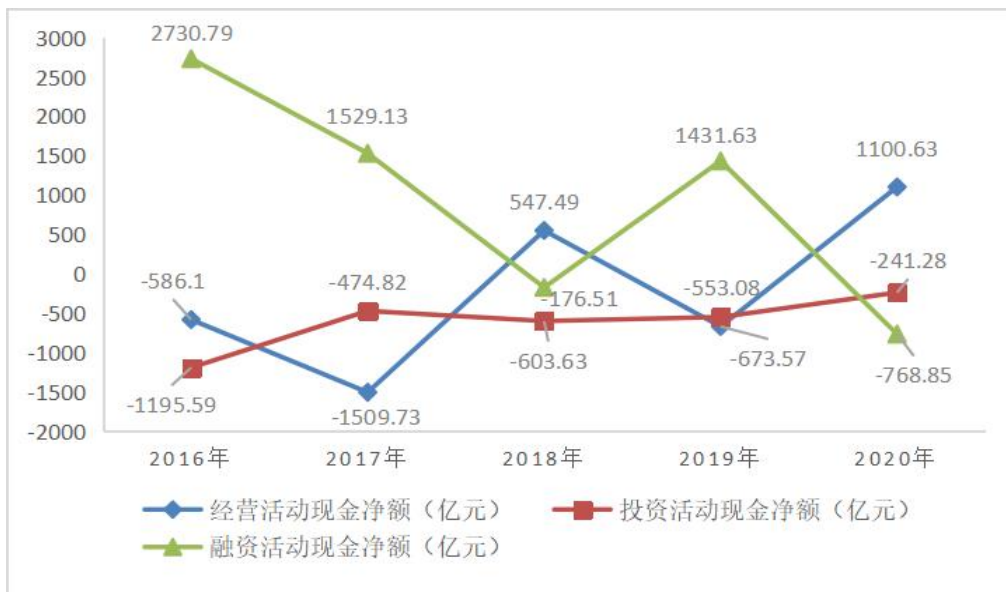


图 4.10 现金流相关指标变化情况

经营活动现金净额可以反映企业获利变现的能力，恒大集团经营活动现金净额呈波动上升，说明存在库存积压和现金流不足的问题。投资活动现金净额一直为负值，说明恒大集团一直在扩张，投入了大量资金，导致现金流入量与流出量无法持平，这对现金流会产生影响，会产生资金断裂的问题，引发财务危机。2018年和2020年融资活动现金净额为负，说明这两年资金流入量小于偿还债务、分配股利的金额，这也会引发资金链断裂，说明恒大集团的资金链很脆弱。

4.2 恒大集团债券违约后果分析

4.2.1 对发债主体

(1) 恒大集团面临财务困境

债券违约事件的发生并不是一时造成的，是企业长时间积累的结果。恒大集团在2021年底爆出债券违约事件，表明在这之前，恒大集团就已经存在违约的风险。若违约风险过高，就会面临经营困难的问题，从而陷入财务危机。

Altman在1968年对美国破产和非破产企业进行研究后建立了5变量Z-score模型，该模型可以分析企业的运行情况和破产情况。通过恒大集团2016年至2020年的相关数据建立Z-score模型分析恒大集团的违约风险，评估企业陷入财务危

机的概率。

Altman 建立的破产指数模型为： $Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.99X_5$ 。其中， $X_1=(\text{流动资产}-\text{流动负债})/\text{总资产}$ ， $X_2=\text{留存收益}/\text{总资产}$ ， $X_3=\text{息税前利润}/\text{总资产}$ ， $X_4=\text{股权市值}/\text{总负债}$ ， $X_5=\text{销售收入}/\text{总资产}$ 。相关财务数据如表 4.12 所示：

表 4.12 2016 至 2020 年恒大集团基本财务数据（亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动资产	11136.35	15229.47	15757.51	18468.14	19049.34
总资产	13508.68	17617.52	18800.28	22065.77	23011.59
流动负债	7333.94	10848.55	11594.56	13500.35	15072.53
总负债	11583.36	15195.44	15714.02	18480.40	19507.28
留存收益	384.95	562.10	657.92	779.92	494.80
息税前利润	473.05	1009.59	1530.74	1020.26	954.33
销售收入	2114.44	3110.22	4661.96	4775.61	5072.48
股权市值	442.40	1147.72	1329.95	1457.00	1469.01

数据来源：恒大年报

表 4.13 2016 至 2020 年恒大集团 Z 值计算结果

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
X1	0.2815	0.2487	0.2214	0.2251	0.1728
X2	0.0285	0.0319	0.0350	0.0353	0.0215
X3	0.0350	0.0573	0.0814	0.0462	0.0415
X4	0.0382	0.0755	0.0846	0.0788	0.0753
X5	0.1565	0.1765	0.2480	0.2164	0.2204
Z 值	0.6711	0.7523	0.8797	0.7338	0.6378

在指数模型中， X_1 反映企业资产的变现能力和规模特征， X_1 越小，企业资产的变现能力越低。由表 4.13 中的数据可知， X_1 持续减少，说明恒大集团的资金周转出现了问题，出现了短期偿债危机。 X_2 表示企业积累的利润，该指标数值越大，企业支付股利的剩余能力越强，违约风险越小，恒大集团 X_2 的值维持

在 0.02-0.03，数值过小，说明违约风险大。X3 表示企业获利能力，该值越高，企业经营管理水平越高，获利能力越强，恒大集团 X3 的值在 2016 年至 2020 年先增后减，在 2018 年达到了最大值，但总体来说值偏小，说明获利能力低。X4 表示企业价值在资不抵债前可下降的程度，该值越小，企业杠杆水平越高，风险越大，恒大集团的 X4 同样在 2016 年至 2020 年先增后减，但最大值不超过 0.09，说明风险较大。X5 表示营运能力，该值越低，说明经营成果差，获利能力低，恒大集团的 X5 同样数值很低，五年内最大值不超过 0.25。

根据对 Z 值的判断，当 $Z < 1.81$ 时，公司财务状况比较差，债券违约风险较高；当 $1.81 \leq Z \leq 2.675$ 时，公司财务状况极其不稳定； $Z > 2.675$ 时，企业财务状况良好，违约风险较低。根据 2016 年至 2020 年的数据，恒大集团的 Z 值都小于 1，说明经营状况不佳，财务风险很高，很容易产生违约风险。从 2018 年开始，恒大集团的 Z 值一直在下降，说明经营状况一直在走下坡路，从而导致资金链断裂，在 2021 年底出现了债券违约事件。由此可见，恒大集团面临着经营困境。

(2) 融资渠道收紧

恒大集团发生债券违约事件，意味着陷入了财务危机，渡过财务危机就要获得大量资金。目前，恒大集团主要获得资金的方式就是发行境外美元债券、发行国内企业债和银行借款。

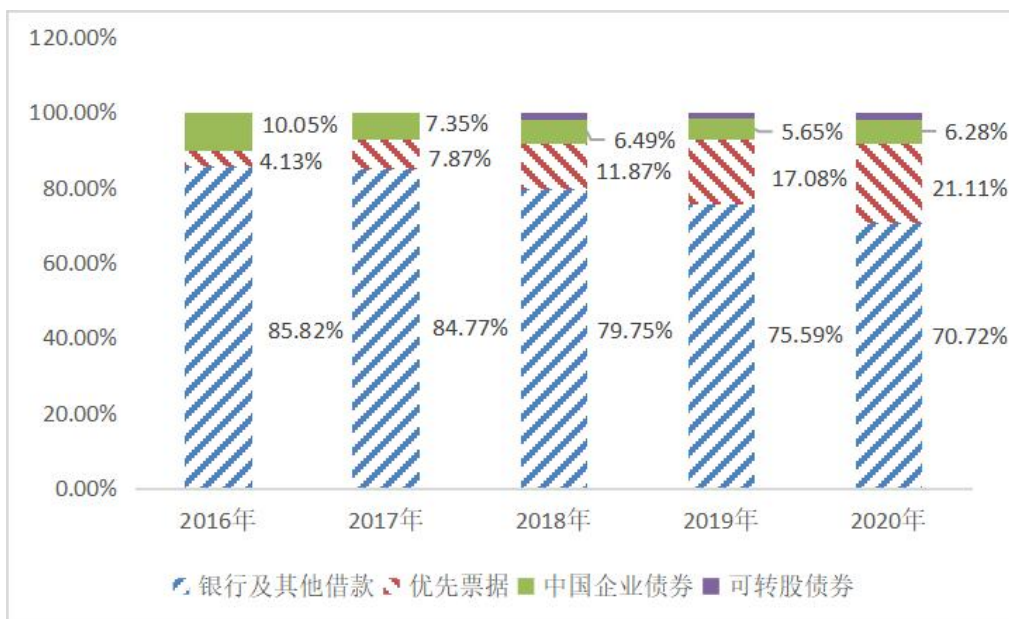


图 4.11 2016 年至 2020 年恒大集团主要融资渠道

由图 4.11 可知，银行是恒大集团获取资金的主要渠道，2016 年银行及其他借款占比达 85.82%，在之后持续下降；中国企业债券比例在 2016 年至 2019 年持续下降，在 2020 年有所回升；优先票据占比从 2016 年至 2020 年持续增加。出现这种情况是因为国家对房地产企业的管控，融资渠道变窄，银行贷款的门槛变高。恒大集团在 2017 年为了获取大量资金转而发行美元债。然而，在发布违约消息后，恒大集团要想再获得美元债融资就变得困难。美元债市场更看重企业的信用问题，因此恒大集团在资金短缺的情况下依然优先选择偿还美元债，在保证自己利益的同时还要注重中国企业在美元债市场上的信用，以防造成美元债融资难的后果。

（3）外部评级下调

由于房地产企业美元债违约事件频发，评级机构对房地产业的发展抱有悲观的预期。债券违约导致恒大集团的债券外部评级下调。评级机构将评级下调主要原因是因为房企融资渠道收紧。融资渠道收紧导致房企资金不到位，房企将面临流动性风险，还会出现债务到期无法按时偿还，引发债务违约。

信用评级的高低会影响房企的发展，当信用评级高时，房企会更容易得到融资；而当信用评级低时，房企的融资会增加困难，对后续发展带来不利。当房企没有足够的或其他充分的信息来支持维持评级时，就会选择撤销评级，否则发生债券违约事件的企业会不断降低评级，这对企业来说会产生更大的损害，会导致企业进入恶性循环。在债券违约事件的影响下，恒大集团的债券评级连续下降，直到其撤销评级。撤销评级对恒大集团来说也是一种保护，避免了恒大集团因为评级下降带来更大的伤害，导致企业陷入更深的困境。

4.2.2 对短期市场

恒大集团债券违约事件会引起短期市场的波动，使股价发生变化。在这里运用事件研究法分析恒大集团债券违约给短期市场带来的影响。事件研究法以研究影响股价变化的此事件为中心，并存在假设：在研究窗口期内，除了研究的该事件以外，没有其他事件对其研究结果产生影响；超额收益率可以用来衡量事件的影响。

（1）选取事件日：恒大集团在 2021 年 12 月 3 日发布公告称出现实质性违

约事件，因此选择这一天作为事件日进行短期市场反应分析， $T=0$ 。

(2) 选取窗口期：将窗口期设为恒大集团发布美元债债券实质性违约公告并影响股价的时间段。由于在事发之前，投资者可能会感受到并及时作出反应，选取发布公告前后十个交易日为窗口期，即 2021 年 11 月 19 日至 12 月 17 日， $T=[-10,10]$ 。

(3) 选择估计期：选取估计期为窗口期前 150 天，即 2021 年 6 月 27 日至 2021 年 11 月 23 日， $T=[-161,-11]$ 。

(4) 计算正常收益和预期收益：正常收益率是指没有发生债券违约时的预期收益。首先获取数据，得到估计期即恒大集团在 2021 年 6 月 27 日至 2021 年 11 月 23 日的每日股票收盘价和香港恒生指数的每日收盘指数，并计算股票的正常收益率和市场指数的收益率。然后假定市场收益与证券收益之间存在稳定的线性关系，根据已经计算得到的估计期内资产收益率和市场指数收益率的值进行线性相关回归，得到预期收益率方程 $R'_{it}=-0.0076+2.0329R_{mt}$ ，然后计算得出窗口期内的预计收益率。

(5) 计算超额收益 (AR) 和累计超额收益 (CAR)，其中：

$AR_{it}=R_{it}-R'_{it}$ ，即超额收益率=事件窗口的实际收益率-预期收益率

$CAR_{it} = \sum_{t=-j}^{t=j} AR_{it}$ ，即个股在 $[-j,j]$ 个交易日的累计超额收益率

通过计算得出表 4.14 中的数据：

表 4.14 恒大集团 AR、CAR

日期	窗口期	恒大收益率 R_{it}	市场指数收益率 R_{mt}	预计收益率 R'_{it}	超额收益 AR	累计超额收益 CAR
2021/11/19	-10	0.0530	-0.0107	-0.0294	0.0824	0.0824
2021/11/22	-9	-0.0108	-0.0039	-0.0155	0.0047	0.0871
2021/11/23	-8	0.0655	-0.0120	-0.0320	0.0975	0.1846
2021/11/24	-7	-0.0512	0.0014	-0.0048	-0.0464	0.1382
2021/11/25	-6	0.0036	0.0022	-0.0031	0.0067	0.1449
2021/11/26	-5	-0.1039	-0.0267	-0.0619	-0.0420	0.1029
2021/11/29	-4	-0.0880	-0.0095	-0.0269	-0.0611	0.0418
2021/11/30	-3	0.0044	-0.0158	-0.0397	0.0441	0.0859

日期	窗口期	恒大收益率 R_{it}	市场指数收益率 R_{mt}	预计收益率 R'_{it}	超额收益 AR	累计超额收益 CAR
2021/12/1	-2	-0.0393	0.0078	0.0083	-0.0476	0.0384
续表 4.14 恒大集团 AR、CAR						
2021/12/2	-1	0.0318	0.0055	0.0036	0.0282	0.0666
2021/12/3	0	-0.0088	-0.0009	-0.0094	0.0006	0.0672
2021/12/6	1	-0.1956	-0.0176	-0.0434	-0.1522	-0.0850
2021/12/7	2	0.0110	0.0272	0.0477	-0.0367	-0.1217
2021/12/8	3	-0.0546	0.0006	-0.0064	-0.0482	-0.1699
2021/12/9	4	0.0405	0.0108	0.0144	0.0261	-0.1438
2021/12/10	5	-0.0167	-0.0107	-0.0294	0.0127	-0.1311
2021/12/13	6	-0.0282	-0.0017	-0.0111	-0.0171	-0.1483
2021/12/14	7	-0.0698	-0.0133	-0.0346	-0.0352	-0.1834
2021/12/15	8	-0.0313	-0.0091	-0.0261	-0.0052	-0.1886
2021/12/16	9	0.0323	0.0023	-0.0029	0.0352	-0.1534
2021/12/17	10	0.0125	-0.0120	-0.0320	0.0445	-0.1089

数据来源：英为财经

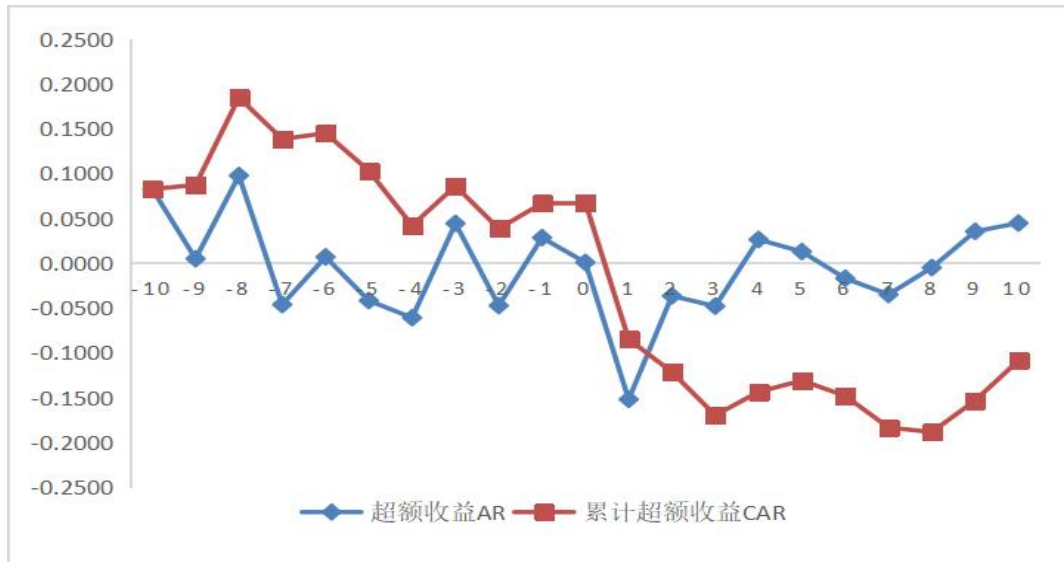


图 4.12 恒大集团 AR、CAR 趋势图

由表 4.14 和图 4.12 可知，在窗口期内，恒大集团的累计超额收益率在事发之前都为正，在事发之后成为负数，说明恒大集团在发布公告宣布债券违约消息

之前，在投资者眼里恒大集团的资金实力是雄厚的，而债券违约事发突然，并没有给投资者更多反应的时间；事发之后，恒大集团的股票开始下跌，投资者为了保全自己的利益，开始选择大量抛售股票，导致累计超额收益率一直为负。由于债券违约事件，恒大集团的评级下调，展望为负，投资者的预期下降，这也是累计超额收益率持续下降的原因。由此可以反映出，恒大集团的经营状况出现了问题，违约风险将进一步加大。

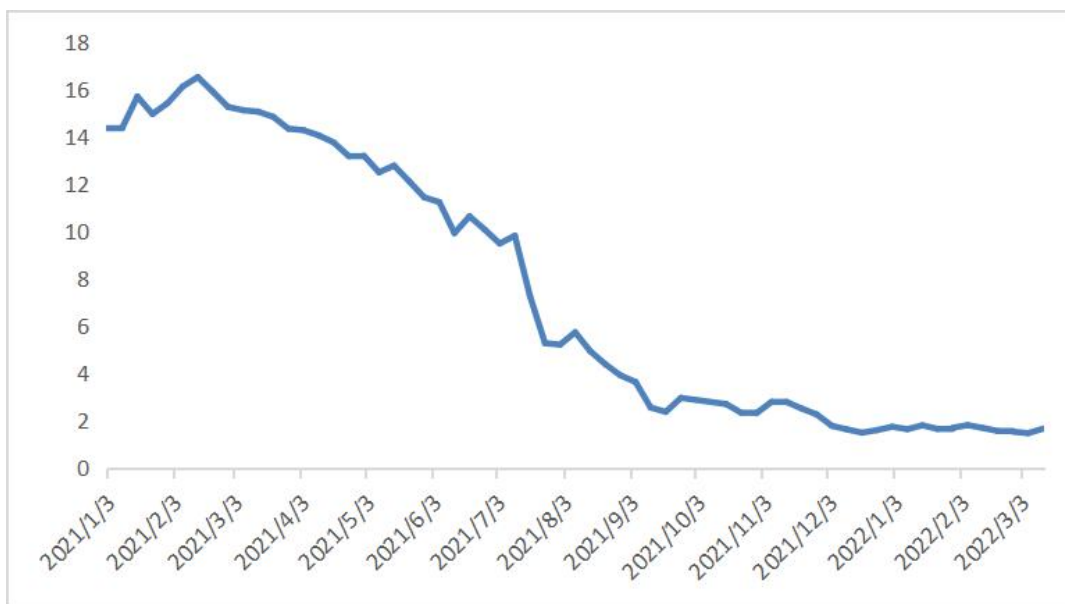


图 4.13 恒大集团股价波动情况

数据来源：英为财经

由股价波动图 4.13 可知，恒大集团的股价从 2021 年以后就一直呈波动下降的趋势，2021 年 7 月股价下降速度编大。直到 2022 年 3 月 3 日停牌，股价都没有得到回升，可见在债券违约事件之前，恒大集团的经营状况就一直在走下坡路，其资金链在违约事件发生之前就已经变得紧张。国家对房地产企业作出的政策影响和融资限制，再加上自身经营不善，恒大集团爆发债券违约事件。

4.2.3 对其他房地产企业

恒大集团作为房地产龙头企业，给其他房地产企业有着风向标的作用。如今，恒大集团出现了债券违约事件，给市场造成了负面影响。在恒大集团爆出美元债

违约事件之前，由于国内融资环境收紧及对房地产行业政策的实施，我国房地产行业已经处于低迷状态，而恒大集团债券违约事件又进一步加大了房地产的压力。美元债发行更加注重企业的信誉，而恒大集团债券违约事件会使美元债市场加大对国内融资企业的审核，会导致其他房地产企业再进行美元债融资变得困难。我国房地产企业不仅是恒大集团进行大量美元债融资，其他房企也同样运用这个方式获得资金。如今，整个房地产行业普遍存在着债务到期的问题。安信证券针对 88 家典型房企美元债到期情况进行了统计，如图 4.14 所示：

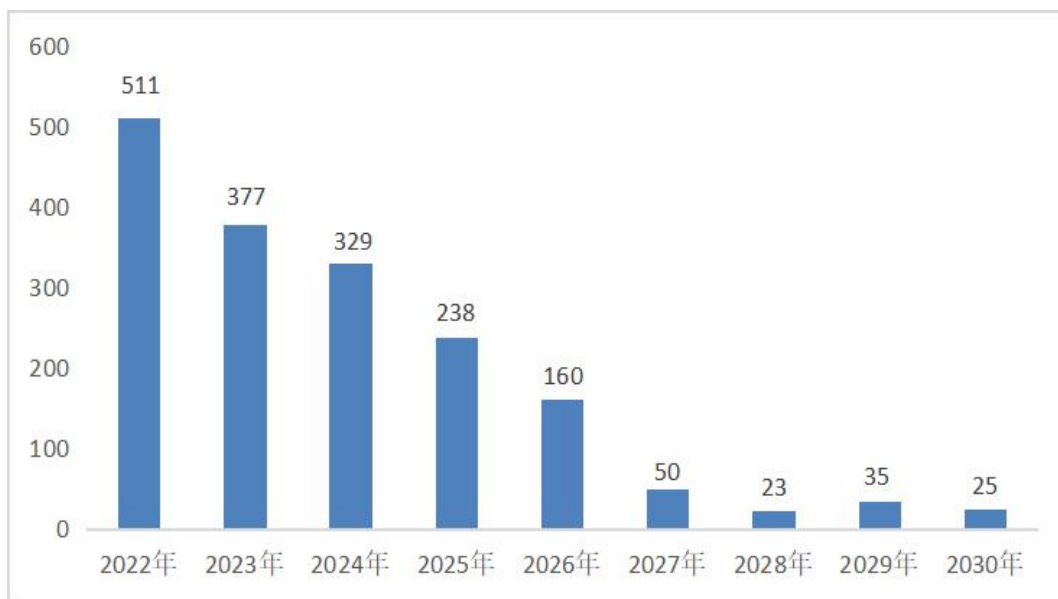


图 4.14 88 家房企美元债到期情况 (亿美元)

数据来源：安信证券

如图 4.14 所示，从 2022 年起房企美元债到期数额呈递减的趋势。2022 年至 2026 年我国房地产企业美元债到期数额较多，并且 2022 年至 2024 年是房企美元债偿还高峰期，资金紧张问题日趋明显。2022 年美元债到期数额为 511 亿美元，2023 年美元债到期数额为 377 亿美元，2024 年美元债到期数额为 329 亿美元。由于当前恒大集团债券违约事件的影响，房地产企业无法再以新债换旧债的方式缓解债券到期的压力。

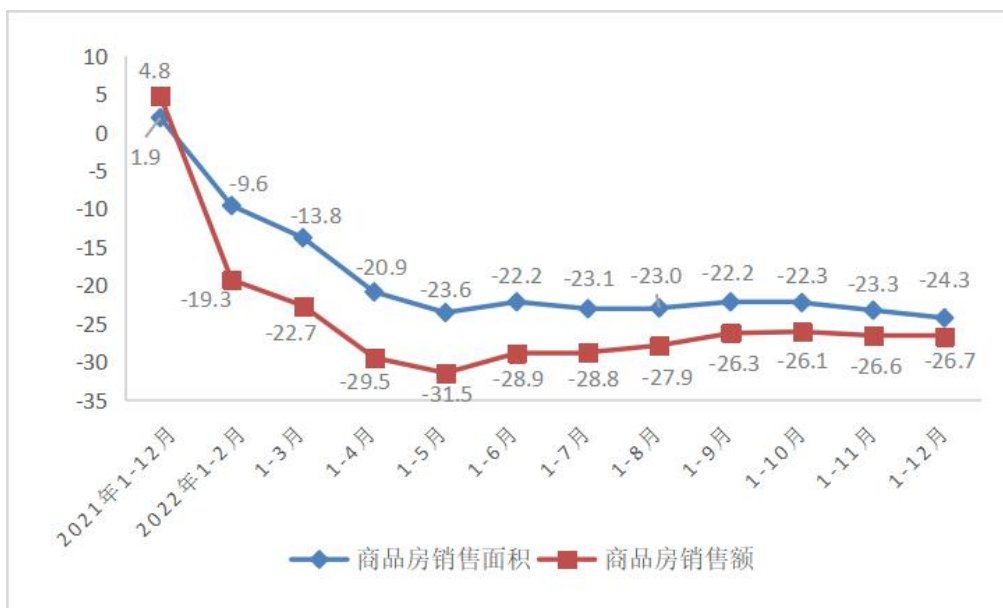


图 4.15 2021 年和 2022 年全国商品房销售面积及销售额增速

数据来源：国家统计局

为了获得现金流，房企进一步加强了促销售、抓回款的力度。由图 4.15 可知，2021 年至 2022 年，我国商品房销售面积及销售额增速都在持续下降，房企回款效率较低。2022 年商品房销售面积增速为-24.3%，同比下降 26.2%；2022 年商品房销售额增速-26.7%，同比下降 31.5%。由数据可知，2022 年商品房销售状况不佳，房地产企业选择降库存这种方式来得到回款的方式并不可观，房企依然存在资金链紧张的问题。

4.2.4 对利益相关者

(1) 对关联方企业

恒大集团的关联方企业多如牛毛，它的发展状况是否良好将对关联方企业的发展也产生很大的影响。恒大集团资金链产生问题时会导致其无法及时偿还关联方企业的欠款。根据报表数据显示，恒大集团的应付贸易账款指欠供货商的款项。恒大集团 2016 年至 2021 年 6 月应付贸易账款账龄如表 4.15 及图 4.16 所示：

表 4.15 恒大集团应付贸易账款账龄分析 (亿元)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021.6
1 年内	1627.56	2265.64	3783.22	4854.75	5605.17	5824.31
1 年以上	202.38	308.95	453.26	591.78	611.98	844.71
合计	1829.94	2574.59	4236.48	5446.53	6217.15	6669.02

数据来源：恒大年报



图 4.16 恒大集团应付贸易账款账龄

数据来源：恒大年报

根据图 4.16 所示，恒大集团 2016 年至 2021 年上半年的应付贸易账款逐年上升，且一年以内应付贸易账款在五年的占比均超过 88%，短期应付贸易账款数额较大。这说明恒大集团向供货商付款的压力很大。恒大集团若无法及时偿还欠供货商的款项，会连累到供货商，使其资金不到位，从而影响企业的发展。

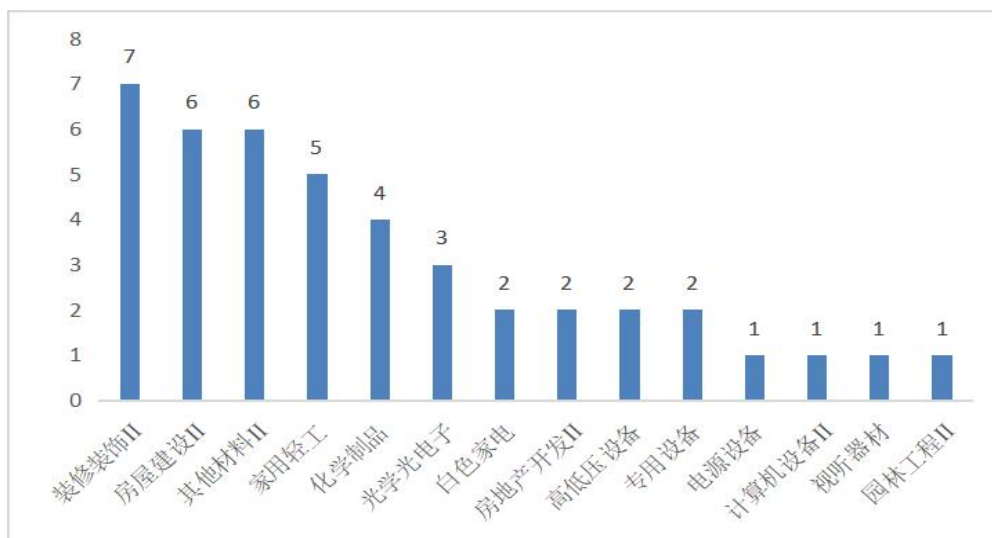


图 4.17 受恒大集团违约事件影响的企业统计

数据来源：Wind

当恒大集团债券违约事件发生之后，与其相关的上游上市公司因踩雷其商票而影响了业绩。由图 4.17 所示，据 Wind 不完全统计，截止 2022 年 3 月，受恒大集团债券违约事件影响的企业数量超过 40 家，市值规模超过了 3700 亿元。其中影响最大的是装饰装修 II、房屋建设 II、其他建材 II，分别有 7 家、6 家、6 家。由于对恒大集团产生过多的依赖，关联方企业的业绩降低占比超七成。

(2) 对投资者

恒大集团债券违约事件的发生，给投资者也带来了影响。恒大集团在发布债券违约消息之前，投资者对其异常状况没有提前预知。在违约事件发生之后，投资者为了避免有更进一步的损失，选择抛售持有的股票，恒大集团的股价也一直在下跌，直到停牌。投资者对恒大集团的发展持负面态度。由此可见，投资者在了解企业相关信息时延后，导致产生了损失。恒大集团债券违约事件的突然发生，也可能改变投资者的风险偏好。投资者为了降低损失，去选择更稳健的投资，这对高风险企业来说也带来了不好的影响，会减少投资额。

(3) 对购房者

恒大集团在债券违约事件发生之后，向外公布依旧会保证商品房的交付，以保护购房者的利益。然而根据现状可知，由于资金链产生问题，房地产企业普遍推迟了商品房的交付，依旧损害了购房者的利益。

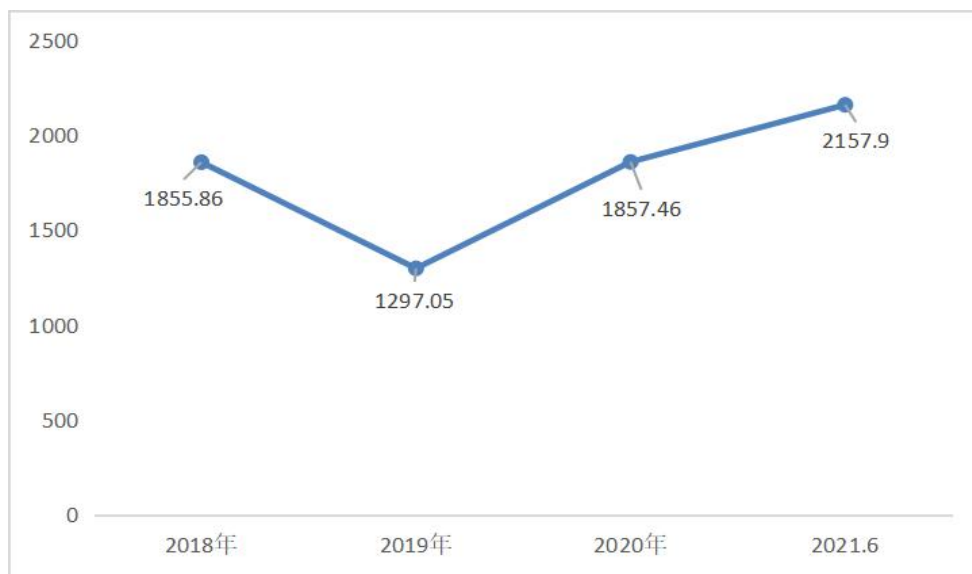


图 4.18 恒大集团合约负债变化情况（亿元）

数据来源：恒大年报

根据图 4.18 所示，恒大集团的合约负债在 2018 年至 2019 年下降，之后上升，2021 年 6 月合约负债达到了 2157.9 亿元。说明恒大集团新房交付的速度变慢，购房者的收房事件变长。为了进一步回款，恒大集团选择降价销售商品房，这对早期购房者来说就产生了损失，出现买房不保值的现象。如今房地产出现了问题，对以后的购房者来说，会更倾向于观望态度，这对房地产企业来说，进一步延缓了回款的速度。

（4）对恒大系产业

恒大集团债券违约事件会影响到旗下其他产业的发展。恒大集团除了发展房地产以外，还有恒大新能源汽车、恒大物业、恒腾网络、房车宝、恒大童世界、恒大健康、恒大冰泉等多个产业。在债务危机爆发以后，恒大新能源汽车的股价大跌，并艰难发展。为了获取资金，恒腾网络被出售，恒大不再持有任何恒腾网络的股份；恒大冰泉、嘉凯城集团有限公司、盛京银行股份有限公司、深圳高新投集团有限公司的股份也被全部出售。为了进一步解决流动性问题，根据恒大集团 2021 年半年报显示，拟出售恒大物业及恒大新能源汽车的部分股份，同时将调整项目开发时间、控制成本、促进销售及回款、争取借款续贷及展期等。可见恒大系产业也受到影响，发展状况不佳。

5 恒大集团防范债券违约的措施

5.1 对发债主体

5.1.1 调整发展战略

恒大集团为了实现快速扩张，在 2016 年实施战略转型并进行多元化发展，造成产业增加但资金不足的问题，导致债券违约事件的发生。为了防止债券违约事件的持续负面影响，恒大集团需调整发展战略。

第一，恒大集团在未来选择并购时，应注重并购企业的质量。在进行并购之前，应充分了解将并购企业的发展前景、发展规模以及资金状况，并对未来产生的收益进行合理预测，并谨慎做决定。第二，恒大集团在进行多元化发展时，应减少发展周期长回款慢的产业。在债券违约之前，恒大集团旗下的多元化产业如新能源汽车、恒腾网络、童世界等都存在发展周期长回款慢的问题，这些产业都需要前期投入大量的资金，并给恒大集团无法及时创造收益，这样不但达不到多元化发展的目的，还会拖累到房地产的发展，甚至使恒大系产业集体资金短缺。因此，在之后的发展中，恒大集团应选择发展周期较短的产业，以免继续增加损失。第三，恒大集团应继续调整发展模式。虽然恒大集团在 2017 年提出战略转型时，就提到要从“三高一低”往“三低一高”模式转变，但从后期发展来看，并没有得到好的效果。因此，恒大集团应紧随国家对房地产企业的相关政策，科学调整发展模式，真正达到从“三高一低”向“三低一高”模式的转变。

5.1.2 加强资金链管理

为了恒大集团的进一步发展，恒大集团应加强资金链的管理。第一，恒大集团应将注意力放在“去库存”上。恒大集团在实施扩张战略之后，收购大量土地进行大规模开发。由于受到经济下行、政策导向、融资环境收紧等原因的影响，恒大集团的商品房销售状况不佳，存在库存积压的问题。为了缓解当前面临的资金短缺的问题，恒大集团可以利用打折促销等方式提高商品房的销售量来降低库

存。第二，恒大集团应提高资产的变现能力。目前，恒大集团出现了严重的资金不足的问题，导致其发展状况不佳。除了将重点放在“去库存”之外，恒大集团还应通过多种途径收回资金。在债券违约事发之后，恒大集团把旗下产业陆续出售。从发展趋势来看，恒大集团在未来还会继续出售恒大系产业来收回资金。第三，恒大集团应加强应收账款的管理。恒大集团出现资金不足问题的原因也包括应收账款占比较大。当企业款项无法及时收回时，不但会对企业本身的发展造成影响，也会因为无法及时向上下游企业付款造成连锁负面问题，因此恒大集团应注重款项的收回。为了保证资金的正常流转，要及时对欠款方进行催收，对款项可能无法收回这种情况要做到事前预防。

5.1.3 提高风险管理水平

企业发展态势的转变与管理层的决策有很大的关系。为了能尽快转危为安，首先，应提高恒大集团管理层的决策能力。政策的实施对企业的发展状况有着很大的影响，若不能及时对相关政策作出反应，就会影响企业的发展。恒大集团的管理层对企业发展作出了不符合政策导向的判断，在国家提出对房地产行业的管控措施并对融资渠道收紧之后，仍然选择了大规模扩张，在同时期提出战略转型，这使得后期负债过多，资金链断裂出现债券违约的问题。在未来发展过程中，恒大集团需提高风险管理水平，对企业的发展保持高度敏感性，在进行战略规划时，能够及时根据发展状况调整发展战略，避免出现大的损失。

其次，为了进一步化解债务危机，管理层需尽快作出合理决策并管控风险。根据恒大集团的发展形势，债务重组已经提上了日程。2023年3月22日，恒大集团发布公告，就境外债务作出有关协议，将发行新的债券与原债券进行置换；同时，境内债重组也有了进一步的披露，希望可以尽快恢复运营，并逐步产生偿债现金流。恒大集团的债务重组之路有了实质性的进展，并在未来仍将对债务重组作出更多的努力以渡过难关。

5.1.4 引入战略投资者

为了企业的良好发展，恒大集团在2017年就引入了战略投资者，并且金额达到了1300亿元。引入战略投资者这种方式的选择，使恒大集团在当时拥有充

足的发展资金，发展势头良好。如今，恒大集团出现债券违约的问题，使其在资金断裂时无法通过之前的银行借款、发行债券等方式获取资金，这会使恒大集团的发展进入恶性循环。因此，恒大集团可以选择继续引入战略投资者，为自己提供资金上的帮助，以保企业能转危为安并进行正常的运营。

5.2 对监管机构

企业频繁出现资金不足引发债务危机的现象，归根结底还是因为在监管方面不够严格，使得企业在进行融资时，不顾及自身实力，导致资不抵债的现象频繁发生。监管机构应该加强对此类企业的监管，使企业对自己的发展有更清晰的认知，避免企业激进扩张而引发财务危机。第一，应出台利于房地产企业发展的政策。企业的发展跟政策导向具有密切的联系。在房地产发展过热时，国家出台相关政策抑制了房地产的发展，同理，在房地产企业发展不利时，国家依旧可以出台相关政策帮助企业的发展。如今，国内经济发展状况不佳，企业的融资也变得困难，所以应根据企业的实际发展状况，及时调整对企业融资的监管要求，出台相对宽松的房地产管控政策并适当放宽融资限制，来缓解企业发展资金不足的问题，以此恢复经济的发展。第二，监管机构应发挥监督职能，督促企业及时进行信息披露。在企业发展状况不佳时，为了能获得资金投入，企业存在瞒报信息的可能，这会导致投资者无法及时掌握企业的真实信息，在企业发生危机时会损害投资者的利益。监管机构要加强这方面的监管，可以将是否给企业提供融资与其信息披露程度挂钩，让企业能更主动地向外公布真实信息。

5.3 对投资者

企业发生债券事件会损害投资者的利益，为了能让投资者的利益减少损害，投资者在选择投资之前，应全方位多方面地去了解有投资意向的企业，以防企业提供的信息不足进行盲目投资。首先，投资者在进行投资时，要时刻关注企业的发展变化，提高风险识别的能力，并能根据企业的异常及时作出反应，以防企业发生危机时投资者产生损失。根据恒大集团债券违约对短期市场产生的影响，在爆出债券违约事件之前，投资者并没有对恒大集团的异常有所察觉。恒大集团的股价在违约事件发生之后下跌，投资者在此时才开始作出反应，对股票进行大量

抛售，来保证利益不受到更大的损害。对此，投资者要提高对信息的敏锐性。其次，投资者可以选择分散投资来降低风险。投资者在选择高风险投资的同时，也可以选择稳健型投资，这样可以分散风险，投资者的部分利益会得到保障，不至于产生严重的损失。

5.4 对评级机构

评级机构作出的评级是企业发展的风向标，评级的好坏与企业的融资情况以及投资者的收益情况挂钩。但是，评级机构存在评级滞后的问题，在企业真正发生违约事件之后，才会下调信用评级，这种行为达不到向外界告知风险的效果。恒大集团在出现债券违约事件之后，信用评级才得以下调，并发展为撤销评级。评级机构对企业的发展没有及时进行风险预警，这也导致后来出现债券违约事件。因此，企业可以选择具有更高资质的、声誉较好的评级机构进行评级，对企业的信用变化及时作出反应，并第一时间向外公布企业的情况，以避免再出现评级不准确的现象。

6 结论及展望

6.1 结论

本文通过对恒大集团债券违约事件进行研究,梳理了恒大集团发行债券情况以及债券违约情况,并分析了发债动机,以及债券违约的原因、违约产生的后果并提出相应的防范措施。通过研究发现,经济环境下行、融资环境收紧以及 2020 年至 2022 年新冠疫情的影响下,恒大集团的发展进入了瓶颈期。另外,恒大集团由于发展战略出现偏差,战略转型之前存在大量并购项目、市场购买力降低、资金变现能力不足等问题,使其偿债能力、盈利能力、营运能力都变弱,导致资金流动性变差。在企业内外部原因的共同作用下,恒大集团的资金链出现断裂,导致发生债券违约事件,同时也给企业本身、短期债券市场、其他房地产企业、利益相关者都带来了不好的影响。

为了防止债券违约事件频繁发生,影响企业的正常经营,恒大集团应调整发展战略、加强资金链管理、提高风险管理水平,并引入战略投资者帮助其度过难关;监管机构要加强监管,督促企业进行信息披露,并要根据企业发展现状及时对政策和监管力度进行调整,帮助企业稳健经营;投资者要提高风险识别能力,也可以选择分散投资降低损失;评级机构要提高评级的专业性,及时对企业的评级进行调整,给外界提供企业更准确的信息,促进整个市场的经济发展。

6.2 展望与不足

当前我国的经济状况还在持续复苏,为了促进房地产企业的进一步发展,国家对房地产企业的政策管控也在调整,并仍旧坚持房住不炒和降杠杆。我国房地产企业目前已经到了债务到期高峰期,将面临的最大问题是引发债券违约风险和商品房不能按时交付出现烂尾风险。对房地产企业来说,脱离困境还应靠自己。在未来的发展中,房地产企业应提高自身竞争力,降低多元化脚步,并紧跟政策导向,积极实行降库存和去杠杆,以保证资金的流转。在国家和房地产企业的共同努力下,房地产行业的发展状况也将会有更好的改善,同时债券市场也会有进一步的规范。

本文的研究存在一定的局限性：一、数据来源不够全面。本文获得的数据资料主要来自企业官网、年报和公告。由于债券违约事件发生后，恒大集团推迟年报的发布，2021年和2022年的年报未出，因此对相关数据掌握有限，分析也不够全面；二、在撰写论文的过程中，由于个人能力有限，对企业存在的问题分析不够深入，因此还需进一步提高分析能力。

参考文献

- [1] Acharya, Bharath, Srinivasan. Does Industry-wide Distress Affect Defaults of Firms? Evidence from Creditor Recoveries[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(3): 787-821.
- [2] Agarwal, R. and Gort, M. Firm and Product Life Cycles and Firm Survival[J]. *The American Economic Review*, 2002, 92(2): 184-190.
- [3] Argenti P A, Howell R A, Beck K A. The Strategic Communication Imperative[J]. *Mit Sloan Management Review*, 2005, 46(3): p. 83-89.
- [4] Bevan, Andrew, Garzarelli, et al. Corporate Bond Spreads and the Business Cycle: Introducing GS-SPREAD. (cover story)[J]. *Journal of Fixed Income*, 2000, 9(4): 8-8.
- [5] Beaver W H. Financial ratios as predictors of failure, empirical research in accounting: Selected studies[J]. *Journal of Accounting Research*, 1966: 179-199.
- [6] Barnhill Jr, Theodore M, Maxwell, et al. Modeling correlated market and credit risk in fixed income portfolios[J]. *Journal of Banking and Finance* 26 (2002): 347-374.
- [7] Debashis Guha, Lorene Hiris. The aggregate credit spread and the business cycle[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2002, 11(2): 219-227.
- [8] Douglas A V S, Vetzal K R, Huang A G. Cash flow volatility and corporate bond yield spreads[J]. *Review of quantitative finance and accounting*, 2016, 46(2): 417-458.
- [9] Greg, Nini. Creditor control rights and firm investment policy[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 30(1): 217-224.
- [10] Hsu P, Lee H, Liur A. Corporate Innovation, Default Risk and Bond Pricing [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 56(9): 413-456.
- [11] Hussey D E. *Corporate collapse*: by John Argenti, McGraw-Hill, London (1976), 193pp. 10.00 (hardback)[J]. *Long Range Planning*, 1976, 9(6): 116-117.
- [12] Kuehn L.A., L. Schmid. Investment-based Corporate Bond Pricing[T]. *Journal of Finance*, 2014, 69(6): 2741-2776.

- [13] Ormer. Firm's Growth and Sustainability: The Role of Institutional Investors in Mitigating the Default Risks of Sukuk and Conventional Bonds[J]. *Procedia Economics And Finance*, 2008:35-40.
- [14] Riccetti L, Russo A, Gallegati M, et al. Stock market dynamics, leveraged network-based financial accelerator and monetary policy[J]. 2016:509-524.
- [15] Searat A, Benjamin L, Jen J S. Does corporate governance quality affect default risk? The role of growth opportunities and stock liquidity[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2018, 58: 422-448.
- [16] 陈粤. 我国民营企业债券违约现状及成因探究[J]. *当代会计*, 2020(04): 33-34.
- [17] 陈庭强, 石丽丽, 杨青浩. 基于企业信用关联超网络的债券违约风险传染机制分析[J]. *财会月刊*, 2022(04): 134-141.
- [18] 陈思阳, 王明吉. 经济新常态下企业债券违约研究[J]. *财会通讯*, 2017(29): 3-5.
- [19] 曹磊. 我国公司债券违约问题研究[J]. *农村经济与科技*, 2021, 32(02): 136-137.
- [20] 储溢泉. 我国信用债市场违约特征、原因及风险防范研究[J]. *新金融*, 2021(07): 10-14.
- [21] 耿耘, 韩芳丽, 程燕京. 行业视角下的企业债券违约风险度量与投资选择研究[J]. *电子科技大学学报(社科版)*, 2014, 16(06): 32-36.
- [22] 黄小琳, 朱松, 陈关亨. 债券违约对涉事信用评级机构的影响——基于中国信用债市场违约事件的分析[J]. *金融研究*, 2017(03): 130-144.
- [23] 黄海杰, 陈运佳. 经济政策不确定性对债券违约的影响[J]. *中南财经政法大学学报*, 2022(01): 38-49.
- [24] 胡慧杰. 公司债券违约条款对融资成本的影响研究[J]. *中国物价*, 2020(12): 72-74.
- [25] 胡明远. 企业债券违约风险的成因与防范对策[J]. *当代经济*, 2018(19): 39-41.
- [26] 焦砚泽, 袁子璇, 朱电东. 由河南永煤债违约事件引发的债券市场监管思考

- [J]. 新理财(政府理财), 2021(11):62-64.
- [27] 蒋恒, 杜立辉. 我国债券市场违约成因分析及未来信用状况展望[J]. 债券, 2016(05):43-47.
- [28] 罗小伟, 梁晨. 我国企业债券违约的特征趋势、融资特点及风险处置机制研究[J]. 金融发展研究, 2020(04):44-53.
- [29] 陆宇建, 马蕊. 公司债券违约的行业效应研究[J]. 上海金融, 2022(01):44-54.
- [30] 刘思艺. 我国企业债券融资监管问题及完善建议[J]. 齐齐哈尔大学学报(哲学社会科学版), 2021(07):30-34.
- [31] 刘海明, 李明明. 企业债务违约潮现象的宏观因素分析[J]. 武汉金融, 2021(10):53-61.
- [32] 刘再杰, 李艳. 我国债券市场信用违约的特征、风险与应对措施[J]. 新金融, 2016(10):49-53.
- [33] 刘振斌, 董鑫. 公司信用类债券违约思考[J]. 青海金融, 2021(06):57-60.
- [34] 林淼. 我国债券市场违约趋增的成因与处置[J]. 银行家, 2019(09):104-105.
- [35] 林江, 吴建军, 展韩, 刘发跃, 王光俊. 资本市场改革:在推动高质量发展中防范风险[J]. 财政监督, 2019(13):37-44.
- [36] 毛淑珍, 苏芳弘, 王琳霏. 国有企业债券违约的成因及对策研究[J]. 河南科技大学学报(社会科学版), 2022, 40(05):53-58.
- [37] 蓬若曦, 韦安康, 郭祯. 基于因子分析法的公司债券违约风险财务预警研究[J]. 财会学习, 2020(19):23-24.
- [38] 任婉馨. 中国债券市场信用违约风险的成因分析[J]. 清华金融评论, 2016(10):83-84.
- [39] 王海全, 黄滨, 姚林华. 我国债券市场违约与债券投资者权益保护问题探析[J]. 新金融, 2016(10):54-56.
- [40] 王银旭. 债券违约行为征兆、风险分析与防范建议[J]. 中国经贸导刊, 2021(24):56-59.
- [41] 王立夫, 王一鸣. 债券违约冲击对不同债券市场信用利差的异质性影响[J].

- 上海金融, 2021(12):69-80.
- [42] 王红珊. 债券市场打破刚兑的启示[J]. 中国金融, 2020(06):54-56.
- [43] 王化成, 侯粲然, 刘欢. 战略定位差异、业绩期望差距与企业违约风险[J]. 南开管理评论, 2019, 22(04):4-19.
- [44] 王远卓. 从短期融资券视角看信用债券违约[J]. 上海金融, 2016(09):73-77.
- [45] 姚红宇. 评级机构声誉机制与评级上调——来自中国信用评级的证据[J]. 经济学报, 2019, 6(02):125-154.
- [46] 袁娟. 财务管理视角下民营企业债券违约风险防范——以康得新为例[J]. 时代金融, 2020(09):63-65+77.
- [47] 于谦龙, 胡琴, 郭佳利. 融资环境、特殊条款行权与信用债违约风险[J]. 南京审计大学学报, 2022, 19(04):71-80.
- [48] 叶雨鹏, 王兆琛, 葛馨蔚. 民营企业债券的信用风险与违约特征[J]. 金融市场研究, 2018(08):130-136.
- [49] 虞李辉, 胡婕莹. 市场化背景下债券违约问题解构及其处置机制研究[J]. 新金融, 2021(12):14-20.
- [50] 张传金. 企业债券违约成因与对策分析[J]. 会计师, 2019(13):5-6.
- [51] 张强, 隋学深. 债券市场违约风险分析及应对策略[J]. 西南金融, 2019(11):42-50.
- [52] 张宗军. 外部冲击、内部治理与公司债券违约:基于美国的实证检验[J]. 兰州财经大学学报, 2017, 33(03):15-21.
- [53] 张军. 债券市场改革与投资者风险意识研究——来自公司债券发行定价的证据[J]. 证券市场导报, 2021(01):56-63.
- [54] 张志军, 陈诣辉, 陈秉正. 债券市场的信用风险防范[J]. 中国金融, 2016(19):61-63.
- [55] 张艳彦, 赵雨露, 李太龙. 房地产企业债券违约成因及防范对策研究[J]. 经营与管理, 2023, No. 464(02):173-179.
- [56] 张艳丽, 方兴劼. 我国信用债违约的市场分析及违约债券处置研究[J]. 新金融, 2019(05):54-59.

- [57] 张雪莹, 刘茵伟. 债券违约的地区传染效应研究——基于债券二级市场数据[J]. 财务研究, 2021(03):22-31.
- [58] 张景淇, 郭凯, 蔺学如. 违约风险与流动性风险对债券利差影响的交互效应[J]. 金融论坛, 2022, 27(03):13-22.
- [59] 张体勤, 汤媛媛. 债券违约风险与企业盈余管理行为——来自中国债券市场的经验证据[J]. 东岳论丛, 2022, 43(09):57-67+192.
- [60] 宗良, 郝毅. 经济周期理论的创新思维——基于理论模型视角[J]. 国际金融, 2021(12):6-15.
- [61] 赵玉珍, 尚艳峰, 赵俊梅. 大股东股权质押、风险承担水平与债券违约风险[J]. 南京审计大学学报, 2022, 19(01):80-88.
- [62] 郑步高, 王鹏. 我国债券市场违约成因、影响及对策研究[J]. 新金融, 2021(01):44-47.
- [63] 郑佳依. 企业债券违约成因及对策研究[J]. 科技经济市场, 2021(06):36-37+39.
- [64] 郑月蔚. 宏观经济因素对企业债券信用风险的影响[J]. 时代金融, 2016(23):272+274.

后 记

时间过得很快，一转眼就要毕业了，我的学生生涯也将在此划上句号。在此，我将对陪伴和帮助我的人表示衷心的感谢。

首先，感谢我的导师。我的导师在学习上给我提供了很大的帮助，学习专业知识时，在导师的引导和鼓励下，我的思维逻辑有了提升，对所学知识也有了更深的认识。在毕业论文选题和论文写作时，导师也及时给予我指导，让我不再无措和迷茫。

其次，感谢我的父母。我的父母开明包容，在求学道路上，不论我做了什么选择，他们都会遵循我的意愿，并给予我最大的支持。有了他们的付出，我才能安心完成我的学业。

然后，感谢我的朋友和同学。感谢朋友多年来的陪伴，是他们让我的生活变得更加丰富。感谢同学，他们在生活和学习上都给了我很大的帮助。

最后，感谢自己这一路的坚持。我也相信，在今后的人生道路上，我会离理想的生活越来越近，成为一个简单又快乐的人。

生活永远会充满期待，我们以后一定都会越来越好的！