

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 恒大集团的财务流动性风险传染路径  
及影响研究

研究生姓名: 张佳琦

指导教师姓名、职称: 高天宏 教授 李宪琛 正高级会计师

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： 张陆瑜 签字日期： 2023.6.11

导师签名： 高天宏 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： 李宝辉 签字日期： 2023.6.14

## 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： 张陆瑜 签字日期 2023.6.11

导师签名： 高天宏 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： 李宝辉 签字日期： 2023.6.14

# **Evergrande group financial liquidity risk transmission path and impact study**

**Candidate : Zhang Jiaqi**

**Supervisor: Gao Tianhong Li Xianchen**

## 摘 要

近年来,为了壮大自身发展,不少企业集团开始发展多元化,并通过高杆杠的方式进行扩张。但随着我国经济下行压力增大,企业发展面临严峻考验,流动性不足等问题阻碍了企业的发展,也造成了一定程度上的风险传染,如何有效避免流动性风险传染成为公众普遍关心的问题。

基于此,本文以恒大集团为研究案例,对企业集团财务流动性风险传染路径及影响进行研究,并总结财务流动性风险传染一般规律。本文在梳理相关文献的基础上,首先对恒大集团的整体状况进行了梳理,发现其流动性可能存在问题。于是,本文对财务流动性风险进行了识别,发现恒大集团存在资产充足但变现力低下,负债逐年增加,且筹资结构不合理等问题。其次,受集团内部治理、宏观环境及日常活动的影响,该风险造成了一定程度的传染,本文先从三方面对其传染征兆做出阐述,然后分别从集团内外部出发,对恒大集团的财务流动性风险传染路径进行了研究。最后,从微观、中观及宏观三个层面对其财务流动性风险传染影响进行分析,并提出管控该风险进行传染的策略。通过研究得出,企业集团的财务流动性风险会首先向集团内部传染,当该风险加重时,开始向集团外部蔓延,通过经营及融资活动向行业上下游企业、金融机构及投资者进行传染,导致上下游部分企业偿债能力下降,轻则被短暂停牌,重则被破产重整。

多元化扩张和日后经营状况是财务流动性风险传染的源头,而企业集团复杂的股权结构及薄弱的内部控制是财务流动性风险扩散的关键因素。鉴于此,本文对多元化经营的企业提出以下建议:第一,审慎发展多元化战略,合理规划发展战略;第二,完善内部控制制度,规范关联交易;第三,科学融资,并约束投资行为。

**关键词:** 企业集团 财务流动性风险 传染路径

## Abstract

In recent years, in order to strengthen their own development, many started to develop diversified enterprise group, and to expand through the way of growing poles. But along with our country economy downward pressure increase, enterprise development face a severe test, lack of liquidity problems hindered the development of the enterprise, also creates the risk of infection, to a certain extent, how to effectively avoid liquidity risk contagion has become a universal concern of all the public problems.

Based on this, this article take Evergrande group as the research case, impact on the enterprise group financial liquidity risk transmission path, and study, and summarizes financial liquidity risk contagion general rules. In this paper, on the basis of combing the literature, first of all, generalizes the overall situation of Evergrande group, found that the liquidity there may be a problem. Then, this paper deals with the financial liquidity risk identification, found Evergrande group is low enough but to liquidate assets, liabilities increased year by year, and such problems as unreasonable financing structure. Secondly, by the group internal governance, macro, the influence of the environment and the daily activity, the risk caused a certain degree of infection, this article from the three sides facing its first infection symptom, make then embarks from the group's internal and external, respectively for Evergrande group

financial liquidity risk transmission path were studied. Finally, from three aspects: the micro, meso and macro analysis of its financial liquidity risk contagion effect, and put forward the control strategy of the risk for infection. Through the study, the enterprise group's financial liquidity risk will first within the group to infect, when the risks aggravating, began to spread group outside, to the industry upstream and downstream enterprises through operating and financing activities, financial institutions and investors to infect, resulting in a decline in upstream and downstream part of the enterprise debt paying ability and light are briefly suspended, or by bankruptcy reorganization.

Diversified expansion and future operating performance is the source of financial liquidity risk contagion and enterprise group complex equity structure and weak internal control is a key factor in the spread of financial liquidity risk. Of diversified enterprise in view of this, this article puts forward the following Suggestions: first, the development strategy of diversifying prudence, reasonable planning and development strategy; Second, perfect the internal control system, the standard connection transaction; Third, Scientific financing , and restrict investment behavior.

**Keywords:** Enterprise group;Financial liquidity risk ;Transmission path

# 目 录

<b>1 绪论</b>	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 企业集团财务流动性风险管控研究	2
1.2.2 企业集团多元化战略研究	4
1.2.3 企业集团财务风险传染研究	6
1.2.4 文献述评	8
1.3 研究内容与方法	9
1.3.1 研究内容	9
1.3.2 研究方法	10
<b>2 相关概念与理论基础</b>	11
2.1 相关概念	11
2.1.1 财务流动性	11
2.1.2 流动性风险	11
2.1.3 风险传染	11
2.2 理论基础	11
2.2.1 产权理论	11
2.2.2 交易成本理论	12
2.2.3 离心多元化理论	12
2.2.4 关联交易理论	12
<b>3 案例分析</b>	13
3.1 恒大集团基本情况	13
3.1.1 集团简介	13
3.1.2 业务板块与股权结构	14
3.1.3 多元化扩张战略实施进程	16

3.2 恒大集团经营情况 .....	18
3.3 恒大集团财务流动性风险识别 .....	20
3.3.1 资产充足但变现能力不足 .....	20
3.3.2 流动负债逐年增加 .....	22
3.3.3 净利润缺乏足够的现金保障 .....	23
3.3.4 现金流入过度依赖金融机构 .....	23
<b>4 恒大集团财务流动性风险传染征兆 .....</b>	<b>25</b>
4.1 恒大地产借壳深深房回 A 失败 .....	25
4.1.1 恒大集团永续债损害股东利益 .....	25
4.1.2 回 A 失败增加流动性风险传染可能性 .....	26
4.2 恒大集团偿债压力集中 .....	27
4.3 恒大集团整体业务收缩 .....	28
<b>5 恒大集团财务流动性风险传染路径 .....</b>	<b>30</b>
5.1 恒大集团风险内部传染路径 .....	30
5.1.1 沿经营性关联交易网络传染 .....	30
5.1.2 沿关联担保网络扩散 .....	32
5.1.3 沿关联贷款网络蔓延 .....	33
5.2 恒大集团风险外部传染路径 .....	36
5.2.1 基于经营活动的风险传染 .....	36
5.2.2 基于融资活动的风险传染 .....	42
5.3 恒大集团风险传染路径关联因素 .....	44
5.3.1 资金管理模式存在缺陷 .....	44
5.3.2 房地产调控政策不断收紧 .....	44
5.3.3 宏观经济环境不景气 .....	45
5.4 恒大集团风险传染路径小结 .....	46
<b>6 恒大集团财务流动性风险传染影响 .....</b>	<b>47</b>
6.1 股权冻结、诉讼增加 .....	47
6.1.1 恒大集团股权冻结 .....	47

6.1.2 恒大集团法律诉讼增加 .....	47
6.2 上下游企业偿债能力下降 .....	48
6.2.1 银行贷款不足 .....	49
6.2.2 偿债能力下降 .....	49
6.3 宏观经济遭受冲击 .....	50
6.3.1 房地产投资消费减少 .....	50
6.3.2 房地产关联产业经济下行 .....	51
<b>7 恒大集团财务流动性风险传染管控策略 .....</b>	<b>52</b>
7.1 回归核心业务 .....	52
7.2 优化资本结构 .....	52
7.3 增强投资风险意识 .....	53
7.4 加强银行信贷风控 .....	53
7.5 完善宏观治理机制 .....	54
<b>8 研究结论与建议 .....</b>	<b>55</b>
8.1 研究结论 .....	55
8.2 研究建议 .....	56
<b>参考文献 .....</b>	<b>57</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>61</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

“企业集团”一词率先出现在日本。1978年，企业经济联合体在我国已初具规模，企业集团初步形成；1987年，在国家政策影响下，以“集团”命名的经济联合体开始出现，企业集团顺势而生、迅速成势。其具有以大企业为核心、实力强大、资金雄厚、交易成本低的优势，作为高层次联合组织形式，已成为推动经济发展的支柱。企业集团成立之初，多以发展单一且核心的业务为主，而后为了适应经济环境的变化，开始走向多元化道路，有的企业实施相关多元化战略，有的企业则进军非相关多元化领域。近年来，有不少企业通过多元化扩张的方式壮大了自身，但也有一些企业反被资本吞噬，中国恒大就是一个典型例子。

2021年9月，中国恒大（以下简称“恒大集团”）的控股公司—恒大地产集团（以下简称“恒大地产”）爆雷事件引起了巨大的社会轰动，并由此牵出恒大集团面临财务危机一事。房地产作为国民经济的重要产业，不仅是民生问题，而且是发展问题。事实上，恒大集团的财务风险早在2016年就初露端倪，2016-2020年间，恒大集团大规模高成本举债以支持八大业务板块的发展，期间，销售增长乏力、项目利润空间下行，其不断通过借新还旧的方式进行债务、利息等的偿还，直至2020年关于房地产行业融资新规“三条红线”的出台使得融资受到约束，再加上本该投入到地产板块的资金投入到了新业务板块，甚至地产板块存在为其他业务板块输血的嫌疑，然而新业务板块基本都处于亏损状态，最终恒大集团因无力偿还到期债务、现金流不足引发财务危机。

同非企业集团相比，由于集团成员公司间不可避免的存在关联交易，故企业集团的财务流动性风险很可能会在集团成员公司之间蔓延。现有研究表明，企业集团的财务风险具有在各成员公司间传染的趋势。恒大集团在进行多元化扩张时，拥有地产、金融、互联网、文化旅游、大健康、农牧、汽车、物业八大产业，那么，恒大集团的财务流动性风险便可能传染给其关联企业。此外，内部企业成员之间的交易可以使企业完成资金的流通及利益的转移，从而导致财务流动性风险在集团内进行传染。

企业集团出现财务流动性风险时，不仅集团内部成员公司会受到影响，集团外部的利益相关者，譬如企业、银行等金融机构、投资者也可能被传染。目前，恒大集团的财务流动性风险造成众多的上下游企业因无法及时收回贸易货款而遭受较大的财务流动性打击；造成以民生银行为代表的多家银行因不良贷款而面临自我消化大额贷款的局面；造成以苏宁易购为代表的数个战略投资者因难以收回战略投资款而陷入资金紧张的境地；造成大量购房者因无法按时交房而产生悲观情绪，房地产行业发展也陷入低迷。

故本文选取恒大集团作为案例企业，以其实施多元化扩张战略为背景，在识别其财务流动性风险的基础上，主要从三个核心问题出发，对财务流动性风险传染路径及造成的影响进行探索分析。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

我国现有对企业集团财务风险传染问题的文献中，内部传染路径研究较多，关于外部传染路径的文献较少。余浪（2018）通过开展实证研究，初次拓展并构建关于极端事件变量及财务危机传染变量的预测模型，其认为财务危机会在集团内各成员间进行传染。本文将基于现有的研究成果，通过运用案例研究法，不仅研究企业集团内部的财务流动性风险传染，也将企业集团外部的财务流动性风险传染融入文章，丰富相关研究。

#### (2) 现实意义

企业的财务危机并非突然爆发，通常是由企业管理者忽视财务风险爆发前的征兆或对自身做出的决策过分自信，亦或对宏观环境的判断较为乐观而造成的。本文从多元化扩张的角度出发，对恒大集团的整体状况进行分析后，对其财务流动性风险传染路径和影响进行了研究，得出财务流动性风险传染一般规律，为开展多元化经营业务的企业集团能有效防范财务流动性风险传染提供一定的借鉴措施，也为企业集团外部的利益相关者提高风险判断能力提供相关建议。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 企业集团财务流动性风险管控研究

经济基础决定上层建筑，良好的财务运作是企业有序且健康发展的前提，企

业集团在促进经济发展、带动企业实现跨越式发展的同时也潜藏着巨大的风险。

### (1) 集团层面的财务风险管控

许多国外学者对集团层面的财务风险管控做了研究，不过，国外在该方面的研究要比国内早很多。Slomon 首先提出“风险管理”这一概念，至今，风险管理已成为一门专门的学科。Du Jess (2014) 将风险描述为“未来不确定性对公司目标实现的影响”，其认为风险是客观存在且无法避免的。Gleason·J·T (2014) 认为企业需对各个层面实施风险管理，应具有敏锐的洞察力，能够及时发现可能产生的财务风险，并对风险进行具体评估。关于如何进行风险评估，Shimerda 等 (2014) 指出在分析企业财务风险时可结合财务比率。在控制财务风险方面，James C (2007) 提出降负债、优化资本结构是重要手段。

同时，国内也有不少学者对企业集团财务风险管控做了研究。随着企业集团的不断扩张及内部组织结构的日趋复杂，公司内部管理面临严峻的考验，财务风险管控问题尤其突出，倘若财务风险管控不力，极易产生财务危机。刘晓璇(2014) 在对企业集团财务风险成因及后果进行分析后，认为企业风险管理最重要的就是控制财务风险，所以要建立和完善企业集团财务风险识别与预警体系，强化集团财务风险控制。张艺璇 (2017) 指出，目前我国企业集团经营的当务之急是要强化内部报告体系的建设，以控制财务风险。特别是伴随着企业集团的飞速发展，子公司的数量也在不断增加。厉雪青 (2021) 通过对子公司存在的主要财务风险进行分析，具体来说包含组织结构、财务信息及担保风险，认为企业集团对子公司的管理存在着很大的困难，所面临的财务风险也比较大，所以，一定要注重集团内各子公司的财务风险控制。

除此之外，由于企业集团的特殊性，其很容易滥用大股东权力发生交易行为，从而产生财务风险。孙利波 (2020) 认为在管控财务风险时，企业要抓住主要风险，跟随企业集团当前所处环境，从顶层加强管控，将财务风险发生的概率降低，实现损失的最小化。

### (2) 财务流动性层面的风险管控

从财务活动的重要环节来看，包含筹资风险、投资风险、流动性风险等。本文将对财务流动性层面产生的风险进行研究。

就财务流动性而言，国外学者 Hawawini, Viallet (2005) 表明财务流动性主

要包括企业的短期偿还能力和现金循环能力。国内学者葛家澍等（2008）认为财务流动性主要对企业一年内可变现的资产及应偿还的负债进行研究，流动性的本质就是企业在日常业务中现金流的分配与重组，倘若企业没有预计未来现金流入，就如同身体缺乏血液，交易事项随时可能暂停，企业可能会在市场中消失。当企业财务流动性出现问题，若未及时管控风险，极易导致风险不断累积最终产生财务危机，对此，褚韵译（2011）将美国学者 Erik Banks 对流动性风险的定义译为因缺乏获得现金和现金等价物而导致损失的风险。

对于财务流动性风险的管控，国外学者 Lins 等（2016）提出，在公司的不同发展阶段，持有的现金量不同，在企业快速发展且发展良好的时候，企业会增加银行贷款来把握投资，在企业发展遇到困难的时候，企业倾向于持有现金来防范风险。国内相当一部分学者也对其进行了深入研究。葛建春（2019）表明可以通过完善流动性风险内控机制来实现管控。刘汝军（1998）认为优化资产结构、合理安排筹资结构，以低成本来避免因流动性不足或剩余而产生的损失是流动性风险管理的目标。究其原因，夏冬林（2009）指出由于企业生产规模过大，流动资金跟不上企业发展需要，导致流动资金经常处于紧张状态，紧急情况一旦出现，企业的资金流便容易出现问題。对此，张瑞君（2015）认为资金是企业的命脉，健康的资金流对于企业集团生存和发展的关键。那么如何识别流动性风险，袁业虎（1999）提出流动性风险主要体现在资产变现力与偿债力两方面：即资产结构的不合理削弱资产变现能力，筹资结构的不合理造成短期内偿债具有紧迫性。故可以从资产的变现能力和偿付能力来分评析企业的流动性风险。关于财务流动性风险的控制，孟枫平（2008）通过对造成流动性风险产生的外部因素与内部因素进行分析，得到结论：首先要从内部因素着手来应对流动性风险，以识别流动性风险产生的根源。

## 1.2.2 企业集团多元化战略研究

为适应经济环境的变化，近年来，越来越多的企业集团进行多元化战略转型，从单一业务向多元化业务发展。鉴于本文研究的重点在于财务流动性风险传染及如何管控财务流动性风险传染，因此该部分的主要文献资料较多依赖于国内文献。

### （1）多元化战略与财务风险的关系研究

国外部分学者认为多元化能够分散风险。例如，Livnat,Amit（1988）认为实

施多元化战略的企业可以通过资产组合分散风险,并且多元化经营有助于稳定现金流,从而降低财务风险。

不过,大多数学者认为多元化对财务风险呈消极影响。Scharfstein(2000)研究表明,多元化经营是企业的一种投资方式,如果持续地进行多元化扩张,就有可能会出现资源配置失误的问题,从而会增加财务风险。Fisal(2017)等人通过研究发现企业不同的业务之间会存在互相竞争资源的情况,会提升财务风险。

少数学者不认为多元化经营与财务风险存在关联性。Dundas、Richardson(1982)对美国500强公司的实证分析发现,多元化经营对公司的财务风险有较大影响,这和公司的内部和外部环境有很大的关系。

我国学者和外国学者在这一问题上达成共识。少数学者认为多元化战略对财务风险会产生正向影响,张耕等(2020)通过对企业多元化战略对企业风险的影响机理进行实证研究后得出,多元化战略能够降低企业的特有风险。但也有不少学者持相反观点,认为随着多元化程度的加深,资金的流动会使企业财务风险上升,孟善飞(2019)表明企业在实施多元化战略时经营业务数量会大幅增加,势必需要大量的资金维持运营,一旦超速扩张,企业很可能因为融资需求产生资金压力,甚至出现资金链断裂、企业破产等风险。

除此之外,还有少数学者认为多元化战略与财务风险并非呈简单的正负相关关系。杨军等(2020)进行实证研究后发现,多元化程度与企业财务风险之间呈现出“U”型关系。即随着多元化程度的不断提高,企业面临的财务风险先升后降,并且当多元化行业的数量为5时,财务风险水平达到最低。马文丽(2019)进行实证研究后认为,非相关多元化程度处于中等水平时,上市公司的财务风险无显著改变,当多元化程度较低时,财务风险会降低。

## (2) 多元化战略选择研究

无论何种多元化战略,在选择实施时都应量力而行。在国内学者的研究中,杨强(2008)等认为在选择多元化战略形式时需考虑交易成本及协同效应的高低。

王振馨等(2009)认为企业在实施多元化战略时,应基于企业资源进行扩张,以实现企业利润最大化。栗洋(2016)的实证研究结果显示两两相关的多元化战略对企业绩效具有调节功能。曾毓香(2012)从管理风险、经营风险、财务风险、核心竞争力下降风险四个层面对非相关多元化可能给企业带来的风险进行了分

析，认为企业实施该战略必须理性和量力而行，不要片面追求“大”而“全”，应充分利用自身的核心竞争优势，做“专”，做“精”，实现内生式增长。虽然现实中有许多实施非相关多元化战略失败的惨痛案例，但实施非相关多元化发展的经营者总是前赴后继。许青萍（2010）认为决策者在采取和执行离心多元化战略时，往往会倾向于看到“馅饼”，而忽略“陷阱”。

### 1.2.3 企业集团财务风险传染研究

首先，根据关联交易理论，企业集团中的某一子公司发生财务风险时，由于存在关联交易，该风险极有可能传染到集团其他子公司，甚至可能导致其他子公司也产生财务风险。其次，当某个子公司出现财务风险时，不仅会造成财务风险在企业集团内部的成员公司之间传染，还会在外围企业、金融机构、投资者之间进行财务风险传染，进而对金融机构、社会经济秩序的良好运行产生不利影响。

#### （1）企业集团内部财务风险传染研究

国外学者对于企业集团风险传染的研究比较丰富，而且大多研究集中于金融风险传染的研究，少部分研究企业集团财务风险的传染。Y.Hou等（2014）认为集团之间经济关系的关联性提高了违约风险事件传染的概率，信用、债务等风险传染都是财务风险传染的具体体现。Altman（1993）认为银行贷款可以对公司的信誉产生影响，进而影响到关联企业，进而可能发生违约情况。

在我国现有的研究中，学者对于企业集团财务风险传染的研究并不多，且研究多侧重于企业集团内部的财务风险传染。目前国内的研究中，大都认为集团内部各成员之间的财务风险传染主要通过关联交易行为发生。首先，纳鹏杰等（2017）将集团内部的关联交易、关联担保及关联债务视为财务风险传染的重要途径。其次，罗晗予等（2021）对盾安集团及雨润集团的财务风险传染路径分析后认为，母子公司间经常性的关联交易及紧密的关联度会让集团内部财务风险传染更为复杂。最后，夏子航、谢伟（2020）实证研究发现，过度的投资会导致集团内部财务风险的传染。

从关联交易来看，孙红等（2016）在对文献梳理后指出关联赊购是关联交易中最多、最频繁的一种方式，关联交易可能通过掏空的手段对中小股东利益造成损害，亦或充分利用内部资本市场来降低交易成本。从关联担保来看，王去非等（2012）认为担保链条的风险主要来自资产负债表和信息渠道，可能导致企业的

或有负债变为真实负债，从而引发企业信用风险，甚至殃及相关优质企业，导致其陷入财务困境，同时，也将在某种程度上影响地区经济和金融的稳定性。就信用关联而言，陈庭强等（2022）认为信用关联超网络会将债券违约风险传染给关联企业，此外，信息不对称、公司的财务风险、债券投资者的认知偏差等都会增加债券违约风险的蔓延速率和波及面。

此外，我国民营企业集团中 90%都是家族企业集团，企业集团实控人在追逐最大利益的驱动下，倾向于设立多层次子公司来实现控制权的转移。苏勇、张军（2012）实证研究发现，家族式大股东采用“金字塔持股”等手段将现金流权与控制权分离，并以多种形式侵犯中小股东和底层公司的利益。

### （2）企业集团外部财务风险传染研究

目前国内已有的研究多集中在集团内部财务风险的传染上，关于企业集团外部财务风险传染的研究较少。

首先，沈俊（2011）将核心企业之外的外围企业（无直接利益关系）之间产生的财务风险传染定义为外部企业间的财务风险传染，其认为由于供应链本身的固有特性及受内外部环境的影响，该风险传染路径在供应链网络中最为典型。其次，董芳（2012）认为风险源、风险流、风险载体及风险阈值构成了风险传播的四要素，企业融资产生财务风险，该风险累积形成风险流，并且当风险超过了某一风险阈值，财务风险就会依赖某种媒介，通过一定的渠道传播至企业的各个层面；就企业的外部层面而言，财务风险会通过上下游企业形成的价值链传播，也会通过与产品、竞争者、政府部门等一系列利益相关者形成的利益链进行传播。最后，陈庭强（2021）通过研究发现，违约风险会在一个复杂的、多层次的信用关系超网络中蔓延并蔓延到相关的经济实体，羊群效应及资产流动性较差等因素形成的财务风险是银企交易对手信用风险蔓延的原因之一，由标的资产信用质量引起的信息不对称加快了银行和企业间信贷风险的蔓延速度，更有可能加剧信用风险传染的破坏力度。

### （3）财务风险传染管控研究

在我国现有关于管控企业集团内部财务风险传染的研究中，马巾英（2019）通过对高新区的财务风险蔓延效应分析后认为，尽管关联担保行为有助于解决企业融资难的问题，但担保不力会给担保公司造成财务风险的发生，因此管理者应

设立监督机构，健全相关管理体系，改善银企间的信息不对称问题，以更好促进企业的融资。迟旭升等（2011）指出若在执行法律法规过程中能对大股东的违法行为采取严厉的处罚措施，便可以抑制大股东谋一己之私的行为，在此基础上，上市公司应对股权结构进行优化，使股权集中度保持相对集中。关于控制企业集团财务风险向外传染的研究，陈志斌（2019）认为政府可以通过减少信息不对称来防范流动性风险的传染，也可以通过构建合理的金融保险体系来降低违约率。傅宝汉（2019）认为银行在对企业进行放贷时，要加大对其经济实力的评估，扩展财务报表涉及范围，并拓宽自身经济范围，进而减少经济损失。此外，赵竹明等（2022）提出企业在对外投资时应格外警惕投资行为特别激进的公司。

#### 1.2.4 文献述评

在对企业集团的财务流动性风险管控、多元化战略及财务风险传染方面的相关文献进行梳理后，发现国内外学者在这三个方面的研究观点大致相同。

首先，在财务风险管控方面，国内外学者普遍认为降低负债、优化资产结构、及时感知并评价财务风险是有效途径，针对财务流动性风险而言，合理的融资和资产结构对企业的发展至关重要，流动资金跟不上企业发展的需要便会容易出现资金断裂问题；其次，在多元化经营与财务风险的关系方面，国内外学者的观点基本一致，均认为与财务风险有三种关系，即正向影响、反向影响及无显著影响关系，那么，企业应如何进行多元化战略的选择，国内学者大都认为企业应谨慎扩张，围绕自身的核心竞争力进行相关多元化跨界，并促进业务间的协同；最后，在财务风险传染的研究上，国内学者集中研究企业集团内部的财务风险主要通过集团成员间的关联交易路径进行传染，外部的财务风险主要通过利益链、价值链对企业、银行等金融机构、政府、投资者等产生风险传染；对此，国内学者普遍认为改善企业集团自身经营状况、优化资本结构是根本解决方法。

总体来说，国内外学者对企业集团的财务风险管控及多元化战略的研究较为成熟，在企业集团的财务风险传染研究方面，国外比国内的研究早且多，国内的理论研究大多集中在财务风险如何在集团内部进行传染的，但该风险对集团外部的利益相关者造成的损失也不容忽视。因此，本文研究在此基础上，加入企业集团外部的财务流动性风险传染路径，从集团内外部出发，对财务流动性风险传染进行研究，进一步充实财务风险传染的内容。

### 1.3 研究内容与方法

#### 1.3.1 研究内容

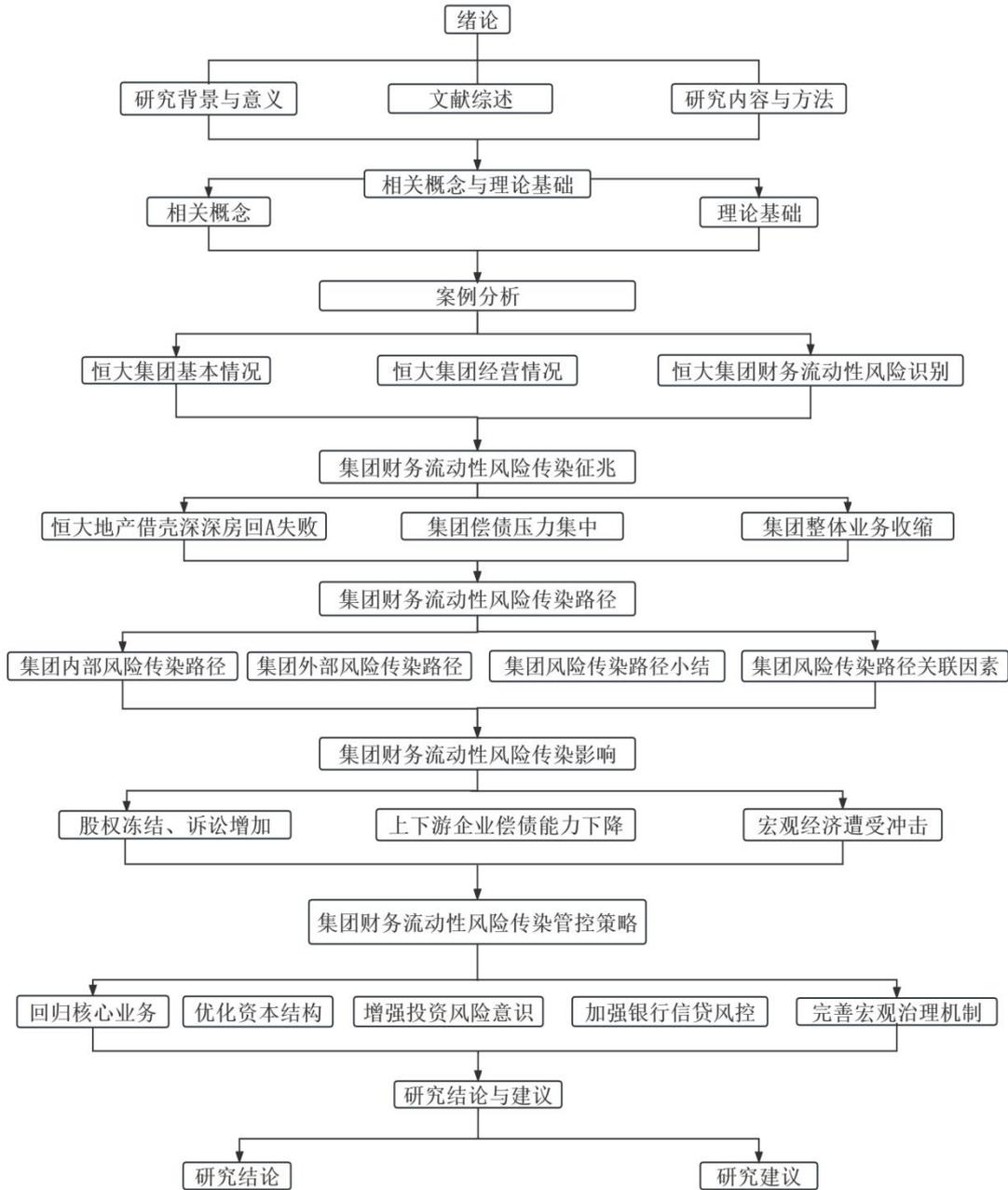


图 1.1 技术路线图

本文通过八个部分对恒大集团的财务流动性风险传染进行研究：

第一部分：绪论。首先阐述本文的选题背景及研究意义；然后梳理国内外关于企业集团的财务风险管控、多元化战略及财务风险传染已有文献并进行综合述评；最后明确研究内容，并对本文采用的研究方法进行介绍。

第二部分：相关概念与理论基础。该部分将首先介绍财务流动性、流动性风险及风险传染的概念；其次将介绍产权理论、交易成本理论、离心多元化理论及关联交易理论，为下文的文章做铺垫。

第三部分：案例分析。该部分首先从发展历程、业务板块与股权结构及多元化战略扩张进程对恒大集团基本情况进行介绍，然后对其经营情况进行分析，最后分别从资产、负债、利润等方面入手对财务流动性风险进行识别。

第四部分：恒大集团财务流动性风险传染征兆。该部分将从恒大地产借壳深深房回 A 失败、恒大集团偿债压力集中及整体业务收缩三个层面对恒大集团的财务流动性风险传染征兆进行分析。

第五部分：恒大集团财务流动性风险传染路径。该部分从关联交易、经营活动及融资活动出发分别对集团内外部风险传染路径进行研究，并得出传染一般规律，然后从内部资金管理模式的三方面出发，对风险传染路径关联因素进行分析。

第六部分：恒大集团财务流动性风险传染影响。该部分将从微观、中观及宏观的视角出发，以恒大集团自身到上下游企业再到宏观经济及银行等金融机构为线条对集团财务流动性风险传染影响进行分析。

第七部分：恒大集团财务流动性风险传染管控策略。该部分将基于前文的分析，从回归核心业务、优化资本结构、增强投资风险意识、加强银行信贷风控及完善宏观治理机制五方面提出管控财务流动性风险传染的策略。

第八部分：研究结论与建议。本部分将基于前文的分析，得出研究结论，并从三个方面提出相关建议。

### 1.3.2 研究方法

选择案例研究法作为本文的研究方法。本文以恒大集团为研究对象，通过收集、整理恒大集团的相关资料，从多元化扩张视角出发，对其财务流动性风险传染路径及影响进行分析，总结财务流动性风险传染一般规律，并结合案例公司的实际情况及相关理论基础，提出关于发展多元化战略的建议。

## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 财务流动性

财务流动性主要研究企业一年内可变现的资产和应偿还的负债，通过相关财务指标衡量企业的短期偿债能力及现金循环能力。流动性的本质就是公司在正常运营过程中的资金流量分配以及资金流量的再安排，企业若没有未来现金流入，就等同人体缺乏血液，交易可以在任何时候中止，企业将会在市场上走向灭亡。

#### 2.1.2 流动性风险

流动性风险主要反映在变现力与偿债力风险两方面：即由于资产结构的不合理使得资产变现能力减弱、筹资结构的不合理造成短期内偿债具有紧迫性。当企业出现财务流动性问题时，若未及时进行风险管理，极易导致风险不断累积最终爆发财务危机。

#### 2.1.3 风险传染

根据关联交易理论，当企业集团内某个子公司出现财务风险，由于存在关联交易，该风险极有可能传染到集团其他子公司，甚至可能导致其他子公司也出现财务风险。其次，当企业集团某个子公司发生财务风险时，不仅会使财务风险在企业集团内部的成员公司之间传染，还会在外围企业、金融机构、投资者之间进行财务风险传导，进而对金融机构、社会经济秩序的良好运行产生不利影响。

### 2.2 理论基础

#### 2.2.1 产权理论

产权，即财产权利，是一种经济所有制关系，是对诸如占有，支配，使用，收益及处置等权利的约束。企业产权是以企业财产为基础的各种权利，主要包括所有权、经营权及收益权等。财产权是一套包含多种权利及当这些权利受到限制或损害时给予惩罚的完整系统。产权制度实际是人们之间行使一定行为的权力，是一切经济活动进行交易的前提。

对财产权进行了界定，以确定哪些人应当支付费用，这样就能让财产权在市场上进行买卖，并能得到市价，同时也可以促进交易效率的提升。

### 2.2.2 交易成本理论

诺贝尔经济学家科斯提出交易成本学说,该理论主要对企业的本质进行说明。在一个经济体系中,因为公司的分工不一样,就出现了一种专业分工的现象,但运用市场化定价功能的费用比较高,便形成了一种企业机制,它是人类追求经济效率而产生的组织体系,交易成本在人类社会生活中发挥着重要的作用。

清晰的产权可以能对制约权利,若不产生交易费用,无论如何定义权利,都可以利用市场交易来优化资源配置。然而,现实生活中只要有交易发生,就会产生交易费用,因此,要想提升经济效率,必须对产权进行清晰界定。

### 2.2.3 离心多元化理论

离心多元化也称非相关多元化,是一种多元化形式。企业拥有的多项业务没有实质上的相似之处,即重点不在于技术和价值链活动上,更多的是把重点放在每个业务均可给企业带来盈利。旨在分散财务风险,把财务资金用于获得最佳利润的机会上,降低盈利水平的变化幅度并增加股东价值。需要重点说明的是:企业在对各种非相关业务进行高效管理上存在困难,很多实施离心多元化战略的公司表现的要比预期差。

### 2.2.4 关联交易理论

除了法人,关联方也包含自然人,关联交易指的是集团公司或其子公司与在本公司直接或间接享有权益的关联企业之间发生的交易。其特征主要是:交易双方一方是公司,另一方是关联方;名义上,交易双方的法律地位平等,但实际由关联人一方所决定;若交易双方存在利益冲突,关联人可能通过控制权损害公司利益。

## 3 案例分析

### 3.1 恒大集团基本情况

#### 3.1.1 集团简介

1996年，恒大集团在广东省广州市成立，2009年于香港联合交易所挂牌上市（股票代码：03333），2016年由“恒大地产集团有限公司”更名为“中国恒大集团”。

##### （1）1996-2014：壮大房地产阶段

自1996年成立以来，恒大集团推行“三年计划”。第一个三年计划中（1996-1999），恒大地产荣登广州地产10强；第二个三年计划中（2000-2002），稳扎稳打发展根基，恒大地产位居广州地产10强第一；第三个三年计划中（2003-2005），恒大地产推行紧密型集团管理模式，启动精品战略；第四个三年计划中（2006-2008），恒大地产在全国布局，跻身中国房企20强；第五个三年计划中（2009-2011），恒大地产在香港挂牌上市，各项重要经济指标均列行业第一；第六个三年计划中（2012-2014），恒大地产销售额首次突破千亿。在该阶段，恒大地产实现了丰厚的资本原始积累。

##### （2）2015-2020：发展多元化产业阶段

自第七个三年计划起（2015-2017），恒大集团踏上多元化扩张之路，除主业地产外，还涉足金融、互联网、文化旅游、健康、农牧等领域，总资产上万亿，年销售规模超4000亿。到第八个三年计划阶段（2018-2020），恒大集团继续将下一个多元化产业定位到新能源汽车领域，并努力建设成全球规模最大、实力最强的新能源汽车集团。

##### （3）2021-至今：陷入财务危机阶段

截至目前，正直恒大集团实施第九个“三年计划”之际。如今恒大已实现由房地产到“多元产业+数字科技”的转型，涵盖了衣食住行、文旅康养等各个方面。但2016-2020年间，恒大集团的资本进行无序扩张，且大规模高成本举债以支持八大业务板块的发展，期间，销售增长乏力、项目利润空间下行，其不断通过借新还旧的方式进行债务、利息等的偿还，直至2020年关于房地产行业融资新规“三条红线”的出台使得融资受到约束，然而恒大集团约90%的营业收入都来自房

地产板块，多元化产业基本都处于亏损状态，带来的利润并不可观，甚至存在侵蚀地产板块的利润的嫌疑，再加上股东的分红过高、各种在建项目压钱等多方原因造成恒大集团因无力偿还到期债务、现金流不足引发财务危机。

### 3.1.2 业务板块与股权结构

进入 2015 年后，恒大集团开启大规模多元化扩张之路，到 2016 年，已拥有房地产、互联网、金融、健康、农牧、文旅等产业，此后又相继拥有房车宝、新能源汽车及物业三大产业，这些产业也大致构成了恒大集团的八大业务板块。

截至 2021 年 12 月 31 日，恒大集团由董事局主席许家印通过其全资拥有子公司——鑫鑫（BVI）有限公司间接持股 70.73% 的股权，成为恒大集团绝对控股股东。从图 3.1 横向结构来看，恒大集团间接持股或控股八大业务集团，八大业务集团分别形成八个总部集团，下设若干地方公司。总部成立职能中心、业务中心等，对各项业务进行全面决策，并由地方公司贯彻执行，且职能权力高度集中于总部。从纵向结构看，内部分为三层组织架构，分别是恒大集团层面——集团公司层面——地方公司、子公司及控股公司层面。

因本文将研究财务流动性风险传染，故需将恒大集团曾拥有的与财务流动性风险出现后现存的业务板块一同呈现，便于从整体进行分析。为了方便观察，此处将现存且拥有的业务板块以蓝色标注，不再持股或少量持股的业务板块以绿色标注。

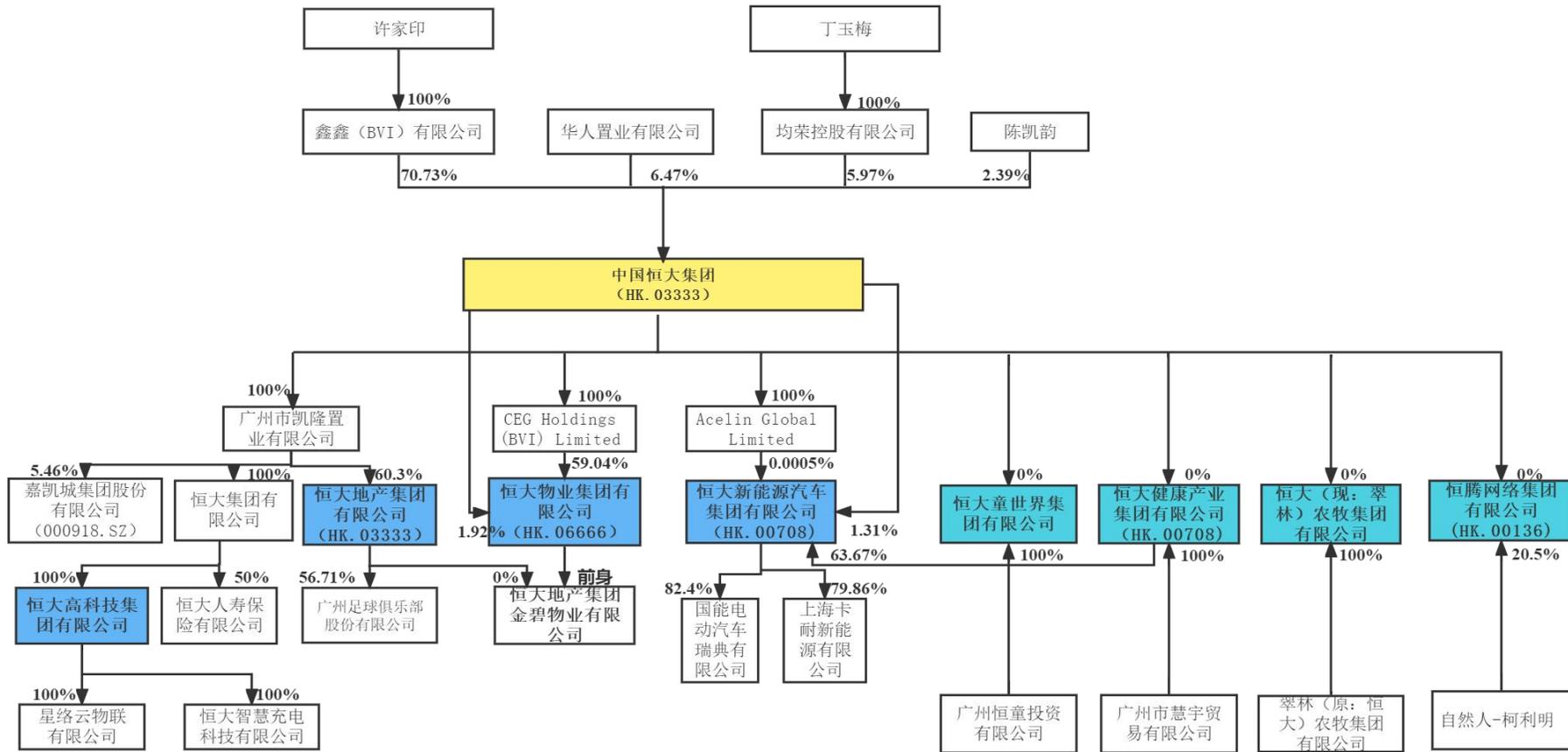


图 3.1 恒大集团 2021 年 12 月 31 日业务板块与股权结构

资料来源：恒大集团公司公告及公开资料整理

### 3.1.3 多元化扩张战略实施进程

秉承“大而强”的战略思想，恒大集团不仅在非相关多元化领域规模扩张，同时房地产方面也从 2006 年开始不停拿地进行全国项目布局，扩张路线为二线城市——三线城市——一二线城市，截止 2020 年已有项目数量 798 个，遍布全国 234 个大中小城市，土储面积达 2.31 亿平方米，相较扩张初期的 2 个项目、20 多个主要城市、1.4 亿平方米土储面积而言，房地产已实现大规模扩张。下表 3.1 呈现了 2014 年-2020 年恒大集团的多元化扩张之路。

表 3.1 恒大集团 2014 年-2020 年多元化扩张之路

年份	进入行业	主要扩张事件	对价	
2014 年	农业	成立“恒大农牧集团有限公司”	-	
	金融	收购“中新大东方人寿”50%股权，并更名为“恒大人	39.39 亿元	
	互联网	恒大、腾讯共同认购马斯葛增资 75%，恒大认购 55%，并更名为“恒腾网络”。	5.51 亿元	
2015 年	健康	收购香港“新媒体”，持股 74.99%，并更名为“恒大健康产业集团有限公司”。	9.5 亿港元	
	文旅	成立“恒大童世界集团有限公司”	-	
	房地产	全面要约收购“嘉凯城”股份，持股 57.8%。	36.09 亿元	
2016 年	科技	成立“恒大高科技集团有限公司”	-	
	2018 年	汽车	收购美国“Smart King”公司 45%股权	67.46 亿港
		汽车	收购全球最大汽车经销商“广汇集团”41%股权	145 亿元
汽车		收购“国能电动汽车瑞典有限公司”51%股权	9.3 亿美元	
2019 年	新能源	收购“卡耐新能源”58%股权	10.6 亿元	
	机械	收购“湖北泰特机电有限公司”70%股权	5 亿元	
	科技+服务	恒大集团与全国 152 家中介机构重组成立“恒大房车宝集团有限公司”	-	
2020 年	影视	“恒腾网络”全资收购“儒意影业”及“南瓜电影”	72 亿港元	
	房地产	分拆“恒大物业”于联交所主板独立上市	-	
	汽车	由“恒大健康产业集团”更名为“恒大新能源汽车集团”	-	

资料来源：恒大集团公司公告及公开资料整理(注：“-”代表未查询到交易数据)

恒大集团迅猛扩张的背后，除了自有资金的支持，还大量举债，高额的举债成本也是造成此后恒大集团出现财务流动性不足的重要原因。

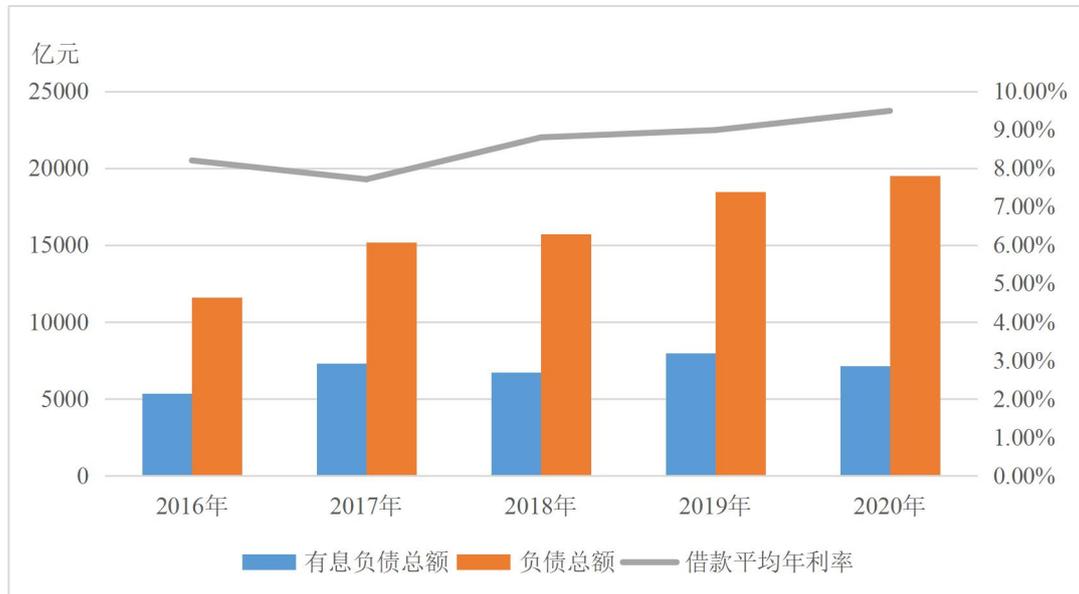


图 3.2 恒大集团 2016 年-2020 年负债与借款平均年利率变化情况

资料来源：恒大集团 2016-2020 年报

2016 年-2020 年恒大集团的负债总额在逐年增加，其中有息负债也整体呈增长趋势，且借款平均年利率也基本在逐年上涨，2020 年高达 9.49%。反观地产巨头“万科”，其在 2020 年的借款平均年利率仅有 5.7%。这意味着恒大集团做大做强的同时，不仅大量举债，还付出了高于同行将近两倍的筹资成本，这势必会缩减利润。

恒大集团虽不断斥资进军其他领域，但房地产仍是核心业务，大部分投融资活动主要围绕房地产展开，出于降低交易成本等目的，恒大集团也不可避免存在关联交易。恒大物业在分拆上市之前，作为恒大地产集团的子公司“金碧物业有限公司”，借助母公司的强大实力，每年从母公司得到足够多的管理面积，随即在全国迅猛发展。而且，物业作为轻资产具有现金流充足等优势，恒大物业上市后，通过担保的方式为恒大集团融入资金；除了与集团内部的集团公司产生关联交易外，恒大集团还向联营、合营企业销售商品、提供劳务等，对关联方存在不少数额的应付款项，有占用关联方资金的嫌疑。此外，2016 年-2019 年间，恒大集团不断收购盛京银行股份，最终持股比例达 34.5%，成为盛京银行最大股东，

对其产生重大影响，盛京银行的房地产贷款占比也因此呈现逐年升高趋势。

### 3.2 恒大集团经营情况

“恒”象征连绵不绝、经久不衰，“大”象征增益发展、日益壮大。但近期恒大集团的经营状况并不容乐观，似乎与打造“百年恒大”的企业宗旨逐渐背离。



图 3.3 恒大集团 2016 年-2020 年营业收入情况

资料来源：恒大集团 2016-2020 年报

恒大集团自 2015 年开始大规模多元化扩张，到 2016 年集团的业务已经变得更为多元化。恒大集团虽经营多项业务，但 2016 年-2020 年集团的营业收入平均 95% 都来自房地产业务，其次是物业带来的收入，这也反映出恒大集团的收入结构不合理，多元化产业并没有给集团带来更多创收。那么，当恒大集团产生流动性不足进而引发财务危机时，这些多元化产业非但不能提供援助，反而会拖累整个集团，最后只能通过资产处置的方式来缓解资金紧张的压力。

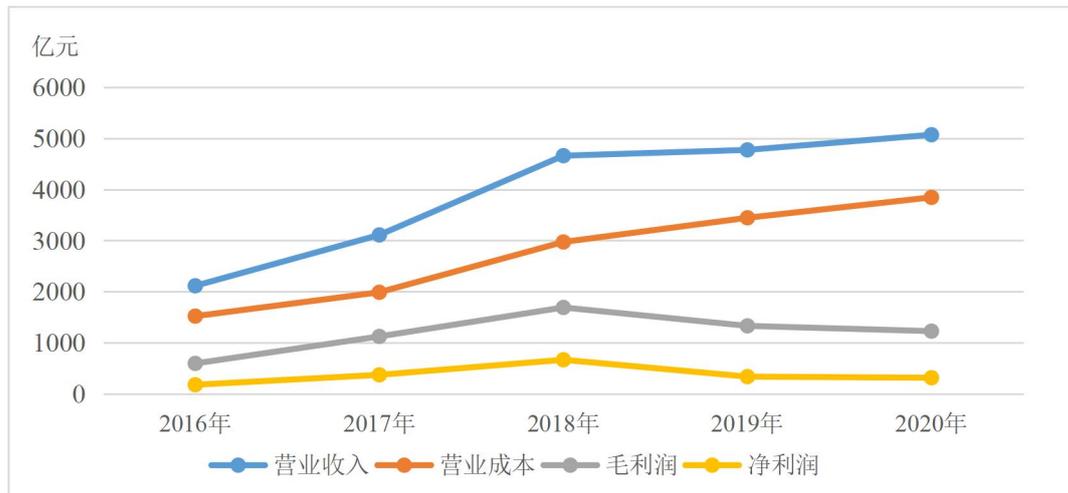


图 3.4 恒大集团 2016 年-2020 年利润水平变化情况

资料来源：恒大集团 2016-2020 年报

随着经济环境的变化，土地成本、资本化率、建安成本等有所增加，恒大集团的销售成本及各项费用也在不断上升，这都将对利润产生影响。

2016-2020 年间，恒大集团的营业收入及营业成本持续攀升，且营业收入在 2018 年之后增速放缓，但利润却在 2018 年后逐年下降，这不仅与此前集团拿高价地，以及不断攀升的各项成本及费用有关，还与 2019-2020 年间开展的售房促销活动相关。虽然合约销售面积逐年增加，但 2019 年及 2020 年均价分别同比降低 2.2%、13%，再加上收入结构不合理，收入的增长速度自 2018 年之后放缓，使得营业收入的增速不及营业成本，从而造成利润不断减少。

恒大集团 2016 年销售额位列全国第一，年末现金余额也创下了自上市以来新高，为 3043.29 亿元，但自 2016 年之后，现金余额却逐渐下降，直至 2020 年减少为 1807.47 亿元。

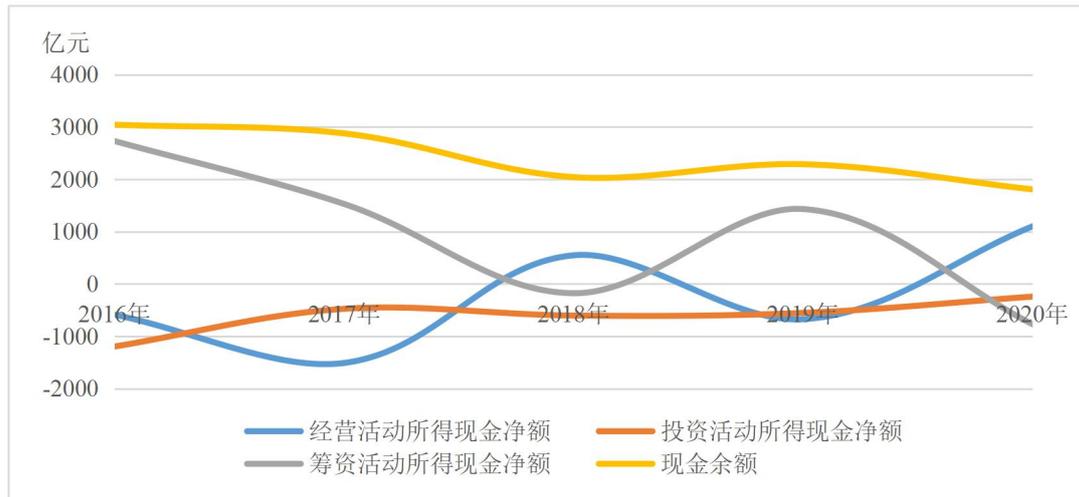


图 3.5 恒大集团 2016 年-2020 年现金流量变化情况

资料来源：恒大集团 2016-2020 年报

恒大集团在 2015 年已基本实现了多元化扩张,2016-2017 年正值集团的高速发展期,集团通过筹资来维持日常生产经营活动,但除房地产外,其他业务的收益相对微弱,甚至亏损,因此经营活动所带来的现金净额相对较少;2018 年合约销售面积及均价都有所上升,经营活动现金净额在 2018 年回正,筹资活动现金净额转负是由于有息债务利息较高以及为了降低净负债率;紧接着 2019 年由于成本上升、销售不力等原因,经营活动净额又为负,恒大集团再次筹资来弥补资金缺口;此后 2020 年遭受宏观经济的冲击,恒大集团采取打折售房的方式加速回笼资金,经营活动现金净额又回正,避免了现金流危机。由此看来,恒大集团的经营活动现金净额并不稳定。除此之外,2016 年-2020 年间恒大集团的投资长期处于亏损状态,然而债务规模的扩大一定会增大还款压力,集团若不加快经营活动现金净额的回款速度,随时可能引发现金流风险。

### 3.3 恒大集团财务流动性风险识别

#### 3.3.1 资产充足但变现能力不足

当企业资产整体流动性较弱,其财务风险便会随之增大,企业会因为资产变现能力弱而不足以偿还债务,从而引发流动性风险。

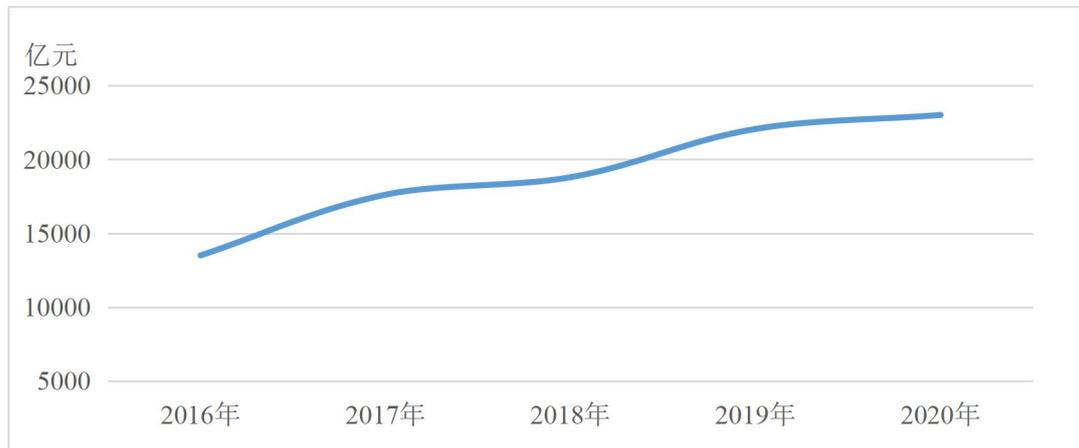


图 3.6 恒大集团 2016 年—2020 年资产变动情况

资料来源：恒大集团 2016-2020 年报

随着恒大集团的不断扩张，自 2016 年起，恒大集团资产总额以年均 14.7% 的速度不断增加，至 2020 年 12 月 31 日，资产总额为 2.3 万亿元，但恒大集团资产的变现能力却不足。

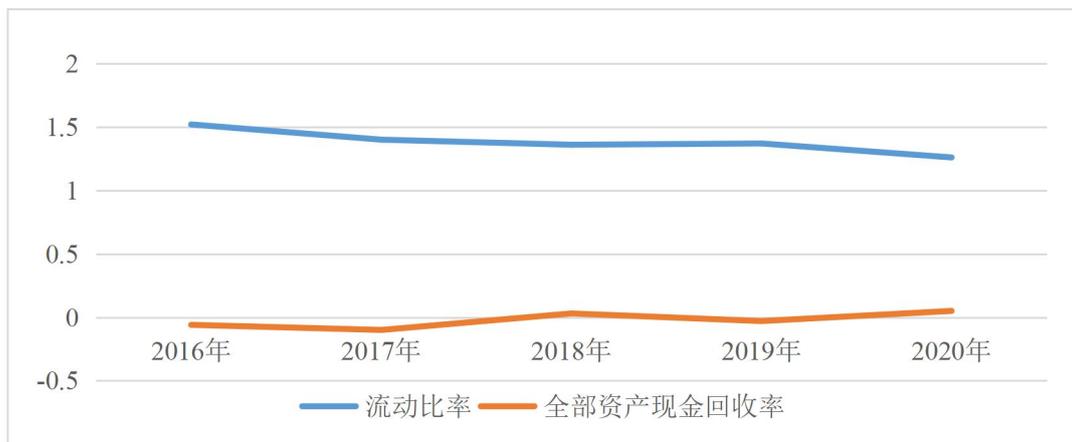


图 3.7 恒大集团 2016 年—2020 年资产变现能力

资料来源：恒大集团 2016-2020 年报数据整理

2016-2020 年，恒大集团的流动比率均在 2 以下，并且呈逐年下降趋势，这说明恒大集团的资产变现能力在不断减弱。由于流动比率无法评估未来现金流量，此处通过全部资产现金回收率对资产变现能力做出进一步分析。从图 3.7 来看，恒大集团全部资产现金回收率呈现围绕“0”上下波动的趋势，且基本都处于 0 以下，这意味者资产的利用效果不好，未能创造更多的现金流。

### 3.3.2 流动负债逐年增加

经营活动现金流对流动负债的比率越高,说明企业的短期偿债能力越好,若该指标呈现下降趋势,则可能出现经营活动产生的现金无法偿付流动负债的风险。



图 3.8 恒大集团 2016-2020 年流动负债变化情况

资料来源: 恒大集团 2016-2020 年报

2016-2020 年间,在恒大集团的负债中,流动负债自 2016 年起逐年增加,年均占比较高,达到 71.76%,反映出恒大集团对短期资金的依赖性较强,说明企业短期内财务压力较大。

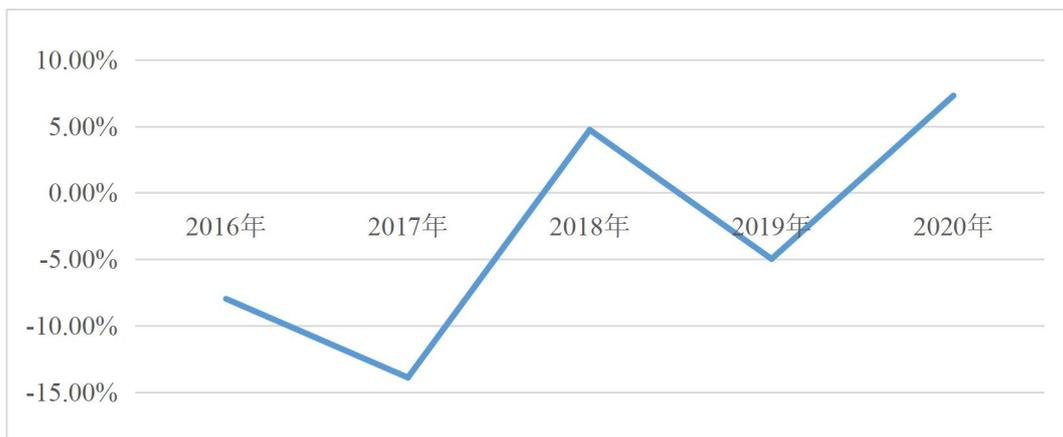


图 3.9 恒大集团 2016-2020 年现金流量比率波动情况

资料来源: 恒大集团 2016-2020 年报数据整理

通过前文图 3.5 看出 2016-2020 年间恒大集团的经营净现金流量不稳定,随着流动负债的不断增加,现金流量对其覆盖率较低。在图 3.9 中,恒大集团五

年的现金流量比率均在 10%以下，说明企业生产经营活动产生的现金净额较少，短期偿债能力不强。

### 3.3.3 净利润缺乏足够的现金保障

通常来说，净利润与现金流之间的依存关系越强，意味着企业的净利润质量越好，表明净利润的收现能力越强，企业的流动性和财务适应性就越强。



图 3.10 恒大集团 2016-2020 年净利润现金比率变化情况

资料来源：恒大集团 2016-2020 年报数据整理

前文图 3.4 显示 2016-2018 年间，恒大集团的净利润逐年上涨，但经营活动现金净流量在 2018 年初次回正，该期间内，恒大集团的净利润现金比率均小于 1，净利润较高，但经营活动现金流量净额较低，这表示企业的净利润质量较差，即便实现盈利，也有可能出现现金短缺的情况；在 2019-2020 年间，净利润逐年减少，经营活动现金净流量先降后升，这可能会阻碍恒大集团的发展。

整体来看，在 2016-2020 年间，恒大集团的净利润现金比率变化较大，虽然在 2018 及 2020 年该比率有短暂的回升，但并非由于自身经营活动得到改善而带来的，主要受市场环境及自身发展的影响。

### 3.3.4 现金流入过度依赖金融机构

从图 3.5 可以看出 2016 年-2020 年，恒大集团的投资活动净额持续负增长，现金流量主要源于经营活动和筹资活动，但恒大集团的经营情况并不稳定，当经营情况好转时，集团就会减少筹资活动，反之，则增加筹资活动。此外，图 3.11 呈展示出恒大集团 2016 年—2021 上半年筹资活动现金流入主要来自银行及其他

借款，这意味着自有资金不足，无法满足集团日常经营活动及发展的需要，恒大集团选择通过借款来增加现金流。



图 3.11 恒大集团 2016-2021 上半年筹资活动现金流入来源分布

资料来源：恒大集团 2016-2020 上半年年报

虽然通过银行借款可以暂时缓解资金紧张的压力，但从长远来看，借款利息的偿还也会再次缩减现金量，借新还旧的方式并不能真正解决现金流不足问题。

综上所述，2016-2020 年间，恒大集团自身的财务流动性风险一直潜在，直到 2020 年 8 月央行、银保监会等机构针对房地产企业提出三项指标，踩中三条红线的房企被划入“红档”，不能继续增加有息债务，且该政策于 2021 年 1 月 1 日起正式施行，恒大集团因踩中三条红线而于 2021 上半年陷入流动性风险，加速了财务危机的爆发。

## 4 恒大集团财务流动性风险传染征兆

2021 上半年，恒大集团出现财务流动性风险，若非此前的各种激进融资行为、资本无序扩张行为造成如今面临大量到期债务无法及时偿还的局面，恒大集团通过出售资产或许可能挽救自身，但正是因为盲目的发展致使恒大集团即使出售资产也无法弥补与负债之间的鸿沟，从而导致自身陷入流动性危机的同时，流动性风险也发生了外溢。本文从加速流动性风险发生的重要事件出发，对流动性风险传染征兆进行分析。

### 4.1 恒大地产借壳深深房回 A 失败

#### 4.1.1 恒大集团永续债损害股东利益

房地产行业具有开发周期长、投入资金量大等特点，仅凭房地产自有资金无法进行大规模发展，必须依靠外部融资，银行借款便是重要渠道之一，也正是与银行联系紧密，故政策性特别强。而永续债具有到期时间不限，持有人不能追索本金，只在每年定期收取利息，而且可以计入权益及不增加负债的特点，恒大集团开始以发行永续债的方式拓宽融资渠道，满足资金需求。

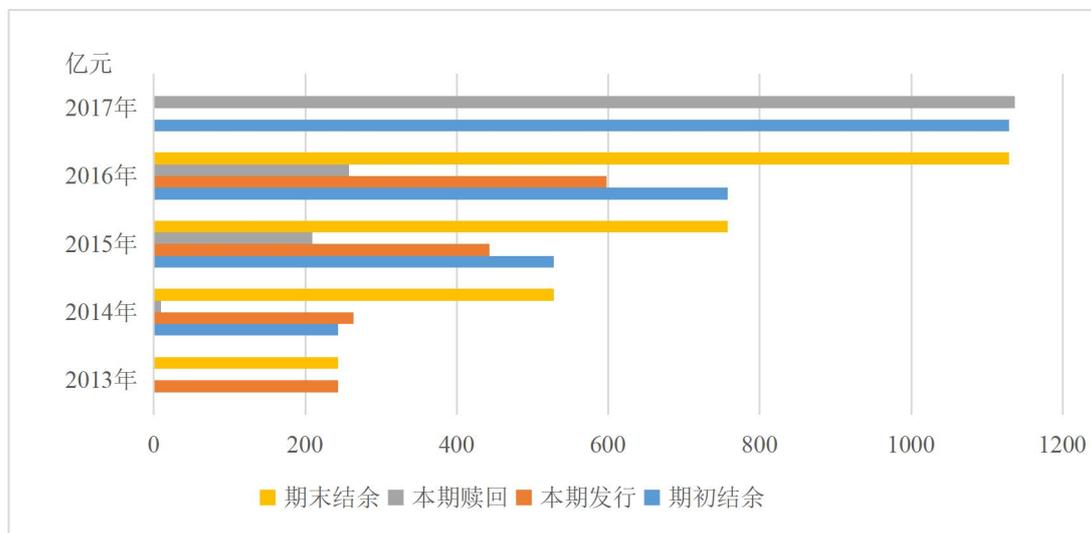


图 4.1 恒大集团 2013 年-2017 年永续债持有情况

资料来源：恒大集团 2013-2017 年报

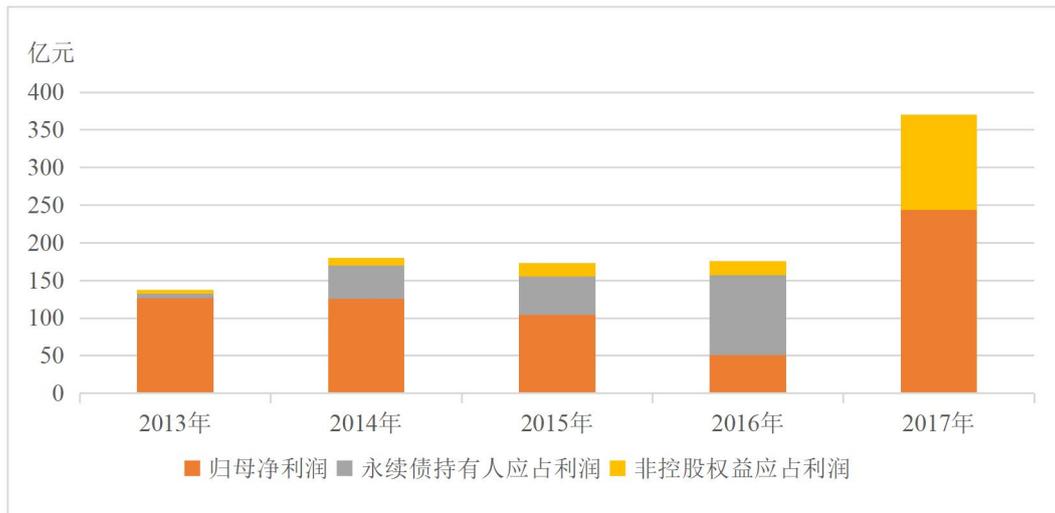


图 4.2 恒大集团 2013 年-2017 年净利润水平分布变化

资料来源：恒大集团 2013-2017 年报

恒大集团从 2013 年起发行永续债，2016 年发行量最多，2015 年开始大量赎回，到 2017 年永续债持有量为 0。永续债满足资金需要的同时也增加了资产，降低了负债率。但随着永续债发行量的不断增加，需要派发的利息也随之增多，归母净利润也越来越少，甚至在 2016 年永续债持有人应占利润超过股东，严重损害股东利益，于是 2017 年赎回全部永续债。

在房地产去库存、去杠杆背景下，国家对房地产政策不断调整，2016 年房地产调控政策持续收紧，恒大集团为了满足多元化产业发展的需要，除了银行借款外，不得不发展其他融资方式，于是，恒大地产借壳深深房回 A 便提上了日程。

#### 4.1.2 回 A 失败增加流动性风险传染可能性

据恒大集团公告显示，深深房、深圳投资控股、恒大地产及广州凯隆置业于 2016 年 10 月 3 日签署《关于重组上市的合作协议》，并就与深深房实施重大资产重组一事进行了约定。深深房通过发行股票或支付现金的方式收购恒大地产所有股份，交易完成后，凯隆置业将对深深房拥有控制权。此后，恒大地产在 2016 年 12 月 30 日、2017 年 5 月 31 日及 2017 年 11 月 6 日分别与三批共 27 家战略投资者签署总计 1300 亿元的战略投资协议，合计持股 36.54%，并约定于 2020 年 1 月 31 日前在 A 股完成重组上市，否则战略投资者可以要求凯隆置业以初始投资成本回购股份或无偿向战略投资者们转让恒大地产的部分股票。

2020年1月31日，恒大集团宣布推迟重组上市时间至2021年1月31日，之后于2020年8月出台的“三条红线”政策将恒大地产重组上市的美梦彻底击碎。2020年11月8日，恒大地产与深深房的重组计划终止，这意味着恒大地产想要回A股已不可能。

由于恒大地产引入战略投资时签订对赌协议，如果重组上市不成功，将付出巨大代价。然而，恒大集团此时正面临流动性风险，对赌失败对其来说无疑是雪上加霜。恒大集团遂于2020年11月22日与1257亿人民币战略投资者签订补充协议，转为普通股，剩余投资者持有恒大地产股份已由恒大集团以本金43亿人民币现金回购。

恒大地产不仅没能借壳深深房成功在A股重组上市，还占用了战略投资者的大部分资金，损害了其利益，恒大集团的流动性风险可能因此传染给战略投资者。

## 4.2 恒大集团偿债压力集中

截止2021上半年，恒大集团存在大量的短期到期债务，2021下半年又出现商票无法兑付，境内多笔到期债券成功展期，但境外债券因无法取得债权人宽限而违约的情况。

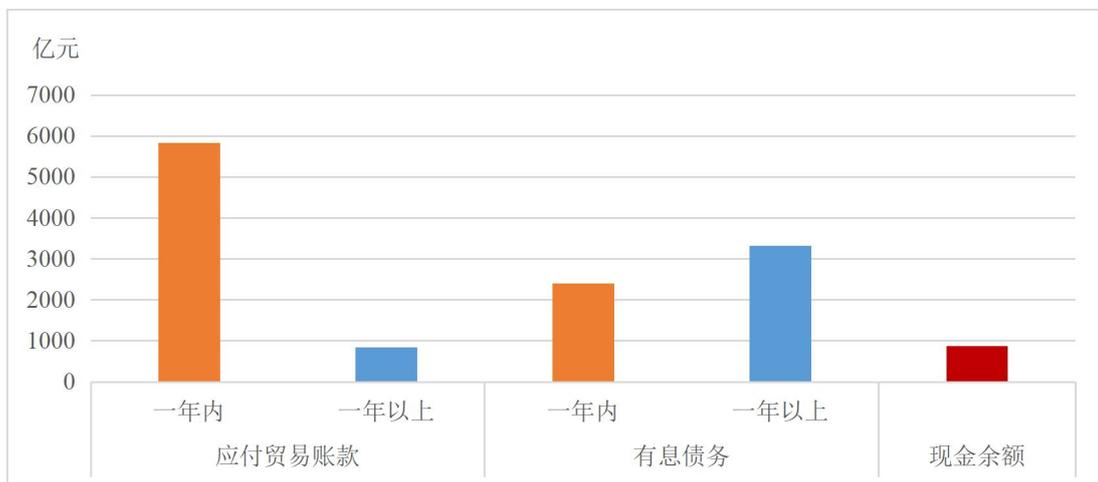


图 4.3 恒大集团 2021 上半年负债相关数据及现金余额情况

资料来源：恒大集团 2021 上半年年报

据恒大集团 2021 上半年财务报表可知，截止 2021 年 6 月 30 日，恒大集团总负债 19665.34 亿元，其中有息债务 5717.75 亿元，应付贸易账款 6669.02 亿元；

总资产 2775.75 亿元，但现金余额仅剩 867.72 亿元。

截止 2021 上半年，恒大集团一年内到期的有息债务及应付贸易账款合计达 8224.8 亿元，2021 下半年又出现债券违约情况，恒大集团此时偿债压力比较集中，以现有资金无法及时偿还所有欠款，而有息债务时间越长利息越多，只能先行偿还。那么，其他利益相关者很可能因不能及时收回欠款而出现财务流动性风险。

### 4.3 恒大集团整体业务收缩

在巨额债务压顶的情况下，恒大集团在处置收购资产的同时，也加快业务收缩的步伐，大量资产被悉数出售，集团从“多元化+数字科技”产业逐渐回归“地产+物业”核心业务。

2021 上半年开始，恒大集团旗下的多元化产业“恒腾网络”、“恒大冰泉”相继被全部出售、同时“恒大童世界”、“恒大地产”退出部分在建项目，“恒大汽车”部分股权被售卖，“恒大房车宝”也几近解散状态。表 4.1 为恒大集团业务收缩进程。

表 4.1 恒大集团 2021 年-2022 年业务收缩进程（亿元）

标的资产	业务收缩进程	对价	净收益
恒大房车宝	2021 年 3 月，出售 10%股权给战略投资者。	133.9	-
恒大童世界	2021 年 5 月，恒大集团股权全部退出。	-	-
恒大汽车	2021 年 5 月，出售 2.66%股份。	86.8	0
嘉凯城	2021 年 6 月，清仓 29.9%股份。	27.6	-
恒腾网络	2021 年 6 月-11 月，清仓 45.55%股份。	86.2	-67.48
高新投集团	2021 年 7 月出售 7.08%股份。	10.4	-
恒大冰泉	2021 年 8 月，清仓 49%股权。	20	-
盛京银行	2021 年 8 月-9 月，出售 21.83%股权。	109.93	-
	2022 年 9 月，清仓 14.57%股权。	73.07	-

资料来源：恒大集团公司公告及公开资料整理（注：“-”代表未查询到交易数据）

续表 4.1 恒大集团 2021 年-2022 年业务收缩进程（亿元）

标的资产	业务收缩进程	对价	净收益
恒大地产	2022 年 2 月，出售“重庆黛山华庭”与“东莞悦龙台”项目 股权及债权给光大信托。	10.3	0.16
	2022 年 2 月，出售“佛山铂睿府”与“广深国际文旅城” 项目股权及债权给五矿信托。	9.2	
	2022 年 3 月，出售杭州在建“水晶城”项目 100% 股权。	36.6	2.16
	2022 年 5 月，出售宁波“城市之光广场”100% 股权。	13.48	1.75
	恒大足球场	2022 年 8 月，退还广州恒大足球场地使用权。	55.2
未开发土地	2022 年 11 月，所涉及质押标的资产被资管人出售。	0	-1.06

资料来源：恒大集团公司公告及公开资料整理

截止 2021 上半年，恒大集团资产总额为 23775.75 亿元，在 2021 年-2022 年期间通过出售资产、引入战略投资者的方式共变现 672.681 亿元，仅占资产总额的 2.52%，而且恒腾网络等资产被亏损出售。

恒大集团虽然通过出售资产的方式来弥补现金流，但售出部分多为集团较边缘产业，较少涉及核心的地产、物业、新能源汽车三大产业，况且变现金额除了偿还债务外，还有一部分用于维持日常经营活动。此外，由于部分项目债权债务关系复杂、资产价格高于市场预期、管理层惜售等原因，导致恒大集团的资产出售进度慢，不足以覆盖庞大的债务。这容易使正在面临现金流断裂、对赌失败、到期债务违约等问题的恒大集团产生流动性风险外溢的可能性。

## 5 恒大集团财务流动性风险传染路径

企业的基本活动主要围绕经营、融资、投资展开，当企业集团发生财务流动性风险时，该风险便容易顺着这些活动路径在集团内外部产生传染。对于集团内部而言，该风险多通过关联交易扩散到内部成员公司；从集团外部来看，该风险主要通过房地产产业链条向上下游企业、银行等金融机构及投资者蔓延。

### 5.1 恒大集团风险内部传染路径

#### 5.1.1 沿经营性关联交易网络传染

随着企业集团的日益壮大，对于资金的需求也越来越多，经营性关联交易为集团内各成员间资金流动与利益输送开辟了通道。当集团某一成员的经营活动现金流被其他成员占用，其流动性水平将会受限，从而造成一定的损失。由于公开资料有限，本文暂收集到 2016 年-2021 上半年恒大集团的经营性关联交易数据，但未查询到与该经营性关联交易行为有关的具体公司及详细交易明细，但从恒大集团自身及旗下上市公司恒大物业的经营性关联交易情况来看，恒大集团存在占用恒大物业等关联方资金的嫌疑。

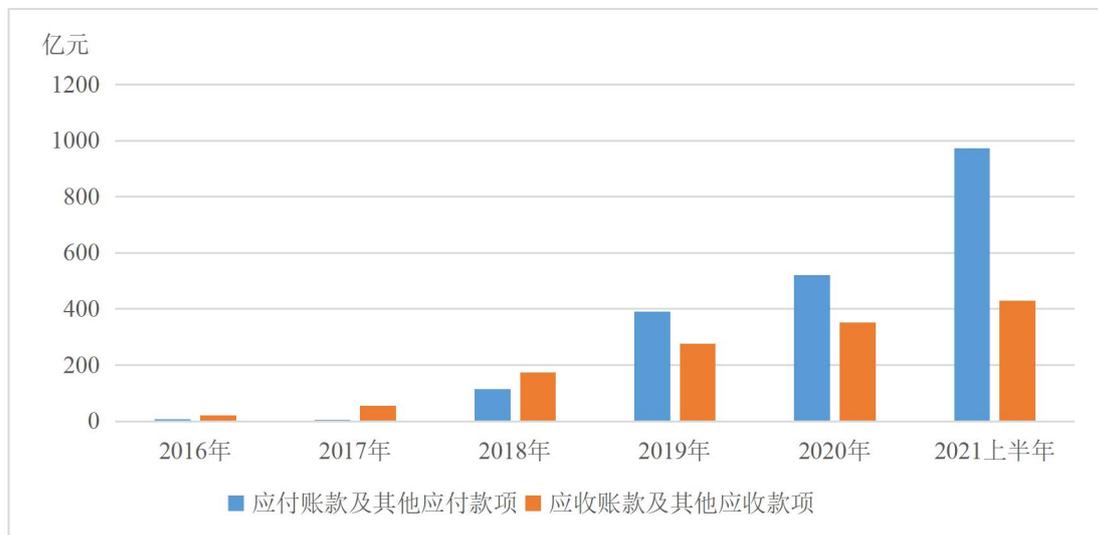


图 5.1 恒大集团 2016 年-2021 上半年对关联方应收应付款项情况

资料来源：恒大集团 2016-2021 上半年年报

2016 年-2021 上半年，恒大集团对关联方应收应付款项均不断上升，其中应付款增加速度最快。自 2019 年开始，恒大集团对关联方应付款项逐渐超过应收

款项，到 2021 上半年应付款项达到峰值，达 973.26 亿元，超过应收款项一倍多。

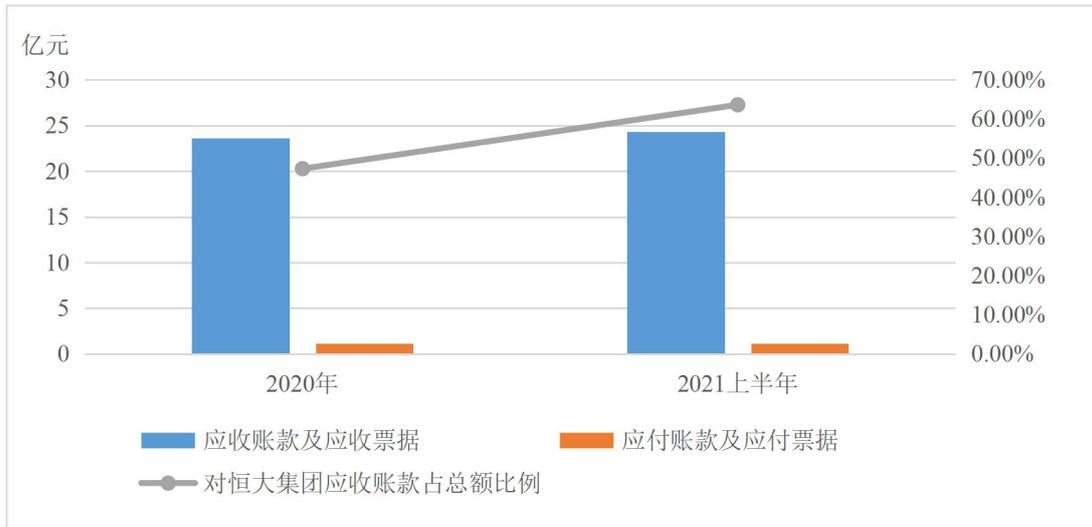


图 5.2 恒大物业 2020 年-2021 上半年对恒大集团应收应付款项情况

资料来源：恒大物业 2020-2021 上半年年报

进一步从恒大集团旗下上市公司来看，恒大物业自 2020 年上市以来，对关联方恒大集团的应收款项逐渐增多，并且占应收账款总额的比例也很大，2020 年对恒大集团应收款项占恒大物业应收账款总额的 47.3%，2021 上半年该比例达到 63.62%。

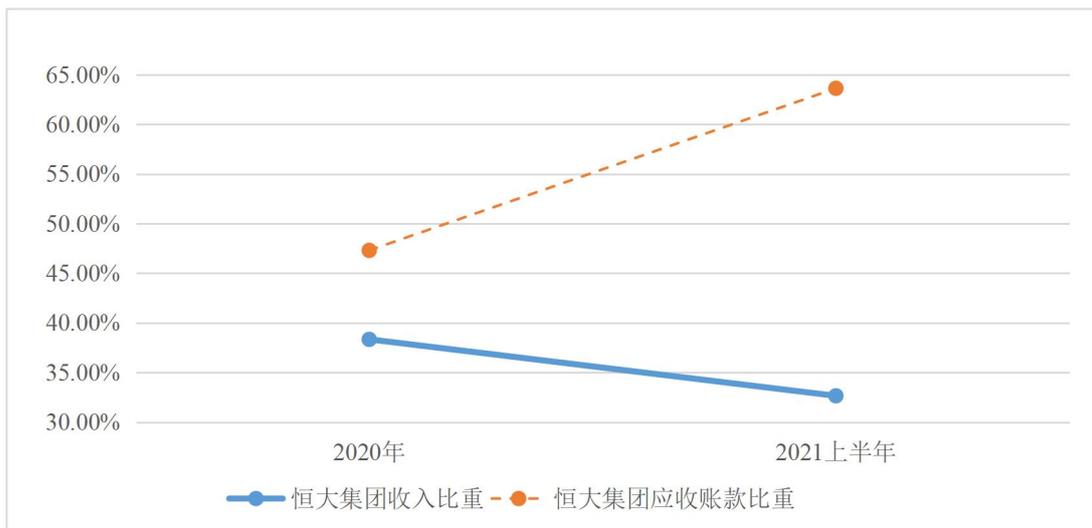


图 5.3 恒大物业 2020 年-2021 上半年向恒大集团提供服务收入占总收入比重

资料来源：恒大物业 2020-2021 上半年年报

2020年及2021上半年恒大物业向恒大集团提供服务收入分别占总收入38.34%及32.66%，而对恒大集团应收账款分别占恒大物业应收账款总额的47.3%及63.62%，提供服务收入比重均小于应收账款比重，说明恒大物业对恒大集团的应收账款回款能力较低，2021年上半年更为明显，恒大集团存在占用恒大物业资金的情况。

此外，除去恒大物业，恒大集团2019年-2021上半年的应付关联方剩余款项分别为390.8亿元、496.57亿元及948.92亿元，仍是很大一笔金额，因此怀疑恒大集团在2019年-2021上半年存在占用其他关联方资金的嫌疑。在恒大集团陷入流动性危机时，关联方很可能因资金被占用而产生流动性风险。

### 5.1.2 沿关联担保网络扩散

企业集团内部资本市场有利于缓解融资约束，获得丰厚的资金。集团成员企业间相互担保有助于企业获得更多的债务融资。肖珉等（2011）通过研究发现除经营性关联交易外，关联担保是最常见的一种关联交易行为，且很容易在企业集团内部形成财务风险传染的渠道。

由于公开资料有限，目前获取的关联担保交易情况也仅限于恒大物业与恒大集团之间。在恒大集团旗下的上市子公司中，恒大物业作为轻资产，发展最好。在2020年12月至2021年8月期间，即恒大资金最为紧张的阶段，恒大物业通过三笔存单质押担保先后为恒大集团下属第三方公司提供相同资金的融资担保，该融资资金最终通过第三方公司流入恒大集团，其中第三笔融资担保资金用于恒大集团支付对恒大物业子公司应付的款项。

表 5.1 恒大物业 2020 年-2021 年期间为恒大集团提供担保情况（亿元）

项目 年份	存单质押担保金额	银行借款到期时间	借款偿还状态
2020年12月	20	2021年3月	已偿还
2021年3月	20	2021年9月	未偿还
2021年1月	80	2021年7月	已偿还
2021年7月-8月	87	2021年11月-12月	未偿还
2021年6月	27	2021年9月	未偿还

资料来源：恒大集团公司公告整理

恒大物业通过存单质押担保的方式为恒大集团融入合计 234 亿元资金，但由于第一笔担保中的第二组 20 亿元银行借款、第二笔存担保中的第二组 87 亿元银行借款及第三笔担保 27 亿元银行借款均到期未偿还，恒大物业提供担保的 134 亿元存款因此被相关银行强制执行，并被短暂停牌。

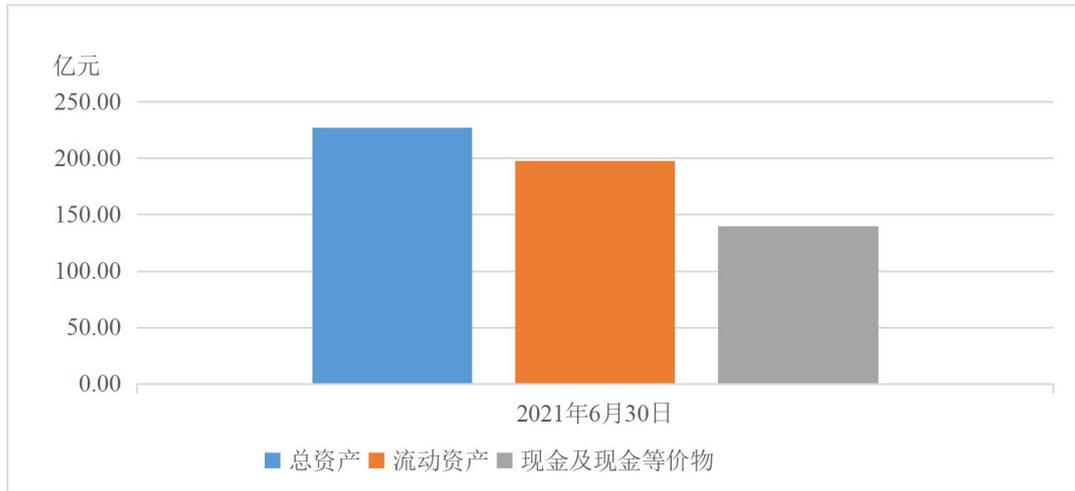


图 5.4 恒大物业 2021 年 6 月 30 日资产规模及现金余额情况

数据来源：恒大物业 2021 年上半年年报

截止 2021 年 6 月 30 日，恒大物业总资产余额 227 亿元，其中流动资产 197.55 亿元，占总资产比例 87%，流动资产中现金余额 140.04 亿元，占流动资产比例 71%，134 亿元融资担保资金被银行强制执行或许会造成恒大物业资金紧张问题。

### 5.1.3 沿关联贷款网络蔓延

集团企业的发展壮大离不开银行资金的支持，然而由于民营企业在规模信誉等方面与国有企业相比处于不利地位，使其从银行融资仍有一定难度，为了缓解资金紧张的压力，民营企业往往会入股银行。祝继高（2012）对世界上几个主要国家的银行与企业相互持股的经济效果进行了比较，发现企业入股银行可以利用关联交易贷款缓解企业资金压力。

恒大集团从 2015 年起通过银行借款不断拿地，进军多元化领域，高速扩张使其资金压力增大，作为民营企业的恒大集团不仅在贷款方面无法与保利、招商这种具有国企背景的企业相比，更是面临较高的银行借款利息。但由于其经营活动产生的现金流不稳定、投资活动带来的现金流常年为负，向银行借款仍是外部筹资的重要途径，故恒大集团自 2016 年起开始入股盛京银行，并成为其最大股

东。通过入股盛京银行，恒大集团较容易获得了贷款，但也因自身陷入流动性危机而造成盛京银行产生流动性问题。

盛京银行股份有限公司于 1997 年成立，前身为沈阳市商业银行，2007 年经中国证监会核准，改名为盛京银行，是我国东北地区成立最早、规模最大、最具实力的总部银行，2014 年 12 月在联交所主板挂牌上市，股票代码 02066。2016 年开始，恒大集团不断收购其股份，截止 2019 年，恒大集团对盛京银行持股 34.5%，成为盛京银行最大股东，对其产生重大影响。后来，恒大集团在 2021 年爆发流动性危机后，为了缓解资金压力，分三次出售盛京银行股权，最终于 2022 年 9 月全部出售完成，累计回笼资金超过 180 亿元，但也对盛京银行造成严重影响。

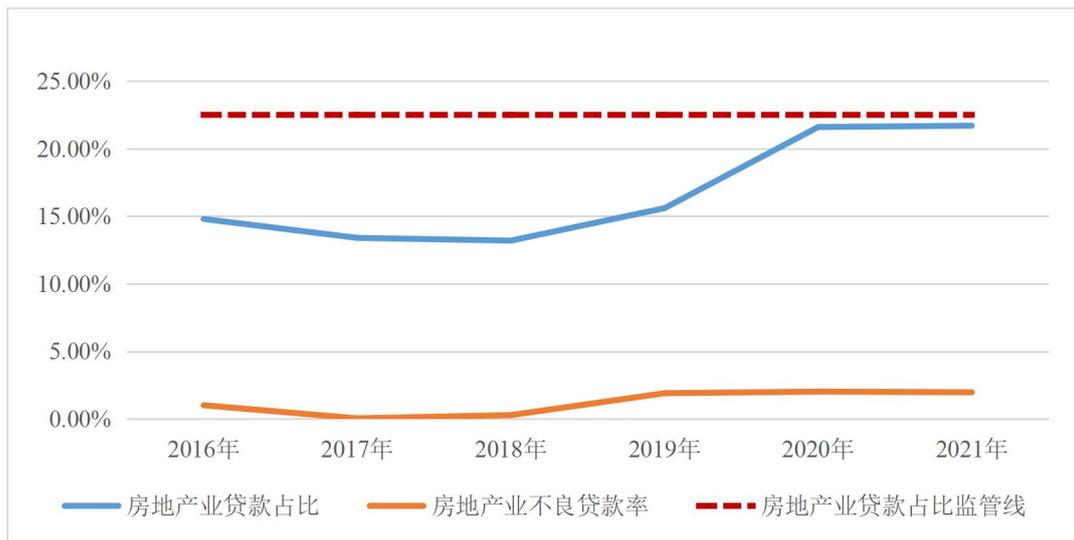


图 5.5 盛京银行 2016 年-2021 年房地产业贷款占比及不良贷款率情况

资料来源：盛京银行 2016-2021 年报

从图 5.5 可以看出，2019 年之前，盛京银行的房地产业贷款占比及不良贷款率总体呈现下滑趋势，但自 2019 年开始，这两个比率基本一路攀升，且房地产贷款占比无限逼近监管比例 22.5%。除此之外，从盛京银行 2019 年报中获知其前十大单一借款人中，有三家匿名房地产企业，而 2020 年增至四家，虽无法得知具体房企名称，但从恒大集团相关公告中得知，盛京银行因其在 2020-2021 年期间向恒大集团提供合计 325.95 亿元资金未得到偿还而起诉恒大集团。

由此大致推断出恒大集团在 2019 年成为盛京银行最大股东后，开始向盛京银行借款。自从恒大集团开始向盛京银行借款，盛京银行的经营状况也日益糟糕。

表 5.2 盛京银行 2019 年-2021 年资产规模与净利润水平变动情况（亿元）

项目 年份	资产总额	同比增减	净利润总额	同比增减
2019 年	10214.81	3.66%	54.38	6.09%
2020 年	10379.58	1.61%	12.32	-77.34%
2021 年	10061.26	-3.07%	4.31	-65.02%

资料来源：盛京银行财务报告整理

2020 年-2021 年，盛京银行的资产与净利润总额均持续下降，截止 2021 年底，盛京银行的资产总额为 10061.26 亿元，较 2020 年末减少 3.07%，净利润总额仅有 4.31 亿元，同比下降 65.02%，下降幅度更大。

年报显示，2020 年净利润下滑主要由于盛京银行积极响应国家政策号召，采取降低利率等方式让利实体经济，同时对资产进行严格分类管理，加大拨备计提力度所致；2021 年净利润下滑不仅受经济增速放缓的影响，更是因为一些客户经营困难，导致偿债能力下降，盛京银行加大不良资产处置及减值准备计提力度所致。

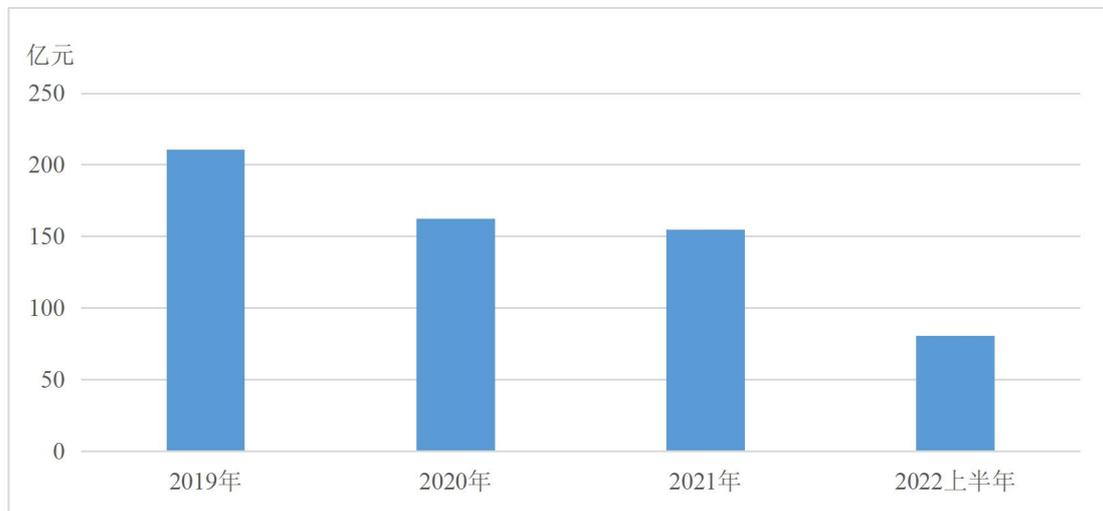


图 5.6 盛京银行 2019 年-2022 上半年营业收入变动情况

资料来源：盛京银行 2019-2022 上半年年报

2019 年-2022 上半年，盛京银行营业收入持续下滑，截止 2022 年 6 月 30 日，盛京银行的营业收入为 80.81 亿元，同比下降 5%。恒大集团 2022 年 9 月将所持盛京银行剩余股份全部出售，回笼资金超过 180 亿元，但同时也欠盛京银行

325.95 亿元资金未偿还。将近 326 亿元债务相当于盛京银行两年的营业收入，也是因此，盛京银行出现流动性风险，经营业绩不断下滑。到 2022 年 6 月 30 日止，盛京银行总市值 140.44 亿港元，折合人民币大约 120 亿元。

综上，恒大集团入股后，盛京银行营收净利双降，房地产业贷款占比逼近监管比例，不良贷款率也随之上升，对盛京银行的正常经营造成了极大的影响。

## 5.2 恒大集团风险外部传染路径

### 5.2.1 基于经营活动的风险传染

房地产企业的日常经营活动与其上下游企业密不可分，恒大集团作为房地产开发商，在整个产业链条中发挥主导作用，其财务流动性风险便由此传染给上游建筑、建材及下游装修、家具等企业。由于风险传染牵连较多上下游企业，本文主要选取上游建筑承建企业“南通六建”，下游建筑装饰企业“广田集团”，以及一手房承销商“易居中国”为例进行分析。

#### (1) 南通六建因债务拖欠而破产重组

江苏南通六建建设集团有限公司简称“南通六建”，中国民营企业 500 强，国家特级资质企业，成立于 1956 年 10 月，是集建筑、地产、金融、投资、海外经营、BIM 技术为一体的综合性建筑产业集团公司，其不仅与国内多个知名房地产企业合作，还曾打造过迪拜哈利法塔、秦淮新河桥等多个地标建筑。然而，受近年来房地产市场低迷的影响，包括恒大集团、富力等在内的多家房企出现流动性风险，该风险由此通过房地产产业链产生连锁反应，间接增加了建筑施工单位的经营风险。

由于公开资料有限，暂未获取到南通六建营业收入、现金余额等相关财务数据，但南通六建分别在 2018 年、2019 年及 2021 年申请过破产，这表明南通六建的经营状况日益变差。此后，更是受到恒大集团在 2021 年爆发的流动性危机影响，南通六建资金链断裂，同时偿债能力下降，最终于 2022 年走向破产。

#### (2) 广田集团因资金紧张濒临破产整顿

深圳广田集团股份有限公司，简称“广田集团”，股票代码 002482，是一家集建筑装饰全产业链为一体的集团企业，在建筑装饰企业中拥有高等级资质，曾连续五年蝉联中国建筑装饰行业百强第二名，在业内享有较高的知名度及影响力。近年来，受国内建筑装饰市场竞争格局变化，整体上行业垫资多，回款慢，依赖

稳定现金流，大资金优势凸显。再加上宏观经济下行、房地产调控加力及公司第一大客户“恒大集团”的债务违约影响，广田集团经营规模有所下滑，经营压力增大。2021年度公司业绩亏损，出现财务流动性风险，发生银行债务逾期、材料供应商款项未及时结算等情况，并于2022年被证监会ST。

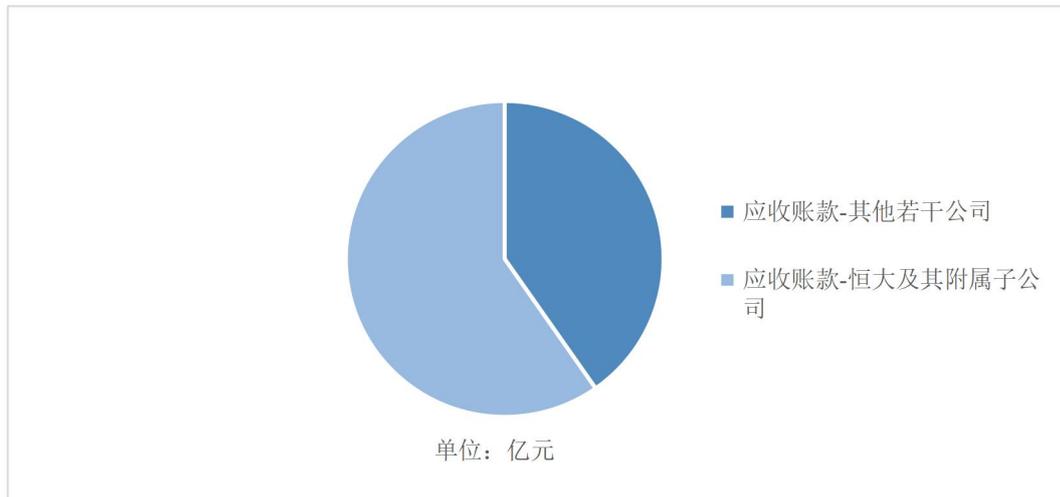


图 5.7 广田集团 2021 年末应收账款按公司分类情况

资料来源：广田集团 2021 年报

2021 年末，广田集团应收账款账面价值为 49.11 亿元，从其应收账款分类情况来看，恒大集团是其欠款最多的客户，在对其应收账款计提 50%减值准备后，仍高达 29.32 亿元，占应收账款总额 60%。恒大集团 2021 上半年出现财务流动性风险之后，其作为广田集团的最大客户，无力按期兑付欠款。

表 5.3 广田集团 2020 年-2021 年部分财务指标变动情况（单位：亿元）

年份 \ 指标	营业收入		净利润		经营活动现金流量净额	
	期末余额	同比增减	期末余额	同比增减	期末余额	同比增减
2020 年	122.46	-6.13%	-7.95	-868.8%	6.03	160.47%
2021 年	80.36	-34.38%	-5.55	-598.2%	-9.04	-250.04%

资料来源：广田集团财务报告整理

此外，受宏观经济下行及恒大集团债务违约影响，2021 年度广田集团项目开工率较往年有所下降，营业收入同比减少 34.38%，净利润同比降低-598.2%，

加上公司应收账款周转速度慢，广田集团 2021 年经营活动现金流量净额转为负数，在部分资产出现减值，部分项目合同不能正常履行的同时，相关固定运营成本仍正常发生，广田集团流动性压力加剧，制约了公司的正常运作和发展。

表 5.4 广田集团 2021 年末资本结构、负债规模及现金变动情况（单位：亿元）

项目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	变动情况
资产总额	234.11	162.19	-30.72%
负债总额	170.49	156.85	-8%
资产负债率	72.82%	96.71%	32.79%
流动比率	127.12%	90.77%	-28.6%
速动比率	121.79%	85.27%	-29.98%
现金余额	14.09	1.82	-87.08%

资料来源：广田集团财务报告整理

受相关应收账款无法收回影响，2021 年末，广田集团资产负债率同比上升 32.97%，比率达 96.71%；流动比率与速动比率也跌破 1，意味着流动负债超过流动资产。广田集团目前存在未到期的大额本息借款，且部分银行债务已逾期，然而由于资产变现能力低下，现有现金余额无法覆盖流动负债，广田集团的短期偿债能力大幅下降，对公司的持续经营能力产生重大影响。

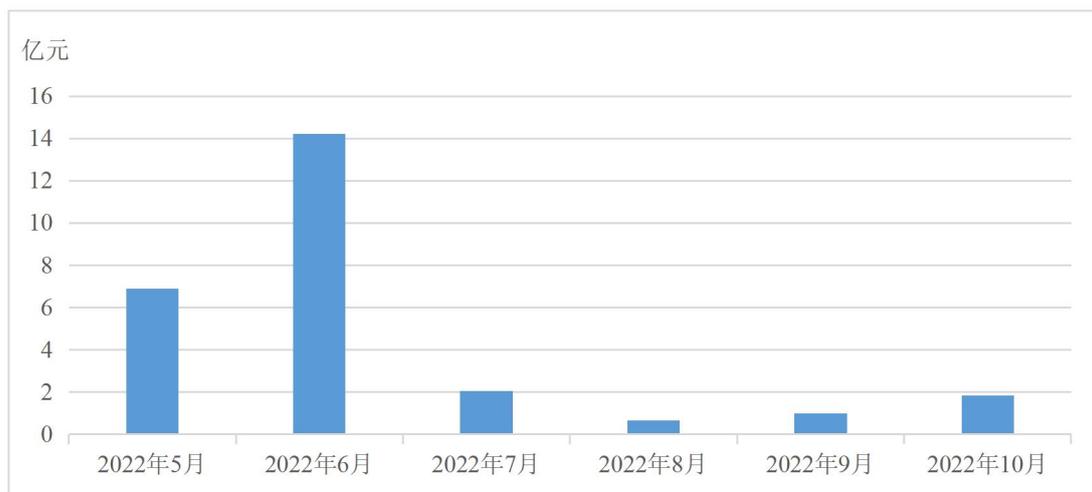


图 5.8 广田集团 2022 年 5 月-2022 年 10 月银行债务本金逾期情况

资料来源：广田集团 2022 年报及公司公告整理

受公司最大客户债务危机影响，广田集团的流动性压力造成部分债务违约，部分债务也被银行宣布提前到期，公司融资环境面临着困境。在 2022 年 5 月-2022 年 10 月期间，广田集团累计发生 25.79 亿元债务本金逾期，公司及子公司逾期未还银行等金融机构本金累计 34.88 亿元。而且从广田集团相关公告得知因公司第一大客户债务违约引起的商票逾期纠纷、公司欠付供应商货款以及部分项目履约争议被诉而导致部分银行账户被冻结，被冻结金额占净资产 64.31%，资金愈发紧张。

### （3）易居中国因债务违约被暂停交易

易居企业（中国）集团有限公司成立于 2006 年，曾于 2007 年在纽交所上市，股票代码 EJ，2016 年完成私有化退市，此后于 2018 年 7 月重新在联交所上市，简称“易居企业控股”，股票代码 02048，是一家以一手房代理为主，房地产大数据及咨询服务、二手房经纪平台服务为辅的公司。

在“房住不炒”的基调下，房地产监管政策不断加码，多个房地产开发商出现信用危机，房地产行业整体下行。易居中国在 2021 年未经审核的财务报告中提到由于受到房地产行业连锁反应的波及，集团业务规模下降，并且由于多个房地产开发商客户的信用资质恶化，造成大量应收账款无法收回而确认坏账损失，集团于 2021 年亏损 93.75 亿元人民币。由于易居中国亏损严重，导致于 2022 年 4 月 18 日到期的 3 亿美元票据因无法偿还构成债务违约，同时又触发了 2023 年票据契约项下的交叉违约，2023 年票据也将暂停买卖。

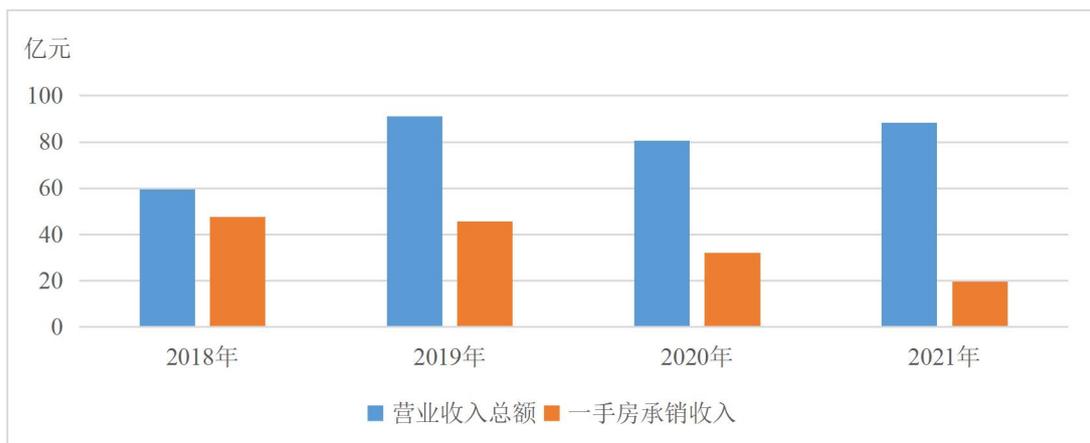


图 5.9 易居中国 2018 年-2021 年一手房承销收入占营业收入总额比重情况

资料来源：易居中国 2018-2021 年报

通过观察易居中国 2018 年-2021 年营业收入发现，其在 2019 年达到峰值，这得益于房地产经纪网络服务的增长，在短暂的增长之后 2020 年又下降，主要是受宏观经济影响，房地产的开发进度较慢，直接影响易居中国的收入，此后 2021 年营业收入回升主要是由于易居中国在 2021 年收购乐居控股有限公司所致，剔除乐居控股的 34.4 亿元收入，易居中国自身在 2021 年的收入其实只有 54 亿元。

一手房承销是易居中国的基础业务，易居中国在港上市首年，一手房承销占比 79.93%，自 2018 年以后在营业收入总额忽上忽下的情况下占比逐渐下降，分别为 50.2%、39.79%及 22.4%，主要是由于国家对房地产的监管政策收紧，房地产发展低迷，成交量下降所致。

综上所述，易居中国的营业收入其实在 2019 年之后就在不断下降，同时基础业务的收入贡献也越来越小，除去房地产调控政策等客观因素，这与易居中国过度依赖大客户息息相关。

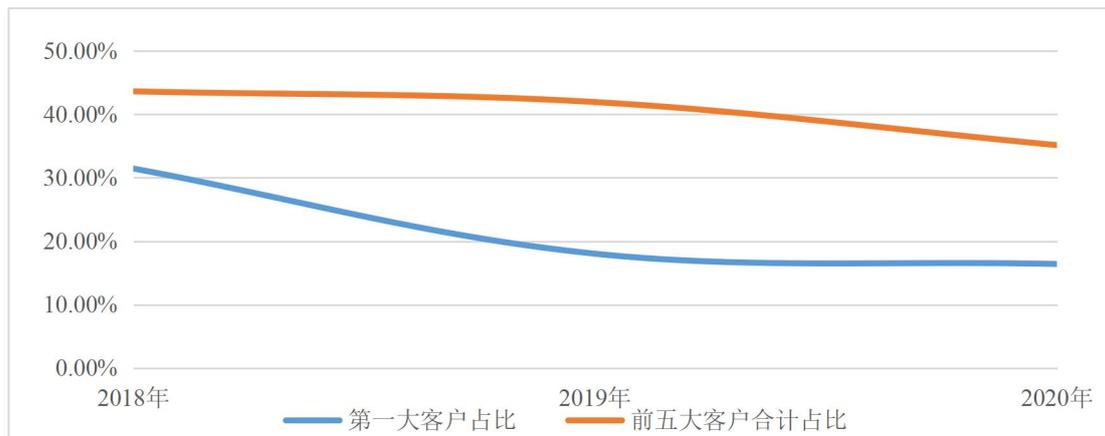


图 5.10 易居中国 2018 年-2020 年前五大客户对营业收入贡献情况

资料来源：易居中国 2018-2020 年报

由于易居中国 2021 年未经审核的财务报告中暂未披露关于前五大客户带来的营业收入，此处对 2018 年-2020 年的数据进行分析。

从图 5.10 可以看出，2018-2020 年间，易居中国前五大客户对营业收入的总贡献较大，比重为 43.63%、41.94%及 35.15%。其中，作为最大单一客户的恒大集团创造的收入更是易居中国营业收入的基本盘。当恒大集团爆发流动性危机时，对易居中国的经营造成了严重的打击。

表 5.5 易居中国 2018 年-2021 年部分资产状况（单位：亿元）

项目 年份	流动资产	应收账款及 应收票据	应收账款及应收票据占 流动资产比例
2018 年	105.4	41.64	39.51%
2019 年	150.76	55.47	36.79%
2020 年	204.52	10.66	5.21%
2021 年	93.81	2.24	2.39%

资料来源：易居中国财务报告整理

表 5.5 反映出易居中国的流动性资产中，应收账款及应收票据占比较大，流动性本身存在问题，在房地产下行的宏观环境下，很容易诱发流动性危机。此外，自 2019 年之后应收账款及应收票据大幅下降，这并非由于应收款项大量收回，主要受宏观经济下行及部分房企流动性影响，易居中国应收账款回款慢，甚至存在无法收回的可能，易居中国对应收账款计提了大量的坏账准备。

表 5.6 易居中国 2018 年-2021 年利润水平变化情况（单位：亿元）

项目 年份	营业收入	坏账准备	毛利润	净利润
2018 年	59.48	1.67	14.73	10.81
2019 年	90.95	2.23	13.09	9.7
2020 年	80.52	1.73	6.92	4.39
2021 年	88.44	66.68	-92.09	-93.75

资料来源：易居中国财务报告整理

从 2018 年-2021 年的利润相关数据中发现，易居中国在营业收入还较为可观的情况下，净利润却在逐年下降，尤其 2021 年，在计提大量应收账款坏账准备后，净利润大幅下跌。易居中国存在增收不增利的情况，这不仅与成本增加、计提坏账准备等有关，主要还与其股东有关。从易居中国的年报中得知其在 2018 年赴港上市时，恒大集团、碧桂园、融创等头部房企不仅是其大客户，更是大规模入股，从而稀释了控股股东权益。

综上，易居中国自身的经营本身就存在营业收入不稳定、过度依赖大客户、

应收款项占比大的问题,当恒大集团暴雷之后,更是对其业绩增长产生重大影响,银行也因此缩减了贷款规模,进一步加剧流动性问题,2021年度因亏损太多而引发债务违约,最终被停牌。

### 5.2.2 基于融资活动的风险传染

企业的融资方式主要有股权融资与债权融资,房地产作为资金密集型产业,不仅需要自有资金的支持,还较为依赖银行、投资者等的资金。在恒大集团陷入流动性危机后,其流动性风险便通过融资行为进行传染。对银行来说,虽有大量贷款,但整体风险可控,可投资者便没有那么幸运,尤其在恒大地产对赌上市时进行战略投资的战投者们,在27家战略投资者中,“苏宁易购”是恒大集团的最大战略投资者之一,也是受损最为严重的,面临陷入流动性危机、债务压顶的局面。

#### (1) 战略资金套牢加速苏宁易购流动性危机爆发

苏宁易购集团股份有限公司,简称“苏宁易购”,股票代码002024,是一家以家用电器及消费类电子销售与服务为主营业务的商贸零售企业。苏宁近年来靠持续扩大有息负债规模的方式来实现大肆扩张,发展多元化,涉足体育、房地产、金融等领域。但这并未给苏宁易购带来可观的利润,反而大部分收购来的业务都处于失血状态。由于苏宁易购加快战略转型的过程中业务过于广泛、投资巨大、主业亏损严重,苏宁易购常年处于亏损状态,本身经营存在很大问题。此前,苏宁控股集团旗下苏宁电器集团的全资子公司南京润恒向恒大地产投入的200亿元战略投资在2020年因恒大地产借壳上市失败而发生损失及之后恒大集团陷入流动性危机更是压倒苏宁易购的直接原因,2022年4月,苏宁易购因缺乏可持续经营能力被正式带帽,变为ST苏宁。

表 5.7 苏宁易购 2019 年末-2021 年末资产规模与负债情况 (单位: 亿元)

项目 年份	流动资产	流动负债	流动比率	总资产	总负债	资产负债率
2019 年	1207.61	1212.57	0.99	2368.55	1497.10	63.21%
2020 年	1074.84	1246.02	0.86	2120.75	1352.43	63.77%
2021 年	752.79	1102.73	0.68	1707.38	1397.09	81.84%

资料来源: 苏宁易购财务报告整理

由于苏宁易购自身的不健康发展，2019年-2021年，苏宁易购的资产负债率不断上升，流动资产对流动负债的覆盖率也逐渐变弱，直到2021年末流动负债超出流动资产349.94亿元人民币，但由于内部资金不足，导致未能履行若干银行借款协议中的约定条款而触发了部分银行借款合同中的违约或交叉违约条款。截止2021年12月31日，该等违约事项导致相关银行及其他金融机构有权要求苏宁易购提前偿还共计人民币191.05亿元的银行借款本金及利息，且苏宁易购部分应付款项共约人民币328.93亿元亦已逾期未支付。

表 5.8 苏宁易购 2019 年-2021 年净利润水平及现金状况（单位：亿元）

项目 年份	账面净利润	扣除非经常性损益的净利润	现金及现金等价物余额
2019 年	98.43	-57.11	179.2
2020 年	-42.75	-68.07	115.64
2021 年	-432.65	-446.69	41.62

资料来源：苏宁易购财务报告整理

据苏宁易购相关年报数据获悉，其从2014年起，扣除非经常性损益净利润连续八年为负，账面净利润显示从2020年开始变为负数，但实则苏宁的亏损从2019年就出现了，2019年账面净利润为正主要由于大量变卖资产而产生的。

自2019年开始，苏宁易购的经营状况加速恶化，亏损日益严重，直到2021年度合并净亏损为人民币441.79亿元，同比上年亏损增加10倍以上，主要是投资产生大量损失而造成。其中，苏宁易购仅就深圳恒宁应收账款调整当期损益约人民币102.85亿元。

此外，对恒大地产的200亿元战略投资也因其上市失败而被套牢，现金及现金等价物余额仅有人民币41.62亿元，苏宁易购出现流动性危机，紧接着，苏宁易购被证监会ST，为了化解流动性危机，不得不进行股权转让。

## （2）银行等金融机构经营受损

2021年下半年以来，受多因素叠加影响，房地产行业前期累积的风险开始显现，部分高杠杆房企出现资金链问题，对银行等金融机构的经营产生不良影响。

恒大集团银行借款牵涉多家银行，借款余额达2323亿元，其中向民生银行

借款最多，达 293 亿元。民生银行 2021 年报数据显示，截至 2021 年末，民生银行对公房地产不良贷款率 2.66%，比上年末上升 1.97 个百分点；到 2022 年 6 月底，民生银行集团对房地产业贷款余额 3592.59 亿元，对公房地产不良贷款率 2.99%，较 2021 年末继续上升 0.33 个百分点。此外，从民生银行三季报数据来看，营业收入与净利润发生双降，净利润降幅 4.82%，营业收入同比降幅 16.87%。

虽然民生银行经营状况持续走低，但其目前流动性风险监管指标保持在合理区间，且恒大集团的贷款有抵押物，银行总体风险可控。

### 5.3 恒大集团风险传染路径关联因素

盲目扩张且过度依赖银行借款是恒大集团发生财务流动性风险并造成传染的首要且主要因素，除此之外，次要因素也产生了潜在影响。企业内部治理层面上，资金管理模式有缺陷；外部宏观环境方面，首先，国家对房地产政策的调控愈发严格；其次，在整体经济下行等因素影响下，房地产陷入发展困境。

#### 5.3.1 资金管理模式存在缺陷

在融资方面，恒大集团融资渠道单一，主要依赖银行贷款，内源资金占比较低，当国家出台一些金融紧缩政策时，恒大集团便因融资模式未能更好适应政策变化而造成发展受阻；在成本控制方面，恒大集团以高成本大量拿地，通过高利率进行举债，大大增加了房地产开发成本，虽然知名度够高，但高成本发展使其处于不利的市场竞争地位；在资金分配使用方面，恒大集团资金分配不合理，且资金使用缺乏统一规划，一方面，恒大集团对资金的需求评估不到位，由于前期对房地产未来市场前景预判较为乐观及对房地产开发项目缺乏全面的认识，因此在资金分配方面存在缺陷；另一方面，在房地产项目开发后期，资金链断裂造成房地产项目完工期延长，资金使用效率较低。

此外，恒大集团内部权力制衡机制缺乏协调性，第一大股东集权力于一身，很容易造成集团过度扩张从而在经营过程中产生问题。

#### 5.3.2 房地产调控政策不断收紧

近年来，为了调整房市结构、防止房价上涨过快，国家采取一系列手段对房地产行业进行宏观调控。据国家统计局相关数据，金融行业占 GDP 比重在 2015 年达到峰值，占比 8.44%，一度超过英美等发达国家，此后几年该比重有起有落，

但整体比重仍在 8%左右。在金融行业快速发展的同时，房地产行业占银行信贷比重也越来越高，大量资金流入房市，实体经济结构不平衡，供需不平衡，房价也不断上涨。我国正在构建国内外双循环发展格局，畅通国民经济循环亟需增强内需对经济增长的拉动力。在落实“房住不炒”的大背景下，要让更多资金流入消费及制造业实体经济领域，才能逐步改变依靠大规模拆迁建设和高投入促进经济发展的粗放方式。国家从此前的打击投机炒房等行为转移到金融与信贷调控上，尤其在房地产融资监管方面，国家出台“三条红线”政策，对房企的发展产生了实质性影响。

通过实施持续紧缩的融资监管政策可使房价逐步回归理性，趋于稳定，能有效防范房地产泡沫产生的金融风险向银行涌入，但也间接使部分过度依赖银行资金发展的房企陷入发展困境，头部房企恒大集团便是被首先打击的对象。

建筑行业与房地产行业存在一定的关联性，在当前，房地产存在向下波动的情况，房地产投资建设减少，加之建筑企业项目进度慢，回款慢，恒大集团流动性问题出现后，该风险便沿着行业链开始传染，对众多企业的发展造成了不利影响。

### 5.3.3 宏观经济环境不景气

国家统计局相关数据显示，制造业在我国 GDP 中占比 30%左右，在突发公共卫生事件的影响下，2020 年制造业减速，盈利下降，实体经济结构失衡；金融业在过度发展后也开始减速，金融和实体经济发展不平衡；同时，房地产业在国家宏观政策的不断调整下，发展低迷，消费减速，房地产和实体经济失衡。我国经济发展面临需求萎缩、供给冲击、预期转弱三重压力，2022 年在外部环境恶化及对内政策调整的双重压力下，我国经济增速下降，宏观经济下行。

宏观经济对房地产市场的影响主要从供给和需求两方面实现，宏观经济的变化会引起人们对未来预期的调整。我国目前正处于经济下行期，出现部分居民失业、收入下降等情况，使得居民对于增量住房市场的需求大幅减少，而且国家持续加强对土地的宏观调控，房地产企业正面临发展困境。

随着金融全球化进程的加快，我国金融市场正在逐步走向国际化，但目前我国金融市场的发展尚未健全，金融监管也有问题，金融市场的稳定性直接影响房地产经济。过去，随着金融行业的快速发展，国家对房地产业疏于监管，甚至

有部分银行违规向不合格房地产项目发放贷款，或者存在贷前调查不严格、贷中审查不仔细及贷后管理不力的问题。恒大集团在国家金融调控相对宽松时从银行大量借款以不断拿地、不断进入新领域实施扩张，当宏观经济处于不断下行状态时，受国家政策与国民消费支出结构变化等因素的影响，自身最终陷入流动性危机，并产生了较为严重的后果。

#### 5.4 恒大集团风险传染路径小结

通过对恒大集团的关联交易情况及经营、融资活动进行分析，并结合影响恒大集团财务流动性风险传染路径因素，本文对恒大集团的财务流动性风险传染路径进行总结。

从集团内部风险传染路径来看，随着多元化产业的扩张发展，恒大集团对资金的需求量也越来越大，除大量从银行借款外，受民营企业身份的限制，为了拓宽融资渠道，恒大集团通过参股银行来获取贷款资金，虽暂未获取到恒大集团流动性风险出现前的关联担保数据，也未知其经营性关联交易所涉及公司具体数据，但当出现流动性风险时，恒大集团产生利用第三方公司获取关联方担保融资款及占用关联方资金的行为，从而造成流动性风险沿着经营性关联交易、关联担保及关联贷款路径传染至关联方。

从集团外部风险传染路径来看，大量举债虽然对经营活动的开展发挥重要作用，但依赖银行借款进行发展的方式为日后经营活动顺利开展埋下安全隐患，恒大集团流动性风险的出现通过房地产产业链及融资行为传染至上下游企业。一方面，相关企业自身的经营状况良好，但由于过度依赖恒大集团，当其流动性风险出现时，自身因无法抵抗该风险而被传染，轻则被短暂停牌，重则被破产重整；另一方面，相关企业自身的发展存在较大问题，再加上与恒大集团有着密切联系，最终在多重因素叠加影响下发生流动性风险，濒临破产的边缘。此外，作为贯穿房地产产业链发展过程中的重要融资机构—银行，目前虽没有因恒大集团而产生流动性风险，但银行整体的发展受到极大的冲击。

从内外部宏观环境方面来看，企业内部资金管理的缺陷、国家宏观政策的变化及宏观经济的下行都对恒大集团财务流动性风险传染路径造成一定影响。

## 6 恒大集团财务流动性风险传染影响

较一般企业而言，“企业集团”作为一种高级组织形式，本身具有实力雄厚、规模巨大、多元化经营的特点，再加上房地产行业作为国民经济的重要组成部分，与其他行业不同的是房地产产业作为整个产业链条的中心，与其上下游产业的关联度较强，产业链条长、涉及范围广。当出现流动性风险后，不仅集团整体会受到冲击，面临股权被冻结，法律诉讼增多等问题，行业上下游企业也出现偿债能力下降、经营受损等状况，进而使得消费支出产生波动。

### 6.1 股权冻结、诉讼增加

#### 6.1.1 恒大集团股权冻结

恒大集团自 2021 上半年出现财务流动性风险并随之陷入流动性危机后，除了被限制高消费外，就是被冻结股权。表 6.1 显示了 2022 年以来恒大集团及其附属公司部分股权冻结情况。

表 6.1 恒大集团及其附属公司 2022 年以来部分股权冻结情况（亿元）

被执行人	最终控制方名称	冻结股权标的公司	金额
恒大地产集团有限公司	恒大集团	恒大地产集团成都有限公司	5.21
恒大地产集团有限公司	恒大集团	恒大园林集团有限公司	21.2
恒大地产集团有限公司	恒大集团	恒大地产集团海南有限公司	1.71
恒大地产集团有限公司	恒大集团	上海建工集团有限公司	10
恒大地产集团有限公司	恒大集团	合肥粤祺商业运营有限公司	0.55

资料来源：公开数据整理

近年来随着恒大集团流动性风险的出现，其经营业绩也出现大幅下滑，伴随着资金链断裂与债务逾期发生，恒大集团多数股权被冻结，企业集团整体的发展状况也逐渐变差。

#### 6.1.2 恒大集团法律诉讼增加

事情发展至今，恒大集团及旗下公司都出现了不同程度的债务违约问题，最终因无法及时清偿债务而被诉诸法庭，分被涉及票据纠纷、买卖合同纠纷、建设工程施工合同纠纷、劳动争议案件等，但主要以合同纠纷为主。表 6.2 展示了恒

大集团及其附属公司 2022 年以来部分法律诉讼案件。

**表 6.2 恒大集团及其附属公司 2022 年以来部分法律诉讼案件**

案件名称	原告方	被告方
建设银行湖北省分行诉恒大集团等金融借款合同纠纷	中国建设银行股份有限公司湖北省分行营业部	中国恒大集团
锦州银行股份有限公司沈阳分行诉恒大集团等金融借款合同纠纷	锦州银行股份有限公司沈阳分行	中国恒大集团、恒大童世界集团有限公司
中国银行南京六合支行诉恒大集团等金融借款合同纠纷	中国银行股份有限公司南京六合支行	中国恒大集团
中原银行开封分行诉恒大集团融资租赁合同纠纷	中原银行股份有限公司开封分行	中国恒大集团

资料来源：公开数据整理

随着恒大集团爆雷，其面临的法律诉讼案件也不断增多。表 6.2 仅展示了 2022 年以来恒大集团部分涉诉案件，但仍可以看出，恒大集团的涉诉案件涉及多种类型，不仅牵扯国有银行，还涉及部分城市银行。这不仅对银行产生较大影响，还会对恒大集团的形象、经营状况及未来发展产生冲击。

## 6.2 上下游企业偿债能力下降

恒大集团作为头部房企，当出现财务流动性风险时，整条产业链也会因此遭到破坏。上游建筑承建企业投入成本大，融资渠道单一，通常以高额融资成本维持公司运作，而房地产卖房周期长，开发商资金回笼慢，房地产又多以商票方式支付建筑资金，当房企遇到流动性困难时，商票变相成为空头支票，兑付无期，建筑企业也没有过多固定资产，短期内难以找到变现方法，欠供应商、银行等金融机构的款项便未能及时偿还。部分上下游企业一旦遇到资金困难便容易发生债务违约，也会因无法及时收回欠款导致偿债能力下降，主要表现在银行贷款不足及偿债能力指标下降两方面。

## 6.2.1 银行贷款不足

由于信贷资金在运动过程中受不确定因素影响，会产生风险，银行为了规避风险，往往会通过抽贷的方式降低自身风险。

表 6.3 恒大集团部分上下游企业取得银行贷款规模（亿元）

公司名称	年份	2019 年	2020 年	2021 年
广田集团	短期借款	22.12	29.57	31.53
	长期借款	10	10	9.67
	借款现金流入	46.24	41.77	29.75
易居中国	短期借款	18.48	35.94	36.69
	长期借款	34.06	37.75	24.36
	借款现金流入	56.33	48.01	25.81
苏宁易购	短期借款	189.55	237.46	300.94
	长期借款	-	-	-
	借款现金流入	673.89	535.46	582.69

资料来源：恒大集团 2019 年-2021 年报

从表 6.3 来看，三家公司的短期借款在 2019 年-2021 年均呈增加趋势，但就长期借款与借款带来现金流而言，除苏宁易购外，广田集团与易居中国的长期借款在 2020 年达到峰值，自 2020 年之后呈下降趋势；借款现金流入自 2019 年起不断下降。这说明公司的资金较为紧张，需要依靠银行借款来缓解资金压力。但对银行来说，向企业公司发放长期贷款通常意味着承担更高的风险。因此，银行的贷款结构中，长期贷款的减少常常是银行抽贷的表现。

## 6.2.2 偿债能力下降

在房地产产业链条中，以房地产开发商为中心，向上游延伸至建筑企业、相关研究与设计公司，向下游拓展至装修装饰企业、房屋家居企业、房屋承销商等企业。恒大集团财务流动性危机爆发后，其上下游企业偿债能力均有所下滑。

表 6.4 恒大集团部分上下游企业偿债能力指标

公司名称	年份	2019 年	2020 年	2021 年
广田集团	资产负债率	71.13%	72.82%	96.71%
	流动比率	1.44	1.27	0.91
	现金比率	21.78	15.00	7.24
易居中国	资产负债率	79.91%	55.40%	100.08%
	流动比率	2.67	2.22	0.88
	现金比率	0.41	0.81	0.39
苏宁易购	资产负债率	63.21%	63.77%	81.84%
	流动比率	0.99	0.86	0.68
	现金比率	27.97	20.80	16.46

资料来源：恒大集团 2019 年-2021 年报

如表 6.4 所示，这三家公司的资产负债率均从 2020 年开始大幅上升，其中，易居中国超 100%；且流动比率与现金比率也均在 2020 年之后骤降，广田集团受大客户依赖影响，现金比率下降将近一半。偿债能力下降意味着这些企业存在无力偿还债款的可能，或因此面临被诉讼、甚至破产的风险。

## 6.3 宏观经济遭受冲击

### 6.3.1 房地产投资消费减少

2021 年第三季度以来，房企债务危机溢出至多个房企，恒大集团便是其中之一，恒大集团的流动性风险外溢至上下游企业、金融体系及投资者。在地产供给端，由于金融政策的监管，房地产供给持续收缩；在地产需求端，收受世界经济增速回落影响，我国宏观经济也在下行；在政策因素下，恒大集团事件引发行业系统性风险担忧。

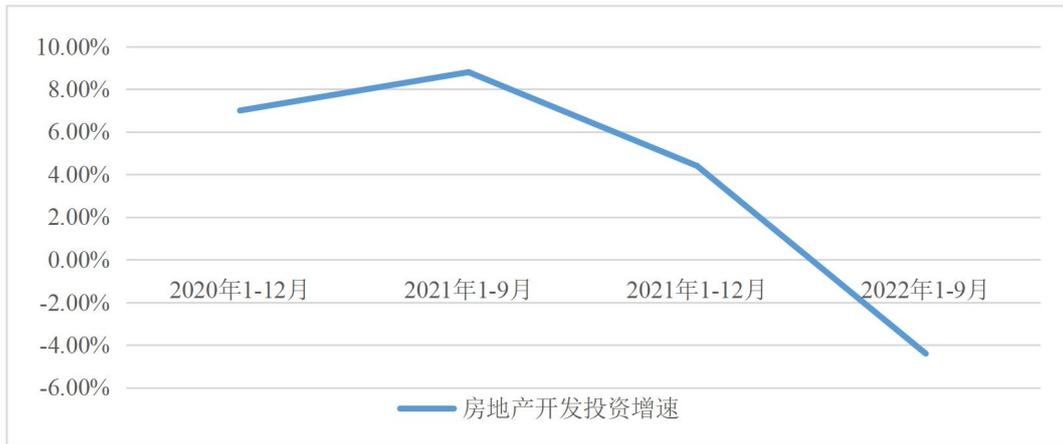


图 6.1 我国 2020 年-2022 年前三季度房地产开发投资增速

资料来源：中国国家统计局

受 2021 年房地产企业流动性风险频发及国家宏观政策的影响，房地产市场的发展一路走低。从图 6.1 可以看出，自 2021 年开始，房地产开发的投资增速不断下降，2021 年增速同比下降 2.6%，直到 2022 年前三季度，增速同比下降 13.2%，降为负数，只有-4.4%。这说明，受金融监管政策及房地产发展的影响，不仅降低了房地产开发商的开发速度，也进一步加剧了购房者的悲观情绪。

### 6.3.2 房地产关联产业经济下行

房地产行业作为第一大投资产业，是国民经济的支柱性产业，其庞大的产业链牵扯众多行业，关系千万就业人口的生计。自国家加大对房地产行业的调控以来，房企频频暴雷，对其他行业经济带来影响，从而对社会经济产生重要影响。

首先，房地产施工增速下行将影响上游水泥、钢铁等多个行业的需求，竣工放缓也将缩减装饰、家居等消费需求。其次，若土地出让收入显著放缓，也将影响基建、棚改等相关领域的发力；最后，房地产市场的信用风险会对一些银行、信托等金融机构的融资投放意愿和能力造成一定影响。

房地产市场若持续低迷，将会影响众多与其相关联的企业，最终将会对宏观经济产生较大冲击。

## 7 恒大集团财务流动性风险传染管控策略

恒大集团从出现财务流动性风险到陷入流动性危机再到流动性风险外溢,对自身、对上下游企业及宏观经济都造成了一定程度的影响。除了自身发展模式、资本结构存在问题外,与企业投资风险意识不足、银行等金融机构信贷监管存在漏洞及宏观治理机制不完善也密不可分。本文就恒大集团的财务流动性风险传染问题,提出相关管控策略。

### 7.1 回归核心业务

出于多元化战略能够获取新的利润增长点,使融资更加便利,实现风险分散等原因,众多公司选择发展多元化来壮大自身,但也可能面临无法有效整合资源,出现投资失败,引发股权冻结、诉讼增加等问题,从而影响原有产业的发展,进而损害公司利益。

恒大集团在房地产业大力发展之际,走向多元化扩张道路,由于绝大部分管理人才、管理经验、相关技术、信息渠道等都集中于房地产业务,其在多元化领域的发展优势并不明显,甚至这些业务基本都处于常年亏损状态,不仅没有带来多少收益,反而吞噬了房地产板块的利润。

发展多元化是有风险的,进入非相关领域更应量力而行,当自身陷入多元化发展困境时,应及时调转方向,立马进行归核,将全部资源、注意力聚焦在一个点上,做深做透,进一步提高专业化程度。不过,事实证明,恒大集团近期也在逐步剥离非核心业务,渐渐回归主营业务。

### 7.2 优化资本结构

从狭义来讲,资本结构即企业长期负债与权益资本的比例关系,资本结构是否合理对企业的财务有直接影响。对房地产企业而言,并不太注重内源融资,主要靠银行贷款实现。因此,房地产企业资本结构与其融资方式有一定联系。企业通过对资本结构和资金进行分析,寻找合理的融资结构,能够充分发挥财务杠杆调节功能,提高公司自身资本回报率。

根据前文相关数据得知,2016年-2020年,恒大集团资产负债总额都在万亿以上,且都逐年增加,而股东权益总额占资产总额的平均比例仅有15.18%。这表明资本结构不合理,自有资本占总资产的比重较低,财务杠杆大,债权人权

益受保护程度低。因此，恒大集团流动性风险出现后，不仅削弱了集团抵御外部冲击的能力，还造成流动性风险外溢。对此，本文根据前文相关分析从“开源”、“节流”两方面为恒大集团改善资本结构，从而更好管控财务流动性风险传染提出以下策略：

就“开源”而言，首先，应减少对“通过增加借款、引入战投方式弥补现金流”的依赖性，降低对资产的价格预期，加快资产的变现速度，促使资金尽快回笼；其次，以“保交楼”工作为根本，提升预收账款结转速度；最后，重视股权融资，拓宽融资渠道。从“节流”来讲，首先，应尽快调整债务结构，减少短息有息负债，降低资金成本；其次，处理好利润分配中积累与分红的矛盾，必要时减少分红或暂不分红；最后，通过降低高管薪酬、合理裁员、削减费用等方式减少日常经营开支。

### 7.3 增强投资风险意识

随着我国经济的快速发展，企业也拥有大量的投资机遇。在获取经济利益的同时，风险也接踵而至。面对复杂的市场环境，企业在投资时不仅要看重经济收益，更要注重投资风险的分散。

企业要全面提高员工的投资风险意识，做好防范投资风险的对策，完善投资风险管理体制。在进行投资项目选择时，应考量自身的整体实力，从投资环境和产业的发展现状入手，综合评析投资项目，并在考虑自身经济能力的基础上对项目的可行性进行判断分析。在具体操作投资项目时，必须严格遵守公司建立的投资风险管理体系，尽量将投资损失降到最低。

此外，建立科学合理的投资风险预警机制对可能面临的企业风险与投资风险做出合理应对措施，从各个层面控制投资风险，提升公司自身抵御风险的能力，从而促进企业的长期稳定发展。

### 7.4 加强银行信贷风控

目前，房地产开发企业对商业银行资金依赖度较高，在商业银行整体贷款中占比也较高，很容易因资金链断裂引发信用风险，对银行运作造成影响。但由于包括商业银行在内的金融机构评级体系还不完善，未形成统一的信用评级指标体系，如何准确高效的评估房地产开发企业的偿债能力对商业银行有着较大的挑战。

恒大集团作为我国四大房企之一，有着较高的知名度，自身体量也较大，众

多银行选择与其合作，不仅受其品牌知名度影响，更是看重丰厚的利息回报。但受国家政策的影响，恒大集团资金链断裂后也对众多银行造成了不良影响。

对此，银行应加强信用评级方法体系建设，提升评级质量和区分度，不断强化信息建设，建立与其发展业务相适应的，符合监管要求的数据库与技术系统，以提高评级数据质量，提升风险识别和风险监测能力。同时，应健全信贷管理机制，无论贷前贷后，都要进行科学完整的客观评价，增强贷前的审查力度，改变贷后管理仍存在一定程度流于形式、走过场或工作不到位等问题。此外，还应引进高素质人才，既懂银行业务，又要对企业生产经营有一定了解。

## 7.5 完善宏观治理机制

伴随房地产业的不断发展，其在我国国民经济中的重要性也更加突出，但房地产业作为资金密集型行业，呈现高负债、高杠杆特点，在拉动经济增长的同时，也存在风险累积、资源错配等问题。特别在高质量发展期间，在供求总体平衡的市场环境下，房地产开发商面临房屋难卖、回款困难及外部融资紧张等问题，信用风险、流动性风险等也随之而来。除了靠企业自身进行风险管控，宏观治理机制也亟待完善。

首先，加大对房地产的合理调控。倘若房地产企业出现资金断裂，亦或发生借贷危机，必定会通过巨大的金融负债影响金融业，影响市场稳定，通过国家行政手段对土地、房屋预售、利率等制度进行宏观调控，从而影响房地产市场和投资，引导房地产业回归良性循环；其次，加强金融监管。由单一合规性监管向风险性监管转变，密切关注风险性指标，并及时根据指标的变动调整监管政策；再者，建立健全社会信用监督机制。鉴于我国目前缺少健全的社会信用监督体系，使得欠债者逃债成本低，导致社会信用出现了严重的滑坡和流失；最后，完善法律制度，加强对投资者保护的法律完善和执法力度。

## 8 研究结论与建议

### 8.1 研究结论

本文通过对恒大集团多元化经营引发的财务流动性风险进而转化为流动性危机这一事件进行研究,并基于现有的研究与相关理论,对该风险如何向集团内外部传染及造成的影响进行了分析,并得出财务流动性风险传染一般规律。通过本文的研究分析,得出如下结论:

第一,财务流动性风险的产生与公司的经营模式密不可分。

伴随市场经济的不断发展,企业集团不再满足于发展单一业务,开始发展多元化产业,非相关多元化战略是造成部分大企业出现财务风险甚至破产倒闭的重要原因。多元化产业需要大量资金的支持,一旦融资渠道受阻,资金不足,财务流动性风险便会通过关联交易等活动蔓延开来。

第二,多元化经营失效加速财务流动性风险传染。

恒大集团作为房地产企业,通过大量举债来发展多元化业务,忽视了各业务板块间的协同作用,导致多元化业务并未带来可观的利润和充足的现金流。为了配置资源,集团会通过一系列的内部资本市场活动和关联交易活动来实现。通常情况下,为了补充资金,除变卖资产外,企业集团会通过占用关联方资金、利用关联方进行担保融资与贷款融资来实现,从而使得财务流动性风险向关联方传染。

房地产行业规模大,上下游产业链关联企业众多,房地产开发商作为房地产产业链的中心,向上连接建筑施工单位,向下与建筑装饰企业、房屋承销商等企业密不可分,同时,金融机构、政府及投资者也贯穿于整个房地产产业链中,一旦房地产开发商资金链出现断裂,产生流动性问题,上下游企业、金融机构、政府及投资者都会受到影响,同时也会直接影响我国国民经济增长速度,冲击宏观经济环境。

第三,集团内部治理缺陷及宏观环境变化对风险传染具有潜在影响。

有效的资金管理模式在规模较大的企业集团发展过程中有着非常重要的作用,从优序融资到资金的合理分配与使用再到成本的控制都会影响企业的进一步发展;同时,宏观经济、政策环境的变化也对房企产生实质性影响。总之,要避免财务流动性风险传染,不仅要从集团自身做出改变,更要完善外部治理机制。

## 8.2 研究建议

由于内部资本市场的存在,出于降低交易成本等目的,在高度集中的控制权下,企业集团会通过关联交易进行集团内部资源的配置,造成财务流动性风险在企业集团内部进行传染。此外,由于企业集团内部资金管理模式有缺陷,在宏观经济及国家政策的影响下,该风险又会发生外溢现象。基于此,本文对正在或即将发展多元化战略的企业提出如下建议:

第一,审慎发展多元化战略,企业选择何种多元化战略并无对错之分,但若企业除了在自身擅长的领域之外仍拥有核心竞争力,那么发展多元化可能成为企业新的利润增长点,反之,可能落入多元化陷阱。

第二,完善内部控制制度,对于集团成员企业来讲,应当防范与关联方之间发生的关联交易活动,重视关联交易等行为,与此同时,还要防范关联方的资金占用。

第三,加强企业投融资管理,企业的投融资能使公司的资源得到最好的分配,但理性的投资行为更是企业永葆活力的源泉。企业应确保投资项目的正确和效益,使投资行为在合理、有序的轨道上进行,尽可能降低损失。同时,加强融资管理,制定科学的融资计划,使融资策略与未来投资所需资金相协调。

## 参考文献

- [1] Altman, Edward L. Corporate Financial distress and bankruptcy[M]. 2nd Edition. New York: John Wiley&Sons, 1993(35):223-245.
- [2] Chen KH, Shimerda TA. An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios[J]. Financial Management, 2014, 10: 125-234.
- [3] David S. Scharfstein, Jeremy C. Stein. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(6): 2537-2564.
- [4] Du Jess. Effective risk management in financial institutions: the turnbull approach[J]. Balance Sheet, 2015: 93.
- [5] Dundas, P. R. Richardson. Corporate strategy and the concept of market failure[J]. Strategic Management Journal, 1980, 1(2): 177-18.
- [6] Gabriel Hawawini, Claude Viallet. Finance for Executives. Managing for Value Creation (3rd Revised edition)[M]. Cengage Learning, Inc, 2005.
- [7] Gleason J. T. Financial risk management [J]. Palgrave Macmillan Journals, 2014, 09: 15-24.
- [8] James C. Van Hom. Fundamental of Financial Management 2007: 224.
- [9] Lins, V. K., Servaes, H. and Tufano, P. What drives corporate liquidity An international survey of cash holdings and lines of credit[J]. Journal of Financial Economics, 2016(1).
- [10] Muhamma Hammad Masud, Faisal Anees, Haseeb Ahmed. Impact of corporate diversification on earnings management[J]. Journal of Indian Business Research, 2017, 9(2): 82-106.
- [11] Raphael Amit, Joshua Livnat. Diversification and the risk return trade-off[J]. The Academy of Management Journal, 1988, 31(1): 154-166.
- [12] Y. Hou. Insider share-pledging and firm-risk[R]. Working Paper, 2015.
- [13] 艾瑞克著. 流动性风险[M]. 褚韵译. 北京: 经济管理出版社, 2011: 191.
- [14] 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.

- [15] 陈庭强,杨青浩,孙昕妍.基于信用关联超网络的银企交易对手信用风险传染机制分析[J].财会月刊,2021(04):118-125.
- [16] 陈志斌,曹佳敏,王诗雨.论企业财务风险的产业效应[J].财会月刊,2019(18):3-9+178.
- [17] 迟旭升,李明.公司治理与企业财务风险相关性研究——来自沪深两市主板 A 股上市公司的经验数据[J].东北财经大学学报,2011(05):67-73.
- [18] 董芳.刍议企业财务风险传播机制[J].现代经济信息,2012(19):113.
- [19] 傅宝汉.基于贷款风控视角的企业财务报表分析[J].当代会计,2019(12):47-48.
- [20] 葛家澍,占美松.企业财务报告分析必须着重关注的几个财务信息——流动性、财务适应性、预期现金净流入、盈利能力和市场风险[J].会计研究,2008(05):3-9+95.
- [21] 葛建春.财务公司加强流动性风险管理的策略分析[J].中国总会计师,2019(02):134-135.
- [22] 厉雪青.企业集团对子公司的财务风险管控探讨[J].会计师,2021(14):45-46.
- [23] 栗洋.企业相关多元化战略选择与绩效的关系研究[D].西安建筑科技大学,2016.
- [24] 刘汝军.论企业流动性风险管理(续)[J].对外经贸财会,1998(03):6-7.
- [25] 刘晓璇.企业集团财务风险管理与控制研究[J].会计师,2014(09):33-34.
- [26] 罗晗予,王路耀.集团企业财务风险传染的原因及管控策略研究——以盾安集团和雨润集团为例[J].财务管理研究,2021(05):45-50.
- [27] 马巾英,周特友.高新区集群内财务风险传染效应研究[J].财务与金融,2019(05):44-51+63.
- [28] 马文丽.非相关多元化经营的风险分散作用——基于农业上市公司的实证[J].财会通讯,2019(08):40-45.
- [29] 孟善飞.企业多元化扩张中财务危机成因分析——以暴风集团为例[J].财会通讯,2019(17):41-44.
- [30] 纳鹏杰,雨田木子,纳超洪.企业集团风险传染效应研究——来自集团控股上市公司的经验证据[J].会计研究,2017(03):53-60+95.
- [31] 沈俊.企业财务风险传导机理及控制研究[D].武汉理工大学,2011.

- [32] 施琴,孟枫平.企业流动性风险的产生因素分析[J].中国集体经济,2008(21):109.
- [33] 苏勇,张军.中国家族上市公司多元化经营与公司治理问题研究[J].经济纵横,2012(05):106-109.
- [34] 孙红,孙刚.税收监管、经营性关联交易与负债资本成本[J].山西财经大学学报,2016,38(06):114-124.
- [35] 孙利波.企业集团财务风险管控研究[D].云南财经大学,2020.
- [36] 王去非,易振华.浙江担保链风险现状、传染机制及产生原因研究[J].浙江金融,2012(12):29-32.
- [37] 王振馨,蒋国平.基于资源基础理论的多角化战略内部动因分析[J].天津市财贸管理干部学院学报,2009,11(02):24-26.
- [38] 夏冬林.流动性——企业生存法则[J].企业经济,2009(02):5-7.
- [39] 夏子航,谢伟.企业集团投资效率同群效应研究——基于系族控股上市公司的实证检验[J].会计与经济研究,2020,34(01):52-73.
- [40] 肖珉,周宗放,陈林.我国企业集团上市公司关联交易频率特征分析[J].管理评论,2011,23(07):124-130.
- [41] 许青萍.不相关多元化战略陷阱与所有者决策人的理性选择[J].中共云南省委党校学报,2010,11(01):96-99.
- [42] 杨军,赵继新,李宇航.多元化经营战略对企业财务风险的影响研究[J].财会通讯,2020(14):78-81.
- [43] 杨强,汪波,吕荣胜.企业多元化战略的动因及其风险分析[J].北京交通大学学报(社会科学版),2008(03):85-88.
- [44] 袁业虎.试析企业流动性风险与现金流量比率指标[J].江西审计与财务,1999(04):28-29.
- [45] 曾毓香.再谈我国企业非相关多元化战略的风险[J].中国总会计师,2012(12):72-73.
- [46] 张耕,高鹏翔.行业多元化、国际多元化与公司风险——基于中国上市公司并购数据的究[J].南开管理评论,2020,23(01):169-179.
- [47] 张瑞君.企业集团财务管控[M].中国人民大学出版社:管理者终身学习,201501:330.

- [48] 张艺璇.企业集团财务风险管控的内部报告体系构建研究[J].财会学习,2017(05):230-231.
- [49] 赵竹明,姜青青.从“宜华危机”看财务流动性风险的成因及启示[J].财会通讯,2022(10):131-135.
- [50] 祝继高.银行与企业交叉持股的理论依据——基于国际比较的研究[J].国际金融研究,2012(02):58-68.

## 后 记

时光荏苒，东流逝水，指尖终究还是滑落此处，心里夹杂着难以言喻的伤感与喜乐。三年前，怀揣着对人生的美好向往来到这座西北城市，这里承载了又一个我青春里的春夏秋冬，有欢笑也有过遗憾。值此学业接近尾声之际，我谨向在研究生生涯中对我的科研、学习及生活方面给予关怀和帮助的所有人致以最真挚的谢意！

桃李不言，下自成蹊。在此真诚感谢我的导师，无论在论文选题、文献查阅还是后续的写作中导师都给予我耐心的指导，认真审阅我的论文，使我的论文不断得到完善。导师治学态度严谨，您的教导我会铭记于心伴随一生，我再次向我的导师致以深深地谢意！此外，我还要感谢平日里一起学习交流的 2020 级各位同门，有你们的答疑解惑与帮助支持，我的论文写作之路才能更加顺畅。

海内存知己，天涯若比邻。我要感谢陪伴三年的室友，是你们让我在异乡感到温暖，同窗之谊，终生难忘！记得入学不到一周我们便相约白塔山，那也是我第一次领略黄河的波澜壮阔；记得那碗香喷喷的酿皮子和校门口火辣辣的牛肉面，是我值得用一生记忆的味道；记得那些我们一起完成小组作业的日子，时而充斥着“火药”般的味道，时而又嘻嘻哈哈；也曾记得我们因生活中的失意而畅谈到凌晨两三点的光景，进行灵魂深处的碰撞；还有那一个个熬夜改论文的夜晚……

谁言寸草心，报得三春晖。二十余载的求学路上，需要特殊感谢的是我的父母，一对平凡而又伟大的夫妻，用他们辛勤的双手抚育我长大成人，未曾让我淋过雨，始终以来你们的支持和鼓励是我一心向前的动力！

鲜衣怒马少年时，不负韶华行且知。致谢的最后还想感谢一下自己，感谢那些孤独时光里勇敢前行的你，你坚信山河浪漫，值得奔赴，所以从未停下脚步。愿你继续披荆斩棘，一步步靠近自己的梦想！

文有所长，还有太多要感谢的人，因为你们，我的求学之路才更加充满阳光。文虽已结，然人生未结，韶光易逝，终有别时，感恩相遇，后会有期！