

· 企业经济 ·

房地产企业股权结构对债务风险的影响研究

白彦军, 鲁 筱, 叶剑平

(中国人民大学 公共管理学院, 北京 100872)

摘要:我国房地产企业债务违约事件频发,对经济社会的稳健发展造成持续冲击。厘清房地产企业债务风险成因及其发生机理,对进一步完善房地产企业风险防范与化解机制具有重要的现实意义。本文以2011—2022年沪深A股上市的房地产企业为研究对象,运用双向固定效应模型实证检验了房地产企业股权结构对债务风险的影响。基准分析结果表明,房地产企业第一大股东持股比例越高,债务风险越高。异质性分析结果表明,房地产企业中的民营企业、低股权制衡企业和两职合一企业,其第一大股东持股比例越高,债务风险越高。机制分析结果表明,房地产企业股权结构通过影响企业现金持有水平和债务期限结构对债务风险产生冲击,而基于股东分红比例对企业进行掏空的假设并不成立。本文从房地产企业股权结构视角探讨债务风险问题,这将丰富房地产企业风险微观动因层面的研究,并为应对和解决房地产企业债务风险提供实证参考。

关键词:股权结构;第一大股东持股比例;债务风险;现金持有水平;债务期限结构

中图分类号:F224;F276.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-176X(2023)09-0105-12

一、引言

从2020年下半年起,国内房地产企业债务风险加速蔓延,公开违约事件频发。此轮房地产企业债务风险呈现以下三个特点:第一,出险房地产企业数量庞大,超过以往任何一次债务波动周期。截至2023年5月底,据公开信息统计,已有64家沪深A股或港股上市的房地产企业发生公开债务违约或债务展期事件,占上市房地产企业数量的近三分之一。第二,大型房地产企业债务风险频发。根据2020年公开销售数据测算,当年行业排名前20的房地产企业中已有9家发生了债务违约,其中个别企业负债规模超万亿元,这进一步加大了化解债务风险的难度。第三,房地产企业债务违约形式多样,几乎涵盖了境外美元债、银行贷款、境内债券、信托和理财平台等各类资本通道,呈现出多点并发、交叉违约的特征,加剧了债务问题的复杂性。因房地产企业债务风险引致的危害正在房地产行业内外传导,不仅影响了各地“保交楼”工作的有序推进,而且还动摇了购房者的信心,抑制了市场复苏的节奏,若进一步恶化甚至会危害整体金融系统的稳

收稿日期:2023-06-10

基金项目:国家社会科学基金项目“我国房地产市场健康综合评价指标体系设计及实证研究”(14BGL121)

作者简介:白彦军(1982-),男,陕西榆林人,博士研究生,主要从事房地产经济管理、住房政策和房地产企业治理机制研究。E-mail:reasc23@126.com

鲁 筱(1991-),女,福建福州人,博士研究生,主要从事房地产经济和REITs治理机制研究。E-mail:lucia910627@126.com

叶剑平(通讯作者)(1961-),男,福建南平人,教授,博士,博士生导师,主要从事土地政策与制度、房地产经济管理和住房政策研究。E-mail:jpye@ruc.edu.cn

健运行。为此,2022年12月的中央经济工作会议指出,要“有效防范化解优质头部房地产企业风险,改善资产负债状况”。基于此,厘清房地产企业债务风险的影响因素及其作用机制,在当前既具有紧迫性又具有现实意义,对提升我国房地产企业风险防范能力和处置效力具有积极影响。

从房地产企业债务问题发生的内在机理来看,公司治理结构的有效性是一个重要影响因素。因公司治理结构失效而带来的诸多代理问题,不仅会造成房地产企业关键投资决策的失误,更会引发其内外部经营环境的动荡。更进一步看,股权结构(本文用第一大股东持股比例衡量)是公司治理结构的基础,决定着企业治理表现及最终绩效。部分房地产企业存在“一股独大”现象,这可能会弱化其治理效力和抗风险能力。一般来说,第一大股东持股状况既可能影响企业的现金持有水平和债务期限结构,也可能影响大股东掏空公司的动机与能力,而现金持有水平、债务期限结构和公司被掏空这三个因素是极易引发债务问题的风险点。为此,有必要厘清房地产企业股权结构特别是第一大股东股权比例与债务风险的关系,并进一步明确其可能的影响路径。

基于此,本文利用2011—2022年沪深A股上市的房地产企业微观面板数据,采用双向固定效应模型实证分析了房地产企业股权结构对债务风险的影响机制。基准回归结果表明,房地产企业第一大股东持股比例越高,债务风险越高。异质性分析结果表明,非国有企业、低股权制衡企业和两职合一企业,第一大股东持股比例越高,债务风险越高。机制分析结果表明,第一大股东持股比例通过影响企业现金持有水平和债务期限结构两个途径对其债务风险形成冲击,而基于股东分红比例对企业进行掏空的假设并不成立。

本文可能的学术贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文聚焦股权结构的作用机制,拓展了房地产企业债务风险的研究视角,也丰富了股权结构乃至公司治理结构等微观要素在风险后果领域的相关文献。现有研究房地产企业债务风险的文献多关注外部宏观因素或企业内部经营策略等因素,而从股权结构视角的研究则多关注其绩效后果,较少探讨风险影响层面。第二,本文基于现金持有水平、债务期限结构和股东分红比例的企业掏空机制探讨了房地产企业股权结构对债务风险的影响机制,梳理了大股东与管理层、大股东与外部金融机构、大股东与小股东之间的代理问题,进一步揭示了不同股权结构安排下代理效应的差异化表现。第三,中央多次强调要化解房地产企业风险,“推动建立房地产业发展新模式”,针对房地产企业来说,新发展模式的基础是要进一步提升公司治理水平,而完善股权结构则是其中的应有之义。本文的研究结论与机制分析有望为进一步提升我国房地产企业治理能力、防范并化解当前债务风险提供有益的实证参考。

二、理论分析与研究假设

现有研究发现,房地产企业债务风险受外部环境和企业内部特征的共同影响。从外部环境来看,住房价格下降^[1]和限购限贷等调控政策出台^[2]都会加剧房地产企业债务风险暴露。从企业内部特征来看,一方面,源自经营失序,房地产企业长期奉行高杠杆发展模式,倾向“越负债、越投资”^[3]和持续过度投资^[4],进而引发债务风险;另一方面,源自治理失效,公司董事会特征、高管薪酬、“三会”召开情况^[5]和董事长与总经理两职合一状态^[6]等因素也会对其债务风险产生影响。尽管如此,针对房地产企业经营失序和治理失效问题背后的制度性成因,现有研究关注较少。而股权结构是企业经营和治理的基础,明确股权结构安排的潜在负面效应,对于挖掘房地产企业债务风险的制度起源具有重要意义。从股权结构视角进行的一般企业风险研究,目前结论多支持股权所有制结构和股权制衡^[5,7-8]等要素的显著性影响,针对股权集中度的影响效应则存在两种观点的争论:一种观点认为,股权集中度高可以抵御风险^[8-9];另一种观点认为,股权集中度与企业财务风险正相关^[10],抑或二者之间存在U型关系^[11]。笔者认为,这种风险异化效应可能的一种解释是来自行业异质性。鉴于房地产企业具有资产属性重、资金密集的特质,其

股权结构安排特别是大股东集中持股情境下的现金流反馈机制具有特殊性,为此本文将重点从房地产企业第一大股东持股比例视角探讨其债务风险成因。

委托代理理论是研究现代公司制度和公司治理理论的起点,为我们解构房地产企业股权结构与债务风险之间的关系提供了重要依据。公司所有权、经营权与控制权的分离,导致大股东与管理层、大股东与小股东、大股东与外部债务人之间因追求的效用函数不同而出现代理冲突。Shleifer和Vishny^[12]认为,股权集中度提升将激化此类代理矛盾,因为大股东将利用其控制权谋取自身利益最大化,给公司带来损失和风险。进一步分析高股权集中度下的大股东行为可以发现,从监督功能来看,为预防管理层的现金“囤积”行为,大股东倾向于通过增加投资来减少现金持有水平,导致过度投资与低现金持有水平;从道德风险来看,Jensen和Meckling^[13]认为,因投资失败的损失能转嫁给债权人,大股东倾向于将债务资金投资于高风险项目;从私利动机来看,Claessens和Lang^[14]发现,大股东倾向于从小股东手中融入资本进行资源性投资扩张,也可能通过关联交易和现金股利发放等形式侵占小股东利益。此类行为均因其非效率性和高风险性对企业整体财务安全造成威胁。而针对高股权集中度下的房地产企业第一大股东来说,以上潜在风险均可能存在。其背后的原因在于:一方面,多年前我国房地产市场一直保持快速增长且收益良好,这进一步强化了第一大股东的市场向好与高回报预期,第一大股东出于监督动机或私利动机而将企业大量现金投于房地产项目,激进扩张中更易出现非效率投资,现金流也趋于紧张;另一方面,因为道德风险约束低,房地产企业大股东倾向于投资高风险房地产项目,如投资失败则通过破产等形式将风险转嫁给银行等债权人。鉴于房地产企业资金密集和现金敏感度高的特征,一旦市场环境发生变化,其将因大股东之前的冒险行为而面临流动性问题,进而引致债务风险。据此,笔者提出如下假设:

H1: 房地产企业第一大股东持股比例越高,债务风险越高。

基于委托代理理论的视角,本文进一步分析了大股东与管理层、大股东与外部债权人、大股东与小股东的代理矛盾,进而探究房地产企业股权结构对债务风险的作用机制。

大股东与管理层代理博弈会影响企业现金持有水平。国外学者较早就关注到自有现金流量的代理成本问题,即鉴于信息不对称和利益趋向差异,管理层倾向于持有大量现金来满足私利,如用于在职消费和操控薪酬等,这就会出现因现金未得到充分利用的代理成本^[15-16]。但随着第一大股东持股比例的增加,他们有更强的动机监督管理层,进而提高现金的利用效率,减少与现金持有有关的代理成本^[17]。因此,当第一大股东持股比例较高时,企业现金持有水平则会下降^[18]。此外,第一大股东持股水平与企业过度投资程度呈正相关关系^[19],对持续处于激进扩张期的国内房地产企业来说更是如此,但又因较强的外部融资约束,此类企业往往倾向于过度利用自由现金流对外投资,导致了较低的现金持有水平。因持有现金具有预防性动机^[20],能够缓解企业面临的外部冲击和现金流波动压力^[21],较低的现金持有水平则往往意味着企业发生资金风险的压力加大,对房地产这样资金密集型的行业来说尤为如此。据此,笔者提出如下假设:

H2a: 房地产企业第一大股东持股比例越高,越会降低其现金持有水平,加剧债务风险。

大股东与外部债权人的代理关系会直接影响企业的债务期限结构。大股东与债权人之间主要存在两类代理冲突:一是资产替代效应,即如果一项投资活动若带来的超额收益大部分被大股东获得,而投资失败风险主要由债权人承担,此种情况下大股东倾向于投资高风险项目^[13];二是投资不足,即在公司面临财务困境时,即便有一项投资活动可带来较高收益,大股东也会拒绝投资,因为其认为公司一旦破产后该项目的收益大部分被债权人优先获取,而大股东要承担主要风险^[22]。这两类情形均会使债权人面临利益损失,而债务期限结构安排则有助于缓解以上冲突。其中,短期债务给予债务双方短期内重新签订借贷合约的机会,有利于债权人及时观察、识别大股东自利行为并重新进行风险定价。据此,债权人往往通过提高短期债务安排来控制代理成本。

肖作平和廖理^[23]研究进一步发现,在“一股独大”的企业中,大股东有较强的动机通过代理行为去侵犯债权人利益,迫使债权人使用“短期债务”的武器来维护自己的权益。由此,第一大股东持股比例与企业债务期限结构呈显著负相关关系。正是由于房地产企业的投资行为具有较高的风险敏感性,银行等债权人更习惯通过债务期限结构安排来控制相关风险。而企业短期债务占比与其风险应对能力呈负相关关系^[24]。据此,笔者提出如下假设:

H2b: 房地产企业第一大股东持股比例越高,越会导致较高短期债务占比,加剧债务风险。

大股东与小股东的代理矛盾一般会聚焦于大股东的掏空行为。“掏空”是指对公司有控制权的股东为了自身利益而将公司资产或利润转移出去的行为^[25]。国内外诸多研究都揭示了具有控制权的大股东与小股东之间一直存在着基本代理冲突:受控制权私利的驱动,大股东经常会对小股东进行剥削^[26]。这种剥削或掏空行为一般会以派发股利、关联交易或担保和挪占款项等方式实现。国内确实存在大股东侵占中小股东利益的掏空行为,这种掏空主要通过现金股利发放来实现^[27]。尤其是随着资本市场法律规制的日臻完善,大股东非法挪用和侵占企业资产的机会越来越少,大额派发股利就成为其掏空企业的重要手段。特别是在股权较集中的情况下,大股东更倾向于通过现金股利政策侵占中小股东利益^[28]。可见,股权结构安排对于大股东的股利政策具有显著影响:上市公司股权集中度越高,越倾向于采用现金股利分配方式^[29];第一大股东对发放现金股利有明显动机,且这种动机不受股东性质影响^[30]。一旦第一大股东过度派发现金股利,会造成公司流动资金减少,为此只能通过举债维持正常经营,进而提升企业的债务风险^[31]。鉴于房地产企业绝对利润规模庞大,如果第一大股东有掏空意愿,可能也会通过派发股利这一路径来实现。据此,笔者提出如下假设:

H2c: 房地产企业第一大股东持股比例越高,越会通过提高股东分红比例来掏空企业,加剧债务风险。

三、研究设计

(一) 数据来源

本文以2011—2022年在沪深A股上市的房地产企业为研究对象,并以此构建面板数据集。在此基础上,对原始数据进行如下处理:(1)剔除在样本年份内数据缺失的样本。(2)剔除部分财务指标存在异常的样本。最终得到90家房地产企业共计1 080个样本。所有房地产企业相关数据均来自东方财富Choice数据库。

(二) 变量定义

1.被解释变量:债务风险

本文选取Altman^[32]提出的Z值作为债务风险的代理变量。Z值主要用来预测企业财务失败或破产的可能性,其计算公式为: $Z=1.2\times\text{营运资本}/\text{资产总计}+1.4\times\text{留存收益}/\text{资产总计}+3.3\times\text{息税前利润}/\text{资产总计}+0.6\times\text{总市值}/\text{负债总计}+0.999\times\text{营业收入}/\text{资产总计}$ 。Z值越高,表明企业的财务状况越良好,面临的风险越低,反之亦然。在稳健性检验中,本文还选用了房地产企业的有效负债率 $Alev=(\text{负债总额}-\text{预收账款})/(\text{资产总额}-\text{预收账款})$,即剔除预收账款后的资产负债率作为替代性指标,以反映企业的实际债务压力。

2.解释变量:股权结构

股权集中度是股权结构的重要内容。鉴于我国上市企业的控制权一般集中于第一大股东手中,因而多数情况下主要用第一大股东持股比例来衡量公司的股权集中度。因此,本文选取沪深A股上市的房地产企业第一大股东持股比例(Equ)度量股权结构。

3.机制变量

本文选取三个机制变量:现金持有水平(Cash),用(货币资金+交易性金融资产)/流动负

债衡量，该指标值越大，表明现金持有水平越高。债务期限结构（Debtms），用非流动负债总额/负债总额衡量，该指标值越高，表明长期负债比重越大。股东分红比例（Cdr），用企业近三年累计分红/近三年可分配利润平均值衡量，该指标值越高，表明分红力度越大。

4.控制变量

基于对企业债务风险影响因素的研究，并参考相关主流文献的做法，本文选取如下控制变量：企业盈利能力（Roa），用净利润 $\times 2/$ （期初总资产+期末总资产）衡量；企业成长性（Growth），用营业收入增长率衡量；固定资产占比（Fa），用固定资产/总资产衡量；存货周转率（Turnover），用主营业务成本/ $[($ 期初存货净额+期末存货净额 $)/2]$ 衡量；资产规模（Size）用企业总资产的自然对数衡量；企业年龄（Age），用企业成立年限的自然对数衡量。本文同时控制了企业和年份固定效应。

主要变量的描述性统计结果如表1所示。由表1可知，样本企业股权结构的均值为0.398，最小值为0.071，最大值为0.796，这说明其整体分布较为均匀。样本企业债务风险Z值的均值为1.696，最小值为-0.880，最大值为20.187，这说明最大值有一定偏离。

表1 主要变量的描述性统计结果

变 量	样本量	均 值	标准差	最小值	最大值
Equ	1 080	0.398	0.152	0.071	0.796
Z	1 080	1.696	1.667	-0.880	20.187
Debtms	1 078	0.301	0.158	0.000	0.772
Cash	1 080	0.392	0.543	0.006	5.355
Cdr	961	0.190	0.201	0.000	2.202
Roa	1 080	0.025	0.035	-0.170	0.268
Growth	1 080	0.563	11.220	-0.909	367.532
Fa	1 080	0.025	0.047	0.000	0.422
Turnover	1 080	0.389	1.425	0.000	24.305
Size	1 080	23.818	1.394	20.255	28.293
Age	1 080	3.111	0.233	2.303	3.664

（三）模型构建

1.基准回归模型

为了检验房地产企业第一大股东持股比例对债务风险的影响，构建如下计量模型（1）：

$$Z_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Equ_{it} + \sum_{j=2}^7 \alpha_j Control_{ijt} + \mu_i + \vartheta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，i和t分别为企业和年份； Z_{it} 为债务风险； Equ_{it} 为第一大股东持股比例； $Control_{ijt}$ 为所有控制变量； μ_i 和 ϑ_t 分别为个体固定效应和年份固定效应； ε_{it} 为随机扰动项。

2.机制回归模型

基于前文理论分析，房地产企业第一大股东股权比例可能从以下三条路径影响债务风险：一是房地产企业第一大股东持股比例的提高将降低其现金持有水平，现金流动性趋弱，进而提升债务风险；二是房地产企业第一大股东持股比例的提高将影响其债务期限结构，短期债务比例上升，进而提升债务风险；三是房地产企业第一大股东持股比例提高将提升股东分红比例，有变相掏空企业之嫌，也会引致债务风险上升。为此，本文构建如下计量模型对影响机制进行检验：

$$Cash_{it}/Dbetms_{it}/Cdr_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Equ_{it} + \sum_{j=2}^7 \alpha_j Control_{ijt} + \mu_i + \vartheta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $Cash_{it}$ 为现金持有水平； $Dbetms_{it}$ 为债务期限结构； Cdr_{it} 为股东分红比例，其他变量含义如模型（1）。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归分析

本文经过 Hausman 检验,选择使用双向固定效应模型进行计量分析,运用回归模型(1)对房地产企业第一大股东持股比例对债务风险的影响进行检验。回归结果如表2列(1)所示。结果表明,与前面预期相一致,房地产企业第一大股东持股比例与其风险Z值之间有着显著的负相关关系,从数值来看,其第一大股东持股比例每增加1个百分点,债务风险Z值将下降3.221个百分点,这说明第一大股东持股比例越高,企业的债务风险越高,H1得到证明。

(二) 稳健性检验

为了进一步验证以上基准回归结果的稳健性,本文从以下两个方面做稳健性检验:

1. 替换解释变量

考虑到房地产企业股权结构变化对其债务风险冲击可能存在一定的时滞性,本文采用滞后一期的第一大股东持股比例(L. Equ)作为解释变量进行检验,检验结果如表2列(2)所示。结果表明,滞后一期的股权结构与房地产企业债务风险Z值之间也有显著的负相关关系,相关系数为-2.143,即房地产企业第一大股东持股比例每增加1个百分点,其风险Z值将下降2.143个百分点。证明H1是稳健的。

2. 替换被解释变量

在前文中,我们用风险Z值作为度量房地产企业债务风险的代理变量。此处,为避免度量方法差异对测量结果的影响,我们用房地产企业的有效负债率(Alev)作为被解释变量进行检验,有效负债率=(负债总额-预收账款)/(资产总额-预收账款)。

因为我国房地产行业预售制的存在,房地产企业负债中的预收账款多为购房者预交的购房款,正常情况下,随着房屋竣工交付即转出负债科目,因而包含预收账款的负债本质上并不能真正反映企业的实际负债水平,负债和资产端都剔除预收账款后的比值即有效负债率更能体现企业的真实负债程度。为此,本文使用该指标作为债务风险的代理变量进一步进行检验,检验结果如表2列(3)所示。结果表明,房地产企业第一大股东持股比例的系数在5%的水平下显著为正,即第一大股东持股比例越高,企业的有效负债率越高,债务风险也越高。证明H1依旧稳健。

表2 基本回归与替换变量后的稳健性检验结果

变 量	(1)	(2)	(3)
	Z	Z	Alev
Equ	-3.221** (1.349)		0.194** (0.077)
L. Equ		-2.143** (1.061)	
Roa	12.449*** (2.400)	11.526*** (2.081)	-1.024*** (0.175)
Growth	-0.004** (0.002)	-0.004*** (0.001)	0.001*** (0.000)
Fa	6.566 (5.444)	6.219 (5.329)	0.203 (0.162)
Turnover	-0.128* (0.071)	-0.120* (0.071)	-0.001 (0.003)
Size	-1.179*** (0.331)	-1.163*** (0.321)	0.108*** (0.018)
Age	1.652 (3.404)	1.916 (4.031)	-0.467* (0.256)
个体FE	控制	控制	控制
年份FE	控制	控制	控制
N	1 080	990	1 059
R ²	0.447	0.428	0.424

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内是稳健标准误,下同。

(三) 异质性分析

房地产企业股权结构可能通过其他渠道对债务风险产生影响,特别是股权特征和治理机制安排等,进而表现出异质性。本文将从企业所有权性质、股权制衡水平和管理层两职合一状态等方面考察该影响是否在不同企业间存在异质性。

1. 企业所有权性质的异质性

国有房地产企业和民营房地产企业在组织管理控制、治理能力和资源整合等方面的差异显而易见,这些都可能对第一大股东持股比例的债务风险冲击产生不同影响。据此,本文将样本中的房地产企业分为国有企业和民营企业两个类别进行回归分析,回归结果如表3列(1)和列(2)所示。结果表明,在民营企业组,房地产企业第一大股东持股比例对债务风险Z值的负向影响通过了1%水平上的显著性检验,回归系数为-3.937;在国有企业组,房地产企业第一大股东持股比例对债务风险的影响不显著。这一结果与当前国内房地产企业的发展格局基本吻合。

对此可能的解释是,相对于民营房地产企业,国有房地产企业的发展风格更趋稳健,公司治理相对完善,组织管理和风险防控机制严格,这些因素都有助于制约“一股独大”造成的大股东盲目投资倾向,保持较好的现金持有水平。另外,国有企业具有强资信背书,在获取信贷资源和资本市场支持方面具有显著优势,甚至在一定程度上,国资第一大股东持股比例越高,越有可能为企业带来更稳定持续的资金支持,平滑现金流风险,因而房地产企业第一大股东持股比例对国有企业债务风险的冲击效应并不显著。而就民营房地产企业而言,第一大股东和实控人多为一个人,公司治理多带有“家族式”色彩,第一大股东因扩张冲动产生过度投资时往往无法受到有效制衡,加之外部债权人对个人高比例持股给予的严苛债务成本定价,导致民营房地产企业现金流极易出现波动。在这种情况下,第一大股东持股比例越高,此种负面效应越明显。

2. 股权制衡的异质性

股权制衡体现了企业内部各个主要股东间相互监督与制约的程度,其与企业的股权结构安排密切相关,并成为影响企业第一大股东行为和决策效力的重要因素。对此,本文用房地产企业第二到第九大股东股权合计与第一大股东股权之比作为股权制衡的代理变量,进一步考察其异质性影响。具体分组方法为:若某一房地产企业股权制衡的值高于或等于所有企业股权制衡取值的中位数,则该企业归为高股权制衡组,反之则归为低股权制衡组。据此,本文将样本中的高股权制衡组和低股权制衡组两个类别进行回归分析,回归结果如表3列(3)和列(4)所示。结果表明,在低股权制衡组,房地产企业第一大股东持股比例对债务风险Z值的负向影响通过了5%水平上的显著性检验,回归系数为-4.337;在高股权制衡组,房地产企业第一大股东持股比例对债务风险影响不显著。

对此可能的解释是,我国房地产企业一直走的是高负债、规模化扩张的路径,随着第一大股东持股比例的上升,低股权制衡组中其他大股东对于第一大股东的制约力持续减弱,既难以控制第一大股东可能危害企业现金流过度扩张的冲动,也难以监督第一大股东基于私利对企业利益损害的行为。在此种脆弱的治理结构下,外部债权人更倾向于通过成本更高的短期借贷来控制风险,这将进一步加剧低股权制衡组企业现金流的紧张。而高股权制衡组企业其他股东对第一大股东的监督动机强、监督效力大,其能够通过股东大会投票等机制有效反制“一股独大”的决策弊端。在此种情况下,第一大股东持股比例持续上升并不会对高股权制衡组的房地产企业带来风险变量的显著变化。

3. 两职合一的异质性

董事长和总经理两个职位是否由同一个人担任是研究现代公司治理体系的关键问题之一,两职是否合一主要影响企业的决策效率和决策质量。在两职合一的情况下,企业战略清晰、管理与决策效率高,但容易受管理者个体因素影响而导致出现决策风险。在两职不合一的情况下,企业

决策链条延伸、决策效率低，但内部决策制约性强，更容易规避风险。对此，本文根据两职是否合一将样本企业分为两职合一组和两职不合一组两个类别进行回归分析，回归结果如表3列（5）和列（6）所示。结果表明，在两职合一组，房地产企业第一大股东持股比例对债务风险Z值的负向影响作用通过了5%水平上的显著性检验，回归系数为-1.518；在两职不合一组，房地产企业第一大股东持股比例对债务风险的影响不显著。

对此可能的解释是，房地产企业最主要的现金流支出为购置土地，此类土地投资决策的质量将直接决定房地产企业未来一到两年的现金流入预期。一旦因过度冲动而频繁购地或投资了流动性差的房地产项目，房地产企业将面临极大的现金流波动风险。在两职不合一组中，以总经理为代表的管理层基于过往投资经验对拟投资土地项目进行专业评判，以董事长为代表的董事投决会议则在前期专业意见的基础上进一步综合决策，这样的双重风险把关机制有利于提高投资决策质量，缓解因大股东冲动投资带来的风险。而在两职合一组中，往往董事长、总经理和第一大股东同是一个人，企业的土地投资行为更多的是其个人意志的体现，缺乏集体决策的风险规避机制，更容易推高企业风险，而且随着第一大股东持股比例的提升，这种冲动决策效应更明显，并会持续加剧房地产企业债务风险的发酵。

表3 异质性分析结果

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有企业	民营企业	高股权制衡	低股权制衡	两职合一	两职不合一
Equ	0.636 (0.599)	-3.937*** (1.321)	-1.874 (1.549)	-4.337** (2.128)	-1.518** (0.690)	-1.380 (1.148)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	624	456	540	540	105	795
R ²	0.431	0.619	0.260	0.627	0.751	0.375

五、机制分析

依据前文研究假设及相关模型构建，笔者认为，房地产企业第一大股东股权比例可能会通过三种渠道影响其自身债务风险，即现金持有水平、债务期限结构和基于股东分红比例的大股东掏空路径。

首先，分析现金持有水平的影响路径。本文采用现金比率来衡量企业现金持有水平（Cash），现金比率越高，企业现金越充足，现金的防御性功能越强。房地产企业第一大股东持股比例提高，将助长大股东的非理性扩张行为，其在土地市场的大额资本投入将进一步削弱企业的现金持有水平，结果导致企业现金用来支付到期负债和其他支出的防御性功能明显减弱，企业的债务风险不断攀升。本文考察了房地产企业第一大股东持股比例对现金持有水平的作用机制，回归结果如表4列（1）所示。结果表明，房地产企业第一大股东持股比例的系数为-0.607，且在5%的水平上显著为负，这表明房地产企业第一大股东持股比例提高将降低其现金持有水平，进而加剧企业的债务风险。H2a得到验证。

其次，分析债务期限结构的影响路径。本文用非流动负债总额/负债总额作为代理变量来衡量企业的债务期限结构（Debtms），该比值越低，企业杠杆结构中短期负债比重越大。房地产企业第一大股东持股比例提高，可能激发外部债权人的风险防御机制，其只愿意提供给企业更多的短期借贷资金，这将进一步加剧企业短期现金流波动，债务风险爆发的概率明显提升。回归结果

如表4列（2）所示。其中，债务期限结构为被解释变量，房地产企业第一大股东持股比例及其平方项为解释变量。结果表明，该解释变量一次项系数为0.560，二次项系数为-0.659，且均通过了5%水平上的显著性检验，这表明房地产企业第一大股东持股比例与债务期限结构间存在倒U型关系，即在第一大股东持股比例刚开始上升时，企业长期债务占比增加，随着第一大股东持股比例持续上升，企业长期债务占比则开始回落。此种现象可以理解为，在企业早期股权较为分散时，第一大股东持股比例上升会对管理层形成有效监督，制约其“不作为”的代理行为并提升企业业绩表现，此时外部银行等债权人愿意将期限较长的资金借给企业；而当第一大股东持股比例超过一定水平后，其集权决策的负向效应不断显现，外部债权人开始警惕企业风险，更愿意将期限短且能及时进行风险再定价的短期资金借给企业。从长期看，随着企业第一大股东持股比例上升，其短期债务占比也将提高，进而加剧企业的债务风险。H2b得到验证。

最后，分析基于股东分红比例的大股东掏空的影响路径。本文用企业近三年累计分红与近三年可分配利润平均值之比来衡量企业的股东分红比例（Cdr），据此进一步判断第一大股东对企业的掏空行为及其影响，回归结果如表4列（3）所示。结果表明，房地产企业第一大股东持股比例的系数为负，但其与股东分红比例之间的关系未通过显著性检验。可见，先前假设的房地产企业第一大股东持股比例通过股利发放的掏空行为来影响企业风险的路径并不存在，H2c未得到验证。可能的理由是，一方面，随着国内资本市场法律规制的健全，大股东通过大额发放股利来侵蚀小股东利益的行为得到了一定程度的抑制；另一方面，这也反映出在规模化扩张的情况下，房地产企业第一大股东可能更愿意将利润转为盈余公积进而用作下一步高速扩张。但值得注意的是，房地产企业第一大股东可能通过很多种方式掏空企业，本文研究结论仅说明其并未通过股利发放的途径来掏空企业，但是否存在其他掏空路径有待进一步检验。

表4 基于影响机制的检验结果

变 量	(1)	(2)	(3)
	Cash	Debtms	Cdr
Equ1	-0.607** (0.290)	0.560** (0.268)	-0.026 (0.154)
Equ1 ²		-0.659** (0.317)	
控制变量	控制	控制	控制
个体FE	控制	控制	控制
年份FE	控制	控制	控制
N	1 080	1 078	961
R ²	0.152	0.098	0.127

六、结论与建议

本文以2011—2022年沪深A股上市的房地产企业为研究对象，利用双向固定效应模型实证分析了房地产企业股权结构对债务风险的影响。得出以下主要结论：

首先，基准回归结果表明，房地产企业股权结构对债务风险有显著的正向影响，即房地产企业的第一大股东持股比例越高，债务风险越高。

其次，异质性分析结果表明，针对所有权性质不同的房地产企业，第一大股东持股比例对于民营企业债务风险的正向驱动效应十分明显，该效应在国有企业中则不显著；针对股权制衡度不同的房地产企业，第一大股东持股水平对于低股权制衡企业债务风险的正向驱动效应十分明显，该效应在高股权制衡企业中则不显著；针对董事长、总经理两职合一程度不同的企业，第一大股东持股比例对于两职合一企业债务风险的正向驱动效应十分明显，该效应在两职不合一企业不

显著。

最后,机制分析结果表明,一方面,房地产企业第一大股东持股比例上升容易造成企业过度投资,进而降低其现金持有水平,加剧其现金流紧张并推高债务风险;另一方面,房地产企业第一大股东持股比例持续上升将触发外部债权人对借贷资金安全性的防御机制,增大企业短期债务资金比例,推高其债务风险。此外,房地产企业第一大股东通过股东分红比例对企业进行掏空并进一步影响其债务风险的路径并不存在。

综上所述,房地产企业股权结构对债务风险有重要影响,且此种影响效应的发挥与其他股权结构或公司治理要素密切相关,如股东所有权性质、股权制衡程度和公司权力体系安排等都会强化或中和该效应的强度。对此,笔者提出如下建议:

首先,要完善房地产企业的股权结构安排,尤其要优化第一大股东持股设计。股权结构安排是一切公司治理结构的基础和起点,对企业绩效表现和可持续经营至关重要。与金融业类似,房地产企业资金密集高,单笔投融资金额动辄上亿元甚至数十亿元,如果没有合适的股权安排及制约,极易出现第一大股东“一言堂”决策,加剧债务风险。与金融业相对完善且严密的股权治理体系相比,房地产企业尤其是民营房地产企业现有的股权结构安排相对简单、粗放,存在较多隐患。未来的资本市场政策安排要为房地产企业第一大股东股权比例设置合理上限,同时引导企业针对第一大股东不同持股水平设计相应的股权制衡机制,最终形成真正风险可控的股权结构和决策体系。

其次,房地产企业要强化公司治理机制,弥补因股权结构失衡造成的决策制度缺陷。我国房地产行业运行环境正迎来巨大变化,房地产企业过去“高杠杆、高周转”的发展模式已难以为继。作为房地产企业第一大股东或实际控制人的个人,要抛弃早期个人色彩浓厚的创业模式理念,将真正的决策权交给职业经理人,依靠专业团队理性经营。只有实现了所有权与经营权的真正分离,现代企业制度才会确立,大股东影响的负效应才会弱化。同时,企业要通过设置完善的治理制度来确保专业化运营。一方面,要构建董事长与总经理两职相互独立制衡的权力机制,多层次把控经营风险;另一方面,要强化独立董事的监督与决策咨询职能,真正让其发挥隔离企业风险的监督作用。近期,国务院办公厅印发了《关于上市公司独立董事制度改革意见》(国办发〔2023〕9号),也将为房地产上市企业深化独董体制改革提供指引。

最后,针对已经发生债务风险的房地产企业,更要将股权结构改革作为下一步化解其债务风险的重要方向。一方面,已出险房地产企业可通过股权与债权置换和股权转让等方式积极推进债务重组进程,并借此降低第一大股东持股比例、优化公司股权结构,为再次获得债权人信任奠定基础;另一方面,已出险房地产企业可积极与各地国有资产平台对接,通过股权层面的战略合作引入外部国有资产股东,在强化治理监管的同时获取国有资产股东的资源集聚效应,以早日走出债务困境。中共中央提出要“推动建立房地产业发展新模式”,股权结构改革将是房地产企业走向新发展模式的起点,也可能会成为新时期化解我国房地产企业债务风险的重要抓手。

参考文献:

- [1] 刘洪玉,姜沛言,吴璟.存货规模、房价波动与房地产开发企业风险——基于中国上市房地产开发企业的实证分析[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2013(1):43-57.
- [2] 胡胜,雷欢欢,胡华强.基于 Logistic 模型的我国房地产企业信用风险度量研究[J].中国软科学,2018(12):157-164.
- [3] 李嘉,董亚宁,贺灿飞.越负债,越投资?——住房金融化下的房地产企业负债—投资行为与空间分异[J].经济管理,2020,42(8):171-189.
- [4] 陆嘉玮,陈文强,贾生华.债务来源、产权性质与房地产企业过度投资[J].经济与管理研究,2016,37(9):

- 126-136.
- [5] 彭中文,李力,文磊.宏观调控、公司治理与财务风险:基于房地产上市公司的面板数据[J].中央财经大学学报,2014(5):52-59.
- [6] 赵振鲁.基于COX模型的上市房地产公司财务风险影响机制研究[J].金融理论与实践,2017(12):43-48.
- [7] 牛枫,张刘臻,肖作平.国有股权参股对民营企业风险承担水平的影响——基于上市民营企业的数据研究[J].商业经济与管理,2022(9):72-89.
- [8] 徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].经济研究,2006,41(1):90-100.
- [9] 黄曼行,任家华.制度环境、股权结构与财务风险:来自我国民营上市公司的实证[J].云南财经大学学报,2014(1):131-137.
- [10] 于富生,张敏,姜付秀,等.公司治理影响公司财务风险吗?[J].会计研究,2008(10):52-59+97.
- [11] 徐莉萍,辛宇.股权结构与公司经营风险[J].中国会计与财务研究,2012(2):1-52.
- [12] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [13] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [14] CLAESSENS W, LANG X. The separation of ownership and control in East Asian corporations [J]. Journal of financial economics, 2000, 58(3): 81-112.
- [15] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. The American economic review, 1986, 76(2): 323-329.
- [16] DITTMAR A, MAHRT-SMITH J. Corporate governance and the value of cash holdings. [J]. Journal of financial economics, 2007, 83(3): 599-634.
- [17] SHLEIFER A, VISHNY R W. Large shareholders and corporate control [J]. Journal of political economy, 1986, 94(3): 461-488.
- [18] FAULKENDER M W. Cash holdings among small businesses [EB/OL]. Washington University, St. Louis, SSRN Working Paper, 2002.
- [19] 简建辉,黄平.股权性质、过度投资与股权集中度:证券市场A股证据[J].改革,2010(11):111-119.
- [20] OPLER T, PINKOWITZ L, STULZ R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. Journal of financial economics, 1999, 52(1): 3-46.
- [21] 郑建明,王万军,白霄.制度环境、现金持有与信用风险[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2017(5):104-119.
- [22] MYERS S. Determinants of corporate borrowing [J]. Journal of financial economics, 1977, 5(2): 147-175.
- [23] 肖作平,廖理.大股东、债权人保护和公司债务期限结构选择——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2007(10):99-113.
- [24] 徐士琨.债务结构对风险应对能力和企业价值影响研究[J].财会通讯,2020(22):80-82.
- [25] JOHNSON S, LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, et al. Tunnelling [J]. The American economic review, 2000, 90(2): 22-27.
- [26] HOLDERNESS C D. A survey of blockholders and corporate control [J]. Economic policy review, 2003, 9(4): 51-64.
- [27] 万丛颖,张楠楠.大股东的治理与掏空——基于股权结构调节效应的分析[J].财经问题研究,2013(7):42-49.
- [28] 任力,项露菁.公司治理结构对现金股利分配的影响[J].经济学家,2015(5):43-51.
- [29] 许静,张延良.股权结构对上市公司股利政策的影响分析[J].宏观经济研究,2013(4):53-58+106.
- [30] 谢军.股利政策、第一大股东和公司成长性:自由现金流理论还是掏空理论[J].会计研究,2006(4):51-57.
- [31] 王明虎,常楠楠.基于股权变现视角的现金股利与企业价值研究[J].会计之友,2022(16):99-108.
- [32] ALTMAN E. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy [J]. The journal of finance, 1968, 23(4): 589-609.

Impact of the Equity Structure of Real Estate Companies on the Debt Risk

BAI Yan-jun, LU Xiao, YE Jian-ping

(School of Public Administration and Policy, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Summary: In the past three years, real estate companies' debt default events have occurred frequently, which had a sustained impact on the steady economic and social development. To investigate underlying causes, existing studies mostly focus on external industry environment and internal management characteristics, lacking attention to the corporate equity governance structure, especially the mechanism analysis of how equity concentration affects the behavior of major shareholders and leads to debt risks.

Based on the East Money Information Choice database, this paper takes the A-share real estate companies from 2011 to 2022 as the research sample, and empirically tests the impact of the shareholding ratio of the largest shareholder on corporate debt risks and its mechanism. Research results show that the higher the shareholding ratio of the largest shareholder, the higher the debt risk of real estate companies. Based on the heterogeneity of factors related to corporate ownership structure, it is found that as for private enterprises, enterprises with low equity balance or enterprises with CEO duality, the higher the shareholding ratio of the largest shareholder, the higher the debt risks. Mechanism analysis shows that the shareholding ratio of the largest shareholder impacts the debt risk by affecting the cash holding level and debt maturity structure of enterprises, but the assumption that the largest shareholder hollows out enterprises based on the dividend distribution mechanism is not valid.

Compared with previous literature, this paper has contributions in the following two aspects. First, from the perspective of the micro motivation, this paper focuses on the equity structure, especially the shareholding ratio of the largest shareholder, to explore the debt problem of real estate enterprises, and to explore institutional issues behind their operational disorder and governance failure. Second, based on the cash holding level, debt maturity structure and "enterprise hollowing out" mechanism, this paper discusses the effect of the equity structure of real estate enterprises on debt risks. Combined with characteristics of the real estate industry, it reveals the differentiated performance of various agency effects under different equity mechanism arrangements. Third, the central government has repeatedly stressed the need to mitigate the risks of real estate enterprises and "promote the establishment of a new model for the development of the real estate industry". For real estate enterprises, the foundation of the new development model is to further improve the level of corporate governance, and improving the equity structure is a necessary part of it. The research conclusion of this paper not only helps to promote real estate enterprises to optimize their own equity design and governance system, but also provides a basis for relevant policies to further standardize the decision-making balance mechanism of listed real estate companies. Further, this paper also provides reference for solving the debt risks through the reform of the equity structure.

Key words: equity structure; shareholding ratio of the largest shareholder; debt risk; cash holding level; debt maturity structure

(责任编辑: 刘 艳)

[DOI]10.19654/j.cnki.cjwtyj.2023.09.009

[引用格式]白彦军,鲁筱,叶剑平. 房地产企业股权结构对债务风险的影响研究[J]. 财经问题研究, 2023(9): 105-116.