

房地产调控政策的连续性与有效性

——基于信贷资源再配置的视角

丁 杰 李仲飞 郑 军*

摘要: 房地产调控政策的有效性一直备受质疑,本文基于房地产上市公司的数据检验了房地产调控政策对房地产企业融资的影响,从商业信用再分配理论的角度解释房地产市场调控失效的原因。实证结果表明:房地产市场的调控政策能够影响房地产企业的信贷融资,但房地产企业的商业信用与银行信贷之间存在显著的替代关系,在货币政策紧缩时期,房地产企业更是增加了对商业信用的利用,表明商业信用的信贷资源再配置效应抵消了房地产调控政策的效果。进一步的研究表明,连续性的调控政策能显著降低商业信用对银行信贷的替代作用。本文的结论有助于说明房地产调控失效的原因,对我国房地产市场的有效调控也具有一定的启示作用。

关键词: 政策连续性;商业信用;再分配理论;房地产调控政策;有效性

一、问题的提出

房地产调控政策的有效性一直备受学术领域的关注。房地产行业为资金密集型行业,其对资金的依赖性非常大。因而,理论上一般认为,通过宏观调控政策影响房地产市场的资金状况会对房地产市场产生重要影响。

然而,不管是已有研究成果,还是基于可以观测到的事实,我们发现房地产调控政策的效果往往并不是太好。从历年房地产投资的典型数据可以看出房地产企业不差钱的现象,在2005-2007年政府对房地产市场严厉调控的背景下,房地产开发企业投资规模增速却不断提升,分别达到20.9%、20.1%、30.2%。即使在被称为史上最严厉“调控年”的2010年,房地产开发企业投资增速依然创下33.2%的新高^①。王先柱和金叶龙(2013)也对货币政策能否影响房地产企业“银根”,从而起到调节房价的作用提出了质疑。那么,究竟是哪些因素影响了房地产调控政策的预期效果?

启发本文研究的是一些学者关于商业信用再分配理论的研究。宏观调控政策对经济的影响是通过微观个体(如企业)发挥作用。但是,微观企业并不一定被动适应货币政策环境

*丁杰,广东财经大学金融学院,邮政编码:510320,电子信箱:djsky@163.com;李仲飞,中山大学管理学院、金融工程与风险管理研究中心,邮政编码:510275;郑军,中山大学岭南学院,邮政编码:510275。

本研究得到国家自然科学基金重点项目“房地产及其金融资产的定价与风险管理”(项目批准号:71231008)、广东省珠江学者计划(2010)、广东省高等学校高层次人才项目(2011)资助。特别感谢匿名审稿人的修改意见,当然,文责自负。

①本部分的数据根据历年《中国房地产统计年鉴》中的房地产企业本年完成投资额指标计算而得。

的变化,更可能主动调整融资方式以抵消货币政策给企业带来的影响(饶品贵、姜国华,2013)。除了银行信贷,商业信用也是重要的融资方式之一。因此,银行信贷规模的变动可能只会引起总的信用结构的变动,并不必然引起信用规模的变动(刘民权等,2004)。商业信用再分配理论认为,企业提供商业信用的行为相当于企业将自身的银行贷款再次借贷给了其他的企业(刘仁伍、盛文军,2011),起到了信贷资源再配置的作用。商业信用的再分配理论由 Meltzer(1960)首次提出,其研究观察到商业信用与银行信贷存在替代关系,货币政策的松紧与这种替代关系紧密相关,紧缩的货币政策会使企业增加使用商业信用。Peterson 和 Rajan(1997)基于小企业的实证研究表明:在银行信贷获取上处于不利地位的企业会增加商业信用融资,而容易获得银行贷款的企业则成为商业信用的供给方,这使得企业对货币政策的反应有所减小。对于商业信用的再分配效应所导致的货币政策失效,Kohler 等(2000)将之概括为货币政策传导的“商业信用渠道”。那么,在房地产调控政策紧缩时期,房地产企业是否会将商业信用作为银行信贷的替代,房地产行业的“商业信用渠道”是否存在?

此外,如果房地产行业的“商业信用渠道”存在,实现房地产市场有效调控的目标岂不是会一直落空?然而,答案可能是否定的。Love 等(2007)以六个新兴国家的 890 家企业为研究样本,检验了金融危机对企业商业信用的影响,研究发现由于金融危机下银行信贷整体水平急剧收缩,所有企业可获得的信贷都减少了,企业因而普遍降低了商业信用的供给。因此,商业信用作为信贷资源再配置的一种方式,必须要有信贷的增量供给,才能实现信贷资源的再配置,当调控政策持续紧缩时,信贷资源持续减少,商业信用的再分配效应也会减弱。因此,商业信用对银行信贷的替代作用可能不会长久,如果对房地产市场的调控政策是连续的,那么商业信用的再分配效应可能会减弱,房地产市场的调控政策将仍然有效。

本文基于 1998–2013 年中国房地产上市公司的样本进行研究,检验的主要问题有:一是房地产调控紧缩时期,房地产企业能够获得的银行信贷是否减少了?二是实行紧缩的调控政策时,房地产企业是否会增加对商业信用的利用来缓解紧缩性政策带来的影响,即商业信用的再分配理论在房地产行业是否成立?三是检验调控政策保持连续时,房地产企业是否仍能够利用商业信用来缓解政策带来的影响?

本研究可能的贡献:(1)从商业信用再分配理论的视角分析房地产调控的有效性^①。货币政策主要通过两个途径对企业产生影响:一是改变企业的融资成本,二是影响企业的融资规模(Kashyap et al.,1993;Gaiotti and Generale,2001)。因此,一些文献从这两个角度解释货币政策对房地产业的调控效果。如宋秀芳等(2010)以及王先柱和金叶龙(2013)分别从利率和企业融资的角度检验货币政策的调控效果。这些研究可以很好地解释房地产市场调控的失效,但相关研究所分析的企业融资主要是银行信贷融资,商业信用作为银行信贷的一种补充,其作用怎样?对该问题的研究正是本文与已有研究的不同之处。此外,相关研究均关注货币政策对房地产企业融资行为的影响,然而,房地产价格是否已经作为我国货币政策的调控目标在学术上仍存在较大争议。因此,本文的政策分析并不局限于货币政策,主要考虑房地产市场综合的调控政策取向带来的影响。(2)分析了宏观调控政策的连续性对商业信

^①房地产调控政策使房地产企业获得的银行信贷减少,这本身可看作调控政策发挥了作用。本文的有效性指房地产调控政策能否真正影响房地产企业的资金状况。如果房地产企业能够通过获得商业信用抵消调控政策带来的信贷资金减少,那么调控政策就不能真正影响其最终资金状况,调控政策就失效了。

用的再分配效应的影响。国内的相关研究中,商业信用与银行信贷之间的替代效应已经得到证实。然而,二者之间的替代关系是否可持续? Love 等(2007)的研究给我们以启示:调控政策持续紧缩时,信贷资源会持续减少,从而制约信贷资源通过商业信用再配置给房地产企业。对该问题的实证检验也可以看作对商业信用再分配理论相关研究的有益补充。

二、经验事实、理论分析及研究假设

(一) 房地产调控政策与商业信用的再分配效应

银行信贷无疑是我国企业最主要的融资方式。李宏瑾(2005)从最基本的供求关系出发进行研究,发现影响房地产市场供、需的因素众多,但其中最为关键的因素还是银行信贷。

历年《中国房地产统计年鉴》的数据表明,我国房地产开发投资的资金来源主要可以分为四大类:国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金来源。近年来的数据表明,国内贷款、自筹资金以及其他资金来源为三项最主要的资金来源,占到全部房地产开发投资资金来源的 95% 以上。

如图 1 所示,国内的直接贷款占比为 20% 左右,自 2003 年之后呈总体下降趋势,主要是因为随着 2004 年开始的房地产价格上涨,宏观政策对房地产信贷逐渐收紧。自筹资金包括房地产企业的注册资本、历年的收益结存等。为降低房地产开发项目的授信风险,中国人民银行和银监会明确规定了房地产项目开发资金中自筹资金的比例,目前这一比例要求为 30%。这一规定限制了房地产企业的投资规模,大部分房地产企业为了逃避限制,会通过各种变通的方式间接获取银行信贷来填补自筹资金的不足,因此,自筹资金中的大部分也间接来自于银行的贷款^①。由此可见,在房地产企业的业务扩展过程中,银行信贷起了决定性的作用。

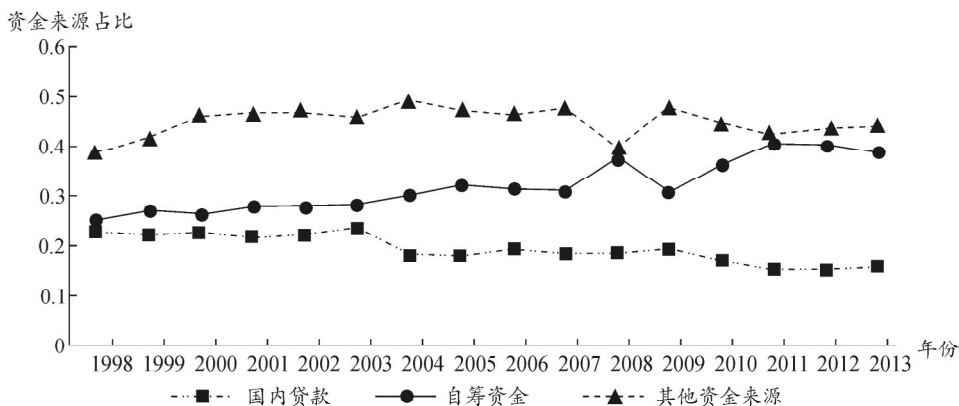


图 1 房地产开发企业的资金来源占比

其他资金来源的占比最大,主要为房地产企业从下游购房者手中获取的定金、预收款及个人住房按揭贷款。根据历年《中国房地产统计年鉴》的数据,定金及预收款占到其他资金来源的 50%~65% 左右,该款项来自期房预售。我国房地产市场普遍采取期房预售制度^②,

^①郭晓武(2006)的研究表明,超过 60% 的房地产项目开发资金是直接或者间接来自银行系统。

^②我国自 1994 年实施商品房预售制度以来,预售比例逐渐提高。建设部 2011 年曾公开表明:主要城市商品房预售比例已达到 80% 以上,部分城市甚至达到 90% 以上。详见 <http://www.jshouse.com.cn/jshouse/38703>。

期房预售是商业信用的一种表现形式,该制度将购房者的自有资金和购房贷款提前支付用于房地产开发建设,缓解了房地产企业的开发资金紧张。

除了定金及预收款,拖欠施工单位的工程垫付款和供货商的材料垫付款也是房地产企业获取商业信用的另一重要来源。Fabbri 和 Menichini (2010)、Giannetti 等 (2011) 的研究均指出,商业信用大量而普遍地存在,主要与买方强势以及客户信用良好有关。房地产企业在国民经济中支柱产业的地位也奠定了其在上下游产业链条中的强势地位。因此,房地产企业拖欠工程款和材料款属于业内惯例,根据历年《中国房地产统计年鉴》的数据,房地产企业的工程应付款与国内贷款的比值甚至达到 30% 左右。

因此,在整个产业链中的强势地位以及期房预售制度,使得房地产企业可以方便地获取上游企业和下游客户所提供的商业信用,从而使得对商业信用的利用成为房地产企业规避政策调控的一种可能手段。

Allen 等 (2005)、Ge 和 Qiu (2007) 均认为发展中国家商业信用对经济的支持作用可能会超过银行信贷。在我国以国有商业银行为主导的金融体系之下,银行的金融排斥现象普遍存在,大量难以获得信贷的企业对商业信用的依赖性可能更强。在国内的研究中,石晓军等 (2009) 较早验证了商业信用与银行信贷之间的替代关系。至于宏观政策对商业信用与银行信贷之间关系的影响,饶品贵和姜国华 (2013) 的研究发现,非国有企业在货币政策紧缩时期获得的银行信用受到了更大冲击,但商业信用作为银行信贷的补充,弥补了资金缺口。这些研究结论均认为企业能够以商业信用作为银行信用的替代,从而一定程度上降低货币政策调控的有效性。基于以上分析及现有研究,我们提出如下假设:

假设 1: 房地产宏观调控紧缩时期,房地产企业获得的银行信贷将显著减少。但是房地产行业存在商业信用的信贷资源再配置效应。

假设 2: 房地产企业会根据房地产市场的调控政策调整商业信用的利用,当调控政策紧缩时,房地产企业会更多的利用商业信用来缓解融资约束。

(二) 房地产调控政策的连续性与商业信用的再分配效应

Love 等 (2007) 以金融危机为背景,实证研究发现,公司的应收账款、应付账款以及净商业信用在金融危机后均大幅下降,商业信用的信贷资源再配置效应没有发挥作用;但他们认为这并不足以否认商业信用与银行信用之间的替代关系,只是因为金融危机这样的极端环境下整个社会所获得的信贷都在持续减少,即便是以往在银行信贷获取上具有优势的企业也由于信贷收缩减少了商业信用的供给。这给予本文的启示是,当房地产调控政策持续紧缩时,整个房地产行业的风险会随着政策的持续而累积上升,上游企业愿意向房地产企业提供的商业信用将会减少。另一方面,房地产调控政策持续紧缩时期,下游购房者从银行获得的购房信贷也会减少,从而可以通过商业信用的方式分配给房地产企业的信贷资源也减少了。

此外,商业信用一般期限都比较短,其隐含的资本成本往往比较高 (Petersen and Rajan, 1997; 饶品贵、姜国华, 2013)。期房销售与竣工后现房销售时间间隔目前约为 10 个月,剔除市场形势的变化所带来的房价上升因素,同一商品房采用期房销售的价格较之于现房销售价格一般约低 5% ~ 10%, 甚至更多,其隐含的资金成本甚至高于银行贷款的利息成本。因此,房地产开发企业只能将商业信用作为银行信贷的一种短期替代。基于以上分析,我们提出如下假设:

假设 3: 房地产企业对商业信用的利用受调控政策连续性的影响,连续性的紧缩政策将使得房地产企业可以利用的商业信用减少。

三、样本数据和研究设计

(一) 研究样本及数据来源

本文基于我国房地产上市企业的数据进行分析,企业数据均来自于 CCER(一般企业财务数据库)。初始样本为 1998–2013 年的年度数据。根据中国证监会(CSRC)行业分类标准确定房地产行业,将总资产或所有者权益小于 0 以及相关数据缺失的企业剔除,最终得到 1 018 个企业/年度观测值。为避免异常值的影响,对连续型变量进行上下 1% 分位数的缩尾(Winsorize)处理。

(二) 模型设定与变量定义

构建回归模型(1)检验假设 1,即房地产调控政策对房地产企业银行信贷的影响:

$$Debt_{it} = c + \gamma' Z_{it} + \delta_1 UCP_{it} + \delta_2 RP_t + \delta_3 RP_t \cdot UCP_{it} + \xi_{it} \quad (1)$$

为进一步检验政策的连续性对房地产企业银行信贷的影响,对模型(1)进行扩展,得到模型(2):

$$Debt_{it} = c + \gamma' Z_{it} + \delta_1 UCP_{it} + \delta_2 RP_t + \delta_3 RP_t \cdot UCP_{it} + \delta_4 Contin_{it} + \delta_5 RP_t \cdot Contin_{it} + \xi_{it} \quad (2)$$

其中,被解释变量 $Debt_{it}$ 为房地产企业的银行信贷,分别用企业的短期借款与企业的总资产之比 $Debt_s_{it}$ 以及总借款与总资产之比 $Debt_all_{it}$ 来替代。 Z_{it} 为控制变量向量,参照已有研究(王先柱、金叶龙,2013;张杰等,2013),本文选取的控制变量包括: $Asset_{it}$ 为企业规模变量,以对数化的总资产表示,用于验证银行在信贷发放过程中是否存在“规模歧视”; CFO_{it} 为公司的经营现金流,用经营活动产生的现金流净额与总资产的比值表示,反映企业的流动性以及产生现金的能力; $Inventory_{it}$ 为公司的存货资产,用总资产进行标准化; $Sales_{it}$ 为公司的营业收入与总资产之比,用于反映房地产市场需求环境的变化; TBQ_{it} 为托宾 Q,作为企业投资机会的代理变量,用企业的总资产市值与总资产账面价值之比来衡量,其中非流通股的股票市值按非流通股股数乘以每股净资产计算得到; $CASH_{it}$ 是企业的现金持有状况,为货币资金和短期投资之和,以总资产进行标准化;年度的房价增长率 HP_t 用于检验房地产市场的总体状况对房地产企业银行信贷的影响。

解释变量 RP_t 是代表房地产市场调控政策取向的虚拟变量,若政策宽松,取值为 0;若政策紧缩,取值为 1,其系数 δ_2 表示房地产调控政策对房地产上市企业银行信贷的影响。 UCP_{it} 是代表公司最终控制人类型的虚拟变量,若最终控制人为国有企业,则取值为 0;其他类型企业均视为非国有企业,取值为 1,系数 δ_1 用于检验银行在发放信贷时是否存在“所有制歧视”。交互项 $RP_t \cdot UCP_{it}$ 的系数 δ_3 用于检验房地产政策紧缩时期非国有企业在银行信贷的获取上是否遭受了更为严重的“所有制歧视”。

本文通过描述性的分析方法确定历年房地产的调控政策取向,历年的房地产调控措施和政策取向如表 1 所示。表 1 中,虽然 2003 年 6 月中国人民银行发布的 121 号文件提高了首付比率要求,这被看作是一种紧缩性的房地产调控措施,但短短 2 个月后,建设部 18 号文件的发布给房地产行业带来了最为宽松的信贷支持,考虑到 18 号文件对房地产市场的影响更为深远,我们将 2003 年的调控政策取向定义为宽松^①。2008 年上半年的房地产调控政策

^①我们进一步将 2003 年的房地产调控政策定义为紧缩并对模型进行再检验,结果说明见稳健性检验部分。

总体偏紧,然而随着次贷危机影响的深化,下半年中央银行采取了降低准备金率、降低基准利率等宽松的政策手段,因此,我们最终将 2008 年定义为政策宽松期。2012 年,房地产市场延续了上一年的政策取向,虽然年内中央银行下调了银行存款准备金率及贷款利率,但不能看作是对房地产市场调控的放松,货币政策的适度放松仅仅是针对经济状况,房地产市场仍然严格执行了限购、限贷等紧缩的调控措施。2013 年延续了上一年的政策取向。因此,我们最终将 2004 年、2005 年、2006 年、2007 年、2010 年、2011 年、2012 年、2013 年定义为房地产调控政策的紧缩期,其他年份定义为调控政策的宽松期。

表 1 历年的房地产调控措施及政策取向

年份	主要调控措施	政策总体取向
1998	发布《关于进一步深化城镇住房制度改革,加快住房建设的通知》。	宽松
1999	鼓励个人换购住房,免个人所得税;启动房地产市场,免征营业税,契税减半。	宽松
2000	对住房公积金贷款的个人和银行免税;租赁所取得收入税收税率减少。	宽松
2001	消化空置房,免税费政策。	宽松
2002	降低住房公积金存、贷款利率。	宽松
2003	中国人民银行 121 号文件提高首付比率;国务院 18 号文件将房地产行业定位为国民经济的支柱产业,要求对符合条件的房地产开发企业和房地产项目要继续加大信贷支持力度。	宽松
2004	期房限转;上调利率、存款准备金率。	从紧
2005	国八条;银监会 212 号文件收紧房地产信托。	从紧
2006	国六条;建设部出台 171 号“外资限炒令”;建设部 108 号文件强制征收二手房转让个人所得税。	从紧
2007	加息、上调存款准备金率;提高第二套住房贷款首付比率及贷款利率。	从紧
2008	利率,信贷政策。	宽松
2009	利率,税收政策。	宽松
2010	国十一条,限购。	从紧
2011	新国八条。	从紧
2012	延续了上一年的调控政策。	从紧
2013	延续了上一年的调控政策。	从紧

为检验调控政策的连续性对房地产企业银行信贷的影响,在模型(2)中构建变量 $Contin_t$ 为反映房地产调控政策连续性的虚拟变量,若本年的调控政策方向与上一年保持一致,则表明调控政策是连续的,取值为 1,否则取值为 0,表示本年的调控政策与上一年相比发生了变化。模型(2)中交互项 $RP_t \cdot Contin_t$ 的系数 δ_5 即表示连续的紧缩政策对房地产企业的银行信贷的影响。为了检验假设 2 和假设 3,我们分别构建模型(3)和(4)进行检验:

$$TC_{it} = c + \beta'X_{it} + \alpha_1 Debt_{it} + \alpha_2 UCP_{it} + \alpha_3 RP_t + \alpha_4 RP_t \cdot UCP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$TC_{it} = c + \beta'X_{it} + \alpha_1 Debt_{it} + \alpha_2 UCP_{it} + \alpha_3 RP_t + \alpha_4 RP_t \cdot UCP_{it} + \alpha_5 Contin_t + \alpha_6 RP_t \cdot Contin_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,被解释变量 TC_{it} 为企业的商业信用,参照 Fabbri 和 Klapper(2008)、方明月(2014)等,本文分别用企业获得的商业信用 GTC_{it} 、对外提供的商业信用 ATC_{it} 以及获得的净商业信用 NTC_{it} 进行替代。参照陆正飞和杨德明(2011)等已有研究,企业获得的商业信用 GTC_{it} 为应付票据、应付账款以及预收款项之和。企业对外提供的商业信用 ATC_{it} 为应收票据、应收账款以及预付款项之和。净商业信用 NTC_{it} 为企业获得的商业信用减去对外提供的商业信用。为保证不同规模企业间的可比性,商业信用变量均用企业的总资产进行标准化。

解释变量 $Debt_{it}$ 为银行信贷,以企业的总借款表示,其系数 α_1 表示商业信用对银行贷款的替代作用,即反映商业信用的信贷资源再分配效应。交互项 $RP_{it} \cdot UCP_{it}$ 的系数 α_4 反映房地产调控时期非国有企业在商业信用方面是否存在差异。交互项 $RP_{it} \cdot Contin_{it}$ 的系数 α_6 即表示连续性紧缩政策对商业信用信贷资源再分配效应的影响。 X_{it} 为控制变量向量,参考现有关于商业信用的理论和实证研究 (Ge and Qiu, 2007; Love et al., 2007; Cull et al., 2009; 饶品贵、姜国华, 2013), 本文选取的控制变量包括: 企业规模变量 $Asset_{it}$, 固定资产占比 FIX_{it} , 存货水平 $Inventory_{it}$, 营业收入 $Sales_{it}$, 经营现金流净额 CFO_{it} 。其中, FIX_{it} 为公司的固定资产占总资产的比重, 代表公司的抵押担保能力。Guariglia 和 Mateut (2006) 以及 Bougheas 等 (2009) 的研究表明, 企业应付账款与存货之间存在密切的联系, 因此加入存货水平变量。其他变量的定义与模型 (1) 中完全一致。

本文的数据为非平衡面板数据, 在此采用 Pooled OLS 回归得到估计结果。此外, 在估计中, 本文采用稳健 (robust) 的标准误差来克服可能存在的异方差问题。

四、实证分析

(一) 数据的基本统计量分析

表 2 列出了回归变量的描述性统计, 房地产企业获取的商业信用 (均值为 0.1709) 高于其对外提供的商业信用 (均值为 0.0843), 获得的净商业信用的均值为 0.0866^①, 表明总体而言, 房地产上市企业是商业信用的获得者。获得的银行短期信贷的平均值为 0.1117, 高于净商业信用, 表明银行信贷仍是房地产企业的主要融资方式, 商业信用的获取只是作为银行信贷融资的一种补充。

表 2 主要变量的描述性统计

变量名	样本数量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>ATC</i>	1 018	0.0843	0.1013	0.0002	0.5810
<i>GTC</i>	1 018	0.1709	0.1212	0.0025	0.5286
<i>NTC</i>	1 018	0.0866	0.1591	-0.4896	0.4857
<i>Asset</i>	1 018	22.0125	1.2932	19.4034	25.5992
<i>FIX</i>	1 018	0.0793	0.1279	0.0006	0.6700
<i>CFO</i>	1 018	-0.0060	0.1158	-0.3521	0.2926
<i>Inventory</i>	1 018	0.5139	0.2186	0.0000	0.8960
<i>Sales</i>	1 018	0.2756	0.1825	0.0063	1.0880
<i>TBQ</i>	1 018	3.0034	4.1690	0.7062	28.8045
<i>CASH</i>	1 018	0.1404	0.1009	0.0043	0.5170
<i>Debt</i>	1 018	0.1117	0.1181	0	0.5266
<i>RP</i>	1 018	0.4244	0.4945	0	1
<i>UCP</i>	1 018	0.4381	0.4964	0	1
<i>Contin</i>	1 018	0.6523	0.4765	0	1

表 3 报告了回归变量之间的 Pearson 相关系数。变量 $Debt$ 与 ATC 的相关系数在 1% 的

①我们还计算了 1998-2013 年所有上市企业的平均净商业信用为 -0.005965, 表明平均而言房地产企业更多地利用了商业信用。

水平上显著为正,表明获得更多银行信贷的企业也是对外提供更多商业信用的企业。*Debt* 与 *GTC*、*NTC* 在 1%的水平上显著负相关,表明获得银行信贷越多的企业获取了更少的商业信用,支持了房地产行业商业信用的信贷资源再分配理论。而且,*Debt* 与 *GTC*、*NTC* 的相关系数的绝对值要高于与 *ATC* 的相关系数,表明企业在商业信用的获取上更容易受到银行信贷的影响。

表 3 变量的 Pearson 相关系数矩阵

变量名	<i>ATC</i>	<i>GTC</i>	<i>NTC</i>	<i>Asset</i>	<i>FIX</i>	<i>CASH</i>	<i>Inventory</i>	<i>Sales</i>	<i>DEBT</i>	<i>RP</i>	<i>Control</i>
<i>ATC</i>	1										
<i>GTC</i>	-0.0400	1									
<i>NTC</i>	-0.652 ***	0.783 ***	1								
<i>Asset</i>	-0.181 ***	0.356 ***	0.383 ***	1							
<i>FIX</i>	0.068 **	-0.203 ***	-0.199 ***	-0.326 ***	1						
<i>CASH</i>	-0.092 ***	0.150 ***	0.171 ***	-0.099 ***	0.141 ***	1					
<i>Inventory</i>	-0.313 ***	0.378 ***	0.483 ***	0.342 ***	-0.534 ***	-0.193 ***	1				
<i>Sales</i>	0.160 ***	0.222 ***	0.066 **	-0.088 ***	0.0360	0.162 ***	-0.0360	1			
<i>Debt</i>	0.127 ***	-0.316 ***	-0.319 ***	-0.174 ***	0.246 ***	-0.0420	-0.247 ***	0.0180	1		
<i>RP</i>	-0.0190	0.060 *	0.057 *	0.0230	-0.0380	-0.0330	0.0250	0.056 *	-0.062 **	1	
<i>Control</i>	0.083 ***	0.109 ***	0.0320	-0.160 ***	-0.0110	0.0100	0.00200	0.00200	-0.150 ***	0.00700	1

为对比最终控制人变量以及不同政策取向时期房地产上市企业融资方式的差异,表 4 对数据进行了分组分析。

表 4 融资方式的组间差异分析

变量名	均值		组间差异	差异的显著性 (p 值)
	<i>UCP</i> =0(572)	<i>UCP</i> =1(446)		
<i>ATC</i>	0.0769	0.0938	0.0169	0.0082
<i>GTC</i>	0.1589	0.1855	0.0266	0.0005
<i>NTC</i>	0.0820	0.0917	0.0097	0.3042
<i>Debt</i>	0.1274	0.0917	-0.0357	0.0000
变量名	<i>RP</i> =0(586)	<i>RP</i> =1(432)	组间差异	p 值
<i>ATC</i>	0.0859	0.0821	-0.0038	0.5553
<i>GTC</i>	0.1647	0.1792	0.0145	0.0566
<i>NTC</i>	0.0788	0.0971	0.0183	0.0711
<i>Debt</i>	0.1181	0.1031	-0.015	0.0463

最终控制人为国有企业的有 572 个观测值,国有企业对外提供的商业信用平均值为 0.0769,获得的商业信用均值为 0.1589,净商业信用的均值为 0.0820;非国有企业有 446 个观测值,平均对外提供的商业信用为 0.0938,平均获得的商业信用为 0.1855,平均获得的净商业信用为 0.0917。两组观测值的差异表明,非国有企业在商业信用的获取和提供上均高于国有企业,单变量方差检验的 p 值表明这种差异在 1%的水平上是显著的;国有企业在净商业信用获取上高于非国有企业,但这种差异在统计上不显著。在银行信贷的获取上,国有企业的银行信贷均值为 0.1274,非国有企业的银行信贷为 0.0917,两组观测值的差异在 1%的统计水平上是显著的。总体而言,分组的描述性数据表明,国有企业比非国有企业获得了更

多的银行信贷支持,但在净商业信用的获取上并没有显著差异。

房地产调控政策宽松时期的样本数据为 586 个,紧缩时期的样本数据为 432 个。通过对比发现,房地产上市企业在货币政策紧缩时期对外提供的商业信用更少,但获得的商业信用更多,紧缩时期获得的净商业信用平均而言比宽松时期高出 0.0183,两组的差异在 10%的水平上是显著的。但相反的是,银行信贷在紧缩时期要比宽松时期低出 0.015,p 值表明这种差异是显著的。说明在房地产调控政策紧缩时期,房地产上市企业获得的银行信贷减少了,但获得的商业信用更多,意味着房地产市场可能存在商业信用的信贷资源再分配效应。

(二) 房地产调控政策与银行信贷

首先对模型(1)和模型(2)进行实证分析,分别以企业的全部借款和短期借款为被解释变量,回归结果如表 5 所示。

表 5 房地产调控政策与银行信贷的回归结果

变量名	模型(1)		模型(2)	
	<i>Debt_all</i>	<i>Debt_s</i>	<i>Debt_all</i>	<i>Debt_s</i>
<i>Asset</i>	0.016 *** (4.33)	-0.010 *** (-3.36)	0.017 *** (4.67)	-0.008 *** (-2.71)
<i>CFO</i>	-0.221 *** (-5.67)	-0.053 * (-1.66)	-0.218 *** (-5.59)	-0.049 (-1.54)
<i>Inventory</i>	-0.076 *** (-3.65)	-0.141 *** (-8.13)	-0.073 *** (-3.51)	-0.137 *** (-7.98)
<i>Sales</i>	-0.010 (-0.45)	0.032 (1.58)	-0.008 (-0.37)	0.035 * (1.67)
<i>TBQ</i>	0.002 *** (3.33)	0.003 *** (3.98)	0.003 *** (3.23)	0.003 *** (3.77)
<i>CASH</i>	-0.202 *** (-4.23)	-0.243 *** (-6.28)	-0.207 *** (-4.31)	-0.250 *** (-6.37)
<i>RP</i>	-0.020 ** (-2.06)	-0.028 *** (-2.85)	-0.049 ** (-2.37)	-0.044 ** (-2.16)
<i>UCP</i>	-0.021 * (-1.72)	-0.027 ** (-2.00)	-0.039 ** (-2.18)	-0.037 ** (-2.30)
<i>RP · UCP</i>	-0.026 (-1.56)	-0.021 (-1.34)	-0.001 (-0.07)	-0.010 (-0.69)
<i>Contin</i>			0.046 *** (2.67)	0.061 *** (3.53)
<i>RP · Contin</i>			-0.063 *** (-2.96)	-0.084 *** (-4.10)
<i>HP</i>	0.128 ** (2.05)	-0.037 (-0.66)	0.034 (0.47)	-0.162 ** (-2.47)
常数项	-0.037 (-0.46)	0.473 *** (7.10)	-0.101 (-1.20)	0.388 *** (5.55)
<i>N</i>	1 018	1 018	1 018	1 018
Adj- <i>R</i> ²	0.221	0.276	0.227	0.292

注:(1)括号中的数据为 *t* 值。(2)***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。(3)Adj-*R*² 为调整后的 *R* 平方。

四个回归方程中 *RP* 的系数符合预期,均显著为负,表明在房地产市场调控时期,房地产上市企业获得的银行信贷减少了,意味着房地产调控政策的信贷渠道发挥了作用,政府对房地产市场的调控政策能有效抑制房地产企业所获得的信贷资源。模型(2)的两个回归方程

中,交叉项 $RP \cdot Contin$ 的系数均显著为负,表明在连续的紧缩政策调控之下,房地产企业获得的信贷进一步减少了。 UCP 的系数显著为负,表明非国有企业从银行获得的信贷资金更少,商业银行在房地产信贷发放中存在着“所有制歧视”;但交互项 $RP \cdot UCP$ 的系数不显著,表明这种“所有制歧视”在房地产政策紧缩时期并没有被放大。这可能是因为房地产调控政策紧缩时期,银行的房地产信贷已经累积了较高的风险,从而采取了全面收缩住房信贷的措施,即使对国有企业也没有特殊政策,尤其是国有企业信贷在整个房地产信贷中占比已经很高的情况下。有意思的是,变量 $Asset$ 的系数表明,规模越大的企业获得的信贷总额越高,这表明银行信贷的发放也存在“规模歧视”,但在短期信贷的发放上却是规模小的企业反而获得了更多的短期信贷,这可能体现了银行的另一种“规模歧视”,即对规模小的企业更愿意发放短期贷款,而不愿意发放风险更高的长期贷款。

(三) 房地产调控政策与商业信用

为了检验房地产上市企业商业信用的信贷资源再分配作用以及货币政策对企业商业信用的影响,我们分别对模型(3)和(4)进行回归分析,分别以变量 ATC_{it} 、 GTC_{it} 和 NTC_{it} 作为被解释变量,实证分析的结果如表6所示。

表6 房地产调控政策与商业信用的回归结果

变量名	模型(3)			模型(4)		
	ATC	GTC	NTC	ATC	GTC	NTC
$Asset$	-0.006** (-2.20)	0.032*** (11.93)	0.038*** (11.25)	-0.005* (-1.89)	0.028*** (10.40)	0.032*** (9.56)
FIX	-0.128*** (-3.46)	0.064*** (2.64)	0.184*** (4.24)	-0.132*** (-4.82)	0.069** (2.38)	0.193*** (5.28)
CFO	-0.149*** (-4.69)	0.165*** (5.91)	0.311*** (8.55)	-0.161*** (-6.22)	0.184*** (6.71)	0.342*** (9.87)
$Inventory$	-0.181*** (-8.28)	0.182*** (10.26)	0.358*** (14.60)	-0.179*** (-11.02)	0.174*** (10.14)	0.348*** (16.05)
$Sales$	0.099*** (4.98)	0.146*** (7.77)	0.046** (2.04)	0.098*** (6.10)	0.153*** (9.04)	0.054** (2.54)
$Debt$	0.044* (1.77)	-0.184*** (-8.28)	-0.227*** (-7.34)	0.035 (1.32)	-0.187*** (-6.68)	-0.221*** (-6.24)
UCP	0.013 (1.21)	0.030*** (2.88)	0.018** (2.31)	0.019* (1.92)	0.034*** (3.28)	0.017*** (2.77)
RP	-0.019** (-2.51)	0.011** (2.57)	0.030*** (3.38)	0.003 (0.09)	0.035** (2.45)	0.034* (1.88)
$RP \cdot UCP$	0.007 (0.50)	0.003 (0.26)	-0.004 (-0.26)	0.001 (0.06)	-0.002 (-0.15)	-0.004 (-0.24)
$Contin$				0.023** (2.11)	0.032** (2.71)	0.010*** (2.61)
$RP \cdot Contin$				-0.021* (-1.65)	-0.036** (-2.44)	-0.013*** (-2.79)
常数项	0.288*** (4.31)	-0.656*** (-11.23)	-0.932*** (-11.94)	0.244*** (4.27)	-0.602*** (-9.93)	-0.835*** (-10.94)
N	1 018	1 018	1 018	1 018	1 018	1 018
Adj- R^2	0.181	0.360	0.409	0.192	0.366	0.419

注:(1)括号中的数据为 t 值。(2)***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。(3)Adj- R^2 为调整后的 R 平方。

NTC 方程的回归结果显示,变量 $Debt$ 的系数在 1%的水平上显著为负,表明获得更多银

行信贷的房地产企业减少了对商业信用的利用,二者之间是一种替代关系,支持了商业信用的信贷资源再分配效应。进一步, ATC 方程的回归结果显示, $Debt$ 的系数在模型(3)中是10%的水平上显著,但在模型(4)中是不显著的,表明获得银行信贷更多的房地产企业并没有向外提供更多的商业信用。但 GTC 方程的回归结果中, $Debt$ 的系数显著为负,意味着获得更多银行信贷的房地产企业获取了更少的商业信用。这表明房地产企业在商业信用的利用方面发挥了商业信用的信贷资源再分配作用,但在对外提供商业信用方面,没有发挥商业信用的信贷资源再分配作用,也间接体现出房地产企业在商业信用的再分配过程中总是处于主导地位。

NTC 方程中 RP 的系数显著为正,表明在房地产调控政策紧缩时期,房地产上市企业获得的净商业信用增加了。进一步, GTC 方程中 RP 的系数显著为正,表明紧缩的房地产调控政策会使房地产上市企业增加商业信用的获取。但回归方程中,模型(3)中 RP 的系数显著为负(ATC),模型(4)中 RP 的系数不显著(ATC),表明房地产调控政策对企业对外提供的商业信用并无显著影响。总体而言,回归结果表明房地产市场上存在商业信用的信贷资源再配置效应,而且紧缩的房地产调控政策会激发房地产企业对商业信用的利用。

模型(4)中,交互项 $RP \cdot Contin$ 的系数均显著为负,表明连续性的紧缩政策之下,房地产上市企业不管是获得的商业信用还是对外提供的商业信用以及净商业信用都显著减少了,表明连续性的紧缩政策之下,房地产上市企业通过对商业信用的利用以弥补银行信贷不足的能力将减弱。

此外,回归方程中, UCP 的系数表明,相比国有房地产企业,非国有企业在向外提供了更多商业信用的同时也获取了更多商业信用,但总的来说,非国有企业获得了更多的净商业信用,这反映出正是因为非国有企业在银行信贷的获取上遭受歧视,所以以商业信用的利用作为银行信贷的替代。 $Asset$ 的系数表明,房地产企业在商业信用的提供上不存在规模效应,即规模大的企业提供的商业信用反而更少,但在商业信用的获取上存在规模效应,规模更大的企业获得了更多商业信用。总体而言,规模越大的企业获得了更多净商业信用。

一般理论认为,存货越多的企业为了加速减少库存,通常会通过向下游企业提供更多的商业信用促进企业的销售,但 $Inventory$ 的系数反映的结果却正好相反。可能的解释为,不同于一般企业,房地产企业在销售过程中普遍采取预售制度,而房地产企业的预售过程恰恰是从购房者手中获取商业信用的过程。因此,存货增加时,房地产企业加速减少库存会导致净商业信用的增加。库存增加时,房地产企业对外提供的商业信用之所以减少,可能是因为,相对于其上游供应商,房地产企业在商业信用的提供上处于主导地位。因此,当房地产企业库存增加时,其可以通过减少对外提供商业信用缓解库存增加带来的资金压力。

(四) 稳健性检验

前面的实证分析中,商业信用变量均用总资产进行了标准化,也有一部分研究认为商业信用产生于企业的销售活动,因而采用销售收入进行标准化,如徐晓萍和李猛(2009)等。因此,稳健性检验中我们对商业信用变量用销售收入进行标准化,对上述模型重新估计。

2003 年的政策取向发生了转变,前面的分析中,我们将 2003 年的房地产调控政策定义为宽松政策,此处,我们将其定义为紧缩政策对模型结果进行稳健性检验。

前面的分析是采用 Pooled OLS 回归得到的结果,我们分别采用固定效应和随机效应模

型对模型进行再检验。此外,所有回归模型都对标准误在公司层面进行聚类(cluster)分析。

通过以上的稳健性检验,我们发现检验结果均不影响本文的基本结论^①。

五、结论及政策含义

本文的研究结论表明,紧缩的房地产调控政策会使房地产企业获得的银行信贷减少,而持续性的紧缩政策会进一步增加房地产企业获取银行信贷的难度,但是房地产企业的银行信贷与商业信用之间存在替代关系,符合商业信用的再分配理论,而且在房地产调控政策紧缩时期,房地产企业会通过增加对商业信用的利用以缓解银行信贷减少带来的资金问题,从而抵消房地产调控政策的政策效果。然而,当房地产紧缩政策持续时,房地产企业所获得的商业信用也将减少。

以上研究结论具有很强的政策性含义,由于房地产市场存在商业信用的再分配效应,在房地产调控政策紧缩时,房地产企业可以主动增加对商业信用的利用来抵消调控政策的效果,这可能正是这些年我国房地产调控政策目标屡屡落空的原因之一。然而,进一步的实证分析还告诉我们,如果紧缩的房地产调控政策能够保持一定的连续性,房地产企业可以利用的商业信用将持续减少,房地产调控政策仍将有效。近些年来,面对房地产市场过热的现象,政府出台了一系列调控政策,但由于房地产市场在国民经济中占重要地位,中央政府始终面临着经济增长放缓与房地产市场过度泡沫化的两难问题,因此,受制于经济增长目标,政府对房地产市场的调控政策往往不能保持连续性。有鉴于此,对房地产市场的有效调控,有赖于经济结构的调整,寻求新的经济增长方式,逐步摆脱经济增长对房地产业的过度依赖,从而可以使政府对房地产市场的调控政策不受实际经济状况的干扰,保持一定的连续性。

参考文献:

- 1.方明月,2014:《市场竞争、财务约束和商业信用——基于中国制造业企业的实证分析》,《金融研究》第2期。
- 2.郭晓武,2006:《当前房地产融资市场的形成背景、特征及其发展趋势分析》,《中国房地产金融》第5期。
- 3.李宏瑾,2005:《房地产市场、银行信贷与经济增长——基于面板数据的经验研究》,《国际金融研究》第7期。
- 4.刘民权、徐忠、赵英涛,2004:《商业信用研究综述》,《世界经济》第1期。
- 5.刘仁伍、盛文军,2011:《商业信用是否补充了银行信用体系》,《世界经济》第11期。
- 6.陆正飞、杨德明,2011:《商业信用:替代性融资还是买方市场?》,《管理世界》第4期。
- 7.饶品贵、姜国华,2013:《货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究》,《经济研究》第1期。
- 8.石晓军、张顺明、李杰,2009:《商业信用对信贷政策的抵消作用是反周期的吗?——来自中国的证据》,《经济学(季刊)》第10期。
- 9.宋秀芳、王一江、任颀,2010:《利率、实际控制人类型和房地产业上市公司的投资行为》,《管理世界》第4期。
- 10.王先柱、金叶龙,2013:《货币政策能有效调控房地产企业“银根”吗?——基于财务柔性的视角》,《财经研究》第11期。
- 11.徐晓萍、李猛,2009:《商业信用的提供:来自上海市中小企业的证据》,《金融研究》第6期。
- 12.张杰、刘元春、翟福昕、芦哲,2013:《银行歧视、商业信用与企业发展》,《世界经济》第9期。
- 13.Allen, F., J.Qian, and M.J.Qian.2005.“Law, Finance, and Economic Growth in China.” *Journal of Financial Economics* 77 (1):57-116.

^①因版面所限,此处稳健性检验结果未列出,如有需要,可向作者索取。

14. Boughas, S., S. Mateut, and P. Mizena. 2009. "Corporate Trade Credit and Inventories: New Evidence of a Trade-Off from Accounts Payable and Receivable." *Journal of Banking and Finance* 33(2):300-307.
15. Cull, R., L.C. Xu, and T. Zhu. 2009. "Formal Finance and Trade Credit during China's Transition." *Journal of Financial Intermediation* 18(2):173-192.
16. Fabbri, D., and L. Klapper. 2008. "Market Power and the Matching of Trade Credit Terms." World Bank Working Paper 4754.
17. Fabbri, D., and A. M. C. Menichini. 2010. "Trade Credit, Collateral Liquidation and Borrowing Constraints." *Journal of Financial Economics* 96(3):413-432.
18. Gaiotti, E., and A. Generale. 2001. "Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects? A Look at the Investment Decisions of Italian Firms." SSRN Working Paper 356702.
19. Ge, Y., and J. Qiu. 2007. "Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit." *Journal of Banking and Finance* 31(2):513-530.
20. Giannetti, M., M. Burkart, and T. Ellingsen. 2011. "What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts." *Review of Financial Studies* 24(4):1261-1298.
21. Guariglia, A., and S. Mateut. 2006. "Credit Channel, Trade Credit Channel, and Inventory Investment: Evidence from a Panel of UK Firms." *Journal of Banking and Finance* 30(10):2835-2856.
22. Kashyap, A.K., J.C. Stein, and W.W. David. 1993. "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance." *The American Economic Review* 83(1):78-98.
23. Kohler, M., E. Britton, and T. Yates. 2000. "Trade Credit and the Monetary Transmission Mechanism." SSRN Working Paper 234693.
24. Love, I., L. A. Preve, and V. Sarria-Allende. 2007. "Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises." *Journal of Financial Economics* 83(2):453-469.
25. Meltzer, A. H. 1960. "Mercantile Credit, Monetary Policy and Size of Firms." *The Review of Economic and Statistics* 42(4):429-437.
26. Petersen, M. A., and R. G. Rajan. 1997. "Trade Credit: Theory and Evidence." *Review of Financial Studies* 10(3):661-691.

The Continuity and Effectiveness of the Real Estate Regulation Policy: A Perspective of Credit Redistribution

Ding Jie¹, Li Zhongfei² and Zheng Jun³

(1: School of Finance, Guangdong University of Finance and Economics; 2: School of Business, Sun Yat-Sen University; 3: School of Lingnan, Sun Yat-Sen University)

Abstract: The effectiveness of the real estate regulation policy has been questioned. This paper examines the effectiveness of the real estate regulation policy based on the real estate listed companies' data, and explains the failure of the real estate regulation policy by commercial credit redistribution theory. The empirical analysis shows that, the real estate regulation policy can affect real estate credit, but there is a significant substitution relationship between the commercial credit and bank credit which the real estate enterprises obtained. In the period of tight policy, real estate enterprises increase the use of commercial credit, which indicates that redistribution effect of commercial credit may offset the effect of the real estate regulation policy, further study indicates that the continuity of regulation policy can significantly reduce the substitution of commercial credit to bank credit. The conclusion of this paper helps to explain why real estate regulation policy fails, and also has enlightenment role for effective regulation of the real estate market in China.

Keywords: Policy Continuity, Commercial Credit, Redistribution Theory, Real Estate Regulation Policy, Effectiveness

JEL Classification: G32, R31, R38

(责任编辑:陈永清)