

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2023.02.012

房价上涨对实体企业债务融资的 “挤出”与“挤入”效应

王鹤, 谭理

(湖南科技大学 商学院/湖南科技大学区域经济高质量发展研究中心, 湖南 湘潭 411201)

摘要:厘清房地产与实体企业债务融资的关系,对于促进房地产业与实体经济均衡发展有着重要意义。研究基于2005—2020年上市企业数据,利用多重中介效应模型和面板门槛模型,分别检验了房价上涨影响实体企业债务融资的作用机制与门槛效应。结果表明:房价上涨促使信贷资金以房地产贷款的形式汇集房地产业,对实体企业债务融资产生挤出效应,同时会提高实体企业的资产抵押价值,对实体企业债务融资产生挤入效应。然而,房价上涨影响实体企业债务融资的最终表现为挤出效应,并随房价持续上涨带来的融资约束缓解,呈现阶段性递减特征。进一步研究发现,房价上涨对非国有及中小型实体企业债务融资的挤出效应更强,对制造业企业和服务业企业债务融资成本的影响更大;中央政府抑制房价过度上涨和加强对实体经济信贷支持的政策,在缓解房地产企业挤占实体企业信贷资源方面取得了较好的成效。

关键词:房地产价格;挤出效应;挤入效应;实体企业债务融资;面板门槛模型

中图分类号:F019.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-7835(2023)02-0091-11

自住房市场化改革以来,房地产业发展迅猛,房地产价格更是快速飙升。商品房平均销售价格从2005年的3 168元每平方米上涨至2020年的9 860元每平方米,房地产开发投资占比由19.64%提升至26.83%,房地产信贷占比更是由13.38%上升至28.70%。与此同时,实体企业信贷占比却由85.81%下降至67.45%^①,呈现“融资难”“融资贵”现象,引发民众对房地产繁荣与实体企业健康发展相冲突的担忧。作为现代化经济体系的运行基础与支撑力量,实体经济健康发展对推进我国经济高质量发展至关重要。为此,2018年以来,政府工作报告与文件中多次明确提出“坚持把发展经济着力点放在实体经济上”,并要求切实“增强金融服务实体经济能力”。在此

背景下,深入探讨房价上涨对实体企业债务融资的影响程度、渠道及阶段性特征,有利于理解实体企业“融资难”“融资贵”现象的背后逻辑,亦可为促进房地产业与实体经济均衡发展提供理论基础。

目前,针对房价上涨影响实体企业债务融资的观点主要有两类。一是房价上涨促使房地产企业扩大开发投资规模,增加房地产业的信贷需求,对实体企业债务融资产生挤出效应^{②③}。二是房价上涨提高企业抵押资产价值,缓解其面临的信贷约束,对实体企业债务融资产生挤入效应^{④⑤}。由此可见,现有文献认为房价上涨可以通过两种截然不同的方式影响实体企业债务融资。那么,

收稿日期:2022-09-28

基金项目:湖南省自然科学基金面上项目(2023JJ30269);国家自然科学基金项目(71704051)

作者简介:王鹤(1982—),男,湖南双峰人,博士,副教授,博士生导师,主要从事房地产经济、产业经济与空间计量经济研究。

①房价和房地产开发投资数据来自中国统计年鉴;金融机构贷款余额、房地产和金融业贷款数据来自历年金融机构贷款投向统计报告、wind数据库;实体企业贷款由金融机构贷款余额减去房地产业和金融业贷款数据整理得出。

②安磊,沈悦,徐妍:《房价上涨如何影响实体企业债务融资——兼论房地产调控政策的实施效果》,《当代经济科学》2018年第5期。

③才国伟,吴裕晴:《我国房地产部门的信贷挤出效应:异质性影响和作用机理》,《中山大学学报(社会科学版)》2021年第3期。

④Lin L. “Collateral and the Choice between Bank Debt and Public Debt”, *Social Management Science*, 2016, 62(1):111-127.

⑤林灵,曾海舰:《房地产价格波动的微观传导效应研究——基于融资约束的视角》,《管理科学学报》2017年第7期。

两种渠道孰弱孰强?且随着房地产业的发展,影响程度有何变化?对此,本文运用多重中介效应模型和面板门槛模型,实证检验房价上涨影响实体企业债务融资的作用机制、渠道及阶段性特征。

与现有文献相比,本文同时关注房价上涨对实体企业债务融资的挤出效应与挤入效应,揭示房价上涨影响实体企业债务融资的阶段性变化,并进一步考察中央政府相关政策所取得的成效。主要边际贡献在于:(1)利用多重中介效应模型,同时考察房地产贷款规模扩张与企业抵押资产升值两种作用渠道,实证检验房价上涨影响实体企业债务融资的传导机制。(2)依据房地产贷款规模扩张与企业资产抵押升值两种渠道发挥作用的差异,运用面板门槛模型测度房价上涨对实体企业债务融资的影响程度,发现其阶段性变化特征。(3)深入剖析房价上涨对不同类型实体企业债务融资的影响差异,并考察中央政府抑制房价上涨和加强对实体经济信贷支持政策所取得的成效。

一 理论分析与假设提出

(一)房价上涨影响实体企业债务融资的传导机制

从现有文献来看,房价上涨主要通过两方面影响实体企业债务融资:一是信贷渠道,二是抵押担保渠道。

从信贷渠道来看,银行信贷在不同行业间的分布结构会影响企业的信贷规模,若信贷资源过于汇集在某一行业,就会堵塞其他行业的信贷渠道^{①②}。换言之,即便金融市场的信贷供应总量提高,若信贷分布结构失衡,某些行业的实体企业仍然存在较大融资约束。从数据上看,房地产业贷款占比由2000年的6.04%上涨至2020年的28.70%,表明我国信贷分布结构发生了显著变

化,房地产业已挤占了实体企业的信贷资源。一方面,在房价持续上涨的预期下,企业与居民的投机需求高涨,加之城镇化的推进,房地产贷款需求顺势攀升^{③④}。另一方面,由于金融市场信息不对称,银行为了趋避回款风险,往往倾向于放贷给利润较高的房地产企业^⑤。因此,房价上涨通过提高房地产信贷规模,挤占信贷资源,对实体企业债务融资产生挤出效应。

从抵押担保渠道来看,资产泡沫理论认为房价上涨对实体经济产生流动性效应,即通过提升房产价值缓解企业融资约束问题,提升企业负债能力^⑥。在不完全信息的金融信贷市场中,借贷双方掌握的信息不相等,贷款人相比于银行更加清楚自身的经营状况和还贷能力,而银行对这方面的真实信息很难把握,因此企业在贷款时往往面临着融资约束问题^{⑦⑧}。然而,抵押资产能够缓解借贷双方因道德风险与逆向选择而产生的“金融摩擦”,资产抵押价值的提升有利于企业获取更多的信贷资源^{⑨⑩}。因此,房价上涨可以通过提升实体企业资产抵押价值,缓解其信贷融资约束,对其债务融资产生挤入效应。

H1:房价上涨一方面提高房地产信贷规模,挤占实体企业的信贷资源,对实体企业债务融资产生挤出效应;另一方面提高企业资产抵押价值,缓解实体企业的融资约束,对实体企业债务融资产生挤入效应。

(二)房价上涨影响实体企业债务融资的门槛效应

由上可知,房价上涨既可通过信贷渠道抑制实体企业债务融资,还可通过抵押担保渠道提高实体企业债务融资,说明房价与实体企业债务融资之间并非简单的线性关系。那么,随着房价持续上涨,两者之间的关系到底如何呢?

①范从来,盛天翔,王宇伟:《信贷量经济效应的期限结构研究》,《经济研究》2012年第1期。

②谢朝华,邓亚波,刘玲杉,等:《银行信贷影响实体经济增长的区域性差异研究》,《财经理论与实践》2020年第3期。

③荣昭,王文春:《房价上涨和企业进入房地产——基于我国非房地产上市公司数据的研究》,《金融研究》2014年第4期。

④Timothy Y B, Pedro G. “What Drives Housing Dynamics in China? A Sign Restrictions VAR Approach”, *Journal of Macroeconomics*, 2015, 46: 96-112.

⑤2007—2012年,房地产行业年均毛利润率30%左右,超出工业整体利润水平约10个百分点。实体企业与房地产企业盈利能力的差异,使得金融机构在分配信贷资源时更优先满足房地产市场的信贷需求,而对于实体企业常常是惜贷的态度。

⑥余静文,谭静:《房价、流动性效应与企业融资约束》,《产业经济研究》2015年第4期。

⑦Barro R J. “The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1976, 8(4): 439-456.

⑧Stiglitz J E, Weiss A. “Credit Rationing in Market with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, 1981, 71(3): 393-410.

⑨卢峰,姚洋:《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》,《中国社会科学》2004年第1期。

⑩曾海舰:《房产价值与公司投融资变动——抵押担保渠道效应的中国经验证据》,《管理世界》2012年第5期。

首先,当房价水平较低时,实体企业资产抵押能力有限,抵押担保渠道很难发挥作用,房价快速上涨使房地产业大量侵占信贷资源,对实体企业债务融资表现出强大的挤出效应。在房价上涨初期,地方政府的干预、城镇化的推进、企业与居民的投机等因素都促进了房地产业的快速扩张^{①②③},导致房地产企业的信贷需求增速比实体企业要快很多。与此同时,由于房价水平有限,实体企业抵押资产升值幅度较小,资产抵押挤入效应被信贷挤出效应所掩盖。在这期间,房价上涨对实体企业债务融资表现为较强的挤出效应。其次,随着房价的不断上涨,以及中央政府为应对2008年经济危机发布的“四万亿”救市计划,在带动房地产业高度繁荣的同时,一定程度上增加了实体企业的信贷供给,缓解实体企业融资压力,并随着实体企业资产抵押价值的提升,增强了实体企业通过抵押渠道获取信贷资源的能力。因此,在信贷供给大幅增加的背景下,房价持续上涨到一定程度后,对实体企业债务融资的挤出效应将有所降低。最后,房价过度上涨引起中央政府对房地产市场的严厉调控。自2016年以来,中央多次强调“房子是用来住的,不是用来炒的”的定位,并严格打击房地产企业、房地产中介以及互联网金融机构违规开展金融相关业务的行为。在这些政策调适下,房地产信贷的盲目扩张得到抑制,增速由2016年的26.99%持续下降至2020年的11.64%。房地产信贷增速的持续下降,在一定程度上缓解了实体企业信贷约束。与此同时,房地产价格却依旧在不断上涨,全国商品房平均销售价格由2016年的7476元每平方米上升到2020年9860元每平方米,促使实体企业抵押资产进一步升值,获取信贷资源的能力进一步提升。在中央政府宏观调控下,实体企业债务融资困难问题将进一步得到缓解,房价上涨对实体企业债务融资的挤出效应将进一步削弱。

H2:当房价水平较低时,房价上涨对实体企业债务融资表现为较强的挤出效应;当房价跨过门槛值后,企业资产抵押能力上升,有利于实体企业获取信贷资金,房价上涨对实体企业债务融资的挤出效应减弱,呈现阶段性递减特征。

(三)房价上涨对不同实体企业债务融资的影响

不同类型的实体企业,因自身经济实力与影响力不同,将面临不同的融资约束。因而,房价上涨对不同类型实体企业债务融资的影响也将不尽相同。本部分从产权性质和规模大小两个方面,考察房价上涨对实体企业债务融资的异质性影响。

从产权性质来看,国有实体企业在债务融资方面具有优势。首先,出于推动经济增长与维护社会稳定的目的,各地政府会在一定程度上对金融机构信贷资源配置进行干预,支持国有企业的扩张,尤其在经济环境不稳定时期^④。其次,国有实体企业在产品和要素市场拥有先天优势和政治关系,其经营风险低,并且有政府的第三方担保以及紧密的银企关系,在以银行为主导的金融体系中更容易获取信贷资源^⑤。相比之下,非国有实体企业信用较弱,面临着更高的融资约束,从而房价上涨对非国有实体企业信贷资源的挤占更为严重。然而,当实体企业所拥有的抵押资产升值时,融资约束较高的企业反而有更高的外部债务融资需求。一方面,融资约束较高的非国有实体企业投资偏离往往表现为投资不足,而融资约束较低的国有实体企业则表现为投资过度^⑥。随着房价上涨带来的资产抵押能力提升,非国有实体企业更愿意进行更多的信贷融资。另一方面,非国有实体企业被认为违约风险和破产风险较高,需要抵押足够多的资产才能获取信贷资金,从而比国有实体企业更依赖抵押品的价值提升^⑦。因此,房价上涨通过抵押担保渠道更能有效降低非国有

①王举,吕春梅,戴双兴:《土地财政与房地产业发展》,《土地财政研究》2008年第10期。

②王克强,胡海生,刘红梅:《中国地方土地财政收入增长影响因素实证研究——基于1995—2008年中国省际面板数据的分析》,《财经研究》2012年第4期。

③易宪容:《改革开放以来中国房地产市场发展的金融分析》,《人民论坛·学术前沿》2018年第18期。

④程昔武,程静静,纪纲:《信贷资源配置、财务风险与企业营运能力》,《北京工商大学学报(社会科学版)》2021年第3期。

⑤Song L, Yang J, Zhang Y. "State-owned Enterprises Outward Investment and the Structural Reform in China", *China and World Economy*, 2011, 19(4): 38-53.

⑥申慧慧,于鹏,吴联生:《国有股权、环境不确定性与投资效率》,《经济研究》2012年第7期。

⑦王艳艳,于李胜,王晓珂:《会计稳健性、贷款抵押与银企所有权模式》,《会计研究》2014年第12期。

实体企业的融资约束,挤出效应阶段性递减特征在非国有实体企业表现得更加明显。

从企业规模来看,大型实体企业自身的经济实力以及市场竞争力较强,金融机构为确保资金的安全性,往往更加愿意满足大型企业的信贷需求^①。同时,大型企业能够创造更多的市场需求和就业机会,地方政府为拉动当地经济增长,往往给予大型企业各种优惠补贴^②。反观中小型实体企业自身社会地位及影响力不高,向金融机构贷款时需将企业本身抵押至银行,甚至部分银行要求企业法人的个人财产作为不能及时偿还贷款的抵押物,导致中小型实体企业面临的融资约束程度高,无法获取足够的外部信贷资金来达到企业利润最优化的投资规模^③。因此,当房价处于较低水平时,房地产业更多地挤占了中小型实体企业的信贷资源。然而,随着房价的持续上涨,资产抵押挤入效应会在中小型实体企业中更明显。原因在于,面临着较高融资约束的中小型实体企业,在房价持续上涨后,资产抵押价值大幅上升,可以从金融机构获得更多信贷资金,弥补因资金不足导致的投资不足问题。与此同时,为促进中小型实体企业发展,减轻其融资压力,中央政府和银监会相继补充“国九条”“银十条”等政策,鼓励金融机构向中小型实体企业放贷。在这一政策背景下,中小型实体企业的融资约束亦有所下降,房价上涨可通过抵押渠道让中小型实体企业获得更多的信贷资金。从而,在中央政府和银监会出台的利好政策下,房价上涨通过抵押担保渠道更能有效降低中小型实体企业的融资约束,挤出效应阶段性递减特征在中小型实体企业表现得更加明显^④。

H3:当房价水平较低时,由于非国有及中小型实体企业融资约束程度更高,房价上涨对这类企业债务融资的挤出效应更强;当房价跨过门槛值后,企业抵押资产升值更能缓解非国有及中小型实体企业的融资约束,导致挤出效应阶段性递减特征更加显著。

二 模型、变量与数据说明

(一) 中介效应模型

为检验假设 H1,本文构建多重中介效应模型,考察房价上涨影响实体企业债务融资的传导机制。

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HP_{it} + \alpha_2 X_{it} + \lambda_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$M_{it} = \beta_0 + \beta_1 HP_{it} + \lambda_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Lev_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 HP_{it} + \varphi_2 M_{it} + \varphi_3 X_{it} + \lambda_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, i 表示个体, t 表示时间, Lev 为实体企业负债水平, HP 表示房价水平, X 为控制变量,包含实体企业规模、实体企业盈利能力、经济增长、法律制度环境。 M 为中介变量,包括资产抵押价值挤入效应指标(FAT)和房地产贷款挤占效应指标(HEC)。 FAT 以企业年末固定资产自然对数衡量, HEC 以房地产业和实体企业贷款余额的自然对数之比表示。

(二) 面板门槛模型

为检验假设 H2 和 H3,进一步以房价作为门槛变量,构建 Hansen 面板门槛模型,考察房价上涨对实体企业债务融资的阶段性影响。

$$Lev_{it} = \delta_0 + \lambda_1 HP_{it}(hp_{it} \leq r_1) + \lambda_2 HP_{it}(r_1 < hp_{it} \leq r_2) + \lambda_3 HP_{it}(r_2 < hp_{it} \leq r_3) + \sum_{j=4}^7 \lambda_j X_{jit} + u_{it} \quad (4)$$

HP 表示房价水平,也为门槛变量, r 为未知门槛值, u_{it} 为随机干扰项,其余变量与上文一致。首先,进行显著性检验,基于门槛值划分不同样本,根据不同样本的参数估计值是否存在显著差异,判断是否显著存在门槛值。其次,进行真实性检验,考察门槛估计值与真实值是否相同。

(三) 样本与数据

考虑到数据的完整性^⑤,本文以 2005 年至 2020 年上市企业为研究样本,并对原始数据进行以下筛选:(1)根据证监会分类,去除房地产、金融行业样本;(2)去除连续经营状况不佳的 ST、ST* 企业;(3)去除财务数据严重缺失企业。最

①郑志来:《供给侧结构性改革、股权融资与债转股研究》,《经济与管理》2017年第6期。

②王文甫,明娟,岳超云:《企业规模、地方政府干预与产能过剩》,《管理世界》2014年第10期。

③马凌远,尤航:《科技金融、信息不对称与融资约束》,《财会月刊》2021年第14期。

④施昱年,王洁,叶剑平:《房价上涨的途径——财政、人口与预期的再验证》,《浙江工商大学学报》2021年第3期。

⑤在国家信息中心房地产网中,2005年以前和2021年后的地级市房价数据缺失严重,如2021年的地级市商品房平均销售价格数据缺失203个。

终获得 1 683 家上市企业的 19 688 个样本数据,涉及 226 个地级市。上市企业的微观数据来自 wind 数据库,其他宏观数据根据企业所在地级市进行匹配。商品房平均销售价格和住宅平均销售价格数据来自国家信息中心房地产网,房地产贷款数据来自《中国房地产统计年鉴》,人均 GDP

数据来自《中国城市统计年鉴》,土地成交价款数据来自《中国国土资源统计年鉴》,市场中介组织的发育和法律制度环境评分数据来自《中国分省份市场化指数报告(2021)》,金融机构贷款余额数据来源《中国金融年鉴》。

表 1 主要变量描述性统计

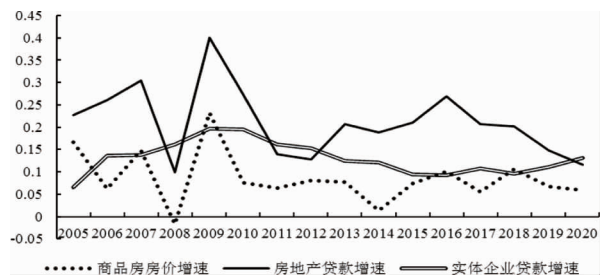
变量名称	变量定义	平均值	标准差	最小值	最大值
实体企业资产负债率(Lev)	负债除以资产合计	0.480	0.189	0.007	0.999
土地成交价款(LTP)	取自然对数	5.016	1.471	-3.317	7.631
商品房平均销售价格(HPa)	取自然对数	8.770	0.687	6.079	10.584
住宅平均销售价格(HPb)	取自然对数	8.744	0.725	5.857	10.608
实体企业规模(LnA)	总资产取自然对数	3.521	1.362	-1.199	9.862
实体企业盈利能力(Tmm)	净利润除以资产合计	0.039	0.063	-2.746	0.786
经济增长($Pcgdp$)	人均 GDP 取自然对数	10.884	0.609	8.232	12.837
契约环境(Law)	市场中介组织的发育和法律制度环境评分	9.496	5.351	-0.410	21.330
房地产贷款挤占指标(HEC)	房地产与实体企业贷款余额的对数之比	0.980	0.037	0.839	1.111
资产抵押价值挤入指标(FAT)	固定资产价值取自然对数	1.907	1.702	-8.609	8.655

三 典型事实与实证结果分析

(一) 房价上涨与信贷资金投向初探

本部分基于中国人民银行发布的历年《金融机构贷款投向统计报告》,获得了金融机构人民币各项贷款余额数据,计算出了各年房地产信贷增速与实体企业信贷增速指标,进而考察房价上涨与信贷资金的分布结构情况,具体如图 1 所示。

在图 1 中,房价与房地产贷款基本上是相向而动的。2008 年,受美国次贷危机的影响,我国房价在住房市场化改革以后首次呈现负增长,与此同时,房地产贷款增速也下降到近年来的最低点,但在政府“四万亿”财政政策的扶持下,两者增速在 2009 年达到历年最高,此后一直同向变化至 2011 年。2012—2013 年间,限购限贷等从紧的房地产调控政策抑制住房炒房需求,导致房价增速持续下降,而政策对房地产供给端并未严格限制,房地产贷款增速有所上升。从 2013 年之后,房价增速与房地产贷款增速呈现高度同向变化趋势,且出现的拐点也一致,如 2014 年上涨拐点,2016 年下降拐点等。房价上涨与房地产债务融资增速之间的同向变动关系,充分表明房价上涨将促使信贷资金以房地产贷款的形式向房地产业汇集。



资料来源:作者根据历年《中国统计年鉴》与《金融机构贷款投向统计报告》数据整理获得。

图 1 房价上涨与信贷资金投向关系图

与此同时,房价上涨与实体企业贷款增速基本上是逆向而动的,尤其以 2011 年后最为明显。2005—2010 年之间,房价涨幅呈“W 型”变化,而实体企业贷款增速则表现出“M 型”变化趋势,除 2009 年受中央“四万亿”财政政策的影响,房价增速与实体企业贷款增速均有所上升以外。2011 年以后,房价增速与实体企业贷款增速之间呈完全反向变动,房价增速稍微提高,实体企业贷款增速必然下降,反之亦然。房价上涨与实体企业债务融资增速之间的反向变动关系充分表明,在金融信贷资源供给有限的背景下,房价上涨促使金融机构改变信贷资金的分布结构,减少实体企业的信贷供给,挤占了实体企业信贷资源。

综上所述,房价的持续上涨,将促使信贷资金

以房地产贷款的形式向房地产业汇集,在金融信贷资源供给有限的背景下,挤占了实体企业信贷资源,导致了实体企业信贷资金占比持续下降,不利于实体经济的持续健康发展。

(二) 房价上涨影响实体企业债务融资的传导机制检验

表2给出了房价上涨影响实体企业债务融资的多重中介效应模型实证检验结果。从列(2)可以看出,房价对房地产信贷挤占的回归系数为0.058,表明房价的上涨,将显著提高房地产业贷款在金融机构贷款中的占比;进一步,从列(4)可以看出,房价对实体企业债务的回归系数为-0.019,房地产信贷挤占对实体企业债务的回归系数

为-0.391,且均通过显著性检验,表明房价上涨促使信贷资源以房地产贷款的形式向房地产业汇集,扭曲了信贷结构,对实体企业债务融资产生挤出效应。同理,从表2的列(3)和列(4)可知,房价越高,实体企业资产的抵押价值也就越高(0.783),且实体企业抵押资产的升值有助于实体企业获取金融机构信贷资金(0.008),表明房价上涨亦可通过提高实体企业抵押资产价值,缓解实体企业面临的融资约束,对实体企业债务融资产生挤入效应。以住宅平均销售价格替换商品房平均销售价格的稳健性检验(表2),表明上述实证检验结果是稳健的。由此可知,房价上涨将同时通过信贷渠道和抵押担保渠道影响实体企业债务融资。

表2 房价上涨影响实体企业债务融资的中介效应检验结果

变量	中介效应检验				稳健性检验			
	(1)Lev	(2)HEC	(3)FAT	(4)Lev	(1)Lev	(2)HEC	(3)FAT	(4)Lev
HP	-0.033*** (-4.68)	0.058*** (65.57)	0.783*** (18.76)	-0.019** (-2.39)	-0.032*** (-5.39)	0.051*** (57.11)	0.693*** (18.27)	-0.021*** (-3.16)
HEC				-0.391*** (-2.80)				-0.372*** (-2.71)
FAT				0.008** (1.96)				0.008* (1.92)
控制变量	yes	no	no	yes	yes	no	no	yes
固定效应	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes

注:括号内为聚类稳健标准误差下的t值;***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(下同)。

(三) 房价上涨影响实体企业债务融资的门槛效应检验

1. 门槛显著性和真实性检验

考虑到房价持续上涨对实体企业债务融资的影响可能存在阶段性特征,本部分以商品房平均销售价格为门槛变量,对面板数据进行显著性和真实性检验。根据检验结果发现,房价上涨对实体企业债务融资的影响存在双门槛效应,具体的门槛估计值分别为8.357和8.866(均在95%的置信区间内),对应的房价水平分别为4260元每平方米和7087元每平方米。

2. 门槛模型参数估计结果

在验证了面板门槛显著性和真实性之后,可进一步运用Hansen面板门槛模型进行实证分析。表3给出了具体的参数估计结果。

由表3列(1)可知,当房价低于4260元每平方米时,房价上涨对实体企业债务融资的挤出效应为4.1%。在这一区间,房地产业属于快速发展

时期,其扩张吸引了大量资金的进入,而此时实体企业固定资产的抵押能力有限。在这阶段,房地产业信贷对实体企业信贷资源的挤占严重,房价上涨对实体企业债务融资表现出较强的挤出效应。在跨过第一门槛值后,挤出效应下降至4.0%。这一区间对应房地产高度繁荣阶段,此时实体企业抵押资产升值达到规模,房价上涨引致的抵押担保渠道发挥明显作用(挤入效应),从而在一定程度上缓解了房地产业信贷对实体企业信贷资源的挤占程度。在跨越第二门槛值7087元每平方米后,挤出效应进一步下降至3.9%。这一阶段进入房地产调控政策严控时期,房地产业的信贷增速持续放缓,对实体企业信贷资源的挤占程度进一步下降。与此同时,实体企业资产抵押能力随房价上涨进一步提升,有利于实体企业获取更多信贷资源。在这两种作用力的共同影响下,房价上涨对实体企业债务融资的挤占程度进一步减弱,呈现阶段性递减特征。

表 3 门槛模型参数估计结果

变量	核心解释变量	
	(1) 当期房价	(2) 房价滞后一期
LnA	0.056*** (13.81)	0.056*** (13.69)
Tmm	-0.530*** (-7.76)	-0.530*** (-7.77)
$Pcgdp$	-0.027*** (-4.33)	-0.029*** (-4.85)
Law	-0.005*** (-7.64)	-0.005*** (-7.84)
$HPa \leq 8.357$	-0.041*** (-5.10)	
$8.357 < HPa \leq 8.866$	-0.040*** (-5.13)	
$8.866 < HPa$	-0.039*** (-5.06)	
$LHPa \leq 8.340$		-0.031*** (-4.28)
$8.340 < LHPa \leq 8.806$		-0.031*** (-4.33)
$8.806 < LHPa$		-0.030*** (-4.31)
固定效应	yes	yes

注:列(2)中,第一门槛阶段($LHPa \leq 8.340$),房价滞后一期的系数保留小数点后四位,为-0.031 3;在第二门槛阶段($8.340 < LHPa \leq 8.806$),房价滞后一期的系数为-0.030 6,不同门槛阶段,房价系数存在差异。

3. 稳健性检验

为保证结论的可靠性,本文进行三种稳健性检验。首先,为减少内生性问题,以房价滞后一期为核心解释变量进行检验。其次,以住宅平均销售价格替换商品房平均销售价格进行实证。最后,替换门槛变量进行检验,由于“理性人”的趋利性,房地产业越繁荣,土地成交价款越多,房价与土地成交价款显著正相关^①,故选取了土地成交价款作为门槛变量进行检验。

表 3 列(2)给出了以房价滞后一期为核心解释变量及门槛变量的回归结果。根据门槛检验结果发现,房价上涨对实体企业债务融资依旧存在双门槛效应,两个门槛值分别为 8.340 和 8.806,对应平均售价为 4 188 元每平方米和 6 674 元每平

方米,并且在跨过门槛值后,房价的挤出系数由 3.1% 下降至 3.0%。

表 4^② 给出了替换自变量和门槛变量后的回归结果。以住宅平均销售价格为核心解释变量及门槛变量,得到的两个门槛值分别为 8.338 与 8.759,对应平均售价为 4 180 元每平方米和 6 368 元每平方米,并且在跨过门槛值后,挤出效应的回归系数由 3.5% 下降至 3.4%。以土地成交价款为门槛变量,得到的门槛值为 4.684,对应的土地成交价款值为 108 亿元,在跨过门槛值后,挤出效应的回归系数由 5.0% 下降至 4.7%。由此可见,所有结果与前文基本保持一致结论,说明房价上涨影响实体企业债务融资最终表现为挤出作用,且随着房价的持续上涨,挤出效应将呈阶段性递减特征。

表 4 替换自变量和门槛变量的门槛模型参数估计结果

变量	(1) 替换自变量	(2) 替换门槛变量
$HPb \leq 8.338$	-0.035*** (-5.16)	
$8.338 < HPb \leq 8.759$	-0.035*** (-5.27)	
$8.759 < HPb$	-0.034*** (-5.31)	
$LTP \leq 4.684$		-0.050*** (-6.11)
$4.684 < LTP$		-0.047*** (-5.79)
控制变量	yes	yes
固定效应	yes	yes

注:在列(2)中,第一门槛阶段($HPb \leq 8.338$),房价的系数保留小数点后四位时,为-0.035 3;第二门槛阶段($8.338 < HPb \leq 8.759$),房价的系数为-0.035 0,不同门槛阶段,房价系数存在差异。

①张延,张静:《城镇化对房价的影响:理论与实证分析》,《财政研究》2016年第6期。

②在表 4 列(2)中,由于《中国国土资源统计年鉴》只更新到 2018 年,因而回归样本为 2005—2017 年。

(四) 异质性分析

1. 产权性质异质性分析

为进一步探讨房价上涨对不同产权企业债务融资的异质性,本文划分国有实体企业与非国有实体企业进行面板门槛模型实证检验,具体估计结果如表5所示。由列(1)可知,在国有实体企业样本中,以房价为门槛变量得到一个门槛值,为8.454,对应房价为4 694元每平方米。当房价低于4 694元每平方米时,挤出效应为3.8%,在跨过门槛值后,挤出效应下降到3.7%。由列(2)可知,在非国有实体企业样本中,以房价为门槛变量得到两门槛值,分别为8.868和10.141,对应的房价为7 101元每平方米和25 362元每平方米。当房价低于第一门槛值时,挤出效应为6.8%,在跨过第一、二门槛值后,挤出效应下降至6.5%和5.9%。从横向对比来看,无论是否跨过门槛值,房价上涨对国有实体企业债务融资的挤出效应均小于非国有实体企业,表明房价上涨对非国有实体

企业信贷资源的挤占更严重。原因在于,国有实体企业有政府隐性担保和紧密的银企关系,在获取信贷资源上具有天然优势。从纵向对比来看,非国有实体企业样本存在双门槛效应,国有实体企业仅存在单门槛效应,房价持续上涨后,对国有实体企业债务融资的挤出效应只下降了2.6%,对非国有实体企业债务融资的挤出效应却下降了13.2%。显然,房价持续上涨对非国有实体企业债务融资挤出的阶段性递减特征更加明显。这可能是因为,非国有实体企业的融资约束更高,没有充足的资金进行投资,投资规模偏离最佳投资水平更大,其更加愿意获取更多的信贷资金以扩大规模;同时,非国有实体企业被认为违约风险和破产风险较高,更依赖于抵押效应获取信贷资源,而房价持续上涨带来的抵押资产升值能在一定程度上缓解其信贷约束,使其通过抵押贷款渠道获取更多信贷资源,从而挤出效应在非国有实体企业中阶段性递减特征更为明显。

表5 企业产权异质性门槛模型参数估计结果

变量	(1) 国有实体企业	(2) 非国有实体企业
$HPa \leq 8.454$	-0.038*** (-3.99)	
$8.454 < HPa$	-0.037*** (-4.07)	
$HPa \leq 8.868$		-0.068*** (-4.87)
$8.868 < HPa \leq 10.141$		-0.065*** (-4.77)
$10.141 < HPa$		-0.059*** (-4.55)
控制变量	yes	yes
固定效应	yes	yes

2. 企业规模异质性分析

为进一步探讨房价上涨对不同规模企业债务融资的影响,本文划分大型实体企业与中小型实体企业进行面板门槛模型实证检验,具体估计结果如表6所示。由于大中小型企业定义是以不同行业来划分的,因此,本文以行业企业规模均值作为分组依据,将高于行业企业规模均值的企业划分为大型实体企业,其余归类为中小型实体企业。由列(1)可知,在大型实体企业样本中,以房价为门槛变量得到一个门槛值,为8.356,对应房价为4 256元每平方米。当房价低于4 256元每平方米时,挤出效应为2.7%,在跨过门槛值后,挤出效应下降到2.6%。由列(2)可知,在中小型实体企业样本中,以房价为门槛变量得到两个门槛值,分别为8.868和9.859,对应的房价为7 101元

每平方米和19 130元每平方米。当房价低于第一门槛值时,挤出效应为6.4%,在跨过第一、二门槛值后,挤出效应逐步下降至6.1%和5.6%。从横向对比来看,无论是否跨过门槛值,房价上涨对大型实体企业债务融资的挤出效应均小于中小型实体企业,表明房价上涨对中小型实体企业信贷资源的挤占更严重。从纵向对比来看,中小型实体企业样本存在双门槛效应,大型实体企业存在单门槛效应,房价持续上涨后,对大型实体企业债务融资的挤出效应只下降了3.7%,对中小型实体企业债务融资的挤出效应却下降了12.5%。显然,房价上涨对中小型实体企业债务融资挤出的阶段性递减特征更加明显。原因在于,中小型实体企业融资约束高,无法获取充足的信贷资金进行投资,投资规模偏离最佳投资水平更高,当企业

抵押资产随房价上涨而升值,其更愿意获取更多的信贷资金以扩大规模。与此同时,中央政府和银监会相继出台政策鼓励金融机构服务于中小型实体企业,提高中小型实体企业的贷款占比。在

这一利好政策背景下,中小型实体企业的融资约束有所下降,房价上涨通过抵押渠道更有利于中小型实体企业获取更多的信贷资金,导致其挤出效应阶段性递减特征更显著。

表 6 企业规模异质性门槛模型参数估计结果

变量	(1)大型实体企业	(2)中小型实体企业
$HPa \leq 8.356$	-0.027*** (-2.60)	
$8.356 < HPa$	-0.026** (-2.53)	
$HPa \leq 8.868$		-0.064*** (-5.92)
$8.868 < HPa \leq 9.859$		-0.061*** (-5.74)
$9.859 < HPa$		-0.056*** (-5.43)
控制变量	yes	yes
固定效应	yes	yes

四 进一步分析

(一) 中央政策对实体企业债务融资产生的影响

自住房市场化改革以来,房地产投资规模和房价一路飙升,住房供给的结构性矛盾、房地产价格的过快上涨等问题也逐渐凸显。为此,中央多次出台房地产市场调控政策,以限制房地产市场过热发展。自 2003 年起,国务院陆续出台国八条、国十五条等通知,基于信贷、税费、货币政策、住房信贷等环节,以监管和调控房地产市场。而政策效果却不明显,全国商品房平均销售价格增速在 2009 年达到历史最高水平 23.18%。对此,国家加大政策调控力度,2010 年开始实行严格的

限购、限贷政策,在稳房价方面取得了一定成效,但依然未完全遏制房地产市场的快速发展;2016 年年底,中央经济工作会议进一步提出“房住不炒”定位,并综合运用多种手段,建立健全房地产市场基础性制度和长效机制。与此同时,为夯实实体经济的发展基础,2012 年初,中国人民银行工作会议上要求“着力优化信贷结构,更好的服务实体经济的发展”;同年 12 月,党的十八大再次强调要建设支持实体经济发展的现代金融体系,把振兴实体经济摆到了更加突出的位置。为检验房地产调控政策以及支持实体经济信贷政策实施的影响,本文以 2010 年及 2012 年为时间节点,划分分时段样本进行回归,回归结果如表 7 所示。

表 7 政策实施前后房价上涨影响实体企业债务融资的回归结果

变量	(1)2005—2009	(2)2010—2020	(3)2005—2011	(4)2012—2020
Hpa	-0.023*** (-2.63)	0.012(0.97)	-0.020** (-1.99)	0.005(0.35)
控制变量	yes	yes	yes	yes
固定效应	yes	yes	yes	yes

注:由于分阶段后,2005—2009 年期间,已不存在门槛效应,为保证分析结果的可比性,统一采用了固定效应面板数据模型。

从列(1)(2)可以看出,在 2010 年以前,房价系数为-0.023,表明房价上涨对实体企业债务融资的挤出效应达 2.3%。而在 2010 年以后,房价系数未能通过显著性检验,表明房价上涨与实体企业债务融资之间不再存在显著的负向相关关系。这说明,从紧的房地产调控政策对过热的房地产市场产生了“降温”作用,在一定程度上缓解了房地产业对实体企业信贷的挤占。同理,从列(3)(4)可以看出,在 2012 年以前,房价上涨对实

体企业债务融资的挤出效应为 2.0%。在 2012—2020 年期间,房价上涨与实体企业债务融资之间没有显著关系。由此可见,中央政府抑制房价上涨和加强对实体经济信贷支持的政策,在缓解房地产企业挤占实体企业信贷资源方面取得了较好的成效。

(二) 房价上涨对实体企业融资成本的影响差异

房价上涨导致城镇居民用于住房和其他生活

的成本相应提高,劳动力将要求更高的工资以维持生存,同时高房贷也会抑制居民消费^{①②}。由于高工资水平将增加企业经营成本、居民控制消费将降低企业营业收入,从而房价上涨会从收入和成本两端对实体企业的利润产生影响。然而,金融机构往往根据企业对外公布的财务报告等信息进行风险评估,限制较高经营风险企业的贷款额度,甚至以更高的贷款利率来弥补风险。因此,房价上涨提高企业经营成本,抑制居民消费,缩减企业利润,从而抬高实体企业的债务融资成本。从企业经营成本来看,制造业与服务业相比于其他行业对劳动力的需求往往更高(2020年制造业非私营单位就业人数占比达22.33%,服务业就业人数占比达52.18%^③),从而因房价上涨导致的工

资水平提高,对制造业与服务业企业经营成本影响更大。从城镇居民消费来看,当住房和生活上的成本提高时,居民通常会控制包括餐饮、娱乐等与服务行业相关的非必需品的消费,而对电力、煤气、水、采矿业等其行业的影响程度不大,从而因房价上涨抑制城镇居民消费,对服务业企业营业收入影响更大。由此可知,房价上涨对制造业和服务业债务融资成本的影响要高于其他行业。据此,本部分以企业债务融资成本为被解释变量,划分制造业与服务业样本进行分组回归。其中,企业债务融资成本由利息支出与企业长短期借款之比衡量,利息保障倍数、现金充裕率、企业信贷资源配置为控制变量^④。回归结果如表8所示。

表8 房价上涨影响实体企业债务融资成本的回归结果

变量	(1)总样本	(2)制造业企业	(3)服务业企业
<i>Hpa</i>	0.006*(1.73)	0.008*(1.74)	0.025*** (2.87)
控制变量	yes	yes	yes
固定效应	yes	yes	yes

注:由于制造业的回归分析中,已不存在门槛效应,为保证分析结果的可比性,统一采用了固定效应面板数据模型。

从表8列(1)可以看出,房价系数为0.006,且通过显著性检验,表明房价每上涨1%,实体企业债务融资成本将上涨0.6%;而从列(2)(3)可以看出,房价每上涨1%,制造业企业和服务业企业的债务融资成本程度分别上涨0.8%与2.5%,明显高于其他行业。由此可见,房价上涨确实显著提高了实体企业的债务融资成本,而且对制造业企业和服务业企业债务融资成本的影响更大,不利于制造业和服务业的健康发展。

五 结论与建议

本文在梳理现有文献的基础上,理论分析了房价上涨通过信贷渠道与抵押担保渠道对实体企业债务融资产生的影响。在此基础上,进一步探讨了房价持续上涨对实体企业债务融资的阶段性影响差异,并通过对2005—2020年上市公司面板

数据进行实证检验。结果表明:(1)房价上涨影响实体企业债务融资最终表现为挤出效应,但随房价的持续上涨,提升了实体企业资产的抵押价值,缓解了实体企业的融资约束,使得挤出效应呈现阶段性递减特征。(2)房价上涨对融资约束高的非国有及中小型实体企业债务融资的挤出效应更强。(3)房价上涨将提高实体企业经营成本、抑制居民消费,进而缩减企业利润,抬高实体企业债务融资成本,尤其对制造企业和服务企业影响更大。(4)中央政府抑制房价上涨和加强对实体企业信贷支持的政策,在一定程度上缓解了房价上涨对实体企业债务融资的挤出效应。

房价上涨促使信贷资源汇集在房地产市场,挤占了实体企业信贷资源,即便抵押担保渠道缓解了实体企业的信贷约束,也只能减缓房地产市场对信贷资源的掠夺,实体企业面临的融资难情

①铁瑛,崔杰:《服务业发展“抢夺”了制造业技能吗?——来自中国微观层面的经验证据》,《财经研究》2020年12期。

②王沈南,颜迪,朱鹤:《资产负债表视角下住房贷款对城镇居民消费的影响》,《南通大学学报(社会科学版)》2022年2期。

③根据国民经济部门分类,服务业包含交通运输、批发和零售等15个门类。“国际组织”门类规模很小,不予考虑。为去除虚拟经济的影响,剔除房地产业与金融业,以其余12个门类为服务业;服务业就业人数占比等于服务业就业人数除以总人数,数据来源《中国统计年鉴》。

④数据来源 Wind 数据库,企业信贷资源配置以企业负债总额取自然对数衡量。

形仍然严峻。由此提出以下建议:(1)政府在调控信贷政策支持实体企业层面,不仅注意“量”的扩张,还应注重对信贷结构的调控;单靠“量”的扩张,会强化信贷资源的错配与信贷结构的扭曲,不利于实体企业的发展。(2)基于我国信贷资源过度集中在国有企业与大型企业的现状,应该坚持深化金融供给侧结构性改革,减少无效和低端供应。(3)基于制造业、服务业的债务融资成本更高的现状,可以从股权融资、债券融资等多方面拓宽企业融资渠道。(4)从现有研究结论来看,

房地产业虽然挤占了实体企业的信贷资源,但企业资产抵押价值在一定程度上缓解了房价对实体企业债务融资的挤出效应,政府不宜过度抑制房地产市场,应该引导房价增速保持与居民消费价格增速相当,以维持房地产市场与实体企业长期稳定发展。(5)中央抑制房价过度上涨和金融支持实体企业信贷的政策有利于缓解房价上涨对实体企业债务融资的挤出效应,应坚持“房住不炒”定位,保持政策连续稳定性,逐步引导信贷资金流向实体企业。

Crowding-out and Crowding-in Effects of Rising Housing Prices on Debt Financing of Real Enterprises

WANG He & TAN Li

(School of Business and Center for High-quality Regional Economic Development,
Hunan University of Science and Technology, Xiangtan 411201, China)

Abstract: Clarifying the relationship between real estate and debt financing of real enterprises is of great significance for promoting the balanced development of real estate industry and real economy. Based on the data of listed enterprises from 2005 to 2020, this paper uses multiple mediating effect model and panel threshold model to test the mechanism and threshold effect of housing price rise on debt financing of real enterprises. Results show that the rise of housing prices prompts credit funds to gather in the real estate industry in the form of real estate loans, which has a crowding-out effect on the debt financing of real enterprises. At the same time, it will increase the mortgage value of assets of real enterprises, resulting in crowding-in effect on the debt financing of real enterprises. However, the final manifestation of the effect of housing price rise on debt financing of real enterprises is crowding-out effect. With the easing of financing constraints brought by housing price rise, it shows a phased decline. Further research shows that the housing price increase has a stronger crowding-out effect on the debt financing of non-state-owned enterprises and small & medium-sized real enterprises, and has a greater impact on the debt financing costs of manufacturing enterprises and service enterprises. The policies of the central government to curb the excessive rise of housing prices and strengthen credit support for the real economy have achieved good results in easing the squeeze of real estate enterprises on the credit resources of real enterprises.

Key words: real estate price; crowding-out effect; crowding-in effect; debt financing of entity enterprises; panel threshold model

(责任校对 王小飞)