
房地产价格与企业的银行融资

王慧 王擎¹

【摘要】 本文利用 2007–2018 年全国 237 个地级市商品房平均销售价格与 A 股非地产类上市公司银行借款数据，实证分析了房价上涨对非房地产企业银行债务的影响。研究发现：房价上涨显著提升了企业的银行债务规模，房价上涨的融资抵押效应强于信贷挤出效应。具体而言，房价上涨会推升有房企业的银行融资规模，挤出无房企业非抵押类借款。在作用机制上，房价上升缓解了企业融资约束程度，从而助推企业抵押类借款的增加。另外，高房价降低了银行对制造业企业的融资支持，也加剧了银行对民营企业的信贷歧视。

【关键词】 房价 抵押效应 挤出效应 融资约束

【中图分类号】 :F832.5 **【文献标识码】** :A **【文章编号】** :1000-8306(2021)03-0014-14

一、引言

我国房价从 2004 年起急速上升，即便经历 2008 年金融危机，上涨趋势依然持续坚挺。在 2008 年“四万亿元”刺激政策下，银行信贷进入规模扩张期，抵押信贷投放力度进一步加大。高房价叠加宽松政策推动了大量资金投向高额回报领域，不仅导致金融资源配置的不平衡，同时也加剧了企业融资结构失衡问题。

我国企业融资决策由于受外部监管影响，呈现外源融资主导特征，而银行贷款又是外源融资模式首要来源。出于风险防范目的，银行偏好于将信贷资源配置于有形资产抵押企业，数据显示房屋抵押类贷款占银行总信贷比例五成以上。已有研究表明，资产价值受房价波动的外生冲击，通过信贷扩张助推了企业债务。^{[1][2]} 信贷资源投向与房地产呈现高关联度的现象，房产一直以来是信贷机构普遍认可的贷款抵押品，因此上市公司通过配置房产提升信用额度，已是实现债务融资的普遍手段。

房价走势逐渐成为企业银行债务重要联动因素，房价持续攀升，可能会影响有房企业的融资能力，对无房企业也存在可能的诱导和挤出效应。那么，资产价格波动在企业融资过程中扮演着什么角色，是否存在对信贷类型的抵押和挤出效应？基于上述现实背景，本文将从债务结构视角，深入探讨房价走势引发的信贷资源配置问题，并进一步阐释高房价引发的房产征信，是助推银行信贷结构性分化、实体企业信贷融资难的重要原因。

中央政府多次出台政策调控房地产市场，降低房产作为投资投机资产的属性，2019 年中央工作会议明确提出构建房地产市场健康发展的长效机制。鉴于此，考察房价与企业债务的关系，对于深刻理解房地产的资本配置效应，深入洞察我国金融摩擦和经济结构失衡，进一步认识房地产对实体经济的影响具有重要的意义。

基于房产价值在我国企业以银行融资为主的杠杆结构中，存在强大的信用作用。本文认为企业是否持有房产是影响两种效应孰强孰弱的主导因素。具体而言：房价上行提升房产价值，通过提升企业抵押额度，有房企业^① 负债结构表现为银行债务扩张。而在信贷资源一定条件下，有房企业通过抵押担保效应扩大的债务规模可能归因于挤出无房企业信贷。

¹**作者简介：**王慧（1986–），女，西南财经大学工商管理学院，博士生。电子邮箱：36147623@qq.com。

王擎（1973–），男，西南财经大学中国金融研究中心，教授。电子邮箱：wqing@swufe.edu.cn。

基金项目：本文受国家自然科学基金专项项目“大数据环境下面向宏观经济风险的审计监测预警研究”（71950010）的资助。

早期的 MM 理论可以视为企业债务结构研究的理论渊源。后续研究在逐步放松 MM 理论假设的基础上，提出了代理成本、信息不对称、权衡理论、优序融资理论和金融加速器等新理论解释企业债务融资行为。其中，因为信息不对称导致的金融摩擦广泛存在，企业往往通过资产抵押形式降低代理成本，提升融资效率。

结合我国经济矛盾主要是供给侧结构性原因，部分学者基于外部环境变化和经济运行态势研究债务问题，他们分别从经济转型中政府预算软约束、财政赤字、地方政府隐性担保、契约环境的改善和金融体系运行效率等方面对企业债务结构进行了研究。^{[3]-[6]}从房价对企业的影响看，已有大量文献从企业投资视角、资源配置等角度探讨房价上升带来的投资效应、抵押担保效应和挤出效应。^{[1][2][7]-[13]}这些研究为揭示房价对企业投资的影响提供了理论和经验支撑。

以往学者大多从企业投资方面探讨房价对经营资源配置效应，较少聚焦房价对企业债务影响。虽已有研究提及房价波动对实体企业信贷资源的挤占问题，^[14]但忽略了结构问题，结论在于识别两者的相关关系。总体来看，当前针对房价对企业债务结构影响的研究还十分缺乏，与既有研究相比，本文的区别在于：第一，通过搜集整理上市公司银行借贷明细数据，系统性地研究了房价上涨产生的抵押效应和挤出效应，正负作用叠加时，在不同企业的表现以及其形成机制；第二，依据银行风险缓释程度将企业的银行融资划分为抵押类借款、非抵押类借款（信用借款、保证借款和质押借款），比较详细地考察了房价上涨对银行融资的差异影响，丰富了房价与公司金融相关文献。

二、理论分析与研究假设

（一）房价上涨的抵押效应

房地产作为一类重要的抵押品，能够减轻外部融资中的信息不对称和代理问题，缓解融资约束。在不完善的信贷市场中，实物资产抵押提高了公司的借贷能力，有效减轻外部融资关系的代理问题。^[15]Chen 等认为，抵押效应机制体现为资产价格上升，房产价值增加，通过抵押品增值缓解企业的融资约束，进而影响到企业自由现金流。^[16]

Gan 发现，日本在 20 世纪 90 年代初房地产泡沫破灭后，持有土地的公司比无地的公司减少更多的债务。^[1]Chaney 和 Thesmar 发现，1993—2007 年，公司土地抵押每增加 1 美元，相应增加融资 6 美分。^[2]也有不少文献证实房价波动通过抵押担保渠道影响企业投资。

曾海舰发现，企业所持有房产价值变化改变了企业投融资规模，进而影响实体经济配置。^[9]Markus 等进一步研究资产价格与信贷规模的关系，发现房产价格上升时期，信贷总量增加，促进经济发展；而房产价格急剧下降时，信贷规模大幅缩减，公司投资陷入困境，造成经济危机。^[17]

1998 年以来，我国房地产市场经历了持续繁荣到现在平稳发展的历程，受益于房产增值的财富效应，持有房产企业同样存在信贷扩张现象。因此，本文认为融资抵押效应导致的信贷配置倾斜存在于地产相关行业和持有房产的企业，企业信贷产生的抵押担保效应表现为：房价上涨，企业抵押借款规模扩大。

（二）房价上涨的挤出效应

大量文献已证实房价的信贷约束机制和关联效应。房价上涨导致企业资源错配，阻碍产业结构合理化水平提升，不利于工业产业结构的优化；^[16]实体资本被抽离至房地产行业套利。^[19]Gerlach 和 Peng 实证发现，无论长期、短期，房价波动都会导致信贷规模发生变化，但信贷规模的变化却不是房价波动的主要原因。^[8]

Martin 等发现，西班牙房地产的繁荣促进了房地产行业的信贷需求，并挤出了其他公司的银行信贷。^[12]骆祚炎和谢涵冰从

金融加速器视角，通过构建理论模型，发现房价波动通过货币政策调控对企业信贷产生冲击，并且房地产价格与企业信贷存在负相关关系。^[20] 本文认为，房价上涨对企业信贷的挤出效应表现为：房价上涨，无房产企业的信贷规模受有房企业信贷挤压而减少。

事实上，房价上涨带来两类信贷挤出效应：一是在房地产业和实体企业之间，因为房价上升，更多信贷资金流向房地产业，使得实体企业整体信贷资金被挤出；^[21] 二是在实体行业中的有房企业和无房企业之间，高房价对有房企业带来部分抵押效应，因此对无房企业的挤出效应更大。具体而言，1998年房地产市场化改革以来，房价热度和信贷资金流向有紧密互动关系。

高房价推动银行信贷资金流向房地产，国家统计局的数据显示，银行贷款资金占房地产企业开发资金平均占比在15%左右，数据特征表现为规模大、占比高。可见，银行信贷投放高度捆绑房地产是不争事实，中央工作会议多次提及房地产信贷挤占实体信贷问题，因此，经济现象充分说明房地产行业对非房地产行业企业存在信贷挤出。此外，本文依托已有文献对抵押担保效应的广泛共识，认为银行对于持有房产企业同样存在信贷倾斜的现象，源于房价上升，抵押品增值的企业存在抵押担保效应。

总体看来，在房价持续上涨的背景下，持有房产的企业存在信贷扩张的抵押担保效应。与此同时，无论是否持有房产，行业层面上都受到房地产企业的信贷挤占，因此两种作用方向不一，叠加时很难明确其净效应，有待实证检验。有房企业和无房企业是否存在不同的信贷表现也是本文探索问题之一。

依据上述分析，对于房价产生的抵押担保效应学界已达成普遍共识，本文关注点在于从信贷角度检验净效应。为考察抵押效应和信贷挤出效应共存的情况下，到底哪种效应表现更强，本文提出研究假设1。

H1a: 房价上涨的抵押效应大于挤出效应，房价上涨助推企业外源融资渠道，表现为银行融资规模扩大。

H1b: 房价上涨的挤出效应大于抵押效应，房价上涨压低企业银行融资规模。

长期以来，我国企业外部融资渠道狭窄，商业银行信贷是主要外部融资来源，且以抵押信贷为主。房地产在企业加杠杆行为中扮演着重要角色，从资产价格影响抵押物价值渠道推动企业债务扩张。同时，商业银行大都采用保守放贷策略，对信贷类规模投放远远不及抵押担保类贷款。^[16]

不难推测，房价上行带来房地产行业的投资收益上涨加之银行的风险偏好，持有大量房产的企业更容易通过抵押品升值获得银行融资。无房企业较有房抵押的借款人融资约束增强。在信贷资源一定条件下，如果银行向有房产抵押的借款人倾斜，必然会减少对其他贷款类型的供给。这种信贷行为的产生可能对无房企业产生排挤效应。据此，本文提出假设2。

H2: 房价上涨，无房企业较有房企业，在信贷总规模和无抵押类借款规模上都存在显著性挤出效应。

为了进一步证明无房企业的信贷减少是因为银行主动降低了信贷供给，而不是因为无房企业主动减少了信贷需求，我们进一步验证：在信贷规模受到排挤时，企业是否存在其他融资选择？Biais 和 Gollier 认为，企业在受信贷歧视时，会选择商业信用作为替代性融资方式。^[22]

Petersen 和 Rajan 以美国企业为研究样本，实证发现企业在受信贷歧视时，商业信用被广泛作为替代性渠道弥补资金缺口，并进一步分析指出商业信用能解决信息不对称问题，缓解融资约束。^[23] Cull 等和汤莹玮发现，针对不能得到银行信贷配给的企业，商业信用对外源融资替代性作用更加显著。^{[24][25]}

本文基于商业信用与银行信贷的互动关系，合理推测：受银行信贷排挤的无房产企业，在银行信贷通道不畅时，对商业信

用的依赖程度相应增加。据此，本文提出假设 3。

H3：无房企业受信贷挤出时，对商业信用依赖度增加，不仅表现为商业信用融资比例上升，且存在商业信用对银行信贷的替代。

三、研究设计

（一）样本选取和数据来源

本文选取 CEIC 宏观经济数据库 2007—2018 全国主要地级城市商品房销售价格衡量房价走势，上市公司财务数据来源于国泰安（CSMAR）数据库。根据上市公司办公地点所在城市与城市层面房价数据做匹配。上市公司的银行借贷明细来源于锐思（RESSET）数据库，我们根据上市公司公告信息手工整理出各类型银行贷款明细数据。

在上市公司样本的处理上，本文剔除了房地产、矿业、建筑业和金融业的公司，因为这些公司与地产上下游有较密切的联系，其债务融资行为与主营业务发展需求紧密。同时，也对下列类型的公司样本予以剔除：（1）连续三年 ST 的公司；（2）负债率大于 100%，事实上已资不抵债的公司；（3）PT 或退市的公司；（4）财务数据缺失严重或存在异常值的公司；（5）观测期连续观测值少于三年的公司。最后得到研究样本 1973 家公司，依此构建非平衡面板数据。在后续回归分析中，为避免异常值的影响，本文对连续变量进行上下各 1%水平的 Winsorize 处理。

（二）模型构建及变量定义

本文样本的选取规则保证了样本上市公司常规业务与房地产无关。同时，我们假定公司所持有的抵押资产集中在公司所在的注册地。若所处城市房地产价格上升，所持有的房产在未来的房价上涨中增值，银行债务增加，表现为信贷抵押效应。根据前文假设分析，为检验房价对企业银行债务的影响，同时考察无房产企业的商业信用替代融资效应，我们参照 Chaney 等、Cvijanovic 以及 Chen 等的方法，^{[2][36][16]}构建如下计量模型：

$$*Loan_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Houseprice_{c,t} + \alpha_k \cdot \sum Control_{i,t} + \mu_i + \sigma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，i 代表公司，t 代表年份，c 代表城市。被解释变量*Loan 分别为公司银行借款和商业信用以绝对值取对数或相对比例形式量化，详见表 1 变量定义，解释变量 Houseprice 为企业所在城市当期平均商品房销售价格取对数。根据国内外公司抵押担保方面的文献，控制变量包括资产利润率(Roa)、经营能力(Sale)、有形资产比例(Tng)、公司规模(Size)、现金流量(Cashflow)、企业上市年龄(Age)、第一大股东持股比例(Top)，以及国有股权成分产权性质虚拟变量(Soe)等， μ_i 、 σ_t 分别代表公司固定效应和时间效应， $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。

（三）变量定义和描述性统计

表 1 为变量定义。

表 1 变量定义

变量名称	变量描述	变量定义
------	------	------

被解释变量		
Tloan	银行借款	银行借款总额取对数
Tratio	银行借款比率	银行借款总额/总负债
Mloan	抵押借款	银行房产抵押借款取对数
Mratio	抵押借款比率	抵押借款/借款合计
Non_mloan	非抵押借款	(信用借款+保证借款+质押借款) 取对数
CMloan	信用借款	银行信用借款取对数
GMloan	保证借款	银行保证借款取对数
PMloan	质押借款	银行质押借款取对数
TC_ratio1	商业信用 1	商业信用/负债总计 (商业信用=应付票据+应付账款+预收款项)
TC_ratio2	商业信用 2	商业信用/ (商业信用+银行借款合计)
解释变量		
Houseprice	房价	当期房屋平均销售价格取对数
控制变量		
Sale	销售规模	公司营业收入取对数
Size	企业规模	公司总资产取对数
Lev	杠杆率	公司总负债/总资产
Cashflow	现金流量	公司经营活动产生的现金流量净额/总资产
Age	上市年龄	当年年份-各家公司上市年限年龄
Roa	盈利能力	公司净利润/总资产
Tng	有形资产比率	公司固定资产/总资产
Top	第一大股东持股	期末第一大股东持股数与总股本数之比
Soe	企业性质	国有控股为 1, 否则为 0

表 2 为变量做缩尾处理后的描述性统计。从银行借款类型上看, 抵质押类占主导, 各类借款中位数基本与平均数持平, 标准差较小, 贷款类型分布比较稳定。商业信用比重呈现整体右偏特点, 整体看上市公司对企业间信用交易依赖度较高。房价均值略大于中位数, 房价的标准差明显小于平均值, 表现出比较平稳的波动特征。

表 2 主要变量的统计特征

变量	观测值	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Tloan	9,957	20.374	20.391	1.778	8.897	25.672
Tratio	9,957	3.156	0.456	64.62	1.74e-06	1
Mloan	9,957	19.00	19.11	2.135	8.387	23.72
Mratio	9,957	0.455	0.393	0.345	1.96e-06	1
Non_mloan	8,315	19.26	19.35	1.839	8.987	24.93
Cloan	8,269	18.53	18.60	1.648	10.43	27.81
Gloan	6,998	18.44	18.40	1.906	8.987	24.48
Ploan	4,576	19.09	19.21	1.779	9.210	24.93
TC_ratio1	9,957	1.573	0.380	4.607	0.002	32.14
TC_ratio2	9,957	0.457	0.416	0.333	0.001	1
Houseprice	9,957	8.557	8.405	0.677	6.754	10.89
Sale	9,957	21.432	21.191	1.453	11.861	27.489
Size	9,957	21.90	21.77	1.212	13.08	27.10
Lev	9,957	0.463	0.463	0.202	0.00173	0.999
Cashflow	9,957	0.478	0.040	4.501	-24.14	272.2
Age	9,957	10.12	10	6.020	1	28
Roa	9,957	0.036	0.032	0.157	-3.994	10.401
Tng	9,957	0.283	0.255	0.171	-0.206	0.990
Top	9,957	0.343	0.322	0.148	0.034	0.960

四、实证结果及分析

(一) 房价对企业总借款的影响

在全样本下，以银行总借款的相对指标和绝对指标两种形式，考察房价对外源融资的影响。(1)(2)列表明房价上涨与企业的银行融资正相关，其系数分别在 5%和 10%的水平下显著为正，说明高房价助推了企业的银行信贷融资行为，表现为房价上升时期抵押效应强于信贷挤出效应。(3)(4)(5)列进一步说明房价上升对抵押类借款存在显著促进作用，而对非抵押类借款

存在显著性抑制性作用。借款绝对规模回归系数显著性与相对比率较为一致。回归结果验证了本文假设 1，即房价上升，提高了企业征信，以抵押效应为主的抵押借款，助推了企业银行融资规模扩大。虽然房价上升也会导致信贷资源流出实体企业，但总体上抵押效应强于挤出效应。

(二) 房价的融资抵押效应和挤出效应检验

房价融资抵押效应主要存在于有房企业之中，所以，为了进一步验证上述结论，我们将样本区分为有房企业和无房企业，检验房价上升对两类企业融资的影响是否相同。我们依据企业是否持有房产设置虚拟变量 (Dum_r)，其中取值 1 表明为有房产企业，取值 0 表明为无房产企业。将房价与有房虚拟变量作交叉项进行检验。表 4 列出了有房企业相对于无房企业总借款、非抵押类借款的差异性估计结果。

第 (1) 列显示，房价 (Houseprice) 的系数为-0.212，且在 5%的水平下显著，说明房价上涨对无房企业总信贷规模存在显著抑制作用；而有房企业与房价交互项系数在 1%的水平正显著，意味着抵押担保的正向促进效应仅在持房企业中存在，从系数值判断抵押效应的促进作用强于对无房企业的挤压。可以理解为：房价持续性繁荣，一方面更多信贷资源流向房地产行业，另一方面信贷资源也流向房产增值的有房企业，使得无房企业在银行融资规模上表现为抑制性减少；但有房企业数量很大，受益于抵押效应带来的融资规模扩大，超过了无房企业的挤出效应，因此实体企业总体融资规模仍然扩大。

第 (2) 列中，拥有房产的企业在房价上涨时期，无抵押贷款规模同样呈现显著性增加，系数在 1%的水平显著为正。而对无房企业的非抵押类贷款整体呈现明显抑制作用，回归结果验证了本文假设 2。这里，因为房价上升带来的房产增值效应，不仅使有房企业的抵押借款增加，同时也提高了有房企业的信用度和整体融资能力，使得非抵押借款同样增加，有房企业的融资能力明显强于无房企业。

表 4 房价的融资抵押效应和挤出效应检验

变量	(1)	(2)
	Tloan	Non_mloan
Houseprice	-0.212** (0.0903)	-0.698*** (0.122)
Dum_rHouseprice	0.253*** (0.094)	0.630*** (0.125)
Dum_r	-2.087*** (0.802)	-5.193*** (0.003)
控制变量	控制	控制
行业效应	控制	控制
年份效应	控制	控制
观测值	9,957	8,315

R-squared	0.190	0.166
-----------	-------	-------

注：括号中为行业聚类稳健标准误差下的 t 值；***、**和*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

（三）无房企业的信贷挤出：基于无抵押类借款的检验

我们进一步检验，无房企业在总体融资受挤压下，不同类型的借款是否表现一致，房价对其影响是否一致。表 5 显示出房价走势对无房企业的各类型贷款均存在不同程度的挤出作用，其中，对信用借款和质押借款的抑制作用较为突出，回归系数在 5%和 1%的水平负显著，对保证类借款的影响为负但并不显著。大概是因为，信用借款和质押借款更依赖企业自身条件，其受房价影响企业财富规模相对缩小，而保证借款部分依赖于第三方企业信用，因此受房价影响较小。

表 5 无房企业分类型借款的检验

变量	(1) Cloan	(2) Gloan	(3) Ploan
Houseprice	-0.242** (0.112)	-0.044 (0.165)	-0.643*** (0.103)
控制变量	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制
观测值	767	471	979
R-squared	0.152	0.156	0.178

注：括号中为行业聚类稳健标准误差下的 t 值；***、**和*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

（四）无房企业的信贷挤出：基于商业信用替代性融资的检验

由于房价上涨对无房企业产生的信贷抑制作用，难以确定是这类企业自身信贷需求减少所致，还是受银行信贷供给作用。为排除其内生因素，本文从商业信用替代性融资视角做进一步识别。若无房企业在房价上涨时存在商业信用替代性融资行为，则说明企业信贷减少不是因为自身需求下降，而是被银行选择性挤出；否则，则说明更大可能是企业自身信贷需求减少。本文用商业信用/总负债、商业信用/（商业信用+银行总借款）来衡量企业的商业信用融资行为。

表 6 和第（1）（2）列为无房企业的回归结果，回归系数均在 1%和水平正显著，表明无论是从商业信用的绝对占比还是从商业信用的相对占比看，房价对于无房企业的商业信用都存在显著促进作用。为确保回归的可靠性，本文接着选取有房企业样本作为对照组，如表 6 的第（3）（4）列所示，其回归结果如预期并不显著。比较两组样本回归结果，说明房价上涨使得有房企业融资更加受益，无房企业的信贷供给一定程度上被挤出，由此证实了本文假设 3，无房企业在房价引起的外源融资受阻时，对商

业信用依赖度更强。

表 6 商业信用对银行借款的替代效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	无房企业		有房企业	
	TC_ratio1	TC_ratio2	TC_ratio1	TC_ratio2
Houseprice	0.638*** (0.182)	0.037** (0.015)	-0.040 (0.075)	0.002 (0.005)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制
观测值	1402	1402	9631	9631
R-squared	0.306	0.306	0.254	0.276

注：括号中为行业聚类稳健标准误差下的 t 值；***、**和*分别表示在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

(五) 异质性检验

1. 行业异质性检验。制造业是我国实体经济支柱产业，其融资需求总量在行业中占比最大，但制造业投资和房地产投资是固定资产投资的两个重要内容，如果房价上涨过快，可能会引发房地产投资上升，从而导致制造业投资和制造业融资相对不足。依据各大银行发布的数据，我国制造业贷款的不良率相对较高，贷款质量排名末端。^②因此，高不良率且低效率的制造业并非信贷投放最优选择，特别在实体经济低迷而房价持续上涨、地产经济火爆的背景下，制造业企业信贷资金更易受高房价的压制。

表 7 的回归结果验证了上述逻辑。回归结果显示，房价对不同行业债务结构存在差异化影响，房价上涨对制造业非抵押贷款抑制的作用更强，其系数在 1%的水平显著为负。而房价的抵押效应仅存在于非制造业企业样本，且对非抵押借款的抑制作用并不显著。不难理解，生产制造型企业对于房产的持有目的主要是出于经营性需要，房价上升时期“涉房”动机较弱，受房价上涨产生的房产抵押效应并不显著，而非抵押类贷款是制造行业主要的信贷形式，受高房价的挤出效应明显。分组回归结果验证了本文的合理推测，房价繁荣绑定了过多银行信贷资源，提高了制造业融资难度，房价过热扭曲信贷结构失衡，挤压实体经济。

表 7 行业分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	制造业		非制造业	

	Mloan	Non_mloan	Mloan	Non_mloan
Houseprice	0.059 (0.054)	-0.123*** (0.033)	0.163*** (0.062)	0.022 (0.049)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市和年份	控制	控制	控制	控制
观测值	6799	5710	3111	2570
R-squared	0.095	0.150	0.191	0.239

注：括号中为行业聚类稳健标准误差下的 t 值；***、**和*分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平下显著。

2. 产权异质性检验。我国金融资源配置中普遍存在“所有制歧视”现象，由于政府对国有企业的隐性担保特点，使国有企业较民营企业在贷款可得性和放贷条件上更具优势。^[27] 银行往往将更多信贷配给投放于国有企业，缩小民营企业信贷规模。^[28] 鉴于此，本文依据上市公司公告信息，手工整理借款企业所有制信息，检验企业产权差异是否会影响到银行债务结构。表 8 显示的检验结果支持了已有文献的结论。^{[24][28]} 在国有控股企业样本中，房价上涨对信贷总规模和抵押类贷款均在 1% 的水平正向显著，而对非抵押类借款没有显著影响。此外，房价对非国有上市公司抵押类借款和非抵押类借款均存在显著抑制作用。不难看出，房价上涨加重所有制歧视问题，国有企业银行借款的可得性在房价上涨时期更为凸显。

表 8 企业产权异质性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	国有企业			非国有企业		
	Tratio	Mloan	Non_mloan	Tratio	Mloan	Non_mloan
Houseprice	1.861*** (0.478)	0.270*** (0.059)	0.017 (0.048)	-0.407** (0.162)	-0.123*** (0.051)	-0.225*** (0.038)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	4596	4407	3736	5809	5503	4544
R-squared	0.090	0.158	0.189	0.027	0.095	0.152

注：括号中为行业聚类稳健标准误差下的 t 值；***、**和*分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平下显著。

五、中介效应机制

这里进一步检验房价抵押效应的中介效应机制。根据前面文献分析，房价上涨会导致有房企业房产价值上升，从而抵押品价值增加，而抵押品价值增加，事实上缓解了企业的融资约束程度，增加了融资可得性。根据这一分析，这里我们进一步采用中介效应模型，尝试从融资约束中介渠道解释房价融资效应的作用机制，有助于更好地理解房价影响企业债务的路径。借鉴Hadlock和Pierce将SA[®]指数作为融资约束的测度，其值越大，企业融资约束越小。^[29]联立模型（2）（3）（4）构造中介效应方程：

$$Mloan_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Houseprice_{e,t} + \alpha_k \sum Control_{i,t} + \mu_i + \sigma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$SA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Houseprice_{e,t} + \beta_k \sum Control_{i,t} + \mu_i + \sigma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Mloan_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot Houseprice_{e,t} + \gamma_2 \cdot SA_{i,t} + \gamma_k \sum Control_{i,t} + \mu_i + \sigma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

在模型中，SA（融资约束）为中介变量，模型（2） α_1 代表房价对抵押借款的总效应，模型（3）检验房价是否对融资约束存在影响，如系数 β_1 显著为正，说明房价缓解了企业融资约束。模型（4）检验融资约束是否存在中介传导作用：系数 γ_1 代表房价走势对抵押借款的直接效应，结合 γ_2 衡量SA起到完全中介效应或者部分中介作用。第（2）列Houseprice的系数在1%的水平下显著为正，说明房价显著缓解企业融资约束。第（3）列回归结果表明，在控制了中介变量的影响后，Houseprice的系数不再显著，表明融资约束SA完全中介了房价走势对抵押借款的促进作用。

从中介效应占总效应比重看，融资约束中介效应占总效应的比重为84.7%。此外，为了保证检验结果的可靠性，本文对中介效应再次进行了Sobel检验，考察 $\beta_1 \times \gamma_2$ 是否显著。SobelZ统计量为4.494，基于在Sgmediation命令检验过程中的三种检验：Sobel、Goodman1、Goodman2均在1%的水平呈显著性，以上回归结果证实了融资约束确是房价作用于抵押借款的重要路径。

六、内生性检验和稳健型检验

（一）内生性检验

1. 工具变量检验。企业的银行债务和房价波动可能存在内生性问题：企业的银行债务和房价波动可能同时受到第三个因素的影响（例如利率冲击、社会总需求上升）；企业的银行债务越高，企业也可能通过投资推升房价，存在反向因果关系。因此，有必要控制内生性问题对研究结论的影响。本文借鉴陆铭等的研究方法，将城市人均建设用地出让面积与人口密度（城市常住人口/城市行政面积，Construction×Density）的交乘项作为房价的工具变量。^[30]出让的土地越多，代表住房需求越大；人口密度越高，代表潜在的住房需求越大。采用两阶段工具变量回归，估计结果与基准模型差异不大，房价对总贷款和抵押贷款呈正向显著关系，而对非抵押贷款呈负向显著关系，因此基本结论是稳健的。

2. 外生政策影响的检验。我国房地产价格因为政策调控而经常受到外生冲击的影响，我们这里进一步检验房价的外生限购政策对企业债务是否存在相应作用。2011年，我国政府先后对46个城市出台住房限购令，房屋需求萎缩在短期造成房价受挫。利用这一准自然实验，我们可以识别政策变化带来的房价变动是否影响到企业债务。如图1所示，实验组和控制组在2011年政策实施前后趋势差异明显，住房限购政策对实验组城市房价的打压更大程度上降低了企业抵押贷款规模的扩张，也证明了房价与企业的银行债务存在着紧密联动性。

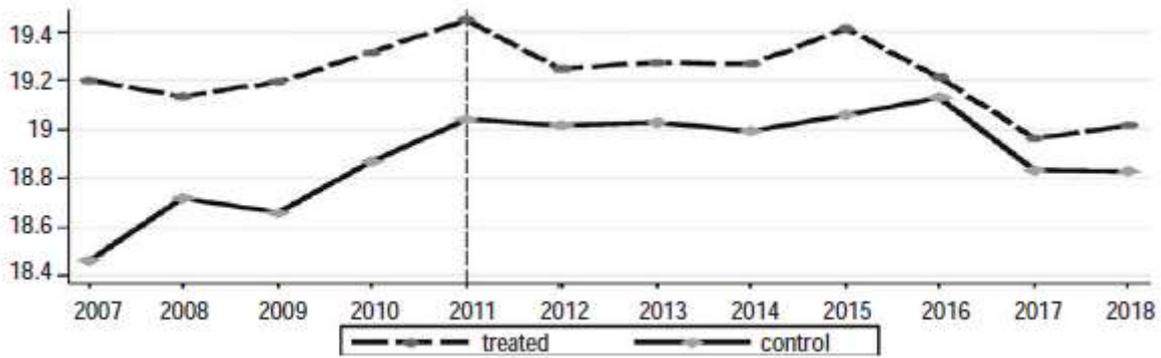


图1 限购城市与非限购城市企业抵押贷款趋势图

（二）稳健型检验

本文采用《房地产统计年鉴》城市商业营业用房价格数据，重新匹配样本，得出结果均在 5%的水平上显著；调整被解释变量为各类型银行借款变化率，其研究结论不存在明显差异。

七、结论及政策建议

中央工作会议要求落实房地产市场平稳健康发展的长效机制，指出金融资源配置不合理的矛盾，提出要深化金融供给侧结构性改革，优化信贷结构。本文利用 2007—2018 年全国地级市商品房平均销售价格与 A 股上市非地产类公司数据，以房价走势为切入点，与企业的银行债务结构问题相结合，对房价引发的信贷资源错配问题与企业融资行为进行探讨。

本文主要得到如下研究结论：（1）房价上涨对持有房产企业的银行债务存在显著促进作用，房价上升的融资抵押效应强于信贷挤出效应。在房价上升时，有房企业的总体借款和抵押类借款均显著增加；无房企业的总体借款和信用质押类借款均被挤出。无房企业在信贷被挤出的情况下，增加了商业信用替代融资行为，进一步验证了银行对无房企业的信贷挤出。（2）分组检验看，高房价对制造业企业的非抵押类贷款存在显著的挤出效应，从而抑制对制造业的信贷投放；高房价对非国有企业信贷的挤出效应更强，而国有企业贷款可得性更强，产生所有制歧视现象。（3）融资约束是房价产生融资抵押效应的中介渠道，房价上涨缓解了企业的融资约束，从而促进企业抵押类借款的增加。

本文的研究反映出近十年来过热的房地产市场对企业银行债务的影响。针对资产价格上涨加剧债务分化，以及对实体经济金融配置效率损失等次生问题，应切实加强供给侧结构性改革。本文提出如下建议：一是要构建房地产市场平稳健康发展的长效机制，坚持对房价持续性稳定调控，避免房价泡沫加剧金融资源配置扭曲。二是加强对抵押类贷款的风险控制，合理监管其负债规模和杠杆率，避免产生系统性金融风险；改善信贷资源配置，降低抵押贷款过度依赖，引导各类贷款良性发展。三是加强金融科技创新，发展大数据、人工智能、区块链技术等创新金融业态，有效缓解民营企业信贷需求，助推实体经济发展。

注释：

①依据银行对企业不动产抵押品的接受范围，同时考虑资产价值受房价波动的因素，我们对有房企业的认定是：持有包括在建工程及待完备工程以及无形资产项目类型中的“土地使用权”，不包括房屋及建筑物中的各种机械设备。

②天风研究《：银行对公信贷有什么变化？—制造业篇》，2019-5-9。

③ $SA=(-0.737*size)+(0.043*size*size)-(0.04*age)$ 取绝对值。

参考文献:

[1]Gan J.Collateral,Debt Capacity,and Corporate Investment: Evidence from a Natural Experiment[J].Journal of Financial Economics,2007,85(3):709-734.

[2]Chaney T,Sraer D,Thesmar D.The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment[J].American Economic Review 2012,102(6):2381-2409.

[3]Jenson M,Melking W.Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Cost and Capital Structure[J].Journal of Financial Economics,1976,5(3):305-360.

[4]Myers S C,Stewart C,Majluf N.Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have[J].Journal of Financial Economics,1984,13(2):187-221.

[5]Bernanke S,Mark G,Simon G.The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework[J].Handbook of Macroeconomics,1999,21(1):1341-1393.

[6]田国强,赵旭霞.金融体系效率与地方政府债务的联动影响——民企融资难融资贵的一个双重分析视角[J].经济研究,2019,54(8):4-20.

[7]Liu Z,Wang P F,Zha T.Land Price Dynamics and Macroeconomic Fluctuations[J].Econometrica,2013,81(3):1147-1184.

[8]Gerlach S,Peng W.Bank Lending and Property Prices in Hongkong[R].Bank of Finland/CEPR Annual Workshop on Asset Markets and Monetary Policy in Helsinki,2002.

[9]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[J].管理世界,2012(5):125-136.

[10]Miao J J,Wang P F.Sectoral Bubbles,Misallocation,and Endogenous Growth[J].Journal of Mathematical Economics,2014,53(10):153-163.

[11]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[J].金融研究,2014(4):158-173.

[12]Martin A,Moral-Benito E,Schmitz T.The Financial Transmission of Housing Bubbles:Evidence from Spain.CEPR Discussion Paper[R].2018.

[13]李昊洋,程小可,高升好.高房价“驱逐”了公司的研发活动吗?——来自创业板的经验证据[J].中国软科学,2018(12):95-109.

[14]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[J].当代经济科学,2018,

40(5):47-61.

[15]Barclay M J, JR Smith C W. The Maturity Structure of Debt[J]. Journal of Finance, 1995, 50(1):609-631.

[16]Chen T, Liu X L, Liu X, ET AL. Real Estate Boom and Misallocation of Capital in China[R]. Working Paper of Princeton University, 2017.

[17]Markus K. Brunnermeier, Martin Oehmke. Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk[J]. Handbook of the Economics of Finance, 2013, 2(18):1221-1288.

[18]张坤, 房价上涨对中国工业增长挤出效应研究[J]. 价格理论与实践, 2017(12):58-61.

[19]崔莹莹, 陈可石, 高庆浩. 房价上涨的创新抑制效应及其传导机制[J]. 城市问题, 2018(10):4-11.

[20]骆祚炎, 谢涵冰. 房地产价格变动加剧了经济波动吗:金融加速器的视角——兼论在坚决遏制房价上涨的前提下保持房地产市场平稳健康发展[J]. 上海金融, 2018(12):46-52.

[21]丁何颖. 中国房地产业的发展现状及存在的问题研究[J]. 经济研究导刊, 2015(4):143-144.

[22]Biais B, Gollier C. Trade Credit and Credit Rationing, The Review of Financial Studies[J]. 1997, 10(4):903-937.

[23]Petersen M A, Rajan R G. Trade Credit:Theories and Evidence[J]. Review of Financial Studies, 1997, 10(3):661-691.

[24]Cull R, Xu L C, Zhu T. Formal Finance and Trade Credit During China' s Transition[J]. Journal of Financial Intermediation, 2009, 18(2):173-192.

[25]汤莹玮. 信用制度变迁下的票据市场功能演进与中小企业融资模式选择[J]. 金融研究, 2018(5):37-46.

[26]Cvijanovic, D. Real Estate Prices and Firm Capital Structure[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(9):2690-2735.

[27]Brandt L, Li H. Bank Discrimination in Transition Economics: Ideology, Information, or Incentives?[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(3):387-413.

[28]卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学, 2004(1):42-55.

[29]Hadlock C J, Pierce J R. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(5):1909-1940.

[30]陆铭, 张航, 梁文泉. 偏向中西部的土地供应如何推升了东部的工资[J]. 中国社会科学, 2015(5):59-83.