第 39 卷 第 11 期　　财经研究　　Vol. 39 No. 11
2013 年 11 月　　Journal of Finance and Economics　　Nov. 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

王先柱，金叶龙
（安徽工业大学 商学院，安徽 马鞍山 243002）

摘　要：文章基于财务柔性视角，研究了货币政策调控对房地产企业“银根”的影响，并解释了我国货币政策不断出台和房价不断上涨并存的现象。研究发现，货币政策能够有效影响房地产企业的融资行为，但对财务柔性不同的房地产企业来说，货币政策的调控效果存在显著差异，财务柔性水平较高的房地产企业在面对货币政策冲击时具有较强的适应性。文章研究表明，货币政策能够在一定程度上影响房地产企业“银根”，但财务柔性因素可能使调控效果大打折扣。

关键词：货币政策；财务柔性；融资行为；房地产企业

中图分类号：F832　**文献标识码**：A　**文章编号**：1001-9952(2013)11-0069-11

一、引　言

宏观调控政策能否影响房价，实现房地产市场健康发展的预期目标？这是近年来学术界、政府部门和老百姓共同关心的敏感话题。自 1998 年房地产市场化改革以来，政府频繁运用调高贷款利率、存款准备金率等货币政策工具来抑制房地产投资过快增长，稳定房地产价格，促进房地产市场健康发展。然而，短期内房价上涨态势并没有明显改变，房地产企业“不差钱”的表现让我们难以确信货币政策是否达到了调控房价的目的。如果货币政策发挥着作用，那么为何每次调控的效果并不明显？如果货币政策没有发挥作用，那么为何在多轮调控政策出台后房地产市场运行趋于平稳？可见，在中国当前的房地产市场中存在着特定的内在机制，影响或改变了货币政策的预期效果。

为了深入探究宏观货币政策的作用机制，本文将研究视角转向微观领域，试图从房地产企业投融资行为入手研究货币政策调控对房地产市场的影响。本文重点从财务柔性角度检验货币政策是否影响了房地产企业的投融资行为、

收稿日期：2013-03-06

基金项目：国家自然科学基金项目(71272220)；国家社会科学基金项目(12CJY018)

作者简介：王先柱(1980－)，男，安徽岳西人，安徽工业大学商学院副教授，经济学博士；
金叶龙(1988－)，男，安徽和县人，安徽工业大学商学院硕士研究生。

是否有效控制了房地产企业"银根",分析房地产企业究竟为何"不差钱"。具体来说,本文利用倍差法(Difference-in-difference,DID)来分析现行货币政策能否有效影响房地产企业的融资行为,从而间接调控房地产市场运行。本文将为全面评价货币政策的实施效果和未来房地产市场的发展趋势提供科学依据。

二、文献回顾与研究假设

理论上,货币政策是否有效关键在于其传导机制是否通畅,这在房地产市场也不例外。货币政策主要通过信贷渠道和货币渠道这两种途径影响房地产市场运行。实际上,无论是货币渠道还是信贷渠道,货币政策都是通过影响房地产企业的经济活动来间接调控房价。因此,通过考察房地产企业经济活动的变化来检验货币政策的有效性更有说服力。

(一)房地产市场货币政策传导机制研究

要研究货币政策如何有效调控房地产市场,必须弄清楚货币政策影响房地产市场的主要途径及其具体作用机制。学者们认为货币政策存在复杂且多样的传导渠道,其中货币渠道和信贷渠道是两种普遍认可的传导途径。就我国经济运行而言,利率渠道发挥着重要作用,资本市场渠道的传导效应开始显现,总体而言信贷渠道占主导地位(周英章和蒋振声,2002;盛朝晖,2006)。

就房地产市场而言,学者们普遍关注货币政策传导过程中的异质性特征。例如,短期利率冲击对房地产投资的影响强烈且持续,而长期利率冲击的影响则较小且短暂(Bernanke 和 Gertler,1995)。同时,住房兼具消费品和抵押品的双重特性,相伴衍生的金融加速器效应进一步放大了货币政策对住房投资、住房价格和消费等的影响(Aoki 等,2002)。一个基本共识是,货币政策对房地产市场的冲击在态势、力度和持续时间上呈现差异化特征(况伟大,2010)。

无论是货币渠道还是信贷渠道,货币政策都是通过调节企业的融资成本和融资规模来实现调控目标。王先柱和刘洪玉(2011)发现,货币政策紧缩程度显著影响房地产企业的现金持有水平。冯科(2011)研究发现,货币政策传导到房地产市场的过程十分通畅,货币政策会对房地产企业的财务指标产生显著的影响,但对其投资行为的影响有限。然而,冯科(2011)的分析限于整个房地产市场,而没有厘清货币政策效应在房地产企业间的差异。因此,本文不仅考察货币政策对房地产企业的整体影响,还探究货币政策在不同特征房地产企业间的传导效应差异。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1:货币政策能够有效影响房地产企业的融资行为,从而达到间接调控房地产市场的目的。

(二)企业财务柔性研究

财务柔性概念衍生于企业资本结构理论。目前有关财务柔性的研究主要围绕两个问题展开:一是研究财务柔性与企业价值之间的关系;二是研究财务柔

性与企业投融资行为之间的关系。本文的研究重点在于后者。国外学者 Lie (2005)发现,财务柔性水平较高的企业股东回报率往往较高,而且通常持有充足的现金,负债比率和经营风险也较低。Arslan 等(2011)发现,高财务柔性企业的投资水平显著高于低财务柔性企业,财务柔性显著提升了企业未来的投资能力。近年来,国内学者对企业财务柔性的关注度也不断提高。如马春爱(2009)、赵华和张鼎祖(2010)等研究指出,企业财务柔性有效提升了其财务综合调控能力。曾爱民等(2011)发现,财务柔性高的企业在金融危机时期具有更强的资金筹措能力,证实了在外部冲击下财务柔性能够为企业带来投资机会。

综上分析,财务柔性在应对外部冲击或风险时能够发挥重要作用,高财务柔性企业往往能够抓住未来投资机会以进一步发展壮大。那么,对我国房地产企业而言,财务柔性是否发挥了应有的作用以及财务柔性不同的企业投融资行为是否存在显著差异需要实证检验。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 2:与低负债融资柔性企业相比,高负债融资柔性企业能够借得较多资金。

假设 3:与低财务柔性企业相比,高财务柔性企业具有较强的应对外部冲击的能力。

假设 4a:与低负债融资柔性企业相比,高负债融资柔性企业有较多的举债资金用于投资活动。

假设 4b:与低现金柔性企业相比,高现金柔性企业有较多的现金储备用于投资活动。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取了 2004—2011 年 128 家房地产 A 股上市公司作为初始样本,并剔除了总资产或所有者权益小于 0、*ST 或 ST 以及相关数据缺失的公司,最终得到 100 家公司的 800 个观测值。为了避免异常值的影响,本文对连续型变量进行了上下 1%的 Winsorize 处理。本文的上市公司财务数据来源于 Wind 金融数据库。

(二)模型设定与变量定义

1. 财务柔性与负债融资

与以往侧重纵向比较或者横向比较的研究方法不同,本文采用政策研究中常用的方法——倍差法(Difference-in-difference)来考察货币政策对房地产企业融资行为的影响。为此,本文构建了如下计量模型:

$$\Delta ALR_{it}=\alpha_0+\alpha_1 MP_{it}+\alpha_2 Group_{it}+\alpha_3 MP_{it}\times Group_{it}+\lambda_i+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,因变量 ΔALR 表示企业的积极举债增量。考虑到偿债能力过低可能导致企业负债被动增加,同时借鉴曾爱民等(2011)的研究方法,本文采用新增积

极举债来衡量企业的主动举债能力，即 $\Delta ALR_{it} = ALR_{it} - ALR_{i(t-1)}$。ALR 表示企业积极举债比率，等于当前银行借款（包括长期借款和短期借款）与应付债券之和占期末总资产的比重。λ_i 表示企业固定效应，ε 为误差项。

MP 为反映货币政策的虚拟变量。参考赵冬青等（2008）、曾海舰和苏冬蔚（2010）等的度量方法，并鉴于 2003—2008 年对房地产市场的宏观调控都是采取上调贷款利率和存款准备金率的紧缩性货币政策，2008 年 9 月才开始下调贷款利率和存款准备金率，本文将 2008 年作为货币政策宏观调控的分水岭，2004—2007 年为货币政策紧缩期，2008 年及以后为宏观调控扩张期，因而 2004—2007 年 MP 取值为 0，2008 年及以后取值为 1。

Group 为反映企业财务柔性水平的虚拟变量。现有文献主要采用单一指标或多财务指标（马春爱，2009；曾爱民等，2011）来判定企业财务柔性水平的高低。在本文中，我们将财务柔性分解为负债融资柔性和现金柔性两个维度，其中负债融资柔性被定义为行业平均负债比率减去企业负债比率，现金柔性被定义为企业现金持有量减去行业平均现金持有量。考虑到企业的财务柔性储备具有持续性而不是短期行为，同时借鉴 Arslan 等（2011）、曾爱民等（2011）等的研究方法，我们将 2005—2007 年货币政策紧缩期样本中负债融资柔性或现金柔性始终处于最高 30％之列的企业界定为高财务柔性企业。其中，负债融资柔性始终处于最高 30％之列的企业界定为高负债融资柔性企业，现金柔性始终处于最高 30％之列的企业界定为高现金柔性企业，负债融资柔性和现金柔性都始终处于最高 30％之列的企业界定为同时具有高负债融资柔性和高现金柔性的企业。如果属于高负债融资柔性企业，则 GroupD 取 1，否则取 0；如果属于高现金柔性企业，则 GroupC 取 1，否则取 0；如果同时具有高负债融资柔性和高现金柔性，则 GroupCD 取 1，否则取 0。交叉项 MP×Group 的系数 α_3 反映货币政策对高财务柔性企业的净影响。

我们在式（1）的基础上加入了一些控制变量（见表 1），计量模型变为：

$$\Delta ALR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MP_{it} + \alpha_2 Group_{it} + \alpha_3 MP_{it} \times Group_{it} + \alpha_4 ALR_{it} + \alpha_5 CFO_{it} + \alpha_6 Lev_{it} + \alpha_7 ROA_{i(t-1)} + \alpha_8 TobinQ_{it} + \alpha_9 Cash_{it} + \alpha_{10} Size_{i(t-1)} + \lambda_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

表 1 控制变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
积极举债	ALR	（银行借款＋应付债券）/年末总资产
现金持有量	Cash	（货币现金＋短期投资）/年末总资产
托宾 Q 值	TobinQ	（最后一个交易日收盘价×流通股数＋每股净资产×非流通股数＋年末总负债）/年末总资产
公司规模	Size	年末总资产的自然对数
实际负债率	Lev	（负债总额－预收账款）/年末总资产
盈利能力	ROA	净利润/平均总资产
经营活动现金流量	CFO	经营活动流量净额/年末总资产

2. 财务柔性与投资支出

房地产企业融资的主要目的是进行生产性投资,所以本文还关注不同财务柔性企业投资行为的差异,构建了如下计量模型:

$$Inv_{it}=\alpha_0+\alpha_1\Delta Cash_{it}+\alpha_2 Group_{it}+\alpha_3\Delta Cash_{it}\times Group_{it}+\alpha_4\Delta\ ALR_{it} \\ +\alpha_5 TobinQ_{it}+\alpha_6 Size_{i(t-1)}+\alpha_7 CFO_{it}+\alpha_8 ROA_{it}+\varepsilon_{it} \qquad (3)$$

其中,因变量 Inv 表示企业的投资支出,本文采用新增投资率来表示,即现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”除以期初总资产。ΔCash 表示企业新增的现金持有量,是当期现金持有量与上期现金持有量的差额。交叉项 ΔCash×Group 的系数反映财务柔性水平高低不同的企业的现金持有量变化对其投资支出的影响差异。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

描述性统计结果(限于篇幅未报告)显示,2008 年以后房地产行业整体的新增举债有所增加,而新增现金持有量和投资支出有所减少,这基本反映了房地产行业的现实状况。按现金柔性将企业分组后发现,2008 年以后高现金柔性企业新增的现金持有量大幅减少,而投资支出增加,低现金柔性企业的投资支出相对减少。我们猜测这可能与高现金柔性企业利用自身现金储备进行投资有关,后文将对此进行实证检验。按负债融资柔性分组后发现,2008 年以后无论是高负债融资柔性企业还是低负债融资柔性企业的新增积极举债都有所增加,这可能与货币政策宽松导致外部融资约束降低有关,而两类企业的投资支出都减少,这与房地产行业的现状相近。

(二)回归分析

1. 财务柔性与负债融资

本文采用固定效应估计方法,考虑到可能存在异方差,我们计算了 White 稳健标准误,而且模型中不含常数项,回归结果见表 2。从中可以看到,变量 MP 的系数在 1%的水平上显著为正,说明货币政策对房地产企业的负债融资具有显著的影响。当货币政策趋于宽松时,企业扩大了举债规模,借得了更多资金。其原因在于,在货币政策宽松期,外部融资约束有所缓解,企业的融资摩擦降低,融资规模增大。因此,假设 1 得到验证。

变量 Group 的系数在 1%的水平上显著为正,列(2)和列(3)中交叉项 MP×Group 的系数与 Group 的系数之和 $\alpha_2+\alpha_3$ 也为正且在 5%的水平上显著。这表明无论是货币政策紧缩期还是货币政策宽松期,负债融资柔性较高的房地产企业能够举借较多的资金,从而假设 2 得到验证。

列(1)中交叉项 MP×Group 的系数不显著,说明现金柔性高对企业的负债融资没有产生显著影响。可能的原因是:高现金柔性企业的现金持有量较

高,从而可以在外部融资约束增强时利用自身储备的现金进行投资,这将在后文进行分析。列(2)和列(3)中交叉项 MP×Group 的系数为负且在5%的水平上显著。这表明,宽松的货币政策显著降低了高负债融资柔性企业以及同时具有高负债融资柔性和高现金柔性企业的新增积极举债。就低负债融资柔性企业而言,由于在货币政策紧缩期融资成本上升,它们的融资规模受到很大限制,从而不得不慎重考虑负债融资策略;而在货币政策宽松期,由于融资成本下降,它们可以举借更多的资金。基于此,我们认为高负债融资柔性企业能够更加从容地应对货币政策的变化,尤其是当货币政策偏紧缩时,它们更容易举借资金,而不会因资金过分短缺而错失投资机会。因此,假设3得到验证。

表2 财务柔性与负债融资

	(1)按 GroupC 分组	(2)按 GroupCD 分组	(3)按 GroupD 分组
ALR_t	0.667***	0.667***	0.667***
	(0.05)	(0.05)	(0.05)
Group	0.740***	0.772***	0.622***
	(0.16)	(0.16)	(0.16)
MP×Group	−0.03	−0.059**	−0.033**
	(0.02)	(0.03)	(0.02)
MP	0.044***	0.043***	0.047***
	(0.01)	(0.01)	(0.01)
$Cash_t$	0.122***	0.115**	0.121***
	(0.04)	(0.05)	(0.04)
Lev_t	−0.105***	−0.106***	−0.094***
	(0.03)	(0.03)	(0.04)
$TobinQ_t$	0.008*	0.009*	0.009**
	(0.00)	(0.00)	(0.00)
$Size_{t-1}$	−0.039***	−0.039***	−0.040***
	(0.01)	(0.01)	(0.01)
CFO_t	−0.171***	−0.169***	−0.172***
	(0.03)	(0.03)	(0.03)
ROA_{t-1}	0.296***	0.306***	0.308***
	(0.08)	(0.08)	(0.08)
N	700	700	700
Adj. R^2	0.345	0.346	0.347
F	4.474	4.501	4.544

注:*、** 和 *** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著,括号内为稳健标准误,下表同。

2. 财务柔性与投资支出

为了检验财务柔性是否对企业的投资行为产生影响,我们进一步对式(3)进行广义最小二乘法(GLS)估计,估计结果见表3。从中可以看到,企业的新增积极举债(ΔALR)与投资支出在5%或10%的水平上显著正相关。这说明企业通过积极举债的方式为其投资活动筹集所需资金,负债越多,投资支出越多。假设4a得到验证,即与低负债融资柔性企业相比,高负债融资柔性企业有较多的负债资金用于投资,这也与曾爱民等(2011)的研究结论相近。

变量 ΔCash 的系数在 5%或 10%的水平上显著为负,说明企业投资支出与现金持有量之间存在此消彼长的关系。交叉项 ΔCash×Group 的系数在列(4)中显著为负,在列(5)和列(6)中则不显著,说明与低现金柔性企业相比,高现金柔性企业现金持有量的变化能够更加显著地影响其投资支出,而高负债融资柔性企业却未必如此。这是因为高现金柔性企业可以利用其现金优势把握投资机会,而不必过分依赖于负债融资,从而在应对货币政策调控等外部冲击时具有更强的适应能力,从而假设 4b 得到验证。

表 3　财务柔性与投资支出

	(4)按 GroupC 分组	(5)按 GroupCD 分组	(6)按 GroupD 分组
ΔALR_t	0.011**	0.010*	0.009*
	(0.01)	(0.01)	(0.01)
Group	0.001	0.009	0.001
	(0.00)	(0.01)	(0.00)
ΔCash×Group	−0.029*	0.018	−0.012
	(0.02)	(0.04)	(0.02)
$\Delta Cash_t$	−0.013*	−0.017**	−0.012*
	(0.01)	(0.01)	(0.01)
$TobinQ_t$	−0.002*	−0.002**	−0.002**
	(0.00)	(0.00)	(0.00)
$Size_{t-1}$	−0.002***	−0.002***	−0.002***
	(0.00)	(0.00)	(0.00)
CFO_t	0.012**	0.010*	0.011*
	(0.01)	(0.01)	(0.01)
ROA_t	0.036**	0.035**	0.040***
	(0.01)	(0.01)	(0.01)
con	0.054***	0.054***	0.053***
	(0.01)	(0.01)	(0.01)
N	700	700	700

3. 稳健性检验

为了保证上述结果的可靠性,我们针对高财务柔性企业的判定阈值进行了稳健性检验。借鉴曾爱民等(2011)、Arslan 等(2011)等的研究设计,本文还分别选取 40%和 50%作为高财务柔性企业的判定阈值,对样本重新进行分组并进行回归分析,分析结果与上文基本一致。

(三)进一步分析

上文分析揭示了财务柔性对房地产企业投融资行为发挥着重要作用,并影响货币政策调控的有效性。接下来一个有意义的问题是,财务柔性水平较高的房地产企业通常具有哪些特征?为此,本文从实际控制人类型、公司规模和成长性三个方面进一步分析了高财务柔性企业的主要特征,尝试从企业层面探究制约货币政策调控效果的深层次原因。

借鉴曾海舰和苏冬蔚(2010)、王先住和刘洪玉(2011)等对企业资本结构和现金持有量的研究,本文构建了以下两个模型:

$$现金柔性模型:CF_{it}=\alpha_0+\alpha_1 Group+\alpha_2 MP+\alpha_3 MP\times Group+\gamma X_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$负债融资柔性模型:DEF_{it}=\alpha_0+\alpha_1 Group+\alpha_2 MP+\alpha_3 MP\times Group+\gamma X_{it}+\varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中,因变量CF和DFF分别表示企业的现金柔性和负债融资柔性。这里分别使用实际控制人类型(OWNER)、公司规模(DSIZE)和成长性(GROWTH)来定义虚拟变量Group。具体来说,如果公司实际控制人为政府部门,则OWNER取1,否则取0;如果公司规模大于样本均值,则定义为大企业,DSIZE取1,否则取0;如果公司托宾Q值大于样本均值,则定义为高成长性企业,GROWTH取1,否则定义为低成长性企业,GROWTH取0。X_{it}代表控制变量,ε为误差项。经过检验,按实际控制人分组时采用随机效应模型,其他则采用固定效应模型。回归结果见表4。

表4 财务柔性与企业特征

	现金柔性			负债融资柔性		
	实际控制人	公司规模	成长性	实际控制人	公司规模	成长性
MP	−0.012***	−0.012***	−0.013***	0.008***	0.007***	0.014***
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Group	0.002*	−0.002	−0.002	−0.000	0.001	−0.001
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
MP×Group	−0.002*	−0.006**	−0.001	0.000	0.003*	−0.003*
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Lev_t	−0.004	−0.024***	−0.016**	−0.969***	−0.949***	−0.950***
	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
CFO_{t-1}	0.002	0.005	0.010	0.015***	0.019***	0.014**
	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.00)	(0.01)	(0.01)
$Cash_t$	0.963***	0.928***	0.916***	0.012**	0.023***	0.029***
	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
ROA_{t-1}	0.010	0.000	0.008	0.006	0.003	0.013
	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
$Size_t$	−0.005***		−0.004**			−0.006***
	(0.00)		(0.00)			(0.00)
$TobinQ_t$	−0.012***	−0.015***		0.003***	0.004***	
	(0.00)	(0.00)		(0.00)	(0.00)	
$TANG_t$				0.024***	0.039***	0.030***
				(0.01)	(0.01)	(0.01)
con	−0.014	−0.091***	−0.033	0.480***	0.461***	0.604***
	(0.01)	(0.00)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.03)
N	700	700	700	700	700	700
Adj. R^2		0.938	0.923		0.984	0.984

注:变量TANG表示企业有形资产比例,等于(固定资产总额−累计折旧−固定资产减值准备)/年末总资产。

表4结果显示,当按实际控制人类型分组时,在现金柔性模型中交叉项MP×Group的系数在10%的水平上显著为负,在负债融资柔性模型中则不显著,表明房地产行业中国有企业现金柔性水平较低;当按公司规模分组时,在现金柔性模型中MP×Group的系数在5%的水平上显著为负,在负债融资

柔性模型中则在10%的水平上显著为正,表明规模较小的企业现金柔性水平较高,而规模较大的企业负债融资柔性水平较高;当按公司成长性分组时,在现金柔性模型中 MP×Group 的系数不显著,在负债融资柔性模型中则在10%的水平上显著为负,表明低成长性企业的负债融资柔性水平较高。

在本文选取的100家房地产上市公司中,国有企业有52家,民营企业有48家,房地产行业中国有企业比例明显偏高。从图1中可以看出,在2004—2007年货币政策紧缩期,国有企业的投资额明显高于民营企业且呈上升趋势。从图3中可以明显看出,规模较大的房地产企业投资额远远大于规模较小的企业,并且呈上升趋势。上文分析得出,规模较大的房地产企业的负债融资柔性水平较高,负债融资柔性高能够减弱货币政策的调控效果,而在我国房地产行业中国有企业和规模较大的企业又占多数,这使当前货币政策调控房地产市场的效果大打折扣。这种现象可以用“船大好挡浪”来概括。由于规模较大的国有房地产企业对货币政策调控具有一定的“免疫力”,而这类企业的供给量又占据市场总量的大部分,这就不难理解为何我国会出现货币政策不断出台和房价不断上涨并存的现象。

不容忽视的是,无论是从图1中2008年以后国有企业投资额还是图2中样本企业投资总额增长率来看,未来房地产行业的新增投资将缓慢减少。从长期来看,房地产企业前期储备的财务柔性虽能延缓或者减弱货币政策的调控效果,但随着财务柔性储备的不断消耗,货币政策调控效果会逐渐显现,房地产市场将进入平稳期。

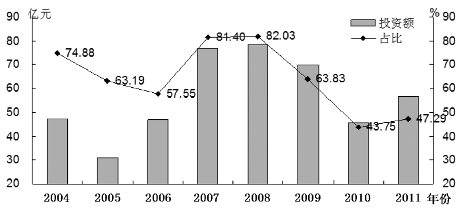

图1　国有企业投资额及占全样本比例

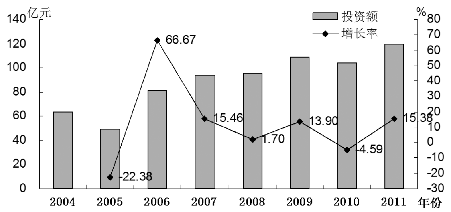

图2　样本企业投资总额及增长率

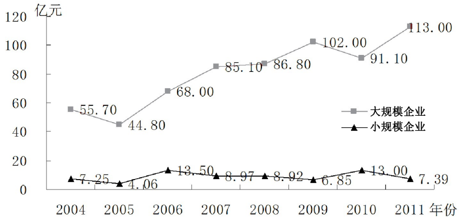

图3　按公司规模分组的企业投资额

五、结　论

本文基于财务柔性视角，研究了货币政策调控对房地产企业“银根”的影响，并解释了我国货币政策不断出台和房价不断上涨并存的现象。研究结果表明，现行货币政策能够有效影响房地产企业的融资行为，从而间接调控房地产市场运行。然而，财务柔性水平较高的房地产企业能够通过举借较多的资金或者调用较多的现金储备为其投资活动提供所需资金。因此，当货币政策发生变化时，高财务柔性企业能够从容面对，继续执行原定计划，并抓住有价值的投资机会。

本文进一步从实际控制人类型、公司规模和成长性三个方面分析了影响房地产企业财务柔性的主要因素，以探究货币政策调控效果大打折扣的深层次原因。研究发现，规模较大的房地产企业负债融资柔性水平较高，负债融资柔性高能够减弱货币政策的调控效果，而我国房地产行业中国有企业较多且规模较大，所以货币政策对当前房地产市场的调控效果大打折扣。但从长期来看，随着房地产企业财务柔性的逐渐消耗，货币政策的调控效果必将越来越明显。

本文的研究结论有助于加深我们对货币政策调控房地产市场有效性的认识，同时具有重要的政策含义：一方面，从长期来看，房地产行业整体的财务柔性水平会逐渐降低，货币政策的调控效果将逐步显现，因此，应坚持宏观调控的长期性和一致性；另一方面，货币政策调控效果在不同企业间的差异性应引起足够重视，未来需要根据企业财务柔性水平确定分类指导的实施方案，以增强宏观调控的公平性与时效性。

---

* 作者感谢中组部首批青年拔尖人才支持计划的资助。

主要参考文献：

[1]冯科.中国房地产市场在货币政策传导机制中的作用研究[J].经济学动态，2011，(4)：44－49.

[2]况伟大.利率对房价的影响[J].世界经济，2010，(4)：134－145.

[3]马春爱.中国上市公司资本结构调整行为研究：一个财务弹性的视角[J].财经论丛，2009，(6)：80－85.

[4]盛朝晖.中国货币政策传导渠道效应分析：1994－2004[J].金融研究，2006，(7)：22－29.

[5]王先柱，刘洪玉.货币政策、实际控制人类型和房地产上市公司现金持有水平变化[J].当代经济科学，2011，(5)：66－73.

[6]赵华，张鼎祖.企业财务柔性的本原属性研究[J].会计研究，2010，(6)：62－69.

[7]曾爱民，傅元略，魏志华.金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究，2011，(10)：155－169.

[8]曾海舰，苏冬蔚.信贷政策与公司资本结构[J].世界经济，2010，(8)：17－42.

[9]赵冬青，朱武祥，王正位.宏观调控与房地产上市公司资本结构调整[J].金融研究，

2008,(10):78－92.

[10]周英章，蒋振声.货币渠道、信用渠道与货币政策有效性——中国1993－2001年的实证分析和政策含义[J].金融研究，2002,(9):34－43.

[11]Arslan O, Florackis C, Ozkan A. Financial flexibility, corporate investment and performance[R]. Working Paper, 2011.

[12]Aoki K, Proudman J, Vlieghe G. Houses as collateral: Has the link between house prices and consumption in the UK changed?[J]. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 2002,8(1):163－177.

[13]Bernanke B S, Gertler M. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission[J]. Journal of Economics Perspectives, 1995, 9(4): 27－48.

[14]Lie E. Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice[J]. Journal of Business, 2005,78(6):2179－2202.

Can Monetary Policy Effectively Regulate the Monetary Situation of Real Estate Enterprises? Based on the Perspective of Financial Flexibility

WANG Xian-zhu, JIN Ye-long

(*School of Business, Anhui University of Technology, Maanshan* 243002, *China*)

Abstract: From a perspective of financial flexibility, this paper studies the effect of monetary policy regulation on the monetary situation of real estate enterprises and provides an explanation of the phenomenon that the continuous introduction of monetary policy and the constant increase in housing prices coexist in China. It shows that monetary policy can effectively affect the financing behavior of real estate enterprises, but as for real estate enterprises with different financial flexibility, the regulation effects of monetary policy vary widely, namely real estate enterprises with higher financial flexibility are adaptable when confronting monetary policy shocks. This paper indicates that although monetary policy can affect the monetary situation of real estate enterprises to a certain extent, the regulation effect greatly weakens owing to financial flexibility.

Key words: monetary policy; financial flexibility; financing behavior; real estate enterprise

（责任编辑　康　健）