

限购政策是否降低了上市房地产企业价值？

——基于强度双重差分法的经验研究

梁若冰 张东荣 方 心 林细细

(厦门大学经济学院, 福建厦门 361005)

摘 要: 完善住房市场体系是国民经济中的重要议题, 限购政策作为政府稳定和调节房地产市场的主要手段, 对房地产企业以及住房市场体系建设均有重要影响。本文利用上市房地产企业 2008—2013 年以及 2015—2019 年的相关数据, 通过构建强度双重差分模型实证分析了两轮限购对上市房地产企业价值的影响及其作用路径。实证结果表明: 第一, 两轮限购政策均显著降低了上市房地产企业市场价值, 当企业在限购城市销售占比越大时, 价值下降幅度越大; 第二, 从企业经营绩效来看, 两轮限购对其实际盈利和营运能力并未产生显著影响, 第一轮提高了企业偿债的经营风险, 而第二轮只是影响了企业的资产增长能力; 第三, 两轮限购对房地产市场产生异质性影响, 第一轮并未显著影响房价上涨, 而第二轮则显著遏制了房价上涨; 第四, 从股票市场看, 第一轮限购主要是通过企业经营风险影响投资者预期, 而第二轮限购则是通过影响房价来改变投资者预期, 这进一步凸显了“房住不炒”的政策作用。本文的研究意义主要体现在制定与推进政策时应关注预期的作用, 这对于当前“房住不炒”政策的长期实施及其政策效果的长期稳定都具有一定启示。

关键词: 限购政策; 上市房地产企业价值; 强度双重差分法

JEL 分类号: G10, L85, R31 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2021)08-0042-19

一、引 言

2021 年,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提出了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的”定位,并将“房住不炒”正式纳

收稿日期: 2019-01-08

作者简介: 梁若冰, 经济学博士, 教授, 厦门大学经济学院, E-mail: ruobingliang@xmu.edu.cn.

张东荣, 博士研究生, 厦门大学经济学院, E-mail: marygracezhang@126.com.

方 心, 硕士研究生, 厦门大学经济学院, E-mail: fashioneducated@qq.com.

林细细(通讯作者), 经济学博士, 副教授, 厦门大学经济学院, E-mail: linxixi@xmu.edu.cn.

* 本文感谢国家自然科学基金资助(项目号: 72074185, 71804058)。感谢匿名审稿人的宝贵意见, 文责自负。

入到指导未来中长期经济发展的政策文件。事实上,2016年底中央经济工作会议就首次提出“房住不炒”的概念,并将其作为“十三五”期间房地产发展的核心指导思想。“十四五”规划中继续强调这一思路,表明中央政府对于推动金融、房地产同实体经济均衡发展,有效遏制房地产市场过热的决心。作为必须长期坚持的政策,“房住不炒”和“不把房地产作为短期刺激经济的手段”为未来房地产市场的发展奠定了基调,并对市场中的房地产企业及其投资者在新形势下寻找准确定位提出了要求。

中央政府之所以如此强调“房住不炒”重要性,与过去二十年间我国房地产市场的持续火热以及部分城市房价屡创新高有着密切关系。伴随着经济高速发展,中国城市化进程逐步深化,城市住房价格随着人口大量涌入出现了飞速增长。根据国家统计局数据显示,2002年全国35个大中城市平均住宅价格为2267元/平方米,2010年上升至7060元/平方米,2019年则达到了15356元/平方米,近20年时间上涨了5.8倍,年均增长率达到11.9%。在北京、上海、广州与深圳这四个一线城市,2002—2019年的平均住宅价格更是上涨了7.5倍。为了遏制房价快速上涨的势头,实现“稳定地价、房价和预期”,政府频繁出台有针对性的限购政策来抑制投机性需求,这些举措引起了人们的广泛关注。

自2010年4月30日,北京出台“国十条实施细则”首次明确提出对购房套数实施限制以来,政府又相继出台了“9·29新政”、“新国八条”等限购政策。在这一系列政策的影响下,至2011年底,全国有46个城市加入了限购行列,开始对购房者的购房数量、户籍和贷款比例等进行限制。其后,随着住房市场热度慢慢消退,限购城市于2014年逐步取消该项政策。但是,随着部分城市房价在2015年、2016年再次出现暴涨,第二轮限购再度成为热点。2016年9月30日至10月9日,北京、厦门等21个城市相继出台了限购、限贷甚至限售政策,截至2019年1月,实施调控政策的城市已达60个。尽管各城市相关规则千差万别,但核心目标都是通过限制房地产市场中的投机需求来抑制房价,这一系列举措对房地产业的发展无疑会产生重要影响。

作为国民经济中的支柱产业之一,房地产业健康发展是我国经济长期高质量发展与社会稳定的重要保证。大量文献(郑世林等,2016; Du and Zhang, 2015; 梅冬州等,2021; 汤韵和梁若冰,2016; 王敏和黄滢,2013)对限购政策的经济效应展开了细致的分析和评价,但依然存在四方面问题:第一,当前的主流文献大多以限购对房地产市场以及目标人群的影响为主,较少从限购对房地产企业(以下简称房企)的影响出发;第二,关于限购对房企影响的文献,更多只是通过对比限购前后企业绩效的方式来验证,并未考虑其他如市场趋势等相关因素的影响;第三,由于限购城市颁布限购政策的时间跨度很大,且各企业对不同限购城市的市场介入程度差异很大,传统双重差分(difference-in-differences, DID)模型不足以准确识别限购对房企的影响;第四,对于研究当前“房住不炒”政策在房地产市场与股票市场的效果,当前围绕第二轮限购政策的分析相对较为缺乏。

由此可见,尽管关于限购政策对城市房价影响的研究已大量涌现,但研究其对上市房企价值的文献则较为缺乏。现有文献主要采用事件分析法对部分房企进行案例分析或单纯分析时序变化,这存在五方面问题:第一,样本企业的选择过于主观,不具有代表性;第

二,时序分析无法剔除市场总体趋势的影响,混杂因素干扰严重;第三,无法体现房企对限购城市介入程度的差异,即当限购城市在某些企业的投资中所占份额远大于其他企业时,传统研究无法识别这种差异产生的影响;第四,无法识别各城市逐步采取限购政策对房企的累积效应;第五,由于方法限制,传统研究无法考察限购政策影响企业价值的主要途径。

基于此,本文以我国上市房企为研究对象,采用 2008—2013 年与 2015—2019 年的企业价值与经营绩效数据,构造强度 DID 模型考察了各城市第一轮与第二轮限购对房企价值的影响并探索其影响路径。本文的主要贡献包括四个方面:第一,在识别方法上,本文通过构造强度 DID 模型这一准实验方法考察了限购政策对上市房企的影响,将限购城市与房企的市场介入程度联系起来,通过细化变量设计识别出同一政策对不同企业产生的差异性影响,这在同类研究中具有创新意义;第二,在研究内容上,本文全方位考察了限购政策影响上市房企市场价值的主要途径,分别从房地产与股票两个市场分析了作用机制;第三,在经济学含义上,本文符合卢卡斯批判中倡导的做法,即在评估某项政策的影响时,应考虑到该政策对人们预期的影响:由于限购政策影响了股市投资者的预期,这种预期将对房企市场价值产生影响,这体现了稳预期的重要作用;第四,在经济政策层面,本文探讨了宏观经济政策对微观经济主体的影响及其作用途径,兼顾对实体市场与虚拟市场等不同类型市场的分析,侧重强调了经济政策的制定与实施应考虑受众预期变化的影响。

二、限购政策对房企价值影响的文献综述

(一) 限购政策对房价的影响

从上述限购对房企上市公司影响的文献可以看出,限购政策对于房地产行业及相关企业的企业价值可能存在负向作用。具体而言,这种负向影响可能通过两种途径施加:一是通过恶化企业经营业绩来影响其股票市场表现,即实施限购的城市房价出现下降,导致在该城市投资的房企收益下滑,从而降低以股票市值衡量的企业价值;二是通过改变投资者对行业经营风险的评估,来打击对该类股票的投资信心,即尽管房企收益并未随限购而明显下降,但因经营风险上升从而导致企业价值下降。对于上述两种途径,本文先从文献角度进行细致梳理,后制定实证研究的具体策略。尽管相关影响途径较为复杂,仍可将其细分为四个需要回答的问题:第一,限购是否降低了城市房价?第二,限购是否降低了上市房企的经营绩效?第三,限购是否提高了房企的经营风险?第四,限购是否降低了房企的股票市场价值?

对于这四个问题,目前的文献较多集中在回答第一个问题上。考虑到限购政策的主要目标是遏制城市房价上升,因此可从该问题入手进行分析。作为遏制需求的政策,住房限购主要通过购买者施加限制来遏制房价上涨。理论上,对消费品数量实施限制政策时,会通过商品价格变化造成商品在消费者之间的无效分配,从而产生错配(Howard, 1977; Glaeser and Luther, 2003),这些限购措施在一定程度上能够降低房价。目前,相关研究主要讨论限购对两类指标的影响:房价和房价增长率。刘江涛等(2012)通过构建两

期的住房市场模型,发现限购政策在短期内能降低住房价格;乔坤元(2012)基于70个大中城市的数据,采用双重差分法进行实证分析,研究发现限购政策使城市房价显著下降,但这一比例仅为2.5%;Sun et al.(2017)对北京的二手房和出租房数据进行断点回归,发现限购引起了二手房价格下跌23%,使房屋租售比下降超过其中位数的四分之一,房屋待售量急剧下降,但对租房市场并没有显著影响;张德荣和郑晓婷(2013)利用2010年1月-2012年12月全国70个城作为研究对象,发现对非本地户籍购房人实施限购的效果最为显著,同时,如果只在中心城区进行限购难以抑制房价的快速上涨。

关于房价增长率的研究,大多发现限购能遏制房价上涨率,但并不一定导致房价下降。例如,韩永辉等(2014)利用全国33个大中城市月度数据,通过使用双重差分法和倾向得分匹配法全面评估了限购政策对房价的影响,发现该政策显著抑制了房价上涨;Du and Zhang(2015)使用反事实推论法,选取21个与北京相邻城市作为控制组进行研究,发现限购政策的实施使北京每年的房价增长率相对降低了7.69%;汤韵和梁若冰(2016)以287个地级城市的房价数据为样本进行了实证分析,结果表明限购只能降低房价上涨速度,但无法导致房价下降;王敏和黄滢(2011)利用实证模型证实限购对新房价格基本没有影响,只微弱地影响二手住宅市场。由上述分析可见,大部分研究都发现限购政策可以减缓城市房价的上涨,但并不一定会导致房价下降。同时,基于限购政策在限购区域、人群以及实施细则上的差异,政策效果也存在一定的异质性。

(二) 限购政策对房企经营绩效的影响

上市房地产企业价值由股票市场价值决定,而后者也可能受到限购政策影响,从而表现出负向响应并压低上市房企的股价及其市场价值。因此,限购政策可能通过两个途径影响上市房企的股市表现:一是通过影响经营绩效等基本面因素,二是通过影响投资者情绪。相对于限购对房价影响的众多研究,对房企经营绩效的研究仍然较为罕见,而且在研究方法上也以前后比较为主,而缺乏控制组与处理强度的差异。例如,李治国(2014)利用104家上市房地产企业的2009-2011年的财务数据,基于熵值法对17项评价指标赋予客观权重,得到每年企业经营绩效的综合评价。通过对比三年的综合评价发现,2011年和2010年房地产企业经营绩效相比2009年度大都呈现下降趋势。程正中和张绪通(2015)利用沪深A股59家房地产上市公司2003-2013年11年的面板数据,通过混合OLS回归验证了调控政策对房地产企业经营绩效存在负向影响。

一般而言,上市房企经营绩效的下降可能与限购造成的收益下降有关,也可能与企业在面临限购时的经营策略调整有关。首先,企业可能会降低投资规模。例如,Chaney and Thesmar(2012)发现当企业采用房地产作为抵押品时,房地产价格波动会对企业投资产生很大的负向影响;而Gulen and Ion(2015)和Wang et al.(2014)等发现政策不确定性将导致企业及行业投资的总体性下降。其次,企业可能会调整资产与负债结构,如赵冬青等(2008)发现宏观调控使房地产上市公司总负债率显著提高,长期借款增加而短期借款减少; Cvijanović(2014)也发现房地产价格上涨会改变企业的负债结构。再次,企业还可能采取盈余管理策略来规避经营风险,如周琳(2011)发现宏观调控政策导致房地产企业进

行盈余管理,降低报告利润,其目的是为了规避房价上涨过快带来的政治成本。最后,限购政策有可能提高房地产企业的经营风险,增大其收益不确定性。周阳敏(2014)通过对房地产上市公司进行风险压力测试,发现房企在面临宏观调控政策的冲击时抗风险能力很弱,其中尤以限购的影响最大。但同时,郑世林等(2016)考察了限购对房地产上市公司违约风险的影响,却发现限购严格程度越高,房企违约风险降幅越大,而其主要传导机制是通过减少城市固定资产投资降低了企业的违约风险。

(三) 限购政策对股票市场的影响

限购政策除了从基本面层次影响房地产上市公司的经营绩效,同时也可能通过影响投资者信心来影响企业的股票市场表现。行为金融理论认为,股票市场价格波动不仅受到市场系统风险变化的影响,更受到投资者风险偏好及其对风险认知能力的影响(王美今和孙建军,2004;陈彦斌,2005;De Long et al.,1990;Mehra and Sah,2002;Baker and Wurgler,2006)。因此,政府在实施干预政策时,有可能通过改变投资者情绪来影响其主观判断,并进而影响其在股票市场的投资行为。具体而言,我们可以将政策对投资者情绪的影响分为两类。第一类是直接途径,即通过影响投资者情绪来加剧股票市场波动。如靳光辉等(2016)考察了政策不确定性对股市投资者情绪的影响,发现其提升了后者的风险感知和模糊性厌恶水平,从而对情绪产生负向影响,进而影响对相关企业的投资行为;陈影和郑重(2017)通过分析货币政策对投资者情绪的影响,发现利率和货币供应量对投资者情绪有显著作用,而法定存款准备金率与存贷款指导性利率则影响较小;李稻葵等(2009)在分析货币政策对资产价格的影响时,提出当后者过度波动时应采用以稳定产出为目标的货币政策来对冲市场不理性情緒。

第二类是间接途径,政策可能因投资者情绪的存在而偏离初始政策目标。相关研究发现,更普遍的现象是两类途径同时存在。例如,Zhou(2018)考察限购政策时发现,放松管制显著促进了正向投资情绪,而紧缩政策则无显著影响,同时发现当市场存在乐观情绪时,即便房价在紧缩之后出现短暂下降,也能快速反弹。对股市的研究也发现类似效应:陈其安和雷小燕(2017)分析了我国货币政策对股票市场波动的影响,发现存在两方面效应:一是货币政策对投资者情绪有显著影响,二是货币政策对股市的调控受到投资者情绪的干扰而可能偏离目标;崔欣等(2018)在分析政策不确定性与股价暴跌风险时,发现前者会引发投资者投机行为,从而加剧股价暴跌风险,且市场情绪会增强这种风险,因此政策制定者应当引导投资者预期,减少市场投机行为。

通过上述对相关文献的分析,对限购政策的主要影响总结如下:第一,总体上限购政策对房地产市场的影响是负向的;第二,限购对房地产企业的影响,包括对房企的经营绩效与股票价格的影响也是负向的。值得注意的是,上述结论并不确定:一方面,关于限购对房价的影响,目前文献并未获得一致结论;另一方面,简单的对比分析与事件研究,都无法在剔除相关混杂因子的前提下,准确识别限购政策的影响,从而造成估计偏误。基于上述原因,本文采用强度双重差分法来准确识别出限购的政策效果,为理解这一类政策的实施效果提供依据。

三、模型设定与数据来源

(一) 模型设定

在新一轮限购中,本文样本中有 44 个房价过高的一、二线城市在 2010—2011 年期间实施了限购;第二轮限购中,有 30 个城市在 2016—2018 年实施了限购,这为我们提供了一个良好的准实验来使用 DID 方法。由于本文的研究对象是上市房企,其受限购的影响可能来自不止一个城市,如果采用传统的 DID 方法来研究限购对房企价值的影响,只能设定一个二元虚拟变量用于区分企业当期是否受限购影响。但是,各企业在不同限购城市的业务比重差异较大,因而受限购影响的程度也存在较大差异。对于同时受某城市限购影响的企业,传统 DID 方法无法准确度量业务比重的差异,因此会产生估计偏误。对此,本文构建了强度 DID 模型来准确识别限购对上市房企的影响:

$$V_{it} = \alpha + \beta pr_{it} + \gamma X + \mu_t + \lambda_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, V_{it} 为被解释变量,本文选取托宾 Q 和市净率这两个指标来衡量房企的市场价值:(1)托宾 Q(TobinQ)表示为公司总市值与资产重置成本的比值。由于公司总市值等于流通股市值、非流通股市值与公司负债市值之和,因此托宾 Q 可写作(流通股×股价+非流通股×每股净资产+负债面值)/总资产账面价值。(2)市净率(PB)为企业价值变量,等于每股市价与每股净资产之比。吴世农和许年行(2004)认为,使用市净率来度量企业价值的方法可能比较适合我国的市场情况。

本文的核心解释变量是 pr_{it} ,主要度量企业 i 在 t 时刻受限购政策影响的强度,第一轮限购的强度变量可写作 $pr_{it} = \sum_{\tau=2008}^t \sum_{j=1}^{46} \left(\frac{sale_{ij}}{sale_i} \right) \times PR_{j\tau}$ 。其中, $PR_{j\tau}$ 为城市 j 在 τ 时刻是否限购的虚拟变量,取值为 0 表示城市未进行限购,为 1 表示城市开始采取限购政策; $sale_{ij}$ 为限购期初(设定为 2009 年)企业 i 在城市 j 的销售额, $sale_i$ 为同期企业 i 的总销售额,两者比值表示该企业在限购城市的销售额占总销售额的比重。可见,企业 i 在城市 j 的销售额比重与该城市是否限购虚拟变量的乘积为 $\sum_{j=1}^{46} \left(\frac{sale_{ij}}{sale_i} \right) \times PR_{j\tau}$,表示企业 i 在所有限购城市的销售额占企业总销售额的比重。表达式中的时间求和项,表示上述比重随限购城市的不断加入而呈现不断累积的特点。与之类似地,第二轮限购的强度变量可写作 $pr_{it} = \sum_{\tau=2015}^t \sum_{j=1}^{30} \left(\frac{sale_{ij}}{sale_i} \right) \times PR_{j\tau}$,式中的变量含义同第一轮变量,只有 $sale_{ij}$ 和 $sale_i$ 的时间设定为 2015 年。

从上述对 pr_{it} 设定的讨论中,可知以下两点:第一,企业若在限购城市有销售项目,那么只要该城市开始实施限购政策,该企业就会受到政策的影响,而影响强度则由该企业在该城市销售额占企业总销售额比重来决定;第二,销售比重可以累积,随着限购城市越来越多,企业受限购影响的强度也越来越大。例如,某企业在城市 A、B 和 C 分别投资了房

地产项目,销售额占企业总销售额的比重分别为 20%、35% 和 45%。在限购实施之前,该企业的 pr_{it} 为 0; 当 A 成为首批限购城市时,该企业的 pr_{it} 为 20%; 当城市 B 也开始限购时,该企业的 pr_{it} 为 55%; 如果城市 C 未实施限购,那么该企业的 pr_{it} 将保持 55% 不变,一旦城市 C 开始限购,那么该企业的 pr_{it} 将会变为 1。这一变量设置方式最大的优点,是能够充分考虑各城市实施限购政策的时间差异,以及各企业在不同城市发展项目的差异,从而精确度量在不同城市的投资强度差异下,限购政策对企业市场价值的影响。

X 是控制变量向量。本文综合以往的研究选取如下变量作为基准模型的控制变量:

①公司规模(*size*): 公司规模将在一定程度上影响上市公司的企业价值,企业规模越大,股东大会的参会率就越低,从而影响到企业的治理水平; 同时规模大的企业发生关联交易更为频繁,这将对企业价值产生不利的影响; ②公司成长性(*npgr*): 采用净利润增长率来衡量,即(当期净利润 - 上期净利润) / 上期净利润,成长性好的企业更能有效配置资源,实现企业价值的持续增长; ③资本结构(*da*): 用资产负债率表示,即公司年末负债总额/资产总额,由于资本结构与企业价值呈倒 U 型关系,即无论负债比例过高或过低都不利于企业提升价值,因此在模型中加入资本结构的二次项; ④总资产报酬率(*roa*): 衡量指标为(利润总额 + 利息支出) / 平均资产总额,代表企业全部资产的总获利能力,是衡量公司盈利能力的主要指标,对公司的价值有显著的正向影响; ⑤国有股比例(*stateshr*): 该比例较高的公司,由于代理链条过长导致企业治理水平较低,不利于企业价值的实现; ⑥法人股比例(*lpshr*): 法人股股东持有的股份总额占公司总股本的比例,该比例越高越有利于法人股东发挥在公司治理中“积极的监督者”的作用,从而提升企业价值。此外,我们加入了时间固定效应 μ_t 和企业固定效应 λ_i , 公式中 ε_{it} 为随机扰动项。

(二) 数据分析与来源

本文采用的主要为 2008—2013 年、2015—2019 年上市房企价值与经营绩效方面的数据,以及城市限购与房地产市场相关数据,主要源于以下几个数据库: 国泰安(CSMAR) 数据库、中指数据库(CREIS)、中国城市统计年鉴、锐思数据库(RESSET) 和房天下网站的内部数据库。其中,股价模型中用到的上市公司股票当日收益率、上证综合指数和深证综合指数、地产指数均来源于锐思数据库(RESSET); 房地产市场模型中 120 个城市的月度房地产市场数据来自中指数据库(CREIS); 各城市层面的 CPI、人均 GDP 和房地产投资开发额来自中国城市统计年鉴和各地的统计年鉴。此外,本文用于计算强度指标的数据,即上市房企各年度在各城市经营业绩数据(如销售额、销售套数、销售面积) 来自房天下网站的内部数据库。

根据研究需求,本文按照以下原则对样本数据进行处理和筛选: ①本文参照《中国上市公司分类指引》中的规定,将两类企业归为上市房企: 第一类是企业的房地产业务收入占营业收入比重重大等于 50%; 第二类是当所有业务类型均小于 50% 时,房地产业务收入比重比其他业务均高出 30% 的企业; ②由于 A、B 股所处的市场环境存在差异,受到的外部冲击可能并不一致,考虑到财务报表的可比性,本文选择的样本仅为 A 股上市房企; ③在时间方面,第一轮限购选择政策开始实施的两年前即 2008 年作为起始的时点,由于

2014 年部分城市取消了限购、部分暗中放开了限购管制,所以选取 2013 年作为截至时点,第二轮限购选择 2015 年作为起始点,2019 年作为截至时点;④剔除了财务状况或其他状况存在异常的 ST、PT 类型的公司。经过上述筛选,本文将沪、深两市上市的 107 家 A 股房地产公司作为本文的研究对象,其中上证 A 股 60 家,深证 A 股 47 家。上述变量及其描述性统计量列入表 1 中。

表 1 主要变量描述性统计

变量	变量描述	第一轮限购			第二轮限购		
		样本量	均值	标准差	样本量	均值	标准差
<i>TobinQ</i>	托宾 Q	630	2.83	15.73	373	0.80	1.31
<i>PB</i>	市净率	619	3.80	10.39	369	2.70	3.16
<i>pr</i>	限购强度(销售额%)	642	52.69	46.94	373	0.38	0.39
<i>size</i>	资产规模	642	201.95	521.69	373	864.00	199.00
<i>stateshr</i>	国有股比例	642	0.11	0.21	369	0.02	0.09
<i>lpshr</i>	法人股比例	642	0.12	0.23	369	0.04	0.12
<i>da</i>	资产负债率	642	0.69	0.68	373	0.67	0.18
<i>npgr</i>	净利润增长率	641	4.57	53.66	344	0.19	3.56

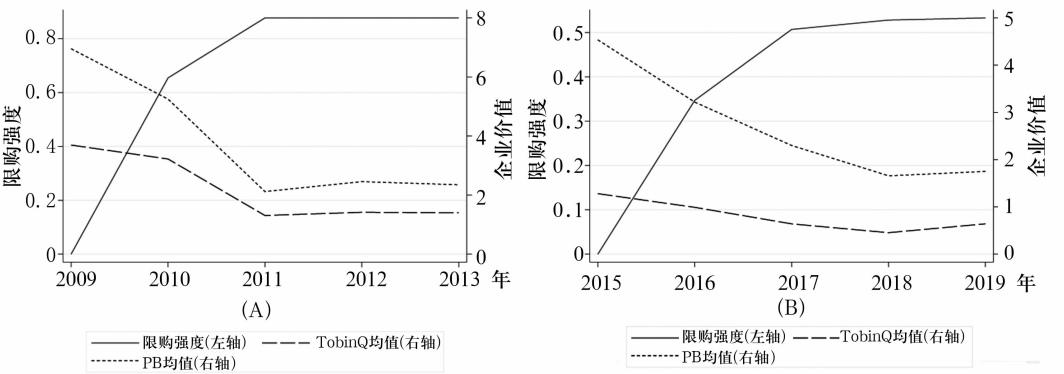


图 1 限购强度与企业价值的年度变化

图 1A 和 1B 分别显示了 2008—2013 年及 2015—2019 年间企业受城市限购影响的强度,以及企业价值的变化情况。从图 1A 中可以观察到,第一轮限购中的限购强度在 2010 年与 2011 年的限购潮之后,2012 年稳定在 0.8 以上,表明上市房企受限购影响的强度很大,限购城市在各房企销售额中的平均比重达到了八成以上。同时,以托宾 Q 和市净率表示的企业价值总体上都出现了显著下降,这与限购政策大规模实施是基本同步的。图 1B 中,第二轮限购使限购强度在 2016 年和 2017 年出现大幅上升,到 2018 年稳定在 0.5 以上。尽管此轮限购强度小于第一轮限购,但从托宾 Q 和市净率表示的企业价值变化

看,仍然受到政策的影响而出现显著下降,与限购政策的实施也基本同步。由此可见,两轮限购政策分别于 2010、2011 与 2016、2017 年密集颁布,与此同时,上市房企以托宾 Q 与市净率表示的企业价值也随之出现大幅下降,因而可以预期限购政策的确降低了上市房企的市场价值。

四、回归结果分析

本文首先估计了两轮限购对上市房企价值的影响,表 2 报告了回归结果。其中第 (1) - (4) 列与 (5) - (8) 列分别展示了第一轮与第二轮限购的估计系数,而单数列与双数列分别为未加入与加入了控制变量以及固定效应的估计结果,均采用 OLS 估计。可以发现,无论是否加入固定效应与控制变量,以托宾 Q (Tobin Q) 和市净率 (PB) 作为被解释变量时,两轮限购的限购强度指标都至少在 5% 的显著性水平上为负值,这表明限购对上市房企价值有明显的抑制作用。具体而言,当上市房企在限购城市的累积销售额每增加一个百分点,第一轮中以托宾 Q 与市净率表示的企业价值分别下降了 0.937 与 1.785,第二轮则分别下降了 0.576 与 2.266。上述结果表明,两轮限购政策对上市房企的市场价值均有显著的负向影响,其中第一轮对以托宾 Q 表示的企业估值影响较大,而第二轮则以市净率进行的企业估值影响较大。

表 2 基准模型回归结果

	第一轮限购				第二轮限购			
	Tobin Q		PB		Tobin Q		PB	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
pr	-2.647 ** (-1.99)	-0.937 ** (-2.20)	-2.440 *** (-2.75)	-1.785 ** (-2.52)	-0.653 *** (-4.44)	-0.576 *** (-3.70)	-2.691 *** (-6.77)	-2.266 *** (-5.79)
roa		-2.628 (-0.47)		10.14 (1.37)		1.296 (0.78)		-13.319 *** (-3.19)
$lpshr$		-5.513 (-1.38)		-10.30 (-1.45)		0.657 (1.11)		4.014 *** (2.70)
$stateshr$		-0.304 (-0.17)		3.542 (1.48)		-0.036 (-0.05)		1.521 (0.84)
$size$		0.001 (1.01)		-0.000 (-0.29)		-0.019 (-0.74)		-0.099 (-1.57)
da		-20.96 *** (-5.01)		0.117 (0.01)		2.665 (1.30)		2.169 (0.42)
da^2		3.341 *** (11.72)		-8.409 (-0.38)		-2.359 (-1.19)		4.666 (0.94)

续表								
第一轮限购				第二轮限购				
<i>npgr</i>	-0.027 *** (-3.46)		-0.049 *** (-4.33)		-0.014 (-0.96)		0.038 (1.04)	
<i>cons</i>	4.225 *** (4.5)	15.57 *** (5.24)	5.100 *** (8.1)	9.129 * (1.8)	1.052 *** (15.21)	0.370 (0.59)	3.729 *** (19.86)	0.447 (0.29)
企业固定效应	不控制	控制	不控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	不控制	控制	不控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	630	629	619	618	373	341	369	341
调整 R ²	0.005	0.893	0.01	0.204	0.062	0.083	0.135	0.315

注: 括号中为企业聚类稳健标准误; 统计量, ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著。

五、限购对企业价值的影响途径分析

在基准回归部分,本文利用上市公司数据考察了限购政策对房企价值的影响,发现随着限购城市数量的增加,房企受限购政策影响程度不断提升,企业价值出现显著下降。一般而言,限购政策主要通过影响房企的经营绩效,来对其市场价值施加影响。因此,接下来首先讨论限购对上市房企经营绩效的影响。

(一) 限购对企业经营绩效的影响

考虑到企业价值受到来自企业经营绩效的影响,如果企业因限购而导致各方面经营能力变差,那么根据预期理论,投资者有理由相信企业未来业绩将出现下滑,导致企业的市场价值下降。基于此,本文首先利用上市房企数据,考察限购政策对经营绩效的影响:即以企业经营绩效替代回归方程(1)中的市场价值作为被解释变量进行估计。其中,上市房企的各项经营绩效指标,包括企业的盈利能力、营运能力、发展能力和偿债能力,具体含义如下表3所示。

表3 企业经营绩效模型主要变量指标

内容	变量名称	变量含义
盈利能力	总资产报酬率(<i>roa</i>)	(利润总额 + 利息支出) / 平均资产总额
	净资产收益率(<i>roe</i>)	总资产报酬率 = (利润总额 + 利息支出) / 平均净资产
营运能力	存货周转率(<i>itr</i>)	销售成本 / 平均存货总额
	总资产周转率(<i>tat</i>)	销售收入净额 / 平均资产总额
发展能力	净利润增长率(<i>npgr</i>)	(当期净利润 - 上期净利润) / 上期净利润
	总资产增长率(<i>tagr</i>)	(年末总资产 - 年初总资产) / 年初总资产

续表

内容	变量名称	变量含义
偿债能力	资产负债率(<i>da</i>)	负债总额 / 资产总额
	速动比率(<i>acid</i>)	(流动资产 - 存货 - 待摊费用 - 预付费用) / 流动负债
解释变量	限购份额(<i>pr</i>)	Σ 企业当期限购城市的销售额 / 企业当年总的销售额
	企业规模(<i>size</i>)	期末企业总资产
控制变量	贷款利率(<i>loanrate</i>)	1 - 3 年期贷款利率
	经营活动现金净流量 (<i>netcash</i>)	经营现金毛流量扣除经营营运资本增加后企业可提供的现金流量

盈利能力是企业价值的源泉,因此在检验限购政策对企业经营绩效的影响时,本文首先考虑对企业盈利能力的影响。此处,我们选择总资产收益率(*roa*)和净资产收益率(*roe*)作为衡量企业盈利能力的指标,估计结果列于表 4 的第(1)、(2)列。从结果可知,在控制了相应变量与固定效应之后,限购对总资产报酬率与净资产报酬率的影响系数均很小且不显著,说明限购政策对企业盈利能力并没有显著作用。其次,在营运能力方面,本文选取了比较有代表性的总资产周转率(*tat*)和存货周转率(*itr*),结果列于表 5 的第(3)、(4)列。从结果可知,限购对总资产周转率与存货周转率的影响,在控制了相应变量与固定效应的情况下并不显著。

表 4 两轮限购对企业经营绩效的影响

	盈利能力		营运能力		发展能力		偿债能力	
	<i>roa</i>	<i>roe</i>	<i>tat</i>	<i>itr</i>	<i>npgr</i>	<i>tagr</i>	<i>da</i>	<i>acid</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
第一轮限购								
<i>pr</i>	-0.016	0.015	-0.021	0.003	0.082	-0.149	0.164***	-0.584**
	(-1.37)	(0.34)	(-0.62)	(0.01)	(1.07)	(-0.61)	(2.65)	(-2.33)
第二轮限购								
<i>pr</i>	-0.000	-0.022	-0.026	0.675	-0.280	-0.063*	-0.031**	0.016
	(-0.04)	(-0.60)	(-1.10)	(1.04)	(-0.37)	(-1.78)	(-2.26)	(0.10)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注: 括号中为企业聚类稳健标准误; 统计量, 控制变量除各列都有的 *lnsize* 外, 其他控制变量包括第(1)、(2)列的 *da*、*npgr*、*tat*、*netcash*, 第(3)、(4)列的 *da*、*npgr*、*roa*, 第(5)、(6)列的 *da*、*roa*、*tat*, 第(7)、(8)列的 *npgr*、*tat*、*roa*、*netcash*、*loanrate*; ***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著。

再次,在发展能力方面,本文选取了净利润增长率($npgr$)和总资产增长率($tagr$)作为考察指标,估计结果列于表 4 第(5)、(6)列。从估计结果可知,第一轮限购的实施对企业净利润增长率与总资产增长率都未产生显著影响,而第二轮则显著降低了企业的资产增长率。最后,在偿债能力方面,本文选取了长期偿债能力指标资产负债率(da)、短期偿债能力指标速动比率($acid$)作为被解释变量,估计结果列于表 4 第(7)、(8)列。从结果可知,第一轮限购中的限购强度对长期偿债能力在 5% 的显著水平上有正向影响,企业在限购城市的累积销售份额每增加一个百分点,企业的资产负债率将会上升 0.164;而在短期偿债能力方面,限购强度变量的系数在 5% 的显著水平上为负,且企业在限购城市的累积业务份额每增加一个百分点,企业的速动比率将会下降 0.584。这意味着企业的偿债能力变差,企业的长、短期经营风险提高;对于第二轮,限购降低了企业的资产负债率,从而改善了长期偿债能力,对于短期偿债能力则无显著影响。由此可见,两轮限购政策对企业经营绩效的影响存在差异:一是第一轮限购对企业的发展能力未产生显著影响,而第二轮则降低了企业总资产增长率;二是第一轮限购政策对企业的长期与短期偿债能力有显著的负向影响,而第二轮限购则对企业的偿债能力并未产生负面影响,这可能与企业对未来市场的预期及其相关调整有一定的关系。因此,第一轮限购对上市房企价值的负向影响并非通过实际经营绩效这一途径起作用,而只是提高其经营风险;第二轮限购可能导致企业经营发展能力受到负向影响,从而改变了投资者预期。

(二) 限购对房地产市场的影响

在前述实证分析中,本文发现上市房企的盈利与营运能力并未受到限购政策的显著影响,两轮限购政策只是分别提高了企业经营风险和降低了企业发展能力。基于这一发现,我们有必要进一步分析限购对城市房价的影响,以便观察导致上市房企价值下降的原因。此处,本文采用传统的 DID,以月度的房价指数的对数值、房价上涨率为因变量,以城市当期是否限购的虚拟变量为核心变量,控制了城市层面的 CPI、人均 GDP 和房地产投资开发额,设定模型如下:

$$\ln price_{it} = \theta_1 + \theta_2 PR_{it} + \sigma \Lambda + \nu_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

上式(2)中,被解释变量 $\ln price_{it}$ 为城市 i 在 t 月房价指数的对数值,本文还考察了房价上涨率 $grprice_{it}$ 作为替代变量,以分析限购政策对销售量的影响;主要解释变量 PR_{it} 为城市 i 在 t 月是否限购的虚拟变量,限购为 1,否则为 0; Λ 为控制变量向量,包括城市当月居民消费价格指数 cpi 、人均国内生产总值的对数值 $\ln gdp$ 以及房地产投资开发额对数 $\ln invest$ 。对于城市房价变动,中指数据库有 120 个城市完整的月度数据,从而使我们能够对限购的影响进行实时考察。在这 120 个城市中,第一轮有 44 个限购城市,基本涵盖了 46 个限购城市的大部分,第二轮有全部 30 个城市。同时,作为控制组的非限购城市也大都位于较发达区域,房价、收入、物价水平与限购城市较为接近,因此与限购城市有较好的可比性。

表 5 两轮限购政策对城市房地产市场的影响

	第一轮限购		第二轮限购	
	<i>lnprice</i> (1)	<i>grprice</i> (2)	<i>lnprice</i> (3)	<i>grprice</i> (4)
<i>PR</i>	-0.012 (-0.51)	-0.017 (-0.61)	-1.011*** (-4.82)	-1.426*** (-3.83)
<i>lninvest</i>	-0.000 (-1.00)	-0.019 (-0.90)	-0.378 (-1.23)	-1.319** (-2.41)
<i>lngdp</i>	-0.039 (-0.57)	0.008 (0.06)	0.608 (0.95)	0.361 (0.32)
<i>cpi</i>	0.001 (0.32)	0.002 (1.18)	0.066 (0.53)	-0.080 (-0.36)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	4488	4591	5855	5963
调整 R ²	0.698	0.044	0.029	0.807

注：括号中为城市聚类稳健标准误；统计量，***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著。

上表 5 中,第(1)、(2)列显示出第一轮限购对城市住宅的销售价格指数及其上涨率都有负向影响,但两个估计系数均不显著,表明第一轮限购对房地产市场的价格调节作用较为有限。第(3)、(4)列报告了第二轮限购的估计结果,可知无论是城市平均房价指数还是房价增长率都受到限购政策的显著影响,这反映出在“房住不炒”政策提出后,限购政策对房地产市场健康发展的重要作用凸显出来。根据这一结果,考虑到限购政策并未显著改变上市房企的经营绩效,可知该政策可能通过改变股市投资者对房地产行业以及上市房企的预期,而调整了投资行为。两轮限购政策均在未影响企业盈利和营运能力的情况下降低了上市房企的市场价值。考虑到两轮限购对实体市场的差异性影响,其对股市投资者预期的影响也有所不同:第一轮限购使投资者只对企业风险能力产生了怀疑,而第二轮直接导致投资者对企业发展能力产生怀疑。

(三) 限购对股票市场的影响

通过对房地产市场的分析,本文进一步验证了两轮限购政策对于房企价值的影响途径是否存在显著的差异。对此,本文将继续检验限购对上市房企股票波动的影响,来判断该政策是否通过影响股票市场价格来影响企业价值。股市投资者在评估一支股票的投资价值时,通常会比较分析这支股票的相对价值指标,如市盈率、市净率等,这也借鉴了企业

价值评估的市场法。该评估方法的基本思路就是在市场上找出一家或几家与被评估企业相同或相似的参照物企业,分析、比较被评估企业和参照物企业的关键价值指标,并在此基础上修正、调整参照物企业的价值,最后确定评估对象的价值。由于市场法的比较结果相对直观且易于运用,因而得到大部分投资者的青睐。由此可见,股票价格的变动可能会造成企业相对价值指标变动,从而影响股市投资者行为。

因此,本节将利用两轮限购期间的股票市场日度数据检验限购对房企股票波动的影响,考察该政策是否影响了股市投资者的行为。一般而言,在分析突发事件或政策对股价的影响时,我们可以采用事件分析法对冲击发生前后的股价变动进行考察。不过,对于研究本文要考察的限购政策,这一分析策略并不可行,主要有三个原因:第一,限购政策对上市房企的股价冲击不是一次性的,而可能因不同城市逐次加入限购而造成多次冲击;第二,由于上市房企在限购城市的投资比重存在差异,因此无法采用同质性的二元虚拟变量进行识别;第三,事件分析法无法设置控制组进行双差分估计。基于上述原因,在考虑限购政策对上市房企股价的影响时,本文仍采用企业在限购城市的累积销售份额作为强度变量(计算方法与基准模型类似,只是精确到日度数据),以上市公司股票日收益率为因变量,房企在限购区的累积销售份额、市场日收益率(或地产股日收益率)以及两者的交互项为自变量。设定模型如下:

$$return_{it} = \pi_1 + \pi_2 pr_{it} + \pi_3 rm_{it} + \pi_4 pr_{it} \times rm_{it} + \omega_m + \zeta_w + \varphi_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

上式(3)中,被解释变量 $return_{it}$ 为股票日收益率,可写作 $return_{it} = (P_{it} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$, P_{it} 为 t 日 i 股票的收盘价。主要解释变量为 pr_{it} ,含义同前;控制变量 rm_{it} 是股票市场日收益率,包括上证综指日收益率/深证成指日收益率;而且,本文还采用了上证与深证地产指数日收益率 em_{it} 替代股票市场日收益率进行了估计,以分别考察在控制大盘总体趋势以及行业趋势的情况下,限购政策对具体房企市场表现的影响。从模型设定看,本文兼顾了事件分析法的优点,分别控制了综合指数与地产指数对企业收益的影响,同时又在此基础上分析了限购政策与这两类指数的交互作用,进一步细化了限购是通过影响大盘还是地产板块来影响房企收益的问题。

表 6 两轮限购对上市房企股票表现的影响

	第一轮限购					第二轮限购		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
pr	-0.001*** (-1.98)	-0.001** (-1.97)	-0.001 (-1.20)	-0.001 (-1.29)	-0.000 (-0.02)	0.000 (0.02)	0.000 (1.06)	0.001 (1.23)
rm	1.119*** (115.92)	1.167*** (101.59)			1.210*** (175.00)	1.249*** (140.25)		
$pr \times rm$		-0.189*** (-7.77)				-0.122*** (-6.95)		

续表

	第一轮限购				第二轮限购			
<i>em</i>			1.008 ***	1.020 ***			0.828 ***	0.908 ***
			(148.00)	(127.09)			(153.09)	(124.82)
<i>pr × em</i>				-0.050 ***				-0.223 ***
				(-2.87)				(-16.45)
<i>cons</i>	0.000	0.000	0.001 ***	0.001 ***	-0.001 ***	-0.001 ***	-0.004 ***	-0.004 ***
	(0.31)	(0.53)	(3.59)	(3.70)	(-3.14)	(-2.67)	(-11.91)	(-11.03)
月度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
星期固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	23651	23651	23651	23651	66722	66722	66722	66722
调整 R ²	0.361	0.362	0.480	0.480	0.323	0.324	0.269	0.272

注: 括号中为企业聚类稳健标准误; 统计量, ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著。

从表 6 的回归结果可以看出,第 (1) - (4) 列与 (5) - (8) 列分别为第一轮与第二轮限购的估计结果,其中第 (1)、(2) 列和 (5)、(6) 列分别为考虑大盘波动的影响,而第 (3)、(4) 列和 (7)、(8) 列则为考虑地产股波动影响的估计结果。从表中结果可知,两轮限购政策对上市房企的股票市场表现均有显著影响,具体表现为: 第一,第一轮限购导致上市房企股票日收益率显著下降,限购强度每上升一个百分点,企业股票日收益率下降了 0.1 个百分点; 而第二轮限购对股票日收益率的直接影响则并不显著; 第二,考虑到市场的整体波动,两轮限购政策均会对其产生显著的交叉效应,即限购会抵消大盘对上市房企的正向影响。具体而言,第一轮限购强度每增加一个百分点,市场日收益率对房企股票日收益率的效应将下降 17.2%,而第二轮限购则导致股票收益率下降 11.5%; 第三,地产股变动与大盘变动相类似,当市场中的地产股整体向上波动时,限购强度越大的企业,其对股票收益率的抵消作用也越大。具体而言,第一轮限购强度每增加一个百分点,房地产日收益率对房企股票日收益率的效应将下降 4.9%,而第二轮限购则导致股票收益率下降 20.0%。

上述结果表明,限购政策的影响具有行业性特征,股票市场投资者对该行业从总体上有“看空”的倾向。在控制市场或行业趋势的基础上,限购政策对相关趋势产生了削弱作用。受限购政策影响的房企股票受到显著的负向影响,同时限购政策的颁布降低了投资者对地产板块的预期。由于股价下跌、日收益率下降,在限购政策颁布期间投资者为了规避短期投资风险将会减少房地产股的持仓比例。由于我国股市投资者具有较强的从众心理,受外界因素影响较大,因此这一效应还可能会扩大限购政策对地产股的影响。不仅如此,由于本文选择度量企业价值的变量为托宾 Q 和市净率,这两个指标的计算都是基于上市公司的股价、总资产或净资产,因而在企业的资产状况并未明显变差的情况下,导致

企业的市场价值有所下降。由此可见,房企价值的改变主要源自上市公司股票市值的变化,即限购政策通过影响股票市场投资者的情绪和行为影响上市房企的价值。

六、结 论

限购政策是在房地产市场过热的情况下出台的,目的在于完善住房市场体系建设,促进房地产市场持续健康发展。本文围绕第一批与第二批限购城市实行的住房限购政策和上市房企价值的关系展开讨论,实证分析了宏观调控政策对微观企业价值的影响,并进一步讨论了这种影响产生的机制与途径。首先,本文利用上市房企在各城市的销售额比重构建了限购强度指标,并采用强度 DID 模型回归发现,两轮限购均显著降低了房企市值。其次,本文分析了上市房企的经营绩效数据,发现两轮限购对盈利能力和营运能力均无显著影响,只是第一轮限购对企业偿债能力有显著的负向影响,说明该政策可能提高了上市房企的经营风险,而第二轮限购则降低了企业的发展能力。再次,本文进一步分析了限购对城市房地产市场的影响,发现第一轮限购对房价指数及其增长率无显著影响,而第二轮则有效遏制了房价上涨的趋势,因此两轮限购在房地产市场的不同表现可能通过不同途径影响了房企市值。最后,本文分析了深沪股市的日度数据,发现两轮限购对相关房企股票日收益率有显著的负向影响,这表明限购对上市房企价值的影响主要是通过投资者预期引起的。基于前述对房地产市场与企业经营绩效的分析,一个符合逻辑的推断是:第一轮限购通过提高企业经营风险而改变了投资者预期,从而降低了上市房企的股市表现以及市场价值;第二轮限购通过遏制房价上涨而改变了企业发展能力,从而降低了投资者对上市房企的市场预期,并最终降低了后者的市场价值。

本文的研究结论对理解我国房地产市场的发展形势以及房地产政策的当前调整与未来效果均有启示。本文发现两轮限购政策均通过改变投资者预期改变了上市房企的市场价值,体现了限购政策对稳预期发挥的作用,其中第一轮只是改变了投资者的风险预期,而第二轮更是从实体层面改变了投资者预期。从两轮限购政策的比较看,显然第二轮在强化“房住不炒”政策方面对于房地产市场与股票市场均产生了实质性的影响,因而作用的力度更大,也更持久。本轮房地产调控政策的核心就是将在未来相当长一段时间坚持实施“房住不炒”政策,这对于改变两个市场的投资者预期,促使房价与股价回归基本面有着重要作用:既有利于抑制住宅市场的投机炒房行为,从而使房价回归理性,体现其居住属性的实际价值;也有利于投资者正确认识房企的股票市场表现,从而促使企业股价回归基本面。由此可见,当前调控政策的长期性对于市场的影响具有两方面好处:一方面,房企与股市投资者都会根据公布的政策进行预期调整,并调整投资行为与企业经营战略,从而不会对股市造成过大的冲击;另一方面,对于房地产市场的投资者,也会迅速调整投资行为,从而有效遏制房地产市场过热。

参考文献

- [1] 陈其安和雷小燕,2017,《货币政策、投资者情绪与中国股票市场波动性:理论与实证》,《中国管理科学》第11期,第1~11页。
- [2] 陈彦斌,2005,《情绪波动和资产价格波动》,《经济研究》第3期,第36~45页。
- [3] 陈影和郑重,2017,《我国货币政策对投资者情绪的影响》,《上海金融》第2期,第17~24页。
- [4] 程正中和张绪通,2015,《货币政策对房地产企业经营绩效影响研究》,《会计之友》第7期,第69~73页。
- [5] 崔欣、林煜恩和姚守宇,2018,《“经济政策的不确定性”暴露与股价暴跌风险》,《金融经济研究》第4期,第98~108页。
- [6] 韩永辉、黄亮雄和邹建华,2014,《房地产“限购令”政策效果研究》,《经济管理》第4期,第160~170页。
- [7] 靳光辉、刘志远、花贵如,2016,《政策不确定性、投资者情绪与企业投资——基于战略新兴产业的实证研究》,《中央财经大学学报》第5期,第60~69页。
- [8] 李稻葵、汪进和冯俊新,2009,《货币政策须对冲市场情绪:理论模型和政策模拟》,《金融研究》第6期,第1~13页。
- [9] 李治国,2014,《“限购政策”对房地产市场经营效率影响有效性研究——基于上市公司的数据》,《中央财经大学学报》第12期,第111~118页。
- [10] 刘江涛、张波和黄志刚,2012,《限购政策与房价的动态变化》,《经济学动态》第3期,第47~54页。
- [11] 梅冬州、温兴春和王思卿,2021,《房价调控、地方政府债务与宏观经济波动》,《金融研究》第1期,第31~50页。
- [12] 乔坤元,2012,《住房限购政策真的起作用了吗?——来自中国70个大中城市的证据》,《经济与管理研究》第12期,第25~34页。
- [13] 汤韵和梁若冰,2016,《限购为何无法控制房价——来自婚姻市场的解释》,《经济学动态》第11期,第45~56页。
- [14] 王美今和孙建军,2004,《中国股市收益、收益波动与投资者情绪》,《经济研究》第10期,第75~83页。
- [15] 王敏和黄滢,2013,《限购和房产税对房价的影响:基于长期动态均衡的分析》,《世界经济》第1期,第141~159页。
- [16] 吴世农和许年行,2004,《资产的理性定价模型和非理性定价模型比较研究——基于中国股市的实证分析》,《经济研究》第6期,第105~116页。
- [17] 张德荣和郑晓婷,2013,《“限购政策”是抑制房价上涨的有效政策工具吗?——基于70个大中城市的实证研究》,《数量经济技术经济研究》第11期,第56~72页。
- [18] 赵冬青、朱武祥和王正位,2008,《宏观调控与房地产上市公司资本结构调整》,《金融研究》第10期,第78~92页。
- [19] 郑世林、韩高峰和石光,2016,《房地产限购对公司违约风险的影响》,《世界经济》第10期,第150~173页。
- [20] 周琳,2011,《政策调整、盈余管理与公司价值——来自房地产上市公司的经验证据》,《经济问题》第3期,第11~15页。
- [21] 周阳敏,2014,《房地产企业风险压力测试实证研究:限购令、房产税、新土管政策的持续性冲击影响》,《经济评论》第9期,第58~68页。
- [22] Baker, M. and J. Wurgler, 2006, “Investor Sentiment and the Cross – Section of Stock Returns”, *Journal of Finance*, 61(4): 1645 ~ 1680.
- [23] Chaney, T. and D. Thesmar, 2012, “The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment”, *American Economic Review*, 102(6): 2381 ~ 2409.
- [24] Cvijanović, D., 2014, “Real Estate Prices and Firm Capital Structure”, *Review of Financial Studies*, 27(9): 2690 ~ 2735.
- [25] De Long, J. B., A. Shleifer, and L. H. Summers, 1990, “Noise Trader Risk in Financial Markets”, *Journal of Political Economy*, 98(4): 703 ~ 738.
- [26] Du, Z. and L. Zhang, 2015, “Home – purchase Restriction, Property Tax and Housing Price in China: A

- Counterfactual Analysis,” *Journal of Econometrics*, 188(2) : 558 ~ 568.
- [7] Glaeser, E. L. and E. F. P. Luther, 2003, “The Misallocation of Housing under Rent Control,” *American Economic Review*, 93(4) : 1027 ~ 1049.
- [8] Gulen, H. , and M. Ion, 2015, “Policy Uncertainty and Corporate Investment,” *Review of Financial Studies*, 29(3) : 523 ~ 564.
- [9] Howard, D. H. , 1977, “Rationing, Quantity Constraints, and Consumption Theory,” *Econometrica*, 45(2) : 399 ~ 412.
- [0] Mehra, R. and R. Sah, 2002, “Mood Fluctuations, Projection Bias, and Volatility of Equity Prices,” *Journal of Economic Dynamic and Control*, 26(5) : 868 ~ 887.
- [1] Sun W, S. Zheng, D. M. Geltner, and R. Wang, 2017, “The Housing Market Effects of Local Home Purchase Restrictions: Evidence from Beijing,” *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 55(3) : 288 ~ 312.
- [2] Wang, Y. , C. R. Chen, and Y. S. Huang, 2014, “Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China,” *Pacific – Basin Finance Journal*, 26(C) : 227 ~ 243.
- [3] Zhou, Z. Y. , 2018, “Housing Market Sentiment and Intervention Effectiveness: Evidence from China”, *Emerging Markets Review*, 35(C) : 91 ~ 110.

Do Purchase Restriction Policies Reduce the Corporate Value of Listed Real Estate Companies?

LIANG Ruobing ZHANG Dongrong FANG Xin LIN Xixi

(School of Economics, Xiamen University)

Summary: In the past 20 years, the rapid economic development and urbanization of major Chinese cities has led to rising house prices. According to the National Bureau of Statistics, the average cost of housing in 35 large and medium – size cities increased from 2,267 yuan per square meter in 2002 to 15,356 yuan per square meter in 2019. To curb excessive speculation in the property market and stabilize land prices, house prices, and price expectations, local governments began issuing a series of house purchase restriction policies in 2010. By the end of 2011, 46 cities had restriction policies on issues such as house quantity, household registration, and loan proportion. These policies were lifted in 2014 in most cities as the property markets stabilized.

However, the rapid increase in housing costs in 2015 and 2016 led to a new round of housing purchase restrictions in 60 cities by 2019. Although they differ in details, the prime goal of all of these policies is to curb rapidly rising house prices by restraining demand in the housing market. As a powerful tool for stabilizing and regulating the real estate market, these purchase restriction policies have had a great impact on real estate companies and even the real estate industry, which is a pillar of the Chinese economy. As a result, these housing market policies have attracted the attention of all parts of society.

Using a dataset of listed real estate companies from the 2008–2013 and 2015–2019 periods, this paper uses difference – in – differences (DID) models with an intensity index to empirically analyze the impact of the two rounds of housing purchase restriction policies on listed real estate companies and to identify the main channel of influence. As the real estate projects developed by listed real estate companies in different cities are different, the house purchase restrictions have different effects in different cities. To address the issue of intensity

difference across real estate companies, this paper uses specific identification with accumulative intensity indexes.

First, this paper uses the proportion of listed real estate companies' sales in each city to construct an intensity index of house purchase restrictions, and then it uses an intensity DID model to determine whether either round of house purchase restrictions significantly reduces the market value of real estate companies. Then, this paper analyzes the heterogeneous effects of different house purchase restriction policies. It finds that in the first round, the most effective policies are those that control household registration, are applied to the whole city, and impose a two-house limit. In contrast, in the second round, policies applied to specific city districts and restrictions on resales are also effective.

Second, this paper analyzes the operating performance data of listed real estate companies and finds that purchase restrictions have no significant effect on most business performance indicators, with the exception of a negative impact on the solvency of enterprises in the first round. This suggests that purchase restrictions may increase the operating risk of real estate companies and have a negative impact on the development capability of enterprises in the second round. For the property market, this paper finds that the first round of purchase restrictions does not have a significant impact on urban property prices, but the second round significantly curbs the rise of house prices. Hence, the two rounds of policies have different impacts on the expectations of stock investors due to their different effects on the real estate market.

Finally, this paper analyzes the daily performance of real estate companies listed on the Shenzhen and Shanghai stock markets. Both rounds of purchase restrictions have significant negative impacts on the daily return rates and the monthly search indices of the real estate companies, showing that the effect of purchase restrictions on the value of listed real estate companies is mainly caused by investor expectation. These findings are of great significance for understanding the development of China's real estate market, specifically the effects of the current adjustments. They suggest that the two rounds of house purchase restrictions changed the market value of listed real estate companies by changing investors' expectations, reflecting the role of housing policies in stabilizing expectations. The aim of the real estate policy is to have a long-term influence on housing markets and investors' expectations by strengthening the attitude that "a house is for dwelling rather than for speculating."

Keywords: House Purchase Restriction Policy, Corporate Value of Listed Real Estate Companies, DID with Intensity Index

JEL Classification: G10, I85, R31

(责任编辑: 林梦瑶) (校对: ZL)