

融资约束与资产定价的关系研究

黎来芳 黄磊

现代公司金融理论假设,在完美的资本市场上,企业能够在外部资本市场上按照与内部资金相同的资本成本为所有净现值为正的投资项目筹集充足的资金。但由于现实经济中广泛存在着信息与激励等不完善因素,企业很可能陷入一种无法按照合理资本成本筹集投资所需资金的状态,Fazzari et al. (1988) 将其定义为“融资约束”。

我国当前仍处在经济转轨时期,虽然金融体制改革的逐步推进在一定程度上改善了企业的融资环境,但资本市场发展不均衡、信贷市场市场化程度较低仍是不争的事实,现有的企业融资体系

并不能完全满足相对旺盛的融资需求,企业仍然面临较为严重的外部融资难问题。而与此同时,我国作为典型的新兴市场国家,当前的法律体系还不能为投资者提供充分的制度保护,资金供求双方的委托代理冲突仍难得到有效调和,从而导致企业的融资难问题越发严峻。在这双重制度因素的作用下,我国企业普遍面临较为明显的融资约束问题。

已有研究表明,融资约束能够对企业行为产生直接、显著的影响。具体而言,融资约束可能压抑企业的固定资产投资,迫使企业采用激进的营运资本政策,甚至诱发企业的高风险资本运作行

为,例如通过投资控股其他企业实体构造合法或不合法的资金链条,变相满足扩张的资金需求(李焰、张宁,2007)。理论上,企业在融资约束下做出的这些实体决策带有次优性,有可能通过资本市场定价过程对资产价格产生显著影响,尤其是在宏观经济产生波动的过程中,受融资约束的企业将表现出与不受约束企业不同的基本面特征,进而影响有关金融资产的价格。这一问题已经引起了国外理论界的重视,但国内学者对此关注并不多。本文将对这一问题进行尝试性研究,以期对国内未来研究提供有益的思路。

企业经营业绩的持续增长。总之,企业承担社会责任虽然会发生一定的财务成本,但可以通过降低法律风险、减少浪费、改善与监管部门的关系、增强品牌美誉度、改善企业内部人际关系以提高职工工作效率、降低获取各种资源的成本等,使企业经营业绩稳定增长(上海证券交易所研究中心,2007)。这是企业经济价值与社会价值交融的结果,也是共生的体现。所以,要把企业所从事的社会责任活动所发生的成本和带来的效益都纳入企业财务评价之中,只有这样,才能全面地评价企业的整体价值和可持续发展潜力。否则,就会低估一些有发展潜力的公司的价值,同时也会看不到一些繁荣的公司存在的潜在危机,从而

导致决策失误。

近年来,国外学者十分重视这方面的研究,并取得了一定的理论成果。其中最具有突破性的研究成果是Andy (2002) 提出的“绩效棱柱”业绩评价方法。该方法从相互联系的五个方面对企业经营业绩进行了综合评价:(1)谁是企业的利益相关者,他们的愿望和要求是什么;(2)企业要从各利益相关者那里获得什么;(3)企业应采取什么样的战略满足各利益相关者的需求,同时也满足自身的需求;(4)企业应采取什么样的流程才能实施其战略;(5)企业应具备什么样的能力来运作这些流程。这一方法为我们从利益相关者或企业社会责任的角度来研究和评价企业经营业

绩提供了新的思路。

(作者单位:中国财政杂志社)

华中科技大学管理学院)

责任编辑 王贵一

参考文献

- [1] 王利.可持续发展的财务对策研究.西南财经大学硕士论文,2007
- [2] 郭复初.企业应树立经济可持续发展财务观.财经科学,2007(11)
- [3] 吴树翰.论企业社会责任:一种可持续发展的价值观.财会通讯,2008(8)
- [4] 林钟高,徐虹,郑军.持续增长财务:理论框架与实现路径.天津商学院学报,2007(7)
- [5] 郭复初.现代财务与经济可持续发展研究.财会月刊,2006(10)

观经济波动更加敏感,当经济紧缩时,融资约束因子变大,受约束企业和不受约束企业之间的股票价格差异扩大。而受约束企业的债券资产则表现出正的事前风险溢价,而且该风险溢价同样受宏观经济环境影响,但与股票资产不同的是,债券的融资约束风险溢价表现出显著的反周期性。

Gomes et al. (2006) 则对企业融资约束在资产定价过程中的应用进行了更为深入的分析。其研究结果显示,融资约束提供了一个资产定价因子,该定价因子能够对股票收益的截面定价模型加以改进。同时,外部资金的影子价格水平随经济周期波动的趋势非常显著,因而在宏观经济状况较好时,融资约束更为重要。

Whited and Wu (2006) 通过构造企业外部融资约束指数检验了受约束企业股票收益的波动情况,发现受约束企业的股票收益具有显著的共变性,并证明了融资约束在资产定价过程中的独立效应。

Livdan et al. (2008) 在新古典分析框架下,通过在企业投资的Q理论模型中加入融资约束因素(以外部资金的影子价格度量)分析了融资约束对股票风险

与预期收益的影响。他们发现,融资约束对企业价值与投资水平存在抑制作用,而且该抑制作用对于规模较小或者陷入财务危机的企业更为明显。同时,受到融资约束的企业具有较低的系统风险与预期收益,而且融资约束对风险与收益的影响在经济较为繁荣的时期更为明显。

在国内,相关研究并不多见。来自台湾的詹家昌、王冠婷(2003)采用投资组合方法研究了融资约束与公司系统风险之间的关系,发现在不同度量方法下融资约束较高的企业均表现出较高的系统风险,而且投资组合的构造期间越长,该关系越为明显。但在将融资约束引入附有动能因素的三因素模型后,他们发现,融资约束高的公司虽然具有较高的系统风险,但并不能同时反映在股票的风险溢价中,因此他们认为融资约束并不能构成一项独立的定价因素。这一点与多数西方研究并不一致。

未来研究思路

综上所述,融资约束与资产定价之间具有一定的内在关系,融资约束较为严重的企业具有较高的金融资产价格,融资约束程度不同的企业其金融资产价

格差异也会随着宏观经济的波动发生变化。这一命题如果在我国资本市场上得到理论支持和经验证据,将会对当前我国资本市场金融资产价格的高波动性提供一定的解释,并能从企业基本面角度为我国金融风险的形成机理提供有益的研究视角。

此外,笔者建议未来研究可以考虑从如下方面加以拓展:①在理论研究上,基于我国资本市场的独有特征,可以从理论分析的角度讨论融资约束与资产定价之间的相互关系、内在作用机理。由于我国资本市场的整体定价功能相对较弱,而且企业不仅面临着价与量两个层面的严重融资约束,还面临着相当严重的代理问题,在此背景下,融资约束与市场定价之间具有怎样的独特关系值得关注。②在实证研究上,可以检验我国企业所遭受的融资约束是否对其金融资产的价格、风险、波动性等内容具有显著影响,融资约束本身是否构成一项定价因子。由于我国处于经济转型期,资本市场环境和宏观政策具有较大波动性,这为此项实证检验提供了较好的研究环境。■

(作者单位:中国人民大学商学院)

责任编辑 刘莹

· 借鉴 ·

化“危”为“机”

南宋绍兴十年七月的一天,杭州城最繁华的街市失火,火势迅速蔓延,数以万计的房屋商铺顷刻之间化为废墟。

有一位裴姓富商,苦心经营了大半生的几间当铺和珠宝店也恰在那条闹市中。但他并没有让伙计和奴仆冲进火海去救珠宝财物,反而不慌不忙地指挥他们迅速撤离,其听天由命的神态令众人迷惑不解。然后他不动声色地派人从长江沿岸平价购回大量木材、毛竹、砖瓦、石灰等建筑用材。

大火在数日后被扑灭了,但曾经车水马龙的杭州城已是墙倒房塌一片狼藉。不几日朝廷颁旨:重建杭州城,凡营销销售建筑用材者一律免税。于是杭州城内一时大兴土木,建筑用材供不应求,价格陡涨。而裴姓商人趁机抛售建材,获利数额远远大于被火灾焚毁的财产。

投资环境是不断变化的,人也应随环境的变化不断调整投资方向,尤其是在遭遇危机时。只有学会从危机中发现机会,运筹帷幄,才有可能化危为机,化损失为收益。■