

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。■