

财务机会及其识别方法剖析



吴树畅(博士) 景超

(山东工商学院 山东烟台 264005 西安西电电力整流器有限责任公司 西安 710077)

【摘要】 在不确定性条件下财务机会是客观存在的,正确识别财务机会是企业趋利避害、实现可持续发展的关键。本文对财务机会的内涵、影响因素及识别方法进行了分析。

【关键词】 财务机会 因素 识别

一、机会与财务机会

机会意味着收益或成本的变动,只有正确识别、及时捕捉机会,机会才能带来收益。从创业的角度看,机会是企业通过对资源进行创造性组合以满足市场需求,同时又能为自身带来超额利润的一种可能性,机会源于新创造、新发明、新信息,以及市场竞争规则的变化等。从竞争战略角度看,迈克尔·波特认为一个行业竞争状态取决于潜在进入者的威胁、替代产品或服务的威胁、供方砍价实力、买方砍价实力与竞争对手等五个因素,其变化为市场竞争主体带来不同的机遇和威胁。从财务的角度看,无论是创新还是资源垄断优势都是获取超额收益的条件。所以,财务机会就是指获取超额收益的各种可能,这种可能源于不确定性因素变化对竞争主体活动能力的影响。财务机会包括投资机会、融资机会和收益分配机会。投资机会是指投资于一项资产或资产组合所承担的风险与所得收益相匹配的时机。融资机会是指能够以较高价格发行证券、较低成本获得金融机构贷款、保有更高收益留存率的时机。收益分配机会是指提高留存收益率将增加投资者机会成本的时机。投资机会、融资机会和收益分配机会的相互交织决定了财务机会。

二、影响财务机会的因素

1. 企业的创新能力。创新能力是指企业在新技术、新产品、新发明等方面的投入产出能力。一般而言,创新投入越多,其产出也越多,企业的财务机会就越多。创新产品是企业进入新市场,将资本配置到新领域的一种实物期权。有了这种期权,企业机会就增加了。为了提高创新能力,企业必须加大平台投资,提高研发、人力资本投资的比例,为企业的可持续发展提供保障。

2. 竞争规则的变动。定价机制不仅取决于交易主体,而且取决于市场交易规则。规则变动导致投资者风险状态的变化,风险状态的变化又会导致市场定价机制的变化。如最初设计的我国上市公司中的国有股不能上市流通,社会公众股可以上市流通,这是建立证券市场以来一直奉行的规则,这一规则也造成了证券市场股权分置的局面。现在要改变这种股权分置的局面,实行股票全流通,就必然会引起证券市场系统性风

险的改变和股票价格的重新定位。这种规则的变动创造了市场机会。又如,我国加入世界贸易组织之后,我国企业进入国际市场和外国企业进入我国市场的规则发生了变化,这种变化为企业提供了进入新市场的契机。

3. 非理性行为。由于任何一个企业都不具备完全正确计算一项资产的风险与收益参数的能力,其交易行为受其他主体行为的影响而出现搭便车的倾向,这就有可能导致资产价格所蕴含的风险高于或低于未来收益所对应的风险水平。这样就会产生潜在的机会。当经济发展周期处于高峰时期,财务运行状态良好,企业就会增大对未来经济增长的预期,实施盲目扩张,这样会造成财务损失。而当经济发展周期处于萧条阶段时,财务运行状态处于临界安全区域,企业对未来经济恢复增长失去了信心,盲目收缩,这时会失去财务机会。所以,由于非理性行为的存在,使资产风险与收益不匹配,从而创造了市场的机会。

4. 市场供需关系的变化。市场供需关系的变化是影响投资机会的最基本因素。当供应量等于需求量时,市场处于饱和状态,价格处于均衡状态,此时投资可以获得平均利润率;当供应量大于需求量时,市场处于供应过剩状态,价格处于下降状态,此时投资的风险加大,应当予以回避;当供应量小于需求量时,市场处于需求旺盛阶段,此时投资可以获得超额利润回报。市场供不应求的状态为投资者提供了进入的机会;而供大于求的状态则为投资者提供了退出的机会。

5. 市场的非均衡状态。市场均衡是暂时的,而非均衡则是经常的。由于信息的不对称和知识的不完全,同一市场或不同市场对同一资产定价的结果往往不同,这种定价机制创造了套利的机会。此时,投资者卖出价格高估的资产,买入价格低估的资产,可从中实现套利。由于市场之间的互动效应以及制度设计的原因,精明的投资者常常通过打破市场的均衡状态来制造获利机会。

6. 其他影响因素。影响财务机会的因素很多,如信息、市场不完善、突发性事件等等,这些因素的变化会导致投资者预期的改变和行为选择的不同,从而创造了市场机会。这些因素的变化需要投资者进行识别,利用有利的一面,规避不利的

一面。

三、识别财务机会的方法

在不确定性条件下,财务机会无时不在,企业可以不断地发现更好的财务机会,修正原来的财务行为,把握新的机会。企业生存于一个社会网络中,它从这个网络中不断获取新的信息和新的能量,新的信息可以提高企业的决策能力,新的能量可以提高企业的风险承受能力。不断获得新的信息是获得能量的前提条件,财务机会识别的过程实质上是将原始信息转换为决策可用的意会信息的过程,有了这种意会信息,才能做出捕获能量的行为或修正原来的行为。

1. 因素分析法。影响投资机会的因素很多,可将这些影响因素视为投资机会的解释变量,而将投资机会视为被解释变量。如果投资机会用 R 表示,影响投资机会的变量用 K_i 表示,那么,投资机会的因素模型可以表示为: $R=f(K_i)$,其中: $i=1, 2, 3, \dots$ 影响投资机会的变量包括企业的创新能力、竞争规则的变动、非理性行为、市场均衡状态、供需关系等等。可以根据每一种不确定性因素的变化对投资机会的影响做出分析,以发现潜在的投资机会。如税收政策变化对投资机会的影响,可以将税率的变化值代入投资机会因素模型,根据因素模型计算分析可能带来的收益影响,从而识别是否存在投资机会。

具体的投资机会模型有多种,如套利定价模型、连环替代分析法、杜邦财务分析法等等,投资者可以根据实际情况和不同需要进行选择。套利定价模型主要用于分析影响系统风险的各种因素变化对金融资产投资收益的影响;连环替代分析法主要用于分析具体因素的变化对收益结果变化的影响;杜邦财务分析法则适用于发现财务管理中存在的问题,并根据存在的问题进一步寻求更优投资机会以替代现有投资,从而提高收益的报酬。

2. 托宾 Q 值判定法。按照托宾 Q 值模型,企业市值=资产重置成本+增长机会价值= $Q \times$ 资产重置成本,其中 Q =企业的市值÷资产重置成本。当 $Q>1$ 时,说明企业的市值高于资产的重置成本,企业的资产优良,发展后劲充足,有能力扩建新厂房和添置设备,此时,企业愿意通过购买资产来扩大投资;当 $Q<1$ 时,企业与其投资购买设备和创建渠道,还不如收购低 Q 值的企业进行扩张。根据托宾 Q 值模型,可以有效识别可供选择的投资机会。

托宾 Q 值模型体现的是一种价值投资理念,因此,选择投资机会的关键是寻找市场上价值被低估的资产。而资产的价值取决于未来相关收益的增长机会,所以,投资机会的识别还要进一步分析影响未来收益增长的因素,如资源的赋存状况、技术创新能力、管理水平、市场容量等,并利用相关估价模型将这些影响因素融于资产价值评估中,从而判定资产的实际价值,以寻求价值被低估的资产。

托宾 Q 值模型不仅具有识别投资机会的功能,而且具有识别融资机会的功能。当 $Q>1$ 时,说明企业的市价高于企业资产的重置成本,此时,企业若发行证券可以获得较高的溢价。因此企业应抓住机会发行证券融资,以扩大企业规模,进一步提高竞争实力。而当 $Q<1$ 时,说明企业融资成本相对较

高。所以,利用托宾 Q 值模型也可以识别融资机会。

3. 盈亏平衡分析法。影响盈利区域变化的因素包括业务量、价格、变动成本、固定成本、税负水平、产品结构等。从盈亏平衡原理可知,要扩大盈利区域可以上移收入线、下移成本线、外拉业务量线,或兼而有之。可以通过对影响收入线、成本线与业务量线的因素变化趋势的分析达到识别投资机会的目的。通过因素变化趋势结果的分析,利用连环替代法,可以判断出某一个因素变化的结果对盈利区域的影响,由此,也可以进一步判断潜在的投资机会。

4. 融资窗口分析法。在一定理财时空条件下,企业可以选择的融资机会是有限的。对企业来说,正确识别融资时空变化是识别融资机会的前提。所谓融资窗口是指在一定财务状态下可供选择的融资市场或融资渠道。由于财务状态和进入融资市场条件的限制,企业所拥有的融资渠道是一定的。但是,财务状态的变化和进入融资市场限制条件的变化又会导致融资窗口选择的变化,这种变化会带来新的融资机会。所以,融资窗口识别模型的关键是如何识别财务状态和进入融资市场条件的变化,及其可能带来的新的融资窗口。如我国企业可以选择在 A 股、B 股、H 股、S 股、N 股等不同市场发行股票融资,至于选择哪种窗口进行融资,需要识别企业的财务状态与每种市场融资的条件及其变化。

5. 或有债权分析法。在不确定性条件下,由于信息的非对称性和不完全性,投资项目的价值具有随机性,因此,为了避免投资不可逆性造成的损失,等待最佳时机出现后投资是企业的最佳策略。具体可以参考以下模型进行投资时机的识别。

$$F(V)=AV^{\beta}$$
$$\beta=\frac{1}{2}-\frac{r-\delta}{\sigma^2}+\sqrt{\left[\left(\frac{r-\delta}{\sigma^2}\right)-\frac{1}{2}\right]^2+\frac{2r}{\sigma^2}}$$
$$V^*=\frac{\beta}{\beta-1}I$$
$$A=\frac{V^*-I}{(V^*)^{\beta}}=\frac{(\beta-1)\beta^{-1}}{(\beta)^{\beta}I^{\beta-1}}$$

式中: $F(V)$ 为未开发投资项目的价值; A 、 β 为待定常数; r 为无风险报酬率; δ 为投资者要求的必要报酬率; σ 为投资项目价值的波动率; V^* 为已开发项目的价值; I 为项目投资额。

总之,财务机会是客观存在的,但是,由于不同企业对财务机会识别能力的不同,财务机会给企业所带来的影响也不相同。财务机会识别不仅仅要借助于各种决策模型,而且更依赖于企业家的警觉、先验信息、认知模式、价值取向和创造性思维方式等主观因素。

主要参考文献

1. 吴树畅.相机财务论:不确定性条件下的财务行为选择研究.北京:中国经济出版社,2005
2. 汪良军,杨蕙馨.创业机会与企业家认知.经济管理,2004;15
3. 迈克尔·波特.竞争战略.北京:华夏出版社,1997
4. 阿维纳什·迪克西特,罗伯特·平迪克著.朱勇等译.不确定条件下的投资.北京:中国人民大学出版社,2002