

金融

衍生产品避险的

财务效应、价值效应和 风险管理研究

陈炜 沈群 著



经济科学出版社
Economic Science Press

金融衍生产品避险的 财务效应、价值效应和 风险管理研究

陈炜 沈群 著

经济科学出版社

责任编辑：刘 昕

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

**金融衍生产品避险的财务效应、
价值效应和风险管理研究**

陈炜 沈群 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 7.375 印张 190000 字

2008 年 3 月第 1 版 2008 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6970 - 7/F · 6221 定价：22.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

金融衍生产品避险的财务效应、价值效应和风险管理
研究 / 陈炜, 沈群著. —北京: 经济科学出版社, 2008.3

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6970 - 7

I. 金… II. ①陈… ②沈… III. 金融市场 - 风险管理 - 研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 022631 号



作者简介

陈炜博士，男，1973年4月出生，浙江永康籍，博士，副教授，2004年7月毕业于厦门大学管理学院，获得管理学博士，专业为管理学。2004年7月进入复旦大学博士后流动站、深圳证券交易所博士后工作站从事博士后研究工作，2006年7月以优秀成绩出站，留深圳证券交易所综合研究所从事证券投资和资本市场建设方面的研究工作。

陈炜博士主要研究方向是金融市场资产定价理论，行为金融和公司财务理论等，其科研水平和能力突出，参加了一系列金融领域的重大研究计划，研究成果丰富，先后在国内核心期刊等杂志公开发表论文十几篇，撰写发表深交所综合研究所研究报告7篇，主持国家自然科学基金一项、省部级课题两项，同时作为主要合作者承担国家自然科学基金两项。



作者简介

沈群，男，1968年出生，湖南湘潭籍，华南理工大学工商管理硕士，厦门大学经济学博士，研究方向是世界经济、跨国公司理财、国际金融等。

封面设计：张卫红 王颖

IN RONG
YAN SHENG
CHAN PIN
BIXIAN
DE
AIWU
XIAOYING
LAZHI
XIAOYING
HE FENGXIA

前 言

金融衍生产品是一种价值取决于一种或多种基础资产或指数的金融合约，企业通过使用金融衍生产品进行风险管理可以起到避险的作用，预先锁定未来的销售、采购价格或者汇率、利率成本，确保经营目标的实现，保证企业稳健经营和持续发展。

随着世界经济发展中不确定性的增强和全球金融市场一体化的进程，全球商品价格、利率及汇率的变动加剧，增加了企业经营的风险，理论界和实务界对使用衍生产品管理风险的关注程度在不断增加。当前，中国企业越来越多地介入跨国贸易和制造行列，面对原材料和产品双方面的商品价格波动风险，中国企业和金融行业对风险管理的需求也日益强烈。

在此背景之下，本书主要结合国内外现状，运用理论分析和实证研究的方法对企业运用金融衍生产品避险的动机、财务效应、公司价值效应和其他效应进行分析，同时还探讨了金融衍生产品避险理论与方法及风险管理等问题。其中的实证部分以我国有色金属加工或生产企业行业的 39 家上市公司 2003 年、2004 年和 2005 年三年的 111 个可观察样本，检验了中国上市公司使用金融衍生产品避险的动机、财务效应和公司价值效应等问题。在研究的基础上，本书提出了我国开展金融衍生产品创新和企业使用衍生产品避险的有价值的政策建议。

通过本书的研究，我们希望：（1）分析中外企业使用金融衍生产品避险的现状及进行国际比较；（2）为中国企业使用衍生产品避险提供理论支持与实证依据；（3）考察我国企业使用金融衍

生产品避险的动机、财务效应和公司价值效应等问题；（4）分析金融衍生产品避险理论与方法、避险活动的风险管理。

本书是在国家自然科学基金项目（项目编号：70502007）和中期协联合研究计划（项目编号：ZZ200508）的系列研究成果基础之上整理完成的，包括已经在学术期刊发表的文章、研究报告和课题成员的博士论文。在国内，到目前为止还没有系统研究我国金融衍生产品避险动机、财务效应和公司价值效应的学术著作，本书研究了我国该领域的一些前沿问题，希望其能够起到抛砖引玉的作用，推进国内学术界对此领域进行更深入的研究。

目 录

第一章 导 论	1
第二章 金融衍生产品与风险管理	6
一、金融衍生产品的定义	6
二、风险管理和避险的定义	7
三、风险种类与工具	10
四、金融衍生产品的作用	11
五、本章小结	15
第三章 海外各国衍生产品市场和避险现状	17
一、海外证券市场金融衍生产品的发展路径	17
二、海外金融衍生产品市场的现状分析	20
三、海外企业使用金融衍生产品避险的现状分析	27
四、企业使用金融衍生产品避险的国际比较	30
五、海外证券市场衍生产品发展动态	32
六、本章小结	34
第四章 我国企业使用衍生产品避险现状分析	35
一、我国金融衍生产品发展过程	36
二、我国金融衍生产品市场现状	38
三、我国企业使用金融衍生产品避险现状	43

四、我国企业使用汇率衍生产品避险现状	48
五、我国商业银行衍生产品业务的历史与现状	50
六、我国发展金融衍生产品存在的问题	57
七、本章小结	58
第五章 公司避险动机的理论分析	59
一、公司避险动机的理论	59
二、公司避险动机的实证	68
三、避险对公司业绩、价值和经营的影响	70
四、本章小结	73
第六章 金融衍生产品使用对公司影响的理论分析	76
一、金融衍生产品使用的财务效应	76
二、金融衍生产品使用的公司价值效应	78
三、金融衍生产品使用的其他效应	79
四、本章小结	85
第七章 金融衍生产品避险理论与方法	88
一、避险理论流派	88
二、传统避险理论	89
三、预期利润最大化理论	90
四、投资组合避险理论	91
五、本章小结	94
第八章 金融衍生产品避险的风险管理	95
一、金融衍生产品的风险	95
二、企业使用金融衍生产品避险的风险	97
三、金融衍生产品的风险管理	100
四、市场风险的定义、衡量工具、计算及应用	101

五、本章小结·····	121
第九章 金融衍生产品市场的案例研究 ·····	122
一、金融衍生产品市场的宏观经济功能案例·····	122
二、中国公司使用衍生产品进行套期保值的案例分析·····	125
三、其他套期保值案例分析·····	132
四、套期保值案例中成败原因分析·····	134
五、本章小结·····	139
第十章 我国上市公司使用金融衍生产品 避险动机的实证研究 ·····	141
一、研究假说·····	142
二、检验变量的选择·····	148
三、描述性统计·····	148
四、实证模型·····	150
五、实证结果与分析·····	152
第十一章 金融衍生产品避险的财务效应 实证研究之一（资本结构） ·····	155
一、研究假说·····	155
二、检验变量和控制变量选择·····	155
三、描述性统计·····	157
四、实证模型·····	158
五、实证结果与分析·····	160
第十二章 金融衍生产品避险的财务效应 实证研究之二（股利政策） ·····	162
一、研究假说·····	162
二、检验变量和控制变量的选择·····	162

三、描述性统计·····	164
四、实证模型·····	165
五、实证结果与分析·····	166
第十三章 金融衍生产品避险之公司价值效应的实证研究·····	168
一、研究假说·····	168
二、检验变量和控制变量的选择·····	168
三、实证模型·····	171
四、实证结果与分析·····	172
第十四章 中国企业避险的实证结果与国际比较·····	176
一、金融衍生产品避险的财务效应·····	176
二、金融衍生产品避险的公司价值效应·····	185
第十五章 我国发展金融衍生产品相关问题·····	187
一、我国发展金融衍生产品市场的环境·····	187
二、金融衍生产品创新的目标与动机·····	190
三、我国金融衍生产品创新的主体与难点·····	192
四、发展我国金融衍生产品市场的规划·····	193
第十六章 结论与政策建议·····	202
参考文献·····	213

第一章

导 论

金融衍生产品是一种金融合约，其价值取决于一种或多种基础资产或指数，合约的基本种类包括远期、期货、互换（互换）和期权，其可以起到套期保值、防范风险的作用。企业通过参与金融衍生产品市场进行风险管理，预先锁定未来的销售、采购价格或者汇率、利率成本，确保经营目标的实现，保证企业稳健经营和持续发展。

风险管理的主要内容是通过运用金融衍生产品、保险或其他工具管理公司面临的商品价格风险、利率风险和汇率风险。随着全球资本市场的发展和风险管理需求的增长，跨国企业运用金融衍生产品在过去 20 年间迅速增长，全世界的企业将大量的资源用于风险管理，全球期货、期权交易量连年大幅度增长，其重要性正在日益增强。

目前，全世界的企业都将大量的资源用于风险管理，其主要目的就是要通过金融衍生工具管理企业面临的汇率风险和利率风险。世界互换与衍生产品协会（ISDA）2003 年的调查表明，世界 500 强企业有 92% 的企业使用衍生产品管理风险；78% 运用汇率衍生产品管理汇率风险；85% 运用利率衍生产品管理利率风险；12% 运用商品衍生产品管理商品价格风险。其中美国、日本、法国、英国和德国避险企业比例分别是 94%、91%、92%、100% 和 94%。

随着经济金融全球化的不断发展，中国以“世界工厂”屹立于东方，目前中国已成为全球最大的黑色金属、有色金属、农产品、能源的生产与消费国之一，在全球新增资源消费比例上更是占

据着 50% 以上的份额，“中国因素”成为全球商品价格的风向标。随着金融创新和金融自由化使全球金融体系一体化加强，中国企业越来越多地受到国际经济金融环境的影响，面临着油价上涨、全球升息、美元贬值、国际政治纷争等诸多不可控因素，国际金融市场上的利率和汇率的波动日益剧烈，金融风险跨境传染性增大，加上中国企业越来越多地介入跨国贸易和制造行列，面对原材料和产品双方面的商品价格波动风险，使得中国企业对风险管理的关注程度在不断增加，监管部门也表示要积极发展金融衍生产品；为国内企业提供用于避险的新型金融工具，金融期货交易所的建立则正是体现了中国企业和金融行业对风险管理工具的强烈需求。

我国经济目前处于一个稳定的高速发展时期。伴随持续的改革开放政策、WTO 谈判的成功，越来越多的中国企业参与到国际贸易中，而国际金属、石油、粮食等原材料市场价格的巨幅波动，汇率上下震荡，给企业造成愈来愈大的影响和风险，迫使他们在国际金融衍生产品市场对原材料和汇率等进行套期保值以规避风险。

企业进行衍生产品交易的最原始的动机是避险（套期保值）。以制造业为例，原材料价格的波动幅度一般大于中间产品和终端产品的价格波动幅度。2003 ~ 2004 年天胶现货市场的历史性大涨行情，将众多以天胶为原材料的橡胶轮胎企业推至亏损乃至倒闭的边缘；2004 ~ 2005 年铜现货市场的暴涨行情，使众多以铜为原材料的电缆企业面临损失的境地；2003 ~ 2004 年大豆现货市场的牛市，使以大豆为原材料的榨油企业遭遇全行业亏损局面。当前企业面临国际一体化进程，其生产经营受到汇率、利率以及股票市场的影响日益加大，适度利用金融衍生产品市场对冲企业经营风险已经成为许多企业的必然选择。

在此背景之下，本书主要结合国内外现状，运用理论分析和实证研究方法对企业运用金融衍生产品避险的动机、财务效应、公司价值效应和其他效应进行分析，同时还探讨了金融衍生产品避险理

论与方法、金融衍生产品交易的风险管理等问题。在研究的基础上,本书试图提出我国开展金融衍生产品创新和企业使用衍生产品避险的有价值的政策建议。

其中本书的实证部分以我国有色金属加工或生产企业行业的39家上市公司(见表1-1)2003年、2004年和2005年三年的111个可观察样本,检验了中国上市公司使用金融衍生产品的动机、财务效应和公司价值效应等问题。

表 1-1

实证检验样本

单位:亿元

公司代码	公司名称	总资产	公司代码	公司名称	总资产
000039	中集集团	168.9425	600111	稀土高科	20.56123
000055	方大 A	12.41874	600114	宁波东睦	10.73858
000060	中金岭南	49.47274	600165	宁夏恒力	13.84813
000612	焦作万方	29.59372	600205	山东铝业	36.57022
000630	铜都铜业	63.36717	600219	南山实业	30.06025
000639	金德发展	2.617771	600296	兰州铝业	35.66432
000657	中钨高新	13.18677	600362	江西铜业	113.8118
000751	锌业股份	53.86549	600373	鑫新股份	6.699321
000778	新兴铸管	80.2117	600432	吉恩镍业	13.53938
000807	云铝股份	41.55907	600456	宝钛股份	10.90326
000831	关铝股份	44.59156	600459	贵研铂业	5.449875
000878	云南铜业	71.88721	600531	豫光金铅	15.17776
000890	法尔胜	33.4448	600549	厦门钨业	21.94188
000926	福星科技	30.81988	600558	大西洋	10.40574
000960	锡业股份	28.67264	600595	G 中孚	36.23889
000962	东方铝业	13.54404	600782	新华股份	5.801691
000970	中科三环	15.44387	600888	新疆众和	14.05658
002026	山东威达	5.508655	600961	株冶火炬	20.40419
002032	G 苏泊尔	13.58678	600992	贵绳股份	10.70036
002035	华帝股份	5.539612			

通过该项研究^①，我们希望：（1）分析我国上市公司使用衍生产品避险的现状及其国际比较；（2）为中国企业使用衍生产品避险提供理论与实证依据；（3）考察企业使用金融衍生产品避险的动机、财务效应和公司价值效应等问题；（4）分析金融衍生产品避险理论与方法、金融衍生产品交易的风险管理。

本书的其余部分结构如下：

第二章是金融衍生产品与风险管理，主要介绍了相关背景和概念；第三章是世界各国衍生产品市场和衍生产品使用现状，分析了世界各国衍生产品市场和衍生产品使用现状；第四章为我国企业使用衍生产品避险现状分析，详细分析了我国金融衍生产品市场和企业避险的现状；第五章为企业使用金融衍生产品动机的理论分析，主要对公司使用衍生产品的动机和公司特征进行理论分析；第六章为金融衍生产品使用对公司影响的理论分析，包括避险的财务效应、公司价值效应和其他效应；第七章为金融衍生产品避险理论与方法，主要介绍经典财务理论的避险理论和方法；第八章为金融衍生产品避险的风险管理，主要介绍金融衍生产品避险活动中经常使用的数量化的方法；第九章为金融衍生产品市场的案例研究，主要从宏观经济效应和企业微观角度方面分析金融衍生产品使用的案例；第十章至第十三章是实证研究部分，分别就使用金融衍生产品避险的动机、财务效应（资本结构与股利政策）和公司价值效应进行了实证检验；第十四章为中国

^① 本研究受到了国家自然科学基金项目（项目编号：705020071）和中期协联合研究计划（《期货交易对企业财务、决策及业绩的影响的研究》，项目编号：ZZ200508）资助，在此表示感谢，并感谢课题组成员的参与和协作。本书主要在课题的系列研究成果基础之上整理完成的，主要内容来自以下四个部分：（1）中期协联合研究计划课题组结题报告，《金融衍生产品使用对公司财务、决策和业绩的影响》，2005年12月。（2）陈炜，《金融衍生产品使用影响上市公司财务政策与公司价值吗？》、《中国证券市场产品创新研究》，深交所研究报告，2006年、2007年。（3）沈群，《金融衍生产品对企业财务与经营业绩的影响——中外比较研究》，厦门大学博士论文，2007年6月。（4）课题组成员在学术期刊发表的若干篇文章。

实证结果与国际比较，主要分析了本书研究结果与国外理论和实证结果的差异；第十五章为我国发展金融衍生产品市场的建议，主要在前文理论、实践和实证分析的基础之上提出我国开展金融衍生产品创新的相关建议。最后一章是结论与政策建议，对本书的重要结果和政策结论进行了总结分析。