

非金融公司 风险管理动机与效应研究

FEIJINRONG GONGSI
FENGXIAN GUANLI DONGJI YU
XIAOYING YANJIU

戴致光 © 著

非金融公司 风险管理动机与效应研究

FEIJINRONG GONGSI
FENGXIAN GUANLI DONGJI YU
XIAOYING YANJIU

戴致光 ◎ 著



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

图书在版编目(CIP)数据

非金融公司风险管理动机与效应研究/戴致光著. —北京:
首都经济贸易大学出版社, 2017. 9

ISBN 978 - 7 - 5638 - 2610 - 0

I. ①非… II. ①戴… III. ①上市公司—金融管理—
研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 023328 号

非金融公司风险管理动机与效应研究

戴致光 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)

电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)

网 址 <http://www.sjmcb.com>

E-mail publish@cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

印 刷 人民日报印刷厂

开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16

字 数 162 千字

印 张 10.25

版 次 2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 2610 - 0/F · 1456

定 价 35.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换

版权所有 侵权必究

本专著是辽宁省教育厅人文社会科学研究项目非
金融公司风险管理动机与效应研究(w2013333)、大连
海洋大学博士科研启动基金研究成果

序 言

在西方,尤其是美国,在 20 世纪 70 年代就开始了关于非金融公司套期保值动机与效应的研究,但至今也没有形成一致的定论。关于套期保值动机与效应,现有的研究主要是从提升公司(股东)价值角度出发的,非金融公司套期保值能否为公司(股东)创造价值呢?根据套期保值理论,在 MM 理想世界中风险管理不能提升股东价值,非金融公司的套期保值只有在真实的不完美的资本市场中才能为股东创造价值,比如套期保值可以减少财务困境成本,提高负债比例,发挥税盾优势,协调投融资,减少昂贵的外部融资,协调管理者行为,以及减少公司所得税。但在实证检验中却得出了比较混乱的结论,有的研究支持理论(或部分支持),有的研究得出了与理论不同甚至截然相反的结论。

在我国的套期保值实践中,接连发生了株洲冶炼事件、中航油事件、东方航空事件及中国远洋事件等,由于这些企业购买了以套期保值为目的的衍生品而发生巨额亏损,有的倒闭了,有的虽没有倒闭,但国家却付出了巨额资金进行拯救。从以上的事件中可以看出,这些企业的套期保值不但不能如理论所说提升公司价值,反倒使公司价值遭受了致命的损失。以上这些事件是普遍现象还是个案呢?如果是普遍现象的话,那么说明实践中的套期保值并不能提升公司价值。这与以上理论分析相悖,那么,是理论错了吗?

尽管从理论上来说,如果运用得当,套期保值可以提升公司价值,但以往的研究都忽视了套期保值决策的一个重要因素——管理者对套期保值的影响,尤其是当套期保值对公司有利而对管理者不利时,管理者会怎样行动,他还会与提升公司价值的套期保值决策相向而行吗?基于此,本书首先对非金融公司套期保值这一行为进行理论分析,建立以新制度经济学为基础的理论分析框架,在这个框架下,把人假设为最大化自身效用的充分理性的机会主义者。企业是由一系列契约关系所构成的联合体,企业的本质是各种生产要素所

有者之间契约的集合,企业是所有这些契约的建立过程和执行过程的总和。现代企业制度最重要的特点是所有权与控制权的分离,各种生产要素所有者把自己的生产要素交由拥有企业家才能的管理者控制经营。在企业这个联合体内,各种生产要素的所有者都在最大化自身的效用,其中最重要的两种生产要素——资本与企业家才能的所有者股东和管理者是最重要的两个利益相关者。双方都在最大化自身的效用,同时他们具有不同的效用函数,这样他们的利益就会产生矛盾。

套期保值这个行为可以把现金流从较多的一种状态挪到较少的另一种状态,它并没有增加企业的现金流总量,只是减小了现金流的波动,把现金流从较多的状态挪到较少的状态,降低了现金流极端值出现的可能性,降低了财务困境出现的概率,降低了财务困境成本;可以提高企业的负债容量,充分发挥税盾优势;减少了现金流极端低值情况下筹集投资所需的昂贵的外部资金以及在税收函数为凸的情况下减少公司所得税,这些都降低了各种所谓的摩擦成本,提升了公司价值。但套期保值是需要成本的,如果成本超过了公司价值提升,那就是得不偿失的,反而会降低公司价值。这是从公司或股东利益角度进行的分析,接下来从管理者的角度进行分析。管理者在公司中拥有不可分散的控制权个人收益,如高额薪金、在职消费、转移公司资源获利等。管理者获得以上收益的前提是“在位”,失去了现有职位,一切私人收益都将化为乌有;管理者失去现有职位后转换工作的成本是十分巨大的,因此,管理者必然全力维护现有的职位,避免被解雇或替换的发生。所以除非给管理者一个较高的报酬,他才会去承担风险。极端低劣的业绩对管理者的职位是一个很大的威胁,管理者为了保住自己的职位必然要极力避免这种极端低劣业绩的出现。套期保值就是避免极端低劣业绩出现的一个很好的工具,即使套期保值的使用成本大于其收益,管理者也在所不惜。在股权分散的“弱股东、强管理者”的情况下,股东几乎没有动力和能力掌控公司控制权,而管理者拥有董事会授予的直接的契约决策权,实际上成为公司的掌控者(默克、施莱弗和维什尼,1988),在这种情况下,管理者几乎不用为自己的机会主义行为承担任何成本。

接下来,本书对以上理论分析的正确性进行了实证检验。

首先,根据前人针对套期保值的主流研究所提出的理论假设,如果公司进

行套期保值的动机是公司价值最大化,管理者就要根据不同的公司特征,有针对性地决定是否进行套期保值以及套期保值的程度进行决策,那样的话,套期保值将与这些公司特征高度相关。在本书的实证检验中,如果套期保值与这些公司特征相关,并且方向也与假设相同,则证明管理者套期保值决策的动机是公司价值最大化;如果套期保值与这些公司特征不相关,或者虽相关但方向与假设不同,则说明管理者的套期保值动机有可能不是公司价值最大化。本书选取了有色金属行业上市公司作为样本进行实证检验,没有找到相关的证据,证明管理者进行套期保值的出发点是公司价值最大化。

其次,在以上研究结果的基础上,本书认为管理者进行套期保值的动机有可能并不是公司价值最大化。那么套期保值究竟是提升了公司价值,还是降低了公司价值呢?本书从公司价值最大化角度出发,实证检验了套期保值对公司价值的影响。根据实证检验的结果,本书指出套期保值对公司价值的影响是负面的,或至少是不显著的。由此证明了套期保值的动机并不是提升公司价值,并且实际上也没有提升公司价值。

再次,证明了套期保值的动机是管理者防御,防御的管理者要根据企业的现金流状况有选择地实施套期保值政策,从而达到管理者防御的目的。本书从管理者防御出发,实证检验了管理者防御对套期保值的影响。本研究根据高阶管理理论,以管理者的人口统计特征作为管理者防御的代理变量进行实证检验,随后用特定的方法把这些人口统计特征组合到一起计算出管理者防御指数并以其作为管理者防御程度的代理变量,再检验管理者防御指数与套期保值的相关程度。

最后,基于管理者防御,对套期保值效应进行了研究。管理者防御形成壁垒,意味着管理者不受公司治理和控制机制约束,或者利用公司资源制造出迎合公司治理和控制机制的状态,使自己受益而使公司受损,管理者追求自身利益最大化成为可能。管理壁垒效应直接表现为对管理者变更的影响,因此,在前面研究的基础上,本书对我国上市公司管理者利用套期保值进行防御,形成壁垒为自己谋利——影响管理者变更进行实证检验。

本书的创新点主要体现在以下几个方面:

第一,尝试利用新制度经济学的框架对套期保值行为进行理论分析。以前

的研究,鲜见将套期保值行为置于一个统一的严谨框架下进行研究,对套期保值行为背后的理论机制的发掘不够深入。本书将套期保值行为放在新制度经济学的框架下进行研究和分析,尤其从风险承担的角度分析了套期保值对股东效用的影响;对基于个人效用最大化考虑并且是公司套期保值行为的决策者——管理者的影响进行了分析,为以后的研究打下了坚固的理论基础。

第二,与前人研究套期保值的公司价值最大化动机假设不同,本书把着眼点放在管理者防御上,构建了基于管理者防御动机的套期保值动机与效应的研究。首先从理论上分析了管理者进行套期保值的动机是管理者防御;其次,建立管理者防御指数来度量管理者防御程度,并且检验了管理者防御与套期保值的相关性;最后,利用管理者防御效果的度量指标——管理者变更对管理者利用套期保值进行管理者防御的效果进行实证检验,结论证实了本书假设的正确性。

第三,前人基于公司价值最大化的套期保值的研究存在一个悬而未决的问题,那就是未能很好地解决套期保值与其他公司特征的内生性问题,比如套期保值与杠杆的相互影响。套期保值降低了公司现金流的波动,降低了财务困境风险,扩大了企业的负债容量,企业可以举借更多的债务(债务利息可以享受税收抵扣的好处),更多的债务使杠杆更高,更高的杠杆又需要进行更多的套期保值来降低财务困境成本。这样,更高的杠杆需要更多的套期保值,而更多的套期保值又可以举借更多的债务,形成更高的杠杆,两者交互上升,互相影响,产生了比较严重的内生性问题。本研究采用工具变量法和两阶段最小二乘法对解决内生性问题做了初步尝试。

第四,首次尝试采用列联表对套期保值公司特征进行分析。本书中使用的变量既有定量计量的,也有定性计量的,对于最主要的变量——套期保值的度量,本书采用了定性计量,因此,不同于以往其他研究,本书首次在套期保值研究中采用了列联表分析。对于个别定量计量的变量,本书进行了如下处理:首先,计算各变量的均值;其次,用各样本变量值减去样本变量均值;最后,把得到的差值分为高、低两组,高组和低组分别赋值 1 和 0,即把定量变量转换为定性变量。

本书的研究仍是属于尝试性的,加之作者研究水平和能力所限,仍然存在

诸多不足,尚待在以下几方面深入研究:

企业套期保值研究具有一定的复杂性,首先是理论框架的问题,本书的研究是建立在统一的理论框架之下的,但不同的人在不同时期其行为的动机可能有所不同,对套期保值的决策也会不同,因此对套期保值行为的研究不但需要在一个框架下进行统一研究,还需要开展对个案进行分析的案例研究。其次,本书对公司是否进行套期保值以是否使用衍生品为标准进行判断,其实公司的套期保值工具不仅仅是衍生品,还可以利用其他工具进行套期保值,比如进行多元化经营。最后,由于会计披露的限制,本书只获得了企业是否使用衍生品的数据,而无法获得衍生品的具体使用数量,从而无法计量各公司的套期保值程度指标,这可能会在一定程度上对本研究产生影响。



责任编辑：群 力

封面设计： 砚祥志远·激光照排
TEL: 010-65976003

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目标	4
1.3 概念界定	7
1.4 研究内容与结构安排	9
2 文献综述	13
2.1 套期保值动机	13
2.2 套期保值效应	19
2.3 管理者防御	22
2.4 文献评述	24
3 理论基础	26
3.1 委托—代理模型	27
3.2 隐性合约	37
3.3 本章小结	41
4 套期保值动机初步分析	43
4.1 引言	43
4.2 理论分析与研究假设	43
4.3 研究设计	52
4.4 实证结果	56
4.5 本章小结	70
5 基于公司价值最大化的套期保值效应分析	71
5.1 引言	71
5.2 理论分析和文献回顾	72
5.3 研究设计	74
5.4 实证分析	75

5.5 本章小结	80
6 套期保值与管理者防御	81
6.1 引言	81
6.2 理论分析与研究假设	82
6.3 研究设计	94
6.4 实证结果	96
6.5 本章小结	103
7 基于管理者防御的套期保值效应的研究——套期保值与管理者变更 ...	104
7.1 引言	104
7.2 理论分析与研究假设	105
7.3 研究设计	109
7.4 实证结果	113
7.5 本章小结	123
8 结论与政策建议	124
8.1 主要研究结论	124
8.2 政策建议	127
8.3 主要创新点及不足	130
参 考 文 献	132

图 目 录

图 1-1	全球衍生品交易额统计	2
图 1-2	股东价值、管理者防御与套期保值研究框架	12
图 4-1	税后公司价值和公司税赋与税前公司价值函数关系	45
图 4-2	当存在破产成本时税后公司价值与税前公司价值函数关系	47
图 7-1	套期保值降低亏损可能性示意	109

表 目 录

表 4-1	套期保值动机分析变量定义及计量	55
表 4-2	套期保值公司统计	56
表 4-3	套期保值动机样本描述性统计	57
表 4-4	套期保值与利润总额列联表	60
表 4-5	套期保值与资产负债表列联表	61
表 4-6	套期保值与长期资本负债率列联表	61
表 4-7	套期保值与利息保障倍数列联表	62
表 4-8	套期保值与市净率列联表	62
表 4-9	套期保值与管理者持股列联表	63
表 4-10	套期保值与管理者薪酬列联表	63
表 4-11	套期保值与股利发放列联表	64
表 4-12	套期保值与现金比率列联表	64
表 4-13	套期保值与营业收入列联表	65
表 4-14	套期保值与公司性质列联表	65
表 4-15	解释变量相关性分析	66
表 4-16	套期保值动机回归结果	69
表 5-1	套期保值公司与非套期保值公司的特征比较	75
表 5-2	套期保值对公司价值的总效应	76
表 5-3	考虑内生性后套期保值对公司价值的总效应	79
表 6-1	变量及变量定义	95
表 6-2	变量描述统计	96
表 6-3	变量相关性统计	97
表 6-4	多元统计回归结果	98
表 6-5	管理者防御指数与套期保值回归结果	101
表 6-6	分所有制回归结果	102

表 7-1 变量定义与计量一览112

表 7-2 有色金属行业 2005-2011 上市公司董事长/总经理变更状况统计113

表 7-3 主要变量描述性统计115

表 7-4 公司业绩与总经理变更列联表115

表 7-5 公司业绩与董事长变更列联表116

表 7-6 套期保值对公司业绩与总经理变更敏感性影响的列联表117

表 7-7 套期保值对公司业绩与董事长变更敏感性影响的列联表118

表 7-8 假设 1 的回归结果120

表 7-9 假设 2 的回归结果121

表 7-10 假设 3 的回归结果122

1 绪 论

1.1 研究背景

2007 年,爆发全球金融危机,据统计,截至 2008 年 10 月底,央企从事金融衍生品业务合约市值为 1 252.0 亿元,形成了 114.0 亿元的浮动净亏损(浮盈 49.8 亿元,浮亏 163.8 亿元)。在境内的合约市值为 357.4 亿元,形成了 1.3 亿元的浮动净亏损(浮盈 4.5 亿元,浮亏 5.8 亿元);在境外的合约市值为 894.6 亿元,形成了 112.7 亿元的浮动净亏损(浮盈 45.3 亿元,浮亏 158.0 亿元)。消息公开后,举国大哗,国务院国有资产监督管理委员会在 2008 年 11 月紧急叫停了央企衍生品交易,要求企业查明原因,采取应对措施。至此,以金融衍生品为工具的套期保值走进了公众的视野。

然而,这并不是我国企业衍生品交易遭遇的第一次滑铁卢。

2005 年,中盛粮油在芝加哥期货交易所(CBOT)进行大豆和豆油期货套期保值失手,造成巨额亏损。中盛粮油 9 月公布的半年报显示,上半年公司大豆油业务产生现货经营亏损约 6 092.1 万港元;加上额外拨备和期货交易亏损,亏损总额达到 1.868 3 亿港元。

2005 年,根据路透及其他境内外媒体报道,中国国家储备局在伦敦金属交易所(LME)的铜期货上做空被套,国际基金不断推高铜价逼空国储,造成国家物资储备调节中心 6.06 亿美元的巨额经济损失。

2004 年,根据路透及其他境内外媒体报道,中国航油(新加坡)股份有限公司从事投机性原油期货和航空煤油期权等衍生品交易,造成 5.5 亿美元的巨亏。

1997 年,根据路透及其他境内外媒体报道,株洲冶炼厂在伦敦金属交易

所(LME)从事锌保值期间,做空伦敦锌,最后造成近 15 亿元人民币的亏损。

既然中国企业一而再、再而三地陷落在以衍生品交易合约为工具的套期保值上,一次比一次数额巨大,为什么中国企业还是进行以衍生品交易合约为工具的套期保值,且一次比一次涉及更多的企业?

根据国际清算银行(BIS)的统计,20 世纪 90 年代以来,世界衍生品交易发展迅猛,截至 2012 年 6 月底,全球场外交易(OTC)衍生品市场的未结清合约总的名义金额为 639 万亿美元,而 1998 年这一数据是 8 万亿美元。2006—2012 年各年全球衍生品合约总额及各品种合约金额如图 1-1 所示。

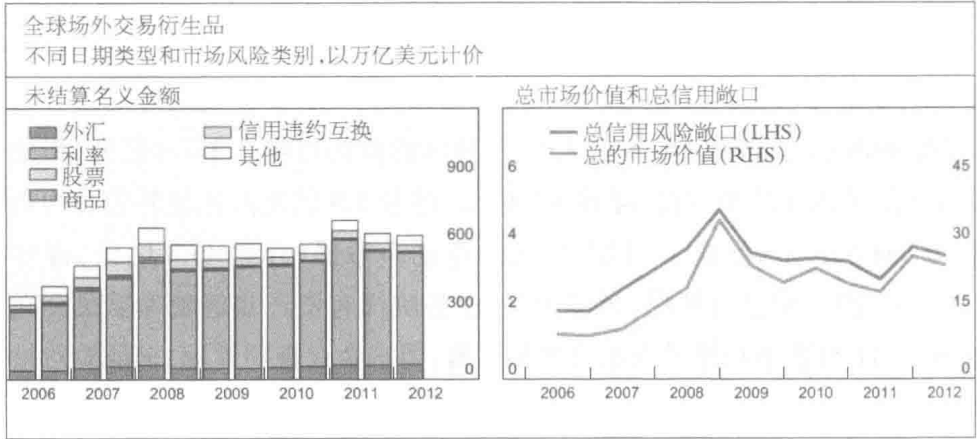


图 1-1 全球衍生品交易额统计

资料来源:国家数据;国际清算银行计算。

巴特拉姆(Barttram, 2003)对世界范围内的 48 个国家的 7 297 家非金融公司衍生品使用情况进行了调查研究,发现在这 7 297 家非金融公司当中,有 59.8% 的公司使用衍生品,其中,使用外汇衍生品的公司占比 43.6%,使用利率衍生品的公司占比 32.5%,使用商品价格衍生品的公司占比 10%。这些公司在面对不同的财务风险时使用的衍生品也不同:面临外汇风险时,35.3% 的公司使用远期,11% 的公司使用互换;面对利率风险时,28.8% 的公司使用互换,0.6% 的公司使用远期。使用非线性衍生品的公司相对来说较少,9.6% 的公司使用外汇期权,7.3% 的公司使用利率期权。从巴特拉姆的统计中我们可以看出,以金融衍生品为工具的套期保值在世界范围来看是一个普遍的现象。

巴特拉姆的统计也包括 36 家中国公司,其中,使用金融衍生品进行套期