

我国企业套期保值的价值效应分析

李新 李燕华^①

【摘要】 本文通过手工检索 2007-2013 年我国 A 股上市公司的财务报告, 获取我国企业运用衍生工具的总体现状和特点, 在定性分析基础上, 选取 2007-2013 年沪深 300 指数包含的样本公司为研究对象, 定量分析我国企业套期保值与企业价值的关系, 发现我国企业运用衍生工具套期保值进行风险管理微弱的降低了企业价值, 而影响套期保值效果的主要包括宏观、政策性因素和微观、操作性因素。

【关键字】 套期保值 企业价值 影响因素

Value Effect Analysis of Chinese Enterprises to participate in hedging

Li Xin Li Yan-hua

Abstract: Through manual searches of the 2007-2013 A-share listed company's financial reporting to obtain the overall situation and characteristics of situation of China's company. Based on the qualitative analysis, selected sample companies in Shanghai and Shenzhen 300 Index from 2007 to 2013, to analyze relationship between business value and hedging, found that companies use derivatives to hedge risk weak reduced the enterprise value. And the impact of hedging effects include macro and micro policy factors, operational factors.

Keywords: Hedging Enterprise Value Factors

一、引言

金融衍生工具作为风险管理的重要手段, 具有转移和化解风险的功能, 在很大程度上降低了企业所面临的未来不确定性。在全球经济和金融一体化的形势下, 随着我国市场经济的发展和衍生产品市场的不断完善, 越来越多的企业运用衍生工具进行套期保值将是大势所趋, 加上我国还处在汇率改革和利率市场化的进程中, 随着汇改和利率改革的推进, 企业也将面临跟多汇率和利率波动的风险。与欧美等发达国家相比, 我国衍生产品市场还处在初级阶段, 企业对衍生工具的认识和运用水平也需要不断提升, 不少企业由于运用衍生工具不当造成了巨大亏损, 例如中信泰富、中国远洋、东方航空等巨额亏损事件, 市场上也出现了质疑的声音: 衍生工具运用是降低企业风险还是提升了企业风险? 能否增加企业价值? 本文将通过实证研究的方式, 考察我国企业运用衍生工具套期保值进行风险管理对企业价值的响。

二、文献综述

Stulz 首次运用现代金融理论来分析使用衍生工具进行风险管理能产生的价值效应, 此后其他学者纷纷从各个方面对这一问题进行分析, 诸多的学者从各种角度解释使用衍生品是因为我们所处的市场并不是完美的, 如存在破产成本、税收负担、代理成本等 (Stulz, 1984、1990; Froot, 1993; Mello 和 smith, 1999)。现有的研究主要集中在这三方面: 一是使用衍生品套期保值降低了企业财务困境 (Smith 和 Stulz, 1985; Warner, 1977); 二是套期保值, 可降低企业的预期税

^①[作者简介] 李新, 首都经济贸易大学金融学院教授、经济学博士, 研究方向: 金融市场、金融风险。

收负担 (Smith 和 Stulz, 1985; Mayers 和 Smith, 1982); 三是套期保值可以避免投资不足 (Scharfstein 和 Stein, 1993, Froot 和 Stein, 1998); 四是套期保值能够减少代理冲突 (DeMarzo 和 Duffie, 1995)。

运用衍生工具进行风险管理能否提升企业价值也一直以来是学术界争议的焦点, 具体而言, 主要有以下两种观点: 一是衍生工具使用不影响企业价值。莫迪格利安尼提出的 M-M 定理(Medisliani 和 Miller, 1958), 认为在市场完美假设下, 公司的资本结构不影响企业价值, 基于此, 企业运用衍生品进行套期保值不影响企业的价值(Grinblatt 和 Titinan,1998)。二是衍生工具使用影响公司价值。一方面公司使用衍生工具可以通过减少税收、降低财务困境成本与破产成本、避免投资不足、降低融资成本等方式提升公司价值, 另一方面, 由于委托代理问题的存在, 经理层自利论认为公司使用衍生产品是为了经理层财富的最大化, 但却会降低公司价值 (Tufano,1998)。

三、我国企业运用衍生工具的现状分析

我国衍生产品市场经过二十余年的发展, 已经初具规模。截止到 2015 年 3 月, 国内共有 46 个品种可以上市交易, 其中商品期货 43 个, 金融期货 3 个, 各个交易所交易的产品总数为上海期货交易所 12 个, 大连商品交易所 16 个, 郑州商品交易所 15 个, 中国金融期货交易 3 个, 而 2013 年 12 月 31 日, 国内可上市交易的期货品种仅有 32 个, 由此中国衍生工具种类日益丰富可见一斑。

为了对我国企业衍生工具的使用情况有一个全面了解, 笔者以 2007-2013 年 A 股上市公司为研究对象, 由于 ST 上市公司的财务数据通常存在异常情况, 样本中将 ST 上市公司剔除, 在年度报告中手工输入 “衍生”、“套期”、“远期”、“期货”、“期权”、“掉期”、“互换”、“CDO”、“CDS”、“NDF” 等关键词, 查看我国上市公司运用衍生工具的数量、品种、对冲的风险类型及盈亏情况, 发现我国企业在运用衍生工具现状上存在以下特点:

(一) 参与套期保值企业逐年增加, 但整体参与程度低

表 1 反应了历年样本企业使用衍生工具的数量及比例, 从表中可知, 从 2007 年到 2013 年, 在年度报告中披露了运用衍生工具的企业总数逐年增加, 从 2007 年的 66 家增加到 2013 年的 133 家, 但总体参与程度却不高, 整个市场参与套期保值的企业比例不足 10%, 与发达国家相距甚远。

表 1 样本企业使用衍生工具的数量及比例

年度 指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
样本企业总数	1646	1715	1871	2200	2364	2424	2501
样本企业增长率	—	3.26%	8.77%	18.97%	6.78%	5.50%	4.69%
其中: 参与套期企业数	66	98	117	135	118	125	133
套期企业比例	3.98%	5.73%	6.29%	6.10%	4.99%	5.01%	5.09%
套期企业增长率	—	48.48%	19.39%	15.38%	-12.59%	5.93%	6.40%

（二）使用衍生品品种及管理风险种类单一

我国企业运用最多的衍生工具主要有远期、期货和掉期，其他的衍生产品如期权等则较少运用，使用的衍生品种类单一（具体情况见表 2）。企业是否使用衍生工具以及使用何种衍生工具往往和行业的经营特点、风险特征以及所处的市场环境密切相关，例如上市公司主要运用远期对冲汇率风险，运用期货对冲大宗商品风险，而利率风险管理则普遍使用掉期工具，结合企业管理的风险种类和使用的衍生工具，不难发现这与我国是制造业大国，面临大额的原材料和商品价格风险敞口，而产成品往往用于出口因此面临外汇风险敞口有关。

表 2 上市公司运用衍生品品种及管理风险种类的统计

类别	远期	期货	期权	掉期	其他	总计
汇率风险	34	0	6	4	0	44
商品风险	3	23	6	1	3	36
利率风险	0	0	0	16	0	16
总计	37	23	12	21	3	

（三）参与套期保值的企业存在行业集群现象

笔者在统计的过程中发现我国企业套期活动存在行业集群的现象，按照证监会十三类行业的分类标准，制造业中使用衍生工具进行风险管理企业数量最多，占有所有使用衍生工具的企业总数的 55% 以上，其次是采掘业、交通运输与仓储业和金融保险业，这四个行业使用衍生工具的企业数量占据有所行业的 95% 以上。很多行业，如农、林、渔、副业，房地产业，建筑业，文化与传播产业等只有屈指可数的几家上市公司在公司年度报告中披露了衍生工具套期保值，有些年份这些行业甚至没有企业运用衍生工具。

四、研究设计

本文以企业价值为被解释变量，以套期保值哑变量为解释变量，并加入一些系列影响企业价值的因素作为控制变量，构建如下实证模型：

$$TobinQ_i = \alpha_0 + \alpha_1 H_i + \sum_{j=2}^9 \alpha_j X_j + \varepsilon_i$$

模型中 H_i 代表解释变量套期保值哑变量， X_j 为影响公司价值的一组控制变量，通过对 α_0 、 α_1 与 0 的比较以及显著性程度来判断运用衍生工具套期保值对企业价值是否有影响，并通过系数的正负及大小来判断影响程度。具体变量的选取如下：

（一）企业价值衡量指标

本文选取企业的托宾 Q 值来衡量企业的价值，考察运用衍生工具套期保值与企业价值的相互关系。其中，托宾 Q = (股权市值 + 负债的账面价值) / 总资产账面价值，其中非流通股的价格按照流通股的价格计算

企业的托宾 Q 值可以通过国泰安 CSMAR 金融经济数据库获取，选取每个资产负债表日的数据。

（二）衍生工具衡量指标

笔者查阅企业年度报告时发现,企业对于衍生工具使用信息的披露程度不一,有的企业在年度报告中披露了衍生工具的类型、合约面值、公允价值及其变动与盈亏情况,有的企业只是在报告中说明使用了衍生工具套期保值,但是未披露衍生工具的合约面值、公允价值及盈亏情况,基于数据的可获得性,为使样本数据更完整,本文选取否使用衍生工具的哑变量作为衡量衍生工具的指标。

套期保值哑变量 **DER**: 如企业在年度报告中披露了运用衍生工具套期保值则 **DER** 取值为 1, 否则 **DER** 取值为 0。

(三) 相关控制变量

在考察套期保值对企业价值影响的过程中,除了衍生品使用状况外,还有其他变量会对企业价值产生影响,因此将这些影响因素作为控制变量加入模型中,以排除其可能对检验结果产生的影响。

1、公司规模。国内外对于公司规模与企业价值关系的研究没有统一论,一种观点认为大企业往往处于产业生命周期的成熟阶段,因为成长空间较小,市场价值较低,李维安(2006)、杨兴全和梅波(2008)等的实证结果表明企业规模与托宾 **Q** 值负相关;另一种观点认为大公司在生产经营上容易存在规模经济,在行业中往往处于垄断地位,融资能力和抵抗风险能力优于小企业,从而具有较高的市场价值。如 Peltzman(1977)研究发现,扩大企业规模可以通过提升经营效率增加公司价值。因此,本文选取总资产的自然对数企业规模的代理变量。

2、盈利能力。企业价值来自企业的经营绩效,盈利能力强的公司,往往比较被市场认可,在估值时获得比较高的溢价。衡量盈利能力的指标主要有总资产收益率(**ROA**)和净资产收益率(**ROE**),本文为了避免控制变量之间存在多重共线性,本文选取总资产收益率(**ROA**)作为企业盈利能力的代理变量。

3、财务杠杆。Phillips, Cummins 和 Allen(1998)的研究指出,合理的资本结构安排对于公司财务的安全性、业绩和外界对于其评判具有不可忽视的影响。刘星和刘伟(2007)对企业资本结构与企业价值的关系进行了研究,认为一方面负债通过减少股东与管理者的代理问题增加公司价值,另一方面太高的负债率也会增加企业的财务负担,提高财务风险,对公司绩效产生负面影响,因而负债率对公司价值的影响不能一概而论。本文选择长期负债与股东权利的比例作为企业财务杠杆的代理变量。

4、财务流动性。财务流动性状况是企业运营资本与短期财务管理能力的核心体现,是影响公司价值的重要指标,本文采用流动比例(流动资产/流动负债)来衡量企业的财务流动性状况。

5、股权结构。国内外学者对于股权结构与企业价值的关系存在争议。Berle 和 Means(1932)认为股权集中度与企业价值负相关,而 Jensen 和 Meckling(1976)则得出相反结果,认为股权越集中,企业价值越高。本文采用第一大股东持股比例来衡量企业的股权结构。

6、成长性。一般认为,市场扩张较快的公司具有较高的市场价值。李湘平和贺曦(2005)将主营业务收入增长率作为成长性的衡量指标,发现与公司绩效成显著正相关关系。衡量企业成长性的指标有研究支出占销售收入之比、资本支出占销售收入之比以及主营业务收入增长性等,基于数据的可获得性,本文选用主营业务收入增长率作为成长性的代理变量。相关变量的定义及度量标准见表 3。

表 3 变量定义与度量标准

研究变量		变量代码	变量定义
被解释变量	公司价值	TOBINQ	(股权市值+负债)/总资产
解释变量	衍生工具运用	是否使用衍生工具哑变量 (H)	衍生工具使用哑变量, 若当期公司运用衍生工具进行风险管理则为 1, 否则为 0
控制变量	公司规模	总资产 (SIZE)	期末总资产的自然对数
	盈利能力	总资产收益率 (ROA)	净利润/平均资产总额
	财务杠杆	财务杠杆 (LEV)	长期负债/股东权益
	财务流动性	流动比例 (Liquidity)	流动资产/流动负债
	成长性	主营业务收入增长率 (Growth)	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
	股权结构	股权集中度 (CR1)	第一大股东持股数量/总股本

五、样本选择及实证分析

(一) 样本选择

本文选取 2007-2013 年沪深 300 指数包含的样本公司为研究对象, 因为沪深 300 指数几乎覆盖了沪深市场 60% 的市值, 在我国证券市场上具有良好的代表性, 同时大公司在信息披露上也比较规范。每年的样本公司可以通过上海证券交易所和深圳证券交易所的官方网站获取, 由于金融行业既是衍生工具的使用者, 也是衍生工具的创造者, 故将金融保险业剔除, 同时剔除财务数据不完整的样本公司。筛选后共得到 1632 个观测样本, 其中 2007 年 180 个, 2008 年 200 个, 2009 年 206 个, 2010 年 230 个, 2011 年 243 个, 2012 年 256 个, 2013 年 257 个。

本章节实证研究的数据来源包括国泰安 CSMAR 金融经济数据库中的上市公司财务指标分析数据库、沪深证券交易所, 企业使用衍生工具的信息由笔者从巨潮资讯网上下载的上司公司年报手工整理所得。本文先用 EXCEL 软件对原始数据进行基本处理后, 运用 SPSS19.0 软件进行数据的描述性统计、单因素分析, 最后使用 STATA9.0 软件进行面板数据的回归分析。

(二) 实证分析

1、描述性统计和单因素分析

进行实证分析前, 我们先对各个变量进行描述性统计, 得到各特征变量的总体分布情况, 再采用参数 T 检验和非参数 WILCOXON 检验方法对运用衍生工具套期保值的企业与未运用衍生工具的企业各特征变量进行对比分析, 判断两者是否存在显著差异。参数检验与非参数检验的差别在于对总体分布形态的要求不同, 参数检验要求样本所在总体服从或者近似服从正态分布, 非参数检验所使用的检验方法则不依赖于总体的分布形式, 鉴于对文中样本所在总体的分布情况未知, 因此分别运用参数检验和非参数检验进行对比分析, 检验结果见表 4。

由表 4 可以看出, 运用衍生工具套期保值企业的托宾 Q 的平均值低于未运用衍生工具

的企业，说明在投资者心目中，运用衍生工具反而增加了企业的风险因素，从而降低对这类企业的估值。在控制变量中，运用衍生工具企业的平均资产规模大于未运用衍生工具的企业，这是因为衍生品交易在人力、硬件、软件等方面都需要昂贵的成本，因而大企业往往有更多的财力、人力与积极性通过衍生工具来管理风险。另外运用衍生工具企业的资产负债率、长期负债与股东权益之比和第一大股东持股比例都显著大于未运用衍生工具的企业。

在单因素检验中，wilcoxon 检验结果表明运用衍生工具的企业TobinQ 值与未运用衍生工具的TobinQ 值存在显著差别。

表 4 描述性统计表及单因素分析结果

变量	未运用衍生金融工具企业				运用衍生金融工具企业			
	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TOBINQ	2.1033	1.3779	0.9537	13.6977	1.7603	0.8227	0.6992	5.2504
SIZE	21.8409	1.0558	19.3733	24.4940	22.5484	1.4264	19.8890	26.0191
LEV	0.4784	0.2113	0.0148	0.8963	0.5851	0.2132	0.0998	1.2235
ER	0.2569	0.3909	0.0000	2.2134	0.2942	0.6377	-5.4241	1.6935
Liquidity	2.9292	5.8975	0.3167	54.3569	1.4616	1.2099	0.4022	8.7445
ROA	0.0336	0.0821	-0.3533	0.4770	0.0235	0.0570	-0.2337	0.2103
Growth	0.4580	3.0425	-1.2431	33.8347	0.0642	0.3239	-0.7731	1.4355
CR1	35.4305	17.3175	0.1400	81.5000	37.9812	16.0857	0.1400	70.3500
变量	总体样本企业				t 检验 t 值		wilcoxon 检验 z 值	
	Mean	Std. Dev.	Min	Max				
TOBINQ	1.9330	1.1476	0.6992	13.6977	2.586		14.784**	
SIZE	22.1923	1.3007	19.3733	26.0191	-4.8384**		14.862**	
LEV	0.5314	0.2185	0.0148	1.2235	-4.3098**		1.545	
ER	0.2754	0.5275	-5.4241	2.2134	-0.6058		-4.404**	
Liquidity	2.2004	4.3260	0.3167	54.3569	2.9463 **		12.500**	
ROA	0.0286	0.0708	-0.3533	0.4770	1.2213		-8.559**	
GROWTH	0.2625	2.1760	-1.2431	33.8347	1.5553		9.073**	
CR1	36.6972	16.7374	0.1400	81.5000	-1.3080		14.847**	

注：***表示变量在 1%的水平上显著；**表示变量在 5%的水平上显著；*表示变量在 10%的水平上显著。

2、变量间的相关性检验

在回归分析之前，为避免变量之间的多重共线性，先采用 Spearman 相关系数检验各特征变量之间的相关程度，变量间的相关性系数表见表 5。从表 5 中可以看出变量之间的相关系数均在 0.5 以下，说明本文选取的变量不存在明显的多重共线性问题，所选变量的相关性在可容忍的范围内，可以将所有变量纳入模型。

表 5 相关性矩阵

	TOBINQ	DER	SIZE	LEV	ER	Liquidity	ROA	GROWT	CR1
TOBINQ	1								
DER	-0.1497	1							
SIZE	-0.3574*	0.2724*	1						
LEV	0.0334	0.2446*	0.2284*	1					
ER	-0.2054*	0.0354	0.4540*	0.2210*	1				
Liquidity	0.038	-0.1699	-0.1879	-0.4917*	-0.0925	1			
ROA	0.0745	-0.0713	0.103	-0.4142*	-0.1586	0.1502	1		
GROWT	0.0278	-0.0906	0.0332	-0.0254	0.01	0.0397	0.0041	1	
CR1	-0.1329	0.0763	-0.0294	-0.1033	-0.0532	0.0024	-0.0036	0.0824	1

注：***表示变量在 1%的水平上显著；**表示变量在 5%的水平上显著；*表示变量在 10%的水平上显著。

3、模型的实证结果

本文使用 STATA9.0 软件对研究样本进行面板数据的回归分析，回归结果报告于表 6。

表 6 模型回归结果

变量	系数	T 检验	P 值
DER	-0.1498	-1.1400	0.2560
SIZE	-0.3365	-5.7300 ***	0.0000
LEV	1.1925	3.1900***	0.0020
ER	-0.1110	-0.8200	0.4110
Liquidity	0.0091	0.5600	0.5790
ROA	3.3416	3.1600***	0.0020
GROWTH	0.0231	0.8000	0.4220
CR1	-0.0079	-2.0900**	0.0380
拟合程度	R ² =0.6013	F=70.95	

注：***表示变量在 1%的水平上显著；**表示变量在 5%的水平上显著；*表示变量在 10%的水平上显著。

从模型的回归结果可知，以托宾 Q 值和市值账面比作为企业价值的代理变量，企业运用衍生工具套期保值具有负的价值效应，但是在 5%的水平上不显著，说明套期保值降低了企业价值，但是不显著。

在控制变量上，总资产自然对数 SIZE 对托宾 Q 在 1%的显著性水平上有负的影响，这意味着在 A 股市场上，广大投资者更加看好小盘股企业的发展前景，因为对小盘股企业的估值较高。从公司的股权结构来看，第一大股东持股比例 CR1 在 5%的显著性水平上与托宾 Q 值负相关，这可能意味着股东越分散，越容易获取市场信息，对市场反应越敏捷，从而增加企业价值。从盈利能力来看，总资产收益率与托宾 Q 值显著正相关，这也说明了盈利能力是企业价值的来源。

(三) 金融危机前后对比

虽然金融危机距离现在已经过了六年,但鉴于其对企业对衍生工具的认识与运用上都产生了深刻影响,接下来笔者将样本分为 2007-2008 年和 2009-2013 年两组,对比分析金融危机前后,企业运用衍生金融工具的现状及对企业价值的影响。

1、分组样本的描述性统计与单因素分析

从表 7 中可以发现,无论在金融危机前(2007-2008)还是在金融危机后(2009-2013),运用衍生工具的企业 TobinQ 值均低于未使用衍生工具的企业,说明在投资者心目中,衍生工具仍然增加企业风险的因素。

表 7 金融危机前后的描述性统计及单因素分析对比

变量	未运用衍生金融工具企业（2007-2008）				运用衍生金融工具企业（2007-2008）			
	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TOBINQ	2.1505	1.4744	0.9537	13.6977	1.7350	0.8450	1.031	4.4298
变量	总体样本企业（2008-2008）				t 检验 t 值		wilcoxon 检验 z 值	
	Mean	Std. Dev.	Min	Max				
TOBINQ	1.835404	0.9079	0.9666	4.4342	0.9181		7.115***	
变量	未运用衍生金融工具企业（2009-2013）				运用衍生金融工具企业（2009-2013）			
	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TOBINQ	2.1505	1.4746	0.9537	13.6977	1.7680	0.8195	0.6992	5.2504
变量	总体样本企业（2009-2013）				t 检验 t 值		wilcoxon 检验 z 值	
	Mean	Std. Dev.	Min	Max				
TOBINQ	1.9618	1.2096	0.6992	13.6977	-2.407		12.985***	

注:***表示变量在 1%的水平上显著;**表示变量在 5%的水平上显著;*表示变量在 10%的水平上显著。

2、金融危机前后的实证结果对比

本小节沿用前文构建的模型,分别对 2007-2008 年和 2009-2013 年企业套期保值的价值效应进行实证研究,结果见表 8 和表 9。

表 8 模型回归结果(2007-2008)

变量	系数	T 检验	P 值
DER	-0.0343	-0.1500	0.8800
SIZE	-0.1954	-1.9300	0.0580
LEV	0.6489	0.8100	0.4190
ER	-0.0155	-0.0500 *	0.9630
Liquidity	-0.0385	-0.2000	0.8440
ROA	3.8840	2.4900	0.0160
Growth	1.2575	3.5900	0.0010
CR1	0.0001	0.0100 **	0.9940
拟合程度	R2=0.4639	F=7.62	

注:***表示变量在 1%的水平上显著;**表示变量在 5%的水平上显著;*表示变量在 10%的水平上显著。

表 9

模型回归结果（2009-2013）

变量	系数	T 检验	P 值
DER	-0.1518	-0.9800	0.3290
SIZE	-0.4048	-5.7300***	0.0000
LEV	1.3904	3.1300**	0.0020
ER	-0.1332	-0.8900	0.3720
Liquidity	0.0083	0.4800	0.6320
ROA	2.5338	1.8500	0.0650
Growth	0.0160	0.5300	0.5970
CR1	-0.0083	-1.9500	0.0530
拟合程度	R2=0.4299	F=7.2	

注：***表示变量在 1%的水平上显著；**表示变量在 5%的水平上显著；*表示变量在 10%的水平上显著。

将 2007-2008 年与 2009-2013 年的多元回归结果进行比较，我们发现，两个阶段套期保值变量仍然与托宾 Q 值成负相关关系，但是没有通过显著性检验，这说明无论金融危机前还是金融危机之后，套期保值均降低了企业价值，但是效果不显著。

（四）影响我国企业套期保值效果的因素分析

从上节的实证分析中可以发现，我国上市企业运用衍生工具套期保值并没有起到降低风险、提高价值的作用，这与国外大多数学者的研究套期保值可以提高企业价值，增加企业经营业绩的结论不一致，究其原因，诸多因素影响了我国企业套期保值效果，主要包括宏观、政策性因素和微观、操作性因素。

在宏观层面，我国衍生品市场市场定位偏差，衍生产品市场通常被划分在资产市场模块之下，从属于资本市场，而忽视了衍生产品市场本身的功能，其实这两者在性质和功能上存在本质区别，是两个并列的市场。我国衍生工具少，企业参与程度低，尽管最近几年我国衍生工具交易品种不断增加，但覆盖面仍然比较狭窄，截止到 2015 年 3 月，我国共有 43 个商品期货品种上市交易，而境外仅美国 CME 集团就有超过 5000 种产品，而且种类繁多，不乏农产品、畜产品、金属和能源等商品期货，外汇、利率、股票指数等金融期货，还包括房地产、天气及经济事件等奇异期货。在金融衍生品上，尽管中国已经建立了外汇衍生品的 OTC 市场，在产品种类上也涵盖了远期外汇合约、NDF、外汇掉期、货币互换、期货期权等，但是交易量小，交易不活跃。同时，由于我国现有的衍生工具种类并不能完全满足企业套期保值的需要，对于一些有迫切套期保值需求的企业，只能另辟蹊径，到国外市场上参与套期保值，从而导致客场作战欠缺天时地利、基础配套设施落后和缺少完善的监管体系等问题。最后，我国尚缺少统一的监管体系。

在微观层面上，则主要以下原因导致企业套期保值效果不显著：（1）偏离套期保值初衷。企业参与套期保值的目标是管理现货市场风险敞口，锁定成本或利润，而不是降低生产成本或者获取超额利润，违背套期保值的初衷，企业就变成投机套利，不仅不能有效控制企业的生产经营风险，反而由于衍生品市场的高杠杆性，使企业陷入风险漩涡之中，这种现象在航空业中最为明显。（2）衍生工具内生设计不同，常常导致权利义务的不对等，部分衍生工具如卖出期权，持有者只承担行权的义务，却没有决定行权与否的权利，因而这类衍生工具不具有套期保值的功能。套期保值的目的是规避风险，不论是价格上行风险还是下跌风险，企业只能买入期权，而不能卖出期权，因为买入期权只需要承担一定的期权费用，但收益是

无限的，而卖出期权最大收益是期权费用，但面对的风险敞口是无限的。在衍生工具的选择上，我国还缺乏专业人才，无法识别衍生工具的内生缺陷，对于投行等中介结构来说，由于标准衍生产品竞争激烈，价格透明，利润微薄，更倾向于设计复杂的衍生产品，但是一些企业对于持有的这些复杂衍生产品难以驾驭，常常成为国际投行的“猎物”，任人宰割。（3）操作不当。操作不当主要包括以下几种情形：①没有根据现货市场面临的风险敞口设定衍生工具合约头寸，若衍生工具合约头寸远远低于现货市场数量，则无法覆盖现货市场风险，若衍生工具合约头寸大大超出现货市场数量，那么可能使企业面临更大的风险敞口；②交易方向错误；③进入衍生金融市场时机选择错误。（4）缺少完善的内部控制和风险管理体系。衍生金融工具相比一般的金融工具，两者的差异性很大，前者的风险结构特征更加复杂多变，因此一般的金融风险管理体制往往不能有效监管与控制金融衍生产品的风险，需要设立专门的针对金融衍生工具交易的内控体制。现在的情况下，大部分企业往往只有一般的金融风险管理体制，没有建立专门针对衍生工具交易的风险控制体制，或者部分企业在形式上虽然建立的相应的内控体制，但是没有得到有效的观测落实，内控体制形同虚设，没有起到风险管理的作用。

六、结论和政策建议

本文采用规范的实证金融研究方法对衍生工具在我国企业中运用的现状、价值效应进行了较为深入的探讨，得出了如下结论：首先，我国企业运用衍生工具套期保值的深度和广度都有待提高，企业套期保值参与程度低，整个 A 股市场的平均参与率不足 10%，参与主体结构单一，企业运用的衍生工具种类少，主要集中在远期、期货与掉期，参与套期保值的企业存在行业集群现象，排名前四的采掘业、交通运输与仓储业和金融保险业使用衍生工具的企业数量占据有所行业的 95% 以上；其次，在现阶段，我国上市企业运用衍生工具套期保值并没有起到降低风险、提高价值的作用。反而微弱的降低了企业价值，同时不论金融危机前还是金融危机后，结果没有明显改变，这说明在广大投资者心目中，衍生工具仍然是增加企业风险的因素。

金融衍生工具犹如一把“双刃剑”，运用得当则可以降低公司风险，为企业发展护航，运用不当则会由于其高杠杆性使公司蒙受巨大损失，因此，本文在前面研究的基础上，提出如下建议，旨在完善金融衍生产品市场，提高企业运用衍生产品进行风险管理的能力：

（一）加快完善衍生产品市场

近十几年我国衍生产品市场有了长足发展，交易品种日渐丰富，市场建设逐步完善，特别是商品衍生品，在全球商品衍生品市场中具备了一定影响力。然而我国在金融衍生品上仍远远落后于西方发达国家，这主要是因为我国还没有完全放开利率和汇率的管制，与之相关的衍生产品种类少，成交规模不大。随着我国市场经济的快速发展，利率及汇率市场化进程的推进，我国衍生品市场还存在巨大的需求空间和发展潜力。

在当前，我国应该在逐步推进汇率和利率市场化的同时，形成合理、规范的金融衍生品准入机制，鼓励商业银行等金融结构抓住机遇，创新交易模式和交易品种，推出更多符合企业需求的衍生产品，不断扩大衍生工具的交易品种和交易数量。

（二）明确并贯彻好套期保值初衷

企业参与套期保值的目标是管理现货市场风险敞口，锁定成本或利润，而不是降低生产成本或者获取超额利润，违背套期保值的初衷，企业就变成投机套利，不仅不能有效控制企业的生产经营风险，反而由于衍生品市场的高杠杆性，使企业陷入风险漩涡之中，这种现象在航空业中最为明显。在 2008 年的金融危机中，中国国航、东方航空、南方航空等多家航空公司由于套期保值操作不当造成巨额亏损，这些航空公司既参与套期保值，又投机获利，形成了“套保+投机”的混合合约，偏离套期保值初衷。

（三）建立全面的风险控制体系

鉴于衍生工具的高收益性与高风险性，需要企业建立全面的风险控制体系，在进行衍生工具交易过程中进行规范操作和严格管理，才能有效控制衍生工具的潜在风险。全面的风险控制体系应该涵盖不同类型、不同投资者性质、不同产品的风险，操作风险是衍生工具交易的主要风险来源，我国由于操作不当导致衍生工具运巨亏的企业不在少数，因此需要建立有效的内部控制体系，在组织机构层面上控制衍生工具交易各个环节的风险。企业也可以设立专门的风险管理部门，在董事会或者风险管理委员会的指导下，负责衍生工具风险管理与内部控制

要控制衍生工具风险，还需要建立规范的业务流程，严格审批程序。在开展套期保值业务前，应就对冲的风险类型、衍生工具种类、交易头寸、合约期限及潜在的盈亏状况等状况进行严格审核，经董事会或者风险管理委员会同意后，方可执行。企业还应配备专业人才，对衍生工具业务进行统一管理，严格遵从风险隔离原则，保证前、中、后台人员与职责的独立。

（四）建立统一有效的监管体系

我国的金融监管采用分业监管的模式，这有利于各监管主体行使各自的监管职能，彼此之间还能相互监督，但是存在各监管主体自成体系，缺乏沟通与协作，在监管定位和分工协助尚有不确定的地方，容易形成监管漏洞。

在政府监管方面，我国金融衍生产品监管体系的建设可以吸取金融危机中美国的教训，成立一个统一的监管机构，专门负责衍生金融工具的监管，将衍生工具的现货和期货集中监管，这不仅能避免分业监管可能导致的监管重复或监管缺位，又能提高监管效率。同时，要积极参与到金融衍生工具监管的国际合作中，吸收国际先进的监管经验，以便于更好的了解和把控衍生工具交易的关键环节和风险点，而且由于衍生工具交易往往是全球性的，只能各个国家之间加强防控合作，才能防范交易风险，避免全球金融危机这样的灾难再次发生。除了政府监管，还要充分利用行业自律协会和交易所的自我监管，加强彼此之间的信息共享和交流协作。

（五）调整和细化会计准则，规范套期会计要求

我国现行的会计准备是财政部 2006 年颁发的《企业会计准则》，这次会计准则的修订将企业运用衍生工具信息由原来的自愿披露原则变为表内披露，在衍生工具信息披露道路上迈出了一大步。笔者在查找数据的过程中，发现各公司对衍生工具使用情况披露程度不一，而且披露的信息不完整，有的企业在年度报告中只说明运用了衍生工具，但是没有披露相关数据或者只披露部分数据，导致财务报告的使用者很难对衍生工具运用目的、数量、盈亏和风险状况有一个完整的判断，甚至导致报告使用者对报告信息的误解。要提高衍生工具信息的

披露质量,就需要财政部发布关于衍生工具确认、计量和记录方面的细则。首先,应建立集中统一的准则让企业规范的披露套期保值信息,减少企业在设定有关套期项目时的随意性。参与套期保值的企业应将所有套期工具放在一起,统一进行注释,按照套期项目分别详细列明每一项套期工具合约金额、资产负债表日公允价值、公允价值的变动情况及交割(平盘)损益状况,这样一方面方便监管机构对企业进行监管,也能够让报表使用者或者全面的信息。其次,对每一项套期工具,应详细列明被套期风险与套期关系,同时企业还应该将不同类型套期加以区分,是现金流量套期还是公允价值套期等,在现金流量表中不仅仅要披露现金流量套期的损益,还应该对已平仓和未结算的套期工具加以区分。此外,企业应该对合理评估并披露套期保值有效性,区分有效套期部分、非高度有效部分和无效套期的部分,以免误导投资者。

(首都经济贸易大学 北京 100070)

参考文献

- [1] Fama., E. and French, K. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value [J]. The Journal of Finance. 1998, 53, (3) 819—843.
- [2] 沈群, 陈炜. 企业使用金融衍生产品的国际现状、动机及对公司价值的影响[J]. 深圳: 特区经济, 2006, (11).
- [3] 陈炜, 沈群. 金融衍生产品避险的财务效应、价值效应和风险管理研究[M]. 北京: 经济科学出版社, 2008.
- [4] 贾炜莹. 中国上市公司衍生工具运用研究[M]. 北京: 对外经济贸易大学出版社, 2010.
- [5] 窦登奎, 卢永真. 我国企业运用衍生金融工具套期保值的调查研究[J]. 国有资产管理, 2010, (12).
- [6] Adam T R, Fernando C S. Hedging, speculation, and shareholder value[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(2): 283-309.
- [7] DeAngelo H, Masulis R W. Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation[J]. The Journal of Finance, 1980, 35(2): 453-464.
- [8] Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. Journal of financial and quantitative analysis, 1985, 20(04): 391-405.
- [9] 方中秀. 金融衍生工具在企业管理中的应用讨论[J]. 世纪桥, 2006, (5).
- [10] 黄明. 中国企业如何对待衍生工具交易[J], 中国企业家, 2008, 02:44-45.
- [11] 栗书茵, 张正平. 汇率风险管理理论与实证研究[M]. 北京: 知识产权出版社, 2009, 02.
- [12] 伍婷婷. 我国衍生品套期保值对企业价值影响的实证研究[D]. 重庆工商大学, 2013.
- [13] 郭飞, 徐燕. 对冲和风险管理动机: 中国上市公司衍生工具使用的实证研究 [C]//Accounting Forum. 2010(1):17.
- [14] 刘星, 刘伟. 监督、抑或共谋?——我国上市公司股权结构与公司价值的关系研究[J]. 会计研究, 2007(6):68-75.
- [15] Phillips R D, Cummins J D, Allen F. Financial pricing of insurance in the multiple-line insurance company[J]. Journal of Risk and Insurance, 1998: 597-636.