

保险、衍生工具与风险管理： 国外实证研究概览

李小荣 阮益飞

(中国人民大学商学院 北京 100872 江苏财经职业技术学院 江苏淮安 223003)

【摘要】 本文梳理了近年来国外关于运用保险和衍生工具进行风险管理的实证文献,并给予简要评论,同时基于国外实证文献提出国内的研究机会,以期为后续研究提供帮助。

【关键词】 保险 衍生工具 风险管理

企业风险管理是财务管理的一个重要组成部分,风险管理的目的在于减少现金流的波动性。国外关于企业风险管理的实证研究已有几十年,也取得了可观成果,这主要与国外的资本市场发展较早、较为成熟有关。企业规避风险的方法有三种:多元化、衍生工具和保险(Tufano, 1996)。多元化规避风险与经典投资组合理论规避系统风险相关,国内外此类文献甚多,在此不加详述。衍生工具是企业主要的风险管理工具,在衍生工具发展以前,公司风险管理的工具很少,直到20世纪80年代和90年代,很多公司才加入到衍生工具市场,从此利用衍生工具管理企业风险开始风行。公司购买的保险契约在公司的风险管理中扮演着重要角色。

一、保险与企业风险管理

在现有文献中,购买保险的动机被假设为规避风险(Mac Minn, 1987),因为保险公司有管理风险的相对优势(Mayers和Smith, 1982)。Yamori(1999)利用日本非金融公司的数据研究得出结论,资产负债率是决定日本公司购买保险的因素。Zou、Adams和Buckle(2003)第一次用新兴市场国家(中国)的数据研究了公司风险与保险费用的关系,该文使用Probit模型和线性回归模型研究公司购买保险的动机和程度,得出结论:公司资不抵债(破产风险该文的替代变量是负债总额/所有者权益)风险与公司是否购买保险正相关,处在内地的公司更易购买保险。系统风险、非系统性风险及国有股比例与是否购买保险无关。在固定效应回归的模型中,保险额与系统风险正相关,与公司规模、非系统风险、资不抵债风险负相关。

由于公司的特定风险不会影响公司价值,公司就不一定需要购买保险,然而保险公司的保费57%是由企业支付的,这一矛盾是很多学者从非降低风险的动机的角度研究企业购买保险的行为(Hoyt和Khang, 2000)。保险可以降低经理和债权人的利益冲突(投资不足问题)和资产替代问题、减轻预期纳税义务、减少规制成本和提高债务能力。所有权结构、公司规模也是公司购买保险行为的决定因素。

二、衍生工具与企业风险管理

国外运用衍生工具避险,称为套期保值(其实上文中的保

险也是套期保值的一种手段,为了把保险与衍生工具的文献分开,将保险从套期保值的文献中分离),从笔者所读文献可知,关于用衍生工具进行风险管理的实证研究文献,被解释变量基本上是是否套期保值和套期保值的程度,前者用Probit或Logistic模型,后者是回归分析。

企业面临的风险主要有汇率风险、利率风险、信用风险、流动性风险、市场风险和政治风险(Schrand和Unal, 1998),远期、期货、期权和掉期是目前主要的衍生工具。股东财富最大化和经理私人效用最大化是当前解释风险管理或套期保值的两大主要理论。

1. 股东财富最大化。Schrand和Unal(1998)认为当前的风险管理文献集中于最小化公司现金流波动性,风险管理的角色是降低现金流波动性的成本,为股东创造价值。Smith和Stulz(1985)阐述了套期保值能使公司价值最大化的实证理论,检验了套期保值对公司税收、合同成本和投资决策的影响。验证股东财富最大化理论的实证文献基本上通过模型构建、图表说明和回归分析三种方法来得出研究结论。其方式是具体到套期保值是否影响财务困境成本、负债的代理成本、外部融资成本和税收。直接证明套期保值与股东财富关系的文献甚少。下面分别从套期保值影响股东财富的具体途径对目前文献予以述评。

(1)财务困境成本。Smith和Stulz(1985)认为套期保值可以减少预期破产成本,可以减少丧失折旧税盾(由于财务困境导致的)的可能性。Froot、Scharfstein和Stein(1993)提出在在给定的负债水平下,套期保值可以降低公司到期不能偿还债务的可能性,套期保值可以提高负债能力。Purnanandam(2008)扩展了目前的风险管理在财务困境上的研究模型并用一个更全面的数据集检验了该模型的预测能力,该模型预测:对于中度负债的公司,负债和套期保值正相关,对于高度负债的公司,负债和套期保值负相关。实证结果也揭示出这种非单调关系。进一步的研究显示,高集中度行业的公司负债对套期保值的作用更大。

(2)负债代理成本。负债的代理成本主要表现为投资不足

(Underinvestment)和资产替代(Asset substitution)。前者指的是发行风险债券的公司有动机拒绝净现值为正的投资项目,因为接受该项目,投资收益会归债权人所有。后者则指用高风险项目代替低风险项目,股东的权益价值增加,债权人的索取权价值降低,也就是由投资安全的项目转向风险更高的项目,股东以债权人的利益为代价获取自身价值的提高。

(3)外部融资成本。由于外部融资成本较高,有投资项目的企业为了避免资金的短缺需要对现金流套期保值。Froot、Scharfstein和Stein(1993)认为外部融资成本的上升需要为其现金流套期保值。Haushalter(2000)研究了1992~1994年100家油气公司的风险管理实践,证据表明套期保值的程度与融资成本相关。

2. 经理私人效用最大化。经理私人效用最大化是和股东财富最大化相对的另一大理论分支,由于所有权和经营权的分离,股东和经理人会产生利益的冲突(Jensen和Meckling, 1976)。经理人除了完成股东委托的任务,还会追求私人效用的最大化。关于经理效用最大化的套期保值研究成果也较为丰富。

May(1995)采用“经理人在做影响公司风险的决策时会考虑个人风险”假设,发现CEO的私人财富越归属于权益,越倾向多元化,若CEO是目前现有技术的专家,他们会购买类似的技术,但是该专家若已经使用很多年了,则倾向多元化,现有业绩较差的公司则越倾向投资新业务。公司经理的风险偏好与决策密切相关,该文检验了多元化水平怎样与经理投入公司的人力资本、投入公司的财富、资产多样性和过去的业绩相关的。

Haushalter(2000)研究了管理层薪酬政策与套期保值的关系,该文的薪酬政策的替代变量使用了管理层拥有的公司权益的市场价值、管理层拥有的发放在外的股票的波动性、管理层拥有的60日内可执行的期权数量、平均拥有量、总的期权拥有量(可执行和不可执行)和CEO股票期权加上工资奖金。研究结果部分证明了经理人套期保值减少私人风险、最大化个人效用的理论。

Rogers(2001)扩展了经理层动机对套期保值策略的影响的调查,采用经理提高风险来抬高股价动机的代理变量,该代理变量直接用经理拥有的股票和期权的组合等特征直接衡量,而且CEO的对待风险的动机作为模型选择变量可以消除风险作为外生变量的同时性偏差,其研究结果与公司持有衍生工具是为了套期保值的理论一致,股票和期权持有特征是决定衍生工具的重要因素。

Coles、Danielb和Naveen(2006)提供了经理层薪酬、投资政策、负债政策和公司风险的关系密切的经验证据。控制CEO薪酬业绩敏感性(Delta)、公司业绩效果和公司薪酬方案风险的基础上,作者发现经理薪酬与股票波动性的敏感性(Vega)越强,贯彻的政策风险性越高(较多投资与研发支出,较少投资于固定资产,有更高的财务杠杆)。也发现政策风险越高,会导致薪酬业绩敏感性更低、薪酬股票波动性敏感性更低的薪酬结构,股票回报的波动性对Vega和Delta有积极作用。

以上是关于衍生工具与企业风险管理的两大主要理论,也还有从其他角度研究衍生工具与风险管理的文献,比如De Marzo和Duffie(1995)探讨了财务风险管理对信息的作用,套期保值提高了公司盈余作为管理能力和消除噪音行为的工程质量信息性,经理层和股东对信息传递有不同的看法,会导致对最佳套期保值策略上意见的冲突,在某些情况下,若套期保值业务未披露,经理会比完全披露的情况下更大程度地降低风险。作者分析了经理采取的最佳套期保值策略取决于股东可用的会计信息类型,该文不象以前文献那样研究套期保值在各方的利益的风险分配,而是强调套期保值的信息作用。股东所获信息的质量会影响期权的价值,公司的非盈利信息会对经理的声誉、未来工资有非线性影响。套期保值减少公司盈利的风险。套期保值消除了公司盈利的噪音,使利润更能传达经理能力的信息,因此若实施了套期保值,经理能力与公司业绩相关性更强。

三、结论与研究展望

通过对以上文献的梳理,我们清楚地看到企业的风险管理实证文献的理论基础是传统的企业理论或经典的财务理论,比如委托代理理论、资本结构理论等,衍生工具避险是实证领域研究最多的,具体到衍生工具与企业风险管理的两大主要理论是股东财富最大化和经理私人效用最大化,股东财富最大化的具体路径有减少财务困境成本、外部融资成本、负债代理成本和降低纳税义务等。

至于研究机会,国内财务与会计权威期刊鲜有研究利用衍生工具研究风险管理的文献,国外的研究成果可以借鉴,探讨我国企业的衍生工具避险是否与国外研究结论一致,以期探讨和研究我国企业风险管理最佳策略。企业的主要代理问题有股东和经理人的代理问题、大股东和中小股东的代理问题、股东和债权人间的代理问题,而国外文献似乎还未研究到衍生工具避险中的大股东与小股东间的代理问题,衍生工具中是否存在大股东与中小股东间的代理问题有待进一步研究。从前文的研究文献的梳理中可以看到研究套期保值对企业会计信息的影响的文献甚少且非主流,研究套期保值对公司会计信息的影响还大有研究空间。

做国内利用套期保值进行风险管理的实证文献的可能难题是数据问题。从国外的实证文章看,国外实证文献的数据大多是世界500强公司数据,而我国进入500强的公司还相当少,研究样本少,而且国内对衍生工具数据的披露较缺乏,这意味着在国内做这方面的文章可能需要采用调查问卷形式。研究保险与企业风险管理,在目前中国制度背景下,似乎还大有难度,因为公司的保险数据是私密的。

主要参考文献

1. Tufano, P.. Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *Journal of Finance*, 1996; 51
2. Yamori, N.. An Empirical Investigation of the Japanese Corporate Demand for Insurance, *Journal of Risk and Insurance*, 1999; 66