



Thèse professionnelle

2023

Open Access

This version of the publication is provided by the author(s) and made available in accordance with the copyright holder(s).

---

## Foreign Exchange Risk Hedging and Enterprise Value

---

Feng, Yuliang

### How to cite

FENG, Yuliang. Foreign Exchange Risk Hedging and Enterprise Value. Doctoral thesis of advanced professional studies (DAPS), 2023.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:178422>

# 外汇风险对冲与企业价值

论文提交至  
日内瓦大学  
用于满足部分要求  
专业学位申请  
应用金融学博士学位  
(财富管理方向)

冯玉良  
(学号 N° 68392)

教导：Ines CHAIEB 教授，  
瑞士日内瓦大学

2023 年 5 月

# 声明

本人声明已阅读清华大学和日内瓦大学发布的相关反抄袭文件。

本人声明本论文由个人独立完成，是个人的研究成果。本论文任何责任归于作者，绝不是清华大学或日内瓦大学的责任，也绝不是导师的责任。

本人声明，论文中所有的信息来源均以完整和准确的方式加以引用，包括因特网上的资料来源。本文还明确指出了对本文所涉研究工作做出贡献的其他个人和团体。

本人清楚地知道不引用来源或没有正确引用是剽窃行为。剽窃在大学内被视为严重错误，会受到相应的惩罚。

鉴于上述情况，我谨此声明本论文为原创作品。

作者签名： 冯玉良 日期：2023年5月

## 摘要

使用外汇衍生品管理外汇风险是一把双刃剑，如果能合理运用，不仅可以降低企业外汇风险，也能节约交易成本；如果使用不当，则可能诱发更大的外汇风险敞口，造成更为严重的经济损失。本研究重点关注外汇风险对冲和公司价值之间的关系，采用 2007-2021 年 1804 个企业 10915 个样本的中国主板市场非金融类上市公司数据，通过基准回归、中介效应检验、调节效应检验、异质性、稳健性和内生性检验实证了外汇风险对冲和企业价值之间的关系。研究发现：（1）外汇风险对冲依旧显著提升了中国主板市场非金融类上市公司企业价值，且提升大小为每年 11.5%；（2）外汇风险对冲会通过降低现金流风险，进而提升中国主板市场非金融类上市公司企业价值；（3）公司规模会对外汇风险对冲和企业价值之间起负向的调节作用。公司规模较小的企业更有可能对冲规避税务风险，同时财务困境成本更低，外汇风险对冲更能对企业价值产生正向的影响；（4）股权性质会对外汇风险对冲和企业价值之间起负向的调节作用。国有企业相比于非国有企业来说，在进行外汇衍生品交易时受到的监管较多，相比于国有企业，非国有企业的外汇风险对冲对企业价值的正向影响大于国有企业；（5）海外收入会对外汇风险对冲和企业价值之间起正向的调节作用。由于跨国企业更容易遭遇金融风险的冲击，跨国企业的外汇风险对冲对企业价值的正向影响大于非跨国企业；（6）不同地区经济发展水平和对外开放水平有所差异，相较于中西部，中国东部地区企业使用外汇风险对冲对企业价值产生的正向影响显著大于中西部；对中国西部地区而言，外汇风险对冲对企业价值的影响并不显著；（7）2012-2015 年，外汇风险对冲对企业价值的影响最大，2012 年以前，外汇风险对冲对企业价值的影响最小。

**关键词:**外汇风险对冲；企业价值；现金流风险

# 目录

声明	1
摘要	2
表目录	4
1. 引言	5
1.1. 外汇风险对冲的政策背景：人民币汇率形成机制	5
1.2. 研究问题：外汇风险对冲与企业价值	5
2. 文献综述	7
2.1. 外汇风险对冲与企业价值	7
2.2. 外汇风险对冲、现金流风险与企业价值	9
3. 理论假设	10
4. 研究设计	12
4.1. 数据来源	12
4.2. 变量测量	12
4.3. 计量模型	13
5. 实证分析	16
5.1. 描述性统计分析	16
5.2. 多重共线性分析	16
5.3. 相关性分析	17
5.4. 基准回归分析	18
5.5. 机制分析	19
5.6. 异质性分析	21
5.7. 内生性检验	24
5.8. 稳健性检验	25
6. 结论	26
参考文献	27

## 表目录

表 1 变量测量方式及数据来源 .....	13
表 2 描述性统计分析 .....	16
表 3 多重共线性分析 .....	17
表 4 相关性分析 .....	18
表 5 基准回归分析 .....	19
表 6 中介效应分析 .....	20
表 7 调节效应分析 .....	21
表 8 地区异质性分析 .....	22
表 9 时间异质性分析 .....	23
表 10 工具变量法两阶段最小二乘法回归 .....	24
表 11 随机抽样回归 .....	25

# 外汇风险对冲和企业价值

## 1. 引言

### 1.1. 外汇风险对冲的政策背景：中国人民币汇率形成机制

外汇风险对冲伴随着汇率形成机制而产生，中国人民币汇率机制经历了三个阶段。第一阶段是 2005 年 7 月到 2012 年 4 月，中国人民币汇率机制形成，外汇风险对冲逐步进入企业管理视野。随着世界经济企稳、美联储稳步加息、国内经济运行平稳，中国央行宣布改革汇率形成机制，包括实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度；引入询价模式和做市商制度等建成中间价形成机制；丰富外汇市场的交易品种和主体，如外汇远期、外汇期货和外汇互换等。

第二阶段是 2012 年 4 月至 2015 年 8 月，中国人民币汇率日波幅明显放大，使用外汇风险对冲的企业占比增大。2012 年 4 月，即期外汇市场人民币对美元交易价日浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%；2014 年 3 月 17 日，日浮动幅度由 1% 进一步扩大至 2%。2014 年第三季度之后，中国出现国际收支逆差和人民币贬值压力，面对这一新情况，使用外汇风险对冲的企业占比增大。

第三阶段是 2015 年“8·11 汇改”后，人民币汇率逐步实现双向浮动，更多的中国企业开始通过外汇风险对冲应对汇率双向波动的风险。中国人民银行宣布优化人民币对美元汇率的中间价报价机制，人民币汇率企稳回升，开启双边浮动模式，人民币汇率波动的弹性逐步加剧，中国许多企业受到汇率波动带来的显著影响。为了应对汇率变动使公司蒙受损失的可能性和不确定性，越来越多的中国企业开始采用包括外汇远期、外汇期货和外汇互换等手段的外汇工具进行风险对冲。

### 1.2. 研究问题：外汇风险对冲与企业价值

使用外汇衍生品管理外汇风险并不能总是提升企业价值。一方面，外汇风险对冲可以通过降低企业代理、交易和税收成本，减轻信息不对称等带来的管理风险，缓解企业财务困境，提升企业现金流风险、资产、负债、净利润和股票市值等，进而提升企业价值。另一方面，不合理地使用外汇风险对冲工具，则有可能使风险对冲流于形式，并且可能诱发更大的外汇风险敞口，造成更为严重的经济损失，外汇风险对冲使用的出发点若不是基于企业价值，也可能并不会对企业价值产生显著影

响。虽然，外汇风险对冲和企业价值的影响仍然没有形成定论，在不同地区和时期也存在差距，但大多数研究仍然认为外汇风险对冲会对企业价值产生显著影响。

由于 2006 年 2 月，中国财政部才颁布新的《企业会计准则》，自 2007 年 1 月 1 日首先在上市公司施行，公开外汇衍生品方面的数据。因此，中国的相关实证研究起步较晚，尤其是中国主板市场非金融类上市公司数据的相关研究则更为缺乏。随着中国企业外汇风险对冲需求增大，从企业微观层面分析外汇风险对冲对企业价值的影响和机制具有较强的现实意义。本研究选取 2007-2021 年的中国主板市场非金融类上市公司数据，重点研究企业进行外汇风险对冲能否提升企业价值？外汇风险对冲影响企业价值的作用机制是什么？该影响在不同的企业类型和地区差异中是否有差异化的表现？为回答上述问题，本文通过搜集中国主板市场非金融类上市公司在年度报告和公告中披露的外汇风险对冲相关信息，整理得到企业各年度的外汇风险对冲数据，实证分析外汇风险对冲与企业价值之间的关系。

## 2. 文献综述

### 2.1. 外汇风险对冲与企业价值

外汇风险对冲与企业价值的关系并未形成定论，目前存在三种观点。

#### (1) 外汇风险对冲能够有效提升企业价值。

学者们主要从成本视角实证了外汇风险对冲能够提升企业价值。一是基于信息成本，学者们认为外汇风险对冲能够降低企业信息不对称的程度，提升公司治理能力，提升企业价值。一方面，外汇风险对冲能够降低企业信息不对称程度，提升企业信息价值。例如，赵峰、祖博男和程悦（2016）通过梳理相关文献明确提出企业使用外汇风险工具能够有效提升企业信息质量，进而提升企业价值。DeMarzo 和 Duffie（1995）建立了两期公司利润最大化模型，论证了外汇风险对冲的信息效应，认为外汇风险对冲可以减轻了股东与管理层之间的信息不对称，提升企业价值。另一方面，外汇风险对冲能够有效提升企业治理能力，进而提升企业价值。例如，Brown（2001）发现外汇风险对冲的公司通过提升公司治理能力，进而提升企业价值。赵昕、高楠和丁黎黎（2019）基于中国 A 股上市公司的数据实证出使用外汇衍生工具可通过减缓投资不足、代理成本下降和避免财务困境来提高企业价值。

基于税收成本，学者们认为企业使用外汇风险对冲可以有效降低期望纳税义务和增强企业还债能力，提升企业价值。一方面，外汇风险对冲可以为公司带来基于税收函数凸性的节税收益，提升企业价值（冯帆和黄翌飘，2016）。例如，赵峰、叶子和李梦雨（2017）以 2007-2014 年中国跨境投资企业为例，认为外汇风险对冲能增加企业的债务税盾，带来节税收益。另一方面，外汇风险对冲可以为增强公司偿债能力，降低盈利波动性，使企业产生税盾效应，提升企业价值。例如，Smith 和 Stulz（1985）认为外汇风险对冲可以增强公司还债能力，提升企业价值。

基于投资成本，学者们普遍认为外汇风险对冲可以降低企业投资成本，降低企业融资约束，提升企业价值。一方面，外汇风险对冲可以有效降低企业内部现金流风险的波动，提升企业价值。例如，Froot、Scharfstein 和 Stein（1993）认为外汇风险对冲可以降低公司内部现金流风险的波动，有效缓解投资不足的问题。Mayers 和 Smith（1992）认为外汇风险对冲将会降低公司违约的概率从而提高股东从净现值为正的项目中得到的期望现金流风险量。另一方面，外汇风险对冲可以降低企业债务

融资成本，提升企业价值。例如，郭飞（2012）认为外汇风险对冲通过降低投资者与企业管理者间的信息不对称程度和企业破产发生的概率，降低了企业债务融资成本。杨胜刚等（2021）认为外汇风险对冲通过降低企业融资约束，提升企业价值。

基于代理成本，学者们普遍认为外汇风险对冲可以有效避免管理者的效率损失，为企业决策者提供有价值的信息，提高管理者的决策水平，提升企业价值。例如，Stulz（1984）提出了管理风险回避理论，认为外汇风险对冲可以提升企业管理者的效用，避免企业管理者的效率损失，从而提高公司价值。DeMarzo和Duffie（1995）表明外汇风险对冲可以有效缓解信息不对称的现状，为企业管理者决策提供有价值的信息，帮助企业管理者做出优化决策方案，提升企业管理者能力，降低企业代理成本，提升企业价值。

总体而言，基于现代金融理论，现金流风险和资金成本是决定企业价值的重要因素，外汇风险对冲可以通过降低信息、税收、信息和代理成本，降低企业现金流风险的波动，提升企业价值。

### （2）外汇风险对冲不能有效提升企业价值。

基于个人效用最大化和时间因素，有学者认为外汇风险对冲并不能有效提升企业价值。一方面，Jin和Jorion（2006）基于119家美国石油天然气企业1998至2001年的数据实证分析发现，基于满足个人效用最大化，外汇风险对冲对企业价值的影响并不显著。另一方面，有学者发现控制了时间效应之后，外汇风险对冲对企业价值的正向影响并不显著了。例如，Magee（2009）基于408家美国非金融公司1996至2000年的财务数据实证研究后发现，在控制了时间效应后，外汇风险对冲不能有效提升企业价值。不同企业、不同类型、不同地区的外汇风险对冲对企业价值的影响有所差异。

### （3）外汇风险对冲和企业价值之间存在“U”形的非线性关系。

部分学者认为外汇风险对冲和企业价值之间的关系并非是简单的线性关系，而是呈现“U”形的非线性关系。例如，Hutson和Laing（2014）运用美国的非金融公司数据，就国际化程度和外汇风险对冲之间的关系进行研究，结果显示两者间存在“倒U”型关系。适度合理的外汇风险对冲可以提升企业价值，但过度运用这一工具不仅不会提升企业价值，反而会有所损害。例如，肖超和肖挺（2017）运用2011

年至 2015 年中国海外施工企业的数据实证发现，外汇衍生品与企业价值呈正相关关系，而外汇风险对冲程度与企业价值之间并非是线性的关系而是呈现出“U”型特征。高市场化区域内的企业拐点比低市场化区域内的企业拐点出现得更早。

## 2.2. 外汇风险对冲、现金流风险与企业价值

基于现代金融理论，现金流风险和资金成本是决定企业价值的重要因素，现金流风险又很大程度上影响资金成本，因此本文着重考察现金流风险在外汇风险对冲和企业价值关系之间的影响机制。

### (1) 外汇风险对冲能够降低现金流风险

外汇风险对冲可以降低其现金流风险的波动性，降低公司现金流风险，进而提升企业价值。外汇风险对冲是基于现金流风险的风险管理，可以有效降低公司投资对外部资源的依赖，降低公司现金流风险波动，降低公司现金流风险。一方面，外汇风险对冲可以有效降低现金流风险的波动性。例如，Smith and Stulz(1985)与 Froot et al. (1993)都认为外汇风险管理就是基于现金流风险波动性的管理。另一方面，外汇风险对冲可以有效降低公司现金流风险，减少公司对外部资金的依赖，提升把握投资机会的能力。例如，Froot et al. (1993)指出外汇风险对冲能够降低公司内部现金流风险的波动性以及对外部资金来源的依赖，从而避免公司错失投资机会。

### (2) 企业现金流风险降低会提升企业价值

公司现金流风险的降低可以一定程度上降低企业的代理和投资成本，提升企业价值。一方面，公司现金流风险的降低可以缓解投资成本不足和还债能力有限的问题，进而提升企业价值。例如，Froot、Scharfstein 和 Stein (1993)认为外汇风险对冲可以降低公司内部现金流风险的波动，有效缓解投资不足的问题。另一方面，公司现金流风险的降低可以提升企业管理者的代理能力，提升企业价值。

### 3. 理论假设

基于现代金融理论，现金流风险和资金成本是决定企业价值的重要因素，外汇风险对冲可以通过降低信息、税收、投资和代理成本，降低企业现金流风险的波动，提升企业价值。因此，本文提出假设 1：

**H1：** 外汇风险对冲能够对企业价值产生显著的正面影响。

基于现代金融理论，现金流风险和资金成本是决定企业价值的重要因素，现金流风险又很大程度上影响资金成本，外汇风险对冲可以降低其现金流波动性，降低公司现金流风险，提升企业价值。因此，本文提出假设 2：

**H2：** 外汇风险对冲能够通过降低企业现金流风险，提升企业价值。

对于不同类型的企业，外汇风险对冲和企业价值的关系可能有所区别。本文以平均数为划分标准，探讨公司规模较大和较小的外汇风险对冲和企业价值之间关系的差异化影响。公司规模较小的企业更有可能对冲规避税务风险同时财务困境成本更低，相较于公司规模较大的企业，公司规模较小的企业更有可能采用外汇风险对冲，提升企业价值。因此，本文提出假设 3：

**H3：** 公司规模会对外汇风险对冲和企业价值之间起负向的调节作用。

对于不同类型的企业，外汇风险对冲和企业价值的关系可能有所区别。本文以是否为国有企业为划分标准，探讨国有企业和非国有企业的外汇风险对冲和企业价值之间关系的差异化影响。国有企业相比于非国有企业来说，在进行外汇衍生品交易时受到的监管较多，因而其外汇风险对冲行为更为规范，国企和非国有在外汇衍生品使用对于企业价值的影响上存在差异。故本文提出假设 4：

**H4：** 股权性质会对外汇风险对冲和企业价值之间起负向的调节作用。

对于不同类型的企业，外汇风险对冲和企业价值的关系可能有所区别。本文以是否有海外收入为划分标准，探讨跨国企业和非跨国企业的外汇风险对冲和企业价值之间关系的差异化影响。由于跨国企业更容易遭遇金融风险的冲击，跨国企业和非跨国企业的外汇衍生品对企业价值的影响存在差异。故本文提出假设 5：

**H5：** 海外收入会对外汇风险对冲和企业价值之间起正向的调节作用。

不同地区经济发展水平和对外开放水平有所差异，外汇风险对冲对企业价值的影响也会有所差异。中国东部是沿海地区，对外开放和经济发展水平普遍高于内陆，受外汇风险影响较大，外汇风险对冲对企业价值的影响可能会明显大于中部和西部。中国西部地区由于是内陆地区，相关企业可能不太容易受到汇率机制影响，外汇风险对冲可能影响并不显著。故，本文提出假设 6：

**H6：** 相较于中西部，中国东部地区企业使用外汇风险对冲对企业价值产生的正向影响显著大于中西部；对中国西部地区而言，外汇风险对冲对企业价值的影响并不显著。

不同时期的人民币汇率形成机制有所区别，因此本文根据人民币汇率形成机制阶段，将时期划分为 2007-2012、2012-2015、2015-2021 三个阶段。分时期考察外汇风险对冲对企业价值的影响。由于第二阶段中国出现国际收支逆差和人民币贬值压力，面对这一新情况，使用外汇风险对冲的企业占比增大。故，本文提出假设 7：

**H7：** 在第二阶段，外汇风险对冲对企业价值的影响最大，第一阶段的外汇风险对冲对企业价值的影响最小。

## 4. 研究设计

### 4.1.数据来源

本研究的被解释变量企业价值和解释变量的相关数据来自 CSMAR 数据库，解释变量外汇风险对冲的数据来自上市公司企业年报。由于中国相关数据库中并没有公开外汇衍生品这一数据，因此本研究主要通过人工检索上市公司的企业年报确定外汇衍生品使用变量，判断方式如下：第一，在年报和半年报中搜索远期、掉期、期权、锁定、套期保值、货币、NDF 等关键词，然后阅读具体内容来判断该公司是否使用外汇衍生品；第二，在年报中搜索外汇风险或汇率风险的相关描述，监管部门要求上市公司在管理层讨论或会计报表注释部分描述公司是否面临外汇风险，是否采取措施以及采取何种措施，如果上市公司明确表示采取了措施管理外汇风险，并且措施中有远期、掉期、期权、货币掉期、货币互换、NDF 等外汇衍生品中的任何一项，本文将将其视为使用外汇衍生品的公司。由于 2006 年 2 月，财政部颁布了新的《企业会计准则》，自 2007 年 1 月 1 日起对上市公司实施。企业新会计准则的实施，打破了对数据的限制，使获取外汇衍生品信息成为可能。因此，本研究选取 2007-2021 年 1804 个企业 10915 个样本的中国主板市场非金融类上市公司数据。

### 4.2.变量测量

如表 1 所示，本研究的相关变量测量方式和数据来源如下：被解释变量企业价值（TobinQ）用 TobinQ 值予以测量；解释变量外汇风险对冲（Fcd）则通过企业年报检索的方式，将使用外汇衍生品的企业为 1，未使用则为 0；控制变量公司规模（Size）则用总资产取对数测量；控制变量上市年限（ListAge）则用当年-上市年份予以测量；控制变量资产负债率（Lev）用总负债/总资产测量；控制变量总资产净利润率（ROA）用净收入/总资产测量；控制变量支付股息（Pdividend）用支付股息的公司值为 1，不支付股息的公司值为 0 测量；流动比率（Liquid）用流动资产/流动负债测量；中介变量现金流风险（Cash）用(经营净现金流/总资产)的三年波动率，即 t 年到 t+2 年标准差测量；控制变量股权性质（SOE）用国有企业为 1，非国有企业为 0 测量；控制变量跨国公司（Trans）用跨国企业为 1，非跨国企业为 0 测量；控制变量地区特征（Area）用西部地区为 0，中部为 1，东部为 2 测量。

表 1 变量测量方式及数据来源

变量名称	变量测量	数据来源
企业价值	TobinQ 值	CSMAR 数据库
外汇风险对冲	使用了外汇衍生品为 1，未使用为 0	企业年报
公司规模	总资产取对数	CSMAR 数据库
上市年限	当年-上市年份	CSMAR 数据库
资产负债率	总负债/总资产	CSMAR 数据库
总资产净利润率	净收入/总资产	CSMAR 数据库
支付股息	支付股息的公司值为 1，不支付股息的公司值为 0	CSMAR 数据库
流动比率	流动资产/流动负债	CSMAR 数据库
现金流风险	(经营净现金流/总资产)的三年波动率，即 t 年到 t+2 年标准差	CSMAR 数据库
股权性质	国有企业为 1，非国有企业为 0	CSMAR 数据库
跨国公司	跨国企业为 1，非跨国企业为 0	CSMAR 数据库
地区特征	西部地区为 0，中部为 1，东部为 2	CSMAR 数据库

#### 4.3. 计量模型

本文对相关变量进行豪斯曼检验，结合豪斯曼检验的结果，P 值为 0，最终决定选择建立双向固定效应模型控制个体与时间固定效应，避免遗漏变量问题产生的估计偏差，模型如下：

$$TobinQ_{cit} = \alpha_0 + \alpha_1 Fcd_{cit} + \sum \beta Z_{cit} + \mu_c + w_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式 (1)  $TobinQ_{cit}$  是被解释变量企业价值； $Fcd_{cit}$  是解释变量外汇衍生品使用，

$\alpha_1$ 是解释变量外汇衍生品使用 $Fcd_{cit}$ 对被解释变量企业价值 $TobinQ_{cit}$ 的影响系数； $\sum \beta Z_{cit}$ 是一系列控制变量，选取其他影响企业价值的因素；c表示企业，i表示行业，t表示年份； $\mu_{cit}$ 为企业固定效应； $w_{cit}$ 为行业固定效应； $\lambda_{cit}$ 为时间固定效应； $\varepsilon_{it}$ 为误差项。

考虑到现金流风险的中介效应，本文构建式（2）和式（3）的中介模型。

$$Cash_{cit} = \alpha_0 + \alpha_1 Fcd_{cit} + \sum \beta Z_{cit} + \mu_c + w_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式（2）中 $Cash_{cit}$ 是被解释变量现金流风险； $Fcd_{cit}$ 是解释变量外汇衍生品使用， $\alpha_1$ 是解释变量外汇衍生品使用 $Fcd_{cit}$ 对被解释变量现金流风险 $Cash_{cit}$ 的影响系数； $\sum \beta Z_{cit}$ 是一系列控制变量，选取其他影响现金流风险的因素；c表示企业，i表示行业，t表示年份； $\mu_{cit}$ 为企业固定效应； $w_{cit}$ 为行业固定效应； $\lambda_{cit}$ 为时间固定效应； $\varepsilon_{it}$ 为误差项。

$$TobinQ_{cit} = \alpha_0 + \alpha_1 Fcd_{cit} + \alpha_2 Cash_{cit} + \sum \beta Z_{cit} + \mu_c + w_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

式（3）中 $TobinQ_{cit}$ 是被解释变量企业价值； $Fcd_{cit}$ 是解释变量外汇衍生品使用， $\alpha_1$ 是解释变量外汇衍生品使用 $Fcd_{cit}$ 对被解释变量企业价值 $TobinQ_{cit}$ 的影响系数； $Cash_{cit}$ 是中介变量现金流风险， $\alpha_2$ 是中介变量现金流风险 $Cash_{cit}$ 对被解释变量企业价值 $TobinQ_{cit}$ 的影响系数； $\sum \beta Z_{cit}$ 是一系列控制变量，选取其他影响企业价值的因素；c表示企业，i表示行业，t表示年份； $\mu_{cit}$ 为企业固定效应； $w_{cit}$ 为行业固定效应； $\lambda_{cit}$ 为时间固定效应； $\varepsilon_{it}$ 为误差项。

$$TobinQ_{cit} = \alpha_0 + \alpha_1 Fcd_{cit} + \alpha_2 Size_{cit} * Fcd_{cit} + \sum \beta Z_{cit} + \mu_c + w_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

式（4） $TobinQ_{cit}$ 是被解释变量企业价值； $Fcd_{cit}$ 是解释变量外汇衍生品使用， $\alpha_1$ 是解释变量外汇衍生品使用 $Fcd_{cit}$ 对被解释变量企业价值 $TobinQ_{cit}$ 的影响系数； $Size_{cit} * Fcd_{cit}$ 是企业规模和外汇风险对冲的交互项， $\alpha_2$ 是影响系数； $\sum \beta Z_{cit}$ 是一系列控制变量，选取其他影响企业价值的因素；c表示企业，i表示行业，t表示年份； $\mu_{cit}$ 为企业固定效应； $w_{cit}$ 为行业固定效应； $\lambda_{cit}$ 为时间固定效应； $\varepsilon_{it}$ 为误差项。

$$TobinQ_{cit} = \alpha_0 + \alpha_1 Fcd_{cit} + \alpha_2 Soe_{cit} * Fcd_{cit} + \sum \beta Z_{cit} + \mu_c + w_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

式（5） $TobinQ_{cit}$ 是被解释变量企业价值； $Fcd_{cit}$ 是解释变量外汇衍生品使用， $\alpha_1$ 是解释变量外汇衍生品使用 $Fcd_{cit}$ 对被解释变量企业价值 $TobinQ_{cit}$ 的影响系数； $Soe_{cit} * Fcd_{cit}$ 是股权性质和外汇风险对冲的交互项， $\alpha_2$ 是影响系数； $\sum \beta Z_{cit}$ 是一系列控制变量，选取其他影响企业价值的因素；c表示企业，i表示行业，t表示年份； $\mu_{cit}$ 为企业固定效应； $w_{cit}$ 为行业固定效应； $\lambda_{cit}$ 为时间固定效应； $\varepsilon_{it}$ 为误差项。

$$TobinQ_{cit} = \alpha_0 + \alpha_1 Fcd_{cit} + \alpha_2 Trans_{cit} * Fcd_{cit} + \sum \beta Z_{cit} + \mu_c + w_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

式（6） $TobinQ_{cit}$ 是被解释变量企业价值； $Fcd_{cit}$ 是解释变量外汇衍生品使用， $\alpha_1$ 是解释变量外汇衍生品使用 $Fcd_{cit}$ 对被解释变量企业价值 $TobinQ_{cit}$ 的影响系数； $Trans_{cit} * Fcd_{cit}$ 是海外收入和外汇风险对冲的交互项， $\alpha_2$ 是影响系数； $\sum \beta Z_{cit}$ 是一系列控制变量，选取其他影响企业价值的因素；c表示企业，i表示行业，t表示年份； $\mu_{cit}$ 为企业固定效应； $w_{cit}$ 为行业固定效应； $\lambda_{cit}$ 为时间固定效应； $\varepsilon_{it}$ 为误差项。

## 5. 实证分析

### 5.1. 描述性统计分析

如表 2 所示，对相关变量进行描述性统计分析，结果如下：各公司的企业价值差异较大，且绝大多数公司的企业价值集中于 1.31；仅有 18% 的公司使用了外汇风险对冲；各公司现金流风险的差异较小，且绝大多数公司的现金流风险集中于 0.02；公司规模差异较大，且绝大多数公司规模较小；各公司上市年限差异较小，且绝大多数公司上市年限集中于 2.38；资产负债率的差异较小，且绝大多数公司集中于 0.49；总资产净利润率的差异较小，且绝大多数集中于 0.04；支付股息的差异较大，且绝大多数集中于 0.76；流动比例的差异较大，且绝大多数集中于 1.70；61% 的公司是国有企业；跨国公司占比为 28%；绝大多数城市位于中国东中部。

表 2 描述性统计分析

Variable	N	Mean	p50	SD	Min	Max
TobinQ	10915.00	1.48	1.31	0.60	0.80	10.17
Fcd	10915.00	0.18	0.00	0.38	0.00	1.00
Size	10915.00	22.85	22.68	1.35	19.41	26.45
ListAge	10915.00	2.38	2.71	0.86	0.00	3.37
Lev	10915.00	0.49	0.50	0.19	0.03	0.92
ROA	10915.00	0.04	0.04	0.05	-0.40	0.26
Pdividend	10915.00	0.76	1.00	0.43	0.00	1.00
Liquid	10915.00	1.70	1.28	1.59	0.24	21.34
Cashflowrisk	10915.00	0.03	0.02	0.03	0.00	0.24
SOE	10915.00	0.61	1.00	0.49	0.00	1.00
trans	10915.00	0.28	0.00	0.45	0.00	1.00
area	10915.00	1.52	2.00	0.73	0.00	2.00

### 5.2. 多重共线性分析

变量之间的多重共线性是判定能否进行基准回归的重要前提，是衡量变量选取是否可信的重要依据。结果见表 3，本文对变量进行多重共线性分析，发现所有变量的 *vif* 值均远在于 5 以下，平均 *vif* 值也在 5 以下。可以初步判断，各变量之间确实不存在严重的多重共线性，可以进行后续回归分析。

表 3 多重共线性分析

Variable	VIF	1/VIF
Size	4.87	0.205429
cash	3.75	0.266924
Lev	2.18	0.459405
Liquid	1.70	0.587015
ROA	1.59	0.629026
ListAge	1.35	0.743201
Pdividend	1.32	0.755962
SOE	1.21	0.825619
Fcd	1.13	0.883258
trans	1.09	0.914705
area	1.05	0.950478
Mean VIF	1.90	

### 5.3.相关性分析

本文通过对数据进行相关性分析，初步判断变量之间关系的基本情况，并基于现有情况进行后续分析。通过相关性分析，可以初步判断外汇风险对冲和企业价值之间存在正相关关系，且影响系数为 0.0966，这初步印证了本文的基本假设。

在控制变量方面，企业规模（Size）和企业价值之间存在负相关关系，影响系数为-0.407；上市年限（ListAge）和企业价值之间存在负相关关系，影响系数为-0.0771；资产负债率（Lev）和企业价值之间存在负相关关系，影响系数为-0.298；总资产净利润（ROA）和企业价值之间存在正相关关系，影响系数为 0.225；支付股息（Pdividend）和企业价值之间存在负相关关系，影响系数为-0.0147；流动比率（Liquid）和企业价值之间存在正相关关系，影响系数为 0.243；现金流风险（Cashflowrisk）和企业价值之间存在负相关关系，影响系数为-0.144；股权性质（SOE）和企业价值之间存在负相关关系，影响系数为-0.167；跨国公司（Trans）和企业价值之间存在正相关关系，影响系数为 0.0661；地区特征（Area）和企业价值之间没有相关关系。

根据以上相关性分析，我们可以初步判断：一是本文提出的假设基本合理，但是仍然需要科学和严谨的回归模型进一步分析；二是多个变量之间的影响系数均未大于 0.6，因此可以初步判断变量之间不存在严重的多重共线性，可以进行回归分析。

表 4 相关性分析

	TobinQ	Fcd	Size	ListAge	Lev	ROA	Pdividend	Liquid	Cashflowrisk	SOE	trans	area
TobinQ	1											
Fcd	0.0966***	1										
Size	-0.407***	0.195***	1									
ListAge	-0.0771***	0.0112***	0.276***	1								
Lev	-0.298***	0.00910***	0.442***	0.293***	1							
ROA	0.225***	0.0252***	-0.0718***	-0.302***	-0.452***	1						
Pdividend	-0.0147***	0.0723***	0.137***	-0.186***	-0.226***	0.422	1					
Liquid	0.243***	0.0125	-0.312***	-0.292***	-0.617***	0.303***	0.150***	1				
Cashflowrisk	-0.144***	-0.172***	-0.0657***	0.0135	0.113***	-	-0.0743***	-0.0108	1			
SOE	-0.172***	-0.0764***	0.243***	0.332***	0.205***	-0.157***	-0.0377***	-0.211***	-0.00680	1		
trans	0.0661***	0.210***	-0.0439***	-0.0723***	-0.0404***	-0.0191	-0.000300	0.0657***	-0.0319***	-0.135***	1	
area	0.00310	0.0978***	0.0522***	-0.115***	-0.0746***	0.0947***	0.129***	0.0773***	0.0101	-0.105***	0.124***	1

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著。

#### 5.4.基准回归分析

如表 5 所示，本文采用依次放入控制变量的方式逐步回归以验证本文回归结果的稳健性，模型 1 不放入控制变量，模型 2 放入控制变量。模型 1 表明，外汇风险对冲显著提升了中国主板市场非金融类上市公司企业价值，且提升大小为 10.6%，影响在 0.01 以内显著；模型 2 表明，在模型加入控制变量后，外汇风险对冲依旧显著提升了中国主板市场非金融类上市公司企业价值，且提升大小为 11.5%，影响在 0.1 以内显著，假设 1 得以验证。

在控制变量中，企业规模（Size）对企业价值呈现负向的显著影响，影响系数为-0.245；上市年限（ListAge）对企业价值呈现正向的显著影响，影响系数为 0.293；资产负债率（Lev）对企业价值呈现正向的显著影响，影响系数为 0.125；总资产净利润（ROA）对企业价值呈现正向的显著影响，影响系数为 2.270；支付股息（Pdividend）对企业价值的影响并不显著；流动比率（Liquid）对企业价值的影响并不显著；现金流风险（Cashflowrisk）对企业价值呈现负向的显著影响，影响系数为-1.492；股权性质（SOE）对企业价值的影响并不显著；跨国公司（Trans）对企业价值的影响并不显著；地区特征（Area）对企业价值的影响并不显著。

表 5 基准回归分析

Variable	(1) TobinQ	(2) TobinQ
Fcd	0.106*** (0.0223)	0.115*** (0.0206)
Size		-0.245*** (0.0183)
ListAge		0.293*** (0.0255)
Lev		0.125* (0.0740)
ROA		2.270*** (0.192)
Pdividend		-0.0153 (0.0133)
Liquid		0.00389 (0.00748)
Cashflowrisk		-1.492*** (0.177)
SOE		-0.0582 (0.0439)
trans		0.00284 (0.0186)
时间效应	控制	控制
个体效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
Constant	1.942*** (0.0866)	6.678*** (0.405)
Observations	10,915	10,915
R-squared	0.220	0.311
Number of id	1,804	1,804

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著，括号内为稳健标准误。

## 5.5.机制分析

### (1) 中介效应检验

如表 6 所示，本文采用逐步检验的中介分析方法，列（1）为不加入中介变量现金流风险，仅考虑外汇风险对冲和企业价值的模型；列（2）为以中介变量现金流风险为被解释变量，外汇风险对冲为自变量的回归模型；列（3）为以企业价值为被解释变量，中介变量现金流风险和外汇风险对冲为自变量的回归模型。列（1）表明，在不考虑中介变量的影响下，外汇风险对冲显著提升了中国主板市场非金融类上市公司企业价值，且提升大小为 12.6%，影响在 0.01 以内显著；列（2）表明，外汇风险对冲会显著降低现金流风险，影响大小为 0.794%，影响在 0.01 以内显著；列（3）表明，随着现金流风险的降低，中国主板市场非金融类上市公司企业价值会提升，

影响大小为 149.2%。这说明，外汇风险对冲会通过降低现金流风险，进而提升中国主板市场非金融类上市公司企业价值，假设 2 得以验证。

表 6 中介效应分析

Variable	(1) TobinQ	(2) cash	(3) TobinQ
Fcd	0.126*** (0.0205)	-0.00794*** (0.000774)	0.115*** (0.0206)
Cashflowrisk			-1.492*** (0.177)
Size	-0.241*** (0.0185)	-0.00301*** (0.00111)	-0.245*** (0.0183)
ListAge	0.296*** (0.0255)	-0.00223** (0.00112)	0.293*** (0.0255)
Lev	0.111 (0.0744)	0.00944** (0.00471)	0.125* (0.0740)
ROA	2.255*** (0.193)	0.00995 (0.00833)	2.270*** (0.192)
Pdividend	-0.0151 (0.0133)	-0.000110 (0.000812)	-0.0153 (0.0133)
Liquid	0.00356 (0.00746)	0.000219 (0.000302)	0.00389 (0.00748)
SOE	-0.0597 (0.0441)	0.00101 (0.00218)	-0.0582 (0.0439)
trans	0.00244 (0.0187)	0.000265 (0.00129)	0.00284 (0.0186)
时间效应	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
Constant	6.565*** (0.408)	0.0756*** (0.0264)	6.678*** (0.405)
Observations	10,915	10,915	10,915
R-squared	0.306	0.064	0.311
Number of id	1,804	1,804	1,804

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著，括号内为稳健标准误。

## (2) 调节效应检验

如表 7 所示，本文对海外收入、企业规模 and 所有权性质进行调节效应检验，列（1）为外汇风险对冲和海外收入的调节效应检验；列（2）为外汇风险对冲和企业规模的调节效应检验；列（3）为外汇风险对冲和所有权性质的调节效应检验。列（1）表明，有海外收入的企业，外汇风险对冲对企业价值的影响更大；列（2）表明，公司规模越小的企业，外汇风险对冲对企业价值的影响更大；列（3）表明，非国有企业，外汇风险对冲对企业价值的影响更大，假设 3、假设 4 和假设 5 被验证。

表 7 调节效应分析

Variable	(1) TobinQ	(2) TobinQ	(3) TobinQ
Fcd *Trans	0.0226* (0.0201)		
Fcd *Size		-0.0459*** (0.00893)	
Fcd *SOE			-0.158*** (0.0259)
Fcd	0.0772** (0.0359)	1.189*** (0.210)	0.210*** (0.0207)
Size	-0.245*** (0.0112)	-0.236*** (0.0113)	-0.247*** (0.0112)
ListAge	0.292*** (0.0160)	0.293*** (0.0160)	0.289*** (0.0160)
Lev	0.125** (0.0520)	0.128** (0.0520)	0.138*** (0.0520)
ROA	2.272*** (0.119)	2.277*** (0.119)	2.262*** (0.119)
Pdividend	-0.0157 (0.0121)	-0.0170 (0.0121)	-0.0171 (0.0121)
Liquid	0.00379 (0.00491)	0.00401 (0.00490)	0.00457 (0.00490)
Cashflowrisk	-1.492*** (0.183)	-1.493*** (0.183)	-1.508*** (0.183)
SOE	-0.0582** (0.0289)	-0.0575** (0.0289)	-0.0313 (0.0292)
trans	0.00248 (0.0176)	0.00450 (0.0176)	-0.00238 (0.0176)
时间效应	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
Constant	6.678*** (0.265)	6.483*** (0.267)	6.708*** (0.265)
Observations	10,915	10,915	10,915
R-squared	0.311	0.313	0.314
Number of id	1,804	1,804	1,804

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著，括号内为稳健标准误。

## 5.6.异质性分析

### (1) 地区异质性

不同地区的企业采用外汇风险对冲的动因和结果可能有所区别，本节以中国中东西部为地区的划分标准，研究中国中东西部的企业外汇风险对冲对企业价值的异质性影响。如表 8 所示，列（1）为中国西部地区企业回归结果，列（2）为中国中部地区企业回归结果，列（3）为中国东部地区企业回归结果。列（1）表明，对于

西部地区的企业而言，外汇风险对冲会对企业价值的影响并不显著；列（2）表明，对于中国中部地区的企业而言，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 10.9%；列（3）表明，对于中国东部地区的企业而言，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 12.8%，验证了假设 6。

表 8 地区异质性分析

	(1)	(2)	(3)
	西	中	东
Variable	TobinQ	TobinQ	TobinQ
Fcd	0.103 (0.0754)	0.109*** (0.0405)	0.128*** (0.0243)
Size	-0.273*** (0.0565)	-0.257*** (0.0384)	-0.235*** (0.0222)
ListAge	0.288*** (0.0555)	0.178*** (0.0583)	0.307*** (0.0306)
Lev	-0.00934 (0.144)	0.155 (0.153)	0.178* (0.0981)
ROA	2.071*** (0.371)	2.529*** (0.357)	2.278*** (0.266)
Pdividend	-0.0349 (0.0312)	-0.00382 (0.0241)	-0.0189 (0.0183)
Liquid	0.0313** (0.0135)	-0.0104 (0.0192)	0.00401 (0.00863)
Cashflowrisk	-0.566 (0.569)	-1.356*** (0.308)	-1.679*** (0.221)
SOE	0.0441 (0.0799)	-0.0310 (0.0690)	-0.114* (0.0669)
trans	-0.0227 (0.0518)	0.0385 (0.0404)	-0.00298 (0.0231)
时间效应	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
Constant	7.333*** (1.268)	6.862*** (0.815)	6.505*** (0.497)
Observations	1,520	2,174	7,221
R-squared	0.407	0.392	0.285
Number of id	237	314	1,253

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著，括号内为稳健标准误。

## （2）时间异质性

外汇风险对冲伴随着汇率形成机制而产生，人民币汇率机制经历了三个阶

段。本研究根据这三个阶段，分别考察外汇风险对冲对企业价值的影响。如表 9 所示，列（1）为第一阶段 2007-2012 年的回归结果，列（2）第二阶段 2012-2015 年的回归结果，列（3）为第三阶段 2015-2021 年的回归结果。列（1）表明，在 2007-2012 年期间，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 10.8%；列（2）表明，在 2012-2015 年期间，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 11.5%；列（3）表明，在 2012-2015 年期间，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 9.83%，验证了假设 7。

表 9 时间异质性分析

Variable	(1)	(2)	(3)
	2007-2012 TobinQ	2012-2015 TobinQ	2015-2021 TobinQ
Fcd	0.108** (0.0448)	0.115*** (0.0206)	0.0983*** (0.0272)
Size	-0.385*** (0.0277)	-0.245*** (0.0183)	-0.104* (0.0567)
ListAge	0.220*** (0.0551)	0.293*** (0.0255)	0.343*** (0.0351)
Lev	0.178 (0.122)	0.125* (0.0740)	0.0406 (0.164)
ROA	1.883*** (0.256)	2.270*** (0.192)	1.361*** (0.270)
Pdividend	0.00508 (0.0178)	-0.0153 (0.0133)	-0.0238 (0.0184)
Liquid	-0.0136 (0.0173)	0.00389 (0.00748)	-0.00151 (0.0109)
Cashflowrisk	-1.442*** (0.277)	-1.492*** (0.177)	-0.848*** (0.259)
SOE	0.107** (0.0529)	-0.0582 (0.0439)	-0.0685 (0.0722)
trans	0.0109 (0.0299)	0.00284 (0.0186)	-0.00648 (0.0280)
时间效应	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
Constant	9.701*** (0.600)	6.678*** (0.405)	3.202** (1.351)
Observations	3,073	10,915	5,954
R-squared	0.520	0.311	0.193
Number of id	996	1,804	1,723

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著，括号内为稳健标准误。

## 5.7.内生性检验

由于外汇风险对冲和企业价值与扰动项相关，常出现遗漏变量、双向因果和测量误差的内生性问题。本文选取工具变量法与两阶段最小二乘法回归予以解决内生性问题，选取解释变量外汇风险对冲的滞后一期为工具变量，结果显示（见表 10）：列（1）为不加入控制变量的回归结果，列（2）为加入控制变量的回归结果。列（1）表明，在不加入控制变量的情况下，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 11.6%；列（2）表明，在加入了控制变量之后，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 23.6%。这表明，在考虑了内生性之后，回归结果仍然稳健。

表 10 工具变量法两阶段最小二乘法回归

Variable	(1) TobinQ	(2) TobinQ
Fcd	0.116*** (0.0250)	0.236*** (0.0245)
Cashflowrisk		-2.807*** (0.251)
Size		-0.173*** (0.00534)
ListAge		0.0449*** (0.00886)
Lev		0.104** (0.0452)
ROA		3.036*** (0.157)
Pdividend		-0.0824*** (0.0158)
Liquid		0.0354*** (0.00520)
SOE		-0.0704*** (0.0129)
trans		0.0415*** (0.0136)
area		-0.00466 (0.00802)
Constant	1.405*** (0.00806)	5.213*** (0.113)
Observations	7,130	7,130
R-squared	0.007	0.275

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著，括号内为稳健标准误。

## 5.8.稳健性检验

相关回归结果可能受到样本而有所区别，因此本文采用随机抽样的方式，随机抽取 80%的样本进行回归分析，结果见表 11：列（1）为不加入控制变量的回归结果，列（2）为加入控制变量的回归结果。列（1）表明，在不加入控制变量的情况下，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 11.6%；列（2）表明，在加入了控制变量之后，外汇风险对冲会对企业价值产生显著的正向影响，影响系数为 12.2%。这表明，在考虑了稳健性之后，回归结果仍然稳健。

表 11 随机抽样回归

Variable	(1) TobinQ	(2) TobinQ
Fcd	0.116*** (0.0254)	0.122*** (0.0234)
Cashflowrisk		-1.487*** (0.196)
Size		-0.252*** (0.0188)
ListAge		0.308*** (0.0303)
Lev		0.0978 (0.0743)
ROA		2.210*** (0.213)
Pdividend		-0.0185 (0.0147)
Liquid		0.00754 (0.00834)
SOE		-0.0636 (0.0519)
trans		-0.00100 (0.0206)
时间效应	控制	控制
个体效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
Constant	1.897*** (0.0971)	6.763*** (0.424)
Observations	8,782	8,782
R-squared	0.225	0.318
Number of id	1,443	1,443

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的置信水平上显著，括号内为稳健标准误。

## 6. 结论

为了应对汇率变动使公司蒙受损失的可能性和不确定性，越来越多的中国企业开始采用包括外汇远期、外汇期货和外汇互换等手段的外汇工具进行风险对冲。为了验证外汇风险对冲对企业价值的实际影响，本研究选取 2007-2021 年 1804 个企业 10915 个样本的中国主板市场非金融类上市公司数据进行描述性统计、多重共线性、相关性、基准回归、机制分析、异质性分析、内生性和稳健性检验，研究发现：（1）外汇风险对冲依旧显著提升了中国主板市场非金融类上市公司企业价值，且提升大小为 11.5%；（2）外汇风险对冲会通过降低现金流风险，进而提升中国主板市场非金融类上市公司企业价值；（3）公司规模会对外汇风险对冲和企业价值之间起负向的调节作用。公司规模较小的企业更有可能对冲规避税务风险，同时财务困境成本更低，外汇风险对冲更能对企业价值产生正向的影响；（4）股权性质会对外汇风险对冲和企业价值之间起负向的调节作用。国有企业相比于非国有企业来说，在进行外汇衍生品交易时受到的监管较多，相比于国有企业，非国有企业的外汇风险对冲对企业价值的正向影响大于国有企业；（5）海外收入会对外汇风险对冲和企业价值之间起正向的调节作用。由于跨国企业更容易遭遇金融风险的冲击，跨国企业的外汇风险对冲对企业价值的正向影响大于非跨国企业；（6）不同地区经济发展水平和对外开放水平有所差异，相较于中西部，中国东部地区企业使用外汇风险对冲对企业价值产生的正向影响显著大于中西部；对中国西部地区而言，外汇风险对冲对企业价值的影响并不显著；（7）2012-2015 年，外汇风险对冲对企业价值的影响最大，2012 年以前，外汇风险对冲对企业价值的影响最小。

## 参考文献

- Bates T. W., Kahle K. M., and Stulz R. M. 2009. "Why Do U. S. Firms Hold So Much than They Used To?" *Journal of Finance* 64(5): 1985-2021.
- Brown G. W. 2001. "Managing Foreign Exchange Risk with Derivatives." *Journal of Financial Economics* 60(2/3):401-448.
- DeMarzo P. M., and Duffie D. 1995. "Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting." *Review of Financial Studies* 8(3): 743-771.
- Froot K. A., Scharfstein D. S., and Stein J. C. 1993. "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies." *Journal of Finance* 8(5):1629-1658.
- Haushalter D., Klasa S., and Maxwell W. F. 2007. "The Influence of Product Market Dynamics on a Firm's Cash Holdings and Hedging Behavior." *Journal of Financial Economics* 84(3):797-825.
- Hutson E., and Laing E. 2014. "Foreign Exchange Exposure and Multinationality". *Finance* 43(5):97-113.
- Jin Y., and Jorion P. 2006. "Firm Value and Hedging: Evidence from U. S. Oil and Gas Producers." *Journal of Finance* 61(2): 893-919.
- Magee S. 2009. "Foreign Currency Hedging and Firm Value: A Dynamic Panel Approach." *Macquarie University Working Paper*.
- Mayers D., and Smith C. W. 1992 "On the Corporate Demand for Insurance" *Foundations of Insurance Economics. Springer Netherlands* 190-205.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R. et al. 1999. "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings." *Journal of Financial Economics* 52(1):3-46.
- Smith C. W., and Stulz, R. M. 1985. "The determinants of firms' hedging policies" *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20(4), 391-405.
- Stulz R. M. 1984. "Optimal Hedging Policies" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19(2):127-140.
- 冯帆和黄翌飘. 2016. "外汇衍生品对冲对公司价值的影响——基于我国制造业上市公司的实证研究." 《国际商务(对外经济贸易大学学报)》 171(04):93-104.
- 郭飞. 2012. "外汇风险对冲和公司价值:基于中国跨国公司的实证研究." 《经济研究》 47(09):18-31.
- 肖超和肖挺. 2017. "外汇风险对冲、市场化进程对企业价值影响研究——以海外施工企业为例." 《当代财经》 394(09):59-69.
- 杨胜刚,王芍和张欣琦等. 2021. "外汇风险对冲、融资约束与现金股利分配." 《经济评论》 228(02):119-133.

- 赵峰,叶子和李梦雨.2017. “中国跨境投资企业的外汇风险对冲效果研究——基于债务税盾的视角.” 《北京工商大学学报(社会科学版)》 2017,32(01):94-105.
- 赵峰,祖博男和程悦. 2016. “跨国企业外汇风险对冲研究述评:动因、方式与效果.” 《华东经济管理》 30(10):162-171.
- 赵昕,高楠和丁黎黎. 2019. “外汇衍生工具使用与企业价值——基于 A 股上市公司的实证研究.” 《金融论坛》 24(10):48-59.