

外汇风险对冲、融资约束与现金股利分配

杨胜刚 王 芍 张欣琦 阳 旻*

摘要: 本文以企业风险管理为视角,研究了外汇风险对冲对现金股利分配的影响。结果发现:企业外汇风险对冲提高了现金股利分配水平;融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配之间具有部分中介效应;国际化企业进行外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用更大。在考虑了各种可能的内生性后,本文结论依然成立。进一步研究发现:国有企业和资产负债率较高的企业进行外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用更大;外汇风险对冲降低了企业现金股利分配对内部现金流的依赖程度。本文的研究为理解企业现金股利分配的影响因素提供了启示,也为投资者全面理解现金股利分红意愿与能力、企业管理者进行外汇风险管理和现金股利分配决策、监管部门综合评价企业外汇衍生品使用绩效提供了有益参考。

关键词: 外汇风险对冲;融资约束;现金股利

一、引言

现金股利分配既是公司的重大财务决策,亦是投资者获得投资回报的重要方式。合理的现金股利分配既有助于缓解公司股东与管理者间的代理冲突,更能促进我国资本市场平稳健康发展。然而,我国上市公司“重融资、轻回报”的分红异象由来已久并引致诸多批评。对此,国内外学者已经从监管制度、货币政策、内部治理和外部治理等角度对企业现金股利分配的影响因素进行了丰富的研究,然而,鲜有文献从企业风险管理的视角研究企业现金股利分配问题。近年来,伴随着企业“走出去”战略与人民币汇率市场化改革步伐的加快,我国企业国际化程度与人民币汇率弹性不断增加,企业面临的外汇风险愈加突出,越来越多的中国企业开始运用外汇衍生品对冲外汇风险。有外汇风险暴露的企业合理运用外汇衍生品进行风险对冲,将有助于降低企业内部现金流对汇率冲击的敏感性,提高企业内部现金流的稳定性(Bartram et al.,2011)。企业内部现金流稳定性的提高,可以增强企业管理者对于未来内部现金流的预测能力,降低其对于未来现金短缺的担忧,使其进行更加合理的现金股利分配(Chay and Suh,2009;Brav et al.,2005;Lintner,1956)。因此,外汇风险对冲是否会影响企

*杨胜刚,湖南大学金融与统计学院,邮政编码:410006,电子信箱:sgyang@hnu.edu.cn;王芍(通讯作者),湖南大学金融与统计学院,邮政编码:410006,电子信箱:shaowang@hnu.edu.cn;张欣琦,湖南大学金融与统计学院,邮政编码:410006,电子信箱:xqzhang@hnu.edu.cn;阳旻,湖南师范大学商学院,邮政编码:410081,电子信箱:hnyang@hunnu.edu.cn。

本文得到国家自然科学基金应急管理项目“基于外部冲击的汇率市场波动、跨境资本流动及其风险防范问题研究”(项目编号:71850006)的资助。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,当然,文责自负。

业现金股利分配水平这一问题有待深入研究。

此外,如果外汇风险对冲与现金股利分配之间存在联系,那么外汇风险对冲影响现金股利分配的机制是什么?部分研究认为,企业融资约束的缓解,可以降低企业对内部资金的依赖度,提高现金股利分配水平(张纯、吕伟,2009;全怡等,2016)。一方面,外汇风险对冲可以提高企业内部现金流稳定性,提升企业所披露的财务信息质量,降低债权投资人与企业管理者间的信息不对称程度,这在一定程度上可以缓解企业的融资约束。另一方面,外汇风险对冲也会降低企业的破产概率,降低企业债务融资的违约风险,这亦将缓解企业所面临的融资约束。因此,外汇风险对冲缓解企业融资约束,是否会进一步降低企业对内部资金的依赖,进而影响现金股利的分配,即融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配间的作用有待检验。

最后,相对于非国际化企业,国际化企业受到汇率冲击影响的可能性与程度会更大。国际化企业更易于根据自身的外汇风险暴露状况进行外汇风险对冲,且对冲对于其促进内部现金流稳定与缓解融资约束的效果更好。因此,外汇风险对冲与现金股利分配间的关系在国际化企业与非国际化企业间是否具有差异值得进一步研究。

为此,本文从企业风险管理的视角出发,运用中证800指数非金融公司2010—2018年财务数据和手工搜集的外汇风险对冲数据,研究了外汇风险对冲对现金股利分配的影响。在此基础上,本文检验了融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配之间的作用、外汇风险对冲对现金股利分配的影响在国际化与非国际化企业间的差异。研究表明,企业的外汇风险对冲提高了现金股利分配水平,且融资约束在其中具有部分中介效应。然而,企业外汇风险对冲提高现金股利分配水平主要体现在国际化企业中。

本文可能的理论贡献与实践意义如下:在理论层面,其一,与已有企业现金股利分配影响因素的相关研究相比,本文重点关注企业风险管理,为企业现金股利分配影响因素的研究提供了新的视角;其二,已有关于外汇风险对冲绩效评价的研究多聚焦于市场价值与财务绩效方面,本文则重点研究外汇风险对冲对企业财务决策的影响,拓宽了外汇风险对冲绩效评价的研究边界;其三,本文针对融资约束这一作用机制的识别与检验,为充分理解企业外汇风险对冲影响现金股利分配的机理提供了思路。在实践方面,其一,为投资者的投资决策提供了重要参考,帮助投资者充分理解企业现金股利分配的影响因素以及外汇风险对冲的合理性;其二,为企业的管理者提供了启示,对于国际化程度较高的企业,合理运用外汇衍生品进行外汇风险对冲可以有效缓解融资约束,改善自身现金股利分配能力,提高投资者的投资回报;其三,为监管者理解企业现金股利分配能力与意愿、综合评价企业外汇风险对冲效果提供了借鉴。

二、文献回顾与假设提出

(一)文献回顾

1. 外汇风险对冲的动机与影响

关于外汇风险对冲的相关研究主要聚焦在企业外汇风险对冲的动机与影响两个方面。在外汇风险对冲的动机方面,主要包括:增加节税收益、缓解融资约束、平抑外汇风险敞口等。Smith和Stulz(1985)认为由于外汇风险对冲可以降低公司收益对于汇率波动的敏感性,如果公司的边际税率是税前价值的增函数,那么进行外汇风险对冲可以获得节税收益,所以公司可能会出于节税目的而进行外汇风险对冲。Geczy等(1997)研究表明,具有更多

的投资机会和更严格的财务约束的公司更可能使用外汇衍生品,以缓解公司现金流对汇率波动的敏感性和投资不足。Bartram(2019)认为企业运用外汇衍生品出于对冲而非投机目的。

在外汇风险对冲的影响方面,主要包括:缓解信息不对称、提高现金流稳定性、提高企业市场价值、降低债务融资成本等。Dadalt等(2002)研究发现使用衍生品进行风险对冲可以降低投资者与企业管理者间的信息不对称程度,这是因为对冲减少了企业内部现金流的波动,提高了企业的财务信息质量。Bartram等(2011)认为使用衍生品进行风险对冲提高了公司内部现金流的稳定性。郭飞(2012)的研究表明企业进行外汇风险对冲带来了约10%的价值溢价。Chen和King(2014)、郭飞等(2020)研究表明外汇风险对冲降低了企业的债务融资成本,其主要渠道在于外汇风险对冲可以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。郝项超和梁琪(2019)认为外汇风险对冲降低了公司的债务融资成本,进而提高了企业创新的数量与质量。

2. 现金股利分配的影响因素

Miller和Modigliani(1961)提出的“股利无关论”认为,在完全的资本市场条件下,公司股利分配政策的选择与其价值无关。然而,现实世界的不完全性引发诸多股利分配异象,国内外学者从不同视角给予解释,并形成了具有代表性的信号传递理论(Bhattacharya,1979; John and Williams,1985)等股利分配理论,但至今在学术界仍未达成共识。由于我国上市公司一向盛行“重融资,轻回报”的股利文化,自半强制分红政策实施以来,国内学者对此进行了深入的研究,如李常青等(2010)研究发现半强制分红政策的颁布与资本市场表现呈现倒U型关系。

实际上,除政策因素外,股利分配水平与公司财务状况和公司治理同样息息相关。部分学者就企业现金流稳定性与现金股利分配之间的关系进行了深入的研究,研究表明,现金股利分配水平与企业现金流稳定性具有正相关的关系(Lintner,1956; Brav et al.,2005)。Chay和Suh(2009)的实证研究也表明企业现金流稳定性越高,分配现金股利的可能性越大,现金股利分配水平也越高。

此外,部分学者还研究了融资约束与现金股利分配的关系。张纯和吕伟(2009)认为,以证券分析师为代表的信息中介降低了信息不对称程度,缓解了企业融资约束,进而降低了企业对内部资金的依赖,提高了现金股利分配水平。全怡等(2016)研究发现紧缩的货币政策抑制了现金股利的分配,公司面临的融资约束会强化这种抑制作用。

综上所述:第一,已有外汇风险对冲影响的研究多聚焦于增强内部现金流稳定性、降低债务融资成本、缓解融资约束和提高企业价值等方面,外汇风险对冲是否会影响企业现金股利分配决策、提高投资者的投资回报却有待深入研究。第二,虽然国内外学者已经从外部政策、信息环境、公司治理与财务状况等角度对企业现金股利分配的影响因素进行了丰富的研究,却仍未有学者从企业风险管理视角展开对现金股利分配影响的相关研究。第三,部分学者已经研究了融资约束在货币政策、信息不对称、机构投资者持股与现金股利分配之间的作用,但融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配间的作用仍需进一步检验。

(二) 假设提出

伴随着我国企业国际化程度不断提高与人民币汇率弹性不断增加,我国企业内部现金流稳定性与企业盈利能力受到汇率冲击的影响越来越大。因此,近年来进行外汇风险对冲

的企业越来越多。外汇风险对冲可能会进一步影响我国企业的现金股利分配决策,具体而言主要体现在以下两个方面:

第一,外汇风险对冲提高了企业内部现金流的稳定性,进而提高现金股利分配水平。根据套期保值理论,合理的外汇风险对冲可以降低公司内部现金流由于汇率变化所导致的不稳定性(Bartram et al.,2011)。内部现金流稳定性是企业现金股利分配的重要决定因素,当企业内部现金流稳定性较差时,企业管理者将会降低现金股利的分配水平(Chay and Suh,2009;Brav et al.,2005;Lintner,1956)。这主要是以下两个方面的原因:一方面,当企业内部现金流的稳定性由于汇率的频繁波动而下降时,公司管理者对于未来内部现金流的预测变得更加困难,作为股东代理人的企业管理者会出于应对未来资金短缺的目的和对投资不足的担忧,采取降低现金股利分配水平的方式,将更多的现金保留在企业内部以应对未来的不确定性。另一方面,根据股利信号传递理论,企业管理者与外部投资人之间存在着信息不对称,股利分配是公司管理者向投资者传递公司内部信息的一种重要手段(Bhattacharya,1979),现金股利分配中断或分配水平的下降对于公司具有较大的负面影响,故当公司内部现金流不确定性较高时,公司管理者会倾向于降低现金股利分红水平,以保证未来现金股利分红政策的可持续性,即现金股利分配存在“粘性”。因此,外汇风险对冲可以通过降低内部现金流的波动进而提高现金股利分配水平。

第二,外汇风险对冲改善了企业盈利能力,进而提高现金股利分配水平。股利分配的本质是将一定比例的企业税后净利润在投资者之间进行分配,企业盈利能力的高低、利润的多少,决定了企业可供分配的现金股利水平(张纯、吕伟,2009)。外汇风险对冲对于企业盈利能力的改善,主要体现在以下三个方面:其一,平抑外汇风险,提升企业盈利能力。由于非金融企业在汇率走势研判上并不具备信息优势与比较优势(Bartram,2019),具有外汇风险敞口的企业运用外汇衍生品等手段对冲外汇风险,可以使企业在开拓国际市场、践行国际化发展战略时免受汇率冲击,促进企业盈利能力的提升,进而提高其现金股利分配水平。其二,增加节税收益,改善企业盈利状况。如果税收与税前收入的函数是凸函数,那么对冲可以通过降低企业税前收入的波动使企业获得节税收益(Smith and Stulz,1985)。因此,对于具有潜在外汇风险的企业而言,外汇风险对冲可以通过降低税前收入的波动给企业带来节税收益,改善企业的盈利状况,并提高企业现金股利分配水平。其三,降低债务融资成本,增厚企业盈利水平。当公司内部现金流稳定性与盈利稳定性由于汇率波动而降低时,公司财务信息质量将会下降,同时企业破产概率随之增大。对于债务人而言,无论是财务信息质量下降所导致的信息不对称程度上升,还是由于企业破产概率增大所导致的债务违约概率上升,都将提高债权人对投资回报的要求,增加企业的债务融资成本。合理的外汇风险对冲可以降低企业内部现金流的波动和企业破产的概率,进而缓解信息不对称与降低违约风险,降低企业的债务融资成本(Chen and King,2014;郭飞等,2020),增厚企业的盈利水平,从而提高现金股利分配水平。

综上所述,外汇风险对冲将会通过提高企业内部现金流稳定性和改善企业盈利能力两个方面影响企业的现金股利分配决策,故提出本文的假说1。

H1:企业外汇风险对冲有助于提高现金股利分配水平。

企业的融资方式主要有内部融资(留存收益)和外部融资(债务融资和权益融资)。持续的现金股利分配削弱了企业内部融资的可用资金额度,这将迫使企业在内部融资不足时

只能采取外部融资的方式获得必要的资金支持。然而,与内部融资相比,由于信息不对称、破产与违约风险等因素的影响,企业外部融资的可获得性偏低且融资成本偏高,即存在“融资约束”。因此,企业面临的融资约束程度会影响其对内部融资的依赖度,进而影响企业的现金股利分配决策。如果外汇风险对冲能够缓解企业面临的融资约束,那么外汇风险对冲亦会降低企业对于内部融资的依赖程度,提高现金股利分配水平。具体而言,外汇风险对冲缓解企业融资约束,进而提高现金股利分配水平主要体现在以下两个方面:

一方面,外汇风险对冲缓解了公司管理者与债权人之间的信息不对称。现代公司财务理论认为,信息不对称是导致融资约束产生的主要原因。外汇风险对冲降低了公司内部现金流的波动性,使得公司未来现金流的可预测性增强,提高了企业财务信息的质量,降低了债权人与股东、公司管理者之间的信息不对称程度(Dadalt et al., 2002; Chen and King, 2014; 郭飞等, 2020),缓解了企业所面临的融资约束,降低了企业对于内部融资的依赖,提高了现金股利分配水平。

另一方面,当公司内部现金流波动较大时,其破产的可能性随之增大,对此外部投资人也会要求更高的投资回报,以覆盖企业因破产可能性上升而带来的违约风险。合理的外汇风险对冲可以有效预防汇率波动给企业带来的异常冲击,降低企业破产发生的概率,缓解投资人对于企业破产的担忧,降低投资人对于投资回报的要求,缓解企业面临的融资约束程度,降低企业对于内部融资的依赖,提高现金股利分配水平。

综上所述,外汇风险对冲可以通过缓解企业面临的融资约束,降低对内部融资的依赖,提高现金股利分配水平。为此,提出本文的假说2。

H2: 融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配水平间具有中介作用。

正如上述分析,具有外汇风险的公司进行合理的外汇风险对冲,可以提高现金股利分配水平。然而,如果企业使用外汇衍生品进行投机,将增加企业内部现金流对人民币汇率波动的敏感性(郝项超、梁琪, 2019),不利于企业现金股利分配水平的提升。虽然张瑞君和徐展(2016)认为非国际化企业仍然可能受到汇率变动的影响,但大量研究表明,相对非国际化企业,国际化企业所面临的外汇风险更大,进行外汇风险对冲的动机也更加强烈(Bartram, 2019)。此外,考虑到非国际化企业没有具体可量化的外汇交易头寸,难以进行准确的外汇风险对冲,因此更可能进行衍生品投机。根据信息优势与比较优势理论,非金融企业使用以投机为目的的外汇衍生品来博取额外收益弊大于利。因此,本文推断相对于非国际化企业而言,国际化企业进行外汇风险对冲在提高内部现金流稳定性、改善企业盈利能力与缓解融资约束上效果更好,进而对现金股利分配水平的提升作用更大。基于以上分析,提出本文的假说3。

H3: 相对于非国际化企业,国际化企业进行外汇风险对冲对现金股利分配水平的提升作用更大。

三、数据来源与研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择2010—2018年中证800指数成份股上市公司为研究样本,中证800指数综合反映了沪深证券市场内大中小市值公司的整体状况,具有广泛代表性。本文对样本数据进行了如下处理:(1)考虑到银行、保险、证券等金融类公司不仅是外汇衍生品的使用者,又是提供者,其使用外汇衍生品进行对冲的动机与非金融类企业具有较大差异(郭飞, 2012),故

剔除了银行、保险、证券三类公司。(2)剔除了财务数据缺失的样本。(3)为了避免极端值带来的噪声,对所有连续变量前后进行1%的缩尾处理。最终得到4771个样本观测值。由于现有数据库皆未提供企业外汇风险对冲相关数据,且其提供的外币债务和境外业务收入数据缺失较为严重,参考郭飞等(2018),我们手工搜集了企业外汇风险对冲、部分外币债务和境外收入数据。其他财务数据和公司治理数据来自CSMAR数据库与Wind数据库。

(二)变量定义与研究设计

1.变量定义

被解释变量——现金股利分配水平(*DIV*)。本文将公司年度累计分配的现金股利总额与当年归属母公司的净利润之比作为衡量现金股利分配水平的被解释变量。参考廖珂等(2018),在稳健性检验部分将公司年度累计现金股利分配总额与当年末企业总资产之比作为现金股利分配水平的替代变量进行了检验。

解释变量——外汇风险对冲(*FCD*)。衡量企业外汇风险对冲主要有虚拟变量法和对冲比率法。虚拟变量法是指如果企业使用了外汇衍生品进行外汇风险管理则赋值为1,否则为0。对冲比率法是指用外汇衍生品的名义价值占海外收入或总资产之比来衡量企业外汇风险对冲的程度。鉴于我国企业虽然对是否使用衍生品进行了披露,但披露衍生品名义价值的公司极少,参考郭飞等(2018),本文采用虚拟变量法度量企业是否进行外汇风险对冲,并根据以下标准手工搜集了外汇风险对冲数据:(1)在年报、半年报和季度报告中搜索“远期”、“期货”、“互换”、“掉期”、“期权”、“对冲”、“锁定”、“套期保值”、“外币”、“NDF(无本金交割远期外汇交易)”、“衍生品”等关键词,然后阅读具体内容来判断公司是否使用外汇衍生品。(2)搜索“交易性金融资产”、“交易性金融负债”、“衍生金融资产”、“衍生金融负债”、“以公允价值计量的金融资产与负债”等会计科目,如果上述科目明确记载了上述外汇衍生品的公允价值、处置损益等数据,那么就判定该公司使用了外汇衍生品。

中介变量——融资约束指数(*SA*)。融资约束的测度主要有KZ指数、WW指数和SA指数。考虑到KZ指数、WW指数均包含诸如资产负债率、流动资金与股利支付等内生变量,本文采用由Hadlock和Pierce(2010)使用企业规模与上市年限两个相对外生的变量构建的SA指数度量企业的融资约束状况。本文也运用KZ指数作为SA指数的替代变量进行稳健性检验。SA指数均为负值,绝对值越大表明企业面临的融资约束程度越严重,本文计算方法与鞠晓生等(2013)相一致,即:

$$SA = -0.737 \times SIZE + 0.043 \times SIZE^2 - 0.04 \times AGE$$

其中,*SIZE*为经通货膨胀调整后的企业总资产(单位:百万元)的自然对数,*AGE*为企业上市年限。

控制变量。参考廖珂等(2018)、杜兴强和谭雪(2017),本文控制了公司规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、总资产报酬率(*ROA*)、营业收入现金含量(*FCF*)、市场机会托宾Q(*TOBINQ*)、股权集中度(*FIRST*)、董事会规模(*BOARD*)、独立董事比例(*INDBOARD*)、董事长与总经理两职合一(*DUAL*)、分析师关注(*ANA*)等公司财务指标和特征变量。考虑到有海外净收入或海外净资产的企业也可能通过借入外币债务的方式以对冲所面临的外汇风险,借鉴郝项超和梁琪(2019)、郭飞等(2018)的研究,本文用外币债务占总资产之比(*FD*)对外币债务使用程度加以控制。最后,本文还控制了行业(*IND*)和年度(*YEAR*)固定效应。

各变量定义具体见表1。

表1 主要变量的界定

变量符号	变量名称	变量说明
<i>DIV</i>	公司现金股利分配水平	企业年度累计现金分红总额与归属母公司净利润之比
<i>FCD</i>	外汇风险对冲	虚拟变量,使用外汇衍生品赋值为1,否则为0
<i>SA</i>	融资约束	根据公司规模和上市年限计算而得
<i>SIZE</i>	公司规模	总资产的自然对数
<i>LEV</i>	资产负债率	总负债与总资产之比
<i>ROA</i>	总资产报酬率	净利润与总资产之比
<i>FCF</i>	营业收入现金含量	销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入之比
<i>FD</i>	外币债务占比	外币债务与总资产之比
<i>TOBINQ</i>	市场机会托宾Q	企业市场价值与总资产之比
<i>FIRST</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
<i>BOARD</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
<i>INDBOARD</i>	独立董事占比	独立董事人数与董事会总人数之比
<i>DUAL</i>	董事长与总经理两职合一	董事长与总经理为同一人取值为1,否则取值为0
<i>ANA</i>	分析师关注	年度分析师关注人数加1再取自然对数
<i>FSPER</i>	企业国际化程度	境外业务收入与营业总收入之比

2. 研究设计

为了研究外汇风险对冲与现金股利分配水平间的关系、融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配水平间的作用,构建以下中介效应模型:

$$DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FCD_{it} + \alpha X_{it} + \alpha_2 YEAR_t + \alpha_3 IND_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$SA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCD_{it} + \beta X_{it} + \beta_2 YEAR_t + \beta_3 IND_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

$$DIV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCD_{it} + \gamma_2 SA_{it} + \gamma X_{it} + \gamma_3 YEAR_t + \gamma_4 IND_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

模型(1)中被解释变量为企业现金股利分配水平(DIV_{it}),主要解释变量为企业外汇风险对冲(FCD_{it}), X_{it} 为控制变量向量。模型(2)中被解释变量为融资约束指数(SA_{it}),主要解释变量为外汇风险对冲(FCD_{it})。模型(3)在模型(1)的基础上增加了融资约束指数(SA_{it})作为解释变量。在模型(1)—(3)中,融资约束在外汇风险对冲对现金股利分配影响中的中介作用主要通过三个方面体现:其一,在模型(2)中外汇风险对冲对融资约束是否有影响;其二,考察模型(1)和(3)中外汇风险对冲变量的估计系数是否发生变化;其三,是否能够通过中介效应 Sobel 检验。

此外,为了进一步考察外汇风险对冲在国际化与非国际化企业间对现金股利分配的差异化影响,借鉴陈立敏等(2016),本文运用企业境外业务收入占营业总收入之比($FSPER$)测度企业国际化程度,根据企业国际化程度是否大于0,将样本公司分为国际化企业样本组和非国际化企业样本组,分别对模型(1)—(3)进行估计。

四、实证研究结果与分析

(一) 描述性统计分析

表2是主要变量的描述性统计结果。现金股利分配(DIV)的均值为0.2834,即企业现金股利分配与归属母公司净利润之比的均值约为28.34%,表明我国企业现金股利分配水平偏低。外汇风险对冲(FCD)的均值为0.1796,即进行外汇风险对冲的公司约占样本公司的17.96%,相比59.77%的国际化企业占比(国际化程度 $FSPER$ 大于0),该数值很低,表明国际化企业运用外汇衍生品进行外汇风险对冲的公司占比偏低。融资约束指数 SA 均值为-3.1307,与鞠晓生等(2013)的计算结果非常接近。控制变量值与已有文献出入不大,故在此不再赘述。

表 2 主要变量的描述性统计分析

变量	均值	标准差	最小值	中值	最大值
<i>DIV</i>	0.2834	0.2312	0.0000	0.2743	1.6123
<i>FCD</i>	0.1796	0.3839	0	0	1
<i>SA</i>	-3.1307	0.3817	-3.8621	-3.1709	-1.4600
<i>SIZE</i>	23.1967	1.3008	20.1372	23.1218	27.0752
<i>LEV</i>	0.4691	0.1971	0.0530	0.4835	0.8757
<i>ROA</i>	0.0830	0.0584	-0.0804	0.0709	0.3133
<i>FCF</i>	0.9992	0.1703	0.4430	1.0188	1.5852
<i>FD</i>	0.0150	0.0384	0	0	0.2641
<i>TOBINQ</i>	1.9036	1.0959	0.8613	1.5253	7.9695
<i>FIRST</i>	0.3941	0.1588	0.0880	0.3911	0.7947
<i>BOARD</i>	2.1929	0.2104	1.3863	2.1972	2.8904
<i>INDBOARD</i>	0.3751	0.0570	0.1250	0.3636	0.7500
<i>DUAL</i>	0.2171	0.4123	0	0	1
<i>ANA</i>	2.3173	1.0021	0.0000	2.4849	3.8918
<i>FSPER</i>	0.1108	0.1895	0.0000	0.0120	0.9249

(二) 单变量分析

表 3 是进行外汇风险对冲和未进行外汇风险对冲的样本组间单变量检验结果。结果显示:(1)进行外汇风险对冲的公司现金股利分配的均值为 0.3091,而未进行外汇风险对冲的样本公司现金股利分配的均值为 0.2778,其差异为 0.0313,且在 1%的水平上显著,初步证明了外汇风险对冲与现金股利分配存在正相关的关系。(2)进行外汇风险对冲的样本公司融资约束指数 *SA* 的均值为-2.9678,而未进行外汇风险对冲的样本公司融资约束指数 *SA* 的均值为-3.1664,其差异为 0.1986,且在 1%的水平上显著,初步说明外汇风险对冲缓解了企业面临的融资约束。

表 3 单变量分析

变量	均值		均值之差
	未进行外汇风险对冲的 样本组 (<i>FCD</i> =0)	进行外汇风险对冲的 样本组 (<i>FCD</i> =1)	
<i>DIV</i>	0.2778	0.3091	0.0313 ***
<i>SA</i>	-3.1664	-2.9678	0.1986 ***
观测数量	3 914	857	

注:***表示组间差异 *t* 检验在 1%的水平上显著。

(三) 多元回归分析

1. 外汇风险对冲、融资约束与现金股利分配

表 4 呈现了模型(1)一(3)的多元回归结果。模型(1)中外汇风险对冲变量的估计系数为 0.0424,且在 1%的水平上显著,表明在其他条件不变的情况下,企业外汇风险对冲提高了现金股利分配水平。具体而言,相对于未进行外汇风险对冲的企业,进行外汇风险对冲的企业现金股利分配平均水平高 4.24%,支持了本文的假说 1。模型(2)中外汇风险对冲变量的估计系数为 0.0318,且在 1%的水平上显著,说明外汇风险对冲缓解了企业所面临的融资约束。模型(3)中融资约束指数 *SA* 的估计系数为 0.0506,且在 1%的水平上显著,表明融资约束程度越小,公司现金股利分配水平越高。与模型(1)中外汇风险对冲变量系数相比,模型(3)中外汇风险对冲变量的估计系数更小,但依然在 1%的水平上显著,说明融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配间具有部分中介效应。此外,Sobel 中介效应检验的 *Z*

值为2.42,表明融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配间具有中介效应,这支持了本文的假说2。

从控制变量看,在考虑了外汇风险对冲与融资约束因素后,总资产报酬率、营业收入现金含量、第一大股东持股比例、公司董事会规模与企业现金股利分配呈现出显著的正相关关系,资产负债率、外币债务占比与现金股利分配呈现出显著的负相关关系。而公司规模、公司市场机会托宾Q、独立董事占比、董事长与总经理两职合一、分析师关注与企业现金股利分配之间的关系并不显著。

表4 外汇风险对冲、融资约束与现金股利分配

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	<i>DIV</i>	<i>SA</i>	<i>DIV</i>
<i>FCD</i>	0.0424*** (0.0093)	0.0318*** (0.0107)	0.0408*** (0.0094)
<i>SA</i>			0.0506*** (0.0120)
<i>SIZE</i>	0.0163*** (0.0042)	0.2204*** (0.0057)	0.0052 (0.0051)
<i>LEV</i>	-0.2698*** (0.0238)	-0.2614*** (0.0259)	-0.2566*** (0.0237)
<i>ROA</i>	0.2718*** (0.0782)	-0.1959** (0.0815)	0.2817*** (0.0781)
<i>FCF</i>	0.0995*** (0.0199)	-0.0491** (0.0221)	0.1020*** (0.0199)
<i>FD</i>	-0.2864*** (0.0838)	0.4068*** (0.1069)	-0.3069*** (0.0838)
<i>TOBINQ</i>	-0.0064 (0.0041)	-0.0095** (0.0045)	-0.0060 (0.0041)
<i>FIRST</i>	0.1165*** (0.0224)	0.2655*** (0.0251)	0.1031*** (0.0228)
<i>BOARD</i>	0.0761*** (0.0178)	-0.0177 (0.0217)	0.0770*** (0.0178)
<i>INDBOARD</i>	0.0079 (0.0663)	0.1651** (0.0779)	-0.0004 (0.0666)
<i>DUAL</i>	0.0046 (0.0083)	0.0658*** (0.0092)	0.0013 (0.0083)
<i>ANA</i>	0.0087** (0.0040)	0.0473*** (0.0047)	0.0063 (0.0040)
行业固定效应	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES
常数项	-0.2783*** (0.0929)	-8.2963*** (0.1295)	0.1413 (0.1413)
Adj. <i>R</i> ²	0.1020	0.5323	0.1050
<i>F</i>	22.2189	131.9843	22.7476
<i>N</i>	4 771	4 771	4 771
Sobel 中介效应检验	Z=2.42, 中介效应显著		

注:括号内为经异方差调整后的标准误;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。下同。

2. 外汇风险对冲与现金股利分配:国际化企业与非国际化企业对比分析

表5呈现了国际化企业和非国际化企业的分组估计结果(受篇幅限制,仅报告主要变量估计结果,下同)。国际化企业样本组中,外汇风险对冲变量的估计系数均为正值,且在1%的水平上显著,但模型(3)中外汇风险对冲变量的估计系数更小。模型(3)中融资约束指数

SA 的估计系数为正值,且在 5%的水平上显著,说明国际化企业进行外汇风险对冲可以通过缓解融资约束,进而提高现金股利分配水平。然而,在非国际化企业样本组中,外汇风险对冲变量的估计系数在统计意义上不再显著,表明非国际化企业进行外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用较小,支持了本文的假说 3。相对于非国际化企业,国际化企业面临外汇风险的可能性更大且程度更高,合理使用外汇衍生品进行外汇风险对冲,有助于缓解自身所面临的融资约束,进而提高现金股利分配水平。

表 5 国际化企业与非国际化企业的对比分析

变量	非国际化企业 ($FSPER=0$)			国际化企业 ($FSPER>0$)		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	<i>DIV</i>	<i>SA</i>	<i>DIV</i>	<i>DIV</i>	<i>SA</i>	<i>DIV</i>
<i>FCD</i>	0.0042 (0.0265)	-0.0322 (0.0308)	0.0064 (0.0269) 0.0687*** (0.0166)	0.0455*** (0.0104)	0.0388*** (0.0117)	0.0440*** (0.0104) 0.0377** (0.0168)
<i>SA</i>						
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
常数项	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R^2	0.1777	0.5004	0.1839	0.0701	0.5673	0.0714
<i>F</i>	16.1936	51.7075	17.4547	10.0887	90.3617	9.9394
<i>N</i>	1 919	1 919	1 919	2 852	2 852	2 852
Sobel 中介效应检验	$Z=-0.98$, 中介效应不显著			$Z=1.86$, 中介效应显著		

3. 内生性问题

(1)控制潜在解释变量。企业国际化可以为企业整合全球资源、获取更多市场机会提供更大优势,可能通过企业自身竞争力、获利能力等渠道,进而对现金股利的分配产生影响。因此,本文对企业国际化程度 ($FSPER$) 加以控制,结果呈现在表 6 第(1)列。外汇风险对冲变量的估计系数依然为正,且在 1%的水平上显著,这进一步支持了本文的假说 1。

由于企业拥有的现金资产与对冲工具在风险管理上存在互补关系,且现金资产是公司自由现金流的重要组成部分,现金资产占比较高的企业现金股利分配水平可能更高。因此,本文采用货币资金与总资产之比 ($CASH$) 对企业拥有的现金资产加以控制,结果呈现在表 6 第(2)列。外汇风险对冲变量的估计系数依然为正,且在 1%的水平上显著,这进一步支持了本文的假说 1。此外,表 6 的第(3)列报告了同时控制企业国际化程度与货币资金占比之后的结果,本文结论不变。

(2)运用外汇风险对冲变量的滞后一期数据。现金股利分配需要较为稳定的内部现金流支撑,因此现金股利分配水平高的企业可能正是进行外汇风险对冲的企业,这种互为因果关系可能导致内生性问题。参考 Chen 和 King(2014),本文使用外汇风险对冲变量的滞后一期数据重新估计模型(1),结果呈现在表 6 第(4)列。结果显示,外汇风险对冲变量的估计系数为 0.0452,且在 1%的水平上显著,进一步支持了本文的假说 1。

(3)工具变量法。为了进一步克服可能存在的遗漏变量与互为因果关系所导致的内生性问题,本文选择税收激励 (TAX) 作为外汇风险对冲的工具变量,进行两阶段最小二乘估计 (2SLS)。工具变量的选择要满足相关性与排他性约束假定。Smith 和 Stulz(1985)研究表明具有凸性税收函数的企业进行外汇风险对冲可以降低税前收入的波动,进而增加其节税收

益,即存在“税收激励”。因此,本文参考 Geczy 等(1997)、Chen 和 King(2014),将递延所得税资产占总资产之比作为税收激励的代理变量,并预测税收激励与外汇风险对冲变量间具有正相关的关系。由于税收激励来自于公司已支付的所得税超过应支付部分所形成的可抵扣暂时性差异,既不会直接影响公司的现金股利分配,亦不会通过其他渠道影响企业的现金股利分配行为,因此,本文参考 Geczy 等(1997)、Chen 和 King(2014),将税收激励作为外汇风险对冲的工具变量进行 2SLS 估计,结果呈现在表 6 第(5)列和第(6)列。由第一阶段估计结果可知,税收激励的估计系数为 4.9588,且在 1%的水平上显著,表明税收激励程度越大,企业进行外汇风险对冲的可能性越大,税收激励满足作为工具变量的相关性要求;弱工具变量检验的 F 值为 47.2423,表明不存在弱工具变量问题。由第二阶段估计结果可知,外汇风险对冲(FCD)的估计系数为 0.1724,且在 10%的水平上显著,说明外汇风险对冲提高了企业现金股利分配水平,支持了本文的假说 1。

表 6 考虑潜在内生性后的估计结果

变量	控制潜在解释变量			外汇风险对冲滞后一期	工具变量法	
	(1)	(2)	(3)		第一阶段	第二阶段
	DIV	DIV	DIV	DIV	FCD	DIV
FCD	0.0325*** (0.0099)	0.0430*** (0.0093)	0.0320*** (0.0099)			0.1724* (0.0920)
$L.FCD$				0.0452*** (0.0104)		
$FSPER$	0.0608*** (0.0199)		0.0672*** (0.0197)			
$CASH$		0.1649*** (0.0282)	0.1699*** (0.0282)			
TAX					4.9588*** (0.7215)	
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
常数项	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. R^2	0.1093	0.1143	0.1166	0.1124	0.1551	0.0679
F	21.9465	23.1651	23.0143	18.2108	31.19	
χ^2						531.85
N	4 771	4 771	4 771	3 766	4 771	4 771
弱工具变量检验 F 值					47.2423	

(4)运用倾向得分匹配后的样本进行估计。为了避免由于样本选择偏差所导致的内生性问题,本文进一步使用倾向得分匹配法将进行外汇风险对冲与未进行外汇风险对冲的样本公司进行匹配。鉴于本文进行外汇风险对冲的样本公司占比较少,本文首先按照 1:1 的比例进行近邻有放回匹配,然后剔除非共同支持区间的样本后,再次估计模型(1)—(3),结果呈现在表 7^①。表 7 结果与表 4 基本一致,进一步支持了本文的假说 1 与假说 2。

①本文对倾向得分匹配的结果进行了协变量平衡性检验和是否满足共同支持区间假设的检验,发现倾向得分匹配结果基本符合要求。限于篇幅,有关配对过程以及检验的详细结果未报告,感兴趣的读者可向作者索取。

表 7 倾向得分匹配样本估计结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	<i>DIV</i>	<i>SA</i>	<i>DIV</i>
<i>FCD</i>	0.0438*** (0.0094)	0.0315*** (0.0107)	0.0422*** (0.0094)
<i>SA</i>			0.0509*** (0.0123)
控制变量	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES
常数项	YES	YES	YES
Adj. <i>R</i> ²	0.0978	0.5362	0.1009
<i>F</i>	20.5224	130.0975	21.0644
<i>N</i>	4 636	4 636	4 636
Sobel 中介效应检验		<i>Z</i> =2.39, 中介效应显著	

4. 稳健性检验^①

(1) 考虑企业可能出于投机目的使用外汇衍生品。部分学者认为企业使用外汇衍生品可能出于投机而非对冲风险的目的(郝项超、梁琪,2019;郭飞等,2020)。如果企业出于投机目的而使用外汇衍生品,企业的现金流稳定性反而会下降,那么本文将企业的外汇衍生品使用等同于外汇风险对冲,则会影响结论的准确性。因此,借鉴郭飞等(2020)的研究,本文根据企业年度报告中披露的外汇衍生品使用信息,以是否符合套期会计准则(CAS24)、是否声称外汇衍生品的使用是出于对冲外汇风险的目的为依据,将企业的外汇衍生品使用进一步区分为一般性外汇衍生品使用、声称以对冲外汇风险为目的的外汇衍生品使用、符合套期会计准则的外汇衍生品使用三种类型,其中一般性外汇衍生品使用投机的可能性最大,符合套期会计准则的外汇衍生品使用投机的可能性最小。本文进一步研究了不同类型的外汇衍生品使用对现金股利分配的影响,结果显示,在区分了企业外汇衍生品使用行为可能出于投机目的后,本文的结论依然成立。

(2) 替换融资约束指标。考虑到 *SA* 计算公式的估计系数基于国外的公司数据,可能难以准确测度中国上市公司所面临的融资约束程度。参考 Kaplan 和 Zingales(1997)、魏志华等(2014),本文进一步构建了 *KZ* 指数,对融资约束在外汇风险对冲促进现金股利分配中的中介作用进行了稳健性检验,结论不变。

(3) 使用限值因变量 Tobit 模型。考虑到本文现金股利分配水平变量存在左侧截断问题,参考全怡等(2016),使用 Tobit 方法对模型(1)和模型(3)重新进行估计,结论不变。

(4) 替换现金股利分配水平。参考廖珂等(2018),本文使用企业年度累计现金股利分配总额与总资产之比作为现金股利分配的替代变量,对模型(1)一(3)重新进行估计,结论不变。

(5) 剔除激进现金股利分配的样本公司。参考全怡等(2016),剔除现金股利分配占当年归属母公司净利润之比大于 1 的样本公司,再次估计模型(1)一(3),结论不变。

五、进一步研究

(一) 异质性分析

1. 基于企业性质的异质性分析

^①限于篇幅,稳健性检验的结果未予报告,感兴趣的读者可向作者索取。

受“中航油”“中信泰富”等国有企业在衍生品市场巨亏事件的影响,我国国有资产监督管理机构对国有企业使用外汇衍生品严加监管,这对国有企业使用外汇衍生品可能产生一定的抑制作用。为此,本文将样本公司分为国有企业和非国有企业,对模型(1)进行分组估计,以检验外汇风险对冲在国有企业与非国有企业间的差异化影响,结果呈现在表8第(1)列和(2)列。结果显示,无论是国有企业还是非国有企业,外汇风险对冲变量的系数均为正,且在1%的水平上显著,进一步证明了本文的假说1。此外,相对于非国有企业,国有企业外汇风险对冲变量的估计系数更大,说明国有企业进行外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用更大。

2. 基于资产负债率的异质性分析

如果融资约束在外汇风险对冲对现金股利分配的影响中具有中介作用,那么相对于资产负债率较低的企业,资产负债率较高的企业进行外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用将会更大。为此,本文基于样本公司资产负债率的均值划分为高资产负债率与低资产负债率企业,再次对模型(1)进行分组检验,结果呈现在表8第(3)列和(4)列。结果显示,在高资产负债率样本组中,外汇风险对冲变量的系数为0.0555,且在1%的水平上显著;在低资产负债率样本组中,外汇风险对冲变量的系数为0.0228,却不再显著。这说明外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用主要存在于资产负债率较高的企业中。资产负债率越高通常意味着企业所面临的融资约束越强,因此,这一结果从另一个角度说明外汇风险对冲缓解了企业面临的融资约束,提高了企业的现金股利分配水平。

(二) 外汇风险对冲的调节作用分析

如果外汇风险对冲通过缓解融资约束,进而提高现金股利分配水平,那么应该可以观察到外汇风险对冲能够降低现金股利分配对公司内部现金流的依赖度。对此,本文在模型(1)中引入外汇风险对冲与营业收入现金含量的交乘项($FCD \times FCF$),结果呈现在表8第(5)列。结果显示,外汇风险对冲与营业收入现金含量的交乘项估计系数为-0.1132,且在5%的水平上显著,说明外汇风险对冲降低了公司现金股利分配水平对内部现金流的敏感性,这为融资约束在外汇风险对冲对现金股利分配的影响中具有中介作用提供了支持。

表8 异质性与调节作用分析

变量	企业性质异质性		资产负债率异质性		外汇风险对冲的调节作用
	非国有企业	国有企业	高资产负债率企业	低资产负债率企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	
	<i>DIV</i>	<i>DIV</i>	<i>DIV</i>	<i>DIV</i>	
<i>FCD</i>	0.0372 ^{***} (0.0134)	0.0381 ^{***} (0.0139)	0.0555 ^{***} (0.0114)	0.0228 (0.0154)	0.1560 ^{***} (0.0568)
<i>FCD</i> × <i>FCF</i>					-0.1132 ^{**} (0.0570)
<i>FCF</i>					0.1155 ^{**} (0.0212)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
行业固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
常数项	YES	YES	YES	YES	YES
Adj. <i>R</i> ²	0.1049	0.1249	0.1149	0.0877	0.1026
<i>F</i>	11.7041	15.7051	16.0429	8.8399	21.8011
<i>N</i>	2 376	2 395	2 509	2 262	4 771

六、结论与建议

本文从企业风险管理的视角切入,实证分析了外汇风险对冲对企业现金股利分配的影响,并检验了融资约束在外汇风险对冲与现金股利分配之间的中介作用,以及外汇风险对冲对现金股利分配的影响在国际化企业与非国际化企业间的差异。研究发现:外汇风险对冲提高了企业的现金股利分配水平,且融资约束在其中扮演着部分中介作用。与非国际化企业相比,国际化企业进行外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用更大。在进行一系列稳健性检验后,上述结论依然成立。进一步的异质性分析发现,国有企业和资产负债率较高的企业进行外汇风险对冲对现金股利分配的促进作用更大。调节作用分析显示,外汇风险对冲降低了企业现金股利分配对企业内部现金流的依赖程度,从另一个角度说明外汇风险对冲可以通过缓解融资约束,提高企业现金股利分配水平。

本文的研究给予我们以下启示:(1)具有潜在外汇风险的企业应合理运用外汇风险对冲手段平抑外汇风险,提高现金股利分配水平,进而提高投资者的投资回报。(2)投资者在投资决策的过程中应该依据企业国际化程度、是否进行合理的外汇风险对冲、融资约束程度等因素,综合评价企业的现金分红意愿与能力,最终做到理性投资。(3)国有企业监督管理部门对国有企业使用衍生品应进行分类施策、差异监管,为有外汇风险对冲需求的国有企业提供便利。(4)金融监管部门应正确看待企业的外汇衍生品使用行为,并尽快完善外汇衍生品市场,方便企业进行外汇风险对冲和降低外汇风险对冲成本。

受限于数据的可获得性,本文仅采用外汇风险对冲与否这一虚拟变量研究了其对现金股利分配的影响。进一步跟踪和获取企业外汇风险对冲程度的连续变量数据,深入研究外汇风险对冲对现金股利分配水平的影响及其机制,是我们下一步工作的重点。

参考文献:

- 1.陈立敏、刘静雅、张世蕾,2016:《模仿同构对企业国际化—绩效关系的影响——基于制度理论正当性视角的实证研究》,《中国工业经济》第9期。
- 2.杜兴强、谭雪,2017:《国际化董事会、分析师关注与现金股利分配》,《金融研究》第8期。
- 3.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》第9期。
- 4.郭飞、李庆华、刘坤鹏,2020:《衍生品对冲降低了债券融资成本吗?》,《国际金融研究》第5期。
- 5.郭飞、游绘新、郭慧敏,2018:《为什么使用外币债务?——中国上市公司的实证证据》,《金融研究》第3期。
- 6.郝项超、梁琪,2019:《外汇风险对冲能否促进中国上市公司创新》,《世界经济》第9期。
- 7.鞠晓生、卢荻、虞义华,2013:《融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性》,《经济研究》第1期。
- 8.李常青、魏志华、吴世农,2010:《半强制分红政策的市场反应研究》,《经济研究》第3期。
- 9.廖珂、崔宸瑜、谢德仁,2018:《控股股东股权质押与上市公司股利政策选择》,《金融研究》第4期。
- 10.全怡、梁上坤、付宇翔,2016:《货币政策、融资约束与现金股利》,《金融研究》第11期。
- 11.魏志华、曾爱民、李博,2014:《金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究》,《会计研究》第5期。
- 12.张纯、吕伟,2009:《信息环境、融资约束与现金股利》,《金融研究》第7期。
- 13.张瑞君、徐展,2016:《无外汇交易企业真的没有汇率风险吗?——来自中国上市公司的实证研究》,《会计研究》第2期。
- 14.Bartram, S.M., G.W.Brown, and J.Conrad.2011.“The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value.” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46(4):967-999.
- 15.Bartram, S.M.2019.“Corporate Hedging and Speculation with Derivatives.” *Journal of Corporate Finance* 57:9-34.

16. Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy." *Bell Journal of Economics* 10(1):259-270.
17. Brav, A., J.R. Graham, C. Harvey, and R. Michaely. 2005. "Payout Policy in the 21st Century." *Journal of Financial Economics* 77(3):483-527.
18. Chay, J.B., and J. Suh. 2009. "Payout Policy and Cash-Flow Uncertainty." *Journal of Financial Economics* 93(1):88-107.
19. Chen, J., and T-H.D. King. 2014. "Corporate Hedging and the Cost of Debt." *Journal of Corporate Finance* 29: 221-245.
20. Dadalt, P., G.D. Gay, and J. Nam. 2002. "Asymmetric Information and Corporate Derivatives Use." *Journal of Futures Markets* 22(3):241-267.
21. Geczy, C., B.A. Minton, and C. Schrand. 1997. "Why Firms Use Currency Derivatives." *The Journal of Finance* 52(4):1323-1354.
22. Hadlock, C.J., and J.R. Pierce. 2010. "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index." *The Review of Financial Studies* 23(5):1909-1940.
23. John, K., and J. Williams. 1985. "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium." *Journal of Finance* 40(4):1053-1070.
24. Kaplan, S. N., and L. Zingales. 1997. "Do Investment - Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *The Quarterly Journal of Economics* 112(1):169-215.
25. Lintner, J. 1956. "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes." *The American Economic Review* 46(2):97-113.
26. Miller, M.H., and F. Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." *The Journal of Business* 34(4):411-433.
27. Smith, C.W., and R.M. Stulz. 1985. "The Determinants of Firms' Hedging Policies." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20(4):391-405.

Foreign Exchange Risk Hedging, Financial Constraints and Cash Dividend Distribution

Yang Shenggang¹, Wang Shao¹, Zhang Xinqi¹ and Yang Yang²

(1: College of Finance and Statistics, Hunan University;

2: Business School of Hunan Normal University)

Abstract: From the perspective of enterprise risk management, this paper studies the impact of foreign exchange risk hedging on cash dividend distribution. It finds that: Foreign exchange risk hedging improves the distribution of cash dividend; for international enterprises, the effect is stronger; financial constraint has a partial intermediary effect. The results remain robust after considering a series of possible endogeneities. Further research suggests that, for state-owned enterprises and enterprises with a higher asset-liability ratio, foreign exchange risk hedging has a greater effect on their cash dividend distribution. Besides, foreign exchange risk hedging makes the dividend distribution of enterprises less dependent on internal cash flow. The research provides enlightenment for understanding the influencing factors of enterprise cash dividend distribution. It also provides useful references for investors to fully understand the willingness and ability of enterprise cash dividend distribution, for managers to control foreign exchange risk and distribute cash dividend, and for regulators to evaluate the performance of enterprises in using foreign exchange derivatives.

Keywords: Foreign Exchange Risk Hedging, Financial Constraints, Cash Dividend

JEL Classification: F31; G35; G32

(责任编辑:陈永清)