

外匯風險管理實務之調查

—以台灣上市公司為例

徐俊明* 周戎智

摘要

本研究於民國 85 年發出 290 份問卷調查台灣上市公司的外匯操作方式，共回收 62 份有效問卷，主要的發現歸納為五點。第一，多數樣本公司重視外匯避險，而進出口金額愈高的公司從事外匯避險的傾向也愈高，民國 86 年新台幣因東南亞金融危機而貶值後，一些原先未採取避險措施的企業也開始注意外匯風險管理。第二，採取避險措施的上市公司多半是希望減少盈餘波動，但部份經理人是害怕受到責難。第三，台灣上市公司最重視外匯交易暴露，也關心換算暴露，而採用的避險方式仍以傳統外匯工具為主，但也有部份企業採用衍生性金融商品，可預見上市公司未來將以較多元化的方式來避險。第四，多數上市公司並未設立明確的外匯管理政策，平時外匯管理工作由財務部門負責，遇到特殊狀況時，才以例外管理的方式向最高決策者請示。最後，多數公司認為外匯管理的困難為預測匯率，判斷匯率走勢則多半以銀行所提供的資訊為主。

1. 前言

1973 年 3 月先進國家正式實施浮動匯率制，匯率制度由固定轉為浮動，企業因而暴露於外匯風險之下，外匯風險管理便成為財務的重要課題之一。

台灣直到 1987 年 7 月解嚴時開放外匯管制後，才實施浮動匯率制，金融機構

* 東海大學企業管理學系

與一般企業開始面臨外匯暴露 (Foreign Exchange Exposure) 的問題，雖然大企業近年來逐漸重視外匯操作，但許多企業並未設立外匯管理政策，因應匯率的方式與積極程度仍不如先進國家的企業。

上述「外匯暴露」係指匯率變動對企業營運及獲利之影響，其形態可區分為外匯「交易暴露 (Transaction Exposure)」、「換算暴露 (或稱會計暴露, Translation or Accounting Exposure)」與「經濟暴露 (或稱營運暴露, Economic or Operating Exposure)」等三種。

「交易暴露」是公司因具有未履行的權利或義務，會受到匯率波動而影響公司的損益，例如出口商的外幣應收帳款會因外幣貶 (升) 值而造成損失 (獲利)。另外，「換算暴露」則是公司海外資產與負債因匯率波動，對合併財務報表的影響，例如公司在海外具有不動產，當外幣貶 (升) 值時，將造成損失 (獲利)。最後，「經濟暴露」則是指匯率產生變動後，對公司未來現金流量所產生的變化，例如外幣在中、長期內發生貶 (升) 值的情況，公司以外幣計算的出口價格下降 (上升)，有 (不) 利於出口，將增加 (減少) 現金的流入。

針對上述的暴露或風險¹，企業可以利用外匯工具與其他應對方法來規避 (避險, Foreign Exchange Hedging)。本研究之目的即為瞭解台灣企業外匯避險與內部運作的情況，以問卷方式調查上市公司所採用的外匯管理方式及所面臨的問題，結果發現雖然部份台灣上市公司從事外匯避險，但外匯管理策略並不明確，多數公司的避險方法與技巧並不成熟，公司的外匯專才仍嫌不足，多依賴銀行的建議進行簡易式的管理。

¹ Levi (1996) 定義外匯暴露與風險如下：以 ΔV 代表公司 (資產、負債、收入或現金流量) 價值的變化， ΔS^U 代表匯率不預期之變動，利用迴歸式來表示二者的關係： $\Delta V = b_0 + b_1 \cdot \Delta S^U + \varepsilon$ ，式中的斜率 b_1 為外匯暴露， $Var(b_1 \cdot \Delta S^U) = b_1^2 \cdot Var(\Delta S^U)$ 為外匯風險，二者的相關性很高。

2. 研究設計與調查對象

本節介紹本文所調查之事項與調查對象。

2.1 設立調查事項及推論

本研究在參考相關文獻與過去的實務調查後，針對台灣上市公司的外匯操作設立 5 個調查事項，以便設計問卷，介紹如後。

調查項目 1：上市公司從事外匯避險與否，與其進出口業務佔營業額的比率有關。

Dufey and Srinvasulu (1983) 認為外匯市場有許多現象並不具有效率性，在此情況下，企業應該要有外匯風險管理策略，使用外匯工具避險要比不使用好，公司的價值會比較高。Jorion (1990) 的實證研究發現，匯率的變化、公司的外匯交易金額與海外資產比率對美國多國籍企業的股價報酬率有顯著的影響，間接支持外匯管理影響公司價值的論點。

在實務方面，Mathur (1982) 針對美國大型企業從事問卷調查，結果發現愈依賴外銷收入的企業愈強調外匯政策的重要性。Jesswein, Kwok, and Folks, Jr. (1995) 的問卷調查也顯示，外幣收入愈高的美國企業使用外匯工具的頻率愈高、種類愈多。

結合上述兩個論點，貿易金額愈高，公司的價值受匯率影響愈大，因而會設立明確的外匯管理制度。因此，我們假設台灣上市公司的進出口業務量愈大，愈會採用外匯工具來避險，不過這個假設並不具必然性，有待實證²：

調查項目 1 若成立，具有進出口公司的外匯操作明顯地高於其他公司，隱含台灣企業比較注重外匯交易暴露；如果進出口金額不高、在海外具有投資的上市公司也

² 彭寅昌 (民國 77 年) 調查 413 家在海外投資的台灣企業，結果顯示這些企業的外銷比重與外匯政策並無顯著關係；歐朝銓 (民國 82 年) 調查 400 家的台灣貿易商，發現半數以上的貿易商會採取避險措施。這兩篇論文的樣本公司與本研究並不同，例如台灣專門從事貿易的上市公司只有 2、3 家，上市公司與貿易公司管理者的外匯風險策略不見得相同。

有明顯的外匯管理政策，隱含企業也注重外匯換算暴露管理；如果上市公司的業務完全在國內，也有明顯的外匯管理政策，則表示企業的實務操作成熟，已注重外匯經濟風險管理。

調查項目 2-1：上市公司從事外匯避險的動機與「減少因匯率變動所造成的每季或每年盈餘波動」、「降低外匯成本」、「以短期績效作為經營成敗的指標」、「發生外匯損失會受到責難」等因素有某種程度的關係。

長期中，匯兌損失與利得可能相互沖銷，甚至公司會因而獲利；因此，公司從事外匯避險時，必定有其考量之原因。Mathur (1982) 認為管理者從事外匯交易的動機為減少盈餘波動與增加利潤；Collier 等人 (1990) 發現經理人對風險的態度會影響避險行為，風險厭惡者 (Risk Averters) 較願意從事避險，以減少盈餘波動；風險中立者 (Risk Neutralizer) 從事避險時，也會企圖增加利潤。

本研究歸納下列四個從事外匯避險的動機：① 匯率變動所造成的匯兌損益將使盈餘大幅波動，可能會嚴重影響股價，提高投資人對公司風險的評估；而且現金流量穩定，公司才能規劃所要從事的投資活動 (Froot, Scharfstein, and Stein, 1993)，經理人因而希望「降低盈餘波動」；② 當公司管理當局在從事外匯避險時，必須考慮外匯避險措施的成本與利益，比較何者有利，以「降低外匯成本」；③ 外匯風險管理政策在長期中才會出現效益，如果管理當局認為「短期績效是經營成敗的指標」，將盡量避免因匯率變動而影響正常盈餘，以免本身的表現被低估；④ 管理當局寧可因避險而發生成本，也不願因未採取避險措施而造成匯兌損失，遭受「管理不周」的指責³。

調查項目 2-2：上市公司未從事外匯避險的原因為：「外匯交易成本過高」、「知道避險，但不會操作」、「不知道外匯工具可以避險」、「偏好外匯風險」、「不理會外匯風險」等因素。

³ 匯兌損失在損益表中以單獨項目列記，而避險成本可列為營業費用或利息費用，即使避險成本比外匯損失高，股東並不易發現，但發生匯兌損失卻很明顯，易受到責難。

學術文獻多半假設未從事避險的管理者相信外匯市場具有效率，從事外匯避險不見得能增加公司的價值；但事實上，管理者可能不知道如何規避風險。

本研究歸納公司未從事外匯風險管理的原因如下：① 一些上市公司的管理階層可能認為外匯交易成本過高，避險對公司沒有好處；這個理由間接支持效率市場假說，如果匯率是「隨機漫步 (Random Walk)」⁴，長期中匯兌損益可沖銷，避險反而是浪費交易成本 (買賣價差)；不過，外匯交易成本過高也可能是管理者的主觀看法或藉口；② 管理階層知道應採用外匯避險策略，卻不知該如何操作；③ 管理階層並不知道匯兌損益可以事先利用避險措施來沖銷；④ 有些公司因為外匯避險需耗費成本，加上不熟悉、業務繁忙，乾脆不理會外匯風險；⑤ 管理階層認為，外匯風險未必對公司都有負面影響，因此偏好外匯風險而不採取避險措施。

調查項目 3：上市公司的經理人較重視外匯「交易風險」，並且偏好使用操作簡單或自己熟悉的外匯工具來避險。

(1) 風險形態

國外許多外匯管理實務的文獻顯示⁵，在交易、換算與經濟三種外匯暴露中，多數企業注重交易暴露，因為外幣交易在短期內所產生的匯兌損益對企業影響最明顯；但也有一部份企業會關心換算暴露，而多數企業並未積極因應經濟暴露。

另外，Khoury and Chan (1988) 認為經理人因公司所受的外匯暴露形態、企業的規模及本身熟悉的程度來選擇外匯工具，而考慮的原則為商品的流動性、彈性與交易成本。Jesswein, Kwok, and Folks, Jr. (1988) 依外匯工具所推出時間區分為三代，發現美國大型企業偏好使用傳統外匯工具 (如遠期外匯契約)，而金融業對創新商品的接受度最高。

綜合上述狀況，本研究假設台灣上市公司最關心短期內對本身影響最大的交易暴

⁴ Mark (1995) 以計量模式預測世界主要匯率，發現 1 年以內的匯率難以預測，但預測中長期匯率的準確性頗高，顯示匯率並非「隨機漫步」。

⁵ 例如下列文獻顯示先進國家的企業最關心外匯交易風險：Mathur (1982) 美國，Belk and Glaum (1990) 英國，Batten, Mellor, and Wan (1993) 澳洲，Soenen and Aggarwal (1989) 英國、比利時、荷蘭等三國。

露，並假設（非金融業）公司偏好傳統的外匯工具。

(2)交易暴露

本研究列出規避外匯交易暴露的工具與方法如下：① 買賣遠期外匯 (Forward Contracts)，② 運用貨幣市場借貸 (Borrowing and Lending in the Money Markets)，③ 應收與應付帳款的提前或延後 (Leading and Lagging)，④ 外幣專戶存款 (Euromoney Deposits)，⑤ 報價、定價策略 (Risk Sharing)，⑥ 出售外幣應收帳款 (Factoring)，⑦ 外幣選擇權 (Foreign Exchange Options)。

Rodriguez (1981) 認為會計準則會使公司採用不同的外匯避險工具，例如貨幣市場借貸被記為利息費用，買賣外幣（包括遠期外匯）之實現結果則為匯兌損益，因此，經理人可能偏好以貨幣市場借貸來避險。但公司所承作的遠期外匯多半為短期（3~6 個月），除非在高通貨膨脹或金融風暴時期，否則即期和遠期匯差不大，匯兌損益並不顯著；由此推論，就台灣 1996 年的狀況而言，並不會偏好貨幣市場借貸。

(3)換算暴露

美國在 1981 年推出 FASB 第 52 號公報的「現行匯率法 (The Current Rate Method)」，企業在合併海外子公司報表時，必須以即期匯率計算，這使得企業的財務報表數據隨匯率變化，如果股東關心公司的損益，管理者將採取一些方式來規避此種換算風險。

由於會計損益並不代表企業的實際營運狀況，多數的財務學者並不贊成公司採取換算避險措施，但實務界如何對待這個問題呢？Khoury and Chan (1988) 發現 1981 年 FASB 第 52 號公報公佈後，美國大型企業逐漸重視換算暴露對公司的影響；Belk and Glaum (1990) 也發現英國的多國籍企業關心外匯換算暴露，而 Ross (1992) 針對一些英國法人股東的小型調查卻顯示，63% 認為公司不須規避換算風險，但有 77% 認為公司可以在海外舉債來因應此種風險。

另外，從管理者的角度而言，經理人通常會因債券契約之束縛、維護公司聲譽、維持信用評等之目的，積極地從事換算避險。

台灣的「財務會計準則公報」第十四號係參考美國 FASB 第 52 號公報所制定，股市中的法人持股比率低，一般投資人通常只重視每股盈餘，並不會仔細評估會計方法，因此，上市公司採取換算避險措施的動機頗高；本研究列出換算避險的方式如下：

① 買賣遠期外匯，② 運用資本市場借貸，③ 資金的提前或延後，④ 貨幣風險暴露

之結合 (Exposure Netting)，⑤ 貨幣及信用換匯 (Swaps)，⑥ 報價、定價策略。

(4)經濟暴露

Aggarwal and Soenen (1989) 認為企業並不能以外匯市場上的工具規避外匯經濟風險，而必須以生產、行銷及財務策略來保護企業長期外幣現金流量的價值。因此，本研究列出外匯經濟避險的方式如下：

- (1)生產策略：① 降低生產成本 (提高生產力、裁員、移轉工廠間之生產)，② 分散生產地點，③ 減少向強勢貨幣國家採購，轉向弱勢貨幣國家購買。
- (2)行銷策略：① 調整產品價格，② 增加行銷通路，③ 變更目標市場，④ 提高出口促銷預算。
- (3)財務策略：① 借入弱勢貨幣，② 借入各種貨幣之長期貸款。

本研究將以上市公司使用上列工具與方法的頻率來排序，以便探討原因，並供一般企業參考。

調查項目 4：上市公司的外匯操作與匯率預測主要是由「財務部門」、「會計部門」、「國外部門」、「外匯銀行」或「顧問公司」負責；其預測匯率的程度可分為「匯率變動之方向」、「匯率變動之方向及幅度」、「匯率變動之方向、幅度及可能性」。

Coulier and Davis (1985) 針對英國企業的調查發現，公司的外匯政策與操作若以集中方式處理 (由總公司或地域性的營運中心負責)，則公司對外匯的控制力較佳，處理風險的態度較積極。Batten, Mellor, and Wan (1993) 針對澳洲企業的調查發現，公司規模與外匯集中式處理無關 (大型公司不見得就由總公司負責操作)，而外國籍企業與公營事業對外匯的自主性較低。

就台灣多數上市公司而言，國際化程度尚不如先進國家的企業，一般企業很少設立專職外匯管理的組織部門，多半由總公司負責外匯操作；因此，本研究僅調查公司負責外匯操作的部門。

本研究假設台灣上市公司處理外匯預測與操作的部門為「財務部門」、「會計部門」、「國外部門或分公司」，並委託或接受「外匯銀行」與「顧問公司」的建議來預測匯率。事實上，如果公司處理外匯是由財務或會計部門負責，隱含其為集中式管

理；若由「國外部門或分公司」負責，則偏向分散式管理；以「外匯銀行」與「顧問公司」的建議來預測匯率者，外匯管理尚未到達專業階段。

除了詢問負責預測匯率的部門之外，我們仿照 Mathur (1982) 的方式，將公司對匯率預測要求的程度區分為：

- ①匯率變動之方向：僅預測交易貨幣未來將升值或貶值。
- ②匯率變動之方向及幅度：除了預測升、貶值，還要估計升貶值的幅度。
- ③匯率變動之方向、幅度及機率：不但要估計升貶值的幅度，還要分析匯率變動的可能程度 (例如極可能、可能、不太可能、不可能)，為最精確的方式。

上市公司對匯率預測精確性的要求愈高，代表公司希望事前瞭解可能的的外匯損益金額，以便決定避險的金額與時間，屬於較積極型的外匯風險管理。

調查項目 5：上市公司從事外匯風險管理所遭遇困難，主要原因包括「匯率預測困難」、「公司缺乏國際財務管理專門人才」、「外匯市場不夠健全」、「法令限制過多」、「避險成本過高」等。

說明：

台灣上市公司從事外匯風險管理時，勢必遭遇一些困難，本研究假設一般公司所遭遇的問題為「匯率預測困難」與「缺乏國際財務管理專門人才」。事實上，這兩個因素彼此具有關聯性，現階段要正確預測短期匯率幾乎不可能，但公司若有專業外匯人才，至少可以較準確地判斷匯率走勢。

台灣過去對外匯市場管制頗多，直至民國 76 年 7 月 15 日外匯開放、78 年 4 月 3 日外匯交易自由化之後，台灣外匯市場與制度才向前邁進一大步，比起歐美先進國家及鄰近的新加坡，起步較晚，市場的活潑性低。因此，「外匯市場不夠健全」、「法令限制過多」、「避險成本過高 (交易量低、流動性小)」也可能是上市公司遭遇困難的原因。

2.2 調查對象

本研究以問卷方式進行調查，對象為台灣第一類及第二類 290 家上市公司⁶，並

⁶ 台灣證券交易所自民國 86 年 7 月 2 日起，不再區分第一、二類股票。

不包括營建業及金融業⁷，詢問經理人有關公司於國內與國際外匯市場的操作方式，問卷上說明為學術性研究，以免受訪者產生疑慮而拒絕作答。

問卷題目是以前述之調查事項來設計，共計 5 頁 16 題選擇題（不含基本資料或相關數據），除了 2 題互斥性的問題外，其他 14 個問題皆可複選，每題保留空行讓受訪者以文字補充；題目中若使用專業名詞時，則加以附註解釋。

3. 調查結果與分析

本研究郵寄問卷的時間為民國 85 年 2 月，在寄出問卷一個月之後，以傳真及電話方式，要求未寄回問卷的對象以傳真方式寄回。最後回收的 65 份問卷中（回收率 22%），扣除回答不夠完整及前後矛盾者之後，剩下 62 家公司為有效樣本⁸。以下歸納問卷調查結果，並加以說明分析。

3.1 調查對象基本資料

本研究的 62 家有效樣本公司來自 15 種產業（以紡織、電機及電子業較多），表一為其營業額及員工人數的摘要。

⁷ 營建業中有一些從事公共工程的營造公司，因與外國公司合作或策略聯盟，會有外匯交易之外，其他的建築公司大多在國內營業，未牽涉外匯交易。而金融業正好相反，從事各種外匯交易與衍生性金融商品。為避免這兩種產業混淆一般產業的狀況，本研究將其排除在外。

⁸ 就回收率而言，本研究（22%）與國外文獻類似，例如 Mathur (1982) 對 300 家美國大型企業調查的回收率為 28% (85/300)，Khoury and Chan (1988) 對財星雜誌 500 大公司的問卷回收率為 15% (73/500)，Batten, Mellor, and Wan (1993) 對澳洲 500 家大公司的問卷回收率為 19% (94/500)。

表一 回收樣本公司之營業額及員工人數

營業額 (新台幣)	家數	比率	員工人數	家數	比率
\$1 億以下	1	1.6%	200 人以下	3	4.8%
1~50 億	32	51.6%	200~500 人	17	27.4%
50~100 億	12	19.3%	500~1,000 人	19	30.6%
100~200 億	10	16.1%	1,000~2,000 人	11	17.7%
200~300 億	2	3.2%	2,000~3,000 人	4	6.5%
300~400 億	1	1.6%	3,000~4,000 人	2	3.2%
400 億以上	4	6.5%	4,000~10,000 人	5	8.1%
			10,000 人以上	1	1.6%
合計	62	100%	合計	62	100%

註：營業額及員工人數係參考各公司之「公開說明書」，並以「財訊四季報雜誌：股市總覽，民國 85 年春季號」確認。

從表一可看出，本研究較具代表性的樣本公司為營業額約新台幣 50 億、員工人數約 500 人左右的企業，這類公司雖具規模，但財務操作方式並不見得達到國際化水準，其外匯操作方式值得進一步的探討⁹。

3.2 進出口狀況與外匯風險管理

在 62 家樣本公司中，有 11 家公司未從事外匯避險，這些公司的進出口佔營業金額的比率較低¹⁰，平均為 17.7%，與 Batten, Mellor, and Wan (1993) 對澳洲公司的結果類似¹¹。另外，從事外匯避險的公司則有 51 家公司，進出口佔營業金額的平均

⁹ Khoury and Chan (1988) 問卷調查所回收的 73 家美國企業中，大、中、小型公司的年營業額分別為美元 100 億以上、10~100 億、10 億以下。若以此標準分類，並以民國 85 年的匯率水準計算 (NT\$27.5/\$)，本研究中的台灣上市公司只有 6、7 家可視為中型公司，其他為小型公司。這個現象提醒我們，如果公司規模與外匯風險有關，台灣企業的表现不見得和歐美類似。

¹⁰ 總體貿易餘額的計算為 (出口-進口)，但對於個別公司而言，進出口的幣別並不見得一樣，應計算沖銷後的各種貨幣總合。由於台灣上市公司多半從日本進口、出口至美國及歐洲，因此，本研究直接以 (出口+進口) 作為公司百分之百的外匯避險總額。

¹¹ Batten, Mellor, and Wan (1993) 調查中的 94 家澳洲公司營業額皆在澳幣 \$1 千萬 (約新台幣 \$2 億) 以上，其中有 22 家並無外幣交易，因而未從事外匯避險。

比率為 82.3%。就上述數據推論，進出口佔營業額比率確實與從事外匯風險管理有關。

表二進一步列出進出口比率與外匯風險管理之間的關係，由於部份公司在問卷中並未回答進出口金額，或回答與公開財務報表之數據相差太多，較可信的公司數目為 55 家。表中較明顯的為進出口比率超過 100% 的公司皆從事外匯風險管理¹²。

表二 樣本公司進出口與外匯避險

進出口總金額占營業額之比率	從事外匯風險管理	未從事外匯風險管理	合計
0~50%	17	4	21
50~100%	16	6	22
100% 以上	12	0	12
合計	45	10	55

註：55 家上市公司中，部份公司的進出口金額由「外貿協會進出口績優廠商名錄」中獲得，其他則直接使用問卷回答之數據。

3.3 外匯風險管理之動機

(1) 從事外匯避險之概況

本研究 51 家從事外匯避險公司的動機摘要如表三，其中有 39 家公司的動機是為了減少盈餘的波動，這與國外企業經理人的行為類似，顯示經理人頗重視盈餘的穩定性，以便於製作財務規劃，或不讓投資人覺得公司風險過高，不過這也隱含經理人可能會窗飾盈餘。

表三中有 10 家公司表示不願因外匯損失而受責難，但這可能會產生「代理人成本 (Agency Costs)」，亦即經理人只是為了維護自己的表現，並未採取合適的策略與方法，以使公司的價值極大化。另外，沒有經理人回答表中的第 ④ 項「以短期績效作為指標」，表示公司當局重視長期表現，但這並不代表短期表現不重要。

¹² 以表二進行卡方獨立性檢定 (*Chi-Square Independence Test*)，統計量為顯著，但由於樣本數過小，卡方檢定的效力很低。

表三 樣本公司從事外匯避險的動機

動 機	公司家數	比率
① 減少匯率變動所造成的盈餘波動	39	76%
② 不願因外匯損失而受責難	10	20%
③ 降低外匯管理成本	8	16%
④ 以短期績效作為經營指標	0	0
⑤ 其他	5	10%

註：共 51 家上市公司，部份公司同時選擇兩個以上的原因。

(2) 避險與盈餘波動

避險比率與盈餘的關係是否明顯呢？由於本研究的有效問卷中，只有 21 家公司給予明確的避險金額，而其中 2 家公司因其他因素造成盈餘波動過大，因此，予以扣除後，剩下 19 家公司。表四依據這 19 家公司的避險比率由低至高加以排列為五組，並計算其於民國 82 年至 84 年期間的平均每季盈餘波動（共 12 季）¹³。

表四 避險比率與盈餘波動

避險比率範圍	公司家數	盈餘波動 (平均值)
0~10%	4	1.20
10~20%	3	1.47
20~30%	3	0.88
30~40%	6	0.62
40% 以上	3	1.51

註：共 19 家上市公司，避險比率為民國 82~84 年的平均值，盈餘波動為稅前淨利之變異係數 (σ_{EBT}/EBT)。

表四似乎顯示盈餘波動與避險比率成反比關係¹⁴，但影響盈餘的因素太多，在未控制其他的因素下，加上樣本數不大，此處並無法作為有力的證據或給予結論。

¹³ 由於台灣許多公司是在民國 79 年之後，才逐漸發展外匯風險管理策略，因此觀察盈餘波動的時間不應過長。

¹⁴ 表四中各組的產業別、公司規模並無明顯的形態，因此，針對高避險比率公司的盈餘波動較低的現象，隱含公司的盈餘表現可能與經營態度的保守或積進有關。

(3)未從事外匯避險之原因

本研究的回收問卷中共有 11 家公司未從事外匯避險，原因如表五所示，其中有 7 家公司認為交易成本過高，如果公司的進出口金額不高，較可能發生避險成本高於匯兌損失之現象，可視為合理的原因；但實際上，這些公司的進出口佔營業額的比率並不顯著低於採取避險的 51 家公司，很可能只是管理者的主觀想法或藉口。

表五 樣本公司未從事外匯避險的原因

原因	公司家數	比率
① 交易成本過高	7	64%
② 知道應避險，但不會操作	3	27%
③ 不理會外匯風險	3	27%
④ 不知道可規避外匯風險	0	0
⑤ 偏好外匯風險	0	0
⑥ 其他	3	27%

註：共 11 家上市公司，部份公司同時選擇兩個以上的原因。

另外，有 3 家公司並不理會外匯風險，檢視這三家公司的資料後，發現其主要業務大多在國內。有趣的是，有 3 家公司的經理人承認不會操作外匯工具，卻沒有人承認自己「不知道可規避外匯風險」，但這個情況卻難以查證。

3.4 避險策略與工具

本研究在設計問卷時，以解說方式在問卷中列出「交易」、「換算」與「經濟」等三項暴露之意義。結果 51 家從事避險的公司回答採取交易避險，45 家 (88%) 回答採取換算避險，34 家 (67%) 回答採取經濟避險。交易與經濟避險的狀況大致符合直覺，但竟有超過一半的公司採取經濟避險，令人感到意外！

另外，問卷上讓受訪的上市公司選擇外匯避險工具與方法，並以 1~5 的分數 (5 為最佳) 評比使用該工具與方法的避險效果，調查結果歸納於表六至表八。

(1)交易暴露

51 家上市公司規避交易暴露的工具歸納如表六所示。

表六 樣本公司交易避險所使用之工具與方法

工 具	公司家數	百分比	平均效果
① 遠期外匯契約	45	88%	3.91
② 貨幣市場借貸	34	67%	3.85
③ 外幣存款	32	62%	3.68
④ 應收及應付帳款之提前與延後	28	55%	3.67
⑤ 報價定價策略	25	49%	3.82
⑥ 外幣選擇權	20	39%	3.85
⑦ 出售應收帳款	9	18%	3.60
⑧ 其他	2	4%	4.00

註：共 51 家上市公司，同一家公司可能同時使用數種外匯工具。平均效果是以 1~5 的排序方式評比該工具或方法的避險效力。

表六顯示，近九成的公司以買賣遠期外匯的方式避險，其次為貨幣市場借貸 (67%) 與外幣存款 (62%)。有點意外的是，有 20 家公司以選擇權避險、9 家公司以出售應收帳款來避險，由於本研究調查時，台灣外匯市場並無選擇權工具，亦無財務公司處理外幣應收帳款，上市公司若果真從事這兩種交易，表示直接或委託金融機構於國外操作。另外，就各種工具與方法的效果而言，並未呈現明顯的差別。

與美國實務調查比較，台灣上市公司也偏好傳統的外匯工具，方便簡單，但對外幣應收及應付帳款之提前與延後、外幣選擇權（及期貨）的使用頻率較低。

(2)換算暴露

表七為 45 家上市公司所採用的外匯換算避險方式。

表七 樣本公司換算避險所使用之工具與方法

工 具	公司家數	百分比	平均效果
① 遠期外匯契約	34	76%	3.95
② 資本市場借貸	28	62%	4.04
③ 應收及應付帳款之提前與延後	22	49%	3.89
④ 報價定價策略	18	40%	3.52
⑤ 貨幣風險暴露之結合	16	36%	3.76
⑥ 貨幣交換與信用換匯	11	24%	3.77

註：共 45 家上市公司，同一家公司可能同時使用數種外匯工具。平均效果是以 1~5 的排序方式評比該工具或方法的避險效力。

表七顯示，大多數的公司仍以傳統方式（如遠期外匯契約及資本市場借貸）從事換算避險，其中資本市場借貸的效果最高，符合 Ross (1992) 對英國法人的調查結果。另外，從表七可看出，有一些公司以貨幣交換方式規避風險，透露台灣已有部份上市公司接受新金融商品。

(3)經濟暴露

外匯實務的文獻中，很少調查企業對「經濟暴露」的措施，本研究 51 家從事外匯避險的台灣上市公司中，超過一半的公司 (34 家) 回答在匯率變動時，公司當局會採取因應「經濟暴露」之措施，這個結果有點令人訝異，不排除問卷回答者是以本身主觀觀念作答，並非有實際的作法，或者未充分瞭解經濟避險之意義。

表八為 34 家上市公司解決經濟暴露的方法，就生產、行銷與財務三種策略而言，財務方法被認為是經濟避險最有效的方法，不難想像，財務方法如外幣借款直接且省時，效果較明顯。

表八 樣本公司經濟避險所使用之方法

類別	工具	公司家數	百分比	平均效果
生產	① 降低生產成本	21	62%	3.81
	② 強勢貨幣採購↓、弱勢貨幣採購↑	15	44%	3.60
	③ 分散生產地點	11	32%	3.09
行銷	① 調整產品價格	22	65%	3.65
	② 增加行銷通路	15	44%	3.47
	③ 變更目標市場	13	38%	3.45
	④ 提高出口促銷預算	10	29%	3.20
財務	① 借入弱勢貨幣	27	79%	4.08
	② 借入各種貨幣之長期貸款	17	50%	3.80

註：共 34 家上市公司，同一家公司可能同時使用數種方法。平均效果是以 1~5 的排序方式評比該工具或方法的避險效力。

生產策略中，有 21 家公司回答「降低生產成本」¹⁵，15 家公司回答會「減少以

¹⁵ 「降低生產成本」會令人疑惑，如果企業平時即可降低生產成本，不須等到外匯變化後才採取這個措施。但此處是指當匯率產生變動後可採取的措施，例如從事生產當地國的幣值上升，公司當局可以利用引進機器、減少人工的方式來降低成本。

強勢貨幣採購、轉向弱勢貨幣國購買」，這些公司多屬於傳統產業（食品、紡織、鋼鐵），但高科技產品的取代性低，很難以此種方式避險。最後，11 家公司回答以「分散生產地點」作為經濟避險，這類公司必須具有相當的規模，才有能力做到。另外，行銷策略中，有 22 家公司回答「調整產品價格」，而財務策略中，有 27 家公司認為「借入弱勢貨幣」為最佳方式。

另一方面，不理會「經濟暴露」的企業認為，中長期外匯市場充滿著不確定性，採取經濟避險的效果很難評估，長期中有利及不利的影響相互抵消，因此並未設定明確的經濟避險策略。

3.5 外匯操作與匯率預測

採取避險的 51 家樣本公司中，有 43 家表示關心匯率預測，絕大部份是由財務部門負責，其中 40 家公司以往來銀行的意見與報章雜誌作為匯率預測的基礎，大約有一半的公司會以技術分析加上直覺的方式來判斷匯率走勢。這個現象和二十年前的美國 (Mathur, 1982) 或十年前的西歐 (英國、比利時、荷蘭, Soenen and Aggarwal, 1989) 類似，由於短期匯率本來就很難預測 (參閱 Mark, 1995)，而且企業的資源與時間有限，只能使用簡略的方式來判斷走勢。

另外，上述 43 家上市公司最關心的貨幣依序分別為美元 (98%)、日圓 (88%)、馬克 (60%)、瑞士法郎 (30%)、英鎊 (23%) 及港幣 (16%)，可看出部份上市公司因與西歐業務往來增加，逐漸關心歐洲的主要貨幣。

3.6 從事外匯風險管理之困難

從事避險的 51 家樣本公司中，有 44 家認為匯率預測是公司感到最不易處理的問題，其次依序為外匯市場不健全 (37 家公司)、法令限制過多 (22 家公司)、避險成本過高 (20 家公司) 及公司缺乏國際財務管理專門人才 (20 家公司)。

4. 後續追蹤與企業訪談

本研究針對先前 11 家未採取避險措施的上市公司作追蹤性的調查，以便瞭解民國 86 年第四季受東南亞金融風暴之後，這些公司是否因而重視外匯風險管理。

另外，問卷調查是企業界被動性的回答，存在著一些問題，例如回答者可能並非實際的決策者、對問題與專有名詞產生誤解，或者經理人並非以實際作法回答，而是闡述主觀觀念，易使問卷結果失真，有鑑於此，我們選擇一些公司進行訪談，以便印證問卷的真實性。

4.1 後續追蹤結果

我們於民國 87 年 2~3 月以傳真方式詢問本研究於 85 年初未採取避險措施的 11 家上市公司，問題只有一頁，結果有 6 家公司回答，其中 5 家果然因新台幣貶值而開始注意外匯避險，而有 3 家也從事無本金遠期外匯交易 (NDF)，可看出這些公司不但著手消極式的避險，甚至企圖進一步積極創造外匯利潤。

4.2 企業訪談結果

台灣較大型的機械業以外銷為主，多半也在國外具有生產或行銷據點，外幣交易金額高，貨幣種類也較多。我們選擇了 4 家機械公司作實地訪談，其中 2 家為上市公司，另 2 家未上市¹⁶，訪談對象為公司董事長、總經理或財務主管，分別於民國 85 年 3 月及民國 86 年 7 月份進行。

4 家接受訪談的機械公司對外匯風險管理的觀念並不見得一樣，但基本上很類似，結果歸納如表九所示。表九與前述的問卷結果大致符合，在第 ③ 項中，有一家公司委託銀行以購買選擇權契約的方式避險，顯示確實有些公司從事衍生性金融商品的操作。但表九最不符合前述問卷結果的是 4 家機械公司皆未從事經濟避險，顯示問卷回答可能是經理人的觀念，而非實際作法。

¹⁶ 接受訪談的兩家未上市公司皆達上市水準；其中一家跨足數種產業，包括機械、五金、電子等行業，其民國 84 年的營業額超過新台幣 400 億元；另一家公司的主要產品為電腦機械，其民國 85 年的營業額約新台幣 28 億元。

表九 機械業訪談結果

主 題	說 明
① 採取外匯避險？	• 因外幣收支佔營業額頗高，4 家公司皆從事外匯避險。
② 外匯避險可減少盈餘波動	• 4 家公司皆認為從事外匯避險的主要目的是控制成本、避免損失。
③ 外匯避險形態與工具	<ul style="list-style-type: none"> • 重視外匯交易避險，海外會計報表不須合併，並不在意換算風險；4 家公司皆回答長期經濟避險之評估不易，並未擬訂因應經濟暴露之策略。 • 4 家公司皆以遠期外匯買賣為主，其中 2 家也與國外主要客戶或供應商協議分擔外匯風險。 • 有 1 家公司委託銀行代為操作外匯選擇權。 • 2 家上市公司於國外舉債。
④ 外匯預測與執行部門	<ul style="list-style-type: none"> • 3 家公司以集中式管理方式，由財務部門負責操作外匯，不定期向 (副) 總經理報告。另 1 家公司由總公司訂定外匯政策，由營業及採購部門自行操作。 • 4 家公司皆依賴銀行提供匯率未來走勢的相關資訊，有 2 家公司與路透社連線，取得外匯資訊。
⑤ 面臨之困難	<ul style="list-style-type: none"> • 匯率預測不易、外商銀行之預測比本國銀行佳。 • 缺乏國際財務管理的知識與人才。

註：4 家機械公司 (2 家為上市公司)，訪談時間為民國 85~86 年。

5.摘要與建議

本文調查台灣上市公司外匯避險之操作情況，結果摘要如下：

- ① 上市公司的進出口金額與比率愈高，從事外匯避險的傾向愈高。
- ② 上市公司從事外匯避險的主要動機是為了減少盈餘波動，部份經理人回答「不願因外匯兌損失而遭受責難」。
- ③ 從事外匯避險的公司最重視交易暴露，也關心換算暴露，多數偏好使用傳統的工具如遠期外匯契約及貨幣市場借貸，但也有公司回答使用較新的金融工具如外幣選擇權與貨幣交換，顯示台灣企業逐漸在接受衍生性金融商品。

- ④ 上市公司的外匯操作多由財務部門負責，遇有特殊或重大情況時，才由最高管理當局裁決，多半缺乏明文的外匯政策。大部份從事避險的公司確實關心匯率走勢，判斷時則是以銀行的意見為主。
- ⑤ 上市公司表示外匯管理最困難的問題是匯率難以預測，部份公司認為缺乏國際財務管理人才；另外，企業經理人也表示對總體環境不滿意，認為台灣外匯市場不健全、法令限制過多、避險成本過高，這些問題都需要加以改善。

上述結果也給台灣企業一些啟示，第一，公司應更明確地設立外匯管理政策與原則，除了避免公司受匯率之影響外，也可讓經理人有所適從，而非消極地應付外匯問題。第二，公司應進一步訓練財務人員，善用各類外匯工具，維護公司的收入、控制成本，甚至能進而創造外匯利潤。

最後，就台灣企業外匯管理實務的研究而言，有幾個方向仍值得探討：第一、外匯避險是否增加企業的價值，是否會產生代理人成本？（見 Stulz, 1996）。第二、面對不同形態的風險時（交易、換算與經濟暴露），管理者的風險態度是否一致？（見 Collier *et al.*, 1990）。第三、公司的避險方式與比率是否隨總體經濟狀況而有差異？（參閱 Rodriguez, 1981）。第四、企業是否因公司規模、外匯交易、產業別、電腦化與國際化程度等因素，會有不同的外匯管理政策？（見 Batten, Mellor, and Wan, 1993）。第五、會計準則變化時，經理人的避險行為是否隨之改變？（見 Reazee, Malone, and Briner, 1993）。第六、市場上會逐漸出現更多的創新金融商品，企業本身具有哪些特性時，會使用這些商品？（見 Jesswein, Kowk, and Folks, Jr., 1995）。

參考文獻

中文部份

- 彭寅昌，「企業因應外匯風險策略之研究」，國立中山大學企業管理研究所未出版之碩士論文，民國七十八年六月。
- 歐朝銓，「企業匯率風險管理之研究 — 以國內貿易商為例」，國立政治大學企業管理研究所未出版之碩士論文，民國八十三年六月。

英文部份

- Aggarwal, F. and Soenen, L.A. (1989). Managing persistent real changes in currency values: The roles of multinational operating strategies, *Columbia J. World Business*, 60-67.
- Batten, J., Mellor, R., and Wan, V. (1993). Foreign exchange risk management practices and products used by Australian firms, *J. Internat. Business Studies*, 557-573.
- Belk, P.A. and Glaum, M. (1990). The management of foreign exchange risk in UK multinationals: An empirical investigation, *Accounting and Business Research* 21, 3-13.
- Collier, P., and Davis, E.W. (1985). The management of currency transaction risk by UK multi-national companies, *Accounting and Business Research*, 327-335.
- Collier, P., Davis, E.W., Coates, J.B., and Longden, S.G. (1990). The management of currency risk: Case studies of US and UK multinationals, *Accounting and Business Research* 20, 206-210.
- Dufey, G. and Srinivasulu, S.L. (1983). The case for corporate management of foreign exchange risk, *Financial Management* 12, 54-62.
- Froot, K.A., Scharfstein, D.S., and Stein, J.C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies, *J. Finance* 48, 1629-1658.

- Jesswein, K.R., Kwok, C.C.Y., and Folks, W.R., Jr. (1995). Corporate use of innovative foreign exchange risk management products, *Columbia J. World Business*, 70-82.
- Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of U.S. multinationals, *J. Business* 63, 331-345.
- Khoury, S.J. and Chan, K.H. (1988). Hedging foreign exchange risk: Selecting the optimal tool, *Midland Corporate Finance J.*, 40-52.
- Levi, M.D., (1996). *International finance*, 3rd ed., McGraw-Hill Publishing Company.
- Mathur, I. (1982). Managing foreign exchange risk profitably, *Columbia J. World Business*, 23-30.
- Mark, N.C. (1995). Exchange rates and fundamentals: Evidence on long-horizon predictability, *Amer. Econom. Rev.*, 201-218.
- Rezaee, Z., Malone, R.P., and Briner, R.F. (1993). Capital market response to SFAS nos. 8 and 52: Professional adaptation, *J. Accounting, Auditing & Finance* 8, 313-332.
- Rodriguez, R. (1981). Corporate exchange risk management: Theme and aberrations, *J. Finance*, 427-444.
- Ross, D. (1992). Investors: For or against translation hedging? *Accountancy* 109, 100.
- Soenen, L.A. and Aggarwal, R. (1989). Cash and foreign exchange management: Theory and corporate practice in three countries, *J. Business Finance and Accounting* 16, 599-619.
- Stulz, R.M. (1996). Rethinking risk management, *J. Applied Corporate Finance* 9, 8-24.

A survey of foreign exchange exposure management – The case of Taiwan Stock Exchange firms

Junming Hsu* Chou Rong Chi

Abstract

This study conducted a survey how TWSE firms deal with foreign exchange rate exposures. Of 290 questionnaires mailed in 1996, 62 usable responses were returned and revealed several findings. First, the more the international trade of a firm, the higher its tendency to hedge. Second, the main reason for managers to hedge is to avoid earnings volatility. Nevertheless, a significant number of managers are afraid of blame. Third, most firms do care about transaction and translation exposures. Most managers adopt traditional tools, such as forward contracts, to avoid exposures. Fourth, most firms do not establish specific hedging policies. Financial department works on normal exchange operations and asks top management's decision if exchange rates widely fluctuate. Finally, most firms take banks' suggestions for exchange rate trends since they deem that forecasting of exchange rates is difficult.

* Department of Business Administration, Tunghai University