

学校编码: 10384
学号: 17520101151183

分类号____密级____
UDC____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

我国企业运用金融衍生工具
的行为对分析师盈余预测的影响研究

The Impact of Usage of Derivatives by
Chinese Companies on Analysts' Earnings Forecasts

易黎

指导教师姓名: 于李胜 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2013年04月

论文答辩时间: 2013年 月

学位授予日期: 2013年 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2013年04月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

()1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

()2. 不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人(签名)：

年 月 日

摘要

近年来，随着金融市场自由化加深、金融创新不断，越来越多的企业开始运用金融衍生工具，衍生工具市场已逐步发展成资本市场的重要组成部分。然而“次贷危机”爆发之后，金融衍生工具运用开始引起全世界的思考，作为公允价值计量的主要项目，金融衍生工具运用对个股公司披露的信息质量会带来什么影响，是值得深入探讨的问题。

根据文献综述和理论分析，本文认为分析师是检验金融衍生工具运用对信息造成的影响的有效机制。从信息不对称理论和公允价值相关理论出发，本文认为公司金融衍生工具运用这一行为将对分析师盈余预测产生负向影响，并以此提出假设；另外考虑到分析师异质性的问题，我们还假设了金融衍生工具的运用对不同分析师预测的影响是不同的。

以我国 A 股上市公司 2007-2011 年的数据作为样本，本文研究了金融衍生工具运用是否会对分析师盈余预测造成影响这一问题。更进一步，考虑到分析师之间存在异质性，我们根据《新财富》分类出了明星和非明星分析师，进行了进一步探讨。

研究发现：第一、运用了金融衍生工具的公司，分析师跟踪数量显著下降，可见金融衍生工具运用确实降低了披露信息的质量。第二、金融衍生工具运用提高了盈余预测的准确度，而我们发现明星分析师与非明星分析师专业能力之间的差异能在一定程度解释结果与预期不符的原因。金融衍生工具运用对分析师预测分歧度并无显著影响。

基于研究结论，本文在最后提出了完善金融衍生工具信息披露制度、改进公允价值计量属性的运用、促进证券分析师行业发展等几方面的建议。

关键词：衍生工具；分析师预测；信息质量

Abstract

In recent years, with the deepening of financial liberalization, the financial innovation continues, more and more companies choose to use derivatives, and the derivatives market has become an important part of capital market. However, derivatives have aroused the concern of people around the world since the outbreak of “sub-prime crisis”. As the main project of fair value measurement, will the usage of derivatives have any effect on the quality of the information disclosed by the company? It’s worth to further study.

According to the literature review and theoretical analysis, this paper argues that analysts are effective mechanism to test the impact of the usage of derivatives on information quality. Form the information asymmetric theory and the theory of fair value, this paper argues that the usage of derivatives will have a negative effect on analyst’ earnings forecasts, and put forward our hypothesis. In addition, taking into account the analysts’ heterogeneity, we also assume that the impact of the usage of derivatives on different analysts’ earnings forecasts is different.

Use the A-share Companies as samples, this paper studies the impact of usage of derivatives by Chinese companies on analysts’ earnings forecasts. Furthermore, taking into account the analysts’ heterogeneity, we classify the star and non-star analysts according to “new wealth” to make further discussion.

We found that: First, for those companies which use derivatives, the number of analyst following are less. We can conclude that the usage of derivatives indeed reduce the information quality. Second, for those companies which use derivatives, the accuracy of analysts’ forecasts significantly improve, this result ran contrary to expectation. We found that the heterogeneity of star analysts and non-star analysts can partly explain this inconsistent.

Based on the conclusion of the study, at the end of this paper, we put forward some suggestions including: regulate the information disclosure system, improve the use of fair value measurement, promote the development of analysts industry.

Key words: Derivatives, Analysts’ Earnings Forecasts, Information Quality

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 研究思路与方法	2
1.3 研究框架	2
第 2 章 文献综述	4
2.1 金融衍生工具相关介绍	4
2.1.1 金融衍生工具的定义及分类.....	4
2.1.2 金融衍生工具确认与计量.....	5
2.1.3 我国金融衍生工具运用现状分析.....	5
2.1.4 金融衍生工具相关文献回顾.....	7
2.2 证券分析师相关介绍	9
2.2.1 证券分析师的定义及作用.....	9
2.2.2 我国证券分析师的现状分析.....	10
2.2.3 证券分析师盈余预测相关研究.....	11
2.3 文献综述小结	17
第 3 章 理论分析及假设提出	18
3.1 理论分析	18
3.2 假设提出	20
3.2.1 金融衍生工具运用对分析师跟踪的影响.....	20
3.2.2 金融衍生工具运用对分析师盈余预测准确度的影响.....	22
3.2.3 金融衍生工具运用对分析师盈余预测分歧度的影响.....	22
第 4 章 研究设计	24
4.1 模型建立	24
4.2 变量定义	24

第 5 章 实证分析	28
5.1 数据来源与样本选取	28
5.2 变量描述性统计分析	28
5.2.1 金融衍生工具运用情况描述统计分析	28
5.2.2 被解释变量描述统计分析	29
5.2.3 其他变量描述统计分析	30
5.3 变量相关性分析	30
5.4 实证检验与结果分析	32
5.4.1 金融衍生工具运用对分析师跟踪的影响	32
5.4.2 金融衍生工具运用对分析师盈余预测特征的影响研究	33
5.5 进一步检验	35
5.6 稳健性检验	36
第 6 章 结论、启示与未来研究方向	39
6.1 主要研究结论	39
6.2 政策建议	40
6.2.1 规范金融衍生工具运用的信息披露	40
6.2.2 对公允价值计量属性运用的改进	40
6.2.3 促进分析师行业的发展，加强高水平分析师队伍建设	41
6.3 研究的创新性、局限性与未来发展方向	41
6.3.1 研究创新	41
6.3.2 局限性	42
6.3.3 未来发展方向	42
参考文献	43
致谢	43

Contents

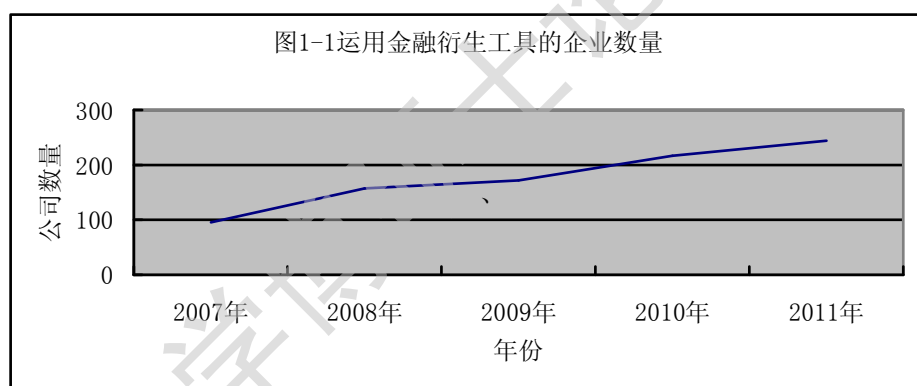
CHAPTER1 INTRODUCTION	1
1.1 BACKGROUND AND SIGNIFICANCE OF RESEARCH	1
1.2 THOUGHT AND SIGNIFICANCE OF RESEARCH	2
1.3 FRAMEWORK OF RESEARCH	2
CHAPTER2 LITERATURE REVIEW	4
2.1 INTRODUCTION OF DERIVATIVES	4
2.1.1 The Definition and Classification of Derivatives	4
2.1.2 Recognition and Measurement of Derivatives.....	5
2.1.3 Status quo of Usage of Derivatives of China.....	5
2.1.4 Related Literature of Derivatives.....	7
2.2 INTRODUCTION OF ANALYSTS' FORECASTS	9
2.2.1 The Definition and Role of Derivatives.....	9
2.2.2 Status quo of Chinese Analysts.....	10
2.2.3 Related Literature of Analysts' Earnings Forecasts.....	11
2.3 SUMMARY	17
CHAPTER3 THEORETICAL ANALYSIS AND DEVELOPMENT OF ROPOSITIONS	18
3.1 THEORETICAL ANALYSIS	18
3.2 DEVELOPMENT OF PROPOSITIONS	20
3.2.1 Hypotheses of Usage of Derivatives and Analyst Following.....	20
3.2.2 Hypotheses of Usage of Derivatives and Accuracy of Analysts' Forecasts	22
3.2.3 Hypotheses of Usage of Derivatives and Divergence of Analysts' Forecasts	22
CHAPTER4 RESEARCH DESIGN	24
4.1 MODEL SPECIFICATION	24
4.2 VARIABLE DEFINITIONS	24
CHAPTER5 EMPIRICAL ANALYSIS	28

5.1 SAMPLE SOURCE AND SELECTION	28
5.2 DESCRIPTIVE STATISTICS OF THE SAMPLE	28
5.2.1 Descriptive Statistics of Usage of Derivatives.....	28
5.2.2 Descriptive Statistics of Dependent Variables.....	29
5.2.3 Descriptive Statistics of Other Variables	30
5.3 VARIABLES CORRELATION ANALYSIS	30
5.4 REGRESSION RESULTS AND ANALYSIS	32
5.4.1 Usage of Derivatives and Analyst following	32
5.4.2 Usage of Derivatives and Characteristics of Analysts' Forecasts	33
5.5 ADDITIONAL TEST	35
5.6 ROBUSTNESS TEST.....	36
CHAPTER6 CONCLUSIONS, SUGGESTIONS AND DIRECTIONS OF FUTURE RESEARCH	39
6.1 MAIN RESEARCH CONCLUSIONS.....	39
6.2 SUGGESTIONS.....	40
6.2.1 Regulate the Information Disclosure of Usage of Derivatives	40
6.2.2 Improve the Use of Fair Value Measurement Attributes.....	40
6.2.3 Promote the development of Analysts Industry	41
6.3 INNOVATION, LIMITATIONS AND FUTURE RESEARCH	41
6.3.1 Research Innovation.....	41
6.3.2 Research Limitations	42
6.3.3 Directions of Future Research	42
REFERENCE	43
ACKNOWLEDGEMENTS	43

第1章 绪论

1.1 研究背景和意义

金融、经济的全球化，导致了“牵一发而动全身”的世界联动效应。伴随着中国经济的崛起，经济转型、金融市场自由化是中国资本市场的必然选择，因此金融衍生工具在中国的出现与发展也是水到渠成。由于金融衍生工具既可以用来防范企业可能面临的商品价格、汇率、利率风险，同时又具有交易成本低、杠杆操作等特点，因而受到很多企业的关注，据本文的统计，2007年到2011年间，我国运用金融衍生工具的企业呈逐年上升状态，分别为96、157、172、217、244家。如图1-1所示：



但是，金融衍生工具本身具有很大的不确定性、风险性，很多国内外企业（如雷曼兄弟、中航油、中信泰富等）都曾因运用金融衍生工具而发生巨额亏损；另外由于金融衍生工具采用公允价值计量，公允价值的不确定性、复杂性会对公司披露信息的质量产生影响。而投资者正是基于企业所披露的信息作出投资决策，因而检测金融衍生工具运用对信息带来的影响具有重大意义。

与此同时，价值投资随着我国资本市场的逐渐成熟而变得越来越频繁。而分析师凭借其专业能力及信息优势逐渐成为了资本市场中发现价值、引导资金流向的主导力量。证券分析师通过搜集其跟踪的上市公司经营活动相关的各类信息，对公司的预期收益及风险状况等作出评估，并将分析处理后的信息提供给投资者，最终会有效提高资本市场效率（陈汉文、王华和郑鑫成，

2003^[11])。分析师既是信息的使用者,又是信息的提供者,如果金融衍生工具的运用对公司披露的信息造成了影响,那么肯定也会影响到分析师预测,因此,我们认为分析师正是检验金融衍生工具运用对信息所产生影响的有效机制。

1.2 研究思路与方法

本文旨在对我国上市公司运用金融衍生工具这一行为对分析师盈余预测的影响进行研究。为此,本文首先回顾了以往关于金融衍生工具运用和分析师盈余预测的研究,继而以所有 A 股上市公司作为研究对象,在充分考虑相关控制变量的基础上,分别就企业运用金融衍生工具这一行为与分析师跟踪人数、分析师盈余预测的准确性、不同分析师之间盈余预测的分歧度建立回归模型,进行实证检验,以探讨金融衍生工具的运用是否会对分析师盈余预测产生影响。为了更深入地考察初步回归结果更深层次的原因,本文还设计了进一步检验。在进一步检验中,将分析师分为了明星分析师及非明星分析师两个子样本,探讨了不同类型分析师在分析甄别能力上的差异。

本文选用的研究方法主要有文献分析法,回归分析法。在理论分析、模型设计以及变量选择中均有涉及到文献分析法;其次,本文采用 stata 软件作为分析工具,并参照相关文献构建了回归模型,采用回归分析法研究了金融衍生工具运用对分析师盈余预测的影响,并利用样本数据进行统计分析进而得出本文结论。

1.3 研究框架

本文主要分为六部分进行研究分析:

第一章主要介绍了本文的研究背景及意义、研究的思路及方法以及本文的研究框架。

第二章为文献综述。具体对金融衍生工具运用以及分析师盈余预测的相关研究进行了回顾。

第三章为理论分析及假设提出。本文从信息不对称理论以及公允价值计量两方面阐述了金融衍生工具运用对分析师盈余预测的影响。进而从分析师跟踪

数量，分析师盈余预测准确性，分析师之间预测的分歧度三个维度提出了假设。

第四章为研究设计，包括模型建立及变量定义。

第五章为金融衍生工具运用对分析师预测影响的实证检验。具体包括样本选取及数据来源、变量描述性统计、相关性分析、多元回归分析、进一步检验以及稳健性检验。进一步检验中本文将样本分为了明星分析师和非明星分析师两组，以研究不同类型分析师在盈余预测方面的不同。

第六章为研究结论及政策性建议。

厦门大学博硕士论文摘要库

第 2 章 文献综述

2.1 金融衍生工具相关介绍

2.1.1 金融衍生工具的定义及分类

金融衍生工具，也称衍生金融工具、衍生品等，派生于基础金融资产。常见的金融衍生工具类型包括：期货、期权、权证、远期合约等。目前，国内外尚未就金融衍生工具形成统一及权威的定义。

美国财务会计准则第 133 号（SFAS No.133）《衍生金融工具、类似金融工具及套期保值活动的会计处理》（Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities, 1998 年）中是这样定义金融衍生工具的：

金融衍生工具，指具有以下三个性质的金融工具或其他合约：

1. 具有一个或多个标的（underlying），以及具有一个或多个名义金额（notional amounts）或/及支付条件（payment provisions）。
2. 其初始净投资（initial net investment）等于零，或者相对于市场变动反应类似的其他类型合约来说，其初始净投资较小。
3. 其条款约定或者允许采用净额交割，或者约定采用其它与净额交割类似的交割方式。

我国银监会于 2004 年颁布实施的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》中，这样定义衍生产品：衍生产品是一种金融合约，其价值取决于一种或多种基础资产或指数，合约的基本种类包括远期、期货、掉期（互换）和期权。衍生产品还包括具有远期、期货、掉期（互换）和期权中一种或多种特征的结构化金融工具。

而我国新企业会计准则第 22 号《金融工具确认和计量》中则将衍生工具定义为准则涉及的、具有下列特征的金融工具或其他合同：

1. 其价值随特定利率、金融工具价格、商品价格、汇率、价格指数、费率指数、信用等级、信用指数或其他类似变量的变动而变动，变量为非金融变量的，该变量与合同的任一方不存在特定关系；

2. 不要求初始净投资，或与对市场情况变化有类似反应的其他类型合同相比，要求很少的初始净投资；
3. 在未来某一日期结算。

另外该准则中还指出衍生工具包括远期合同、期货合同、互换和期权，以及具有远期合同、期货合同、互换和期权中一种或一种以上特征的工具。

本文采用的是来自A股市场的数据，因此，事实上，本文认可的金融衍生工具定义自然为来自我国企业会计准则的定义。

2.1.2 金融衍生工具的确认与计量

我国于2006年颁布的新《企业会计准则》中，对金融衍生工具的确认与计量做了明确规定：对于套期保值类的金融衍生工具，适用《企业会计准则第24号——套期保值》，而对于其他类金融衍生工具，则适用《企业会计准则第22号——金融工具确认》，两个准则都规定企业在成为金融衍生工具合约一方时，确认为一项金融资产或金融负债，以公允价值进行初始计量，并将后续变动计入当期损益或所有者权益。

公允价值是指在公平交易条件以及自愿的情况下，熟悉情况的交易双方所确定的价格。包括如下三个层次：

第一层次	在计量日若可获得相同资产、负债在活跃市场上的报价，以此为依据确认公允价值
第二层次	在计量日若可获得类似资产或负债在活跃市场上的报价，或者获得相同或类似资产或负债在非活跃市场上的报价，以此为依据确认公允价值
第三层次	若无法获得相同或类似资产可比市场交易价格的，以其他反映市场参与者对资产或负债定价时所使用的参数为依据确定公允价值

FASB在SFAS133号《衍生金融工具、类似金融工具及套期保值活动的会计处理》（Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities, 1998年）中指出：公允价值是金融衍生工具唯一相关的计量属性。

2.1.3 我国金融衍生工具运用现状分析

20世纪70年代左右，国际期货市场开始出现少数大型中国国企的身影。由此至今，我国企业投资金融衍生工具的历史不过数十年。中国粮油进出口公

司是国内首家投资金融衍生工具的企业，其于 1973 年利用纽约、伦敦期货市场采购了四十多吨原糖，并在这次交易中净赚了约 240 万英镑。自 20 世纪 90 年代初始，我国企业开始越来越多的运用金融衍生工具。

纵观我国企业投资金融衍生工具的这几十年，其发展态势可谓如火如荼，但许多企业并未充分关注和意识到金融衍生工具投资中可能存在的巨大风险。许多从事金融衍生品交易的企业并未从投资中获益，反而蒙受巨额损失，值得警惕。

目前，我国企业运用金融衍生工具的现状呈现出以下特点：

(1) 运用的金融衍生工具种类少，且大多为商品期货交易。

据 2005 年的调查显示：世界各国使用最多的衍生工具次序如下：汇率衍生品、利率衍生品、商品衍生品。而在我国比较多的是商品期货交易，利率和汇率衍生工具使用较少，原因在于我国衍生品市场发达程度较低，并且对境外交易的限制十分严格。

(2) 我国企业运用金融衍生工具的广度、深度仍有待提高。

在我国 2457 家国内 A 股上市公司（截至 2011 年）中，只有少数公司运用了金融衍生工具，其运用效果也一般。本文通过阅读财务报告发现，2007-2011 年，我国运用金融衍生工具的企业分别为 96、157、172、217、244 家，且主要涉及贵金属、生物医药、电力、食品饮料、能源、材料、农业等行业。由此可见，虽然我国企业运用金融衍生工具越来越频繁，但是广度和深度仍有待提高。

(3) 我国上市公司使用金融衍生工具的操作水平和风险控制存在重大问题。

目前，我国通过正当渠道从事金融衍生工具交易的国有企业，由于投机目的较重、操作水平不高、风险控制不力、内控机制不健全，经常蒙受重大损失。例如，中信泰富在其外汇衍生品交易中亏损 155 亿元；中航油在其石油衍生品交易中亏损了 5.54 亿美元等等。2009 年，时任国务院国资委副主任的李伟在其《中央企业金融衍生产品业务管理问题及风险防范》^[2]一文中指出，截至 2008 年 10 月底，从事金融衍生品业务的央企有 68 家，合约总值约 1250 亿元，浮动净亏损达到了 114 亿元。可见，目前国内多数企业运用金融衍生工具的效果与其防范未来利率、汇率或者商品价格变动所带来的风险的目标并不一致，

这可能是由于以下几方面的原因：一、企业管理层对金融衍生工具的认识存在偏差，缺乏专业知识和专业的人才，或者相关人员在操作方面经验不足。二、企业对金融衍生工具运用的风险意识淡漠，风险管控机制缺失。李伟在其文中指出，从事金融衍生工具交易的央企，大部分未设立独立的风险管控机构，其中有些公司甚至没有分离产品买卖、资金清算和交易等职能，内部控制缺陷严重，管理风险巨大。三、法人治理结构不完善。李伟调查了 29 家集团公司，发现其中 17 家企业未在董事会下成立对衍生品风险统一管控的风险管理委员会；13 家企业将金融衍生工具交易业务作为一般事项进行授权审批。另外，大部分企业未对下属企业的衍生品交易情况进行监控，后者也不向前者汇报其交易情况。四、许多公司的管理层是出于投机的目的运用金融衍生工具的。

2.1.4 金融衍生工具相关文献回顾

Modigliani 和 Miller (1958)^[3]于其共同发表的《资本成本、公司财务和投资理论》一文中提出了 MM 定理：在完美市场假设下，公司的资本结构与公司价值无关，公司价值仅由预期收益决定。他们指出，如果一家公司决定改变其对冲政策，该公司的投资者也可以通过改变其持有的风险资产组合来完全抵消公司政策变化所带来的影响。因此，MM 理论认为企业运用金融衍生工具进行风险管理并不会对公司价值产生影响，因而也没有投资金融衍生工具的必要性。

然而现实生活中的市场并不可能完美，故而在诸多方面不符合上述完美市场假设。Allayannis、Ofek (2001)^[4]及 Graham、Rogers (2002)^[5]认为资本市场的不完美性使公司产生了使用金融衍生工具的动机。因此，在 MM 理论提出之后，许多学者放宽 MM 定理的假设条件，尝试深入研究金融衍生工具的运用是否能改变企业面临的风险水平，继而改变企业现金流量，最终影响到企业价值。

许多学者认为运用金融衍生工具能够降低企业风险，增加企业价值，并提出了不同的假说以支持他们的观点，其中比较有代表性的假说包括减少预期税收说 (Mayers 和 Smith (1982)^[6]、Smith 和 Stulz (1985)^[7])、降低财务困境成本说 (Smith 和 Stulz (1985)^[7])、避免投资不足说 (Froot, Scharfstein 和 Stein (1993)^[8]) 等。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库