

公允价值会计下未实现损益的影响研究

<http://www.criifs.org.cn> 2009年4月9日 周长鸣

摘要：本文建立了一个价格动力学模型，用以检测与企业过去回报相关的未实现损益。经验表明，当企业在综合收益表中报告了相应投资的未实现损益后，公司价值与盈余都会有较大波动。把未实现损益包含在收益中会引起股价和盈余的波动，这与市场的弱式有效假说不一致。

关键词：投资；公允值会计；未实现损益；报告形式

会计学家和管理人员普遍认为财务报告会影响企业的股票回报率。由于企业持有的特定资产头寸上的未实现损益会影响企业的回报，投资者据此可以预测企业的财务报告。如果市场参与者知道相应企业投资的范围，则未实现损益信息是重复的，但是并不是每一个投资者都有能力处理这个冗余信息，结果股价的波动影响到未实现损益，未实现损益又影响到股价，这就形成一个反馈循环并且影响到对于未来股价的预期。

为了研究反馈循环，本文构建一个估价行为模型，并对它进行检测。投资者根据企业的核心盈余和未实现损益对证券进行估价，如果投资者没有能够正确处理冗余的未实现损益信息，则公司股价的任何波动都会对未来数年的未实现损益产生复杂影响。如果企业的投资额非常高，并且投资者对未实现损益有强烈的预期，则随着时间的推移，未实现损益会变大并增加公司股价的波动性，反之亦然。

有两个因素影响反馈的效果。首先，企业投资的数量，这会影响到相应的未实现损益规模；其次，企业报送的是综合收益表（包含了未实现损益）还是收益表（不包含未实现损益）。如果未实现损益被包含在综合收益表中，则显著影响交易者对企业价值的判断。我们假设投资数量和未实现损益的价格影响之间存在正相关的关系。当某一信息通过多个渠道传达出来时，投资者的反应通常更为强烈，市场互动会加重这种对冗余信息的过度反应。这种反应会影响到公允价值会计中的市场价格，并因此增强盈余和价格的波动性。未实现损益的会计处理方法各不相同，当它被正式确认并包含进综合收益表时，反馈效果较大，具体的例子包括福利费收支、可供销售的投资等。不同的会计方法会影响到价格的有效性和波动性。

一、背景和假设

企业经常持有与其股票价格相关的资产或负债，因此会计数字和股价会互相影响。投资者首先观察到价格波动，随后观察到会计数字会反映这种波动。企业可以拥有自身的股票（如库藏股）。按照现行的会计准则，库藏股上的未实现损益无需报告，因为企业购买自身的股票被认为是注销权益而非证券投资。另一个例子是企业使用自身的股票来支付养老金。这种股票上的未实现损益被摊销计入综合收益，如果数额较大则直接进损益表。

企业也会持有自身股份的空头，例如在筹资时使用包含期权的混合证券，可转换债券就是一个典型。这类债券上的未实现损益需要加以确认。另一种常见的形式是经理人股票期权，它会影响到现在和未来的应付职工薪酬，其会计处理引起了巨大争议。

对于企业所拥有的资本资产，如果其公允价值发生变化则会影响到企业的未实现损益。假设一家企业使用某种专用设备来生产特定的产品，企业的价值和设备的价值都取决于产品的未来现金流量的现值。企业整体状况的改变会影响其股价并产生一个未实现损益，在公允价值法下，这些变动都进入损益，资产减值也会被计入损益。

如果企业持有其他企业的股份尤其是企业投资者的股份，则会形成复杂的股权关系并产生未实现损益。如果这种投资的规模较小，则使用公允价值法计量，未实现损益计入损益（对于交易性证券）或综合收益（对于可供销售的证券）。如果投资的规模较大，则使用权益法核算。

二、未实现损益的反馈性影响

如前所述，在很多情况下企业的未实现损益与其股价相关，投资者对未实现损益的反应会改变市场价格走向。假设未实现损益不包含新的信息，即投资者知道企业相应投资的范围，并使用市盈率指标来对企业进行估价，这样在盈余和价格之间就有一个简单的反馈环。定义如下参数： $CORE_{t:t}$ 期的核心盈余，即不包含未实现损益的每股收益。

K : 使用 $CORE_{t:t}$ 计算出来的市盈率。

ϵ : 使用未实现损益计算出的市价/盈余比率，反映了未实现损益的单位价格影响。

α : 企业相应投资的方向与大小。股价每1元的上涨会带来 α 的未实现损益。

$P_{t:t}$ 期末的股价。

在没有相关投资时，企业的价值是 $K * CORE_{t:t}$ ，赚取同样核心收入并有投资性资产的企业能够有效提升每股核心盈余的价值，因为核心盈余所带来的股价上升会产生一个未实现利得。同理，持有空头头寸会产生一个未实现损失。此时企业的价值为 $(1+\alpha) k * core_{t-1}$ 。

假设投资者在 t 期赋给 $t-1$ 期的核心收益 $CORE_{t-1}$ 的乘数是 K ，赋给 $t-1$ 期的未实现损益的乘数是 ϵ 。 K 、 ϵ 的值决定了未实现损益对市场价格的影响。根据这些假设， t 期的价格可以用如下公式表达： $P_t = k * core_{t-1} + \epsilon k (UGL_{t-1})$ 。

其中 UGL 代表未实现损益，并且与价格变动成比例，即 $UGL_{t-1} = \alpha (P_{t-1} - P_{t-2})$ ，两个公式合并可得： $P_t = k * core_{t-1} + \epsilon \alpha k P_{t-1} - \epsilon \alpha k P_{t-2}$ 。它描述了本期、上期、上上期价格之间的关系。

由于投资者知道企业投资的范围，并且能够从企业上期的损益表推测出未实现损益的大小，因此在计算市盈率时不需要考虑 UGL 。企业价值是当期和前期核心收益的函数，这表明投资者能够从过去的价格波动中预测未来的价格波动。

假设股价产生了一个一次性的随机波动，核心收益保持不变（不妨假设为0），企业股票初期价格为0，第一期价格为1，则价格序列为 $P_t = \alpha \epsilon k (P_{t-1} - P_{t-2})$ ，每一个价格都是先前价格的线性组合。这个公式的多次迭代可以显示单一冲击对未来价格的复杂影响。乘数 $\alpha \epsilon k$ 代表了当期未实现损益对历史价格（以及历史未实现损益）变动的敏感性。

如果企业股票价格有一个固定的增长率 g ，则价格函数可以写为 $P_t = k(1+g)^t \text{core}0 + \alpha \epsilon k P_{t-1} - \alpha \epsilon k P_{t-2}$ 。股价的固定增长率会导致价格变动从而带来未实现损益。如果乘数 $\alpha \epsilon k$ 显著不为0，则反馈影响会随时间而增强，如果 $\alpha \epsilon k$ 接近于0则反馈影响会逐渐消失。

投资者所设定的市场价格已经包含了一个与未实现损益相应的乘数。决策者通常不会过分关注冗余信息，比如某些明显缺乏相关性的信息。因此可以认为投资者会正确的为未实现损益定价，即 $\epsilon > 0$ 。未实现损益的报告形式会影响投资者对它的定价，因为信息呈现方式能够影响人们的决策和行为。未实现损益的常见报告形式有：在会计报表正文中报告、在附注中报告、在附表内报告等，应该首选更加清晰、显著的报告形式。反馈效应对价格波动性的影响取决于核心收入乘数 k 、投资水平 α 和未实现损益的单位价格影响 ϵ 。较小的 $\alpha \epsilon k$ 所带来的波动性也较小并会收敛，较大的 $\alpha \epsilon k$ 会产生大的波动性并会发散。

如果企业将其一部分资产投资于某个指数，则该公司估价的变动就会受到该指数波动的影响，因为指数的波动会影响到该企业的未实现损益。改变企业在该指数中的投资就会改变 α ，公司股价上升会产生未实现利得，股价下降会带来未实现损失，所以 $\alpha > 0$ 。公司的股票回报和指数的回报之间有良好的线性关系。如果企业将自身的股票用作退休金，则对未实现损益的复杂影响会持续多年，并且只会在报表附注中披露其影响。

三、进一步的分析

如果模型能够预测未实现损益在何时带来波动，则它就能正确描述投资者处理会计信息的过程。在交易开始时，市场会根据所有可得的信息对证券进行定价，这个价格并不影响企业财务报表中的未实现损益数额。市场参与者可以使用会计和财务知识对企业股票自行定价（比如目标价格或心理价位），可以使用任何自认为合适的估值方法。如果估值是合理的，则市场的初始交易噪音比较小。当投资者看到一家公司的财务报告时，会与同类公司比较并与历史数据比较，在这个过程中，会对未实现损益定价。假设投资者在期初时已经阅读了企业的资产负债表、所有者权益变动表、利润表（或综合收益表），第二年的报表采用比较报表的形式，如果企业的年收益以某个比率（比如10%）增长而增值率在各年间有小的波动，这会影响未实现损益，不同的价格类型会产生不同的未实现损益，投资者会对此做出反应。

需要重点考虑的变量如下。（1）报告格式：损益表或综合收益表。通过检查所有者权益变动表，投资者可以确定损益表中未实现损益的数量。（2）企业在该指数中的投资数量。这可以通过比较年底时各企业投资占总资产的比例而得到。统计发现，该比例从不足1%到超过30%各不相同，众数在12%。用该指数的当年变动数乘以各企业的投资比例，就可以算出该项目上的未实现损益。

如果以下两个条件满足，则企业股票的市场价格和投资者的保留价格的波动性都会比较高：

（1）未实现损益在企业的收益中占了较大的份额，比如企业将大比例的资产投资于该指数，即 α 值较高；（2）未实现损益被认为是企业绩效的一部分，当企业采用综合收益表时就是如此，此时 ϵ 较

大。如果未实现损益较小或投资者并不在意，则波动率会较小。波动性来源于报告形式和投资水平的交互作用，但投资水平的影响更大一些。当投资水平较高时，报告形式对价格变动有显著影响，投资水平较低时则无显著影响。在综合收益表格式下，投资水平对价格波动有显著影响，而在损益表格式下则无显著影响。

在价格动力方面，投资者保留价格和上期市场价格之间的关系可以说明波动性的影响。保留价格由未实现损益驱动，未实现损益又由市场价格决定。按照上述模型有： $R_t = K_{core} P_{t-1} + \alpha \epsilon_k (P_t - P_{t-1} - P_{t-2})$ 。显然 R_t 和 P_{t-1} 正相关，和 P_{t-2} 负相关。为了测试这个模型，估计回归方程 $R_t = a + b_1 P_{t-1} + b_2 P_{t-2}$ 并进行方差分析，其中 R_t 代表了投资者在 t 期的保留价格。分析表明，在报告形式和投资水平直接存在交互作用，投资水平的作用占优势。在投资水平较低时报告形式对 P_{t-2} 没有显著影响，在投资水平高时有影响。在损益表报告模式下，投资水平对 P_{t-2} 没有影响，在综合收益表模式下有影响。方差分析显示 P_{t-1} 的影响不显著。

四、结论

研究结果表明，企业大量投资于某项资产（该资产的回报与企业的回报相关）并采用综合收益表的报告形式，则未实现损益的反馈效果会增大。企业的市场价值是内生的而不是外生的，投资者的个体判断会影响企业价值和企业的公允价值，这样报告形式就会影响到价格波动性。市场互动使得投资者能够影响市场价格进而影响企业的会计报告，引起盈余和价格的实质性波动。

未实现损益的不同报告方式会影响到价格和波动性，包含了未实现损益的综合收益表具有正面作用。

参考文献

- [1] 毕茜, 彭珏. 金融资产未实现损益的确认与计量[J]. 财会月刊, 2008 (18) :55-56.
- [2] 吴可夫. 论公允价值会计的过渡性[J]. 财经理论与实践, 2008 (05) :71-74.
- [3] 张为国, 赵宇龙. 会计计量、公允价值与现值——FASB第7辑财务会计概念公告概览[J]. 会计研究, 2000 (5) :9-15.
- [4] 王志亮. 公允价值会计下的企业投资价值评估初探[J]. 投资研究, 2007 (11) :26-30.
- [5] 黄桂杰. 公允价值的困境解析及其对策[J]. 中央财经大学学报, 2004 (3) :77-80.

文章来源：区域金融研究 （责任编辑： x1）

