

绪 论

1.1 本书的目的

这不是一本介绍如何记账的书，而是一本探讨会计理论的书。对于已经接触过会计实务与方法的会计专业学生而言，至少应进修一门探讨财务会计活动如何影响经济体制公平有效运作的课程。本书的目的就在于让读者认识当前的财务会计及其报告的环境。

1.2 信息的复杂性

财务会计及其报告所面临的环境是非常复杂和具有挑战性的。究其原因，在于会计的产品是信息——一种非常有用而且重要的商品。

会计信息之所以复杂，其原因之一是每个人对信息的反应是不一样的。例如，对于一个精明的投资者来讲，因为资产以市场价值评估有利于帮助他预测公司的前景，所以他会对市场价值评估持积极态度。对于另外一些投资者来讲，他们可能会感到市场价值是不可靠的，或者仅仅是他们习惯了历史成本计价的信息，因此则可能对这种价值评估采取消极的态度。此外，对于管理人员来讲，在部分程度上他们的经营业绩至少是通过报告净利润来衡量的，可是市场价值的计量不会受到管理者的控制，并且市场价值的变动还可能会影响到报告的净利润，所以管理者则可能对这种价值评估持反对态度。

会计信息复杂的另一个原因是，它不仅仅会影响到个人决策，还会影响到市场的运作，如对证券市场和经理人才市场的影响。对于经济体制的公平有效性，这些市场的正常运作是很重要的。

由于不同的集团在财务报告中有不同的利益，且他们之间的利益往往又是相互冲突的。因此，在以此为特征的复杂环境下，财务会计人员就面临着如何生存与发展的挑战。

本书认为，如果会计人员能够清楚地认识财务报告对投资者、管理人员和整个经济的影响，那么我们会大大提高财务会计的生存能力和未来发展的希望。否则，会计人员仅仅是被动地接受既定的报告环境，这对于不断发展变化的环境而言，只能是一种短期策略。

1.3 会计研究的意义

一本关于会计理论的书必定是以会计研究为基础的。这些会计研究大部分是刊载在学术刊物上的，并且使我们从中认识了许多关于财务会计与报告的知识。

我们可以从两种相辅相成的角度来看会计研究的意义。第一是它对会计实务的意义。例如，决策有用论是财务会计准则委员会（FASB）概念框架的理论基础。这种观点的核心是，应该为投资者提供信息以帮助他们做出正确的决策。我们只需将现今上市公司的年度财务报表与60年代或更早公布的年报相比，就会发现，自从决策有用论正式成为会计理论中的一个重要概念之后，25年来财务报告在信息披露程度上得到了巨大的提高。

然而，这种提高并不是偶然发生的。它是以投资决策理论和资本市场理论的研究为基础，并指导会计人员应提供什么样的信息。此外，这种理论经过了广泛的实证检验。并且，它从一般意义证明了，投资者就如理论预期的那样利用财务会计信息进行决策。

即使不考虑会计研究对当前实务的影响，我们还可以从另一个角度来看会计研究的意义。我们不应想当然地认为环境就是这样的，而应提高对它的认识。例如，对冲突决策模型，特别是代理理论模型的基础研究，提高了我们对财务报告所涉及的管理人员的利益，雇佣合同在激励和控

制管理当局行为中的作用以及会计信息在雇佣合同中的作用等等的认识。从而可以更清楚地认识到会计政策所涉及到的管理人员的利益以及为什么他们可能会扭曲或操纵净利润的报告，或者至少会设法粉饰净利润。

这样的研究使我们能够认识到财务报告中管理当局法律职责的权限，以及会计人员为什么常常会陷于投资者与管理者利益冲突的困境之中。

在本书中，我们将运用这两种观点。我们研究的方法是选择一些重要的研究文献，进行直观地描述，然后说明它们是如何符合我们整个财务会计理论和实务框架的。如果想做更深入严谨的研究，我们给出了有关这些直观讨论理论来源的参考文献，以供进一步阅读。

1.4 信息不对称

这本书是以信息经济学为基础的，它认为在商业交易中有一些人可能比其他人具有信息优势。当发生这种情况的时候，一般就认为该经济机制中存在着信息不对称。

信息不对称有两种主要类型。第一种是逆向选择，诸如此类的情况很多。例如，投资者可能不了解将要上市公司的质量；股东们可能不了解所雇佣管理人员的能力；管理人员可能不了解雇员的能力；投资者可能不清楚管理者关于公司状况披露的准确程度；消费者可能不知道旧车的质量。

在所有这些情况中，导致信息不对称的原因是一些人掌握了另外一些人所没有的信息。如果能减少信息不对称，则交易的各方都有可能受益。例如，如果将要上市的公司的真实的信息以可靠的方式传递给持怀疑态度的投资者，那么股价就可能上升。事实上，如果信息不对称的障碍少一些，市场本身会运作得更好。

本书中，我们集中了大量逆向选择的例子。这是一个内部信息所导致的问题，它的产生来源于一些人诸如公司管理者和其他内部人员比外部投资者掌握了更多的有关公司当前状况及未来前景的信息。管理者和其他内部人员可以通过各种途径，以牺牲外部者的利益来谋取他们的信息优势利益。例如，通过扭曲或操纵提供给投资者信息的方式来谋取这种利益。然而，这就会影响投资者的决策。而且，如果投资者担心信息的可靠性，他们在购买公司证券时就会显得格外谨慎，从而导致资本市场和经理人才市场无法正常运作。我们可以把财务会计报告看做是，通过将内部信息可靠地转化为外部信息来控制逆向选择问题的一种手段。

信息不对称的第二种类型是道德风险。同样，此类情况很多。例如，如果户主的财产已全部投保，他们就不会尽力去保护他们的财产。如果没有考试，学生就不会努力学习。管理者也可能采取牺牲债权人利益的行为来为股东们谋利益。

在所有的这些情况中，导致信息不对称的原因是，交易中的一些人不能观察到另外一些人采取的可能影响到各方利益的行为。例如，教授并不能时刻监督学生以确保他们能够努力学习。不过，如果学生能努力学习，这对教授和学生都是有利的。因此，考试就成为激励学生努力学习，以控制他们努力程度的一种手段，而努力程度是无法观察到的。

在本书中，我们集中了大量有关道德风险的例子。它们是涉及有关激励管理者努力工作的课题。它的产生来源于所有权与经营权的分离，并且这是今天绝大多数企业所拥有的特征。事实上，股东和债权人是不能观察到高层管理人员的努力程度和工作效率的。于是，管理人员就有可能偷懒，或将公司状况的恶化归结为他们不可控制的要素。显然，如果出现了这种情况，对投资者和整个经济的有效运作都有着严重的影响。

我们可以把净利润看做是衡量经理人员业绩的尺度。这可以从两个相辅相成的方面去控制道德风险问题。首先，净利润可作为雇佣合同的一个因素去激励管理者。其次，证券市场和经理人才市场可以从净利润中获取信息，从而使那些工作不努力的经理人员在收入、声誉与市场价值上遭受损失。

1.5 财务会计理论的基本问题

最终，投资者会同时面临着两种问题——逆向选择和道德风险。也就是说，由于信息在可靠决策中的作用以及它们对管理者业绩的影响，进而会影响到投资者的利益。不过，本书的大部分将会对这两种问题分别进行研究。这样可以使我们更容易理解这两个问题。

在本书的结尾，我们会将这两个问题结合到一起。我们将会看到，要同时控制它们会产生一个基本问题：保证让投资者获得有效信息的机制，就是说，虽然控制了逆向选择，但另一方面不一定是激励经理人员，控制道德风险的最优机制。相关与可靠——这两者相权衡所得到的信息是对投资者最有利的信息。其中，相关的信息是指投资者能够用来评估公司未来的经济发展状况的信息，而可靠信息则是指不会被管理当局操纵的准确信息。

然而，对管理人员最有利的信息则是与他们经营公司的努力程度高度相关的信息。但是，对投资者来说相关的信息，例如资产、负债的市场价值，这种信息对净利润报告的影响是十分不确定的。并且在某种程度上，可靠的市场价值是不容易得到的。并且，以市价为基础的信息更容易被扭曲和操纵。这两种影响都减弱了信息与经理人员努力程度的相关性。

考虑到只有一个底线数字，财务会计理论的基本问题就应是如何调和会计信息的这两种不同作用。

1.6 会计管制

解决这个基本问题的观点有两种，一种观点事实上是在问：“这算是问题吗？”也就是说，为什么不市场力量来决定公司应当提供多少以及什么样的信息。我们可以把投资者和其他财务报告使用者看做是信息的需求者，把管理者看做信息的供应者。那么，正如市场上的苹果和汽车一样，供求的力量可以决定信息生产的数量。

事实上，这种观点认为，市场力量可以充分控制逆向选择和道德风险问题，从而保护了投资者，并且使经理人才市场和证券市场得以更好的运行。确实，我们可以看到，管理人员可以通过无数的途径提供包括会计信息在内的可靠的信息。此外，在捕获信息中所隐含的公司未来前景的讯息方面，投资者极为老练。

第二种观点是认为应通过会计管制来保护投资者。此种观点认为，信息是一种复杂、重要的商品，单靠市场力量不能完全控制逆向选择和道德风险问题。基于这种认识，从而直接导致了会计准则制订机构的产生，以制定公认会计原则来实现其对会计的管制作用。

准则的量是多少才是适当的，是个极其复杂的社会选择问题。目前，我们仍不知道前述两种观点谁是谁非。当然，我们看到会计中存有诸多管制，并且新准则的产生速度没有减慢的趋势。因而，似乎社会已经为我们解决了管制范围的问题。

不过，我们生活在一个放松管制的时代。最近几年，从交通、通讯、金融等行业中，我们已目睹了大量放松管制的事实。而在以前，在以上行业中放松管制是不可思议的。

信息“产业”是否同样应放松管制呢？提出这个问题是很重要的，因为准则的制订有一个成本问题，而这一点常常为准则制订者所忽略。同样，我们并不知道准则的收益是否大于成本。

1.7 历史的回顾

我们可以通过研究1933年、1934年证券法案（根据这些法案设立了证券交易委员会（SEC），并构建了当前美国证券市场以披露为基础的监管框架）产生以前的证券市场运作情况来提出管制问题。在1933年以前，市场相对来说是处于自由放任的状态。那么，SEC的建立是否对于1929年股市崩溃和随之而来的经济大萧条的过激反应？是否真的是市场中大量失败的运作导致了这次社会大灾难。

莫里奥和内梅克（Merino and Neimark, 1982）研究了1933、1934年证券法案前的状况。这其中主要是报告1920年及更早的证券市场的运作情况。正如本斯顿（Benston, 1973）所提到的那样，那时普遍流行的是自愿披露。然而，莫里奥和内梅克认为，这样的披露更多的是支持“潜在竞争”。换言之，这种披露更多的是使潜在的投资者能够识别高利润行业，而非向现有投资者提供信息。这样一来，投资者就被一种“双层市场结构”所“保护”。在这种市场中，价格是由知情的并遵循自我道德约束的内部人员所决定，这种自我道德约束控制了逆向选择和道德风险问题。

不幸的是，道德规范并不总是有效的，莫里奥和内梅克列举了无数操纵和滥用财务报告的事实。这些被普遍认为是导致1929年经济危机的直接原因。

1933至1934年的证券立法可视为是由以支持潜在竞争的披露理论向为投资者提供更高质量信息的披露理论转变的一次行动，并以此来控制操纵财务报告的行为。这样看来，在关于自由放任和会计管制的问题上^[1]，莫里奥和内梅克是支持会计管制这种观点的。

如果真是这样，我们可以期望准则的制订有其未来的发展空间。然而，鉴于信息的复杂性，准则的制订程度，即会计标准的数量和内容，都是经过政治程序而不是精确的经济计算决定的，事实上衡量一个新准则是否成功的标准不在于他在理论意义上是否正确，而在于不同的利益集团是否支持它。正如我们所看到的，像财务会计准则委员会这样的准则制订机构，其结构实际上就是按照有利于达成各方一致意见的原则而设计的。

1.8 本书的结构

图1-1示意的是本书研究上述财务会计理论的框架结构。本书的四个主要组成部分将阐述如下。

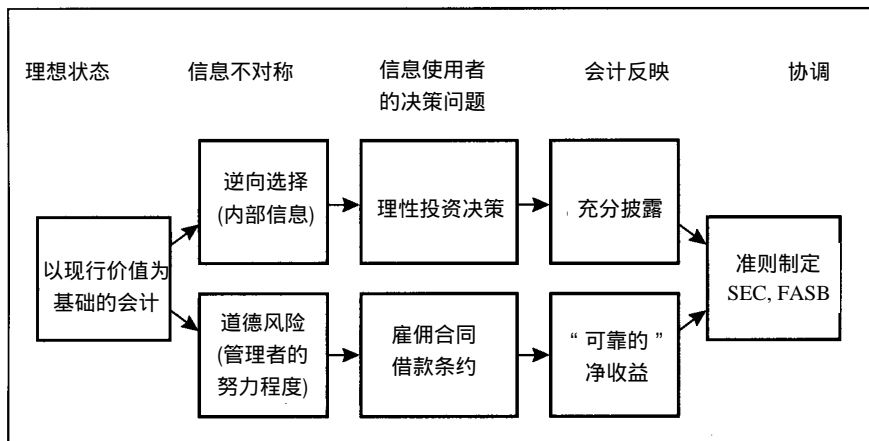


图1-1 本书的结构

1.8.1 理想状态

在考虑信息不对称对会计带来不利影响之前，我们有必要研究在理想状态下的会计应是怎样的。这即是图中最左边的方框所展示的问题，我们将在第2章对其进行探讨。我们所说的理想状态是指经济以完美和完全的市场机制为特征，也就是说不存在信息不对称或其他影响市场公平、有效运作的障碍。这种状态也被称之为“最优状态”。在这种状态下，资产、负债的计价是建立在未来现金流量现值的基础上。套利行为则保证了现值和市场价值是相等的。在这种情况下，财务报表同时具有了完全的相关性和可靠性。投资者和管理人员不存在在会计政策选择问题上的意见不一致，也没有必要制订准则。在以后的讨论中，我们将把这种以现值和市场价值为基础的会计称为现行价值会计。

不幸的是，或者也许是幸运的，理想状态在现实中并不存在。不过它提供了衡量什么是更为现实的次优的会计状态的比较尺度。例如，我们可以看到许多现行价值会计在财务报告中的得以运用的例子，石油天然气公司储备成本会计就是这样一个例子。此外，这种会计方法的运用正在增加，例如在最近的准则中要求以公允价值为标准来计量金融工具。研究理想状态下的会计是十分有用的，因为它能帮助我们看清，当不存在现行价值会计所要求的理想状态时，这种会计方法所面临的真正难题和挑战是什么。

1.8.2 逆向选择

图1-1的上面三个方框示意了本书的第二个组成部分。正如以前提到的，这是一个逆向选择的问题，即从公司到外部投资者的信息交流问题。在这里会计通过向投资者和财务报表使用者充分披露相关、可靠、及时和符合成本效益原则的信息，而提供了一种“平等的交易环境”。

要理解财务会计是如何帮助控制逆向选择，这就有必要透彻理解投资者是如何决策的。因为会计人员要知道投资者需要何种信息，他就必须了解投资者的决策过程。不过，投资者无疑是以不同的方式进行决策的，从直觉、小道消息到随机事件（例如突然需要大量现金）或者精确的计算机模型。这就决定了对投资者决策的研究是一个内容很广的课题。

在本书中，我们假定大部分的投资者是理性的，即以实现财富的期望效用或个人满意程度最大化为目标进行决策。理性投资者决策理论已得到了广泛的研究。我们的假定并不意味着所有的投资者的决策方式都是如此，而仅仅指的是在那些在信息完备的决策环境下的投资者的一般行为。

信息的报告对于理性投资者的决策来说是有用的，这一理论被称为决策有用论。该理论暗含着投资者除了有关预期回报的信息外，可能还需要有关投资风险的信息。

本书的第3章将决策有用论运用到对财务报告的研究中，并说明了这一理论是会计准则制订机构的公告如FASB概念框架的基础。这一章也谈到了财务报表信息的可靠性及相关性问题。这两个信息质量特征是概念框架的重要组成部分，它能为许多的会计政策公告提供解释。本书将多次提到它。我们也会看到，这种建立在决策有用论基础上的理论对相关性和可靠性作了更准确的阐释。

当大量的理性投资者在一个有序运作的证券市场上作出相互影响的决策时，这一市场就会变得有效。第4章阐述了有效证券市场理论以及它对财务报告的意义。会计在有效证券市场的环境中采取的措施是充分披露，即提供大量的信息以帮助投资者对企业未来状况做出自己的预测。这称为决策有用性基础上的信息观。该观点认为披露的形式是不重要的，它可以是注脚，或是列于财务报告之中的像储备成本会计和管理当局评论分析之类的补充披露。因为，证券市场被认为是足够灵敏的，它能够对不同来源的各种公开信息做出反应。

任何理论都需要被验证。如果会计人员对理性投资决策的意义和证券市场有效性理论采取严肃的态度,那么他们就需要这种理论所预测的投资者对充分披露的一些证据。第5章阐述了一些这方面的经验证据。结果是令人鼓舞的,它表明投资者确实认为财务报表信息是有用的。

前面提到现行价值会计的实现需要理想状态这一条件。原因在于只有在理想状态下,会计信息才会同时具有完全相关性和完全可靠性。当并非理想状态时,现行价值会计信息就会失去完全可靠性,以致容易被扭曲和操纵。从传统意义上说,会计人员已经感觉到在缺乏理想状态的时候,历史成本会计是协调相关性和可靠性的一种有用的手段。

有趣的是,最近几年现行价值会计在财务报表中的运用有相当大幅度的增加,例如在租赁、养老金及其他退休福利以及金融工具中的运用。这就被称为决策有用性基础上的计量观。这样会计人员由于运用这种计量观以支持决策而承担了更多的责任。第6章研究了导致这一现象产生的可能的原因,并评价了近来一些以计量观为基础的会计准则。

1.8.3 道德风险

图1-1的下面三个方框示意的是本书结构的第三部分。在这里信息不对称指的是道德风险。它的产生来源于对公司管理人员在经营中努力程度的不可观察性。会计的作用是提供一种反映管理人员努力程度的衡量尺度。

道德风险问题对于会计来说有着重要的意义。请注意,我们刚刚所描绘的有效证券市场下会计的作用含有这样一个推论,企业的会计政策选择不影响股票价格。假定会计政策充分披露,则市场会考虑这些政策的影响并对企业进行有效的评估,而与它所选择的折旧政策、资本化政策、收入确认时间等无关。

既然公司价值是不会被影响的,这就意味着公司管理人员不必关心会计政策选择。然而,任何从事会计事务的人员都知道管理者是非常关心会计政策选择的。事实上,仔细地分析公司选择的会计政策,会提供一个关于公司状况的内容丰富的信息网。管理当局对会计政策的关注来源于道德风险。

在第7章中,我们论述了现实中存在着经济后果,并以此为起点探讨道德风险是如何导致管理者对会计政策产生兴趣。通过对由会计准则所引起反应的分析,说明了会计政策不仅对管理者重要,对投资者和政府来说也同样重要。

接下来的问题是为什么会计政策如此重要?这一问题的研究直接导致了实证会计理论的产生。我们将在第8章中对其进行探讨。这是一种试图解释会计政策为什么重要及预测企业将会选择哪一种会计政策的理论。这个理论的基础是将会计看做一个“契约集合”。换言之,企业主体是一个它所签订的各种契约的集合。如果想要理解企业为何选择这种会计政策而非其他,就应看看企业的契约。

实证会计理论中着重研究了企业的两种基本的契约:雇佣合同和债务契约。这里我们认为签约的双方都是财务报告信息的使用者。这样一来,雇佣合同中就包括了管理者和董事会,债务契约中就包括了管理者和债权人。信息使用者的决策问题在于如何最好地利用契约中的财务报表信息。例如,雇佣合同中通常以财务报告中的净利润为基础来确定管理人员的报酬。债务契约中通常附有限制性条款,在某些财务比率,如负债所有者权益比例超过规定水平,或营运资本、所有者权益未达到规定标准的情况下,限制股利分配和影响融资政策。

通过认识这些依赖财务报表的重要契约,我们可以逐步了解为何会计政策如此重要,因为它会通过报告净利润的多少来影响管理人员报酬,以及通过财务比率来影响债务契约的条款。

一旦我们认识到会计信息在契约中的地位,就会出现其他问题。特别是,什么是适用于契约中的最好的会计政策?在第9章中,我们将通过博弈论特别是代理理论的概要介绍来回答这个问题。代理理论为以公司业绩来决定管理人员报酬的雇佣合同提供了理论基础。它也解释了债务契约中的限制性条款。这样的契约条款可以使管理人员偷懒及债务契约中的道德风险问题得到控制。

不幸的是,道德风险虽然是可以得到控制的,但并不会因此而消除。这是因为契约条款的制订是有代价的。它将风险加在了管理者身上。例如,罢工、利率变化等是管理人员不能完全控制公司业绩的原因。所以,如果管理者的报酬依赖于公司业绩,那么就带来了风险。这种风险的代价不仅仅体现为管理者会因承受这种风险而要求得到补偿,还体现为管理者可能采取各种手段来规避风险。他们可能会粉饰收益,可能会对引起报告净收益不断变化的会计政策持反对态度,甚至还可能改变企业的营运、理财策略。因此,控制道德风险最好的会计政策是能最大程度上调动管理者积极性,而同时又能将风险减少到最低程度的会计政策。

第10章将会更详细地讨论雇佣合同。管理人员的报酬引起了广泛的关注,部分原因是因为它涉及的巨大金额。我们将运用第9章所讲的代理理论来研究管理人员报酬问题,并且可以看到净收益连同其他的业绩指标如股价,不仅在激励管理者上发挥了重要作用,而且在控制管理者的决策权限及由此带来的风险上也起到了重要作用。

在前面,我们提到管理者可能规避风险的手段之一是粉饰收益。乍一看,粉饰收益是不可取的,因为它意味着管理者会扭曲或操纵净收益。当然,如果这种行为走向极端是不好的,因为投资者和其他信息使用者会很快对财务报告失去信心。然而,粉饰净收益也有它有利的一面。例如,它给管理者一定的灵活性,以减少不可预测事件对净收益的影响,因此减轻了可能因违反债务契约而导致的严重后果。粉饰净收益也是将内部信息传递给投资者的一种方式。在第11章中会对此进行详细讨论并涉及其他与盈余管理有关的问题。

由于财务信息在契约条款中的作用,因此会计所应采取的相应措施就是应提供一种硬性的衡量尺度,也就是说,报告的净收益与管理者的努力程度要高度相关^[2]。如果净利润指标能避免被管理当局的操纵或扭曲,并且不会因管理者不可控制的因素而变动太大的话,这种硬性就会大大提高。

现在,我们可以更清晰地看到财务会计的基本问题所在。一种与管理者努力程度相关的收益衡量尺度并不一定能提供给投资者最好的信息。市场力量不能解决哪一种衡量尺度更具优势,因此,准则的制定就显得十分复杂。

1.8.4 准则的制定

图1-1中最左边的方框中所展示的是本书结构的第四个部分——准则制定。如前面所讨论的,准则制定可被视为是对资本市场上失败的信息提供做出的反应,更基本的原因在于投资者同时面临逆向选择和道德风险两种问题。然而,控制这两种问题所需要的信息是不同的,这样准则制定者很快就充当了投资者与管理者之间利益冲突的协调者。冲突也意味着制定准则的成本是相当高的,在第12章中将讨论权衡会计准则成本效益的问题。

本书的最后一章,将阐述会计规范中的两种理论和当前准则制定机构的结构,并讨论了其与哪种理论最一致。本章还谈到了制定投资者与管理者都可接受的会计准则和准则制定者应考虑的一些政治经济因素。除此之外,还会概要介绍国际会计准则制定机构的结构,以说明财务会计和报告是近年来金融市场全球化不可缺少的一部分。

1.9 与会计实务的相关性

本书的框架结构提供了一种我们研究财务会计理论的方式。然而，这本书同样也会使你看到理论与会计实务的相关性。这是通过两种途径完成的。第一，用简易的语言描述财务会计理论与研究，并通过它们指导会计实务的例子说明了它们之间的相关性。例如，第 3 章阐述了决策有用论及这一理论是如何成为财务会计准则委员会概念框架的基础。并且，这本书列举了很多会计准则及其意义所在的例子。除了使你能了解这些准则的内容外，还使你具备了相关的理论基础，从而能更好地理解与运用它们。

第二种方法则是通过对特殊问题的提出和解决，以达到引出和阐述相关会计理论的目的。

近年来是财务会计理论富有挑战性，甚至是令人激动的年代。我们可以从前面的信息经济学的研究中认识到财务会计在经济中的重要意义。如果这本书能帮助你更好的理解并从中得到乐趣，那么就达到了它的目的。

注 释

- [1] 事实上，莫里奥和内梅克提出了一个更为深入的问题。在很长的一段时间里，广泛分散的股权被认为是一种使日益扩大的、雄厚的公司组织形式与公众持有的个人主义、财产权利和民主思想观念相一致的协调方式，因为每个人都能以这种形式参与管理公司。由于1929年的经济危机及随之而来的对财务报表的操纵、滥用，迫切需要一种新的手段既能恢复公众对证券市场的信心，又能为强大的公司利益集团所接受。莫里奥和内梅克认为SEC的产生是这种手段的体现。
- [2] 井尻雄士（Ijiri，1975）是最早使用“硬性”一词的，他把它定义为“财务报告不易被相关利益者所操纵”。

第2章

理想环境下的会计

2.1 概述

本章，我们将从现值模式开始财务会计理论的探讨。在这个模式下，财务报表使用者可以获得最相关的信息。在本书中，我们将相关信息定义为与公司未来经济前景（也就是指它未来的股利发放、现金流量和获利能力等情况）相关的信息。同时，我们将所讨论的内容设定在这样一个条件下：具有相关性的财务报表同时也是可靠的。在这里，我们将可靠信息定义为精确的、不偏不倚的信息。此外，我们也将探讨在理想环境（这将在后面予以说明）下，以资产负债的市场价值作为间接价值计量方法的情况。当然，如果环境是不理想的（而事实往往如此），那么在资产计价和收入确认方面将会产生一些基本问题。

2.2 确定环境下的现值模式

我们可以将财务会计看成反映公司生产经营的一个模型。在这里，我们可以将模型理解为现实情况最简化的代表。当然，一个企业实体是比任何一个模型（包括会计模型）所代表的要复杂得多。作为财务会计模型产出物的财务报告，也只体现了现实公司的某一方面，如财务状况和经营成果。在其他方面，如未完的定单、管理者的健康状况和雇员的道德，财务报告就并没有予以反映。不过，无论是会计模型还是其他模型，关键问题不是它是否是对现实公司的完整体现，而是它是否有用。

我们知道，财务会计有许多种模式，例如历史成本模式、现行价值模式和未来现金流量现值模式。虽然这些会计模式报告的都是公司的相同方面，但它们的计量方法以及不同计量方法下其所包含的信息内涵却是不同的。例如，下面我们将讨论到的，当在适宜的环境下采用现值模式时，损益表将毫无信息内涵。

本章的大部分，我们都将讨论现值模式。过去几年，这个模式被广泛地应用于经济和金融领域。同时，它也对会计产生了重大影响。下面，我们将讨论在确定环境下，运用该模式的一种简单情况。所谓确定，我们是指公司未来的现金流量和经济体制中的利率是众所周知的、确定的。这也是我们所指的理想环境。

例2-1 确定环境下现值模式示例

我们假定有这样一个公司，P.V.有限公司，该公司只有一项资产，没有负债。假定该公司会因该项资产，在未来的两年中每年年末产生\$100的现金流入。两年后，该项资产价值为零。同时我们假定经济环境中的无风险报酬率为10%。那么，在0时（即该项资产寿命期的第一年的年初），该公司未来现金流量的现值 PA_0 为：

$$\begin{aligned} PA_0 &= \$100 \div 1.10 + \$100 \div (1.10)^2 \\ &= \$90.91 + \$82.64 \\ &= \$173.55 \end{aligned}$$

这样，我们可以将按现值模式报告的期初资产负债表列示如下：

P.V.有限公司资产负债表
在0时

资本资产(现值)	<u>\$173.55</u>	股东权益	<u>\$173.55</u>
----------	-----------------	------	-----------------

一年后（即1时），该公司的资产未来现金流量的现值为：

$$\begin{aligned} PA_1 &= \$100 \div 1.10 \\ &= \$90.91 \end{aligned}$$

那么，该公司在第一年的损益表可列示如下：

P.V.有限公司损益表
第1年期间

销售收入(现金收入)	\$100.00
折旧费用	<u>82.64</u>
净收益	<u>\$ 17.36</u>

对于上表中的折旧费用，我们可以这样计算，即 $\$173.55 - 90.91 = \82.64 。可以看出，它也就是公司这一年由该项资产产生的、未来可收回的现金流量现值的减少额。这种折旧的计算方法与会计人员经常采用的计算方法是不同的。不过，在这个理想环境下的例子中（即在未来现金流量是确定的和无风险报酬率是固定的情况下），这是一种恰当的计算方法。

那么，该公司第一年年末的资产负债表则可列示如下：

P.V.有限公司资产负债表
在0时

货币资产		股东权益	
现金	\$100.00	期初余额	\$173.55
资本资产		净收益	<u>17.36</u>
期初余额	\$173.55		
累计折旧	<u>82.64</u>		
	90.91		
	<u>\$190.91</u>		<u>\$190.91</u>

这个例子中，我们所有的讨论都是限定在：假定该公司不发放股利这个条件下的。当然，在股利发放的情况下，可以通过将发放的股利数量从现金和股东权益中减去就可以很容易地得到上述结果了。

在例2-1中，我们应注意以下几点：

(1) 资本资产每年年末的账面净值等于由其产生的、以 10%折现率折现的未来现金流量的现值。折旧费用则等于各年中现值的变化额。

(2) 第一年\$100的现金流入与该年因资本资产产生的未来现金流量现值的减少额，这两者的差额即为该年的净收益。同时，应注意净收益也等于 $PA_0 \times 10\% = \$173.55 \times 10\% = \17.36 。这个期初现值与报酬率的乘积有时也被称为折现增值。年末现金流的回收期比年初来说缩短了一年，这使折现增值得以产生。既然在0时，公司期望赢利\$17.36，那么\$17.36也可称为期望净收益。当然，在确定的环境下，期望净收益也等于已实现净收益。

(3) 具有相关性的财务报表，就是那些可为投资者提供公司未来经济前景信息的财务报表。例2-1列示的财务报表就是完全相关的财务报表。为了理解这一点，首先，我们应注意到这样一点：即经济前景原则上应该用公司未来发放的股利（也就是发放给投资者的股利）来阐释，即应以未来发放的现金股利的现值来确定公司的价值。我们知道，股利的发放期间会影响到由股利计算出的现值，那么公司的股利政策似乎因此就应影响到公司价值的评估。然而理想环境下，情况就

并非如此了，我们称之为股利无关性。

那么，为什么在理想环境下股利政策不会影响公司价值的评估呢？我们可以预想到，投资者可将分得的股利进行投资，而他获得的报酬率将与公司中未作为股利发放的那部分现金产生的报酬率相同。因此，一位投资者的投资报酬的现值与股利的发放期间是无关的。由于在上述例子中假定经济环境中只有一种利率，因此使这种股利无关性得到了一贯的体现。事实上，公司的现金流量构成了最终适于投资者投资的“共同基金”的大小，而这个共同基金早分配还是晚分配是无关紧要的。如果今年分配，投资者可从分配中得到10%的回报；如果它在下一年分配，公司将会获取未分配部分的10%的回报，而这部分回报实际上也是投资者在公司中投资价值应计增的部分。每种方式下，投资者的投资价值现值都是相同的。

在这种股利的无关性的情况下，因为公司的现金流量就体现了其股利的支付能力，也就是说公司的现金流量与股利是相关的，所以，例2-1中的财务报表与公司的价值评估是完全相关的。

(4) 作为一位会计人员，你也许会产生这样的疑惑：为什么公司净收益在公司的价值评估中不会发挥任何作用呢。但确定环境下，它的确如此——公司净收益不会影响公司的价值评估。原因是，未来现金流量是已知的，并且我们可以通过折现直接获取资产负债表的价值数据。从上述折现增值的计算中，我们也可以看到损益表一点也不重要。事实上，理想环境下，资产负债表包含了所有的相关信息，而损益表不含有任何信息^[1]。由于投资者可以通过资产负债表期初值与折现率的乘积取得相关数据，所以即便净收益是“真实而准确的”，它也没传递任何信息。从另一方面讲，就是指净收益中并没有包含更多的任何信息，可以有助于投资者预测公司未来的经济前景。本例的前述假定也将有助于投资者对此有进一步的了解。

这点十分重要，下面我们仍将提到它。不过，我们也应懂得当理想环境不存在时，损益表将会发挥十分重要的作用。

(5) 由于我们假定未来现金流量和折现率是确定的、已知的，所以如果我们认为可靠的财务报表就是精确的、不偏不倚的，那么例2-1所列示的报表就是完全可靠的。可靠性的缺乏将会对有理性的投资者产生两个相关方面的危害。首先，不精确的信息在以后将需要修订，而这将打乱投资者的决策计算。其次，正如第1章所提到的原因，管理当局将会修饰或操纵财务报表信息。这也会损害投资者的决策。当信息是完全可靠的时候，这些问题就不会产生。例如，当未来现金流量和折现率是众所周知的，那么管理当局任何粉饰报表的企图都将会被发现。

(6) 理想环境下，由于未来现金流量是确定的，并且报酬率是固定的，所以资产的市价将会等于其现值。为了说明这一点，我们来看看下述情况：给定10%的报酬率，没有人会在0时支付超过\$173.55的价格来购买该公司资产——而如果有人这么做了，他或她将会从该资产上获取少于10%的回报；反之，资产的所有者也不会以少于\$173.55的价格出售该资产——如果有人支付的价格少于\$173.55，那么所有者会持有该资产直到可获取10%的回报。因此，惟一相称的市场价值就是\$173.55。这种情况是体现了套利原则的一种很简单的例子。如果市场上的市价可以使一个人从一个市场购得商品和劳务，到另一个市场销售以获取利润，那么这种利润就叫套利润。然而，我们可以合理地预见到，如果未来现金流量和无风险报酬率是众所周知的，自私的个体之间对这种利润的抢夺将会使市场上任何价格的差异迅速消失。

(7) 正如例2-1所展示的，套利的存在使我们可以有两种方法去确定资产的价值。我们可以通过对未来现金流量折现来获取资产的价值，我们称之为直接法。此外，我们也可以用市场价值来确定资产的价值，我们可称之为间接法。在理想环境下，这两种方法计算出的结果是一样的。

既然P.V.有限公司只有一项资产，没有负债，所以公司在0时的市价应为\$173.55，也就是货

币资产与资本资产所产生的未来现金流量的现值之和。这样，P.V.公司外部流通股的市价总和也就是\$173.55。更进一步讲，如果公司拥有多项资产，公司的市价就等于货币性资产与全部资本资产联合产生的未来现金流量现值之和减去全部负债现值的差额。在0时的任意时点，公司市价始终等于这一差额。不过应注意，股利政策将会影响到货币资产的余额。从某种程度上讲，公司不会将其利润全部作为股利发放掉，它将再投资以获取报酬。本节后的问题2将会说明这一点。同时也可以参考上述股利无关性的讨论。

小结

例2-1的目的是为了展示：在未来现金流量是确定的、已知的，经济中的无风险报酬率是固定的情况下，我们可以提供既相关又可靠的财务报表。套利的存在使资产的市价与其产生的未来现金流量的现值相等，而公司的市价也就等于货币性资产与全部资本资产联合产生的未来现金流量现值之和（减去全部负债的现值）。

期间净收益等于现金流入减去公司该期间货币资产与资本资产价值的变化额，也就是公司期初价值与报酬率的乘积。然而，即使我们可以正确计算出净收益，但它没有任何信息内涵。因为投资者自己就可以很容易的计算出它来，并且体现在资产负债表中的所有“交易”就已表明了公司的价值。

因为股利的无关性，所有的这些结论都不会受到公司股利政策的影响。

2.3 不确定环境下的现值模式

下面我们将进一步讨论现值模式在不确定环境下的应用，以加深我们对该模式的认识。除了一个主要因素外，大部分的概念都与例2-1中的一致，并且我们仍将通过上述例子来进行讨论。

例2-2 不确定环境下的现值模式示例

除了经济环境的不同，我们将继续延用例2-1。本例中每年的经济环境可能处于“好”的状况，也可能处于“坏”的状况。如果在“坏”的状况下，该年的现金流入为\$100。如果在“好”的状况下，那么该年的现金流入将为\$200。假定每年“好”的状况与“坏”的状况发生的概率各为0.5。在本例中我们还假定，这两年不同状况的实现是独立的，也就是说第一年的状况的实现不会影响到第二年状况实现的概率^[2]。

在这里，对未来不确定的事件，例如经济状况，我们称之为自然事件或简称为事件。这样，在本例中，每年的发生事件情况如下：

事件1: 经济状况是坏的

事件2: 经济状况是好的

注意，没有人可以控制各种事件的实现——这也是我们为什么称之为自然事件。当然，还有其他影响现金流量事件的例子，如天气、政府政策、供应商的罢工、设备的损坏等等。在现实环境中，有许多可能发生的事件。我们下面将仅采用两分事件的例子。不过在这里我们应懂得，虽然仅用两分事件的例子，但它已经能充分说明这一点——自然事件反映了那些未来不确定的、不可控制的事件，而这些事件的实现将会影响到公司的现金流量，也就是说自然事件仅是一种概念范畴。

在0时，我们虽然不知道何种事件将会发生，但我们可以假定可能发生的事件组合是众所周知的、完整的。也就是说，人人都知道可能影响现金流量的全部未来事件。这样，虽然没有人确切知道何种事件将要发生，但是无论发生何种事件，它都包含在已为我们所知的可能发生的事件组合里。此外，我们假定任何事件的发生都是公开的、可观察的——也就是说，每个人都知道事实上已发生的事件。最后，我们假定事件发生的概率是客观的、众所周知的。所谓客观，在本例中是指对于长期连续重复发生的一组经济事件，坏的事件发生的相对概率为 0.5(或我们假定的任何其他事件的概率)。我们举一个类似的例子——掷骰子，来说明这个问题。掷骰子时，我们知道得到7点的概率为 1/6。也就是说，如果我们大量多次的掷这对骰子，那么 7点出现的相对概率就为1/6。这里应注意的是，客观概率有这样个含义：即任何一次掷骰子的结果都未事先泄露给我们——也就是说每一次掷骰子都是公平进行的。这样，下一次掷骰子得到 7点的概率仍是 1/6，而且对于其他任何一次结果都是相同的。

这些假定扩展了前述理想环境(或称之为最优环境)的内涵，即将不确定性考虑在内。综上所述，不确定性下的理想环境应是：^[3]

- 具有一个给定的、固定的用于公司未来现金流量折现的折现率
- 事件组合是完整的、众所周知的
- 事件的实现是公开的、可观察的
- 事件发生的概率是客观的、众所周知的

在这里，我们也可以换个角度来阐述这种理想环境，即除了在自然事件条件基础上考虑现金流量外，不确定条件下的理想环境与确定条件下的理想环境是相似的。

我们假定P.V.有限公司未来现金流量的折现率为 10%。

理想环境下，我们可以计算出P.V.公司在0时的未来现金流量的期望现值，具体如下：

$$\begin{aligned} PA_0 &= 0.5 \frac{100}{1.10} + \frac{200}{1.10} + 0.5 \frac{100}{1.10^2} + \frac{200}{1.10^2} \\ &= 0.5 \times 272.73 + 0.5 \times 247.93 \\ &= 136.36 + 123.97 \\ &= \$260.33 \end{aligned}$$

那么，P.V.公司期初资产负债表则如下所示：

P.V.有限公司资产负债表

在0时

资本资产(期望现值)	<u>\$260.33</u>	股东权益	<u>\$260.33</u>
------------	-----------------	------	-----------------

在这里，我们应考虑，仅由公司的资产负债表是否可得出资产在 0时的市场价值与公司的价值都是\$260.33呢。假若股利无关，并且资产负债表反映的又是公司的期望价值，那么这个问题就容易被误导，认为公司的市场价值与公司的价值都是 \$260.33。然而，相对于确定条件下的 2.2节，不确定条件下应有一个附加考虑，就是投资者将趋向于规避风险。虽然在 0时，公司的期望价值为\$260.33，然而在年末，公司的期望价值将依赖于那年是出现好的经济情况，还是坏的经济情况。因此，它的价值在第1年末，有可能是\$236.36，也有可能为\$336.36。问问你自己，你认为公司的价值是否现在肯定为 \$260.33，或者说是一年后 50%的可能为\$236.36，50%的可能为\$336.36

呢？虽然依据各50%的概率计算的现值结果是一样的，计算具体如下：

$$\begin{aligned} PA_0 &= 0.5 \times \frac{236.36}{1.10} + 0.5 \times \frac{336.36}{1.10} \\ &= 0.5 \times 214.87 + 0.5 \times 305.78 \\ &= 107.44 + 152.89 \\ &= 260.33 \end{aligned}$$

但既然要降低风险，大部分人则倾向于更可靠的情况。这样，由于在某种程度上全体投资者倾向于规避风险，他们将对有风险的公司的评估值降低到它的现值以下，那样公司的市场价值就低于\$260.33。

在这节，我们将忽视上述情况。因此，我们假定投资者是风险中立的。这样，公司在0时的市价将是\$260.33。不过由于会计人员的职责是向投资者披露公司的风险度和期望价值，所以我们将以后章节的讨论中取消这个假定。同时，在3.4节，我们将会介绍规避风险投资者的概念，而在4.3节将会讨论风险对公司价值评估的影响。现在，我们可以认为，无论投资者对风险的态度如何，未来现金流量的期望价值与投资者决策是相关的。

假定风险中立，套利原则将会确保公司资产和公司的市价都为\$260.33。不过在投资者规避风险的情况下虽然套利原则仍将会起作用，但是公司的市价将会因此低于\$260.33。

现在我们仍回到本例上来，与确定条件下案例相似（见问题3），你可以证实公司的第1年的期望净收益（或者说折现增值）等于 $0.10 \times 260.33 = \$26.03$ 。

那么第1年末由公司资产产生的剩余现金流量现值为：

$$PA_1 = 0.5 \frac{100}{1.10} + \frac{200}{1.10} = \$136.36$$

假定第1年的经济状况是坏的（即事件1），那么P.V.公司第1年已实现的损益表则可列示如下：

P.V.有限公司损益表(事件1)
第1年期间

销售收入(现金收入)	\$100.00
折旧费用(\$260.33 - \$136.36)	<u>123.97</u>
净损失	<u>\$(23.97)</u>

该年末的资产负债表列示如下：

P.V.有限公司资产负债表(事件1)
第1年年末

货币资产		股东权益	
现金	\$100.00	期初余额	\$260.33
资本资产		净损失	<u>(23.97)</u>
期初余额	\$260.33		
累计折旧	<u>123.97</u>		
	<u>\$236.36</u>		<u>\$236.36</u>

同样在1时，套利确保公司的资产市价为\$136.36，公司的市价为\$236.36。我们仍延用上例假定，即公司不发放股利。正如确定环境下所论述的，理想环境确保了无论公司是否发放股利，其都不会对公司的价值产生影响。换句话说，就是股利无关性仍是一贯地发生作用，问题4将讨论这一点。

不确定条件下与确定条件下的主要区别在于，期望净收益与已实现净收益可能不一致。为了进一步分析这一点，我们对给定事件1情况下的净收益采用另一种方法计算。

P.V.有限公司可选择损益表(事件1)

第1年期间

折现增值($0.10 \times \$260.33$)		\$ 26.03
减：非正常收益(事件1所导致的)		
期望现金流量($0.50 \times 100 + 0.50 \times 200$)	\$150.00	
实际现金流量	<u>100.00</u>	<u>50.00</u>
净损失		\$ 23.97

注意 - \$50.00是非期望的现金流量，它也导致了本年 - \$50.00这个“意外”的损失。并且由于这个意外损失使期望的\$26.03的净收益变成事实中的\$23.97的损失。所以我们称这 - \$50.00为异常盈利。

这种计算方法下，净收益等于期望净收益减去这一年由于事件1导致的非正常损失\$50.00。

这里应注意，我们这个例子中，异常盈利并非持续存在的。也就是说，它们的影响仅限于它们产生的这一年。一般来讲，现实中并非如此。例如，如果坏的经济状况导致税负上升并影响经济活动，那么非正常的收益的影响将会在以后的几个期间存在。但我们在这里排除这种可能性，目的仅仅是为了简化我们的案例。不过，我们将会在第6章讨论这种持续影响的问题。

此外，还有一种计算方法就是我们会计通常所介绍的方法，也就是计算资产负债表中净资产的变化额，同时调整资本交易的影响。在本例中，由于资本交易为0，所以：

$$\text{净收益} = 236.36 - 260.33 - 0.00 = -\$23.97$$

由此可见，已知所有资产与负债的现值，我们就可以计算出现值基础上的净收益。

现在，假定在事件2下(即好的经济状况下)第一年末剩余现金流量的现值仍为\$136.36，那么第1年的损益表则为：

P.V.有限公司损益表(事件2)

第1年期间

销售收入(现金收入)	\$200.00
折旧费用($\$260.33 - \136.36)	<u>123.97</u>
净收益	<u>\$ 76.03</u>

我们可选择另一种计算方法，那么计算得出的损益表列示如下：

P.V.有限公司可选择损益表(事件2)

第1年期间

折现增值($0.10 \times \$260.33$)	\$ 26.03
加：异常盈利(事件2导致的)	
($\$200.00 - \150.00)	<u>50.00</u>
净收益	<u>\$ 76.03</u>

第1年期间产生的非正常收益，也就是实际与期望的现金流量之间的差异为 +\$50.00。这些异常盈利导致期望报酬上升，从而产生了 \$76.03的净利润。

该年末的资产负债表为：

P.V.有限公司资产负债表(事件2)

第1年年末

货币资产		股东权益	
现金	\$200.00	期初余额	\$260.33
资本资产		净收益	76.03
期初余额	\$260.33		
累计折旧	<u>123.97</u>		
	<u>\$336.36</u>		<u>\$336.36</u>

假定投资者风险中立，套利原则再次确保公司在1时的市价为\$336.36。

例2-2中我们应注意以下几点：

(1) 本例中，财务报表完全相关且完全可靠。它是相关的，是因为资产负债表的价值是建立在期望的现金流量基础上，而且股利无关性的作用得到了一贯的坚持。它是可靠的，是因为理想环境确保了现值的计算既精确又不偏不倚——这是因为，一套完整的自然事件组合加上客观的事件概率，还有给定的固定报酬率，这些因素使现值计算不会出现错误或被管理当局操纵。所有相关的未来事件都如预期的那样，被客观地包含在期望的现值中。当然，这里应从预期的角度来理解可靠性。因为在0时所期望的价值往往与在1时的实际价值不等。不过，从投资者决策角度来讲，期初现值是有用的，并且在本例中也是完全可靠的。

(2) 与确定条件下的案例相同，这里有两种方法可以计算出相关可靠的资产负债表所反映的公司的价值。我们可以用直接计算出的期望现值，也可以用市价来确定公司的价值。在理想环境下，套利使这两种方法可以计算出相同的结果。

(3) 即使期望净收益与已实现净收益不相等，但当异常盈利非持续存在时，损益表就仍不具有任何信息内涵。因为一旦投资者知道本年度的事件发生状况，他们就会有足够的信息自己计算出可实现的净收益。这种计算是程式化的，而且不需要了解任何会计政策。

(4) 让我们更进一步来探讨一下，损益表如何才会具有信息内涵。为了做到这一点，我们应取消事件概率是客观的假定。这将我们置于一个主观概率的领域^[4](我们将在第3章予以详细讨论)。这样，投资者不再有“预备”好的事件概率，以便于他们计算期望的现金流量和收益。并且，他们必须自己运用任何可用的信息估计这些概率。同时，由于个体知识和预测能力上的局限性，对一个长期连续重复发生的经济事件组，我们将无法确保“好”的状况与“坏”的状况的发生保持相同的相对概率。也就是说，投资者可确定概率的情况将不再得到保证。应注意的是，如果事件概率是主观的，那么其所计算出的期望价值也是主观的。也就是说，公司的价值也是主观的。

因为一个企业实体未来的经营业绩比一个掷骰子的简单游戏要复杂得多，而且更难预测。因此投资者懂得，他们的预测将会产生错误。所以，他们将对有助于他们修订概率估计的信息十分敏感。损益表就是这样的一个信息来源。当事件概率是主观的时候，损益表将会提供有关这些概率的信息。例如例2-2中，当看到本年的净收益是\$76.03，这也许会促使你提高未来期间事件2（好的状况）发生的概率。同时也会提高你对公司现金流量和未来事件概率的预测能力。

如果你对上述讨论仍不是很清楚,那么回到与此相似的掷骰子的例子中来,不过现在我们假定你并不知道这种游戏是否是公平的。那么,你掷 7 点的概率是多少呢?当然,这种概率将不再是客观的,并且你必须依据相关的任何信息与你过去的经验做出判断。掷骰子的过程将会提供信息(就如通过观察损益表可获取信息一般),这使你经过几次掷骰子后你将对它们的真实状况有个较为清楚的认识。因此,就如对有关骰子真实状况的认识的积累有助于你对未来掷骰子的认知一样,对公司真实状况的积累,也将有助于你预测未来事件发生的概率和投资回报情况。在第 3 章,我们将展示投资者如何运用财务报表的信息,来修订他们关于公司未来业绩的主观概率的评价。

小结

例 2-2 的目的是通过引入自然事件的概念,来认识现值模式在不确定条件下的应用。同时,应指出理想环境的内涵不仅包括一套完整的、众所周知的自然事件组合;同时其也要求在事件实现的条件基础上确认未来现金流量——对于这一点,我们也可以作如此表述,即“如果自然事件是……那么现金流量将会是……”此外,理想环境还强调了事件概率的客观性以及事件实现是公开的、可观察的。与此同时,我们还应懂得,若投资者是风险中立的,那么我们可以在期望的现金流量基础上计算出公司的市价。除了上述这一点外,可以说确定条件下现值模式的有关逻辑同样适用于不确定条件下的情况。

异常盈利存在的差别,导致了不确定条件下的案例分析与确定条件下的案例分析的主要区别。这个区别就是,在不确定条件下期望净收益并不一定等于已实现净收益。不过,在期望现值基础上的财务报表仍是相关的、可靠的。建立在期望的未来现金流量基础上,使财务报表具有相关性。而财务报表是可靠的,是因为它们客观的反映了期望的未来现金流量。此外,还有一个原因同确定条件下一样,就是管理者无法操纵报表数字。

既然股利无关性仍持续发生作用,所以上述结论都与公司的股利政策无关。

2.4 储备确认会计

2.4.1 储备确认举例

现在,你或许会指出现实世界并非是理想的,事实也的确如此。实际上,我们将现值模式应用于非理想环境中确实会产生严重的问题。为了说明这些问题,我们来看看石油天然气公司所运用的储备确认会计。

1982 年, FASB 颁布了 SFAS 69, 要求石油天然气公司对其经营做出一些补充披露。 SFAS 69 要求披露的其中一点,就是要石油天然气公司对由其已证实的石油和天然气储备所产生的未来现金流量的现值做出估计和披露。这一估计就是我们所共知的标准计量。这一披露的目的,大概是为了在未来现金流量方面,向投资者提供比以往以历史成本为基础的财务报表所披露的信息更为相关的信息。而且正如大家所认为的,因为石油和天然气的历史成本与它们价值相关性极低,所以石油和天然气公司特别需要提供这方面的补充信息。

我们都知道,石油和天然气公司的经营环境并不是确定的。因此,我们将以例 2-2 的不确定性环境下的现值模式为参照,讨论 SFAS 60 所要求的披露。在这里,石油和天然气公司所运用的现值会计,即我们所知的储备确认会计(Reserve Recognition Accounting, RRA)。

我们采用了埃克森公司 1993 年的年报，得到表 2-1。

表 2-1 埃克森及其合并子公司
未来现金流量的标准计量贴现表(百万美元)
1993 年 12 月 31 日

	合并子公司					
	美国	加拿大	欧洲	澳大利亚 及远东	其他	合计
1991年12月31日						
来自石油天然气销售的未来现金流入	\$44 929	\$15 782	\$44 202	\$22 836	\$2 141	\$129 890
未来产品开发成本	27 046	9 414	24 373	12 277	982	74 092
未来所得税费用	<u>4 967</u>	<u>2 595</u>	<u>8 528</u>	<u>3 999</u>	<u>543</u>	<u>20 632</u>
未来净现金流量	12 916	3 773	11 301	6 560	616	35 166
净现金流量折现影响额(10%)	<u>7 348</u>	<u>2 036</u>	<u>4 788</u>	<u>2 876</u>	<u>163</u>	<u>17 211</u>
未来净现金流量现值	<u>\$5 568</u>	<u>\$1 737</u>	<u>\$6 513</u>	<u>\$3 684</u>	<u>\$453</u>	<u>\$17 955</u>
1992年12月31日						
来自石油天然气销售的未来现金流入	\$48 897	\$15 496	\$41 248	\$19 680	\$1 814	\$127 135
未来产品开发成本	24 681	7 704	19 965	10 941	781	64 072
未来所得税费用	<u>7 334</u>	<u>3 183</u>	<u>7 987</u>	<u>3 464</u>	<u>476</u>	<u>22 444</u>
未来净现金流量	16 882	4 609	13 296	5 275	557	40 619
净现金流量折现影响额(10%)	<u>8 175</u>	<u>2 351</u>	<u>5 767</u>	<u>2 157</u>	<u>157</u>	<u>18 607</u>
未来净现金流量现值	<u>\$8 707</u>	<u>\$2 258</u>	<u>\$7 529</u>	<u>\$3 118</u>	<u>\$400</u>	<u>\$22 012</u>
1993年12月31日						
来自石油天然气销售的未来现金流入	\$38 761	\$11 816	\$33 639	\$18 190	\$1 234	\$103 140
未来产品开发成本	19 980	6 677	18 295	11 287	593	56 832
未来所得税费用	<u>4 566</u>	<u>2 016</u>	<u>5 467</u>	<u>2 515</u>	<u>345</u>	<u>14 909</u>
未来净现金流量	13 715	3 123	9 877	4 388	296	31 399
净现金流量折现影响额(10%)	<u>6 695</u>	<u>1 552</u>	<u>4 387</u>	<u>1 951</u>	<u>79</u>	<u>14 644</u>
未来净现金流量现值	<u>\$7 020</u>	<u>\$1 571</u>	<u>\$5 490</u>	<u>\$2 437</u>	<u>\$217</u>	<u>\$16 735</u>

资料来源：摘自埃克森公司 1993 年年报（已授权转载）。

注意表 2-1 中，不但列示了未贴现的未来净现金流量，而且还列示了以 10% 贴现率贴现后的现值。表中未披露任何有关风险估计的信息。这种披露与我们例 2-2 中的完全一致。\$16 735 将列示于埃克森公司 1993 年资产负债表中“已证实的石油和天然气储备”项中（不包括其他补充信息）。它与例 2-2 中，1 时资本资产的价值评估为 \$136.36 的情况相一致。不过，这里应注意的是埃克森公司所用的 10% 的贴现率不是其所处经济环境中的惟一的利率。这个利率是由 SFAS 69 统一规定的，目的大概是为了公司间的可比性。此外，应指出的是，上述数据计算只涉及已证实储备的计算，而不是埃克森公司全部资产的计算。我们依据标准计量做出某些变化，可得到在标准计量下未来现金流量贴现值的影响变化表，即表 2-2：

表2-2 埃克森及其合并子公司
标准计量下各年年末未来现金流量贴现值的影响变化表 (百万美元)

	1993年	1992年	1991年
本年增加的储备价值(即由于扩大开采、新发现、提高回收率与净购买并扣除相关成本后而增加的储备价值)	\$ 527	\$1 452	\$ 586
导致以前年度储备价值变化的项目			
本年生产的石油和天然气的销售与转移，扣减产品(提升)成本后的净值	(6 975)	(7 765)	(7 696)
本年发生的开发成本	2 947	3 305	3 306
销售、提升及产品成本中的净变化额	(10 229)	5 185	(29 877)
以前年度储备价值的修订额	1 137	580	2 516
折现增值	2 817	2 588	4 417
所得税的净变化额	4 499	(1 288)	13 041
本年标准计量值的总体变化额	\$(5 277)	\$4 057	\$(13 707)

为了更好地理解上表，我们将例 2-2 中的报表做出某些改进，以展示该年资本资产账面值的变化。我们假定是在事件 2 的情况下(即指“好”的经济情况下，实际上在事件 1 下也可以进行相同的分析)，这样我们可得到表 2-3。

表2-3 例2-2：本年资本资产账面值变化表(事件2)

年初资本资产账面值(在 0 时)		\$260.33
减：第一年的销售收入		200.00
		60.33
加：折现增值	\$26.03	
非预期的现金流量	50.00	76.03
年末资本资产账面值(在 1 时)		\$136.36

现在，我们将埃克森公司标准计量现值变化表(表2-2)做出类似表2-3的改变，可得到表2-4。

表2-4 埃克森及其合并子公司改进的标准计量现值表(百万美元)
1993年12月31日

年初现值		\$22 012
减：本年销售收入		6 975
		15 037
加：		
折现增值	\$2 817	
本年增加的储备增值	527	
本年的开发成本	2 947	
非预期项目——以前年度储备变化额 (- 10 229+1 137+4 499)	-4 593	1 698
年末现值		\$16 735

我们将上表数据与表 2-1 和表 2-2 中埃克森公司的原始数据相对比，可以看到：增长的现值

对于投资者的作用 虽然我们很清楚管理当局反对 RRA，但这并不意味着它不能给投资者提供有用的信息。值得肯定的是，RRA 能提供比历史成本计量更为相关的信息。因此对于投资者，其存在着潜在的有用性。

为了说明这种潜在的相关性，让我们对表 2-5 与表 2-6 做下比较。前者是埃克森公司以现值为基础编制的损益表，而后者则是以历史成本为基础编制的损益表^[5]。

由于对现值的计算只涉及到已证实的储备，这使得两个基础上的净收益的比较变得复杂。不过，我们可以将以历史成本为基础的表 2-6 中的生产经营利润 \$2 153 与以现值为基础的表 2-5 中的净损益 \$1 249 进行比较。我们可以发现，以现值为基础的净收益远低于以历史成本为基础的利润。不过正如表 2-2 所阐述的，该年已证实储备的现值减少了 \$5 277，所以这个差异还是合理的。而在历史成本会计下，这些价值减少的储备的销售若未实现的话，这种储备的减少将不会反映在损益表中。而这种减少在以现值为基础的损益表中得到了“即刻”的反映。所以，现值信息具有潜在的有用性。

表2-6 埃克森及其合并子公司
来自于产品生产经营活动的损益表(百万美元)
1993年12月31日

	合并子公司					合计
	美国	加拿大	欧洲	澳大利亚 及远东	其他	
1993年——收入						
1993年——收入						
销售给第三者	1 275	\$ 346	\$2 336	\$1 655	\$ 106	\$5 718
转移	2 829	712	1 063	876	166	5 646
	4 104	1 058	3 399	2 531	272	11 364
产品成本(不含税金)	1 204	430	1 114	412	64	3 224
勘探费用	132	41	250	81	144	648
折旧及折耗	1 196	480	700	404	136	2 916
所得税以外的税金	479	21	60	532	2	1 094
所得税	459	19	435	378	38	1 329
生产经营利润	634	67	840	724	(112)	2 153
其他收益	296	(35)	194	26	45	526
收益合计	<u>\$ 930</u>	<u>\$32</u>	<u>\$1 034</u>	<u>\$750</u>	<u>\$(67)</u>	<u>\$2 679</u>

当然，如果 RRA 确实是有用的，那么当埃克森公司披露有关 RRA 的信息时，其股价应对此做出相应的反应。有关 RRA 的实证证据将在第 5 章讨论。现在，我们只能说还很难证明它是否有用。

探讨 如前所述，特别是管理当局的反对意见，说明 RRA 并不是一个可靠的报告成果，那么问题在哪儿呢？我们能认识到的最主要的一点，就是埃克森公司并不是在例 2-1 和 2-2 中所说明的理想环境中从事经营。与理想环境相比，我们来看看埃克森公司会计所面临的困难。

首先，虽然 SFAS 69 提供了一个固定的折现率 10%，但经济环境中的折现率并不是固定的。

其次，从石油和天然气经营的复杂环境来看，影响未来产量、价格和期间的自然事件组合远比例 2-2 中两分事件的组合要复杂得多。不过从原则上讲，我们还是有可能列出一份合理的未

来事件概率发生表的。

第三，事件的实现有可能不是公开可观察的。例如像设备损坏、产品问题以及石油溢出事件。这些事件很可能只为埃克森公司内部所知。因此，外部投资者就无法获知他们的估计是否是准确无偏差的。在RRA未被审计的情况下，这更可能会发生。

即使上述问题会得到解决，还存在着一个基本问题：无法确定客观事件概率。因此，埃克森公司的工程师和会计人员就需估计一个主观概率。可以说标准计量就是这样一个主观估计。

由于与理想环境相比而产生的这些困难，RRA所提供信息的可靠性将受到极大损害。正如表2-4中对估计数据的重大修正损害了可靠性。但这并不是指我们无法对未来现金流量做出预测。毕竟，RRA正在实行。不过，由于缺乏客观概率，这些对预测的不断修订将会损害可靠性。同时，也使相关性带来的利益的增加受到损害。事实上，在非理想环境下，完全的相关和可靠性是不可能同时获得的。一者的提高必定会使另一者受到损害。

小结

从向投资者传递相关信息方面讲，RRA是一个勇敢的尝试。表面上，在不确定环境下，现值评估产生的信息与理论上的现值模式产生的信息基本一致。但如果我们更进一步探讨，预测中存在的严重问题则将暴露出来。这是因为石油天然气公司并不是在理论描述的理想环境下从事经营的。因此，当储备会计提供的信息相关性提高时，反而丧失了可靠性，这可以从需要对储备会计年报的大量修订中得到证明。从期望大量的信息方面来讲，可靠性与相关性是不可兼得的。

2.5 对历史成本会计的修订

正如我们在2.4节讨论RRA时所指出的，编制一份既具有完全相关性又具有完全可靠性的报告是不可能的。因此，相关性和可靠性只能两者取其一。

历史成本会计就是相关性与可靠性两者相权衡的范例。在历史成本会计中，一些主要的资产项目，如存货、长期组合投资与包括无形资产的资本资产，它们的主要计价基础都是成本或成本减去备抵项。在负债方，长期负债也是以成本计价的。从某种程度上讲，这种负债的面值是建立在负债发生时的利率基础上的——当以后利率发生改变时面值并不进行相应地调整。

因为公司资产或负债的成本往往是一个客观的数据，其与估计会产生偏差相比会少一些主观因素，并且也比现值计算更客观，所以说历史成本会计是相对可靠的。不过，遗憾的是历史成本缺乏相关性。即使在资产的取得日，历史成本、市场价值和现值是相等的，市场价值和现值仍会随着时间的改变而改变。

不过，因为会计人员愿意以较差的相关性换取较高的可靠性，所以他们对一些主要资产仍采用历史成本核算。因此，历史成本会计是权衡相关性与可靠性，两者取其一的替代交易的范例。

2.5.1 历史成本会计面临的挑战

然而，历史成本会计面临着一个主要挑战。在历史成本会计下，会计核算是以收入与费用的配比来决定收益的。虽然这是必须的，但是这种核算方法则面临着这样一个挑战：即怎样向投资者提供有关公司未来经济前景的信息。

以历史成本为基础的收益，潜在地为投资者提供了有关公司未来经济前景的信息。其原因之

一就是上面提到的，它所具有的相对可靠性。不过更为根本的是，历史成本是一种“平滑”本年现金流量的方法，它使这些现金流量所代表的收入与费用在一个长期持续的期间内得到均衡地计量。

为了做到这一点，会计人员需核算应计项目，使成本与收入相配比。然而在非理想环境下，做到这一点并不是只有一种方法，这使得运用历史成本揭示企业持续盈利的方法变得复杂。为了说明这一点，我们看看以下三个例子。

折旧 配比的一个主要问题就涉及到资本资产的折旧。配比原则认为，应该从收入中扣减相应的资本资产折旧费用以取得本期净收益。然而，除了折旧的计算应是比率化的、系统化的这样的一个模糊的概念外，历史成本会计并没说明多少折旧是应计的。正如美国注册会计师协会(AICPA)的ARB(会计研究公告，Accounting Research Bulletin)^{43[6]}所指出的：

一个包括无形资产在内的折旧会计，是目的在于分配成本的会计系统……每项资产都要减去其超过估计使用年限的残值（如果有残值的话），……用系统的比率化的方法。它是一个分配的程序，而不是估价的程序。

由于存在这种模糊性，所以在实践中可以采用各种各样的折旧方法，例如直线法、余额递减法等等。

如果在财务报表中运用现值法评价资本资产的价值，那么就会只存在一种折旧方法——即以该期间该项资产现值的变化额作为计提的折旧，就如例 2-1和2-2所展示的那样。由于现实中并不是处处都可以运用现值法，所以就会存在多种折旧方法。这样在进行公司间获利能力的比较时，由于我们必须确定公司所使用的折旧方法，从而使这种比较变得复杂。同时公司也可以通过折旧方法的选择以及改变来操纵其利润。这样，正如我们所提到的，也许以历史成本为基础的财务报表比以市价或现值为基础的财务报表更可靠，但这种可靠性将逐渐削弱。因为管理当局会出于自身利益的考虑对不同的历史成本会计政策做出选择，以操纵净收益。换句话说，虽然历史成本会计比其他计价方法更可靠，但它决不是完全可靠的。

递延所得税 所得税法允许公司运用加速折旧法计算应税所得，而公司在其会计核算中可选择直线法计提折旧。这样就会在资产寿命期的早期，由于依据税法计提了较高的折旧费用而使得会计折旧与税法折旧之间产生了一个时间差异，并节约了应纳所得税。但这并不是永久性的差异，对以后几年来讲，它只是一个递延的所得税。当以后该项资产税法折旧低于直线折旧时，该项所得税就会转回。

现在就产生了这样一个问题，即是否要在财务报表上应计递延所得税呢（这样会导致一个较高的所得税费用）。一些人认为，这应该反映在报表上。因为历史成本会计的配比原则要求所得税费用应与报表上实际记录的折旧相配比。然而，另外一些人认为这并不符合配比原则的要求。因为在许多情况下（如一个成长性的公司），很有可能递延所得税在未来期间无法转回，将这种很可能无法转回的成本与收入相配比是不合理的。

不过现在，准则制定组织的介入使这个问题得到了解决。例如，SFAS 109要求对包括由时间差异(包括折旧)产生的递延资产和负债予以完全确认。但这些项目有时会变得十分重大，如埃克森公司，其在会计上运用直线法和单位产量法计提折旧，这使得该公司在 1993年12月31日报表上反映的由折旧产生的递延所得税负债高达 \$85.26亿美元，约占其全部负债的 17%。

值得我们关注的是，产生递延所得税问题的关键是，在历史成本会计下可选择折旧方法的多样性。最终导致这个问题的产生，是由于公司常常采用与纳税所采用的折旧方法不同的折旧方法

(而且常常如此)。如果历史成本会计与现值会计一样,只有一种折旧方法,那么公司会计折旧将与税法折旧相同,这样因折旧而产生的递延所得税问题将不会产生。

石油天然气会计中的完全成本法与成效成本法 在历史成本会计中,我们需要知道资产的成本,以便在它们的寿命期中与相应的收入相抵减(配比)。我们在本节前述讨论中,常假定资产的成本是可以可靠计量的。然而,在某些情况下,甚至连资产的成本都是不能准确计量的。石油天然气会计就提供了这样一个有趣而重要的例证。

现有两种决定石油和天然气储备成本的方法。完全成本法将所有发现储备所耗用的成本(除某些例外情况)资本化,这其中包括不成功的钻探成本。这种方法认为,生产经营中所有成功勘探的产油井成本应包括那些枯井成本。成效成本法则只将成功勘探的产油井所耗用的成本资本化,而将枯井成本费用化。它认为,枯井成本不应记录为一项资产。

显然,这两种方法下记录的石油和天然气成本存在着很大的差异,而这将导致折旧费用的巨大差异。这样,因为石油天然气公司可以选择不同的决定成本的方法,使得这类公司间净收益的比较变得困难。在这里,我们的目的是为了说明会计的历史成本计价基础无法解决会计选择的偏好性问题。历史成本计价基础只要求一个石油和天然气储备成本方法的建立,它并没要求根据成本的实际情况建立特定的计价方法。事实上, SFAS 25对这两种方法都是允许的。

不过, RRA在公司会计中的运用减少了完全成本法与成效成本法之间的矛盾。 RRA用现值对石油和天然气储备进行计价,并且它不是一个以成本为决定基础的方法,所以它不存在怎样决定成本的问题。在RRA下,折旧费用为本期石油天然气储备现值的变化额。

2.5.2 会计人员对这种挑战的反应

既然不可能编制一份完全以现值为基础的有足够可靠性的财务报表,那么在未来的很长一段时间内我们仍会采用历史成本会计。因此,对于历史成本会计,主要的会计实体反应都是保留其框架,而将注意力转向如何在这种框架中使得财务报告更有用。但注意,这并不是指某些资产或负债不能在现值或市场价值基础上报告。事实上,财务报表的计价方法在不断改善。这将在第6章讨论。不过,既然主要的资产和负债,如资本资产,仍在历史成本的基础上计价,那么我们就可以称这个会计框架仍是历史成本为基础的。

为了提高历史成本会计的有用性,会计人员都趋向于采用一种充分披露的战略。这样,如会计政策的披露使投资者至少可以意识到,公司在这些多样的适于资产和负债的会计政策中选用了何种政策。此外,附注说明也使投资者可以预测公司未来的业绩。2.4节所讨论的有关RRA的披露就是这样的一种附注说明。

小结

财务报表对历史成本的延用,可以认为是会计上无法提供以现值为基础的理论完全正确的财务报表的结果。历史成本代表了财务报表中对可靠性与相关性进行权衡的一种特殊交易。因为历史成本不具有贴现价值的特征,所以我们无法获得完全相关性。同时,因为存在着管理当局操纵利润的可能性,所以我们也无法获得完全的可靠性。这样,净收益的计量成了一种配比的过程,而不是折现增值的计算。对于相同的项目,配比原则常允许运用不同的方法。因此,会计准则制定组织介入其中,以试图通过加强会计政策的统一化来减少会计政策选择的多样性。

在以后的一段时间,历史成本会计仍将被采用。因此会计人员在过去的许多年大都致力于尽

量提高历史成本框架的有用性。一种保留历史成本提高其有用性的方法就是，扩大年报的披露信息以有利于投资者对公司未来经济前景做出自己的预测。

2.6 结论

编制一份完全建立在现值基础上财务报表，要注意它需要全部的资产和负债都要以现值计价，而净收益则等于公司该期间现值的变化额（注意还需调整如股利发放这样的资本交易事项）。然而，我们从RRA可以看到，即使对一项简单的资产采用现值法都会产生严重的问题，而若全部其他资产和负债采用这种方法，那么这些问题严重性将会扩大。

这就导致了一个重要而有趣的结论，即在会计操作的现实环境下，净收益并不是能被精确解释的经济术语。例如，我们来看看表 2-5 计算的 RRA 下的净损失 \$1 249。当我们知道下一年将会对 1993 年收益计算的预测有一个很大的无法预期的调整时，我们能认为这个收益是精确的或“真实”的吗？

此外，一种不是以现值，而是以市场价值的变化额计算收益的间接方法会遇到这样一个问题，即在不完全市场的情况下，并不是公司全部资产和负债的市价都会存在的。例如，我们有一桶石油的市场价值，那么埃克森公司的储备市价是多少呢？由于面临着产量、价格和提升成本的不确定性，试图计算市场价值的努力都将遇到同 RRA 下一样的问题。因此，一个适用的市价并不存在。如果没有一个适用于公司全部资产负债的市价，那么在市价基础上确认收益是不可能的。比弗与戴姆斯基（Beaver and Demski, 1979）就此问题进行了详细的讨论，即当市场不完全时，收益无法被精确地解释^[7]。

此外，还有一个基本问题，就是缺乏客观的事件概率。既然现值要将未来所有事件和它们的概率考虑进去，那么只有运用客观事件概率，才能正确地计算资产与负债的现值，以反映公司所面临的不确定性。这样，公司的市价才会存在。在这种情况下，会计信息才会是完全相关的和可靠的。

由于缺乏客观概率，那么我们只好采用对公司未来业绩不完全地主观地估计。然而，这些估计可能存在大量错误。因此，在现值基础上的会计估计在努力保持相关性的同时丧失了可靠性。这样，就有了另一个结论，即由于历史成本深深扎根于实践中，所以会计人员认为历史成本会计是一种更好的会计核算方法。虽然失去了相关性，但我们希望可靠性的增加能大大地弥补这一缺点。

你也许对我们所宣称的净收益是不存在的感到疑惑。我们会把自己奉献给计量一个并不存在的东西的职业吗？然而，我们应该对不存在理想环境而感到高兴。如果它们存在，没人会需要会计人员！就如例 2-1 和 2-2 所讨论的，当在理想环境下，净收益不具有任何信息内涵。现值计算以及相关的收益计量将会成为一种程式化的程序。这样，我们需要的只是事件组合、它们的概率和事件实现的有关知识，并不需要会计。从而，我们可以这样评价收益：“如果我们可以自己计算出收益，那么我们就不需要它。”

理论上正确的净收益概念的不存在，使得会计既吸引人又令人失望。它令人失望，是因为很难达成会计政策的一致，不同的使用者会对相关性和可靠性做出不同的取舍。因此，对相同的项目常常有几种会计核算方法。而这又是吸引人的，因为无法精确解释收益概念使得在资产估价和收益计量的过程中需要大量的主观判断，而正是这种主观判断使会计职业具有价值。事实上，它为这种职业提供了基础。

现在，代之以讨论历史成本会计是否应存在的问题，会计人员正致力于使以历史成本为基础的财务报表更有用的工作中去。下一章，我们将会讨论决策的有用性。

注释

- [1] 我们也可以反过来设定这个结论。我们可以这么认为，如果依据折现率，公司未来的损益表是确定可知的，那么它就包含了所有的相关信息，而资产负债表则可被省略掉。事实上，每个报表都包含另一者所需要的信息，只不过在理想环境中，我们将资产负债表认为是更基本的报表。
- [2] 独立假设在本例中并不重要。我们也可以稍微增加一点难度。考虑有条件的概率，即第2年事件发生的概率依赖于第1年事件发生的概率。例如，如果第1年为“好”的经济情况，那么就使得第2年发生“好”的经济情况的概率增加。
- [3] 当然，对于设定“最优经济状况”的条件而言，可以少一些。但我们这里的目的是为了给定一组条件以充分保证净收益能被精确地解释且不包含任何信息内涵。
- [4] 关于包括历史成本观点在内的主观概率的讨论可参见瑞弗(Raiffa, 1968)第5章和第10章。
- [5] SFAS69也要求披露以历史成本为基础的石油天然气产品的生产经营成果。
- [6] 这个定义取自AICPA的ARB43, 1993年6月
- [7] 可对比参照奥尔森(Ohlson, 1987)。

问题与案例

1. 编制第2年P.V.公司的损益表和年末资产负债表。假设例2-1中P.V.公司不支付股利。
2. 在例2-1中，P.V.公司的某一业主并不关心P.V.公司第1年末是否发放股利。请准确地指出为什么。
3. 计算例2-2中第1年和第2年P.V.公司的期望净利润，并解释为什么期望净利润也称为折现增值。
4. 请解释在例2-2中，为什么PV公司业主并不关心P.V.公司第1年年末是否发放股利。假定第1年处于良好经济状况。
5. 例2-2中，假定P.V.公司未发放任何股利，只是到了第2年末，用库存现金支付了清算股利。

要求：

请验算PV公司0时以\$260.33股利的现值为基础的市价是否等于以期望未来现金流量为基础的市价。

6. 区别理想与非理想环境，一个简单的例子就是掷骰子。

要求：

- a. 在一个公平进行的掷骰子游戏中，请计算掷一次的点数期望值。
- b. 现在假定你并不确定骰子是否公平进行，那么怎样计算掷一次的期望值？
- c. 现在掷四次骰子，结果为6、4、1、3，这一结果是否会影响你对该游戏公平与否所做的判断？请解释原因。
7. 请解释为什么在理想环境下，当计算期望现值时，无需进行估计？
8. 请解释为什么在非理想环境下，当计算期望现值时，却需要进行估计？

9. 当石油公司在历史成本利润外又披露 RRA 信息时, 其市价是否会受到影响? 解释原因。

10. 请解释为什么在非理想环境下, 必须在相关和可靠之间进行权衡? 在你的答案中, 请定义这两个术语。

11. 为什么埃克森公司管理当局不赞成 RRA?

12. 在历史成本下, 存货有许多种计价方式, 包括先进先出、后进先出、加权平均, 等等。

a. 在理想环境下, 存货如何计价?

b. 请解释为什么存货总是历史成本计价, 是否这种计价完全可靠? 为什么?

13. P 公司在理想环境下运营, 它刚刚购买了一项价值为 \$3 100 的固定资产, 年末产生 \$1 210 的现金流量, 第 2 年末产生 \$2 000 的现金流量。当时, 资产闲置不用, 因而 P 公司打算把它卖掉。该资产在第 2 年末的残值为 \$420, 利息率固定, 年息为 10%。

P 公司通过发行面值为 \$605, 票面利率为 12% 的债券, 其实际利率为 10%, 以融资购买资产。债券为两年期, 年末支付利息。资产成本的其他余额通过发行普通股来筹集。

要求:

a. 编制第一年末现值基础的资产负债表, P 公司当年不发放股利。

b. 请说明理想环境不可能存在的两点原因。

c. 假如理想环境不存在, 但现值基础财务报表随时编制的话, 那么净利润可能与你在 a 中所计算相符? 请解释原因。

14. IC 公司在理想环境下运营。从某单一资产中取得的现金收入 (减去现金支出) 如下:

第 1 年末 \$100, 第 2 年末 \$200, 第 3 年末 \$100, 在第 3 年末资产价值为 0, 3 年利息率都为 10%。公司未发放任何股利, 年末所有现金都有以 10% 投资。

要求:

a. 编制现值基础资产负债表和损益表

(1) 0 时的资产负债表 (运营开始期)

(2) 第 1 年的损益表

(3) 1 时的资产负债表 (第 1 年末)

(4) 第 2 年的损益表

(5) 2 时的资产负债表 (第 2 年末)

b. 在理想环境下, 资产的市价必须等于任何时期资产未来收入的现值。请解释原因。

c. 假定我们放弃理想环境假设, 请给出两个原因, 为什么财务报表的现值法变得不够可靠。

15. XYZ 公司在 1995 年 1 月 1 日购买某项资产, 使用年限两年, 年末无残值。资产的现金流量并不确定。假如经济状况是 “正常”, 那么每年的资产将产生 \$4 000 的现金流; 假如经济状况是 “较差”, 那么每年的资产将产生 \$3 000 的现金流; 假如经济状况是 “较好”, 那么每年的资产将产生 \$5000 的现金流。正常年份的概率为 30%, 较差年份的概率为 50%, 较好年份的概率为 20%, 事件的实现与否在 1995 年末得以公开。

假定:

a. 在不确定条件下的理想环境。

b. 经济利率为 10%。

c. XYZ 公司通过部分发行债券, 部分发行普通股融资购买资产。债券面值 \$3 000, 10% 票面利率, 到期日 1996 年 12 月 31 日。

d. XYZ公司已经决定将净利润的50%作为股利发放。

e. 1995年经济状况较好。

要求：

- (1) 分别计算1995年1月1日和12月31日的资产现值。
- (2) 编制XYZ公司截止1995年12月31日的现值基础损益表。
- (3) 编制XYZ公司1995年12月31日的现值基础资产负债表。
- (4) 请解释为什么在理想环境下，即使存在不确定因素，现值基础财务报表仍然相关和可靠？
- (5) 请解释为什么XYZ公司的股东不关心他们是否收到股利？

16. 考虑递延所得税的折现。假定某公司在第1年1月1日购买一项价值为\$100 000的资产，资产按直线法折旧，每年的折旧率为20%。所得税法要求折旧采用余额递减法，折旧率为40%，所得税率为45%。

下表显示在资产使用期内递延所得税余额的简单计算过程。假定残值为0，这是公司惟一的一项资本资产。

年份	期初所得税账面值	增加	按所得税法计提的折旧	直线法折旧	差异
1	—	\$100 000	\$40 000	\$20 000	\$20 000
2	\$60 000		24 000	20 000	4 000
3	36 000		14 400	20 000	(5 600)
4	21 600		8 640	20 000	(11 360)
5	12 960		12 960	20 000	(7 040)

第五年折旧为前四年的摊余额

年份	所得税差异	递延所得税
1	\$9 000	\$9 000
2	1 800	10 800
3	(2 520)	8 280
4	(5 112)	3 168
5	(3 168)	0

要求：

- a. 计算一至五年末递延所得税负债的折现值，折现率12%。
- b. 为什么A所计算出的金额和未折现递延所得税负债不等？
- c. 当一个拥有多项资本资产的大公司使用折现法计算递延所得税负债时，会产生什么问题？

17. 1995年1月1日，ABC公司开业，并购买一产油井。依据已证实油井储量，预计能在1995年底流入现金\$7 000，在1996年底流入现金\$6 000，在1997年底流入现金\$5 000。净销售额为总收入与生产成本的差额，且均为现销收入。1998年1月1日，油井将枯竭。根据SFAS 69的储备确认会计法（RRA），ABC公司管理当局欲编制该法下的财务报表。在1995年底已知以下信息：

——1995年实际现金流量\$6 500

——估计的变更：由于提高回收技术，1996年流入现金\$6 500，1997年流入现金\$6 000。

要求：

- a. 编制1995年已证实储量的损益表。

b. 某些公司管理当局已经开始密切关注 RRA信息的可靠性，请指出他们关注的两个焦点。

18. 1995年1月1日，GAZ公司购买一产油井，现已投产，预计使用 15年。GAZ公司管理当局计算，未来净现金流量的现值为 \$1 500 000，折现率，即公司投资期望收益率，为 10%。1995年 GAZ公司实现现金销售（扣减成本后）\$600 000，GAZ公司当年支付现金股利\$50 000。

要求：

- 用储备确认会计法（RRA），编制截止1995年12月31日GAZ公司的损益表。
- 用RRA法编制1995年12月31日的资产负债表。
- 总结RRA会计的缺陷。
- 为什么SFAS69要求所有石油公司使用10%的折现率，而不允许公司自己选择折现率？

19. 经切夫隆(Chevron)公司同意，有关该公司 1992年12月31日年报中的RRA的信息披露转载如下：

切夫隆公司截止1992年12月31日
在标准计量下未来现金流量贴现值的影响变化表（百万美元）

现值(1992年1月1日)	\$11 410
销售和转移(扣减生产成本后)	(4 923)
研究成本	1 525
储量购买	89
储量销售	(1 723)
开发、发现及回收费（扣减相关成本后）	1 722
前期估计数量的修订	400
价格、研究费及生产成本的变化净额	2 232
折现增值	1 880
所得税变化净额	1 138
当年变化净额	2 340
现值（1992年12月31日）	<u>\$13 750</u>

要求：

- 以RRA为基础，参照表2-5，编制1992年损益表，即分别以“收入减摊销”形式和“备选”形式计算净利润。
- 请指出为什么摊销费用为负。你认为 A部分计算的切夫隆公司 1992年RRA净利润是否应大于（或小于）以历史成本计算出的实际储量净利润？请解释原因。
- 请解释为什么标准计量只能适用于已证实储量。
- SFAS 69要求使用10%的折现率，而不是让公司自己选择折现率，为什么？你能发现使用统一折现率的弊端吗？

第3章

财务报告的决策有用性

3.1 概述

从第2章的讨论中我们可以得出这样一个结论：现值模型在实际操作中存在某些严重的缺陷。人们不禁对在此基础上编制财务报表的可行性产生怀疑。因为，在会计活动所处复杂的现实世界中，并不存在那种理论上完备定义的净利润指标，所以，就无法用现值来评估整个公司。

在本章，我们将探讨如何解决这个问题。第2章中，我们已经看到，虽然在相关性方面，历史成本法不如市价法或现值法，但是由于它提供了更可靠的信息，因而历史成本也是很有实际意义的。

鉴于现实中主要计量资产和负债的历史成本法已经根深蒂固，接下来的问题就集中于如何使以历史成本为基础的财务报表变得更加有用。这引入了会计中的一个重要概念——决策有用性。为了更好地理解此概念，我们需要借鉴经济和理财方面的某些理论（即非现值理论）。会计人员，只有把握了有用性的真实内涵，才能继续提供更为有用的财务报表。此外，我们还要给信息下个准确的定义。实践证明，决策理论和资本市场理论有助于我们理解何谓有用的财务报表信息。

本章侧重于介绍这些理论，并讨论它们与会计的相关性。我们可以看到，大多数会计准则制定机构已经非常熟练地运用这些理论，并将它们作为自己制定会计准则和公告的理论依据。

3.2 决策有用观

第2.5节指出，决策有用观认为：“假如我们不能提供理论上正确的财务报表，至少应该使历史成本报表更加有用。”这一结论虽然简单，但可适用于许多会计理论和实践。特别地，我们必须比以往更加注重财务报表使用者和他们的决策需要，因为，在非理想状态下，我们已经无法直接从报表中阐释公司的价值。

在谈论决策有用性时，我们应指出两个主要问题。其一，谁是财务报表的使用者？很显然，存在许多使用者。将他们分成诸如投资者、借款者、管理者、工会、准则制定者以及政府等各团体将有助于问题的解决。这些团体被称为会计的信息群体。

其二，报表使用者需要什么样的决策信息？通过理解它，会计人员将更好地满足各信息群体的信息需要，从而也可以使财务报表从本质上满足他们对信息的需要。换言之，按照报表使用者的特殊需要剪裁会计信息将有助于他们做出更好的决策。从这种意义上说，财务报表将会变得更加有用。

当然，推断使用者的特殊需要绝非易事。例如，一位公司长期债券的持有者需要什么信息来决定出售债券？当资产负债表中包含递延所得税时，该信息是否会帮助或阻碍他的决策行为？为了解决这些难题，会计人员已经转向经济和理财领域寻求答案。

本章我们首先介绍单人的决策理论。该理论有助于我们理解个人在不确定条件下如何进行理性决策以及决策所需的信息。这些信息能使决策者不断修正他们对未来回报的主观概率。

接着我们将讨论投资理论，即决策理论在理性投资者投资决策过程中的一种特例。特别地，投资理论能使我们更好地理解投资组合中的风险属性。

以上这些理论因为被多数专业准则制定委员会所采纳而显得尤为重要。如果重新回顾一下财务会计准则委员会（FASB）（第3.8节）概念框架公告的某些部分，我们不难看出，这些理论就蕴涵于其中。因而，理解这些理论将有助于理解公告本身。

小结

鉴于无法编制出理论上完全正确的财务报表，会计人员纷纷接纳了决策有用观。然而，此观

点同时带来了如何确认报表使用者和如何选择与决策相关信息的问题。会计人员普遍认为，投资者构成了主要的使用者，因而转向经济和理财方向，特别是决策和投资理论，以了解投资者所需要的报表信息类型。

3.3 单人决策理论

3.3.1 方法论概要

单人决策理论阐述单人在不确定条件下的决策行为^[1]。它首先指出，事件概率将不再是客观的，接着建立了个人进行最优决策的合理步骤。这就要求获得额外信息，以修正决策者对决策后事件发生概率的判断。由于财务报表提供了有用的额外信息，从而使决策理论与会计产生密切相关的关系。例3-1阐明了决策理论在某个典型的投资决策过程中的应用。

例3-1 决策理论

比尔·考雪丝在某一期间拥有\$10 000资金。他将投资缩小到两个领域：X公司的股票或年利率2.25%的无风险的政府债券。我们定义 a_1 为购买股票， a_2 为购买债券。

假如他购买股票，他将承担风险。也就是说，当他做决定时，下一期间的投资净收益是不确定的。比尔认为，他的净收益主要依赖于X公司长期的盈利能力。所以，他定义了两种事件类型：

事件1：高盈利能力

事件2：低盈利能力

假如X公司处在事件1的话，下一期间的净收益将达到\$1 600，净收益计算如下：

净收益=期末市价+期间股利-初始投资

假如X公司处在事件2的话，下一期间的净收益将为0。因为市价会随着盈利能力的波动而正向波动，所以，净收益也会随着盈利能力而变化。同时，其他因素不变，盈利能力越高，股利分配也越多。

我们注意到，如果购买债券，无论经济状况如何，下期他将收到利息\$225，即债券投资是无风险的。

以金额形式表现的从某一决策行为中获得的收益被称为回报，以下是一张回报表（表3-1）：

表3-1 例3-1中决策理论的回报表

行 为	事 件	
	高	低
a_1 (购买股票)	\$1 600	0
a_2 (购买债券)	\$225	\$225

请注意，在决策问题中，回报是以投资（净）收益的形式体现的。因而，我们今后将交替使用这两个概念。

现在让我们考虑一下事件概率。比尔主观地估计事件1的概率（高盈利能力） $P(H)=0.30$ ，事件2的概率 $P(L)=0.70$ 。这些概率包含了比尔所知道的目前X公司的所有资料，因而被称为先验概率。他可以以X公司过往财务报表为基础，或以现行市价为依据分析得出该概率。假如股价

很低，就意味着X公司未来市场不被看好，比尔在评估概率时很可能也考虑了该因素。

比尔是规避风险的投资者。让我们假定他从回报中获得的效用值，即满意度等于回报值的平方根。所以，如果他收到\$1 600，效用值为40。该假定对于本例来说并非必要条件，我们完全可以简单地认为比尔是风险中性者，并以此评估各种回报的期望值。然而，投资者通常是规避风险的，因而我们用效用替代回报金额值。3.4节将具体讨论规避风险的情况。

图3-1给出了决策树图。

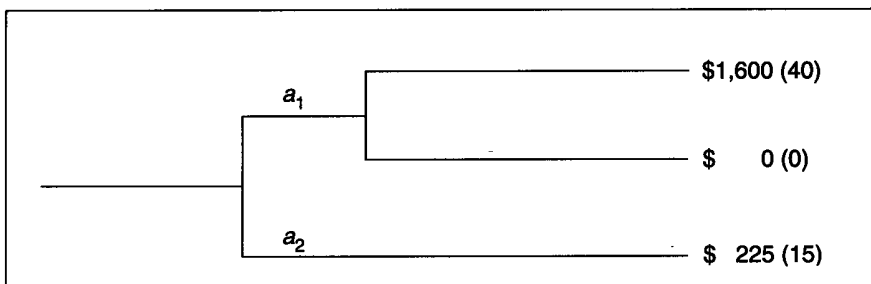


图3-1 比尔决策树图

最左边括号内的数字代表事件概率。右二栏代表回报的金额值，最右栏给出了每一金额的效用。

决策理论告诉我们，假如他必须立即做决策的话，比尔将选择期望效用值最大的行为。我们就定义行为 a_1 的期望效用为 $EU(a_1)$ ，以此类推。

$$EU(a_1) = 0.30 \times 40 + 0.70 \times 0 = 12$$

$$EU(a_2) = 1.00 \times 15 = 15$$

所以，显然比尔会选择 a_2 购买债券。（还可采用多样化策略，即购买某些证券组合。不过，这里我们假定少量购买的经纪费用过大，从而将该策略剔除。

但是，比尔还有其他选择：决策前获得更多的信息。据此，我们假定他决定获取更充分的信息。X公司当期的财务报表不久后将公布，比尔决定耐心等待，因为报表中提供了关于公司经营状况的及时和符合成本效益原则的信息。当年报出来时，比尔注意到净利润很高。也就是说，当年的财务报表显示“好消息”（简称GN）。

基于对报表分析的广泛的经验，比尔认定，假如X公司确实处于高盈利能力的话，那么有80%的可能性当年财务报表将显示GN，20%的可能性显示坏消息（简称BN）。分别定义条件概率 $P(GN/H)=0.80$ ， $P(BN/H)=0.20$ 。和先验概率不同，这些概率是客观的，即它们由财务报表本身的质量而非决策者的主观判断来决定。

比尔同时认定，假如X公司是低盈利能力的话，那么，由于以历史成本为基础的净利润并不完全相关和可靠，财务报表仍然可能显示GN。假定当年财务报表显示GN的概率是10%，则显示BN的概率为90%。分别定义条件概率 $P(GN/L)=0.10$ ， $P(BN/L)=0.90$ 。

这样，由于拥有GN的证据和这些概率，比尔可以用贝叶斯（Bayes）定理来计算后验概率（即后于财务报表证据）。高盈利能力的后验概率为：

$$\begin{aligned}
 P(H/GN) &= \frac{P(H)P(GN/H)}{P(H)P(GN/H) + P(L)P(GN/L)} \\
 &= \frac{0.30 \times 0.80}{0.30 \times 0.80 + 0.70 \times 0.10} \\
 &= 0.77
 \end{aligned}$$

式中 $P(H/GN)$ ——在好消息条件下高盈利能力的概率

$P(H)$ ——高盈利能力的先验概率

$P(GN/H)$ ——在高盈利能力条件下的好消息概率

$P(GN/L)$ ——在低盈利能力条件下的好消息概率

所以X公司处在低盈利能力的后验概率 $P(L/GN)$ 为 $1.00 - 0.77 = 0.23$ 。假如盈利能力很高 (\$1 600)，比尔的投资回报也很大 (\$1 600)；假如盈利能力很低，回报也很小 (\$0)。

比尔现在可以在后验概率基础上计算出每一行为的期望效用：

$$\begin{aligned}
 EU(a_1/GN) &= 0.77 \times 40 + 0.23 \times 0 = 30.8 \\
 EU(a_2/GN) &= 1.00 \times 15 = 15
 \end{aligned}$$

因而，当期财务报表的GN信息导致比尔做出最优决策 a_1 ——购买X公司的股票。

3.3.2 信息系统

在这里，理解财务报表信息的有用性至关重要。为了有用，它必须有助于预测未来的投资收益。在历史成本下，财务报表不能直接表述未来期望值（不像它们在例2-1和2-2理想模式中那样）。不过，财务报表在一定程度上仍然有用，即它们使好消息或坏消息的预测持续到未来。想像一个等级数列，从当前的好消息或坏消息到未来的盈利能力再到投资收益的未来期望值。

请注意，我们是通过当期财务报表信息（即净利润的好坏消息）来预测未来盈利能力，并以此一步步地阐述决策的过程。然后，再通过盈利能力进一步预测未来投资收益，以达到投资者的最终目的。

此外，还有另一种决策方法，那就是投资者利用当期财务报表信息预测未来公司的现金流量而非盈利能力。因为，未来现金流量也可用于预测投资收益。此方法和理想模式下相一致。我们在例2-1和2-2中已经看到，未来现金流量决定了公司的市价——而净利润本身并未提供任何的信息量。然而，在非理想模式下，预测未来现金流量并不见得比预测未来盈利能力更为准确地预测投资收益。从长远看来，两种方法极其相似，因为总体上讲现金流量和盈利能力各期平均是相等的。也就是说，应计利润——现金流量和净利润之间的差额——各期将会相互抵消而使最终的差额结果为0。

不过就短期而言，在预测未来投资收益时，盈利能力可能有某些优势。由于存在应计利润，盈利不像现金流量那样容易受诸如资本资产取得和处理等因素的影响而波动起伏。所以，从应计制中倒推出现金流量很困难，也很费时。而预测未来盈利从概念上来说是等效的，并且更容易^[2]。再者，我们将在11.5节中发现，应计利润的金额和时间分布本身也有自己的信息含量。

本书中，我们通常认为投资者使用第一种方法，即使用当期财务报表信息预测未来盈利能力。但是偶尔，预测现金流量也很方便，原因之一是由于该方法的运用很普遍。

让我们再回到这个例子，好消息意味着当期的盈利很高。因而比尔预测未来高盈利能力的概率为0.77，这同时也代表未来高投资收益的概率。当然，这种信息具有双刃剑效果。假如财务报表包含坏信息，比尔对未来高盈利能力预测的概率很可能会降低，正如当财务报表包含好消息时，

比尔的概率会提高一样。

由此可见，虽然财务报表并未以现值为基础直接计算出未来现金流量，但是对投资者而言报表仍然是有用的。在这里，非理想模式赋予了损益表信息含量——而在例2-1和2-2中净利润则没有任何作用。

联系当期和未来财务报表之间的桥梁是条件概率 $P(GN/H)$ 和 $P(BN/L)$ 。这些概率被称为信息系统，概括如表3-2。

表3-2 例3-1决策理论中的信息系统

		当期财务报表信息	
		GN	BN
事件	高	0.80	0.20
	低	0.10	0.90

所以，在X公司处在高盈利能力的条件基础上，当期财务报表显示好消息的概率为 0.80，依次类推。0.80和0.90被称为主对角线，其他称为副对角线。

财务报表并不总是完美的——只有在理想模式下才会完美。因此，仍然有 20%的概率当公司处在高盈利能力时，财务报表显示BN。当期财务报表信息和公司未来经营业绩并不完全相符被认为是财务报表中存在噪声，或低盈利质量。尽管如此，既然它能使比尔更准确地修正先验概率，那么信息系统就仍然是有信息含量的（请看问题2的例子全面了解信息含量和无信息含量）。

我们将使用信息系统来更准确地定义相关性和可靠性以及说明其和信息含量的关系。相关的信息系统的主对角线上的数值越大。主对角线值越大，当期财务报表信息和公司经营状况之间的联系就越紧密，也就是说，该信息与比尔预测未来经营业绩的决策问题就越相关。

可靠信息系统的主对角线上的数值也很大。准确度是可靠性的重要组成。可靠的财务报表有较高的准确度，即波动小。对每一种事件而言，当主对角线概率大时，波动就会小。所以，相关性和可靠性都和信息含量相关联。

在理想模式下，主对角线概率都等于 1，财务报表完全相关和可靠。而在非理想状况下，通常须在相关与可靠之间进行权衡。假定X公司将改变历史成本，以市价作为其资本资产的计价基础，结果导致相关性的提高，同时引发了主对角线概率的增加和副对角线概率的减少。这是因为以现行市价计量的资产比以历史成本计量的资产能更好地预测未来公司价值（以及盈利能力）。但是，使用市价将降低可靠性，因为市价易变动，更可能受管理当局偏见的影响，这就对概率估计带来负面影响。所以很难说，会计政策的改变会导致信息含量的增加还是减少。

假如可以在保证可靠性的前提下提高相关性或反之，结果都将增加财务报表的有用性。方法之一是提供报表附注，正如确认储备确认会计一样。对于使用报表附注者而言，它将提高相关性。同时，历史成本的报表仍然可被那些关心确认储备会计可靠性的人所使用。

信息含量的概念有助于人们理解信息在决策中的作用。主对角线和副对角线的比值越大，系统越有信息含量，即所含的噪声越小，决策越有用。这使得预测相关的经营状况和回报成为可能。从投资意义上说，回报即为投资收益。

有了决策理论和信息含量概念，我们就能准确地定义信息：

定义：信息是能潜在影响个人决策的证据。

这是个事前定义。假如个人不想获得足够信息以影响决策的话，我们很难要求他或她去搜集证据。贝叶斯定理可以简化学过的知识。作为构成信息的证据，它必须具备以下特征：当接收某种证据时，最优决策的概率将会有所改变。

同时，该定义必须是针对个人的。第1章中已经指出，个人对相同信息的反应可能不同。例如，他们的先验概率可能不同，由此导致的后验概率也不同，因而当面临相同证据时决策也不同。

再者，定义必须符合成本效益原则。信息资料可以潜在地影响个人决策，但如果成本过高，它就不会被采用而不成为信息。然而有些人却认为，财务报表由于拥有大量的潜在使用者自然是一个符合成本效益原则的信息来源。

最后，必须强调指出，个人接收信息和随之而来的修正概率是一个连续的过程。我们可以想像每当新信息被接收时，个人就用一次贝叶斯定理。例3-1集中阐述了如何根据财务报表来修正概率判断，但显然还有诸如报纸、演讲、公告、统计报告之类的信息来源会影响决策。我们希望，通过增补相关和可靠的信息，财务报表将继续扮演重要信息资源的角色。

3.3.3 小结

我们认为，决策理论很重要，它有助于理解为什么信息是具有如此大的影响力的商品——它能影响投资者的行为。会计人员，在提供投资者所需的信息时，应当意识到这一点。

信息系统的概念有助于我们理解会计信息的重要地位。前面我们曾经谈到信息系统，它给出了财务报告好或坏消息的条件概率。信息系统的主对角线概率越大，信息含量越高，因而信息越有用。信息含量随着相关性和可靠性增长而同时增长。然而，二者通常是此消彼长的。

3.4 理性的、规避风险的投资者

在决策理论中，理性投资者是指在进行决策时，选择产生最大期望效用行为的投资者。请注意，这里暗含着这样一种可能性：即个人会寻找额外的相关信息，以使用贝叶斯定理修正事件概率。

诚然，很难说个人是否真正这样做决策。不过，在讨论决策有用性时，不妨假设情况果真如此。正如第1章所述，我们并不认为所有人都如此，我们只是说它代表了一般人的明智决策行为。另外，我们假定，为了做出明智的决定，就必须这么做。假如个人不这样以理智和可行的方式做决策的话，会计人员，或其他人就很难知道个人认为什么信息是有用的。无论如何，该理论已经经过实证检验，我们将在第5章中阐述。只要该理论被实证所肯定，我们就有把握认为它是合理的。

我们同时假定，理性的投资者是规避风险的^[3]。为了理解它，假设你自己是投资者，你和导师掷硬币——硬币是便士。假如只是为了与导师开玩笑的话，你会很愿意掷便士。随着赌注的提高，你仍然愿意掷10美分币、25美分币和元币。但当赌注提高到\$100 000的话，你就会拒绝。（如果你不拒绝的话，你的导师也会这么做。）

时刻提醒自己，掷硬币的期望回报等于0，而不管赌注是多少。所以，随着赌注的提高你会越来越紧张。这说明在赌博的期望收益之外，另一种效应正在起作用，这就是规避风险。

请注意，个人的规避风险会带来期望收益和风险之间的此消彼长。例如，假设硬币会偏向你那边——比方说，你有75%的机会赢——你很可能更愿意押高赌注。实际上，你是愿意以高风险换取高期望回报——你赌博的回报值现在已经达到0.50而非原来的0。

在建立规避风险模型时，决策理论者引入了效用函数，把决策者的回报值和效用值联系起来。为了描绘效用函数，请看图 3-2。纵坐标代表比尔·考雪丝在例 3-1 中的效用函数。比尔的效用函数为

$$U(x) = \sqrt{x}, x \geq 0$$

其中 x 为回报值。

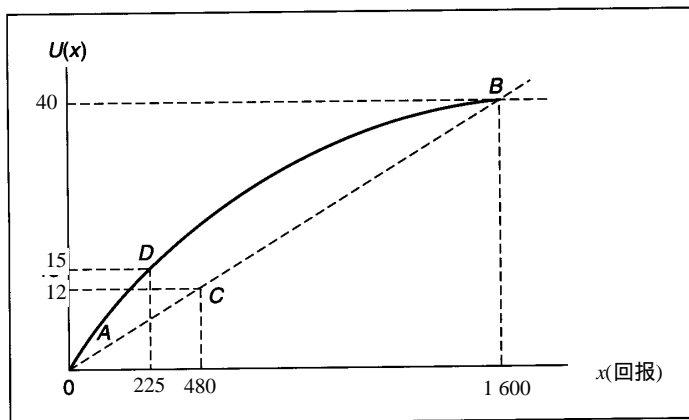


图3-2 规避风险效用函数

基于先验概率，比尔的期望回报为 $(0.30 \times 1\,600 + 0.70 \times 0) = \480 。回报的期望效用在连接 A、B 两点虚线上的 C 点，其值为 $(0.30 \times 40 + 0.70 \times 0) = 12$ ，小于图 3-2 上 D 点无风险投资的效用 15。所以根据先验概率，尽管风险投资的期望回报 (\$480) 大于无风险回报 (\$225)，比尔仍会理性地选择无风险投资，这也证明了比尔是规避风险的。

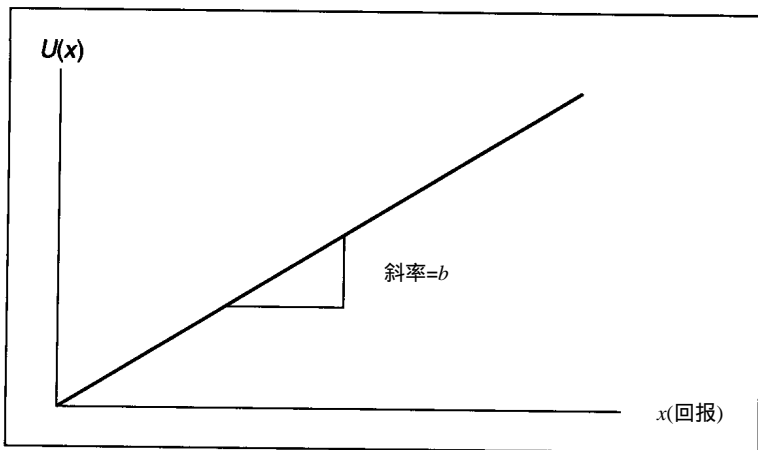


图3-3 中性风险效用函数

为了阐明比尔在投资风险减少时如何改变决策，我们假定，可能的回报为 \$200(概率0.70)和\$1

133.33(概率0.30),而不是原先的\$0和\$1 600。你可以证明期望回报仍是\$480,而期望效用却升至20^[4]。所以此时比尔的理性决策是购买风险投资。当期望回报不变时,风险下降会带来期望效用的提高。

不管投资者直觉上如何规避风险,有时我们假定他们是中性风险者。这就是说,他们严格地以期望回报来评估风险投资——风险本身并不重要。在例 2-2中,我们已经进行了这样的假定。图 3-3为中性风险者的效用函数。

典型的中性风险效用函数为 $U(x) = bx$, 其中 b 代表直线的斜率。这里效用只是回报的简单线性函数。

当回报很小时,中性风险假设成立。而在大多数条件下,规避风险更为现实。因为规避风险意味着投资者需要风险和未来收益期望值的信息,所以它对会计来说显得尤为重要。

3.5 组合多样化的原则

第3.4节中我们指出,个人投资者是规避风险的。所以,对于给定的期望回报,理性的投资者希望承担最低的可能风险,反过来说,对于给定的风险,投资者希望获得最高的期望回报。事实上,投资者接收了风险和收益间的此消彼长;高风险只在高收益时才能接受,反之亦然。

投资者还可依靠多样化策略来降低特定收益的风险。组合多样化的原则表明,某些风险,但非所有风险,可通过适当的投资策略来规避。该原则对研究投资者所需的风险信息意义重大。

在阐述多样性原则前,让我们简单回顾一下规避风险型投资者。请注意,在我们计算不同投资行为的期望效用前,我们需要知道个人的效用函数是什么。例如,比尔·考雪丝在例3-1中的效用函数 $U(x) = \sqrt{x}$ ($x \geq 0$)。根据该函数和回报概率,比尔不同行为的期望效用就可以计算出来并作比较。

有人可能会问,“我们怎么知道个人的效用函数呢?”为了回避这个问题,我们作了均值-方差效用假定,即:

$$U_i(a) = f_i(\bar{x}_a, s_a^2)$$

a 代表某一投资行为。例如, a 可能是无风险政府债券投资,也可能是公司股票投资,如例 3-1所示。或者, a 还可以是证券组合投资。

方程式指出,投资行为 a 对投资者 i 的效用是该行为的期望收益率 \bar{x}_a 和由方差衡量的风险 s_a^2 的函数 f_i 。我们假定 f_i 随 \bar{x}_a 的增加而增加,随 s_a^2 的增加而减少。以下列举了一个均值-方差效用函数:

$$U_i(a) = 2\bar{x}_a - \sigma_a^2$$

我们可以直观地看出 $U_i(a)$ 与 \bar{x}_a 、 σ_a^2 的关系。个人在期望收益和风险间将有不同的权衡——例如,某一更规避风险的投资者将选择 $-2\sigma_a^2$ 而不是 $-\sigma_a^2$ 。就大体说来,效用并不仅仅依赖于均值和方差。不过,我们暂不考虑该因素。

均值-方差效用对会计的重要性表现在,它使投资决策变得更加清晰——任何投资者,无论个人效用函数如何,都需要投资期望收益和风险的信息。离开了该假设,就需要投资者效用函数的特定知识,以推断出不同的信息需要。

在此基础上,我们将用两个例子来阐述组合多样化原则。

例3-2 组合多样化 (第一部分)

假定某规避风险的投资者托妮·迪费莱斯 (Toni Difelice)拥有\$200并决定全部购买A公司每股

市价为\$20的股票。托妮经过评估认为，0.74的概率^[5]在下一期间股票将上升至每股\$22，而0.26的概率将下降到\$17。同时假设A公司期末每股派送\$1的股利(我们也可以让股利不确定，但这样只会徒增问题的复杂性)。

在例3-1的决策理论中，托妮的主观概率是建立在她对A公司财务报表分析基础上并应用贝叶斯定理计算出的后验概率。此外，它也可以是她做决定时其他任何信息基础上的先验概率。就此问题而言，托妮知道多少信息并不重要，重要的是她已经评估过概率了。

托妮投资方案的回报如下：

若股价上升：\$22 × 10股 + \$10股利 = \$230

若股价下跌：\$17 × 10股 + \$10股利 = \$180

表3-3列出了期望收益和投资方差的计算过程。

下面，我们将开始使用收益率。从表3-3看出，它不过是净收益和投资额(\$200)的商。请注意，某一期间的收益率取决于期末收盘价和当期分得的股利。用开盘价的除法是一种标准化过程——收益率在各种证券中能直接比较而收益不能。再者，收益率和均值 - 方差效用假设完全吻合，该假设是以期望价值和收益率的方差为参数的。

表3-3 计算期望收益率和方差

回报	收益率	概率	期望收益率	方差
\$230	$(230 - 200)/200 = 0.15$	0.74	0.111 0	$(0.15 - 0.085 0)^2 \times 0.74 = 0.0031$
\$180	$(180 - 200)/200 = -0.10$	0.26	- 0.026 0	$(- 0.10 - 0.085 0)^2 \times 0.26 = 0.0089$
			$\bar{x}_a = 0.085 0$	$\sigma_a^2 = 0.0120$

收益方差为0.012 0。某一投资收益的方差用于衡量它的风险。由于托妮规避风险，其他因素不变的话，增加风险将降低效用。

假定托妮的效用函数为

$$U_i(a) = 2\bar{x}_a - \sigma_a^2$$

那么，她的投资效用 = $2 \times 0.085 0 - 0.012 0$
= 0.158 0

托妮现在要决定是否进行投资了。假如她感觉到，对风险而言效用不够高，她就会进一步调查研究，以寻求其他使用\$200资金的投资方案。

例3-3 组合多样化的原则 (第二部分)

事实证明托妮将理性地放弃先前的投资方案——因为她能找出一种更具吸引力的投资。由于组合多样性的原则，完全可能存在期望收益相同但风险更低的决策方案。

现在假定B公司的股票也以每股\$10的价格在市场上交易。这些股票支付\$1的股利。期末有0.675 0的概率B公司股票市价上升至\$10.50，0.325 0的概率下降到\$8.50。

另假设托妮决定投资\$200购买6股每股\$20的A公司股票以及8股每股\$10的B公司股票。我们来计算托妮该组合的期望效用。请注意这里投资金额与前述相同(\$200)，但投资涉及到两种不同的证券。

因而，组合中存在四种可能的回报：两种市价同时上升，一种上升而另一种下降，或两种同

时下降。表3-4给出了回报值和它们的概率。

表3-4 回报和它们的概率

总回报			概率
A	B	股利	
132	84	14 = \$230	0.574 2
132	68	14 = \$214	0.165 8
102	84	14 = \$200	0.100 8
102	68	14 = \$184	0.159 2
			1.000 0

请记住现在有6股A股和8股B股，高回报指A公司\$22/股和B公司\$10.50/股，此外每股外加\$1的股利。这就产生了第一行\$230的回报，其他回报依此类推。

让我们再进一步探讨假设的四种概率吧。在本例中，A股的收益和B股相关。为了看清楚这一点，回忆一下表3-4第一行的总回报\$230。只有当A、B股都有高回报值时，该回报才能实现。如前所述，A、B各自的回报概率分别为0.74和0.675 0。若A、B两股的回报分别独立的话，则两股同时实现高回报的概率为 $0.74 \times 0.675 0 = 0.499 5$ 。

然而，在任何经济环境中，存在许多影响所有股票收益的自然事件，也叫做因素，例如利率、外汇汇率、经济活动水平等等。它们被称为全市场或全经济因素。也就是说，当某股的收益高时，很可能该经济环境中其他股的收益也很高——相对于单纯的各股相互独立的情况，这种影响在现实中更可能发生。所以，为了反映这些隐含的共同因素，我们假设，A、B股同时实现高回报的概率为0.574 2，高于在独立条件下的0.499 5。

同理可得表3-4最后一行的回报\$184。这里我们假定A、B股同时实现低回报的联合概率为0.1592，大于 $(0.26 \times 0.325 0 = 0.084 5)$ 相互独立下的概率。如果全市场事件都和高回报相悖（即，假如整个经济状况很差），那么两个公司都实现低收益的概率将大于独立事件下的期望值。

当然，虽然各股收益因共同因素而相关，他们并不可能完全相关。仍然存在一公司实现高收益而另一公司是低收益的情形——就如表3-4的中间两行所展示的那样。这是因为，除了全经济因素外，还有一些只影响某一公司的特定公司因素。例如，公司管理水平高低、新专利、罢工、机器损坏等等。所以，表3-4的第二行代表了A公司实现高收益（比方说，因为刚刚申请了一项新发明专利）而B公司为低收益（比方说，因为生产线的某一关键机器损坏了）的情况。不过，由于全经济因素的存在，这些高/低回报实现的概率将和独立事件下有所不同。例3-3就说明了这一点。

应当指出，在先前的讨论中，我们假设全市场因素是公司间收益的惟一相关因素。实际上，我们把影响股票收益的因素分成两类——全经济和特定公司因素。这是一种简化，因为，除全经济因素外，全行业范围的因素也能导致收益相关。但是，我们广泛采用这种简化，它也足够说明问题。它引出了股票风险的一重要衡量指标（ β ），我们将在下文中讨论。现在你必须认识到，该假设指出，若所有因素都是全经济的，公司股票的收益将完全相关。若所有因素是特定公司的，收益将相互独立。现实中往往两种情况兼而有之。所以，表3-4的概率假定两种类型因素同时存在。

表3-5使用相关概率计算期望收益率和托妮的A、B股票投资组合的方差。

表3-5 计算期望收益率和方差

回报	收益率	概率	期望收益率	方差
\$230	$(230 - 200)/200 = 0.15$	0.5742	0.086 1	$(0.15 - 0.085 0)^2 \times 0.5742 = 0.002 4$
\$214	$(214 - 200)/200 = 0.07$	0.1658	0.011 6	$(0.07 - 0.085 0)^2 \times 0.1658 = 0.000 0$
\$200	$(200 - 200)/200 = 0.00$	0.1008	0.000 0	$(0.00 - 0.085 0)^2 \times 0.1008 = 0.000 7$
\$184	$(184 - 200)/200 = - 0.08$	0.1592	- 0.0127	$(- 0.08 - 0.0850)^2 \times 0.1592 = 0.004 3$
			$\bar{x}_a = 0.0850$	$\sigma_a^2 = 0.0074$

所以，组合的期望收益率为0.085 0，与前相同（我们为了比较方便已经适当选择了概率而得出此结果），但方差从0.012 0下降到0.007 4。由于托妮是规避风险的，所以她宁愿购买AB组合而不愿只买A，因为虽然期望收益相同，但组合的风险更低。

事实上，她此时的效用为：

$$U_o(a) = 2 \times 0.0850 - 0.0074 \\ = 0.1626$$

比单股投资时0.158 0高。

小结

规避风险投资者能从组合多样化原则中获利，并通过投资证券组合来降低风险。这是因为特定公司自然事件的实现往往会由于多种证券而相互抵消，而使得全经济范围因素成为影响组合风险的主要因素。

虽然个人对于风险的态度不同，但在均值-方差假设前提下，我们可以清楚地看出投资者的决策需要。无论风险规避的程度如何，效用总是随着期望收益的增加而增加，随着组合方差的增加而减小。

3.6 最优投资决策

若两股组合优于单股，则三股组合必优于两股，依此类推。事实上，假设无诸如经纪费等交易费用，上述是成立的。托妮将不断购买，直到组合中包含了市场上所有公开交易的证券为止。这就叫做持有市场组合。请再次注意，总投资保持\$200不变，但范围却扩展到多种证券。

问一问自己，是否明白为什么期望收益率相同时，同等金额的组合投资比单一公司投资产生更低的风险？这是因为，当持有多种风险投资时，特定公司的风险往往会被抵消。假如某股实现了低收益，很可能另一股将实现高收益。组合中公司股票种类越多，这种抵消效应越强，因而收益风险越低，正如先前的方差计算所示。当然，由于全经济因素的存在，风险不可能完全抵消。至少，在持有市场组合时，全经济因素仍将导致组合风险，并且该风险无法通过多样化来规避。这种不可多样化的风险被称为系统风险。

从理论上讲，市场组合应包含经济环境中所有能用于投资的资产。然而实际中，市场组合通常指主要股票交易所上市的所有证券。因而市场组合的收益就可以用该交易所的市场指数收益来替代，例如纽约证券交易所的道琼斯指数，多伦多300指数等等。

现在让我们回到投资者托妮·迪费莱斯。托妮在听说多样性的好处后决定购买市场组合。她

首先评估市场组合的期望风险和方差。她主观地认为有 0.80 的概率道琼斯指数会上涨 10%，0.20 的概率它将下跌 2.5%。那么，定义市场组合的期望收益为 x_M ，方差为 σ_M^2 ，则：

$$\begin{aligned}\bar{x}_M &= 0.10 \times 0.8 + 0.0250 \times 0.2 = 0.0850 \\ \sigma_M^2 &= (0.10 - 0.0850)^2 \times 0.8 + (0.0250 - 0.0850)^2 \times 0.2 \\ &= 0.0002 + 0.0007 \\ &= 0.0009\end{aligned}$$

这使得托妮的效用达到

$$\begin{aligned}2\bar{x}_M - \sigma_M^2 &= 0.1700 - 0.0009 \\ &= 0.1691\end{aligned}$$

大于例 3-3 中两股组合的效用 0.1626。

问题在于：托妮是否做了最优投资决策？答案是“很可能不是”。假如托妮过于规避风险，她可能更愿意选择风险小于 0.0009 的组合，因而产生更低的期望收益。

她还可以采取在组合中卖掉一些高风险股票的策略。但假如她这么做的话，她就不再持有市场组合，因而也就丧失了多样化带来的某些好处。托妮如何在不丧失多样化优势的前提下，调整其组合风险到可接受水平呢？

答案在于无风险资产。如果存在某一无风险资产，例如短期国库券，产生比方说 4% 的收益率，那么，投资者可能卖掉某些市场组合（即，卖掉部分证券，使得虽持有市场组合但总投资减少），并用余额购买无风险资产。图 3-4 描绘了该种策略，从 X，市场组合持有者，移至 Y 点。相对于 X 点而言，Y 点的风险更低，期望收益也更低。若投资者过于规避风险，依据此策略可能会提高其效用。

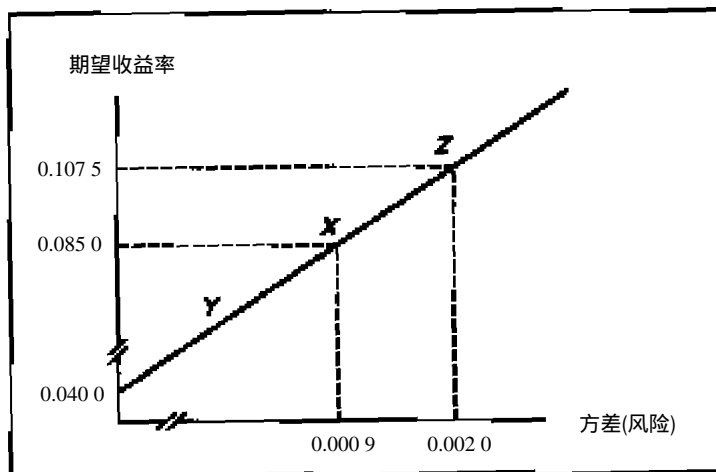


图3-4 最优投资组合决策

反之，如果托妮规避风险程度降低，她可能更愿意以无风险利率借债，去购买更多的市场组

合，所以，坐标又移到了高期望收益和风险的 Z 点。

这样，每一投资者都能在获得预期的风险 - 收益的权衡点的同时，继续享受多样化带来的最大化的风险降低效应。

为了阐明它，我们假设托妮以利率 0.04 借款 \$100，同时又多购买了 \$100 的市场组合。这样，

$$\begin{aligned}\bar{x}_a &= \frac{300}{200} \times 0.0850 - \frac{100}{200} \times 0.0400 \\ &= (0.1275 - 0.0200) \\ &= 0.1075 \\ \sigma_a^2 &= \frac{300^2}{200} \times 0.0009 \\ &= 0.0020\end{aligned}$$

产生效用 $2 \times 0.1075 - 0.0020 = 0.2130$ ，比持有市场组合时 (0.1691) 更高。托妮会继续购买，直到她借款和再投资金额产生的 \bar{x}_a 和 σ_a^2 达到最大效用。事实上，假如她能以 4% 利率任意贷款，她将继续借款 \$9 800，产生效用 2.33。

小结

当交易费用忽略不计时，规避风险投资者的最优投资决策是购买市场组合和无风险资产相结合的投资模式，以达到期望收益和风险的最佳权衡点。这种权衡是针对个人的——它取决于个别投资者的效用函数。一些投资者喜欢减少市场组合的投资，转而用余额购买无风险资产。另一些人则更愿以无风险利率借款以增加他们的投资。无论采取何种方式，所有的投资者都能在充分享受多样化好处的同时，获得他们最优的风险 - 收益的权衡。

3.7 组合风险

3.7.1 计算和解释 β 系数

多样化原则引出了投资理论中重要的证券风险计量指标。这就是 β 系数，它衡量单一证券价格和市场组合的市价之间的同步变化关系。为了说明它，接下来我们计算例 3-3 中 A 和 B 股对第 3.6 节中市场组合 M 的 β 系数。

例 3-4 计算 β

A 股的 β 值，定义为 β_A ，计算如下：

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(A, M)}{\text{Var}(M)}$$

其中 $\text{Cov}(A, M)$ 是 A 股收益和市场组合 M 的收益之间的协方差。事实上， β_A 衡量 A 的收益如何剧烈地随着市场变化而变化。例如，当市场条件变化时，高 β 证券的收益将会剧烈地波动。航空和飞机制造商就是两个典例，因为这些行业易受经济条件的影响。电力工业和食品快餐业的股票

是低 β 值的，因为它们的收益不易受经济状况的影响。

被 $\text{Var}(M)$ 除只是一种标准化格式，以用单位市场方差来表述 $\text{Cov}(A, M)$ 。例如，假如多伦多和纽约证券交易所的收益有不同的方差时，将协方差除以各自交易所收益的方差能够使计算出的加拿大和美国的 β 具有可比性。

为了计算证券A的 β ，假定A的条件回报概率为：

当M的收益高时：

A收益高的概率=0.90

A 收益低的概率=0.10

当M的收益低时：

A收益高的概率=0.10

A 收益低的概率=0.90

这些概率能通过A股收益与M市场组合收益之间关系的历史资料估计而得。 $\text{Cov}(A, M)$ 计算如表3-6。

表3-6 协方差的计算

回报						
A	M					
高	高	$(0.15 - 0.0850)(0.10 - 0.0850)$	\times	0.72	=	0.0007
高	低	$(0.15 - 0.0850)(0.0250 - 0.0850)$	\times	0.02	=	-0.0001
低	高	$(-0.10 - 0.0850)(0.10 - 0.0850)$	\times	0.08	=	-0.0002
低	低	$(-0.10 - 0.0850)(0.0250 - 0.0850)$	\times	0.18	=	0.0020
		$\text{Cov}(A, M)$				= 0.0024

0.15和0.0850分别代表A(见表3-3)的高收益和期望收益。相似地，0.10和0.0850代表M(见第3.6节)的高收益和期望收益。A和M同时高回报的概率为：

$$\begin{aligned}\text{Prob}(A \text{ 高}, M \text{ 高}) &= \text{Prob}(M \text{ 高}) \text{Prob}(A \text{ 高} / M \text{ 高}) \\ &= 0.8 \times 0.9 \\ &= 0.72\end{aligned}$$

你可以自己验算一下表中的各行。

然后，请回忆一下第3.6节 $\sigma_M^2 = \text{Var}(M) = 0.0009$ ，我们可得，

$$\beta_A = 0.0024 / 0.0009 = 2.6667$$

对于例3-3中的证券B，假定条件回报概率为：

当M的收益高时：

B收益高的概率=0.7917

B 收益低的概率=0.2083

当M的收益低时：

B收益高的概率=0.2083

B收益低的概率=0.7917

那么，

$$\beta_B = 0.0014 / 0.0009 = 1.5556$$

你也可以自己验算一下^[6]。

请注意， β_B 低于 β_A 。所以，购买B股的投资者更不易受股价波动的影响。这是因为低- β 证券的风险低^[7]。

3.7.2 组合期望价值和方差

由于规避风险的投资者在应用均值-方差效用函数时，需要知道投资组合的期望价值和方差，因而，这里我们给出它们的计算公式。我们可以看出， β 衡量的是单一证券对证券组合系统风险值的影响度。

对组合P的期望收益值，我们有

$$\bar{x}_P = k_1 \bar{x}_1 + k_2 \bar{x}_2 + \dots + k_n \bar{x}_n$$

其中 \bar{x}_P 为P的期望收益， \bar{x}_1 为证券1的期望收益，以此类推， k_1 是证券1占总投资的比重，以此类推，组合中共有n种证券。

在例3-3中， $n=2$ ， $k_1 = \$120/\$200 = 0.6$ ， $k_2 = (1 - k_1) = 0.4$ ，两种证券的期望收益都为0.085 0，因而公式计算如下

$$x_P = 0.6 \times 0.085\ 0 + 0.4 \times 0.085\ 0 = 0.085\ 0$$

和表3-5中结果相符。

对于组合收益的方差，我们有如下公式：

$$\begin{aligned} \text{Var}(P) = \sigma_P^2 &= k_1^2 \sigma_1^2 + k_2^2 \sigma_2^2 + \dots + k_n^2 \sigma_n^2 \\ &+ 2k_1 k_2 \text{Cov}(x_1, x_2) + 2k_1 k_3 \text{Cov}(x_1, x_3) \\ &+ \dots + 2k_{n-1} k_n \text{Cov}(x_{n-1}, x_n) \end{aligned}$$

也就是说，P的方差等于P中各种证券方差的加权平均和再加上P中证券两两组合的协方差的加权平均和。

在例3-3中，公式简化为

$$\text{Var}(A+B) = k_1^2 \text{Var}(A) + (1-k_1)^2 \text{Var}(B) + 2k_1(1-k_1) \text{Cov}(A, B)$$

问题的关键在于，组合方差不仅依赖于各组成证券的方差，而且当证券收益相关时，还有依赖于两两间的协方差（若A和B的收益不相关，则 $\text{Cov}(A, B) = 0$ ）。

从投资的角度看，全经济因素将导致A和B的收益最为相关。事实上，我们已经假定全经济因素是证券收益中惟一相关的因素来源。因此，我们用他们各自与市场组合M间的协方差来表达A和B的协方差：

$$\begin{aligned} \text{Cov}(A, B) &= \frac{\text{Cov}(A, M) \text{Cov}(B, M)}{\text{Var}(M)} \\ &= \text{Var}(M) \beta_A \beta_B \end{aligned}$$

组合的方差为^[8]

$$\begin{aligned}
 \text{Var}(A+B) &= 0.6^2 \text{Var}(A) + 0.4^2 \text{Var}(B) + 2 \times 0.6 \times 0.4 \text{Var}(M) \beta_A \beta_B \\
 &= 0.36 \times 0.0120 + 0.16 \times 0.0088 + 0.48 \times 0.0009 \times 2.6667 \times 1.5556 \\
 &= 0.0043 + 0.0014 + 0.0017 \\
 &= 0.0074
 \end{aligned}$$

和表3-5直接计算的结果相符。可见，证券A和B的系统风险0.0017是组合方差0.0074的一部分，约占23%。

3.7.3 在证券数量增加下的组合风险

23%的构成看起来并不多。然而，当证券数量增加时，情况会如何呢？假设P组合中现在有n种证券。为了简化过程，我们同时假设，每种证券投资金额相等，即每种证券在P中都占1/n。则

$$\begin{aligned}
 \text{Var}(P) &= \frac{1}{n^2} \sigma_1^2 + \frac{1}{n^2} \sigma_2^2 + \dots + \frac{1}{n^2} \sigma_n^2 \\
 &\quad + \frac{2}{n^2} \text{Cov}(x_1, x_2) + \frac{2}{n^2} \text{Cov}(x_1, x_3) + \dots + \frac{2}{n^2} \text{Cov}(x_{n-1}, x_n) \\
 &= \frac{1}{n^2} [\sigma_1^2 + \sigma_2^2 + \dots + \sigma_n^2] \\
 &\quad + \frac{2}{n^2} \text{Var}(M) + [\beta_1 \beta_2 + \beta_2 \beta_3 + \dots + \beta_{n-1} \beta_n]
 \end{aligned}$$

公式中有n个方差项。而相比之下，协方差项的数量增加更迅速。实际上，有 $\frac{n(n-1)}{2}$ 个协方差项。例如，当n=10时，只有10个方差项，而有45个协方差项。

这就意味着，即使组合中含有少量证券，大多数的风险仍然是系统风险。例如，n=10，方差项系数为1/100，那么，10种证券的方差在组合方差中只占10%。而虽然系统风险项的系数只为2/100，有45项，但是协方差却占了90%的组合方差。换句话说，可以只通过组合中的少数证券来获得多样化的大部分好处。这是个好现象，因为由于存在经纪费和其他交易成本，很可能大多数的投资者不愿购买市场组合。

从会计的角度看来，对于大多数投资者而言，有用的信息是能帮助他们评估证券的期望收益和β值的信息。

小结

当交易成本不可忽略时，规避风险投资者的最优投资决策是购买相对少的证券，而不是购买市场组合。这样，多样化的大部分好处都可以以合理的代价取得。

对投资者而言，关于期望收益和β值的信息是有用的。据此，他们能够正确评估各种组合的期望收益和风险。然后，在考虑交易成本和承受能力的基础上，选择带来最大风险-收益权衡点的投资。

3.8 会计职业界对决策有用观的反应

值得注意的是，主要会计职业界已经采纳了决策有用观。FASB的概念框架公告最早地进行了最完备的论述。根据财务会计概念公告（Statement of Financial Accounting Concept，简称

SFAC)(1978)(SFAC 1), 其目的在于“建立财务会计和报告准则可依赖的基础。”SFAC 1给出了一系列财务报告的目标。它的首要目标是:

为现有和潜在的投资者、债权人以及其他使用者提供其做出理性投资、信贷和相似决策所需的有用信息。

请特别注意目标中理性二字。这与经济决策理论是相一致的。正如第 3.4 节所述, 依照该理论进行决策的投资者, 即那些为了最大化期望效用的决策者, 被称为是理性的。

同时请注意, 总体目标中包含了多种的信息群体(现有和潜在的投资者、债权人和其他使用者), 并且指出了多种决策行为(投资、信贷和相似决策)。这立刻引发了一个问题: 特定的决策者和决策行为有哪些? 所以, SFAC 1 提出财务报告的第二个目标:

为现有和潜在的投资者、债权人以及其他使用者, 提供有助于他们评估从股利或利息中获取预期现金收入的金额、时间分布和不确定性的信息。

因此, 我们可以看出, SFAC 1 的首要决策是公司股票和债券的投资决策。特别地, 从股利或利息中取得的现金收入是回报, 与例 3-1 回报表相类似(表 3-1)。请注意这些投资决策同时适用于现有和潜在的投资者。也就是说, 财务报表必须提供有用的信息给市场, 而不仅仅局限于公司内部现存的投资者。

第二个目标是带有预测性的——它要求提供从股利或利息中获得“预期”现金收入的信息。很明显, 投资者需要有助于他们估计未来投资回报的信息。特别地, 第二个目标指出, 投资者需要评估预期收益的“金额、时间分布和不确定性”。虽然这里所用的术语不同, 但同样被认为与未来收益的期望价值和风险是相关的。所以, 第二个目标同样明确地告诉我们, 即正如投资理论预测的那样, (风险规避的) 投资者需要收益风险和期望金额的信息。

现在问题就出来了: 以历史成本为基础编制的财务报表在预测未来收益时如何有用? 这可能是 FASB 概念框架所面临的主要难题。由于历史成本会计在现实中根深蒂固, 我们有必要在公司过去业绩和未来前景间建立某种联系。没有这种联系, SFAC 1 的决策导向的目标就无法实现。

然而通过决策理论模型, 我们可以清楚地找出这种联系。特别地, 让我们回顾一下例 3-1 的信息系统(表 3-2)。该表提供了当期财务报表信息(GN 或 BN)和决定未来投资回报的未来导向的自然事件(高盈利能力或低盈利能力)之间的概率关系。实际上, 当期财务报表信息和未来收益是通过信息系统的条件概率相联系的。

和信息系统这种联系相一致, SFAC 1 指出:

虽然投资和信贷决策反映了投资者和债权人对未来企业业绩的预期, 但这些预期一般建立在评价企业过去业绩的基础上, 至少部分如此。

这个观点至关重要, 它使得概念框架坚持了这样一个观点, 即降低过去为导向的、以历史成本为基础的财务报表信息对前瞻性的投资者是有用的。这和决策有用观相一致, 该观点指出, 当信息能帮助投资者评估未来收益时, 它是有用的。

在 SFAC 2 中, FASB 继续探讨有用财务报表信息的必要特征。这是整个概念框架的另一个关键和复杂的部分——如何使提供的财务报表信息最大化地满足投资者预测未来收益的需要呢? 答案再一次地涉及到相关性和可靠性。

在第 2 章中, 我们定义相关的财务报表为能表述从公司资产和负债中获得的现金流量折现值的报表。SFAC 2 的定义更广:

相关的会计信息是指，能够通过帮助使用者预测过去、现在和未来事件的结果，或坚持或更正先前的预期并在决策中起作用的信息。信息对决策的影响是通过提高决策者预测能力，或提供对先前预期的反馈来实现的。通常，信息同时作用于二者，因为关于行为结果的知识往往能提高决策者预测相似未来行为的能力。缺乏对过去的认知，预测的基础就不存在。缺乏对未来的关注，过去的认知是僵死的。

SFAC 2定义的精髓在于，当信息能帮助财务报表使用者预测事件（例如未来盈利能力）时，它是相关的。从而，它再一次的与决策有用观相一致。所以，我们可以说，在第2章的理想模式下，相关的财务报表信息是指未来回报或期望未来回报（的折现值）。在非理想模式下，相关的财务报表信息是指有助于投资者形成他们对未来预期回报的信息。通过扩展相关性的内涵到包含所有有助于投资者形成自己回报评估的信息，相关信息范围大大扩大了。

值得一提的是，FASB相关性的概念和决策理论中的信息定义是相一致的。请记住，信息能潜在地影响个人的决策；即，它能“造成不同”。事实上，只有当证据有能力影响使用者决策时，它才能真正称得上信息。这在贝叶斯定理的应用中得以清楚地阐释。正如例3-1所示，贝叶斯定理为投资者提供了这样一种工具，即投资者能在新信息基础上不断更新对相关事件的先验概率。

SFAC 2中信息的另一特征是可靠性。在第2章中，我们定义可靠信息为准确的、不偏不倚的信息。根据SFAC 2：

可靠的信息是指真实、可验证和中性的信息。

这和我们定义相一致。我们可以认为真实和可验证即是不偏不倚。例如，当财务报表信息由于管理当局对预定结果的误导而变得有偏倚时，则信息就不再誉为真实和可验证的。

同样，准确可以等同于真实和可验证。从第2.4节中，我们可以看出，确认储备会计的主要问题在于折现储备价值的不准确，结果导致经常对前期价值进行大调整。实际上，对石油公司未来现金流量的估计并不完全准确；所以它们并不能真实地代表所要代表的资源或事件。另外，它们也缺乏可验证性，因为即使在相似条件下，不同的计量也会导致确认储备会计不同的估计。

SFAC 2继续扩展了有用财务报表信息的其他特征，在此，我们就不再谈了。正如前所述，问题的关键在于，为了对投资决策有用，财务报表信息并不需要包括对未来公司回报的直接预测。而是，只要信息具有某些可取的特征，例如相关和可靠，它就能成为帮助投资者形成自己预测回报的有价值的信息产品。

小结

FASB的SFAC 1描述了将决策理论引入到财务会计和报告中的重大的一个方面。而且，SFAC 1中的决策理论主要来源于经济和理财领域。

SFAC 2通过研究有用会计信息所需具备的特征来阐述决策有用观。事实上，会计信息必须是一个有信息含量的系统，并且该系统能将当期财务报表和未来事件实现与回报联系起来。信息含量的两个主要特征是相关和可靠。相关信息指能影响投资者评估未来收益概率的信息。可靠信息同样能通过真实表达影响概率，它必须是准确的、不偏不倚的。

3.9 决策有用性的结论

财务报告的决策有用性指出，会计人员需要理解财务报表使用者的决策需要。单人决策理论

以及其特例投资组合理论让我们了解了理性的、规避风险的投资者的需要。该理论告诉我们，投资者需要有助于他们评估证券期望收益和风险的信息。在投资理论中， β 是一个重要的风险衡量系数，等于证券收益的协方差除以市场组合的收益方差。虽然只含有少量证券，但这种协方差风险是多样化组合风险的主要构成。

以历史成本为基础的财务报表是投资者重要的和符合成本效益原则的信息来源，即便它们并不直接报告未来投资回报。他们提供了这样一种信息系统，即它本身能帮助投资者预测未来公司盈利能力，从而来预测未来收益。这种预测能力在保证财务报表相关性和可靠性的基础上将得到加强。

主要会计准则制定委员会诸如 FASB 已经采纳了决策有用观，从概念框架中不难看出这一点。同时概念框架也确立了财务报告在为投资者提供相关和可靠信息中的重要地位。

注 释

[1] 要了解效用理论、信息系统以及信息价值等决策理论的发展，请参阅兰弗德 (Laffont, 1989) 的第1、2、4章，戴姆斯基 (Demski, 1972) 第1~3章。要更深入地了解该理论，请参阅瑞弗 (Raiffa, 1968)。

[2] 在此感谢查尔斯·李 (Charles Lee) 教授。

[3] 要了解风险规避的发展与具体分析，请参阅第2章普拉特 (Pratt, 1964)，或兰弗德 (1989)。

[4] 期望回报为 $0.7 \times \$200 + 0.3 \times \$1133.33 = 480$

$$\begin{aligned}\text{期望效用} &= 0.7 \times \sqrt{200} + 0.3 \times \sqrt{1133.33} \\ &= 0.7 \times 14.14 + 0.3 \times 33.66 \\ &= 9.90 + 10.10 \\ &= 20\end{aligned}$$

[5] 本例中我们暂不考虑事件状态，即认为托妮直接估计回报概率，而不是通过事件状态来得出。所以，我们不说“A公司处于高盈利能力的概率是0.74，以及假如A公司确实处于该事件状态下，其回报为\$220”，而只是简单地认为“\$220回报的概率是0.74。”该简化方法有某些分析上的优势并经常被使用。

$$\begin{aligned}\text{[6] B的期望收益} &= 0.6750 \times \frac{92-80}{80} + 0.3250 \times \frac{76-80}{80} \\ &= 0.6750 \times 0.15 + 0.3250 \times (-0.05) \\ &= 0.0850\end{aligned}$$

(见例3-3)

协方差 $\text{Cov}(B, M)$ 计算如下：

回 报				
B	M			
高	高	$(0.15 - 0.085)(0.10 - 0.085) \times 0.6333$	=	0.0006
高	低	$(0.15 - 0.085)(0.025 - 0.085) \times 0.0417$	=	- 0.0002

(续)

回 报					
<i>B</i>	<i>M</i>				
低	高	(- 0.05 - 0.085)	(0.10 - 0.085) × 0.1667	=	- 0.0003
低	低	(- 0.05 - 0.085)	(0.025 - 0.085) × 0.1583	=	<u>0.0013</u>
			Cov(<i>B</i> , <i>M</i>)	=	<u>0.0014</u>

*B*高*M*高的概率计算为 $0.8 \times 0.7917 = 0.6333$ 。你现在可以自己验算其他各行。

[7] 这就引发了一个问题,假如可以获得 *B* 股,那么谁会购买 *A* 股呢?两种证券的期望收益率都为 0.085 0,但以 β 衡量的 *A* 公司风险,是 2.6667,高于 *B* 公司风险 1.5556。然而,我们并未指出 *A* 和 *B* 组合是最优投资决策。这些证券只是用于阐述组合多样化原则。假如情况果真如此,那么很可能 *A* 股市价将下跌,直到其期望收益大到足够弥补风险为止。

[8] 方差

$$\text{Var}(B) = \sigma_B^2 = 0.6750 \times (0.15 - 0.0850)^2 + 0.3250 \times (-0.05 - 0.0850)^2 = 0.0029 + 0.0059 = 0.0088$$

问题与案例

1. 假定你是美国财务会计准则委员会 (FASB) 的成员之一,正在向财务报表的其他信息群体 (即,除了投资者以外的信息群体) 提供财务报表指南。如下的信息群体认为什么样的财务信息是有用的? 该信息如何有用?

- 管理当局
- 工会
- 政府部门

2. 参照表 3-2, 即例 3-1 中的信息系统表。请为完美或 (完全) 信息含量的信息系统编制一张相似的信息系统表, 该表必须能充分揭示事件状态。同样地, 再编制一张无信息含量的信息系统表, 该表无法反映任何真实事件。

在例 3-1 中先验概率以及好消息基础上, 运用贝叶斯定理, 使用上述两张表中的概率去修正得出后验事件概率, 对结果做出评论。

3. 风险喜好投资者的效用函数是什么样的? 该类人很可能会投资于哪种证券组合? 他们需要什么信息?

4. 某投资者的效用函数为

$$U_i(a) = 3\bar{x}_a - 0.5\sigma_a^2$$

行为 a_1 的 $\bar{x} = 0.88$, $\sigma_a^2 = 0.512$, 产生效用 $U_i(a_1) = 2.384$; 行为 a_2 的 $\bar{x} = 0.80$

为了产生与 a_1 相同的效用, 行为 a_2 的 σ^2 等于多少? 对该结果的风险和期望收益进行评论。

5. 参照图 3-4, 假定托妮的效用函数为

$$U_i(a) = 0.5\bar{x}_a - 16\sigma_a^2$$

计算 Z 点托妮的效用值, 并和 X 点的效用值进行比较, 托妮更愿选择何种行为? 解释原因。

6. 以下各项的 β 分别代表什么?

- a. 市场组合
- b. 无风险资产
- c. 例3-3和3.7节中的组合A + B

7. 请解释为什么只要通过少量的证券组合就能获得多样化的大部分好处呢？假定每种证券投资相同金额。随着证券种类的增多，多样化的风险是否会变成0？解释原因。

8. FASB在财务会计概念公告第一号（SFAC 1）中指出：

总的说来，在应计制基础上的公司利润信息比只局限于现金收付财务影响的信息更有助于公司评价现在及未来持续产生有利现金流量的能力。

换言之，FASB认为，净利润比现金流量本身更能预测未来现金流量。这看起来似乎很奇怪。你认为FASB为什么这么认为呢？

9. 验证第3.6节末的结论，即当托妮能够以4%利率借到所有她想要的资金，她将借款\$9 800，产生效用2.33。

10. 解释为什么在表3-2中信息系统的副对角线概率不能为0？在你的答案中，请使用相关性和可靠性的概念。解释为什么副对角线概率越低，信息系统越有用？

- 11. a. 指出会计理论的决策有用观。
- b. 一旦决策有用观被采纳，随之而来会出现哪两个问题？
- c. 主要会计准则制定机构将哪个信息群体作为有用财务报表信息的首要报告对象？
- d. 根据FASB概念框架的第二个财务报告目标，c中的信息群体需要什么信息？
- e. 解释为什么关于证券风险的信息对投资者而言是有用的？
- 12. 斯马特(Smart)先生拥有\$15 000资金，他将资金投入两个可能的领域：

——共同基金

——拜密公司的普通股

		行为	事件	概率	回报
投资\$15 000	买普通股		好	0.50	\$ 22 000
			坏	0.50	\$ 5 000
	买共同基金		好	0.50	\$ 17 000
			坏	0.50	\$ 12 000

斯马特先生是风险规避的投资者。他从回报中获得的效用值为效用 = $2 \ln(\text{回报})$ ，其中， \ln 代表自然对数。斯马特先生的决策树如下。

因为预先安排了一笔大额购买，斯马特先生想在一年后卖掉原投资。回报代表原投资销售的收入和所发放的股利。概率代表斯马特先生对来年经济状况（好或坏）预测的先验概率。

要求：

- a. 计算斯马特先生每一行为的期望效用，并指出若以先验概率为基础，他将选择何种行为。
- b. 现在假定斯马特先生决定不再简单地接受经济状况的好坏消息，而更愿获取更多关于经济状况的信息，为此，他找出大公司的当年年报，每份年报都显示公司运营良好，利润稳步增长。同时，假如经济状况好的话，公司报表呈现健康利润的概率为0.75；假如经济状况

差的话，公司报表呈现健康利润的概率为 0.10。

应用贝叶斯定理计算斯马特先生经济状况高低的后验概率，他是否会因此而改变决定？

注：计算结果保留两位小数。

13. 约翰·塞夫(John Save)计划投资\$5 000于：

——J公司的债券，年利率12%

——政府储蓄债券，年利率8%

以当年的经济状况以及J公司的行业前景为依据，约翰评价J公司破产的先验概率为0.05。假如情况果真如此，约翰将同时损失本金与利息，年末收入为0。假如J公司不破产的话，约翰打算在年末卖掉债券和利息。

当然，政府储蓄债券无法偿还的概率为0，一年后，约翰也打算卖掉债券和利息。

约翰是规避风险的，他将选择产生期望效用的投资。决定约翰收入金额 x 的效用值为 \sqrt{x} ，即效用等于收入的平方根。

要求：

- 在先验概率的基础上，约翰将选择何种投资？
- 假如不以先验概率为基础，假定约翰决定分析J公司当年财务报表。这些报表看起来“好”(G)或“差”(B)。通过分析，约翰认为，报表看起来好。基于他对报表的广泛分析，他知道，在公司事实是破产的情况下，在此之前的财务报表反映为“好”的概率为0.10。即，

$$P(G/S_1) = 0.10$$

其中， S_1 代表破产事件。

相似地，约翰认为

$$P(G/S_2) = 0.80$$

其中， S_2 代表不破产事件。

请建议约翰现在将如何投资。运用贝叶斯定理。

- 假定新FASB准则使得盈利操纵更加困难，概率 $P(G/S_1)$ 是增大还是减少？解释原因。

注：计算结果保留两位小数。

14. “在会计所运营的复杂的现实世界中并不存在那种理论上完好定义的净利润指标。”

要求：

- 什么是“理论上正确的利润”？
- 为什么理论上正确计量的利润并不存在于现实世界中？进行讨论。
- 请讨论历史成本会计如何在相关性和可靠性之间进行权衡。
- 请指出与历史成本会计有关的两个缺陷。

15. 考虑A公司普通股和B公司普通股。两支股票有相同的期望收益和方差。

你是一位风险规避的投资者。有一笔固定资金要投资，你将做出何种选择？

- 全部投资于A公司普通股
- 等额投资于A、B两公司的普通股

要求：讨论你会选择A还是B，亦或是你对两者都不感兴趣。解释你的选择。

16. “很可能通过多样化来降低组合风险。”

要求：

- 你是否同意该观点？为什么？请讨论。

b. 组合风险是否能够通过多样化降为 0，请讨论。

c. 在多样化组合中，为什么 β 是风险的最相关的衡量尺度？

17. a. A 公司的普通股现每股市价 \$40。未来有 40% 的可能性 A 股价格上升到每股 \$80，有 60% 的可能性下降至每股 \$35。

B 公司的普通股现每股市价 \$20。未来有 60% 的可能性 B 股价格上升到每股 \$30，有 40% 的可能性下降至每股 \$21.25。

假设 A、B 的回报是独立的，某一投资者拥有 \$800 资金。你是愿意投资 A 公司 20 股，还是愿意投资 A 公司 10 股与 B 公司 20 股的证券组合呢？请给出原因，并指出计算过程。

保留小数点后四位。

b. D 公司的普通股现每股市价 \$92。未来有 50% 的可能性 D 股价格上升到每股 \$100，另有 50% 的可能性下降至每股 \$90。

M 公司的普通股现每股市价 \$23。未来有 50% 的可能性 M 股价格上升到每股 \$25，另有 50% 的可能性下降至每股 \$22.50。

M 公司和 D 公司处于同一行业，地理位置相邻，因而他们的股票同时升降。换言之，D、M 收益完全相关。你是一投资者，拥有 \$1 840 资金。你愿意投资 D 公司 10 股和 M 公司 40 股的证券组合，还是愿意只投资 20 股 D 公司股票呢？给出原因（提示：本题无需计算）

c. 一家课本生产商 X，其股票市价为每股 \$100。财务分析师估计，有 50% 的可能性 X 的股票将上升到每股 \$150，另有 50% 的可能性下跌至每股 \$80。

另一家课本生产商 Y，其股票市价也为每股 \$100。财务分析师估计，有 50% 的可能性 Y 股票将上升到每股 \$130，另有 50% 的可能性下跌至每股 \$90。

现假定组合中有 10 股 X 和 10 股 Y。由于两个公司处于相同行业，他们同时强烈地受某种市场因素影响。相应地，有 40% 的可能性两公司股票同时上升，40% 的可能性同时下跌，另有 10% 的可能性 X 股上升 Y 股下跌，10% 的可能性 X 股下跌 Y 股上升。

某一投资者，拥有 \$2 000 资金。你是愿意投资先前的组合（X 和 Y 组合），还是愿意只投资 20 股 X 股票（X 组合）。请解释原因。给出计算过程，保留小数点后四位。

d. 财务报表信息在投资者评估股票升降的各种概率时如何有帮助？请解释。

第4章

有效证券市场

4.1 概述

在这一章，我们将考虑证券市场中投资者之间的相互作用。有效证券市场理论预言投资者之间的相互作用会导致证券价格呈现出一些有意义的特征。究其本质来说，证券价格能“正确地反映”投资者的集体知识和信息处理能力。价格参与这个机制的过程非常复杂，以至于难以为我们充分理解。不过，这个过程的大致轮廓却很容易看出，我们也将集中精力讨论它。

证券市场的有效性给财务会计提供了许多重要的启示，其中一条便是直接导致了“充分披露”的概念。有效性意味着证券市场所评价的不是信息披露的形式，而是所披露信息的实质内容。这样，在脚注和补充报表中的披露与财务报表的披露同样有信息效力。

实际上，有效市场理论认为，会计正与其他信息渠道——例如新闻媒体、财务分析师甚至市场价格本身——相互竞争。会计要想得以生存就必须为投资者传递相关、可靠、及时和符合成本效益原则的信息。

有效证券市场理论还提醒我们注意，会计之所以能够存在的理论上的基本原因，即信息不对称。当某些证券市场的参与者比其他的人知道的更多时，证券市场中就会存在一种压力去寻找一种机制。通过这种机制，拥有信息优势的投资者能够可靠地将他们所获知的信息传递给他人——如果他们愿意这样做的话；而处于信息劣势的投资者通过这个机制可以保护自己而不致为信息优势者所剥削。“内部交易”就是类似的一个例子。

这样，我们就可以视会计为一种机制，它能够将相关的信息从公司内部传递给外部。这不仅有助于投资者做出更好的决策，而且还可以通过促进证券市场的有效运作带来社会效益。

总的来说，财务会计准则制定组织已经接受了“充分披露”的方法。为了对此予以解释，我们将从“信息观”的角度来考察近来两个相关的会计准则。

4.2 有效证券市场

4.2.1 有效性的含义

在第3章，我们研究了理性投资者的最优投资决策。现在，我们将考虑当大量的理性投资者在证券市场上相互作用时会有什么情况发生。我们所感兴趣的是参与市场交易的证券的市场价格特征，以及这些价格是如何为新的信息所影响。

如果信息是无偿的，很显然，投资者会愿意利用这些信息。例如，在例 2-2所示的理想环境下，投资者会想知道企业的实际状况，因为这会影响到公司的未来现金流量和股利。由于企业的状况能够为公众所观察到，我们可假设在理想环境下信息是无偿的。这样，所有的投资者就会利用这些信息，并且投资者的“套利”过程会确保公司证券的市场价格会调整至反映修正的预期现金流量，这也如例2-2所示。

不幸的是，在非理想环境下，信息并非是无偿获取的。投资者不得不主观预测公司的未来获利能力、现金流量以及股利分配。而且，当获取了新的信息时还需要对预测加以修正。

这样，每一个投资者都面临一个成本-效益的权衡以决定应该获取多少信息。市场上有许多相关的信息渠道，如财经新闻、朋友或同事的闲谈、经济环境的改变、财务分析师以及经纪人的建议等等。我们可以认为投资者从这些信息渠道收集到信息时将不断地修正其主观概率。当然，从我们（会计人员）的立场出发，公司的年报是主要的、符合成本效益原则的信息渠道。例 3-1

解释了财务报表信息如何导致对未来事件概率的修正。

至少会有一部分投资者花费一定的时间与财力来运用这些信息以指导其投资决策。类似的投资者称为“信息掌握者”，在例3-1中，比尔就是这样的一个投资者。

很明显，掌握信息的投资者在获取新的信息后将“迅速”行动。如果他们行动不迅速的话，其他的投资者会先行一步，从而导致市场证券价格的调整，这样就会减少甚至消除新信息所带来的利益。

而当有足够多的投资者如此行动的话，市场便变得“有效”。对有效证券市场有不同的定义。这里我们所使用的定义为“半强式有效证券市场”。

有三点特别值得注意。第一，市场价格对公众所知的信息是有效的。因此，这个定义并不排除内部信息存在的可能性。拥有内部信息的投资者实际上比市场所获取的信息多。如果他们想利用内部信息的话，他们就能够在投资上获取超额利润。这是因为这些证券的市场价格仅仅反映了外部或公众可获得的信息，而没有反映内部人所拥有的信息。

第二，市场的有效性是个相对的概念。市场对一定量的公众可获取的信息是有效的。有效证券市场的定义并不是意味着证券市场无所不知，而且市场价值总是反映了公司的真实的内在价值。例如，存在内部信息的时候市场价格肯定是不正确的。

但是，这个定义的确有这样一个内涵，那就是一旦新的、正确的信息为公众所知，市场价格将针对其迅速做出调整。出现这个调整是因为理性投资者一旦获取任何渠道的新信息，将尽力修改其对未来收益的预测。这样就导致投资者的现行投资组合的预期收益与风险发生改变，他们将进入市场，以修改他们的最佳风险-收益决策。由此而导致的买卖决策将迅速影响证券价格以反映这些信息。

第三，如果市场是有效的，投资便是一个“公平的游戏”。这意味着，证券价格将随意地上升或下降，随机地上下波动^[1]。其原因是任何关于公司的预期，例如公司业务的季节性波动或公司主要管理人员的退休，一旦形成，即会反映在公司的证券价格中。从总体上讲，在这些事件给公司价值带来的影响方面，市场的预期是无偏的。相关的、非预期的信息的影响是证券价格变化的惟一原因。而非预期的事件是随机发生的。这样，如果我们考察某特定证券价格的时间序列图，会发现它在整个期间是随机波动的。表示这类波动行为的时间序列有时被称为“随机游走”。

4.2.2 市场价格如何正确地反映所有可获取的信息

我们现在讨论市场价格如何正确地反映所有可获取的信息。这个过程决不是显而易见的。正如前面所描述的，理性的、掌握信息的投资者需要有关证券的信息。然而，很难保证特定的个人能正确地解释这个信息。这也就是说，决策理论模型只是提供了信息处理的一种方法，却不能保证对信息的处理是正确的。例如：投资者可能会错误地给贝叶斯理论中的一个或多个变量赋值，或者错误地计算条件收益。从某种意义上来说，决策理论模型就像是一辆汽车，它只是提供了信息处理的一种工具，但是却不能保证这种工具能被正确地运用。

这样就很可能导致不同的投资者对同一信息做出不同的解释——尽管他们都是理性行事的。

他们可能有不同的先验想法，或对输入决策理论模型的一个或多个变量的认识有所不同。

然而，投资者在市场上相互作用，谁都在对不同的证券做出买卖决策。既然证券的市场价格是投资者需求、供给的结果，那么，当做出供需决策的个人是易犯错误的或至少他们的决策是不同的时候，市场价格是如何有效地反映所有可获取的信息呢？

对于这个问题，我们可以从比弗 (1989,150页，表6-1)的论文中获得一个很有意思的透视。这个例子是有关足球赛预测结果的。在 1966年到1968年，《芝加哥每日新闻》每周均刊登了其体育部每一位职员对哪一队将在周末大学足球赛中获胜的预测。比弗给出的下面这张表汇总了这些预测的结果。

表4-1 足球比赛结果的预测

	1966年	1967年	1968年
预测者总数（包括集体意见）	15	15	16
所做出的预测总数	180	220	219
集体意见排名	1(并列)	2	2
预测者的平均排名	8	8	8.5
最好的预测者排名			
J.卡明科尔 (1966)	1(并列)	8	16
D.耐特尔(1966)	1(并列)	11	5
A.贝都(1967)	7	1	6
H. 杜克 (1968)	8	10	1

三年结合在一起考虑,集体意见排名第一。

资料来源：“Here's How Our Staff Picks'Em,” *Chicago Daily News*, November 25, 1966(p.43), November 24, 1967(p.38), and November 29,1969(p.43).Reprinted by permission of *Chicago Sun-Times*, © 1995; and W.H.Beaver, *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 2nd. Prentice Hall , © 1989.

对表4-1，有以下几点值得注意：第一，有大量不同的预测者（15~16人）并且做出大量的预测（3年共做出619个预测）；第二，没有一个预测者在预测能力上占绝对优势。1966年最好的预测者在接下来的年度里排名却大幅下降，反之亦然；第三，注意到集体意见的稳定的表现。《芝加哥每日新闻》每周也刊登了集体意见的预测和大部分这类预测认为能够获胜的球队。

很明显，集体意见的预测要比单个人的预测能力强，而集体意见是结合单个人的预测而来的。

把这个例子引入证券市场，我们可将预测者为投资者，将他们的预测视为买卖决策，集体意见就好比市场价格，因为它是一种对不同个人预测决策的平均化。

不难看出这个例子中所包含的道理。当集体意见形成时，单个预测者的种种错误便被剔除了。这样就产生了一个比任何一个市场参与者的预测能力都要强的“市场价格”。

当然，仅凭集体意见比单个预测者对足球赛结果的预测来得更准确，这本身并不意味着证券价格的情况也是如此。事实上，应要求投资者对证券价格的预测从总体上说来是无偏的。这是“理性预期”的一个例子，也就是说，市场不会系统地对大量信息给评估带来的影响作出错误的解释，而是对证券有一个大体上正确或无偏的评估。正如所提到的，这并不意味着任何一个人投资者都必然是正确的，而是指大体上说来，市场能评估并利用所有可获取的信息。

也许除了理性预期的说法外，还有其他对市场有效性的解释。例如，财务分析师可能非常擅

于估计证券价格，以致于当投资者听从其建议后，导致证券价格正确的反映了可获取的有关这些证券的信息。

4.2.3 小结

在有效证券市场中，价格能正确反映所有可获得的信息，在这个证券市场中的证券价格总是随机波动的。

有效性是相对于大量的信息而定义的。如果由于内部信息而导致信息不完整，或信息是错误的，证券价格也会不正确。这样，市场的有效性不能保证证券价格是准确的。它只是认为证券价格是无偏的，并将对新修正的信息迅速做出反应。

及时并全面的报告能增加公众可获取信息的数量与质量。然而，不同的个人投资者可能会有不同的想法或对信息做出不同的解释。但是，大致说来，我们可以认为这些差异会被“平滑修正”，这样，与市场中参与交易的个体所拥有的信息量相比，市场价格有更大的信息内涵。

4.3 资本资产定价模型

现在，我们要建立一个公式，以把有效市场中的证券价格、风险和其预期收益联系起来。我们将使用著名的夏普-林特纳资本资产定价模型（CAPM）（Sharpe, 1964；Lintner, 1965），这个模型是假设处于理想环境之下的一个模型。这样，正如例 2-2 中，现值模型为财务会计处理过程提供了一个理想化的理论模型一样，CAPM 也只是为证券价格信息处理提供了一个理想化的理论模型。

首先，我们进行一些初步讨论。我们定义 R_{jt} 为在 t 期间内 j 公司股票的净收益率：

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} + D_{jt} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} = \frac{P_{jt} + D_{jt}}{P_{j,t-1}} - 1$$

式中 P_{jt} —— j 公司股票在 t 期末的市场价格；

D_{jt} —— j 公司股票 t 期间支付的股利；

$P_{j,t-1}$ —— j 公司股票在 t 期初的市场价格。

这正是例 3-2 与 3-3 所应用的收益概念。它是在分子中扣除期初市场价格而得到的“净”收益率。我们亦可定义一个“毛收益率”—— $1 + R_{jt}$

$$1 + R_{jt} = \frac{P_{jt} + D_{jt}}{P_{j,t-1}}$$

由于两个收益率概念之间的差别仅为 1，我们可以将二者互换使用。实际上，为了与通常做法一致，我们经常把净收益率和毛收益率都简单地称为“收益”。

我们可以将收益视为“已实现收益”或“预期收益”。如果从“已实现收益”角度来看，我们是在 t 期末来计算这一期间所实际实现的收益。相反地，我们也可以从 t 期初的立场来计算“预期收益”：

$$E(R_{jt}) = \frac{E(P_{jt} + D_{jt})}{P_{j,t-1}} - 1 \quad (4-1)$$

即 t 期预期收益等于 t 期末预期市价加上预期股利再除以期初市价。

现在考虑这样一个经济环境：有大量的像托妮（例 3-2和3-3）的投资者。注意到，托妮是风险规避型，并且有均方差效用函数。正如表 3-5和3-6所示，托妮能够计算预期收益率、收益的方差以及市场上每个证券收益之间的协方差。假设在此经济环境下存在一个无风险资产，其收益率为 R_f 。再假设证券市场是有效的，而且交易费用为零。我们便得到夏普-林特纳资本资产定价模型：

$$E(R_{jt}) = R_f(1 - \beta_j) + \beta_j E(R_{Mt}) \quad (4-2)$$

β_j 是股票 j 的 β 值， R_{Mt} 是 t 期间投资组合的收益率。

注意到模型计算的是市场“预期”收益。公式 4-2表明，在 t 期初看来， t 期的预期收益等于一固定的 $R_f(1 - \beta_j)$ 加上另一固定的 β_j 的投资组合收益率。严格地说，市场本身并不会做出预期——是投资者个人在做出预期。如果要谈市场预期的话，一种方法是可以将股票市价的波动比做市场对该股票未来表现所做的特定预期。更根本地来说，股票的市价是将所有掌握信息的投资者预期进行某种平均，正如在比弗的足球比赛例子（见 4.2.2节）中集体意见的预测是预测者的平均预期一样。

另外，还要注意模型中现行市价 $P_{j,t-1}$ 的作用。给定期末市价 P_{jt} 和股利 D_{jt} ，将看到 $P_{j,t-1}$ 相应也要做出调整以保持公式 4-1的平衡。即某股的现行市价也会进行调整，这样预期收益将等于市场对该股所要求的收益——而这收益仅仅是 R_f 、 R_{Mt} 和 β_j 的函数（见公式 4-2）。

不难看出此模型的直观性。因为在交易费用为零时（惟一衡量风险的是 β_j ），类似托妮的理性投资者会进行完全分散的投资。“公司特定”的风险并不会影响股价，因为在完全分散的投资组合中其早已消失。此外记住 β_j 越高，对该股的投资预期收益越高，反之亦然。这对于风险规避型的投资者来说也是如此。因为风险规避型的投资者会要求一个更高的预期收益以补偿其更高的风险。这样，当 β_j 越高时，现行市价 $P_{j,t-1}$ 会更低，反之亦然。

注意到信息是如何影响到现行市价的。假设 t 期初出现了一些新信息，导致投资者对 P_{jt} 的预期（对 D_{jt} 的预期也有可能）提高。这将使得公式 4-1失去平衡，这样，现行价格 $P_{j,t-1}$ 必须升高才能使得等式两边重新相等。这自然是与市场有效性一致的——市场有效性即说明证券市价会立即对新信息做出反应。

对我们来说，CAPM模型有三个主要用处：第一，它清楚地指出股票市价是如何依赖于投资者对收益率的预期。如果预期（公式 4-1的分子）变化，现行市价 $P_{j,t-1}$ （分母）将迅速改变以反映这些新的预期。给定预期的变化多少，并给定 R_f 和 $E(R_{Mt})$ ，现行市价变动的大小就仅仅依赖于该股的 β_j 了。换句话说，预期变化越大，股价变化也越大，反之亦然。

第二，回到“已实现”收益的角度来看，CAPM为我们提供了一种方法，将某股的已实现收益区分为预期收益和未预期收益两个部分。为了解释这一点，可考虑 CAPM模型的下面这个形式——在该式中我们是从 t 期末的观点来看的。

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \varepsilon_{jt}$$

CAPM的这种形式被称为“市场模型”。它表明期间已实现收益等于期初的“预期”收益 $(\alpha_j + \beta_j R_{Mt})$ 加上“未预期”的或“异常”收益 ε_{jt} 。预期收益来自CAPM公式，这里 $\alpha_j = R_f(1 - \beta_j)$ 。 ε_{jt} 综合了期初未预期到在 t 期间发生的所有事项对 R_{jt} 的影响。在有效市场的定义中， $E(\varepsilon_{jt}) = 0$ 。因为新的信息是随机出现的。然而，在任何期间， ε_{jt} 的“已实现”值都不会为零。这样，市场模型就从已实现的角度将已实现收益 R_{jt} 区分为预期收益 $(\alpha_j + \beta_j R_{Mt})$ 和未预期到的或异常收益 (ε_{jt}) 两个部分。

第三，市场模型为我们估计某股票的 β 值提供了一个便利的方法——正如在 3.7 节中我们所看到的， β 是投资者一个重要的风险衡量指标。注意到市场模型是以回归方程式的形式表达的。通过得到 R_{jt} 和 R_{Mt} 的历史数据，回归方程式中的系数可以用最小平方回归法预测出。如果我们假设市场能对 R_{Mt} 做出准确的预测（这样 R_{Mt} 就成为不可观察的 $E(R_{Mt})$ 的一个很好的替代值），并且假设 β_j 在整个期间是稳定的，那么通过最小平方回归法计算出的 R_{Mt} 的相关系数是对 β_j 的最好预测^[3]。此外，CAPM 假设的理想环境的合理性能够通过比较预期相关的 α_j 和 $(1-\beta_j)R_f$ 来加以检验——这两个应该是相等的。

同样，正如我们将在第 5 章中看到的，很多会计的实证研究要求对 β 有一个准确的预测，我们将在 5.7 节中讨论 β 的预测问题。现在，重要的是应意识到 CAPM 提供了一个重要而有用的途径来对收益的市场预期模型化，而这个模型是绝对建立在证券市场有效性的基础上的。

4.4 有效证券市场对财务报告的意义

意义

证券市场的有效性对财务会计及其报告有几个重要的启示。威廉 H. 比弗 (W.H.Braver) 在《FASB 的目标应该是什么？》(1973) 一文中对这些启示做了有可读性和有说服力的考察。这里我们简单回顾一下比弗论点中的最重要的几个启示。

比弗认为，第一个重要启示是只要会计政策没有导致现金流量产生差别的后果，或对所采用的特定会计政策所形成的差别予以披露，以及投资者能获得足够的信息以致能够在不同的会计政策之间做出抉择的话，公司所采取的会计政策便不会影响证券的市价。因此，比弗认为会计上的争论——如公司对摊销方法的选择；递延所得税的递延或一次摊销；石油或天然气公司是采用完全成本法或成效成本法——实质上只是大惊小怪。注意到这些争论中公司在不同会计政策之间的选择只会产生“字面”上的差异。所选择的会计政策将影响报告净收入，但不会直接影响未来现金流量和股利。例如，石油天然气公司销售初级产品及精炼产品的收益，不会直接地依赖于是否采用完全成本法或成效成本法。特别地，这三个有争论的领域中会计政策的选择并不会影响公司所支付的所得税的数目，因为税务部门在每一个领域都有其专门对费用收入的计算方法，与企业在账簿上如何计算费用与收入相互独立并存。如果投资者对未来现金流量和股利，以及它们对股价的影响感兴趣，并且如果会计政策的选择不会直接影响这些变量，公司在会计政策之间的选择是无关紧要的。

因此，有效市场认为只要公司披露其所选择的会计政策，以及从一种会计方法转变为另一种会计方法的任何附加信息，投资者就能做出必要的计算以看清楚其所导致的报告净收入的差异。也就是，不管报告实际选用何种会计政策，市场都能清楚地审视出最终的现金流量及股利。这样，有效市场可以通过比较不同公司的证券而不会为不同的会计政策所“愚弄”。这说明管理人员不必过分考虑应该选择什么会计政策，因为这些会计政策不会对现金流量产生直接的影响。

这样，我们可看到充分披露原则已适用于披露企业的会计政策。这也被准则制定者所接受。正如 APB 第 22 号意见书所表明的^[4]：

公司所采用的会计政策的信息对财务报表使用者来说是必要的——公司所采用的所有重要的会计政策的表述应成为财务报表一个有机组成部分。

第二个重要启示是有效证券市场是与充分披露的概念紧密联系在一起。如果一个公司的经理人员拥有公司的相关信息，并且能以少量成本，或无需成本将其披露——除非其能确认投资者已从其他信息渠道中已获取该信息——经理人员应及时地将这些信息予以披露。更一般地说，经理人员应披露对投资者来说收益大于成本的信息。原因是两方面的。首先，市场有效性意味着当投资者竭力提高自己对未来收益的预测时，他会使用所有可获得的相关信息，这样，新增加的信息就不会被“浪费”掉。其次，公司披露有关自己的信息越多，公众所知道的也就越多，这样就增加了投资者对证券市场的信心。

第三，市场的有效性意味着公司不必过分考虑无知的投资者，即财务报表信息不必用过于简单的方式表达，以致任何人都能理解。这其中的原因其实非常微妙：如果有“足够多”的投资者能够理解披露的信息，这就可以保证公司股票价格与所有投资者都理解所披露信息时的股票价格一样。因为理解财务信息的投资者将在所披露信息的基础上进行买卖决策——而所披露的信息将会促使市场价格达到有效水平。同样，无知的投资者也可雇佣其他人（如财务分析师或投资基金经理）为他们解释信息，或者可以模拟那些有充分财务知识的投资者的买卖决策。这样做的结果是，有充分财务知识的投资者的信息优势很快就消失了。换句话说，即使这些投资者没有足够的知识水平或理解能力，他们（无知的投资者）可以“信任”有效市场将会把证券定价到这样一个水平，以致能一贯正确反映公司已披露给公众的所有信息。有时称这些投资者为有效市场予以价格保护的投资者。

自从比弗的论文发表以来，会计人员已发现有多种原因促使人们进行证券交易。例如，一些投资者会将市场价格作为未来收益的指示器，并以此为依据进行理性的决策，而不承担获取信息的成本。其他投资者可能因为许多非投资组合的原因而进行交易——可能是由于非预期的现金需求。由此可以看到，无知的投资者不应被视为未掌握信息的投资者，这将在 4.5 节中谈及。

有效证券市场对财务报告的最后启示是：会计人员正在与其他信息提供者相互竞争，如财务分析师、媒体、公司管理人员的披露等等。这就是说，正如 3.3.2 中所指出的一样，信任的修正是一个连续不断的过程。如果会计人员不提供有用的成本效益的信息，会计的有用性职能会日益衰退而为其他信息渠道所取代——会计人员没有天赋的权利能在竞争的信息市场中生存下去。然而，我们并没有发现这种趋势发生的明显迹象。或许大体上说来，这意味着会计信息对投资者来说还是普遍有用的。第 5 章中，我们将回顾有关证券市场对于财务会计信息做出反应的一些实证检验。

比弗的论文发表于 1973 年，他比 SFAC 1（1978）和 SFAC 2（1980）的发布早几年。然而，他是早期有效证券市场会计理论研究的代表者。并使得披露导向的思想大放异彩，而这导致了 FASB 在 SFAC 1 中对有用性原则的正式接纳。

小结

比弗认为证券市场的有效性对财务报告来说有几个启示。首先，除非不同的会计政策有直接的现金流量后果，管理人员及会计人员不必顾虑公司选择何种会计政策。许多会计人员一直竭力争论的备选会计政策并没有什么现金流后果。第二，公司应披露尽可能多的信息——实质重于形式。有效市场会选择成本最低的披露形式。然而，也可以说会计报表是一个有成本效益的披露媒介。第三，公司在选择会计政策及形式时不必考虑无知的投资者。这些人是受价格保护的，因为有效证券市场的价格正确地反映了所有为公众所知的有关证券的信息。而且，还有许多媒介，如财务分析师和投资基金等，投资者可以充分利用他们分析所得的精确信息，而不必自己去充分理

解这些信息。最后，有效市场对任何渠道的相关信息都感兴趣，而不仅仅是会计报告。

4.5 价格的信息含量

逻辑的不一致

至此，认真的读者可能意识到，我们对有效证券市场的讨论存在着矛盾。有效性意味着证券的市场价格总是能正确地反映为公众所知的有关证券的信息。是什么促使市场价格有这般“正确反映”的特征呢？答案是那些掌握信息的投资者所采取的行动，他们总是竭力获取并处理信息，以做出正确的买卖决策。正如 4.2.2 中足球比赛预测的例子，价格是对信息的综合，因为掌握信息的投资者的买卖决策会影响证券的市场价格，而这些决策建立在对信息进行分析的基础之上。

然而，依据市场有效性的定义，所有可获取的信息早已反映在市场价格中。这就是说，价格有“充分信息含量”。由于获得信息要花费成本，而且当市场价格已反映了所有为公众所知的信息时，投资者是不可能期望战胜市场的。这样，投资者会简单地停止搜集信息，而将市场价格视为未来证券投资收益最好的指示器。例如，一个简单的决策原则是价涨则买，价落则抛。

这样，逻辑的不一致性就体现在：如果价格充分反映了可获取的信息，投资者将没有动机去获取信息，这样证券价格也就不能充分反映可获取的信息。用足球预测的俗语来说，预测者会停止预测的努力，因为他们不可能击败集体意见的预测，然而这样又会使集体意见的预测失去其卓越的预测能力。从技术上讲，问题在于稳定的均衡价格并不存在——正如格罗斯曼（Grossman，1976）所指出的。

这种逻辑的不一致性给会计理论提出了潜在而严肃的警示，即财务报表信息对投资者是否有用，均衡性的缺乏使这一点出现了问题。然而，这与我们所观察到的正好相反。例如，SFAC 1（见 3.8 节）明确指出投资者发现财务报告是有用的。

不过，避免不一致性有一个很简单的方法。即应看到除了理性的掌握信息的投资者的买卖决策以外，还有其他影响证券供求的因素。例如，投资者由于众多不可预测的原因而买卖证券——他们可能决定提前退休，可能需要钱来偿还赌债，或者他们可能得到热情的忠告。这些人被称为流动交易者或噪声交易者。他们的买卖决策会影响证券的市场价格，但是他们的决策是随机做出的——他们的决策并不是建立在对相关信息的理性评价的基础上。这就导致市场价格不再具有充分的信息含量。例如，一个证券的市场价格的下降可能是因为较低的未来收益预期，或因为一位急需现金者或者一位不明真相的投资者的一大笔的抛售。这样股票就被错误地定价，即使是在一个有效的市场中。

当然，证券的市场价格仍然具有部分信息含量。毕竟，至少有部分买卖决策是建立在对相关信息的理性评价基础之上，这会使价格朝充分反映可获取信息的方向变动。当价格具有部分信息含量时，理性的投资者能从中获得“一些”关于未来收益的信息。重要的一点是，投资者有机会以一定的成本通过自己的信息收集活动来进一步修正自己的看法。我们也假设这些信息中有一部分是来自于他们对财务报表的分析。

投资者自己收集信息的程度取决于很多因素：如有信息含量的价格是什么样的，财务报表信息的质量，分析解释的成本。这些因素导致了关于证券市场价格如何对财务报表信息做出反应的实证预测。例如，我们预期大公司的股票价格是更具有信息含量的，因为大公司相对小公司来说更引人注目。这样，大公司的证券市价就能综合大量的信息。这就减少了财务报表增加信息的能

而这又直接指向了财务会计理论中公认的最重要的概念——信息不对称。通常，一种类型的市场参与者（如卖方）可能知道一些有关所交易资产的情况，而另一种类型的市场参与者（买方）可能不知道这些情况。这种情况下就可以称市场存有典型的信息不对称。正如第 1 章中所提到的，信息不对称有两种类型：逆向选择与道德风险。现在我们对它们进行更详细的讨论。

信息不对称的一个影响便是阻碍了市场的正常运转。在例 2-1 和 2-2 中的理想环境下并不存在信息不对称。我们可以看到市价与现值是相等的。然而当信息不对称存在时，市价与现值就不再相等了。

阿科勒夫（Akerlof, 1970）研究了信息不对称的影响。一个存在信息不对称市场的典型例子就是旧车市场。汽车的主人要比潜在的购买者更清楚汽车的实际状况和其未来收益流。汽车主人可能尽量想利用这种信息不对称——将一辆破车带到市场，并从一个不曾起疑的买者手中获得比汽车本身更高的收益。然而，买方会意识到这种可能性，但由于其没有信息以区分破车和好车，他们会对任何想购买的旧车予以低估价。这样一来，大量的好车，市场价格将会低于其未来收益流所代表的真实价值。而当难以确切地知道旧车的真实服务潜能时，前面所述的套利行为将会失效，从而使得具相同服务潜能的车无法以相同价格出售。这样，好车的主人就不愿意在市场上出售他的车。换句话说，旧车市场就不能再有效运转了。

更极端的例子是市场因为信息不对称而彻底崩溃。这可通过保险市场予以解释。你可能会购买保险以防你可能无法拿到学位。只要其费用公平的话，你会很高兴地接受这个险种。举个例子来说，疾病可能会使你无法完成学业，而只要你购买了 this 险种，就可以消除疾病可能带来的风险，因为保险给你的补偿会弥补你的损失——这个损失就是你得到学位后可能获得学位带来的增长收益的现值。然而，一旦你有了这种险种，即使你非常健康，你还是可能会在学业上偷懒。因为既然拿不到学位就可获得保险的等额补偿，又何苦拼命学习呢？

这样，就没有任何一家保险公司会为你保这个险，并在你拿不到学位时补偿你全部的收入损失。实质上，问题在于信息不对称。你相对保险公司有信息优势，因为保险公司只知道你是否拿到了学位，而不知道是不是疾病导致你拿不到学位。这称为道德风险问题，因为你想不学无术来欺骗保险公司。记住有一张医学鉴定书是没有多大用处的，因为它很难证明是疾病导致你学业失败。

保险公司所面临的另一个困难是得病的人会蜂拥去报名入学（这就称为逆向选择，因为这些人的健康水平与保险公司的利益相违背，是他们自己主动来投保的）。这样一来，当他们因疾病而退学时，他们仍然可以凭保险单而获得保险给他们带来的收益。

而对如此严重的信息劣势，保险公司的对策是不给其投这种保险。这样一来，市场就无法发展。很明显，如果没有一个资产交换的市场（如大学学位），就无法用市场价格来对该资产进行正确估价。

如果注意到市场是如何降低信息不对称的影响是很有趣的。旧车市场会通过保证书、安全证书、检测、欲树立良好声誉的卖主等等来降低信息不对称；而保险市场则利用寿险的医学检查、火险的可扣除余额、降低良好驾车记录者的保险费等达到同一目的。然而，由于这些都是有成本的，因此它们不能彻底解决这个问题。尽管如此，它们至少能使这个市场运转起来——当然不如没有信息不对称情况下运转得那么好。

个人即使希望保护自己，但因为市场没有建立而无法保护自己，这种存在的风险（例如疾病对收益能力的影响）就是不完全市场的后果。从 2.6 节中，我们知道不完全市场是由于估计问题（如对石油公司储备量的估计）阻止市场价格形成的结果。这里，我们看到信息不对称是市场不

完全性的另一个原因。

当市场存在但无法有效运转时，这也会产生不完全性。例如，尽管前面提到有那么多方法以使旧车市场运转起来，但买者仍然承受了可能买到与其预期质量及相应付款额不等价的旧车的风险。也就是，如果价格无法正确地反映商品的质量，个人就无法买到与其预期质量相符的商品，从而其承担的风险就超出了其所愿意承担的限度。这样的结果是，个人希望减少市场的不完全性。然而，由于逆向选择以及相应的成本问题，市场不完全性是难以有成效地彻底解决。不过，我们认为财务会计至少可以通过减少市场不完全性而在促进市场运转的过程中发挥一定的作用。

信息不对称之所以对财务会计理论如此重要，其中的一个原因是证券市场面临着信息不对称的问题。而信息不对称则来源于内部信息及内部交易。即使证券的市价能充分反映所有为公众所知的信息（包括可从公司会计政策及披露决策中获取的信息），内部人仍有可能比外部人更清楚公司的真实状况。如果是这样的话，内部人就可借助信息优势以获取超额利润。这是另一个逆向选择的例子，因为内部人仍有可能为“有背于”投资者利益的机会所诱惑。当然，投资者会意识到这种可能性，并降低预期每股价格以反映由于内部人的存在而可能发生的损失。正如旧车市场一样，有效证券市场并没有如其应有的那样正常运转。

我们可以将财务报告视为是一种降低逆向选择问题的工具，通过它，可以促进证券市场运转并减少其不完全性。

为了减少逆向选择，会计人员采用了充分披露的政策，以增加可为公众获取的信息量。充分披露的另一方面是报告的及时性。及时性的增加可以减少内部人借以从信息优势中获利的时间。

当然，由于财务报告有成本，仍不可能消除逆向选择问题。尽管如此，充分披露增加了为公众可获取的信息从而增进了财务报告对投资者的有用性。这也证明了比弗的想法：会计正在与其他信息渠道包括价格本身进行着竞争。

小结

在理想环境下，公司市场价格能充分反映所有信息。当环境为非理想环境时，如果证券市场有效的话，市场价格就会充分反映所有公众可获得的信息。

两类信息的区别在于内部信息。内部人从信息优势中获利是逆向选择的一个例子。充分披露可以减少这个问题，以使得财务报告对投资者来说更加有用，并促进证券市场的运转。然而，财务报告是有成本的，因此，内部信息的问题将仍然存在。

4.7 正常运转的证券市场的社会意义

在资本主义经济中，证券市场是筹集并分配资本以满足有竞争力的投资需求的最基本的手段。因此，社会期望市场能有效运转，这样，就能正确反映证券价格，从而引导投资基金的流向。例如，一个拥有高预期价值投资项目的公司，如果其证券价格很高，公司的投资就能得以促进；相反的，如果公司没有高预期价值的投资项目，其投资就会受挫。而只有在证券价格正确反映其内在价值时，这些才会发生。当然，由于投资供给的匮乏，社会也正希望如此。如果稀少的资本流向最有生产潜力的部门，社会福利就会得以增进。

在这一章，我们已讨论了信息不对称的问题，尤其是经理及其他内部人相对外部投资者拥有信息优势时所产生的内部信息问题。不难看出，由于内部人会因其私利而保留或推迟其所披露的相关信息，或者使他人对这些信息产生错误的理解，这种逆向选择问题与证券市场有效运转是相

违背的。

不过我们应注意到,投资者会意识到这种可能性,这一点也是很重要的。这样,正如在 4.6 节中讨论旧车市场时所描述的,提供“破车”的现象在证券市场也会发生。投资者会发现证券市场并不是一个“公平竞争的领域”,并且会撤出市场交易或降低其愿意购买的任何证券的价格。这样一来,拥有高质量投资项目的公司其证券价格就不会高,市场也就无法正常运转。如果太多的投资者撤出市场交易的话,市场就会变得萧条,也即失去人气。而在这种市场中,投资者无法以市场价格买卖其所愿意购买的全部证券。

当然,发达的资本主义经济有许多机制可以促进证券市场的正常运转。其中一种是在市场中建立惩罚机制。我们可以看到,诸如 SEC 等的政府证券机构的设立,该机构制定措施并实施管制,例如对内部人交易的控制、促进重大事项的及时披露,以及对违规行为的惩罚。

然而,即使没有惩罚措施,市场的自由运转也能产生披露内部信息的动力。例如,拥有高质量投资项目的公司可以通过许多机制,可靠地将这个信息传播到市场,以提高证券的价格;暗示便是类似的一种机制,例如内部人可以在新的投资项目中持有高比例的权益,以向市场表示其对该高质量投资项目的信心。投资项目的质量越高,暗示的动力便越大。在第 12 章中将对暗示这个问题进行更详细地讨论。

另一个重要的动力机制是充分披露。拥有高质量(或低质量)投资项目的公司会主动在其财务报告中进行充分披露^[5]。如果这样的披露是可靠的,投资者就会从避免购买“破车”转而购买正确反映内在价值的证券。

很明显,惩罚与动力机制不是相互排斥的,它们都存在于我们的经济中。惩罚机制就像“大棒”,并且需要管制予以促进。而如果“胡萝卜”能促进公司披露可靠的信息(如果公司愿意这样做的话),从而使得他们的证券维持公平的价格,那么管制的必要性就会降低。

这样,我们可以总结认为,当下面两个条件达到时,就可以实现证券市场正常运转所带来的社会效益。

- ▶ 所有的相关信息为公众所获知,或至少存在惩罚和动力机制以促进内部信息的有效披露;
- ▶ 证券的市场价格与这些信息紧密相关。

4.8 充分披露的例子

4.8.1 引述

这一部分,我们将讨论促使公司增加其财务披露质量的两个会计准则。第一个是 SEC 的规章 S-K 要求的管理当局讨论分析书(MD&A),另一个是应 AICPA 于 1986 年所发布的准则 AT 200 所要求的财务预测。

除了有助于维护公司自身的利益外,这两个准则能很好地解释如何增加公众可获知的相关信息。对于信息披露,MD&A 准则是介于“大棒”与“胡萝卜”之间的,它对所有适用 SEC 的规章 S-K 的公司都做了这项要求。然而,它是以极为宽泛的词语列示的,这样公司可以在披露 MD&A 信息时有一定的余地。而且 MD&A 仅要求披露那些通过适当成本费用可获得的信息以及对财务报

表中不明确信息进一步解释。第二个准则是自愿的，即是“胡萝卜”。AT 200仅对愿意披露预测的公司适用。财务预测的“暗示”含义将在第12章中讨论。这里我们只关心有关充分披露的方面。

4.8.2 管理当局讨论分析书

管理当局讨论分析书的目标 SEC的规章S-K中的有关MD&A部分要求，在SEC注册的公司管理人员应分析该公司的财务状况、财务状况的变动以及经营成果（其中包括可能对公司这些方面产生重大影响的已知趋势及不确定性）。按照SEC的规章S-K的说法，提供MD&A的目的是：

- ▶ 为投资者及其他使用者提供对上市公司财务状况和经营成果进行评估的信息。而这些信息是通过对公司从营业及外部来源中获取的现金流量的金额及确定性的评价中得到的。

可见，MD&A的目的是为了帮助使用者评价公司的未来发展趋势。请注意，这个目的是无法通过对财务报告的MD&A来完成的——甚至直接的财务预测也不能实现这个目的。对MD&A的争议在于，即使有脚注的补充，量化的、以历史成本为基础的财务报表，在传播有关有利于充分评价公司前景的信息方面，总存在着局限性。为了让使用者能够做出更好的投资决策，财务报表以外的披露及分析是必须的。

披露要求 MD&A的披露总体要求是，通过讨论财务报表和其他统计数据的某些方面，以增进财务报表使用者对公司财务状况、财务状况变动、经营成果的理解。更具体地讲，披露要求有如下几个方面。

- ▶ 流动性：讨论可能大幅增加或降低流动性的已知趋势和其他因素；
- ▶ 资本来源：描述资本支出及财务来源的合约，描述资本来源的已知趋势（包括负债、权益及资产负债表外筹资之间的变化）；
- ▶ 经营成果：描述收入、费用的主要组成部分，以促进对经营成果的理解。包括可能对收入有重大影响的主要的重大异常事项和趋势及其不确定性。

此外，MD&A鼓励提供前瞻性信息（如财务预测），但不做强制性要求。

管理当局讨论分析书披露的讨论 严格地讲，MD&A不是财务报表的一部分（这或许可解释为什么MD&A是SEC的准则而非FASB的准则）。MD&A与FASB概念框架的主旨是一致的。概念框架的主旨在于为投资者提供评估企业未来收益的信息。这种前瞻性的方法在MD&A中很明显，例如，在MD&A的披露要求中就要求描述已知的趋势及不确定性。

一般说来，MD&A与决策有用论是一致的。其所提供的信息应有助于使用者更好地评估企业未来获利能力、现金流量、投资分红方面的可能性。尽管鼓励披露直接的财务预测，但并不对其做强制性要求。因此，MD&A只是帮助使用者做出他们自己的评估，而不是直接提供这些评估。

此外，MD&A增加了为投资者可获知的信息，这样就在一定程度上促进了证券市场的正常运转。实际上，MD&A具有减少内部信息的潜在能力。

管理当局讨论分析书披露的一个例子 实例4-1展示了埃克森公司1993年年报中的MD&A的摘要。

埃克森公司的讨论是与 MD&A 标准基本一致的。营业成果、流动性、资本来源都在 MD&A 中做了详细的讨论。而且，它还讨论了可能对收入有重大影响的环境成本。埃克森公司还提供了对 1992 年的营业成果、通货膨胀和价格变化对营业成果的影响以及公司所缴纳的税款（但这些并没有在实例 4-1 中列示出来）。注意到埃克森公司 MD&A 给出的许多信息，都可以从财务报表中获得，例如营业成果带来的 96 亿美元现金。

实例 4-1 埃克森公司 1993 年报 MD&A 摘要

对财务状况和经营成果的管理当局讨论分析书

1993 年公司经营成果回顾

1993 年净收入为 52.8 亿美元，比 1992 年的 47.7 亿美元增加了 11%。石油产品收益的增长和营业费用的降低抵消了原油价格下降的影响。在 1993 年的净收入中，包括 6.76 亿（第四季度为 1.13 亿）的资产处置收入，以及由于税率变化所导致的收益和其他一些特殊项目的收入，而 1992 年类似的收入为 3.31 亿（第四季度为 0.18 亿）。

由于原油及成品的价格下降导致收入和采购成本均下降 5%。

扣除美元升值的影响，营业成本总额（包括营业费用、销售费用、一般费用、管理费用、勘探费用、折旧费用、折耗费用）下降了 7.5 亿美元，这反映了效率的提高。

由于利息率的降低和外币兑换的有利因素使得利息费用比 1992 年下降了 13%。

勘探和生产

1993 年全球原油价格下降，埃克森公司每桶原油价格下降了 1.7 美元。北美的天然气收入增加而欧洲的天然气收入却由于美元的坚挺而减少。在美国的勘探和生产收入为 9.35 亿，比 1992 年增加 1.72 亿。这主要是因为营业费用的降低和北美的天然气价格的上升以及对资产的处置。1993 年美国本土以外的勘探和生产收入为 23.78 亿美元，而 1992 年为 26.11 亿美元。

1993 年全球每天的原油产量为 1 667 千桶，而 1992 年为 1 705 千桶/日。北美的油田产量下降和资产报废抵消了北美以外尤其在北海增加的收入。由于北美市场的扩大以及公司在美国及马来西亚的产量的增加使得天然气产量升至 58.25 亿立方米/日，比 1992 年增加了 1.64 亿立方米/日。

精炼和销售

1993 年全球精炼和销售收入的增加主要源于石油产品收益的增加。1993 年由于运转效率的提高使得营业费用降低从而增加了精炼和销售收入（特别是在北美）。美国本土的精炼及销售收入比 1992 年急剧回升，为 4.65 亿美元（1992 年为 1.57 亿美元）。美国以外的精炼及销售收入为 1.55 亿美元（1992 年为 14.17 亿美元）。石油产品总销售量为 492.5 万桶/日（1992 年为 490.9 万桶/日）。

化学制品

1993 年全球化学制品收入为 4.11 亿美元（1992 年为 4.51 亿美元）。1993 年的化学制品的收益降低，主要是因为行业容量限制和市场疲乏。不过，收益降低由于营业费用的下降

(续)

而部分抵消。

其他营业

1993年其他营业收入为1.38亿(1992年为2.54亿)。原因是煤炭和铜的价格下降(这抵消了营业费用的下降)和铜产量的提高。

管理和财务费用

1993年管理和财务费用为5.97亿(1992年为8.43亿)。费用下降的原因是由于利息率的下降、与债务相关的汇兑损失的下降以及一次性税收贷项。

场地维护和其他环境成本

公司已预提了在公司经营寿命期末将会发生的预期场地维护成本。此外,公司也提取了在开展业务所在国的可预期的环境成本。这项政策适用于现时取得和早已处置的资产或业务。公司在许多地方承担了环境维护的责任,其中在一些交叉地区,埃克森公司被美国环境保护局确认为,是对环境保护负有责任的潜在责任者。与其他公司的财务联系也使得埃克森公司的环境维护责任增加。目前,没有一个场地预期会对公司的营业成果、财务状况、流动性产生重大影响。

1993年末,公司累计场地维护 and 环境保护费用已达25亿(包括从1993年收入中提取的3.31亿,1992年的2.56亿,1991年的5.32亿)。埃克森公司相信,任何一项费用的超额支出均不会对公司的营业成果、财务状况、流动性产生影响。

1993年,公司花费了18.73亿美元用于环境保护项目和支出(其中,6.41亿为资本支出)——主要用于空气和水的保护。预计1994和1995年的环境保护支出总计为20亿(35%为资本支出)。

流动性和资本来源

1993年,营业活动带来现金115亿美元,比1992年多19亿美元。基金的主要来源是53亿的净收入和无须付现的49亿美元的折旧和折耗成本。

投资活动使用现金总计61亿美元,少于1992年的70亿美元,转换为短期可交换证券花费5亿美元。

筹资现金使用量为53亿美元。股利派发从2.83美元/股增加到2.88美元/股,现金股利为36亿,占总现金支出的68%。

净营运资本为-37亿美元,减少了5亿美元。这主要因为应收账款减少了12亿美元。

合并负债减少了8亿至126亿,负债权益比率为25%(1992年为27%)。

在合并财务报表注14中已说过,由于瓦斯爆炸及工人运动而引起的诉讼案件给公司和分公司带来不利影响。诉讼支出是难以预计的,然而,可以相信,诉讼结果不会对公司的财务状况、经营成果、流动性产生很大的负面影响。

对公司的1979年至1981年从沙特阿拉伯购买原油的定价一案,美国税务法庭已做出有利于本公司的裁决,结果不久就要公布。其他已解决了的一些争端,预期不会对公司的营业收入、财务状况、流动性产生很大的负面影响。

就管理人员所知,除了已公布的财务报表信息以外,没有其他事项及不确定性会对公司的未来营业成果和财务状况产生重大影响。

公司保持了其强大的财务地位和灵活性以应付未来的理财需要。尽管公司不时举借

(续)

长期债务以维持商业计划，内部创造的基金还是能保证绝大部分的资金需求。

1992年，营业活动带来的现金为96亿美元，比1991年少了13亿美元。基金的主要来源是48亿净收入和无须付现的折旧和折耗成本50亿美元。

投资活动现金支出为70亿美元（1991年为62亿美元），包括短期证券购买增加了5亿美元。

筹资活动的现金支出为31亿。普通股现金股利的支付从2.68美元/股增加到2.83美元/股（总股利现金支出为35亿美元，占总现金支出的75%）。

净营运资本为-32亿美元，增加了6亿美元，主要因为有11亿美元的应付账款的减少。

合并负债增加了4亿美元至134亿美元，负债权益比率为27%（1991年为26%）。

资本支出和勘探支出

主要是基于外币兑换比率的影响，1993年资本支出和勘探支出总计减少为82亿美元（1992年为88亿美元）。

由于外币兑换比率及在美国和欧洲的几个主要项目的完工，1993年勘探和生产活动的总支出为46亿美元（1992年为52亿美元）。而在远东精炼业的拓展使得1993年精炼及营销支出增加为23亿美元（1992年为22亿美元）。

由于在欧洲的几个项目的完工，1993年化学制品业支出为6亿美元（1992年7亿美元），而“旺角”工程的持续建设使得93年在中国香港地区的投资增加为1亿美元（1992年为2亿美元）。

1993年在美国的资本和勘探支出总计24亿美元（美国国外的为58亿美元）。预计1994年的资本和勘探支出与1993年相当，并维持一个相似的全球性分布。

1993年末的资本项目合约大致为33亿美元，最大的一笔是香港地区旺角工程的13亿美元的合约（1992年类似的合约为19亿美元）。公司预期以内部创造的基金来维持大部分合约。

资料来源：Exxon Corporation 1993 Annual Report.

也许，埃克森公司的讨论相对于MD&A披露要求的最大不足在于对已知的趋势和不确定性的披露。在埃克森公司对1993年经营成果的评论中这方面的信息非常少。倒有一些对场地维护成本和环境的不确定性的讨论。但是，埃克森公司对其风险和不确定性的讨论仅仅局限于财务报表中已适当提及的东西，并认为很少有什么其他影响，而且也没有其他能很大改变未来经营成果和财务状况的事项及这方面的不确定性。

然而，对埃克森这么庞大而复杂的跨国公司来说，其管理上没有令人担忧的事情是让人感到有点吃惊的。

前面讲过，SEC的规章S-K鼓励公司提供财务预测。然而，埃克森公司没有在MD&A中提供多少前瞻性的信息。实际上，它根本没有提及公司未来一年或若干年的管理计划或预测，也没有对公司未来经营状况是否比过去期间要好发表看法。

可以认为，埃克森公司的MD&A只是勉强符合MD&A的披露标准。尽管它做了大量的讨论以帮助使用者解释年报，但是，只要仔细地分析财务报表及补充披露，这些信息就都能够获得。同样在它的MD&A中并没有有关趋势及不确定性的细节性信息，而且，也没有财务预测。

小结

MD&A代表了政府管制机构朝着超出GAAP要求的方向迈出了一大步。原因可能是FASB对

会计所做的建议主要是财务报表及其附注，而 SEC所关注的则是对包含在年报中的管理人员所做的讨论加以管制。

MD&A所做的特定要求本身就很有意义，因为它们确定了主要的报告准则和管理人员的责任。这些适用于所有在SEC注册的公司。

MD&A其意义还在于它进一步解释了决策有用性方法是如何影响并为主要的准则制定机构所接受。它具有增加市场获取信息的潜在能力。

4.8.3 未来导向的财务信息

财务预测准则 我们将讨论另一个扩充投资者获知信息的准则。在 1986年，AICPA公布了AT 200，命名为财务预测和计划。

AT 200不强求企业提供前瞻性信息，它只是为已提供了此类信息的会计人员作一个指导。

AT 200适用于财务预测和财务计划。财务预测反映企业预期可延续至未来期间的财务状况以及在此预期基础上计划所采取的行动。而财务计划除了上述内容之外，还需反映一个或更多的相关假设。实际上，财务计划是回答“如果这样，结果会如何”这样的问题，而预测是对企业计划活动的预期结果的估计。这里，我们只讨论财务预测，而且，我们集中讨论通用预测，即为一般公众所用的预测。

AT 200认为预测仅与其内在假设（如预期销售和生产）一样有用。重要的假设应在预测中予以披露。

有趣的是，AT 200回避了许多RRA的估计问题。当具体的预测期间未确定时，似乎期间理应为一年。这样，诸如对预期经常的、重大的修正问题（在第2章中这是RRA的主要问题）就不会出现。而且，由于预测的年限比较短，折旧及由此而导致的利率选择的难题也就避免了。

AT 200为了使财务预测对一般读者的有用性最大化而采取的措施是很有意思的。它不仅要求披露重大假设，而且建议“最好以历史财务报表格式提供预期财务报表”^[6]。很明显，其目的是提供一个一般易懂的预测模型，以增加使用者将其与过去实际结果进行比较的能力。另外，应指出的是，AT 200在其条款中要求以趋势预测取代单点预测。它认为趋势预测使得预测的不确定性本质更加突出。

如果已准备了财务预测，则 AT 200具有增进其披露的潜在能力。它大大超出了 SFAC 1所做的简单说明——报表信息使用者关于企业未来业绩的预测至少是部分建立在“对企业过去业绩的评价”基础之上。尽管预测未来获利能力、特别是预测超过一年的计划的责任在于使用者，财务预测仍然在过去与未来之间提供了一个重要的、潜在的、有用的联系纽带。而且，它这样做并未使公认历史成本财务报表的整体性受损。

一个财务预测的例子 尽管AT 200中有一项特别条款：财务预测“可以包括在含有历史财务报表的文件中”，然而，似乎这样的预测很少^[7]。但是在其他国家管辖区域内，财务预测却并不罕见^[8]。实例4-2给出了迈克·沃克·威尔豪斯公司(Mark Work Wearhouse Ltd.)（在多伦多证交所上市的加拿大公司）1991年年报的摘要^[9]。

对迈克·沃克·威尔豪斯公司财务预测的以下几点应予以注意：首先，期间是一年，不适用折现。迈克·沃克·威尔豪斯已选择提供一个趋势预测，亦经 AT 200允许；第二，注意到为了与当年已实现价值相比较，给出了关键的假设；最后，注意到其以前年度预测的坦率的期后衡量。迈克·沃克·威尔豪斯公司的财务预测是一个典型的例子，告诉我们如何超出了 GAAP和MD&A的最低要求来为财务报表使用者传播相关信息。

小结 对为什么一个公司（迈克·沃克·威尔豪斯）在自愿披露范围上超过另一个公司（埃

克森)的解释是很有意思的。一个原因是法律环境的不同。迈克·沃克·威尔豪斯可能觉得预测的不准确不大会引起法律纠纷。因为加拿大的法律环境要比美国宽松得多。

然而,另外一个原因可能是迈克·沃克·威尔豪斯希望传递其未来获利能力的预期的内部信息,特别是在其1991年亏损的情况下。这个信息不仅披露预期收益的数量,而且,表达了公司愿意面对提供通用预测可能带来的不利影响^[10]。另一个原因也可能是由于埃克森公司比较大,可能认为投资者早已从媒体及其他渠道了解了许多有关其未来预期的信息。因此,没有必要再做什么预测。

实例4-2

迈克·沃克·威尔豪斯 1991年年报财务预测摘要

预 测

截止1992年1月25日的未来52星期(一年)的每一有限制投票权股票及优先股股票收益预期为每股2到24加元。

在管理人员的眼里,建立在其判断基础上的财务预测表达了公司的最可能状况和公司最可能采取的行动。尽管这些假设在提出时是合情合理的,不过读者请注意它们可能是错误的。实际情况肯定与预测有所偏差,而且,偏差还可能很大。

公司完成财务预测的时间是1991年4月10日。公司公布给股东的财务报告或者是一张无需对预测做多大更正的报表,或者是最新更正的每股盈利预测和对重大更正的解释。

以前年度的预测的期后衡量

零售

零售额为178 318 000,比保守预测额少了14 065 000(由于经济衰退,上一年后三个季度的销售额降低)。假如没有公司由设立在渥太华和多伦多的销售中心的折价销售(在非常萧条的经济水平下,实行了更高的折扣率)进行的存货削减战略,零售额几乎不可能与去年大体持平。在安大略的销售额尤其令人感到失望,因为经济衰退对其影响最早也最为强烈。

过分削价出售,导致净收入比预测低15 845 000美元,比去年低8 338 000美元。广告支出超出预测2 271 000美元来支持倾销行动,以应付富有攻击性的削价行动的市场中的竞争。未预期的特许经营权的坏账和信息传递成本的提高,导致变动成本增加2 127 000美元。贡献毛益因此比计划少1 7983 000美元,比上一年少15 067 000美元。固定成本比保守预测低1 598 000美元,但比上一年高出1 0480 00美元,这样,税前收益比上一年少了175 000 00美元。

汽车的销售

1990年下半年本田中心新车和宝马中心旧车的销售波动使销售情况与乐观的预测趋为一致。然而,净收入比乐观预测水平低1.1%,比保守预测低1.0%(导致净收入为8 259 000美元,比保守预测低170 000美元)。GST的发布对旧车市场的压力(一笔75 000美元的旧车存货的冲销)是净收入下降的主要原因。费用比保守预测低124 000美元。税前收益总额为174 000美元,比保守预测低46 000美元。

(续)

	1991年1月26日	1992年1月25日	
	已实现额定	保守估计	乐观估计
零售			
销售收入/千美元	\$178 318	\$150 787	\$163 832
每平方英尺销售额	\$296	\$ 276	\$ 300
同一销售中心销售增长率(减少)(%)	(1.0)	(6.3)	1.9
销售毛利(%)	31.3	36.6	36.3
税前收益(损失)/千美元	\$ (10 787)	\$ 359	\$ 4 031
存货周转率	2.5	2.6	2.8
贡献毛益(%)	9.6	17.7	18.8
汽车			
销售收入/千美元	\$58 882	\$ 60 504	\$ 62 683
新车销售额	1 766	1 897	1 925
旧车销售额	1 321	1 374	1 519
净收益率(%)	14.0	14.3	14.4
税前收益/千美元	\$ 174	\$226	\$ 483
固定成本(%)	74.5	77.1	78.5

资料来源: Mark's Work Wearhouse Ltd., 1991 Annual Report. Reprinted by permission.

4.9 总结及结论

有效证券市场理论对财务会计来说,有重大的启示。其中之一是有效性的定义是相对于一定量的、为公众所知的信息而言的。财务报告在增进这一定量信息的数量、及时性、准确性方面起了很大的作用。

充分披露的例子包括 MD & A 和财务预测。所有这两个准则都具有传递超出传统的历史成本财务报表信息的潜在能力。这种潜在能力不仅仅在于披露什么信息,披露预测或不披露预测、或者披露超出一般 MD & A 要求的程度,这一行动本身就告诉了市场关于该公司的一些信息。

充分披露有两个主要好处,而且能够同时达到。一是使得投资者能够做出更好的决策,另外是增进证券市场能力使投资直接投入到最有生产效率的地方。之所以两个好处能同时达到,是因为供给需求决定了市场价格,而好的信息能促成更具信息含量的买卖决策。

比弗(1973)的分析揭示了有效证券市场理论的另一个启示。即只要公司所采取的特定的会计政策不会带来现金流量的差异,并且公司披露了其所采用的会计政策,而且投资者都有足够的信息从一个会计政策转移到另一个会计政策,则公司所采取的特定会计政策便不甚重要。依照有效证券市场理论,其原因在于投资者能“看透”报告净收入中所内涵的未来现金流的信息。在这个过程中他们会考虑计算净收入的具体会计政策。这样,一旦公司所采取的会计政策被充分披露,则无论公司是采取何种摊销政策,石油天然气的勘探是采用成效成本法或全部成本法、递延所得税递延抑或流尽,都不会影响他们的证券的有效市场价格。因此,充分披露原则扩展到了会计政策的披露。

会计人员日益理解信息在决定证券价格中的作用。实质上,市场价格综合了投资者集体的信

息处理及决策能力。这样，市场价格本身就有大量的信息内涵。投资者个人在决策时可视其为一个参考。

然而，这个过程有内在逻辑的冲突。因为如果价格是有充分信息内涵的，那么就没有人会费劲去收集其他的、花费成本的信息。实际上，市场价格内含了自我崩溃的动因。然而，有两个因素可以阻止价格的崩溃：

- ▶ 噪声及流动投资者对于市场价格来说是随机的因素，阻止了市场价格作为终值的充分信息内涵。
- ▶ 信息不对称，尤其在有内部信息的情况下，意味着不是所有的相关信息都能为公众所知，这样，如果投资者能获取某些内部信息，他们就有可能获取超额收益。改进的披露，如MD & A和财务预测，可以在这方面为投资者提供一些帮助。

正比如弗（1973）所说的，会计人员正在与其他信息渠道展开竞争。我们知道市场价格是其中的一个。我们将市场价格视为综合了所有在财务报表披露前的相关的其他信息。问题在于：理性的投资者利用财务报表以获取信息是有成本效益的吗？会计人员对此的回答是：充分披露。通过增加财务报告的信息内涵，会计人员不仅可以保持竞争优势，而且也能够通过减少内部信息所带来的负面影响以增进整个社会的福利。

这样，我们看到如果历史成本会计能够面对竞争性的挑战，并有效地提供相关可靠的信息，那么对投资者来说，历史成本会计将是有益的。此外，充分披露如脚注、MD & A、财务预测也能增进相关性。如果投资者确实发现会计信息是有用的，那么证券价格将对信息做出反映。在下一章，我们将讨论这方面的实证证据。

注释

- [1] 更普遍地说，随机波动大致为一趋势线。例如，证券的价格在整个时间看来可能是向上的趋势。
- [2] 这种异常收益不应和例2-2中P.V.公司的异常盈利混淆。尽管意思是一样的，但这里指的是“市场”收益率，而异常盈利指的是“会计”净收入。
- [3] 最小平方回归法所估计的 β 与3.7.1中所讲的 b 的计算不一致。回归法只是简单地给出估计 β 的便利方法。注意到在回归模型中某一自变量的相关系数的定义——即自变量(R_{jt})每变化一单元，因变量(R_{Mt})变化的数量，这才是 β 的确切定义。正如3.7.1中解释的， β 衡量的是当市场收益变化时，某个证券收益的变化强度。
- [4] 摘自美国注册会计师协会（AICPA）会计原则委员会（APB）第22号意见书（1971），第八段。
- [5] 这里假设披露是可信的。披露的可信性可由审计加强。
- [6] 摘自AT 200.67。
- [7] 引自AICPA的AT 200.46。注意到，正如4.8.2中提及的，SEC鼓励披露前瞻性信息作为MD & A的一部分。
- [8] 一个原因可能是在其他国家管辖区域内有一个更宽松的法律环境。这样一来，SEC为那些自愿披露前瞻性信息的公司提供了一个“安全的庇护”（SEC的规章S-K，

229.303(a)7)。如果预测被发现是不准确的，公司可得到 SEC 的原谅，但却不能避免其他使用者的起诉。

[9] 迈克·沃克·威尔豪斯提供的信息预测与加拿大特许会计师协会（CICA）会计准则委员会的（ASB）CICA 手册第 4250 款是一致的。广义地讲，CICA 的 4250 款是与 AICPA 的 AT 2000 是一致的。

[10] 从中我们可看出财务预测可能带来危害。迈克·沃克·威尔豪斯的 1992 年年报显示 8 759 000 美元的净损失，远低于保守预测中的 585 000 美元的赢利。

问题与案例

1. 有两个大小与风险相同的公司同时公布年报，且净收入数字相同。年报公布后，一个公司的股价强劲上扬，而另一个公司的股价几乎没有什么上升。请解释为什么市场会对相同状况的公司呈现不同的反映。

2. A 与 B 两公司的股票均在有效市场中交易，两个公司大小风险相同，且公布了相同的净收入。然而 A 公司存货采用 LIFO 法，资产折旧采用递减余额法。B 公司存货采用 FIFO 法，资产折旧采用直线法。哪一个公司的市盈率会更高？或相等？（假设在有效市场下）

3. 一些公司会公布财务预测。然而很少有公司会公布未来现金流入的折现值，但对 FIFO 法会计政策的公布却不然，这是为什么呢？对财务报表的使用者来说哪一个更有用？

4. 应用信息不对称概念，回答下面的问题：

a. 新车商比旧车商卖旧车（相同型号生产时间及状况）价格更高，为什么？

b. 为什么火灾保险条款中含一个 150 美元的扣减项？

c. 为什么人寿保险公司在为客户投保时会要求其先做一个身体检查？

d. 一个公司试图发行新股筹资。在发行股票前，公司聘请知名投资公司为其设计宣传发行工作，并且转请“六大”会计公司做审计业务。为什么？

5. 财务新闻在多大程度上能为投资者提供一个相关的信息？其与财务报表信息相互冲突或相互补充？

6. 通常我们认为审计能增加财务报表信息的可靠性。请用决策理论解释增加的可靠性如何对投资者有用。审计除了增加可靠性外还有其他信息内涵吗？

7. 1993 年 1 月 21 日，《华尔街日报》报道通用电气（GE）公司 1992 年第四季度收入上涨 6.2% 至 13.4 亿美元，每股收益为 1.57 美元。创造了一个新记录且全年收入为 47.3 亿美元，每股盈余 5.51 美元。在对异常项目调整后，1992 年的正常营业收入比上一年增长 10% 左右。

《华尔街日报》亦报道了财务分析家的预测：第四季度每股盈余 1.61 美元全年每股盈余为 5.50 至 5.60 美元。一位财务分析家仍评价通用公司 1992 年“业绩尚不错”。

然而，在第四季度盈利宣告同一天，纽约证券交易所通用电气公司股价下跌 1.50 美元至 82.625 美元。

要求：

a. 解释这个现象（两个原因）；

b. 用 CAPM 来解释新信息如何导致股价下跌；

c. 除了通用电气的盈利宣告，请给出另外一个造成公司股价下跌的原因。

8. 阿塔拉斯（Atlas）公司是公开上市公司，它属于多变的行业。其股票市价对盈利反映强烈。

公司年度股东大会即将召开，董事长非常担心会遭受持反对意见的股东的攻击。

反对意见集中的一点是公司的折旧政策。股东抱怨“余额递减法”过于保守，严重降低了每股盈余数字以至于公司股价被人为的压低。股东威胁说，将起诉经理人员和董事会，要求其“赔偿股东股价的损失”。

董事长想请你帮助他预期反对意见提出辩解。

要求：以备忘录的形式写出你建议董事长该如何辩解。

9. 下文摘自《全球邮报》(1993年2月2日)，描述了SFAS 106“退休福利会计”对通用及福特公司的潜在影响。例如，通用被要求记录一笔208亿美元的负债，其股东权益从278亿美元减至70亿，降低了近75%。

要求：解释证券市场对此信息如何反映。

通用将承担208亿美元负债 ——退休福利金敲响了警钟 (联合社)

(亚特兰大)通用汽车公司董事会昨天宣布公司将为新的退休福利费计算方法而承担208亿美元的费用。这一费用并不影响公司的现金流量。但却给公司带来了创纪录的盈利减少(以前的最高纪录为1991年的44.5亿美元的盈利减少)。

包括会计变更及其他损失，1992年通用公司盈利减少可能达到230亿美元。

208亿美元的费用并不需支付现金。但它使得通用公司的净值减少至70亿美元，但仍足以支付股利。

此外，通用还宣称其第四季度承担一笔74.4亿美元的全国汽车租赁系统构建费用。而在其早期呈送给SEC的文件中却预计该费用为30亿美元。

FASB所要求的会计变更对三大汽车制造商造成了重大影响。

福特公司宣布其将为会计变更承担75亿美元的费用。克莱斯勒公司宣称其并没有决定将其47亿美元的费用一次冲销或在20年内摊销。

通用预计采用新会计准则将承担160亿至240亿美元的费用。208亿美元的实际费用涉及其工人、通用电气公司、财务公司和通用维修公司。

公司的EDS分公司并没有支付健康福利金，所以其避免了这一会计变更导致的费用。

资料来源：Globe and Mail, Report on Business, Canada's Business Newspaper,™ February 2, 1993.

Reprinted by permission of the Associated Press.

10. 下面的短文摘自《华尔街日报》(1992年11月30日)

要求：

- 文章指出公司盈利未达到财务分析家的预测时，公司股价大幅下跌。这与证券市场的有效性一致还是属于反映过于强烈？
- 解释为什么“持续地传递给投资者相关前瞻性信息”对投资者及公司的竞争地位有利。

c. 为什么“持续披露政策”减少了法律诉讼而不是增多？

巨大预期的祸因

巴鲁克·列夫

惠普(HP)公司的股东在8月7日星期五股价下跌18%，一天损失了30亿美元。难道是因为这个巨大的电器制造公司销售或盈利降低了？新生产线停产？或者陷入严重的财务困境？都不是。

在日益衰落的世界市场中，惠普公司的销售额及盈利在过去10个季度内持续增长，上两个季度增长40%；没有主要的生产线停产；公司的竞争地位也没有降低；财务杠杆是全美公司中最低的一个。股价下跌的原因是惠普公司宣布尽管销售上升15%，盈利却与前一季度持平，这大大低于财务分析家的预测。

并非只有惠普公司如此。哈利·戴维森(Harley-Davidson)公司在1991年10月23日和24日两天损失了31%的市场价值（其宣布季度盈利为每股49美分，升幅达36%）。原因在于财务分析家的预测为60~80美分。

达到财务分析家的预测是保持股价稳定的条件。盖普(Gap)公司宣告其季度销售增长了30%，盈利增长50%。然而，这被人视为是令人失望的表现（股价下跌了5%）。用一位财务分析家的话说，“投资者有理由相信盈利应超过预期。”

股价的下跌在于没有或勉强达到预期，这损害了公司、经理人员和股东的利益。“令人失望的盈利表现”通常导致股价的过度反映（哈利·戴维森公司的股票在盈利公布后的三个交易日内恢复并上扬25%）。这会因恐惧而将股票抛售的股东带来损失。而且影响股东对证券市场稳定性的信心，从而提高了筹资成本，减缓了公司的发展。

但最严重的后果是法律加在经理人员及审计人员（未达到预期）的责任。当然，盈利出奇得低并不必然意味着经理人员先期知道且没有告知投资者，经理人员对盈利的低下也感到震惊。然而，任何时候股价跌落一定限度，一些律师总是会起诉经理人员其未预先告知投资者，而且事实上90%的诉讼都能成功。

具有讽刺意味的是，财务分析家的预测并不总是准确的。当财务分析家的预测表面上比简单的推测更为准确，短期财务分析家的盈利预测（60天）并不比过去盈利的平均数更准确。而且财务分析家似乎过分对公司宣布的大幅盈利变化敏感。许多情况下公司未达到预期是因为财务分析家过于乐观的估计。

在经济如此好的时代里乐观一点有什么错？没有什么。不过，乐观的估计在盈利公布时不可避免的会导致失望的产生。盈利宣布导致股价下跌、巨额的诉讼费用以及管理人员的解雇。诉讼的压力还迫使经理人员不计成本的去达到预期。这对投资者及企业的竞争地位是有损害的。

很多导致股价波动的对盈利的过分反应可以通过不断传递相关的前瞻性信息来避免。然而，这些却经常致使经理人员被起诉“误导投资者”。在一份对300家与预期相差甚远的公司的调查中，我发现只有1/15的公司公布定量的预测盈利及销售。如此缺乏沟通，投资者大为失望也是必然的。

(续)

有效的沟通要求定期披露主要计划（如新的投资、公司联合、产品勘探）及其对短期、长期盈利的影响。这可以为投资者提供有价值的预期信息，并减少其对财务分析家的依赖。沟通也会使经理人员与财务分析家的意见一致。当财务分析家的预测与经理人员的不一致时，最好引导（但不是操纵）他们。例如，去年11月，金佰利-卡拉克(Kimberly-Clark)公司的首席执行官公开警告财务分析家对公司1992年业绩的估计过于乐观。

有时，经理人员披露的有效性可为实际行动（如多发股利、回购股票、增加经理人员及董事会成员的持股数）。1991年9月，通用爆破公司宣布高盈利预期。为减轻投资者对公司国防契约的怀疑，公司宣布增加股利及股票回购的计划。

为保持经理人员的可靠性，重要的是同时传递有利及不利信息。同样重要的是不要通过会计来伪造不利信息，要防止并应付投资者的逆反倾向。

持续有效的披露策略可以使股价波动最小化，使股东相信市价正确地反映了公司的真实价值，而且可以减轻法律诉讼的危害。

11. 在4.8.3中讨论过，公司可能在年报中披露财务预测。然而在美国，这类披露很少。《华尔街日报》一篇标题为：《SEC与法律的对抗》的文章，指出这是因为当公司的预测与后来实际情况不符时，经理人员容易遭到法律诉讼。

这篇文章指出，1985年，预计支付5.29亿美元的法律诉讼费用。1993年这类费用上升至14亿美元。这导致许多公司不愿披露前瞻性预测，限制了投资者可得到的相关信息。旨在保护投资者的SEC当然希望此类限制尽量减少。

文章建议SEC采用“公司判断原则”。在这一原则下，SEC可以保护经理人员及董事会不会因为未披露前瞻性信息而遭到诉讼。同时，SEC应采取措施以防止公司披露“有冲突的缺少可靠性的信息。”要求：

- a. 如果公司被鼓励披露财务预测，这对证券市场的有效运作有什么影响？你能指出法律环境可能有助于证券市场有效运作的例子吗？
- b. 这篇文章指出如果SEC能够鼓励披露财务预测，这对投资者来说是一大利益。请解释为什么会对投资者有利。

12. 《华尔街日报》（1993年3月4日）刊登了一篇文章，标题为“财务分析家在证券市场中遭受重创！”文章描述了近来由《华尔街日报》发起的四个投资分析专家与随机投资策略之间的竞赛。

竞赛始于1988年。每一次竞赛为期6个月。四位投资分析家采用投资组合策略，而记者随机选取股票作为其投资组合。

文章指出，6个月后的2月28日，由四位专家组成的团体失败，“比随机组合相差竟为42.3%”。道琼斯指数平均上扬2.5%，然而专家投资组合却损失26.7%，随机组合盈利15.6%。不过，累计到现在的竞赛结果是财务分析师领先：18比15。

要求：

- a. 用有效市场理论解释为什么“随机”组合可能是好的投资策略？
- b. 18比15的结果在多大程度上证明了证券市场的有效性？请解释。
- c. 竞赛没有控制专家组合与随机组合的可能的风险差异。假设专家组合选择一个风险更大的投资策略，你对第二个问题的看法会有什么改变？请解释。

决策有用性的信息观

5.1 概述

俗话说：“布丁好不好，尝过就知道”。从一般意义上讲，如果有效市场理论和基于它的决策理论是对现实的合理描述，那么我们就应注意到证券市场价值对新信息做出的预测性的反应。

这导致了会计上的实证研究。尽管我们难以设计实验来检验决策有用性的影响，但会计研究已经证实了，证券的市场价格确实并且至少能对会计信息中的净收益做出反应。对此，鲍尔和布朗(Ball and Brown)于1968年首次提供了可靠的证据。随后，人们对证券市场反应的其他方面也进行了大量的实证研究。

根据这些研究，会计信息可以帮助投资者估计证券报酬的期望值与风险，并且似乎确实对他们有用。投资者只要考虑例 3-1 中贝叶斯理论的运用，便会发现，如果会计信息没有信息含量，那么，人们在获取此信息后将不会改变其信念，因而就不会产生买卖决策。没有买卖决策，价格也就不会发生变化。实质上，只有当信息能改变投资者的信念和行为时，它才是有用的信息。而且，信息的有用程度可以通过其公布后所导致的价格变化程度来衡量。

这种把有用性等同于信息含量，被称之为财务报告的信息观，它是一种从1968年起就在财务会计理论和研究中占统治地位的方法。正如 3.8节和4.8节所论述的那样，它已被主要的会计准则制定组织所采纳。该观点认为，投资者希望对未来证券报酬做出自己的预测（而不是让会计人员在理想条件下替他们做预测），并“吸收”这方面的所有有用信息。正如前面提到的，实证研究已经表明，至少有部分会计信息被认为是有用的。而且，该观点还指出，通过市场的反映以及相应的实证研究，这样可以引导会计人员把握投资者重视和不重视的信息，从而帮助他们进一步提高信息的有用性。

然而，在将有用性等同于证券价格变化程度时必须注意，这并不是意味着，只要会计人员能根据市场对信息的反应来决定所要提供的财务报表信息，社会状况就一定会较好。因为，信息是一种非常复杂的商品，它的个体价值和社会价值是不同的，其中一个原因就是成本。财务报表使用者一般不需要为使用这些信息而直接支付费用，结果，即使社会成本（即公司产生和报告这些信息所导致的成本，以提高产品价格的方式体现出来）高于所增加的有用性价值，他们仍然可能发现信息是有用的。而且，信息对人们的影响是不同的，需要进行复杂的成本—效益权衡来协调不同团体间的利益冲突。

当然，这样从全社会角度进行的考虑，并没有使信息观失效。会计人员仍然可以通过提供有用的信息来努力提高自己在信息市场中的竞争地位。而且，如果证券价格能为投资机会提供好的指示器做用，那么证券市场将会更加有效。然而，会计人员并不能宣称，那些能够产生最大市场反应的会计政策便是“最好的”。

5.2 研究问题的概要

5.2.1 市场反应的原因

我们首先回顾一下为什么我们要预测公司的股票市场价格会对财务报表信息做出反应。在本书的大部分内容中我们将把财务报表信息限定在报告净收益上。净收益的信息含量已经成为广泛的实证研究的主题。财务报表其余部分的信息含量将在第 5.8节和第6章进行讨论。

考虑下面的一些预测，它们是关于投资者行为对财务报表信息所做反应的预测：

1. 投资者对公司股票的期望报酬和风险有一些先验概念。这些先验概念是基于包括市场价格在内的公司的当期净收益公布之前所有公开可利用的信息。即使这些先验概念是基于公开的可利用信息之上的,但它们并不需要完全一样,这是因为投资者所获得的信息量和解释所获得信息的能力是不同的。这些先入之见也可能包括对公司现在和未来盈利能力的期望,因为证券的未来收益至少将部分依赖于盈利能力。

2. 在当年净收益公布之后,一定投资者将会通过分析收益值从而获得更多的信息。例如,如果出现高的净收益,或高于所期望的净收益,这便是利好消息。根据贝叶斯理论,一些投资者将会增强他们对未来盈利能力和报酬的信心。另外那些对当期净收益有着更高期望的投资者,则会将同样的净收益值解释为利空消息。

3. 投资者若对未来盈利能力和报酬的信心有所增强,他将愿意以当前的市场价格买入公司股票,反之亦然(这也可能改变他们对这些股票的风险估计)。

4. 我们期望将观察到,在公司公布其净收益后不久股票成交量会放大。此外,投资者的先验概念和他们对当期财务信息的解释的差异越大,成交量就越大。如果把报告净收益解释为利好消息的投资者多于解释为利空消息的投资者,我们期望将看到该公司股票的市场价格会上涨。反之亦然。

1968年比弗在经典研究中验证了成交量的反应。他发现在盈利公布的那个星期成交量呈戏剧性的增加。比弗的有关发现将在本章的第8个问答中做进一步详述。在本章后面部分,我们将集中讨论市场价格的反应。市场价格反应与成交量反应相比,前者对决策有用性提供了更为有力的检验,因为我们可以利用更好的模型来预测价格反应,例如资本资产定价模型(CAPM)(4.3节)。而利用成交量则难以清晰地进行精确的预测。

你将看到前述的预测是紧扣第3章、第4章的决策理论和有效市场理论的。如果这些理论与会计人员有关联,那么他们的预测将从实证研究中得到证实。正如这些理论让我们所相信的那样,实证研究人员可以通过取得公布年报的公司的样本,并研究在盈利公布时成交量和价格是否对利好或利空消息做出反应,从而对所做的预测进行检验。

然而,基于许多原因,这并不像看起来那样简单。

5.2.2 寻找市场反应

1. 有效市场理论意味着市场将对新的信息做出快速反应。因此,知道当年的报告净收益首次在何时公布是很重要的。如果研究人员在几天以后再去寻找对成交量和价格的影响,那么,即使影响确实存在也可能观察不到。

通过利用金融媒体如《华尔街日报》报道的公司净收益的日期,研究人员已经解决了这个问题。如果有效市场发生作用,那么在该日期前后几天内的狭小窗口里,将会存在这种反应。

2. 报告净收益被评价为利好消息还是利空消息,是相对于投资者的期望值而言的。如果一家公司报告净收益,比如说是200万美元,刚好是投资者所期望的(比如说通过季度报告、公司领导的演讲、分析家的预测或者也许是来自管理当局讨论分析书(MD&A)的有前瞻性的信息和预测),那么该报告净收益几乎没有什么信息含量。因为,投资者已经根据较早的信息改变了其信念。然而,如果投资者期望净收益为200万美元,而报告净收益为300万美元,那么,情况就会完全不同。这种利好消息将会使投资者迅速改变对公司未来前景的信念。

这意味着研究人员必须取得一个代表值,用来表示投资者的期望净收益。这可以采用分析家

们对季度或年度盈利的预测，或者通过设计公司过去的净收益的时间序列来估计期望净收益。一个简单的模型是，令当年的期望净收益与上一年的相同。那么，净收益变化就代表它的非期望部分。1987年布朗、格里芬、海格曼和泽米捷乌斯基 (Brown, Griffin, Hagerman and Zmijewski) 在研究一家预测组织的季度预测业绩时所提供的证据表明，分析家们的预测精度优于时间序列模型的预测精度。另一种用于较早研究中的方案是，计算一个“会计 β 系数”，即估计一家公司的报告历史净收益与所有公司的平均历史净收益之间的线性关系。若给定当年所有公司的平均净收益，则该公司的期望净收益可根据线性关系估算出来。例如，如果过去 5 年来某公司的净收益是所有公司平均净收益的 1.2 倍，且今年所有公司平均净收益为 100 美元，那么该公司的期望净收益则为 120 美元。

3. 在这里，总会发生许多事件影响公司股票的成交量和价格。这意味着市场对报告净收益的反应是很难被发现的。例如，假设某公司公布它的当年净收益，包含利好消息，同一天联邦政府首次宣布赤字有大量增加。这一消息可能影响市场上所有或大部分证券的价格，这可能反过来掩盖了该公司公布盈利的影响。因此，把这些影响股票报酬的因素分开是合乎需要的。

5.2.3 分离系统因素和特定公司因素

正如第 4.3 节所叙述的，市场模型广泛用于分离对证券报酬产生影响的系统因素和特定公司因素。图 5-1 给出了第 t 期第 j 个公司市场模型的图示，这里，我们假设期间为 1 天。研究人员有时也使用更长的期间，如一周、一个月或一年，甚至也可以是更短的期间。

图 5-1 说明了 j 公司股票收益与市场投资组合 (例如以道琼斯指数为代表) 之间的关系。

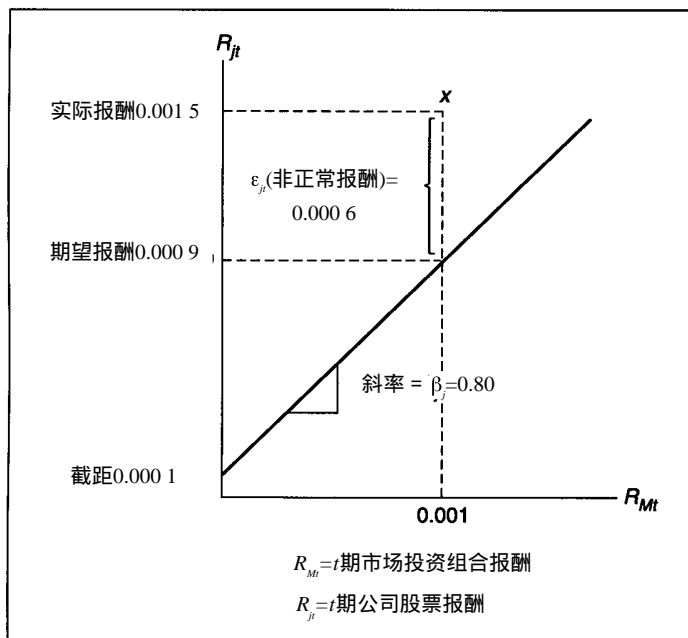


图 5-1 用市场模型分离系统和特定证券报酬

图5-1描述了第4.3节中的市场模型：

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \varepsilon_{jt}$$

正如第4.3节所叙述的那样，研究人员将获取 R_{jt} 和 R_{Mt} 的历史数据，使用回归分析方法来估计模型的系数。这里假设 $\alpha_j = 0.0001$ 和 $\beta_j = 0.80$ ，如图5-1所示^[1]。

在《华尔街日报》查阅当期盈利的宣布日期后，现在研究人员可以根据 j 公司的市场模型进行估计。我们把这一宣布日期叫做“第0天”。假设第0天道琼斯指数报酬为0.001^[2]。那么根据 j 公司的估计市场模型便可预测它在这一天的股票报酬。如图5-1所示，它的期望报酬为0.0009^[3]。现在假设 j 公司第0天的股票实际报酬为0.0015，于是实际与期望的报酬之间的差额为0.0006（即这一天 $\varepsilon_{jt} = 0.0006$ ）。这里的0.0006是那一天 j 公司股票的非正常（也叫非期望或特定公司）报酬的估计值^[4]。这一非常收益也可以解释为第0天 j 公司股票扣除系统因素后的股票报酬率。请注意，这种解释与例3-3是一致的，在那里，我们把影响股票报酬的因素分为系统因素和特定公司因素。目前的程序为这一区分提供了一种可操做的方法。

5.2.4 报酬与收益的比较

现在，实证研究人员可以把前面计算出来的第0天的股票非正常报酬，和该公司当期报告净收益的非期望部分进行比较。如果非期望净收益是利好消息（即正的非期望净收益），那么，在有效证券市场条件下便会出现正的股票非正常报酬，这证明，在一般意义上，投资者对盈利的非期望利好消息做出了顺利的反应。若当期盈利宣布是利空消息，则相似的推理方法同样适用。

为了提高研究的功效，研究人员也许希望同样地比较第0天前后的情况。例如，有效市场有可能提早一两天获悉利好或利空的盈利消息。相反地，当市场在消化信息时，尽管有效市场表明任何超额报酬都会很快消失，但正的或负的股票非正常报酬还是有可能延续一两天。因此，总合第0天前后的三五天狭小窗口内的股票非正常报酬，似乎比仅验证第0天的来得更为合理。同时，这也可防止当期盈利在金融媒体上公布的日期与该信息公开可利用的日期不一致的可能性。

如果对利好或利空消息，某一公司的样本群产生了相应的正负股票非正常报酬，那么，研究人员就可能得出结论，这支持了基于决策理论和有效市场理论的预测。而这也将反过来支持财务会计报告的决策有用性方法，因为，如果投资者没有发现报告净收益信息是有用的，那么市场反应将无法被观测到。

当然这种方法不是十分简单的，其中使用了许多假设和估计。一种复杂情况是公司盈利公布时，其他的特定公司信息也纷纷随兴而至。例如，如果 j 公司在公布当期盈利的同一天宣布股票分割或改变它的股利，那么，我们将很难知道市场是对其中一个还是另一个因素做出反应。然而，研究人员在处理这类问题时，可以简单地把这样的公司从样本中剔除出去。

另外一种复杂情况是对公司 β 值的估计，它需要像图5-1那样把系统的股票报酬和特定公司的股票报酬分开。正如所提到的，这种估计通常利用市场模型对历史数据进行回归分析而得到。那么 β 估计值就是回归线的斜率。然而，公司的 β 值可能一直在变化，例如，就像公司营运或资本结构变化一样。如果 β 估计值不等于真实的 β 值，这将影响对股票非正常报酬的计算，也就可能导致研究结果的偏差。

有许多方法可以处理这种复杂情况。例如，可以采用第二种观点，通过财务报表信息，而不是市场数据，来估计 β 值（将在5.7节讨论）。另外， β 值也可从盈利公布后的期间估计，并与公布前的估计值进行比较。

这些简单步骤的基本原理是市场模型，它仅仅是一个模型，并不能保证充分描述产生股票报酬的实际过程。同时，这里也存在许多可利用的市场投资组合报酬指数，道琼斯指数仅是其中之一。应该选用哪一个呢？因此，由于构造模型和度量问题，在计算股票非正常报酬时，通过 β 进行估计与通过控制风险进行消除，这两种方法相比前者可能会出现更大的误差^[5]。

布朗和沃纳(Brow and Warner, 1980)用模拟研究对这些问题进行过检验。尽管存在如前所述的构造模型和度量问题，布朗和沃纳仍得出结论：对于月收益窗口，市场模型的程序（即 5.2.3 节描述的模型程序）比其他各种可选方案，表现得更加合理（这包括前面提到的两种）。因此，我们将集中讨论这个模型程序。

使用市场模型的程序，我们的确可以看到，市场对盈利信息的反应与理论所预测的一样。我们将回顾该反应的第一个有力证据，即著名的鲍尔和布朗于 1968 年所得的研究。

5.3 鲍尔和布朗的研究

5.3.1 方法与结果

1968 年鲍尔和布朗开创了会计上的资本市场实证研究的先河，这种研究一直持续到今天。他们第一次以令人信服的科学证据提出，公司证券的市场价格会对财务报表的信息含量做出反应。由于他们的基本方法现在仍在使用并得到拓展，所以值得对他们的论文作一简单回顾。他们的论文不仅提供了一种范例性的指导，而且对那些希望更好理解财务报告决策有用性的人起到了鼓励做用。

鲍尔和布朗以 1957 年到 1965 年 9 年间纽约证券交易所（NYSE）261 家上市公司做为样本进行检验。他们集中在盈利的信息含量上，排除了财务报表可能提供信息的其他部分，如流动性和资本结构。其中原因之一是，正如前面所提，纽约证券交易所的上市公司，一般在真正公布年报前就已经在媒体上报道了其盈利，所以确定其信息为公众所利用的时点就相对比较简单。

鲍尔和布朗首先度量盈利的信息含量。他们的度量是很粗糙的，只是简单地把报告盈利分为高于市场期望值（即利好消息）和低于市场期望值（即利空消息）两种。当然，这里需要知道市场期望值的代表值。鲍尔和布朗使用了两种代表值。第一种代表值是基于 5.2.2 节讨论过的会计 β 系数。他们是这样提出的：

- 如果某公司以前年度的收益以某种独特的方式与其他公司的收益相关，根据它们的历史相关关系和其他公司的当年收益，就可以得出该公司当期收益的条件期望值。这样除了认可的影响外，当期收益所携带的新信息量可以用实际收益变化值与它的条件期望值之间的差别来近似表示。（鲍尔和布朗的论文第 161 页）

第二种代表值是假设当期盈利的市场期望值等于上一年的实际盈利，即简单地认为非期望盈利就是盈利的变化。这种简单时间序列方法的结果类似于使用会计 β 系数方法的结果。我们将把注意力放在会计 β 系数方法上。

为了获得“历史相关关系的知识”，鲍尔和布朗研究了样本中各家公司 1957 年前的数据。例如，假设在 1957 年之前的几年里， j 公司的平均盈利变化^[6]是样本中所有公司的盈利变化的 75%。同时假设，1957 年样本中所有公司的平均盈利变化为 +100 美元^[7]。那么，1957 年 j 公司期望盈利变

化代表值为+75美元。实际上，该程序假设市场知道该历史相关关系，而且，市场很清楚在1958年以前，公司通常是怎样处理1957年的各种盈利，并相应地调整*j*公司的期望盈利值。现在假设，*j*公司在1958年2月份公布其1957年的盈利变化是+90美元，超过了期望值，所以鲍尔和布朗把1957年*j*公司归类为利好消息（GN）。对样本中所有公司从1957年到1965年进行同样的重复程序。这样，样本中各公司公布的盈利均可相对于期望值归类为GN或BN。

接下来，估计样本中各公司在盈利公布前后的股票市场报酬。这大部分是根据图5-1所示的股票非正常报酬程序进行的。惟一的区别是鲍尔和布朗用的是股票月报酬（1968年在计算机磁盘上无法获得股票日报酬）。

类似于图5-1，假设1958年2月纽约证券交易所市场投资组合报酬为0.001，得出2月份的期望报酬为0.0009。那么鲍尔和布朗将计算*j*公司1958年2月的股票实际报酬，假设为0.0015，得到2月份的非正常报酬为0.0006。由于*j*公司1957年的盈利是在1958年2月份公布的，而且它这个月的股票报酬比市场多0.0006。人们可能认为，之所以得到正的非正常报酬，是因为投资者顺利地对盈利信息做出了反应。

问题是：“整个样本中都是这种模式吗？”答案是肯定的。如果我们考虑样本中所有利好消

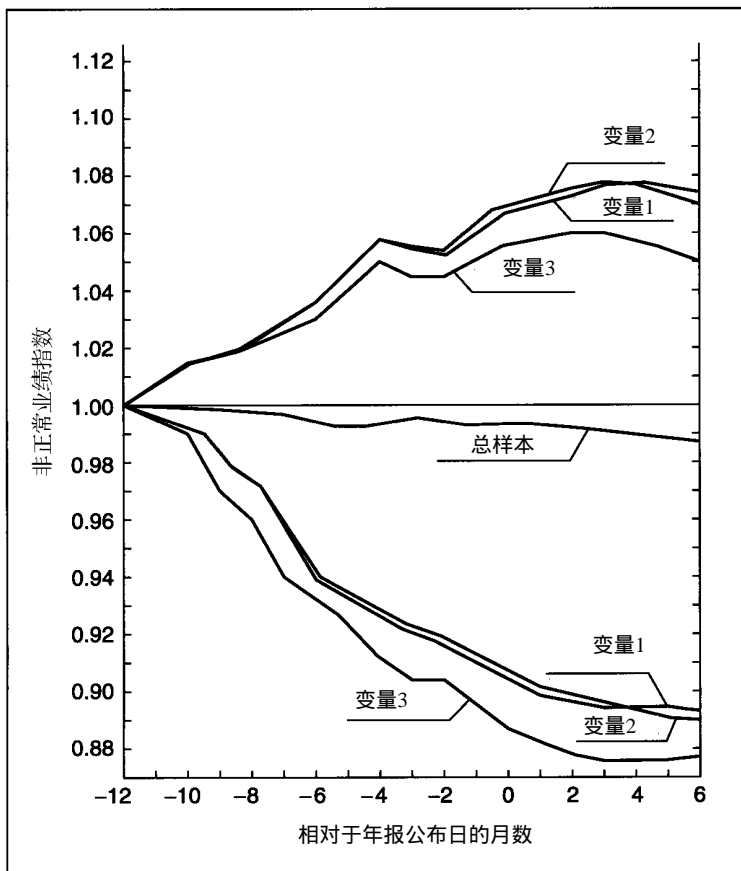


图5-2 公布利好和利空消息公司的非正常报酬

息盈利的公布（有1 231次），那么在公布盈利的那个月份里，正的平均证券市场非正常报酬将会更为显著。相反地，样本中1 109次利空消息盈利的公布，导致了显著的负的平均非正常报酬。这充分表明，证券市场在盈利公布前后一个月的狭小窗口内，确实对利好消息和利空消息做出反应。

在鲍尔和布朗的研究中，既有趣又重要的是，他们在计算证券市场非正常报酬时，宽大窗口包括了盈利公布月份（第0月）前11个月和后6个月。鲍尔和布朗计算了这18个月宽大窗口中的每月平均非正常报酬。其结果摘自鲍尔和布朗论文，如图5-2所示。

图5-2中的变量1采用报告的净收益做为盈利指标，变量2采用每股盈利做为盈利指标，变量3采用时间序列方法计算的每股期望盈利（变量1和变量2使用会计 β 系数方法）。可以看出，所有变量给出了相同的结果。图5-2的上半部分显示样本中发布利好消息的公司的累积平均非正常报酬，下半部分显示的是公布利空消息的公司的累积平均非正常报酬。

5.3.2 因果关系与相关关系

请注意，图中的报酬是累积的。而且，正如前面所描述的，虽然在第0月前后的狭小窗口内，有大量的平均非正常报酬增加（由于利好消息）和减少（由于利空消息）。但是，市场在差不多一年前就开始预计利好消息或利空消息。可以看出，如果一个投资者在公布利好消息一年之前买入所有利好消息公司的股票，直到公布该消息的月底才卖出，那么可以获得比系统因素报酬高7%的超额报酬。类似地，在公布利空消息前一年买入利空消息公司的投资组合股票，直到公布利空消息才卖出，就会产生将近9%的非正常损失^[8]。

这种较长时期的报酬表明，信息含量的宽大窗口和狭小窗口，对所进行的研究存在着重要的区别。如果在盈利公布前后几天（或如鲍尔和布朗的研究中的一个个月）的狭小窗口里，能观测到证券市场会对会计信息的反应，那么可以认为会计信息是市场反应的原因。因为在狭小窗口里，与净收益相比，影响股票报酬的特定公司因素相对较少。而且，如果其他因素，如股票分割或股利宣布，确实发生了，我们可以采取前面提到的方法，把受影响的公司从样本中剔除出去。因此，在狭小窗口下，证券报酬与会计信息之间的相关性说明，对投资者而言，会计披露是新信息的来源。

然而，在宽大窗口下估算报酬，会有许多其他因素影响。例如，某公司可能发现新的石油或天然气储备，参加前景看好的研究开发（R&D）计划，或者销售量和市场股票增加等。当市场通过媒体或其他途径获悉这些信息时，由于证券价格具有提供部分信息的本性，股价将开始上涨。也就是说，在一个有效市场中，证券价格将反映所有的可利用信息，而不仅仅是会计信息。因此，那些经营确实不错的公司便通过有效市场抬高它们的股票价格，从而使股票的非正常报酬增加。

虽然以历史成本为基础计算的净收益在反映这类事件时滞后于市场，但当窗口扩大时，这种滞后效果将会减弱。即在一段较长时期内，即使它们在初次被识别时存在滞后性，该期间内的报告净收益也可捕获更多的如前所述的经济因素的影响。1992年伊斯顿、哈瑞斯和奥尔森研究了这一影响，他们发现当窗口扩大到十年时，证券报酬与以历史成本为基础计算的盈利之间的相关关系增强。1992年沃尔弗德和威尔德考察了类似的影响，发现证券报酬与年度报告期间的盈利之间的相关关系，与季度报告期间的盈利之间的相关关系平均为10倍以上。

虽然证券报酬与报告净收益之间的关系会因窗口的扩大而增强，但应该指出的是，我们不能再认为报告净收益产生非正常报酬。至多只能说净收益与报酬是相关的。即两者都是与以公司经济绩效为基础的实际情况正相关的。

因果关系和相关关系，两者的结果与具有信息含量的会计证据是一致的。从长远来看，不管会计基础是什么，公司最后获得的报告总收益是一样的，而且，在一定限度内，将接近于理想条

件（参考第18道问答题）下的收益。但是，更小的窗口为决策有用性提供了更有力支持，因为它表明，是会计信息真正使得投资者改变信念，从而改变证券报酬。

5.3.3 盈利水平与盈利变化

回顾一下鲍尔和布朗把盈利的信息含量定义为实际值与期望值之间的差异，这里的期望盈利是根据与系统因素盈利相关的会计 β 系数估计得出，或者是根据上一年的实际盈利估计得出。

5.2.2节给出了对非期望盈利起做用的原因。

然而，在例3-1里，比尔·考雪丝采用的是盈利水平。具体地说，盈利水平高就是利好消息（GN），于是，盈利的利好消息（GN）就有两种不同的构造：

- ▶ 高盈利水平，如例3-1中；
- ▶ 高于期望值的盈利水平，如鲍尔和布朗的论文所述。

对于利空消息则相反。这两种构造都将导致投资者改变信念。但哪一个与当前或将来公司业绩的联系更紧密呢？即哪一个具有更高的信息系统主要对角概率呢？

在确定性的理想条件下，答案是明显的（因为在确定性下没有非期望盈利）。回顾例2-1中的P.V.有限公司。在 $t=1$ 期P.V.的净收益为17.36美元。奥尔森在1991年指出公司在 t 时刻的市场价值可以这样表示：

$$\begin{aligned} P_t &= \frac{1+R_f}{R_f} NI_t - D_t \\ &= \frac{1.10}{0.10} \times 17.36 - 0 \\ &= 190.96 \end{aligned} \quad (5-1)$$

令 $t=1$ ，这里， $R_f=0.10$ 是利息率，股利 D_t 为0。除了微小的舍入（凑整）误差，这与例2-1中P.V.公司第1期期末的市场价值190.91是一致的。

我们也可以根据市场报酬来表示这种关系，把它除以公司公开价值：

$$R_f = \frac{P_t - D_t}{P_{t-1}} - 1 = \frac{190.96}{173.55} - 1 = 0.10$$

重要的是，由于 P_t 可由 NI_t 表示，见式（5-1），因此，净收益水平就可用来解释市场报酬。

$$P_t = \frac{1}{R_f} \left[(1+R_f)(NI_t - D_t) - a_t \right] \quad (5-2)$$

奥尔森指出，这种结果能沿用到非确定性下的理想条件情形。具体地说，

$$\begin{aligned} P_t &= \frac{1}{0.10} [1.10(-23.97 - 0) + 50] \\ &= \frac{1}{0.10} (-26.37 + 50) \\ &= \frac{1}{0.10} \times 23.63 \\ &= 236.30 \end{aligned}$$

看做由营运现金流量净应计值构成,那么就可能期望市场对现金流量收益部分有个更强的反应,因为“双鸟在林不如一鸟在手”。虽然1987年威尔逊(Wilson)获得了1981年到1982年间,市场更偏好现金流量而不是应计值的证据,但是伯纳德和斯托伯(Bernard and Stober, 1989)在处理一个较长期间的研究中,仍无法重现或以不同方式解释这些证据。

或许应该看到这种不确定性,因为应计值包含一个随机部分。例如,对于可能影响应计值信息含量的可疑账户的修正、存货估价和折旧方法等,管理人员必须加以判断。一方面,如果管理人员使用应计值来影响或操纵报告净收益,这将降低其信息价值。另一方面,正如我们将在第11.5节里所讨论的,管理人员可以使用应计值策略来暗示它的内部信息,这将提高其信息价值。由于这些影响以相反的方向起做用,就市场反应而言,实际上可能很难实证地找到一种区分现金流量和应计值的方法。

我们将在第11章回头讨论盈利管理问题。这里,我们将集中于什么是鲍尔和布朗研究的盈利反应系数最可能的扩展。这种研究所提出的问题与比弗、克拉克和赖特的问题不同,也就是,对于给定的许多非期望盈利,证券市场对一些公司的反应是否大于对其他公司的反应?

5.4 盈利反应系数

鲍尔和布朗的研究得出的是平均意义上的超额证券市场回报。也就是说,就平均意义上而言,他们的研究展示了GN和BN公司分别享有正的和负的超额证券回报。当然,平均数会掩盖各种差异。因此,一些公司的超额回报可能会高于平均数,而另一些公司的超额回报则可能低于平均数。

这就产生了一个问题,为什么市场会对某些公司的好消息或坏消息的反应比其他公司的反应更强烈呢?如果能找到这一问题的答案,会计人员就可提高对投资者如何应用会计信息的理解,反过来,这又可促进会计人员编制更为有用的财务报表。

因此,自从鲍尔和布朗的研究以来,实证会计研究的最重要的方向之一,就是识别和解释市场对盈利信息不同反应,也就是对盈利反应系数(ERC)的研究^[9]。

定义:盈利反应系数是用来衡量某一证券的超额市场回报相对于该证券发行公司报告的盈利中的非预期因素的反应程度。

5.4.1 不同市场反应的原因

有许多原因可用来解释市场对历史成本基础盈利的不同反应,我们在这逐一回顾一下。

β 其他情况相同,公司未来期望报酬的风险越大,对规避风险的投资者来说,它的价值就越低。我们在3.7节已解释过,多样化投资者用 β 来计量某一证券的相关风险。因为投资者将当期盈利做为公司盈利能力和未来报酬的指示器,未来报酬的风险越大,投资者对给定数额的非期望盈利的反应就会越小。

为了阐述这点,回想例3-2中的托妮·迪费莱斯的效用随其投资组合报酬的期望值的增加而增加,随风险的增加而减少。假设托妮是位消息灵通的投资者,并可以迅速评估财务报告信息。她注意到其投资组合中的某一证券刚刚公布了好的盈利信息(GN)。因此,托妮修正并提高了对这一证券的期望报酬率,并决定多买进该证券;但是,如果该证券的 β 值比较高,多买进会增加其投资组合的风险^[10]。因此,她买进的数量就会少于 β 值低时所买进的数量。事实上,对于托妮对GN证券的需求来讲,高 β 值起到了“刹车”的做用。所有信息灵通而又规避风险的投资者都

会产生与托妮同样的想法。因此,在其他情况相同的情况下,当公司公布好消息时,股票的 β 值越高,投资者对该股票的需求就越少。当然,需求越少,就意味着相应的好消息所产生的市价和报酬的增长越少,因而,ERC 越低。

证券的 β 值越高,ERC 则越低。柯林斯和科萨 (Collins and Kothari, 1989) 及伊斯顿和泽米捷乌斯基 (Easton and Zmijewski, 1989) 的实证研究证明了这一结论。

资本结构 对高杠杆的公司,盈利的增加(息前)提高了债券和其他未偿债务的偿还可能性,因此也增加了其安全性。所以债务人,而非股东,会获得更多的好消息。因此,若其他情况相同,高杠杆公司的 ERC 与较少或无负债的公司相比要低。

德里沃、李和弗格 (Dhaliwal, Lee and Fargher, 1991) 的实证研究已证明高杠杆的公司的 ERC 较低。

持久性 我们认为,当期好或坏的盈利消息,其预期的将来持久性越强,ERC 将会越高。因此,若当期的好消息 (GN) 来自于新产品的成功引入或来自于有效的管理带来的成本大幅度降低,那么它的市场的反应将会高于来自于工厂或设备处置利得的好消息所带来的市场反应。对于后一种情况,若市场没有预料到利得,ERC 将为 1。因为公司的净资产会因这笔利得而增加,但是,没有理由期望这笔异常利得会再次发生。事实上,若市场会完全预料到这一出售资产的增值,ERC 将为 0。而在引进在新产品和成本降低的事例中,ERC 将大于 1,因为收入增加或成本节约会继续对未来利润表产生好的影响。

科曼迪和利普 (Kormendi and Lipe, 1987) 提供的证据已证明,非期望的当期盈利变动的持久性越强,ERC 就越高。

持久性是一个富有挑战性和有用的概念。原因之一,正如瑞莫科里斯南和托马斯 (Ramakrishnan and Thomas, 1991) 所提出的那样,净利润的不同组成部分也许有不同的持久性。比如,假设在同一年,公司成功地引进了新产品,同时也报告了厂房和设备处置利得。那么盈利的持久性便是盈利组成部分的不同持久性的平均数。

瑞莫科里斯南和托马斯区分了三类赢利事件:

- ▶ 持久的,期望无限持续
- ▶ 暂时的,影响当期盈利,但不会影响未来年度赢利
- ▶ 与价格无关,持久性为 0

这三类事件的 ERC 分别为 $(1+R_f)/R_f$ (R_f 为理想环境下的无风险利率) 1 和 0。

事实上,三种 ERC 在一张损益表上可能会同时出现。瑞莫科里斯南和托马斯建议,投资者应试图分别识别这三类 ERC,并对每一 ERC 附于不同的值,而不是估计一个平均的 ERC。这样,他们便可以辨别公司持久的赢利能力。这意味着会计人员应在利润表上提供大量分类和更为详尽的信息情况。

为理解持久盈利的 ERC,注意到它可以写成 $1+1/R_f$ 。这样,在理想状态下,对 $\$1$ 持久盈利的市场反应由以下二部分组成:当期“支付”的 $\$1$ 和未来支付的永续年金的现值 $1/R_f$ 。上述方法忽略了未来支付部分的风险,这使得该表达只有在当投资者是风险中立的或持续盈利能力是公司特有的情况下才成立。

ERC 的另一特点是它的持久性依赖于公司的会计政策。比如,假设公司采用市价计量资产和负债,在这一期间由于其产品价格的持久性上升,使公司某一资产意外增加 $\$100$ 。那么,净收益

中将包含好消息带来的\$100。因为市价会计模式下,市价的所有变化在发生时,都包含在收益中(如果这点不清楚,复习例2-1和2-2)。因为市场价值的非期望变动是随机的,根据定义,有效市场不会期望\$100好消息对盈利的影响持久到将来。

现假设,公司采用历史成本会计模式,贡献毛益的年增长是\$9.09。那么在历史成本会计下,今年好消息带来的盈利增长只有\$9.09。当然,其原因是在历史成本会计下,分期实现的市场价值的增长是分期进入各期的收益中的,而不像市价会计模式下立即全部进入当期收益中。但是,有效市场会认识到当期的\$9.09的好消息,仅是未来较长时期内一系列盈利增长的首次支付^[1]。换句话说,当期盈利的好消息能够持续到将来。

在市价会计下,ERC为1,因为盈利的GN是\$100,而公司的市场价值也会增加这么多。在历史成本会计下,ERC($1.10/0.10$)为11(假设 $R_f=0.10$)。当期盈利中体现的GN是\$9.09,但有效市场价值的增加仍是\$100,因为市场资本化了未来的盈利流量。

零持久性的利润表组成部分来源于会计政策的选择。比如,假设公司资本花了一笔开办费用,这会导致本期利润表的好消息,而这一好消息是由于开办费用资本化但却未记入当期费用。但是若假定开办费用没有残值,市场将不会对这一好消息产生反应。也就是说,它的持久性为零。另一例子,假设根据SFAS 2的要求,公司本期注销了研究费用,这将在本期利润表中反映为坏消息。但是,在某种程度上,市场认为研究费用是具有未来价值的,因而不会对这一坏消息产生反应,所以其持久性为零。零持久性的可能性再次表明,利润表对包括披露会计政策在内的各项内容进行详细披露的必要性。

盈利质量 从直观上讲,对较高质量的盈利,我们将会期望较高的ERC。但是,对盈利质量这一概念的正式考察要求对质量做出定义。我们可以通过信息系统来定义质量,如表3-2所示。回想一下,与利润表有关的信息系统充分体现了本期报告的盈利与未来公司绩效的相关性——主对角线概率越高,相关性越强。因此,我们可以根据相关信息系统的主对角线概率的大小来定义盈利质量。质量越高,我们期望ERC越高,因为投资者能更好的从现行营运情况来推断公司未来的营运状况。

在实践中,盈利质量的计量并不会显得那么明确,因为我们不能直接观察到信息系统的概率。列夫和萨格瑞金(Lev and Thiagarajans, 1993)引进了计量盈利质量的一个很有创意的方法。他们区分了财务分析人员用来评估盈利质量的12条基本原则,比如,其中一条基本原则是应收账款相对销售收入的变动。如果应收账款增加,表明盈利质量的降低——公司也许是通过更为宽松的信用政策来增加盈利,或公司对其应收账款的管理不善。其他基本原则包括存货和定单的积压等等的变动。

对样本中每一个公司的12条基本原则,列夫和萨格瑞金分别附于1分或0分,然后相加,以其总和来衡量盈利质量。比如,对应收账款,若公司应收账款相对销售收入的比率下降,表明较高的盈利质量,因而附于1分;应收账款相对销售收入的比率上升,则附于0分。根据他们对盈利质量的量度,列夫和萨格瑞金每年将样本按盈利质量从大到小的顺序分为五组,最后,应用回归分析,对每组估计一个平均的ERC。他们发现盈利质量高的组,ERC也越高,与理论期望的一致。

盈利质量与盈利持久性正相关。假设,公司报告今年盈利增加,此外,应收账款减少,则表明盈利质量提高。在一定程度上,信用政策没有经常改变,那么市场将期望盈利的好消息持续到将来。列夫和萨格瑞金考察了所选样本的盈利质量与持久性之间的关系,他们发现盈利质量与持久性二者都高的公司的ERC,其平均值高于高持久性而低盈利质量公司的ERC。这些结果支持了持久性与盈利质量之间正相关的结论。

成长机会 由于与前述持久性和盈利质量相关的原因，当期盈利的GN或BN也许表明公司未来发展的前景，因而ERC较高。有人也许会认为，历史成本下的净收益实际上与公司未来的成长并不相关。但是，这并不一定是事实。假设当期净收益显示公司某些最近投资项目的超常盈利能力，这也许向市场表明公司未来的发展前景远大。原因之一是，只要高盈利能力在一定程度上会持续，未来利润就会增加公司的资产。此外，当期投资项目的成功也许向市场表明，公司在未来也能够辨别和进行其他成功的投资方案，因而该公司可以被认为是成长性的公司。这样的公司容易吸引资金，从而对成长提供了额外的资源。因此，当期盈利的好消息若表明成长的机会，ERC就会高。

为了阐述这一点，我们把前面的例子扩展一下，现假设当期盈利增加 \$9.09，并且期望在未来以年5%的速度增长。以10%为贴现率，以年产值5%的速度增长的\$1的年金现值为 $1/(0.10 - 0.05) = 20$ ，而在没有成长性的情况下，\$1的年金现值为 $1/0.10 = 10$ 。可见前者大于后者，这样，在有成长性的情况下，ERC为21，而不是11。

柯林斯和科萨（1989）提供的证据，证明市场认为拥有成长机会的公司的ERC较高。他们采用所有者权益的市场价值与账面价值之比，做为公司成长机会的度量，并发现他们样本公司的一比率与ERC正相关，与前面的结论一致。

价格的信息性 我们前面好几处已提到，市场价值本身部分的含有公司未来价值的信息，原因是市场价格综合了所有有关公司的公开信息，而不仅仅是会计信息。因此，其他情况相同，价格的信息性越强，当期盈利包含的信息内涵就越少。

我们可以以公司的规模来代表价格的信息性，因为公司越大，与其有关的新闻就越多。但是，伊斯顿和泽米捷乌斯基（1989）发现公司规模并不是ERC的显著解释变量。原因可能是公司规模在代表公司股票价格的信息性的同时也代表了公司其他特征，比如，风险和成长机会。一旦控制这些因素，公司规模对ERC的任何显著影响似乎都随之消失。科林斯和科萨（1989）通过在大公司的证券报酬被计量的期间之前移动宽大窗口，来研究公司规模对ERC的影响。宽大窗口大大提高了盈利变动与证券报酬之间的关系，其中的原因可能是市场对大公司的盈利能力的变动更早地做出了预测。一旦这种预测完成，公司规模对ERC就失去了解释能力。

5.4.2 ERC研究的意义

你肯定已发现了，会计人员在市场对财务信息的反应方面感兴趣的原因。实质上，原因在于对市场反应的更深入的理解，会有利于会计人员进一步改善财务报表的决策有用性。比如，小公司股票价格的信息含量少，意味着扩大对这些公司的披露对投资者更有用。这与通常人们认为大公司的报告责任更大的观点相反。

同样，高杠杆公司的ERC较低，这一发现，将支持扩大披露金融工具的性质和数量，包括那些表外项目。如果公司负债的相对大小会影响到市场对净收益的反应，那么披露所有负债是值得提倡的作法。

成长机会对投资者的重要性表明对某些信息披露的必要性，比如，对分部信息披露的必要性，因为分部盈利信息能使投资者更好地分辨公司盈利的与亏损的经营活动。

最后，持久性与盈利质量对ERC的重要性，意味着披露净收益的组成部分对投资者是有用的。这一点将在5.5节进一步讨论。

小结

报告的净收益的信息内涵，可由在市场获悉当期净收益的时间前后证券价格的变动程度，或

者超额市场回报的大小来衡量。这是因为信息灵通的投资者可以根据当期盈利信息，来修正他们对公司未来盈利能力和回报的期望。修正后的期望引发投资者的买卖决策，从而使投资者进入市场，以均衡他们投资组合的风险与报酬，使它们恢复到期望的水平。如果净收益中没有信息内涵，就没有期望的修正，也就不会引发买卖决策，因而就没有相关价格的变动。

对一给定的非期望净收益，股票市场价格变动的程度或超额报酬取决于诸如公司的大小、资本结构、发展前景、持久性和盈利质量等因素的影响。

继鲍尔和布朗开创性的研究之后，实证研究揭示了对上述大多数因素的不同市场反应。

这些实证的结果是引人注目的。首先，他们克服了统计和实验设计问题；其次，他们表明，从平均意义上来说，市场评估会计信息的能力很灵敏，这就支持了做为其基础的有效市场理论和决策理论；最后，它们支持了财务报告以决策有用性为目标的观点。

事实上，历史成本会计下的净收益能在多大程度上为预测公司未来的绩效提供线索，也许是令人惊奇的。其关键当然是信息系统的概率，就像表 3-2 所示。实际上主对角线概率越高，我们将期望 ERC 越高。这支持了 FASB 在概念框架中的论点，认为投资者的期望至少部分的建立在对公司过去业绩评估的基础上。

当会计人员在投资者对财务报告信息的反应方面获得更好的理解时，他们向投资者提供更为有用的信息的能力将会进一步提高。

5.5 非常项目

在以前各节中，我们提到瑞莫科里斯南和托马斯（1991）建议投资者分别估计持久性、暂时性和与价格无关的三类盈利事件。在报告的非正常且不经常发生的事项中，我们可以找到有关盈利持久性的重要性的有趣的例子。因为这些项目也许不会有规律地发生，所以他们的持久性较低。这意味着对这些项目必须进行充分披露，否则，市场会夸大它们的持久性。

APB 30（1973）界定了应报告的非常项目，非常项目是：

- ▶ a 非正常，与企业正常的营业活动无关
- ▶ b 不经常发生，那就是说，不期望在可预期的未来再次发生

因此，非常项目应是非正常且不经常发生的项目。

APB 30 的目的是减少非常项目。事实上，APB 30 进行了一个否定的假设，即除非该项目明确符合定义，否则它们不属于非常项目。比如，如果桔子生长在经常发生霜冻的地区，那么，霜害所引起的桔子的欠收就不是非常项目。此外，对于反抗接管竞价所发生的成本也不应作为非常项目，因为这种竞价也不经常或再次发生。

假设，在 APB 30 下，对营业外项目的限制起因于对分类平滑的担忧，即管理者通过将非正常或不经常发生项目分类为营业利润线之上或之下的项目（尤其是当管理者控制了项目的确认时间和金额的情况），来平滑（或管理）营业利润。在 APB 30 出台之前，经理人员在非常项目之前，通过分类平滑来操纵营业利润，巴利、罗伦和萨丹（Barnea, Ronen and Sadan, 1976）的实证研究提供了这方面的证据。

通过严格界定非常项目的定义，强制将非正常或不经常发生的项目记入营业利润线之上，APB 30 降低了经理人员分类平滑营业利润的能力，因此这也许可以认为 APB 30 代表了对财务报告

的改进。

但是，根据前面已讨论的 ERC 研究，我们将会面对有关财务报告有多大改进程度的问题。特别是，根据定义，非正常项目的持久性低，比如，出售土地收益的持久性为 1 或更低；其他非正常项目的持久性甚至可低至零，以至于与价值根本不相关。

APB 30 的影响是将许多低持久性的项目从非常项目中剔除，并上移计入利润表的营业收入或费用中。这就给公司增加了相当大的充分披露这些项目的义务，否则，就会发生这样的危险，即它们可能被埋没在营业收入或费用中，并且市场可能误估他们的持久性。

APB 30 预料到了这一问题，它要求营业利润中的非正常或不经常发生的项目应单独披露。但是，非常项目与营业项目的区分，以及对营业项目的披露程度，包含了大量判断的因素。这似乎仍留有很大的弹性。将利润分为经常发生与非经常发生的项目，至少给投资者和分析家带来很大的困难。

这样，APB 30 通过减少分类平滑是否改进了财务报告，这一问题有待于继续探讨。但是，就我们的目的来说，APB 30 代表了一个有趣的例子，即 ERC 研究如何导致人们对认为业已解决问题的重新思考。

5.6 一点提醒

在这一问题上，我们认为会计人员在决定财务会计信息有用性时，可由证券市场来引导。这会让我们得出这样的结论，即认为最好的会计政策应能产生最强烈的市场价格反映。比如，如果石油和天然气公司在报告净收益时，采用成效成本会计产生的市场反应比采用完全成本会计时的市场反应更为强烈，公司应采用成效成本会计，因为对投资者更有用。

但是，对这一结论我们必须非常小心。会计人员因为在一定程度上向投资者提供了有用的信息，他们的境况可能会更好，然而，它没有遵循这条原则：即社会的境况也有必要较好。

原因是信息具有公共物品的特点。公共物品是一种一个人对它的消费并不会破坏他人对它的使用的物品。对私有物品的消费——比如，吃一个苹果——会消灭对他人的使用价值。但是，投资者使用年报中的信息，则不会消灭信息对其他投资者的有用性。因此，公共物品的供应者，很难对他们的产品收费，以致我们经常看到它们由政府或准政府机构供应——比如公路和国防。如果公司试图因年报而向投资者收费，他们也许不会吸引到许多消费者，因为，一份年报卖出后，可传向许多使用者。相反，我们观察到政府通过证券法和公司法要求公司公布年报。

当然，公司的年报并不是“免费”的。投资者通过较高的产品价格来最终向年报支付使用费。然而，在投资者看来它们却是免费的，因为在一定程度上，投资者对年报信息的使用并不会影响他们所支付的产品价格。投资者也许通过向分析者或其他信息服务者支付使用费，从而直接或间接的发生信息成本。然而，这基本的“原材料”被认为是免费的，投资者就像其他的理性消费者一样：在价格低时，多消费一些。因此，“投资者也许会认为会计信息是有用的，即使从社会角度来看，信息成本（通过较高的产品价格）超过了其对投资者和资本市场的效益。”

同样，就如第 1 章所提到的，信息对不同的人会产生不同的影响。这样，某些信息对投资者也许有用，但经理人员却反对披露它。因此，这类信息的社会价值同时取决于对投资者的效益和对管理者的成本，其成本-效益的均衡就变得十分困难。

信息被认为是由投资者需求，而由公司通过会计人员来提供的物品。因为信息具有公共物品的特点，我们不能像在竞争条件下生产的私有物品那样，依赖供需力量来决定对社会最好或最佳

的产量。其最重要的原因是，价格机制没有，也可能不能有效运行，以向投资者收取他们使用信息的全部成本。因此，从社会的观点来看，我们不能依赖于市场价格反应程度来告诉我们应该采取哪种会计政策（或生产多少信息）。冈尼蒂斯和杜邦（Gonedes and Dopuch, 1974）的探讨支持了这一结论的正式论点。

在12章和13章，我们将会研究对信息生产的管制问题。现在，重要的是应该意识到，会计人员做为竞争的信息市场的供应者，仍可由市场反应来引导他们，以维持和提高其竞争地位。在一定程度上，以证券价格做为投资机会的“指示器”有利于证券市场有效的运行。但是，这些社会问题表明，作为一条基本原则，会计准则的制定机构在应用证券市场反应来引导他们的决策时，应非常小心。

有趣的是，对这条原则似乎有一例外，那就是有关准则的制定者取消现行成本会计的决定。SFAS 33要求公司对某些资产报告补充现行成本信息，而在1986年终止实施。它的终止部分地建立在比弗和兰兹曼(Beaver and Landsman)有影响的研究工作上(1983)。在研究中，他们没有发现任何证券市场对现行成本信息的增量反应超过对历史成本下的净收益的信息的反应^[12]。对停止生产没人发现有用的信息的决策，很难表示异议。然而，从社会出发，没人知道这条决策是否正确，因为很难对其社会成本和效益进行计量。

5.7 估计β系数

我们已经研究了盈利信息在评估证券的期望报酬时的有用性。在3.7节，我们看到，投资组合的期望报酬是组合中各证券的期望报酬的加权平均，在这里，权数是每一证券在投资组合中所占的比例。但是，投资者的效用也取决于投资组合的风险。在这节，我们将考察财务报告信息在评价投资组合风险时的有用性。

回想3.7节，对除单一化的投资者的所有投资者而言，投资组合的风险主要取决于组合中各个证券的β值。因此，为了有助于评估投资组合的风险，财务报告信息必须有利于评估β值。证券的β值也被实证研究者用来区分市场和公司特有的证券报酬（见图5-1）。

正如4.3节和5.2.3节所讨论，估计β值最主要的方法是获得有关某证券的报酬与市场组合的报酬之间关系的历史数据。这就涉及到市场模型的参数估计，即下述回归方程

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \varepsilon_{jt}$$

其中， R_{jt} 是在期间 t 证券 j 的报酬； R_{Mt} 是在期间 t 市场组合的报酬（看注释2） ε_{jt} 是随机误差，假定均值为0，并与 R_{Mt} 不相关。若已知 R_{jt} 和 R_{Mt} 的历史数据，系数就可根据最小平方回归法估计。

从回归方程获得的β估计值，仅仅是估计值，指出这点是很重要的。在回归分析或其他统计估计技术中，β的真实值永远也不会知道。估计的准确性取决于以下因素，如样本的大小， R_{jt} 和 R_{Mt} 是否可被无误差地观察到， ε_{jt} 是否与 R_{Mt} 不相关，及真实β值（不管是什么）是否随时间稳定。这些因素超出了我们在这里的讨论范围。

但是，β是估计值的事实引发了这样的问题，即财务报表基础的风险计量是否能提高估计的准确度，或至少可用以检验回归的估计值？如果可以的话，当预计公司的β将改变时，这点将显得尤其有用。如果公司营业或财务特点发生变化，β也许会随之改变——比如，公司进入了一个新的行业或进行大量的举债筹资。如果证券的β值改变，这将给投资者的最佳报酬—风险的均衡带来麻烦（就如3.7节所描述的那样）。因此投资者想知道β的改变，以便重新均衡他们的组合。

注意，尽管通过再次运行回归分析来重新估计β要花一些时间，但是，我们应保持这份耐心

以等待获得 R_{it} 和 R_{it} 改变后的观察值，从而提供准确的估计，这是非常必要的。但是，如果 β 与财务报告基础的风险计量相关，那么后一计量方法将会很有用，因为它能更快地获得 β 估计值。

实证研究指出， β 与某些会计风险计量之间的相关性惊人地高。为了阐述这一点，我们简要回顾一下由比弗、凯特勒和斯科尔斯 (Beaver, Kettler and Scholes) 在 1970 年在这方面所进行的开创性研究之一。

比弗、凯特勒和斯科尔斯研究了 307 个 NYSE 样本公司两个时期的数据：1947 年 ~ 1956 年（期 1）和 1957 年 ~ 1965 年（期 2）。他们应用以前描述的回归分析估计每一股票在期 1 和期 2 的 β 值。接着，他们在每年对每一公司从财务报告计算了各种风险的量度。我们将要探讨的四种风险量度是：

- ▶ 股利分发 定义为普通股票的现金股利与净收益的比率；
- ▶ 杠杆 定义为优先证券对总资产的比率；
- ▶ 盈利的变异 定义为盈利—价格比率的标准差；
- ▶ 会计 β (5.2 节)。

对每一风险计量，比弗、凯特勒和斯科尔斯组成了 61 个投资组合，每一组合包含 5 个来自他们样本公司的证券，并将这些组合按风险递减的顺序排列。比如，对股利分发，第一个组合包含样本中，在研究期间股利分发率最高的 5 个公司，第二个组合则包含股利分发率次高的 5 个样本公司，依此类推。这一程序对其他 3 种风险量度重复进行，对每一风险量度，61 个组合按照风险高低排列。

直观来看这一点，试想某投资者用股利分发来计量风险（或其他会计风险量度），并采用 5 个证券的投资组合策略。如果该投资者要求风险最高的组合，他应该购买第 1 号组合；如果他要求风险最低的组合，则应该购买第 61 号组合，以此类推。在多大程度上按这种方式选择的组合的风险与按 β 计量的风险一致呢？

为了回答这一问题，比弗、凯特勒和斯科尔斯计算了会计基础计量的投资组合的风险与按 β 计量的风险的相关系数（组合的 β 值是组合中 5 个证券的 β 值的平均数）。结果见表 5-1。

可以注意到，结论正是我们所期望的（比如，股利分发越高，风险则越低），并且至少其中两个相关程度相当高。而且在期 1 与期 2 之间有合理的一贯性。这一结果支持财务报告基础的风险计量在预测 β 时很有用。

但是这些结果的原因并不明显。最有可能的原因是，不论会计基础的风险计量还是 β ，都与公司经营和财务风险相关。事实上，理论研究表明 β 值与公司风险的这两个方面都相关，那么，在象比弗、凯特勒和斯科尔斯的实证研究中，这点则以会计基础的风险计量与 β 值相互相关的方式表现出来。

自从 1970 年以来，其他研究者发现了类似的结果。事实上，许多商业服务公司争向投资者出售 β 估计值，而至少其中一些服务公司将他们的 β 估计部分地建立在会计风险计量的基础上。这些服务能够获利，在一定程度上，支持财务报告能提供有用的风险信息。

表 5-1 对 5 个证券投资组合的会计基础的风险计量与 β 之间的相关系数

	期 1 1947 年 ~ 1956 年	期 2 1957 年 ~ 1965 年
股利分发	- 0.79	- 0.50
杠杆	0.41	0.48

(续)

	期2	
	1947年~1956年	1957年~1965年
盈利变异性	0.90	0.82
会计 β	0.68	0.46

资料来源：William H.Beaver, Paul Kettler, and Myron Scholes, "The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Risk Measures," *The Accounting Review* (October 1970), pp.654-682.

Table 5. Reprinted with permission.

5.8 储备确认会计的信息内涵

这节，为了考察其他财务报告信息的有用性，我们将注意力再次从对历史成本净收益的信息内容的关注中移开。特别地，我们将考察 RRA 是否含有超出历史成本净收益和账面价值的额外信息内涵。回想一下，在 2.4 节中我们提到 SFAS 69 要求石油和天然气公司报告有关已证实储备的补充现值信息。

这里有一个前提，如果补充的现行价值信息对投资者将会有用的话，我们期望仅限于石油和天然气工业中。有人可能会争辩道，在这一行业，历史成本与现行价值特别有可能发生分歧——例如一个幸运的公司也许以低成本发现了一富矿脉。更重要的是，我们在 4.6 节指出内部信息问题。因为一个勘探和生产石油的公司的价值很大部分取决于储备，这种公司的股票价格尤其显得对信息不对称问题敏感。因此，市场应该对储备信息特别感兴趣。但是，我们将会看到，实证的结论不像这些观点所表明的那样明确。

对于 RRA 解释石油和天然气储备的市场价值的理论和实证的能力，马格里罗 (Magliolo, 1986) 详细调查研究了 1979 年~1983 年的样本公司。在其中一组调查中，马格里罗比较了 RRA 报告的净储备未折现价值与净储备的市场评估值。RRA 信息并未像理论上所说，它能解释市场价值。事实上，由一投资咨询公司提供的储备信息超过了 RRA 的信息内涵。该投资公司对石油和天然气公司的当期营业数据做了大量调整后，得出收入和费用的经济估计值。这就意味着 RRA，至少在计量储备价值时，包含了大量错误。

马格里罗也研究了 RRA 基础的利润表 (见表 2-5) 的各组成部分在解释储备的市场评估值的变动时的能力。他发现当年证实的额外储备有显著的解释能力，尽管其中一些信息已被市场预期到，这也表明存在对投资者更为及时的其他信息来源。RRA 基础的利润表的其他各组成部分则几乎没有什么解释能力。马格里罗由此得出结论：总的来说，RRA 并没像理论预测的那样，可以计量石油和天然气储备的市场价值。

其他研究者也考察了 RRA 的信息内涵。托伦、柯林斯和德里沃 (Doran, Collins and Dhaliwal, 1988) 选取 173 个生产石油和天然气的公司作为样本量，以 1979 年~1984 年这 6 年作为样本其间。他们分别研究了 1979 年~1981 年和 1982 年~1984 年这两个子期间^[13]。对每一个样本公司，在会计年度 (以 12 月 31 日作为结束日) 的 12 个月间，如图 5-1，分别计算每月的非常报酬，然后将其相加，得出每一个观察样本 12 月总的非常报酬。那么现在的问题是：除历史成本净收益的变动对非常报酬的解释外，RRA 在多大程度上具有解释非常报酬的增量能力？你将会看出来，这种方法与 5.2 和 5.3 节讨论的方法类似，其不同点是：在这里用两个变量而不是一个变量来解释非正常证券报酬。在一定程度上，两个变量模型比仅用历史成本基础净收益的单变量模型，能更好地解释非

常报酬，RRA含有超越历史成本净收益的有关未来报酬和股利的信息内涵，因此，从这个意义来说，我们可以认为补充RRA信息对投资者有用。

利用回归分析，托伦、柯林斯和德里沃的研究表明，在1979年~1981年间，历史成本和RRA信息都有显著的解释能力，这一发现支持了RRA信息的增量有用性。但在1982年~1984年期间，两个变量都没有显著的解释能力。这样，他们的结果是令人困惑的。托伦、柯林斯和德里沃认为其中的原因是，在1979年~1981年期间，石油和天然气市价的变动性很大，因而，投资者对有关储备和期望市场价格的信息尤其感兴趣。

然而，他们发现在1982年~1984年期间，历史成本净收益对非常报酬没有显著的解释能力。这一事实，仍让人很困惑，因为它与在5.3和5.4节讨论的净收益有用性的大量证据发生了冲突。托伦、柯林斯和德里沃将这种冲突归为这样一个事实，即在1982年~1984年期间市场期望石油供过于求，而这种期望对石油公司股票价格的影响削弱了报告的净收益对股票市场价格的影响^[14]。

尽管有种种的解释，托伦、柯林斯和德里沃的结果应该可以看成是对支持RRA提供了相当弱的证据。

其他的研究也表明缺乏有力的结果以支持RRA。比如，哈里斯和奥尔森（Harris and Ohlson，1987）研究了RRA信息对生产石油和天然气公司的石油和天然气资产的市场价值的解释能力^[15]，而不是像托伦、柯林斯和德里沃研究RRA信息对非常报酬的解释能力。他们选取了273个样本，1979年~1983年这5年作为样本期间。他们发现，石油和天然气的账面价值^[16]对这些资产的市场价值有显著的解释能力。RRA信息也有一些解释能力，但不及历史成本。

哈里斯和奥尔森也研究了储备信息的有用性。SFAS 69（10,11段）要求披露已证实石油和天然气的储存量，以及当期储存量的变动。哈里斯和奥尔森发现储备信息没有超越RRA的增量解释能力。换句话说，当储备信息与RRA信息都可获得时，投资者更倾向于RRA。

应该指出，托伦、柯林斯和德里沃采用宽大窗口做为研究，那就是，证券报酬的计量以12个月作为期间。这样，即使发现证券报酬与RRA有显著的相关性，但这并不意味着RRA信息引发了非常报酬。我们最多只能说，证券市场价格和RRA都反映了石油和天然气财产的未来报酬的潜在价值。这并不一定意味着RRA信息没用，因为当投资者知道RRA反应潜在的价值时，他们在进行投资决策时会应用这一信息。但是，它却意味着RRA承受着其他来源信息的竞争。比如，吉卡斯和帕斯提纳（Ghicas and Pastena，1989）也研究了RRA的增量信息内涵。但是，他们引进了第三个变量，即财务分析人员对石油公司价值的预测。他们发现当能获得最近的分析人员信息时，RRA拥有的解释石油公司价值的任何能力会随之消失。这样，RRA可能会被其他更为及时的信息来源所替代，这就进一步限制了RRA信息的决策的有用性，这与马格里罗的发现一致。

即使我们忽略及时性问题，通过实证研究证明RRA决策有用性的困难是惊人的。若假定证券市场对报告的净收益的反应明显很复杂，那么我们期望市场对相关资产负债表及补充信息会产生类似的反应。

有许多理由可解释RRA为什么产生较弱的结果。其一是可靠性，也许RRA太不精确，以至丧失了有用性，这又与马格里罗的结果一致（1986）。在2.4节我们也看到经理人员对RRA的有用性表示怀疑，声称可靠性太低。其次，研究者碰到比研究市场对净收益的反应时更为棘手的方法上的困难。问题之一在于确定市场首先获悉RRA消息的时点。对净收益来说，中间媒体对盈利的公布提供了一个合理的日期。但是，想到石油和天然气储备的内部信息的特点以及它对公司价值的重要性，分析者和其他人员会努力在年报公布前搜寻这些信息。如果储备公布的合理日期不能确定，那么，报酬的研究必须采用“宽大窗口”。但是在这种情况下，除会计信息外，股价又受到

其他大量因素的影响。

第三个原因也许是，石油和天然气的历史成本信息与价值的相关性可能大于我们以前所讨论的。哈里斯和奥尔森的研究表明石油和天然气公司不会将钱投于勘探和开发，除非预期收益至少等于成本。这意味着，一个石油和天然气公司的石油和天然气财产的账面价值越高，公司越认为它值得投资（已考虑风险），反之亦然。如果我们将账面价值所隐含的经济意义与历史成本信息有比RRA更高的可靠性结合起来考察，就不会对市场可能发现历史成本账面价值更有用而感到奇怪。

哈里斯和奥尔森（1990）在后来研究中，更仔细地研究了历史成本储备的信息内涵。他们进一步发现历史成本战胜了RRA。此外，他们的结果也表明，市场对历史成本储备信息的使用不够（如果这一现象存在）。这一发现很有趣，因为它提出了这样一种可能性，即市场在评估信息时并不像有效市场理论所认为的那样灵敏。

但是，我们在指责市场缺乏灵敏性时必须小心。不是像以前的研究那样，研究其他财务报告信息和非常证券报酬之间的直接关系，有另外一种间接的方法，将其他信息与盈利质量相联系。为了阐述这一点，假设某石油公司今年报告了高盈利，但是，有关石油和天然气的补充信息表明储备在当年大量下降。对这一信息的解释是：公司为短期增加收入而大量消耗储备。如果是这样的话，当年盈利质量则下降，因为它们含有暂时性因素，即如果新储备不能发现，这种高盈利就会消失。那么，与市场对储备信息本身的直接反应相比，我们在低的ERC中更容易发现市场对补充储备信息的反应。

然而，他们的研究并没有专门针对于石油和天然气公司，列夫和萨格瑞金（1991）采用了这一方法。他们研究的大部分在5.4.1节中已回顾过。回想，他们识别了12种影响盈利质量的基本变量。其中几个变量建立在资产负债表信息的基础上，如应收账款的变动。当列夫和萨格瑞金将这些基本原则做为追加的解释变量，引入ERC回归分析中时，其解释非常证券回报的能力比仅仅以非期望盈利做为解释变量时的能力有了很大的提高。这表明，也许在分析人员的辅助下，市场能用资产负债表的信息扩充盈利公布本身的信息内涵，所以市场在评估盈利时显得相当灵敏。

5.9 总结

在财务会计领域实证研究的文献极为博大，我们仅仅研究了其中的某些部分。然而，我们已看到，从大体上讲，证券市场对报告的净收益的反应是灵敏的。在这一领域的实证研究支持了有效市场理论和相关决策理论。

除提供信息使投资者能够修正期望证券报酬外，财务会计信息也能够辅助投资者估计公司风险。这点让人觉得很奇怪，因为 β （多样化投资者的主要风险量度）与财务报告变量本身并没有直接关系。

然而，让人困惑的是市场对非盈利信息的反应不及对盈利信息的反应那么强烈。RRA被做为非盈利信息的例子来研究。在这里，有一个假定：即期望市场对RRA会产生强烈的反应。尽管投资者通过对盈利质量的认识来对非盈利信息做出反应，市场仍对非盈利信息比如RRA缺乏强烈的反应，在一定程度上，可归因于方法上的困难、可靠性低、替代的信息来源，及即使是在投资者依据对盈利质量的理解来指导他们对这种信息的反应的情况下，在目前仍不能充分了解有效市场的失效问题。

这种认为证券价格变动程度反映了相应程度的信息内涵，并有助于决策的财务会计理论的方

法被称为信息观。这种方法的实质是，认为投资者试图预测他们的未来投资报酬。他们搜寻各种相关信息，而不一定仅仅是会计信息。为了巩固会计人员作为信息供应者的竞争地位，会计人员可试图以证券市场对各种会计信息的反应程度作为引导，来提高他们对投资者的有用性。这激起了他们对决策有用性实证研究的兴趣。而且，会计人员若能够更好地将信息从公司内部传递到公司的外部，那么资本市场就能够更好地引导稀缺投资资金的流动。

尽管有这些思考，会计人员对这一结论必须小心：即能产生最强烈的市场反应的会计政策和披露方式对社会“最好”。这并不一定都是事实，因为会计信息具有公共物品的特点。当投资者对他们使用的信息不承担全部成本时，他们对信息的需求量就不一定是“正确”的。这些顾虑限制了决策有用性的研究对准则制定者的引导能力。

尽管存在这些社会考虑，自从鲍尔和布朗 1968 年的研究以来，信息观在财务会计的理论研究中占据了主导地位，它导致了大量的实证研究，丰富了我们对于财务信息对投资者决策有用性的理解。

注释

[1] 4.3 节， α_j 的估计值应该等于 $(1-\beta_j)R_f$ ，其中， R_f 是无风险利率。这里， $\alpha_j=0.0001$ ，于是，日利率 $R_f=0.0005$ 。

[2] 0 天的市场报酬计算如下：

$$R_{M0} = \frac{\text{第0天末的道琼斯指数水平} + \text{第0天道琼斯指数的股利}}{\text{第0天初的道琼斯指数水平}} - 1$$

有时，由于数据方面的原因，股利会被省略。

[3] 计算如下： $E(R_{j0}) = \alpha_j + \beta_j R_{M0} = 0.0001 + 0.80 \times 0.001 = 0.0009$

[4] 再一次，这里的非正常报酬，不应与例 2 中 P.V. 有限公司的非正常盈利相混淆。虽然，其概念是相同的，但是，这里的非正常报酬指的是市场报酬，而非正常盈利指的是会计净收益。

[5] 然而，另一种方法是计算所有股票报酬，而不是计算非正常报酬。也就是根本不考虑期望报酬。这方面的例子，可参见 5.3.3 节中伊斯顿和哈里斯于 1991 年所作的研究。

[6] 请注意，鲍尔和布朗研究的是盈利变化，而不是盈利本身。这已在 5.3.3 节中讨论过。

[7] 因为布朗和鲍尔是在 1968 年进行研究的，所以，他们能够为其样本公司计算出 1957 年的平均盈利变化。

[8] 请注意，我们可以通过卖空利空消息公司的股票，将其损失转变为利得。

[9] 正如 5.3.2 所解释的那样，对窄小窗口 ERC 的阐释是不同于宽大窗口的 ERC 的。在这里，我们放松一点要求，将两种 ERC 简单认为是一种 ERC。

[10] 回顾一下 3.7 节，我们可以看到，在分散型的股权投资组合中，大部分的组合风险来源于组合中的股票 β 值。这样，如果托妮所买的大部分股票 β 值大于现时组合中的平均股票 β 值，这就会提高 β 的平均值，从而提高组合风险。

[11] 这里我们假定市场知道市值上升了 \$100，也许这是从财务报表之外的信息来源获知的。如果不是，公司就应承担大部分的充分披露的责任。或许 MD & A 为管理当局披露这样的信息提供了依据。

[12] 除了有用性还有其他原因可以说明这种结果。首先，市场可以评价信息，并从其他来源

预测这些信息。其次，由于存在许多假设和估计，这些信息也许是相关的但并不可靠。最后，市场也许对这种信息做出了反应，然而研究没能发现它。例如伯纳德就对比弗和兰兹曼（1983）的研究方法提出了批评。事实上，市场反应的一些证据是在比弗和兰兹曼之后发现的。例如，伯纳德和罗兰德（Bernard and Ruland，1987）发现，至少在一定的行业中，现行成本是有信息内涵的。

[13] SFAS 69在1982年生效，然而SEC在1979~1981年就要求披露类似于RRA的信息。

[14] 注意图5-1中，虽然将全经济范围收益与非常收益区分开来，但其并未将其中的行业因素区分开来。并且由于托伦、柯林斯和德里沃的样本仅是石油和天然气行业的，从而使前者成为图5-1中所示非常收益的隐患。这显示了进行实证研究时，处理单一行业样本的一个困境。

[15] 哈里斯和奥尔森是将非石油天然气资产的账面价值从股本和市场化的负债的市价总和中扣除来估计石油和天然气资产的市价。

[16] 哈里斯和奥尔森的研究中，运用成效成本法和完全成本法的账面价值，显示了同样的显著性结果。

问题与案例

1. 解释财务报告的信息观。它依赖于会计的历史成本基础吗？

2. 按图5-1中对系统因素和特定公司证券收益的分离情况，说明哪些因素可以减少异常收益的估计精度。

3. 解释在鲍尔和布朗所发现的图5-2中，为什么市场可以提前将近一年预测到收益的利好和利空消息。

4. 请分别给出高持久、持久为1和持久为0的非预期收益组成部分的例子。

5. 为什么如果可观测到任何证券价格对某一会计科目信息做出反应，那么必须找出市场获得该信息的准确时间？始终能找到该时间吗？为什么？当无法分离出该时间时，研究人员该怎么办？

6. 一个研究人员在某一会计科目信息发布日前后三天的狭小窗口中找到证券价格对该信息做出反应的证据，并认为是会计信息导致证券价格做出反应。另一研究人员在包括不同会计科目的财务报表公布前12个月的宽大窗口中找到证券价格对该信息做出反应的证据，该研究人员并不认为不是会计信息引起证券价格反应，而只是信息与市场价格反应有关。

为什么狭小窗口可以认为发生因果关系而宽大窗口不行？哪些价格反应构成了会计信息有用性的有力证据？

7. XYZ有限公司是一家在主要证券交易所上市的连锁大型零售书店，1995年12月31日其年末报告净收益为500万美元。该盈利在1995年12月31日公布。

财务分析家已经预测该公司1995年的净收益为700万美元。在1995年12月31日发布1995年盈利情况前财务分析家对净收益的预测一直是有效的。

假设：

(1) 1995年12月31日没有发布有关XYZ有限公司的其他任何信息；

(2) 1995年12月31日没有发布任何宏观经济信息；

(3) 财务分析家对XYZ公司净收益的预测描绘了市场对XYZ公司收益的预期。

要求：

- a. 你认为1995年12月31日XYZ公司的普通股价格会发生变化吗？如果会，为什么？请加以讨论。
- b. 考虑下面两种情形：
 - (i) 关闭许多零售渠道完全解释了预测盈利与实际盈利的200万美元（700万~500万美元）偏差。
 - (ii) 一场使XYZ公司的最大销路封闭6个月之久的大火完全解释了预测盈利与实际盈利的200万美元偏差。

可以预期在哪种情形下 XYZ公司的普通股价格会上涨很多？试加以讨论。

8. 在比弗(1968)的经典研究中，他检验了上市公司在盈利公布时间前后的证券交易量。他特别检验了143家纽约证券交易所上市公司在1961年到1965年间的共506个年度盈利报告。

对于每个盈利报告，比弗计算了（发布公告的公司的股票）在第0周（即盈利公布日所在周）前后的17周窗口中的每一周的平均日交易量。对于样本中的每家公司，他同时计算了17周窗口外的平均日交易量，并把它做为该公司股票的正常交易量。

对于17周窗口中的每一周，比弗求出样本中的506个盈利公布的平均交易量，结果如图5-3所示。图中的虚线表示17周窗口外的平均正常交易量。

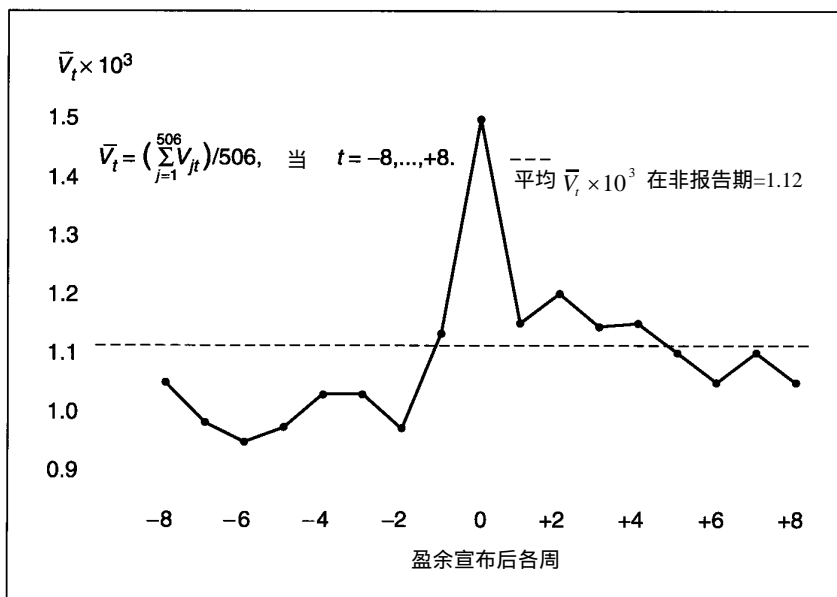


图5-3

资料来源：W.Beaver, "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research*, Supplement(1968), pp.67-92. Reprinted with permission.

从图5-3可以看出，与正常交易量相比，第0周的交易量发生了戏剧性的增加。而且在第0周的许多周之前的交易量比正常交易量低。

要求：

- a. 你认为为什么第0周的交易量会增加？
- b. 你认为为什么在第0周的许多周之前的交易量比正常交易量低？

- c. 比弗的交易量结果是否支持盈利信息的决策有用性？试加以解释。
- d. 哪一个是较好的决策有用性指示器，异常收益测量（图5-1）还是交易量测量？并加以解释。
9. 请解释公司规模对ERC的影响。
10. X有限公司是一家高速发展的公司，采用保守的高质量的会计政策。Y有限公司发展缓慢，而且是少数采用市价计量它的资本资产和相关摊销的公司。
- 不过，X有限公司与Y有限公司非常类似，它们具有相同的规模、资本结构和类似的 β 值。
- 要求：

- a. X和Y公司在今年披露的都是好消息，请问你认为对于这个好消息哪个公司将会有更高的市场反映（ERC）？
- b. 如果假设相对于Y公司来讲，X公司有较高的负债权益比率和 β 值，请问你是否还会对a的答案做出修改。
11. 依据本节的实证研究，你认为 FASB在SFAC 1（见3.8节）所宣称的，即投资者对公司业绩的期望“一般是建立在对公司过去业绩的部分评价基础上的。”
12. APB将非常项目定义为极少发生的事项（即不经常发生的事项），并大大提高了净收益组成部分充分披露的要求，请解释原因。
13. a. 请描述从股票市场数据估计股票 β 值的一般方法。
- b. 讨论一个运用这种方法计算出 β 值，其准确度存在的两个问题根源。
- c. 已知三个以报表数据为基础的风险量度与股票数据相关，请解释为什么会计数据风险量度与市场 b 相关。
14. 以下是N公司1995年报中的收益表和相应的资产负债表。N公司1995年的财务状况变动表（未附）显示营运现金流量为 \$2 386。

要求：

- a. N公司1995年收益表中的净应计项目的数值是多少。
- b. 利用N公司的资产负债表与收益表信息计算各账户应计项目的变化额并与a题所得数值相印证。
- c. 我们从本节的实证研究中可以知道，市价对净收益的反映，我们也知道净收益可以分成营运资金和净收益应计项目。请问你认为营运资金与应计项目哪个会产生更强的股票市价反映。

N有限公司收益表

	1995年12月31日
契约收益	\$11 684
契约成本	<u>9 073</u>
毛收益	2 611
一般与管理费用	<u>1 346</u>
摊销	176
利息	<u>16</u>
	1 538
经营收益	<u>1 073</u>
联营收益	165
其他收益	<u>52</u>
	217
税与非常项目前收益	<u>1 290</u>
所得税	
现时	584

(续)

	1995年12月31日
递延	<u>59</u>
	<u>643</u>
非常项目前收益	<u>647</u>
非常项目	—
本年净收益	<u>\$ 647</u>

N有限公司资产负债表

	1995年12月31日	1994年12月31日
资产		
流动资产		
现金	\$ 693	\$ —
应收账款	2 107	3 464
应收所得税返还	—	506
存货	810	410
预付费用	<u>61</u>	<u>99</u>
	3 671	4 479
联营公司投资	405	203
机器与设备	<u>1 532</u>	<u>1 632</u>
	<u>\$ 5 608</u>	<u>\$ 6 314</u>
负债		
流动负债		
银行借款	\$ —	\$ 1 291
应付账款与应计负债	398	497
应付所得税	282	34
递延所得税	<u>83</u>	<u>64</u>
	763	1 886
递延所得税	<u>62</u>	<u>22</u>
	<u>825</u>	<u>1 908</u>
股东权益		
股东资本	2 268	2 268
发行担保资本	80	80
留存盈余	3 895	3 275
固定资产重估价增值	<u>1 175</u>	<u>1 307</u>
	7 418	6 930
减去：股票发行成本	<u>2 635</u>	<u>2 524</u>
	<u>4 783</u>	<u>4 406</u>
	<u>\$ 5 608</u>	<u>\$ 6 314</u>

15. 为什么财务报表具有公共商品的特性？证券市场对会计信息做出一定程度反应以引导会计人员，这样做有何意义？对会计制定者又有何意义？

16. 假设你依据经验，估计J公司的ERC约为0.38，K公司与J公司具有相同的规模、盈余能力、

盈余持续性和风险。然而不同于 J 公司, K 公司提供了收益表的财务预测, 假设你估计 K 公司的 ERC 为 0.57。问哪一个公司的净收入报告对投资者更有用? 并解释这是否意味着所有的公司都需提供财务预测。

17. 1991 年, AICPA 建立了一个财务报告特别委员会。这个委员会由公共会计界的几位领导人物组成, 其任务是评价现今的财务报告模式, 并提出建议以确认管理当局应向投资者和债权人提供何种信息。

1994 年, 这个委员会提交了题为 “AICPA 财务报告特别委员会报告” 的一份报告, 并提出了一些建议。它认为, 这些建议有利于投资者和其他使用者评价公司的前景, 从而提高年报的决策有用性。下面是其中的两条建议:

1) 委员会建议, 在收益表、资产负债表以现金流量表中, 公司应将核心经营活动与非核心经营活动区分开来。“一个公司的核心经营活动——经常和重复发生的事项——提供了最佳的历史数据。从这些历史数据中, 使用者将会明辨企业的发展趋势与相关的关系, 并做出相应的关于企业未来的预测。非核心经营活动被认为是非经常和重复发生的活动与事项 (非核心影响), 并受到企业经营利益的影响控制, 未经调整非核心影响的经营活动会歪曲或掩盖企业持续经营的重要发展趋势或相关的联系。”

2) 当投资者认为公司管理当局未承担起提供有利他们预测的前景信息时, 公司管理当局就会面临这些投资者的诉讼, “由于这点原因, 即使前景信息有利于投资者, 管理当局仍认为披露该种信息是为未来的无根据的诉讼创造条件。”这说明许多管理者不愿提供前景信息。根据这种情况, 委员会建议应在披露前景信息时, 有一个 “安全避风港” 以减少 “不确定性的诉讼” 风险。委员会进一步建议, 准则制定者应使相关规定 “明确化以使公司便于遵循。”

要求:

- 在多大程度上, 前述的补充披露可以替代 MD&A。
- 运用盈余持续能力的概念来解释委员会为什么建议将收益表上的 “核心” 经营活动结果单独披露。
- 如果建议法院保护管理当局披露前景信息, 会给投资者带来什么收益和损失。

18. 我们应该认识到, 在公司的整个经营期间内, 不同基础的会计 (如现值会计和历史成本基础的会计) 不会影响整体的盈余, 只会影响到盈余的确认期间, 事实上, 在公司的整个存续期间, 公司 “所得即所赚”, 而不同基础的会计都将得到相同的全部盈余总额。

如果真是这样, 那么我们则会看到, 计算以历史成本为基础的盈余, 其计算时期越长, 就会越接近经济盈余 (也就是在理想环境下相同期间公司所赚得的盈余总额)。

伊斯顿、哈里斯和奥尔森 (1992) 以及沃尔弗德和威尔德 (1992) 都对此问题进行了研究。伊斯顿、哈里斯和奥尔森以股票市场中, 公司股票报酬做为经济收益的替代变量, 并比较不同时期 (最长 10 年) 报酬的不同加总数, 同时与以历史成本为基础的收益相比较, 他们发现差异会随着时期的增长而减少。沃尔弗德和威尔德的研究时期较短, 但得到了相似的结果。例如, 他们发现对于这两种收益之间的差异, 季度差异约为年度差异的 1/10。这与历史成本会计在确认相关经济事项方面落后于经济收益的现象相一致。

要求:

- 延用例 2-1, 假定 P.V. 有限公司的资本资产使用直线折旧法, 其他假设不变。
计算第 1 与第 2 年的净收益。并证明 P.V. 有限公司两年的净收益之和等于用现值折旧法计算的收益之和。
- 延用例 2-2, 要求同 a, 并假定第 1、2 年的经济状况分别为好与坏。

第6章

决策有用性 的计量观

6.1 概述

本章主要探讨能否通过较多地在财务报告中使用计量方法来进一步增强决策的有用性。这里,所谓的计量方法或计量观,是指会计人员已日益意识到有责任将现值,或者说“公允价值”,恰当地纳入财务报告中。这种计量观区别于主导 3~4~5 章的信息观。在信息观下,会计人员可借助有效证券市场假说,证明以历史成本为基础的,以额外披露为补充的财务报告的披露方式是正确的。当然,一种计量观若要有用,则决不能以牺牲可靠性为代价。

近年来,财务报告中现值计量方法出现的频率有增多的趋势。也就是说,会计人员放弃历史成本的情形不断增加。

虽然,这种现值计量观不太可能取代财务会计的历史成本基础。但在历史成本基础和现值计量基础的较量中,财务报告有向现值方向移动的趋势。联系储备确认会计与完全成本会计所面临的问题,这一趋势有点令人费解。本章中,我们将对现值计量方法正日益得到广泛认同的原因做出一些解释。

一直以来,财务报告中就存在相当多的现值计量项目——现金、应收账款、流动负债等等。然而,近年来,随着对有关租赁、退休金、资本资产与企业购并等计量问题的关注,形成了一批新的会计准则。而且,一些更名副其实地使用现值计量的会计准则(如公允价值)正进一步得到发展与应用。我们将对这些准则中的一部分进行介绍。在此过程中,我们将会看到运用现值计量观的多种方法。

企业正日益利用复杂的金融工具来控制风险。本章中,我们将介绍与套期保值会计和衍生工具相关的一些现行准则。

6.2 估值的理由

6.2.1 概述

大量的研究表明,对计量方法的引用可以增强财务报告决策的有用性。从实证的角度看,在盈利公告公布日前后,报告净收益似乎只能解释证券价格波动的一小部分原因。这带来了以历史成本为基础的财务报告是否具有相关性的问题。实证研究同时也显示,越来越多的证据表明证券市场可能没有先前所认为的那么有效。这意味着投资者在评价企业未来盈利的可能性时需要更多的信息,而不仅仅是以历史成本为基础的财务报告所提供的信息。

从理论上说,按照奥尔森的净盈余理论,企业的市场价值可以直接通过损益表与资产负债表的变量计算得出。尽管净盈余理论可用于任何计量基础的会计核算,但该理论有关公司价值取决于基本会计变量的论证是与现值计量观相一致的。

最后,现实生活也证实现值计量观正日益受到关注。近年里,审计人员面临大量的法律诉讼,尤其是在金融机构破产后。回顾这些诉讼案,我们发现破产金融机构的资产价值可能是被严重高估了。在这方面,那些要求采用公允价值,最高价值测试与其他现值计量技术的会计准则也许能帮助审计人员减轻责任。

现在,我们对各部分进行详细的介绍。

6.2.2 净收益的解释能力

在第5章中,我们看到实证会计研究已证实证券价格确实对净收益有反应。尤其是有关 ERC 的

研究表明,市场是十分灵敏的,它能从历史成本基础的财务报告中汲取价值内涵。

然而,列夫(Lev, 1989)的研究指出市场对收益好坏的反应是很弱的,即使如图 5-1那样,扣除市场整体因素的影响,情况也一样。事实上,在盈利信息公告前后几天,投资者所获得的证券非常报酬中,只有2%~5%份额可归因于盈利信息本身^[1]。而大部分的非常报酬的取得似乎要归功于除盈利变动外的其他因素(见 5.3.2节中讨论)。

要理解列夫的观点,需明白统计显著性与实际显著性的差异。例如统计检验证实 ERC的值显著区别于0,但同时ERC的值也可以很小。因此,我们可以确信对于盈利的变化,证券市场是有反应的(而不是无反应),但同时,我们也许会感到失望,因为市场对盈利信息的反应并不如想像中那么大。换句话说,假设在盈利公告公布3~4天的短期时间内,证券价格平均变换了1美元,则以列夫的观点,即使扣除这期间整个市场价格变化对股票价格带来的影响,也仅有2~5美分的该证券价格波动是由于盈利公告本身所带来的。

当然,除非是在理想环境下,我们不能期望净收益能解释证券的所有非常报酬。信息观已揭示了大量其他相关信息源的存在。而且事实上,会计人员正处于与这些信息源相互竞争的状态中。退一步说,即使会计人员是市场中惟一的信息来源渠道,4.5节中有关价格信息含量的讨论与相应的对噪声与抛售交易者的确认需求,也告诉我们,会计信息无法解释所有的非常报酬变动。

然而,即使考虑上述反面论点,净收益的“市场份额”仅占2%~5%也似乎太少了。列夫将这种低份额归结于低劣的盈利报告质量,这导致了针对低质量盈利信息原因的实证研究。例如,柯林斯、科萨、桑肯和斯隆(Collins, Kothari, Shanken and Sloan, 1994)的研究证实,低的盈利信息质量是因为以历史成本为基础的盈利信息缺少及时性。这导致了一种提议的产生:当可靠性的减少所带来的损失没有超过增加及时性的利益时,将公允价值计量观纳入财务报告也许能提高赢利信息的质量。无论情况是否如此,列夫的研究至少提醒我们,会计人员在提高盈利信息的有用性上仍大有可为。

6.2.3 有效证券市场异常现象

第5章的研究认为证券市场是有效的。因此企业证券价格在盈利公告前与公告时对利好与利空信息的反应,不仅支持了会计信息是有用的这一观点,同时也支持了该项研究的基础假设——有效市场假设。有趣的是,日渐增多的证据表明证券市场并不如先前所想的那样有效。回顾一下4.4节中我们就比弗1973年论文所进行的讨论。其中我们谈到,只要能对相关信息进行充分的披露,披露的形式是无关紧要的——它可以在脚注里,也可以以其他更加及时与有效的方式提供。基本的假设是存在足够多的拥有信息的、老练的投资者以致于所有的信息都可以迅速的、无偏的纳入证券价格。然而,近来的证据提出了一些新的问题,这些证据暗示着投资者在评价财务报告的信息内涵时需要更多帮助,而不是像信息观所假设的那样。现在,我们考虑部分证券市场失效的情况。

公告后的价格波动 如前所述,一旦盈利报告为公众所知,其信息内涵应当立即为证券市场所消化,并被纳入证券价格中。之后,对于盈利的利好或利空消息,不应当有进一步的市场反应。然而,我们早就注意到情况并不是这样。对于有利好消息的公司,他们的非常报酬可能会在盈利公告公布后至少60天内向上波动,同样有利空消息的公司在这相同期间内非常报酬持续向下波动。事实上,在鲍尔与布朗1968年的研究里,我们可以看到公告后价格波动的证据(见表5-2)^[2]。

事后波动的原因已为学者们广泛研究。例如,福斯特、奥森和谢文林(Foster, Olsne and

Shevlin, 1984)依据季度盈利公告, 仔细查找了事后波动存在的几个可能原因。他们的研究结果显示, 明显的事后波动可能是由于分析者使用的盈利预测模型所导致的。许多有关市场对盈利公告反应的研究以非预期盈利做为测量尺度。当福斯特、奥森与谢文林以以前年度的同一季度与当前盈利之差做为非预期盈利的代表时, 他们发现存在强有力的证据表明事后波动的存在。然而, 若以其他形式做为非预期盈利的代表时, 这种事后波动就不明显。由于我们无法知道哪个期望模型是正确的(甚至不知道非预期盈利的构成是否正确, 参见 5.3.3节), 福斯特、奥森与谢文林倾向于把这一问题暂且放在一边。

确信你了解了事后波动的意义。如果它存在, 投资者通过在盈利公告公布那天买入利好公司股票并卖出利空公司股票, 扣除交易成本前其可获得套利收益。但是, 若投资者们争相这么做, 则利好公司的股票价格会迅速上升, 利空公司的股票价格会迅速下降。从而消除事后波动。因而, 事后波动对有效市场理论提出了一个疑问。

后来, 伯纳德与托马斯(Bernard and Thomas, 1989)也探讨了这方面问题。他们对 1974年~1986年间大量的公司样本进行了考察, 并记录了事后波动的出现情况。事实上, 在样本里, 投资者若依据这一策略在 0天(即公告日)买卖股票并持有 60天, 则在扣除交易成本前, 投资者会获得年均 18%的回报, 远超过市场回报。

接着, 伯纳德与托马斯试图解释事后波动存在的原因。可能的解释之一是, 在公布了利好或利空消息之后, 公司的风险发生了变动(如以 β 系数计量)^[3]。然而, 伯纳德与托马斯随即提出了令人信服的论点与论据驳斥这一风险基础解释。

另一可能的解释建立在交易成本基础上。一项投资所能带来的利润很可能仅等于为取得这一利润所需付出的交易成本^[4]。伯纳德与托马斯提出一些证据表明交易成本限制了事后波动的数额。然而, 上述 18%的报酬似乎不能完全由交易成本来解释。

最有意思的解释是投资者似乎低估了当前盈利信息对未来盈利能力的预测能力。正如伯纳德与托马斯所指出的, 企业季度盈利变化是正相关的, 这是一个已知的事实。也就是说, 若一公司报告说本季度有利好, 即本季度的盈利比去年同一季度高, 则有超过 50%的可能下一季度的盈利能力也超过去年同期水平。理性的投资者应当预见到这一点, 当他们就利好消息对公司的股票价格报价时, 应当把价格定的高一些。其原因就在于未来利好消息的可能性增加。然而, 伯纳德与托马斯提供证据显示情况并不是这样。这意味着事后波动是由于市场花费了相当长的时间才认识到这一点。伯纳德与托马斯的结果若用表 3-2表示, 则意味着比尔·考雪丝低估了主对角线上的可能值。

虽然对于事后波动存在风险基础与交易成本基础等解释, 但它们正确吗? 与证券市场的有效性一致吗? 一切尚无定论, 因此伯纳德与托马斯的发现对证券市场有效性而言是一个严峻而重大的挑战。

关于非盈利信息的市场效率

除净收益外, 财务报告中还有许多其他信息。在市场对净收益信息有反应的前提下, 似乎有理由认为它同样也会对相关的资产负债表及附注信息做出反应。然而, 有关这种反应的证据却很难找到。在 5.8节中我们已注意到有关 RRA(储备确认会计)对决策是否具有有用性的证据很不足。

一个可能的原因是市场也许没有充分运用非盈利信息。更明确地说, 市场也许未能理解当前资产负债表信息, 如财务比率或非常盈利项目可以预测未来盈利的程度有多大。虽然列夫与萨格瑞金(Lev and Thiagarajan, 1991)(见 5.4.1节)已找出证据证明市场确实对特定资产负债表信息做出

了反应。其他的研究则表明,市场只有等到资产负债表信息揭示出未来盈利或现金流时,才会做出反应。如果是这样,对市场的有效性就要进一步提出质疑了。因而,运用非盈利信息设计投资策略是有可能“战胜市场的”。有关市场滞后反应的证据及击败市场的投资策略细节出现在欧与潘曼(Ou and Penman, 1989)的论文里。下面,我们将对其进行描述。

欧与潘曼从推导68个财务比率开始他们的研究。他们取得了大量公司样本,针对每一个公司,他们分别计算1965年~1972年间的每一个比率。他们考察比率值对未来净盈利的影响能力。例如,总资产报酬率与未来的净盈利变化有极大的相关性——比率越高,则未来净盈利增加的可能性就越大。而销售周转率则不能很好的预测下一年净盈利的变化。

欧与潘曼选取上述调查中16个预测能力最强的变量做为独立变量构造出一个多变量回归模型以预测下一年度净收益的变化情况。这一模型代表对样本下一年盈利变化的最佳估计。因为,它由68个变量开始,筛选至16个,再由这16个比率组成模型。

随后,欧与潘曼将模型运用到样本1973年~1983年间盈利变化的预测上。也就是说模型是由1968年~1972年间数据估计得到再用于对1973年~1983年间数据进行预测。模型结果采用概率值形式,表示净收益在下一年度增加的可能性。

然后,欧与潘曼以预测值做为以后年度投资策略的基础。对每一个公司样本,若模型预测其在下一年度净收益的增加的可能性大于或等于0.6,则在该公司会计年度结束后买入公司股票(3个月是让公司有足够时间公布其财务报告,并让市场有时间对其进行消化)。反之,若模型的预测结果是净收益上升的可能值为0.4或更少,则在年度末抛售股票。

应注意,这种投资策略是可行的——它建立在信息确实为投资者所拥有的基础之上。同时,在理论上,该策略无须投资者进行资本投资,因为空头交易可用于股票买卖。(实践中,由于对卖空交易存在限制,且理所当然的有佣金与其他交易费用的存在,因而,还是需要一些资本的)。

购买股票后,欧与潘曼将其持有24个月,然后再以当时市场价格售出,对于采用卖空形式成交的股份,24个月后才须履行买卖义务,即以市价购买股份。

该投资策略的道理很简单。鲍尔与布朗告诉我们公布利好消息的公司股票价格会上扬,而公布利空消息的公司股票价格会下挫。如果我们能利用以前年度资料事先预测哪些公司会公布好消息,哪些会公布坏消息,我们就能通过上述投资策略获取赢利。

问题是这种投资策略能战胜市场吗?为此,欧与潘曼计算了每次交易的利润与损失并将其转变成报酬率,将所有报酬率累加起来得到一总的报酬率。接着,欧与潘曼对市场范围内的报酬率进行了计算,以获得扣除市场整体业绩后该策略的报酬率。例如,若欧与潘曼的投资策略的报酬率为8%,但整个市场的报酬率为10%,我们就很难说欧与潘曼的投资策略战胜了市场。然而,事实情况是,欧与潘曼发现在扣除交易成本之前,扣除市场整体报酬之后,他们的投资策略为他们赢得了两年14.53%的回报率,超过市场平均报酬。由于这一机会发生的随机可能性几乎是0,因而他们的投资策略战胜了市场。交易成本也许可再一次用来解释这一特例的发生,但14.53%是一个很高的比率,不能完全由它来解释。

随后,欧与潘曼证实这一结果的发生并非由于样本公司的风险与市场风险不同所造成。同伯纳德与托马斯相似,欧与潘曼的预测模型可能验证的是高风险公司。14.53%的回报率仅表明一个这样的事实:即风险厌恶的投资者对高风险要求高报酬。欧与潘曼对此进行了验证并得出结论,风险因素不能得出他们的结果。

在交易成本与风险因素无法解释他们投资策略的超额报酬时,欧与潘曼的结论是惊人的。其原因是,在有效市场理论下,这一结果不应发生。这一投资策略以投资者共有的信息为基础——

即以公司财务报告中的财务比率为基础。有效市场理论意味着这一比率信息会迅速地、有效地纳入市场价格。欧与潘曼买入或买空的股票价格应当在他们买卖时就已调整到反应下一年度净收益增减可能性的价位上,并使他们的投资策略无法取得额外报酬。但欧与潘曼确实取得了额外报酬的事实表明市场未能消化财务比率里所含有的信息。更确切地说,市场仅当后两年的盈利信息确实公布时才对价格进行了调整。但到那时,欧与潘曼已经买入了股票或已进行了卖空交易。因而,欧与潘曼的结果便成了有效市场理论的又一个例外。

欧与潘曼的结论引起了相当多的类似研究。在一个相关研究里,霍桑逊与拉克尔(Holthausen and Larcker, 1992)同样也记录了以财务报告比率为基础的投资策略所获得的额外报酬。他们直接用比率去预测额外报酬的迹象而不是预测盈利变化的可能性。另外,霍桑逊与拉克尔在晚些时候(1978~1988)再一次运用了欧与潘曼的投资策略。这次实验的结果表明欧与潘曼的结果可能仅针对他们所测试的期间适用。

格瑞(Greig, 1992)再一次检验了欧与潘曼的结果并得出结论声称欧与潘曼的超额回报更可能是由于公司规模对期望报酬的影响所导致,而不是市场无法全面估计会计信息。有证据表明除 β 系数外,公司规模也能对股票报酬率做出解释(Banz, 1981)。格瑞的结论建立在对公司规模精心控制的基础之上。这意味着若将公司规模纳入考虑,欧与潘曼的超常收益就消失了。同时,格瑞也提供证据表明霍桑逊与拉克尔的结果也可用公司规模来解释。

斯托伯(Stober, 1992)记录了欧与潘曼投资策略的超常收益。然而,他得出在财务报告公布后,超常收益将持续6年以上。若欧与潘曼的超常收益是由于估价与其根本价值的偏差所导致,则难以想像市场需要6年时间才能弥补上这一差异。换句话说,即使市场会等到比率所含信息公布于盈利那一天才对价格做出调整,时间也不要这么长。这意味着欧与潘曼的结果反映了期望收益中存在一些永久性差异,如公司规模或风险因素而不是市场对股票根本价值的偏离。

然而,需要注意的是,即使欧与潘曼的结果归因于公司规模的影响,仍无法排除对市场无效的支持。想一想CAPM的基本理论,其中惟一影响股票期望收益的公司特有因素是它的 β 系数(见4.3节)。因此,期望收益给定时,若市场还关注公司规模,则这本身就表明市场是无效的。

鲍尔(Ball, 1992)与提尼克(Tinic, 1990)提出了反面观点,声称市场是有效的,而CAPM是错误的。因此,从理论上讲, β 系数可能不是用以决定期望收益的惟一的公司特有变量。除非上述基本理论问题已经解决,否则我们可以说欧与潘曼的实验仍然是对有效市场假设的挑战。

封闭型基金首次公开发行定价 海雷、李和西格(Hanley, Lee and seguin, 1996)分析了1988年1月1日至1989年3月31日间65个封闭型基金公司首次公开发行(IPO)的市价与交易量^[5]。他们的样本基本上包含了这一期间纽约证券交易所与美国股票交易所(AMEX)的所有新上市封闭型投资基金。

市场中存在这样一个现象,即新上市封闭型投资基金的股票价格在首次发行后数月总是下跌的。海雷、李和西格的样本也不例外——发行后100天的平均累计报酬率为-6.8%。

然而,通过仔细寻找这一显著的负报酬率发生的原因,海雷、李和西格得到了一些有趣的发现。首先,价格的下跌并不是立即开始的而是在首次发行30天或更多天之后发生,通常是急剧下跌。

其次,市场似乎具有“猛击一下”的特征。也就是说购买了大量IPO的大投资者在交易开始后会将他们所持有的股票全部抛售。海雷、李和西格发现,在开始的几天成交量极大且发生的大量交易是由初始的销售者进行的。这与“猛击一下”的特征是相一致的。

随后的问题是如果存在买卖力量的即刻巨大不平衡,为什么基金股票价格不持续下降 30天乃至更多天?答案似乎在于证券承销人的价格操纵。证券承销人通过发行等额的首次发行股票(IPO)给小额投资者来满足抛售的需要。随后,因为供给与需求保持了平衡,市价不会再跌。除非在某一个30天后,这一稳定状况又被打破。然而那时,大户们已离开了市场且证券价格已保持了相当长时间的平衡,因而在小投资者看来,以后的价格下跌似乎不适当地损及了证券发行者的名誉。现在,谁来对他们所持有的证券价格下跌6.8%负责呢?

海雷、李和西格的论文阐明了近来证券市场研究的一种趋势,即建立市场的微观结构模型。论文对证券市场的发行者——即首次公开发行股票市场的供应方——与不同类型投资者给予关注。在这方面,我们仅简单地假设市场是由大量的投资者所组成,他们做出买卖决策并最终导致证券价格的形成。这一假设适用于许多不同目的的研究。海雷、李和西格的论文却指出市场的结构没那么简单,存在不同类型的买者与卖者,分别具备不同影响市场的能力。除买卖力量外,市场价格可能由于这些团体的不同投资策略行为而受到影响。至少,海雷、李和西格的论文可做为4.5.1节中结论的又一个解释:即市场价格完全反应所有可获得的信息的理论需慎重理解。

然而,当前未解决的问题是为什么投资者中的一群——投资基金的小额购买者——愿受大投资者有组织性的摆布。设想他们也许不知道发生了什么,但是这些基金发行后几个月里糟糕的业绩却是有据可查的。理智的选择是等上100天然后再购买。然而,这并没有发生。因而,它成为有效证券市场的又一特例。

证券市场有效性的结论 虽然存在前述的异常情况,我们仍很难说证券市场是有效的还是无效的。福斯特(Foster, 1979)探讨了造成这一困难的部分原因。虽然存在数以千计的理论研究,诸如5.3节中鲍尔与布朗的研究,5.4节中的ERC研究,证明市场是有效的。但福斯特指出我们无法知道研究中的大量价格反应是否是市场有效情况下应当的价格反应。例如,鲍尔与布朗报告说,对于利好公司,他们获得的平均额外报酬率为7%。但也许在市场有效的情况下,这本应是10%或3%。然而,我们还需注意的一点是,鲍尔与布朗对盈利好坏及市场反应方向与速度的预期与有效市场理论的预期是一致的。

另外,内部信息与公司可获得信息并非完全可分,而是互为重叠的,这可能也是造成异常情况的原因之一。因此,在就异常现象下结论前,必须仔细分析市场可获取的信息。进而,正如福斯特所指出的那样,公众可获知信息的范围与程度取决于投资者愿意负担的交易成本。获取套利的投资策略相对于投资者的时间与精力而言可能是相当高昂的,需要对盈利公告、年报与市价进行监测并发展相应的专业技能。因此,即使有伯纳德与托马斯年均18%、欧与潘曼14.53%如此高的报酬,这也可能仅是特例,因为要获取他们的成本至少有这么高。投资基金IPO小额投资者的损失也可用此来解释,小额投资者可能会感到在采纳证券承销商、经纪人,基金经理与其他投资者专家的意见之后投资所遭受的损失小于他们自己开发必要信息并成为专家所需付出的成本。

如果我们接受这个观点,证券市场的有效性可以与异常现象的存在达成一致。换句话说,我们不能指望市场是完全有效的,因为投资者无法为获取更多信息而不顾及成本问题。

然而,以交易成本为基础对有效市场理论进行辩护存在一个问题,即任何一异常情况都会基于成本原因而消除。如果成本可用来解释一切,那它什么都解释不了。也就是说,除非我们知道某一投资策略的成本是多少,否则,我们就无法知道如伯纳德与托马斯和欧与潘曼的投资盈利与投资基金IPO拥有者的损失是否是特例。

如前所述,解释特例的另一种方法是风险差异。然而,伯纳德与托马斯及海雷、李和西格的研究结果至少让我们知道这一解释不那么令人信服或具相关性。

看待异常情况的第三种方法是接受他们，但需知道证券市场的有效性是有程度的。我们可以认为市场是合理有效的——近似于有效市场理论，而非为无效。承认异常的存在，而不是询问市场是否有效。因为后者可能是个错误的问题。也许对于市场有效性的真正测试是，一旦事后波动、财务分析与其他这里未讨论的异常现象^[6]所带来的套利机会被指出，这些套利机会是否会消失。

虽然我们坚信证券市场是有效的，我们必须注意到上述特例的存在给现值计量观提供了帮助。从某种程度上说，投资者无法全面发掘历史成本基础财务报告的信息内容，或者说这样做的成本太高。因而，会计人员也许应当为他们做更多，即为了他们的利益将更多的当前的价值纳入财务报告。如果在不失可靠性的前提下能做到这点，净收益预测未来业绩的能力就会增强，投资者将会有更广阔的空间从资产负债表中收集信息。

6.2.4 奥尔森净盈余理论

公司价值的三个公式 CST（净盈余理论）显示公司价值与证券报酬是如何由基本的资产负债表与损益表组成部分来表示，从而提供了与市值计量观相一致的理论框架。虽然该理论建立在理想状态假设上，有股利无关因素，然而，该理论在解释与预测公司价值方面有其成功方面。以下有关该理论的要点是建立在简化的费尔萨姆和奥尔森（Feltham and Ohlson, 1995）研究基础上的。

理论中的大部分已为前述讨论所包含，尤其是在例 2-2——不确定理想环境下的 P.V. 有限公司一例中，也许此时你想回顾一下例 2-2。本节，我们将以前的讨论归并过来，并拓展 P.V. 有限公司的例子，将存续盈利纳入考虑。费尔萨姆与奥尔森指出，公司的价值的根本决定性要素是它的股利流量，他们的讨论由此开始。在例 2-2 中，假设 P.V. 有限公司坏的经济状况出现于第 1 年，P.V. 未支付股利，到第 2 年 P.V. 支付了清算股利。则在时期 1 股利的现值就是时期 2 现金的期望现值。

$$\begin{aligned} PA_1 &= \frac{0.5}{1.10}(110 + 100) + \frac{0.5}{1.10}(110 + 200) \\ &= 95.45 + 140.91 \\ &= \$236.36 \end{aligned}$$

回顾一下，若坏年景出现，每期的现金流为 \$100，若好年景出现，则为 \$200。括号中第 1 项式代表时期 1 时的现金，在时期 2 以 $R_f = 0.10$ 的报酬率投资。

股利无关前提下，P.V. 的市价也同样可用其未来现金流量表示，继续保有我们的假设：坏年景出现于第 1 期：

$$\begin{aligned} PA_1 &= 100 + 0.5 \times \frac{100}{1.10} + 0.5 \times \frac{200}{1.10} \\ &= 100 + 136.36 \\ &= \$236.36 \end{aligned}$$

其中第 1 项是时期 1 中的现金，即 \$100 的现值 \$100。

公司的市场价值同样可以用财务报告变量来表示。费尔萨姆与奥尔森指出，在任意时点 t ，

$$PA_t = bv_t + g_t$$

其中 bv_t 是每期资产负债表公司资产的账面净值。 g_t 是未来非常盈利的期望现值。有这层关系

则必然使所有收益或损失项目经过损益表。损益表是净盈余理论的源泉所在。对 P.V.有限公司, 设期间1出现坏年景

$$\begin{aligned} PA_1 &= 236.36 + 0 \\ &= \$236.36 \end{aligned}$$

$bv_1 = \$236.36$, 直接由资产负债表而来(见例2-2)。

注意到非常收益的期望值为0。这阐明了费尔萨姆与奥尔森模型中的一个特殊情况, 称为“无偏差会计”。当会计是无偏差的, 则非常盈余不存在。公司的所有价值都显现于资产负债表, 事实上, 损益表无信息含量, 正如例2-2所提到的那样。

上述 PA_t 公式对任何基础的会计适用, 并非仅限于理想状态下的无偏差会计。例如, 若 P.V.有限公司运用历史成本会计, bv_t 相对于其市场价格则向下偏离, 其结果是, 公司有未记录的商誉 $g_t > 0$ 。

随之净盈余理论直接导致了现值计量观, 因为它暗含会计人员应当尽可能完整与准确的计量 bv_t 以减少市场通过其他渠道对 g_t 进行估计。例如, 若有合理可靠性的保证, 将至少部分资产与负债以市价进行计量, 并将诸如广告费用与研究开发费用等无形资产入账, 从而使投资者受益, 因为更多的公司价值被包含在 bv_t 中, 更少的包含于 g_t 里。这一论点得到6.2.3节中有关有效市场特例证据的支持, 其中我们以为投资者并不像信息观所假设的那样, 擅长于从其他渠道获取 g_t 。

收益持续 费尔萨姆与奥尔森随后将持续收益概念引入理论。尤其是他们假设:

$$ox_t^a = \omega ox_{t-1}^a + \tilde{\varepsilon}_t$$

其中 ox_t^a 是 t 年的非常收益, $\tilde{\varepsilon}_t$ 是期间 t 盈利事件实现的影响结果。如例2-2, 这一结果的期望值是0, 且每期事件是相互独立的。

ω 是一存续参数, 其中 $0 \leq \omega \leq 1$ 。对于 $\omega=0$, 我们有例2-2。然而, $\omega>0$ 并非是不合理的。通常, 某年事件的影响会在未来年度里持续。例如, 例2-2中的坏年景可能是由于利率升高所导致, 而它的经济影响可能超出当年, 则 ω 捕获了第一年 - \$50 非常收益的部分信息, 其影响将持续到以后年度。

然而, 若 $\omega < 1$, 也就是说, 在一段时间后, 特定年度的收益的影响都会消失。例如, 利率升高的影响最终会消失。更概括地说, 竞争的压力会最终消除正面或负面的非常压力。

同时也注意到持续性与ERC实证研究中对对应部分的相互关系。回忆一下5.4.1节, 盈利的持续性越久, ERC越高。以后我们将看到, 这正是净盈余理论所预测的—— ω 越高, 损益表对公司价值的影响越大。

最后, 注意到该理论假定投资者知道有关 ω_t 的一系列可能值与 ω 的信息, 并运用贝叶斯理论修改他们的主观估计事件概率值。因此, 该理论与第3章所解释的决策理论的作用没有任何冲突。

例6-1

现在我们拓展例2-2, 将存续性纳入考虑, 保有原有的假设, 并增加进一步的假设 $\omega=0.4$ 。因此, 若第一年坏的经济状况出现, 不仅当年含有 - \$50 的非常收益, 且这一非常收益的45%会持续到第2年并减少营业收入, 好状况与之相反。

我们从P.V.的资本资产折旧表开始, 以0时资产价值的期望下降为基础, 这一折旧表与例2-2

中相同：

$$\begin{aligned}
 &\blacktriangleright \text{折旧, 第1年} = 260.33 - 136.36 = 123.97 \\
 &\blacktriangleright \text{折旧, 第2年} = 136.36 - 0 = 136.36 \\
 &\qquad\qquad\qquad \underline{\underline{\$260.33}}
 \end{aligned}$$

现假设第1年坏年景出现（类似的分析应用于好年景情况）。首先，我们计算时间1时P.V.的市价，以未来股利期望值为基础：

$$\begin{aligned}
 PA_1 &= \frac{0.5}{1.10} (110 - 0.4 \times 50 + 100) + \frac{0.5}{1.10} (110 - 0.4 \times 50 + 200) \\
 &= \frac{0.5}{1.10} \times 190 + \frac{0.5}{1.10} \times 290 \\
 &= 86.36 + 131.82 \\
 &= \$218.18
 \end{aligned}$$

注意到持续存在的影响——第一年非常收益的40%会持续到第2年并减少其现金流量。除此之外，计算与例2-2相同。我们看到坏年景存续的影响，使时刻1时的公司价值减少 $236.36 - 218.18 = 18.18$ ，减少的未来现金流量 - \$20的现值。

费尔萨姆与奥尔森也以财务报表变量来列示公司的市场价值，为：

$$PA_t = bv_t + \alpha(t\text{年的非常收益})$$

其中 $\alpha = \omega / (1 + R_f)$ 是一资本化因素^[7]。在我们的例子里，设 $t=1$

$$\begin{aligned}
 &\text{现金} &&= 100.00 \\
 &\text{资产账面净值, 以折旧表} \\
 &\text{为基础, } 260.33 - 123.97 &&= 136.36 \\
 &bv_t &&\underline{\underline{\$ 236.36}}
 \end{aligned}$$

这使，

$$\begin{aligned}
 PA_1 &= 236.36 + \frac{0.40}{1.10} \times (-50) \\
 &= 236.36 - 18.18 \\
 &= 218.18
 \end{aligned}$$

这一公式的含义有两层。首先，即使在理想状态下，所有的行为不再仅基于资产负债表。损益表也变得重要起来，因为它揭示了本年度的非常收益，其中的40%将在未来年度发挥持续影响。因此，在本例，我们可认为非常收益的40%将存续至将来。

其次，公司强调投资者需要信息帮助他们评估存续收益，因为这对公司未来业绩十分重要。5.5节关于非常项目的讨论使我们看到，会计人员如何通过对低存续项目进行适当分类，在这方面发挥作用的。同时，净盈余理论的这一公式与5.4.1节中——存续性对ERC的实证影响——的研究成果是一致的。在5.4.1节中我们注意到存续性与投资者对当前盈利的反应正相关。

最后，需要再一次强调净盈余理论的理想状况假设。尤其是该理论忽略了信息的不对称性。

因此,该理论应用的现实可能性成为一个实证性问题。然而,我们刚才提到实证研究的 ERC 值与模型是相一致。在 5.3.3 节我们也提到伊斯顿与哈里斯 (Easton and Harris, 1991) 发现盈利水平较之于盈利变化能更好地解释证券报酬。注意,费尔萨姆与奥尔森建立的模型是以盈利水平表示的。另外,费尔弗德 (Fairfield, 1994) 亦报告了其实证研究结果与模型的一致性。

6.2.5 审计人员的法律责任

也许支持现值计量观的主要压力来自于对引人注目的大公司破产事件的反应,尤其是金融机构的破产。例如,《华尔街日报》(1994年3月11日)的一篇文章报道了瑞斯鲁森(Resolution)信托公司、德勤(Deloitte and Touche)公司及联邦储蓄保险公司(Federal Deposit Insurance)三者间的一件诉讼案。其中瑞斯鲁森信托公司与德勤间涉及金额达 14 亿美元,联邦储蓄保险公司与德勤间涉及金额达 4.5 亿美元。诉讼是由会计公司对储蓄与贷款协会发布的无保留意见书引起。该协会当时已经丧失了还债能力。据文章描述,解决这一诉讼的建议方案的金额超过 3 亿美元。虽然远远少于诉讼金额,但仍成为围绕储蓄与贷款协会案件的第二大赔偿解决方案(第一大赔偿案是安永(Ernst and Young)公司因类似案件而导致的,涉及金额高达 4 亿美元)。

在历史成本基础下很可能会出现这样一种情况,即资产负债表与损益表反应该公司能持续经营,但不久它就破产了。虽然会计人员或审计人员可能声称对于即将发生的破产,其征兆已隐含在附注或其他信息源里,因而他们对此不负责任。但这引申出一个逻辑问题。人们会问,为什么主要的财务报告不更明确地预见这一灾难?通常在遇到公司破产诉讼案时,审计人员要为自己辩护相当困难。

而且,这些法律义务的压力好像还在继续增加,例如,詹森(Jensen, 1993)指出随着技术的进步,越来越多的公司发现他们有大量的剩余资金,利用剩余资金的要求导致兼并、重组、裁员与破产的发生。所有这些事件都给以历史成本为基础的净收益与资产估值的充分性带来了极大的压力。

另外,公司正面临日益增加的社会责任压力。因而,许多公司有着大量的未来责任。例如,修缮成本的存在使成本与收益相配比的概念受到了冲击。

会计人员与审计人员保护自己免于这些压力的一种方法是采用现值计量观。也就是说,将当前价值纳入财务会计。然后,他们便可以说财务报告已预测了导致上述方面的价值变化。当然,这需要更多地用到估计与判断,但由于法律责任的存在,会计人员也许更愿意在不丧失可靠性的前提下运用现值计量。

小结

财务报告的信息观接纳历史成本为基础的会计,并依靠全面披露来增加财务报告对投资者的有用性。在假设有足够多的理性的投资者的前提下,披露的形式并不重要。因为这些投资者能迅速并正确地将信息纳入有效市场价格。实证研究已证实,市场发现净收益信息至少是有用的。实际上,信息观下的实证研究倾向于接受有效市场价格并将其做为评估会计信息有用性的标准。

然而,对信息观仍存在许多疑问。首先,净收益只占“市场分额”的 2%~5% 似乎太低。虽然存在理论支持,但根本就很难发现对于非盈利会计信息有多少市场反应。其次,证券市场本身也许并不如先前所认为的那样完全有效,这意味着投资者在理解会计信息对未来报酬的全面内涵可能是需要一些帮助的。最后,法律责任的存在迫使会计人员在财务报告中增加现值基础项目的

数量。奥尔森的净盈余理论深化了这些问题。该理论强调财务会计信息的根本作用是决定公司价值。认为会计报表在报告公司价值方面应当发挥更为基础的作用，而不是向信息观所认为的那样，将会计信息视为众多信息资源中的一种，这些资源相互竞争以引起有效市场的注意。因此，净盈余理论自然而然的导致了现值计量观。

当然，由于上述2.4与2.5节中的几点原因，现值计量观决不会发展到使整套财务报告都建立在其基础之上。例如，对于固定资产，历史成本做为主要计量基础的地位不可能被取代。更确切地说，在财务报告里，现值基础对历史成本的取代只是一个度的问题。在GAAP里一直就有许多现值计量部分，下面我们将对其进行回顾。另外，我们还注意到近年来出现了一些新的现值计量标准。

6.3 传统项目计价实例

尽管财务报表一贯被认为是建立在历史成本基础上，但它们也包含许多公允价值成份。为了进一步讨论最近的以计量为主的标准，我们先回顾一些已经被长期运用的有关市价和现值计量的方法。

6.3.1 收益实现后的资产和负债

对于大多数公司^[8]，收益实现后的资产包括现金、应收账款、应付账款。现金，由定义即知是以市价计量。应收账款扣除坏账备抵的净值可视做以现值计价。像应付账款这样的流动负债也可视做以现值计价。对应收账款和应付账款，我们认为其回收或支付期间相当短，没有必要折现，实际上它们是以现值基础计价。收益实现后资产与负债的计价对想评估公司短期偿债能力的投资者是有用的。

6.3.2 合约所限定的现金流量

另一种常见情形是合约所限制的资产和负债引起的现金流量，它的计量至少部分运用现值基础计价方法的如贷款、租赁、退休金的现金流量。我们将进行简单的探讨：

长期债券折价摊销 APB 21(1971)要求债券折溢价摊销使用实际利率法，也就是按发行或购入时的实际利率对折溢价摊销，从而形成每一期的利息费用或收益。我们这里所阐述的实际利率法适用于打算持有至到期日的债券投资。

例6-2 折价实际利率摊销法

某公司于1994年12月31日以\$8 869.92购买10年期面值\$10 000的债券，实际年利率为12%，则债券折价为\$1 130.08，债券每年12月31日按票面利率10%支付利息，到期日为2004年12月31日。

首先，我们计算债券在1994年12月31日的价格，也就是债券的未来现金流入，按实际利率12%折现的贴现值。

$$\begin{aligned}
 \text{未来现金流入现值} &= \text{本金现值} + \text{利息现值} \\
 &= \frac{10000}{(1.12)^{10}} + 5.6502 \times 1000 \\
 &= \$3219.70 + \$5650.22 \\
 &= \$8869.92
 \end{aligned}$$

第一项是按10年期、12%折现率贴现的债券本金现值，第二项是未来各年支付 \$1 000 利息，按折现率12%贴现值，年金现值系数 5.65022 可在利率表中查到。

假定同种质量的投资的市场利率为12%，在这种经济环境中这些债券的市场价格肯定等于现值 \$8 869.92。这种情况源于2.2节讲过的套利原则。如果债券市场价格高于这个数，投资者因回报率小于12%不会买它们而选择能赚到12%的同种质量的其他投资，价格因此降下来。如果市场价格低于 \$8 869.92，投资者因为能获得比市场利率高的收益而争着买它们。这样，价格又会上涨。可能的均衡价格只能是 \$8 869.92，因此，1994年12月31日，该项投资的账面净值。市场价值和现值都相等。

假设采用折价实际利率摊销法，买进债券日的实际利率 12% 保持不变，则一年后（1995年12月31日）账面净值与现值仍相等。请看下面的解释。

1995年12月31日，债券还有9年存续期，因此债券未来现金流入现值是：

$$\begin{aligned}\text{未来现金流入现值} &= \frac{10\,000}{(1.12)^9} + 5.3282 \times 1000 \\ &= \$8934.31\end{aligned}$$

债券新的现值为 \$8 934.31。在实际利率折价摊销法下，所做的日记账分录为：

1995年12月31日	债券投资	64.39
	利息收益	64.39

折价摊销：\$8,934.31 - \$8,869.92

新的债券账面净值为 \$8,934.31，等于未来现金流入的现值。只要使用实际利率法摊销折价，将在以后几年保持与现值相等的情形。

最后，我们发现该年从债券上得到的收益等于期初账面余额 × 12%

该年利息引起的现金流入	\$1 000.00
折价摊销	64.39
债券收益	\$1 064.39
等于期初账面余额 × 12%，	
即 \$8 869.92 × 12%	=\$1 064.39

例6-2正好符合前面我们在例 2-1 中阐述的理论——在每个资产负债表日，账面净值等于未来资产上现金流入的贴现值，从资产上得到的年收益等于期初账面净值 × 利率。

请注意，债券的合约性质使未来现金流入可以合理确定。当然，做为投资者持有的债券要承受信贷风险——发行者不能按合约条款履行的风险。如果债券价值减损，而这种减损又不是暂时的，要减记债券的账面价值。

还应强调，我们在例 6-2 中利率是按购买日市场利率 12% 计算的，并且长期不变。因为没有考虑购买后利率的变动，所以这里对债券记录只是部分运用了这种计量方法。这限制了现值信息的决策有用性。不过，我们看到 SFAS 107 要求附注揭示类似这种投资的公允价值。这样，附注信息可以帮助投资者了解利率的影响及影响市场价值的其他变化，后面将详细介绍 SFAS107 内容。

租赁 另一个具有合约性质并运用的现值模型是租赁 (SFAS 13, 1977)，如融资租赁和相应负债按隐含利率将最低租赁付款额贴现计价。

退休金负债 另一个计量基础报告是规定福利计划下的退休金负债。SFAS 87(1986) 要求确认每一期的净退休金费用，包括服务费用——即由于雇员在本期提供服务，按退休金约定支付公式

计算的将来应支付的退休金在本期期末的精算现值——即预计支付义务（预期将来应支付的至今已赚取的退休金）期初账面余额按折现率计算的利息，再减去本期退休金资产实际收益。预期退休金应付款不同于累计退休金应付款，后者得出的当前支付义务的精算现值未考虑退休后工资水平变动的补偿。

期末累计退休金成本净额与退休金资产的公允价值的差额做为资产负债表的资产或负债^[9]。

基于SFAS 87这些和其他的要求，规定退休金计划下退休金负债的记录与例 2-2中不确定条件下的折现值模型类似。

6.3.3 成本与市价孰低原则

如果未来现金流量不是由合约引起怎么办？这种计价方法仍适用吗？我们认为众所周知的成本与市价孰低原则部分运用了这种方法。成本与市价孰低主要用于存货，此处现行市价是合理可靠的。

APB 43(1953)讨论的就是成本与市价孰低原则。如果市价低于成本，存货应减记至市价。APB 43定义市价为重置成本，服从两个限制：(1)市价不能超过可变现净值；(2)减值不能过大以至于产生非正常的边际利润。

有趣的是成本与市价孰低仅部分地运用了现值模式。也就是当市价低于成本时资产价值被减值，但不能转回到成本上面。实际上，一旦资产被减值，减值后的价值成为新“成本”，并且可能不再被转回。成本与市价孰低原则遵循了稳健原则，但评判它的决策有用性是困难的，因为有人认为如果市价信息是有用的，那么市价超过成本应与低于成本一样有用。推测起来，会计人员必认为相同金额的资产高估比资产低估承担更大的法律责任。

无论如何，成本与市价孰低原则仍是财务报告中部分运用这种计量方法的一个有趣而重要的例子。

6.3.4 下推式会计

当一个公司购买了另一家公司全部普通股，被收购公司资产和负债就应使用一个新的会计基础，叫做下推会计。结果被收购公司的资产和负债在确认交易时应按市价反映记录在账上。

尽管GAAP没有要求使用下推会计，但对于子公司被全部控股的情况，SEC还是做了详细规定(SAB 54)。

6.3.5 结论

前面仅是公认财务会计中按现值和市价基础计量的部分传统项目。要进一步全面讨论，参见威尔(Weil, 1990)。

我们主要目的是说明尽管财务报表仍被认为主要是在历史成本基础上，但相当多的属于计量观的方法仍得到运用。

前面例子阐述了当前GAAP中计量观运用的程度。现在让我们看看现行以公允价值为导向的会计准则。

6.4 现行以公允价值为导向的准则

6.4.1 退休后福利

FASB 1990年发布的SFAS 106要求退休后福利 (PRB)应计提入账，包括提供给退休职工的保

构。又如，借助发行零票面利率债券来控制现金流量。证券化也能减少筹资成本。另一个重要原因是控制风险。在这里，我们将集中讨论金融工具的这个作用。我们从套期保值会计开始。

长期以来，公司用套期保值来减少他们面对的风险。套期保值实质是当公司拥有一个风险资产，他会购买另一个套期保值工具规避风险——其他的与所规避项目价值运动方向相反的资产或负债。这样，风险资产的盈或亏会因保值工具的盈或亏而相互抵消。

1984年发布的SFAS 80的“期货合同会计”对套期保值会计做了特别规范。尽管不是新标准，由于它的现实重要性，我们将在这里进行介绍。

近年来，由于各式复杂金融工具的发展，使得公司能更好地控制他们所面临的风险和不确定性。这些风险和不确定性大都产生于市场风险——利率、商品价格及汇率的变动。对这些用于规避风险和不确定性的复杂的金融工具，有关估价和收入确认的会计处理是困难的，准则制定组织仅仅是刚开始论及这些问题。

SFAS 80中定义的期货合同是一种要求买者（或卖者）未来接受（或提供）一定标准数量的商品或金融工具，或以现金结算的一种特殊金融工具。这个合同在证券市场上交易。显然，它们的市价由相关标的商品或证券决定，并随标的物市价波动。它们有间接规避风险的作用。

根据SFAS 80，期货合同市价变化应在其变化期内确认为当期损益，除非它是做为规避价格或利率风险的工具^[11]。要做为套期保值工具必须满足两个标准：第一，受到套期保值的应是使公司承担价格或利率风险下的项目。这种判断并不如想像中那么简单。假设一个公司借出 100加元，又借进 80加元。该公司签定外汇期货合同以规避借出的 100加元的风险。问题是借出的 100加元（受到套期保值的项目）使公司暴露在外汇风险下了吗？答案当然是否定的，因为所借的 80加元已经做了自动规避，只剩下 20加元的风险。100加元的外汇期货合同此处仍是个套期保值工具吗？实际上，尽管交易中发生了套期保值交易，但它们对风险的影响应按 SFAS 80所规定的，根据该企业整体水平评定。在这个例子中，公司签定外汇期货合同后会比签定之前承担了更大的外汇风险（之前为20加元，之后为80加元）。

这个例子说明了，公司自己拥有的资产和负债互相规避风险的重要性。例如，如果一个公司拥有风险性证券，同时又有未偿还的付息债券，那么资产市价会与负债市价反向运动。公司能使债券的金额、持有期和其他特征与具有风险性质的证券相匹配的情况是比较特殊的。如我们所看到的，如果公允价值会计适用于资产而非负债，资产再确认带来的收益或损失纳入收益后就会增加报告净收益的变动。

第二个标准是套期保值工具是与受到保值的项目高度负相关，从而减少风险暴露。也就是，如果受到保值的项目市价有变动，期货合同市价应向相反方向相应变动。注意这种相关不必最优，只要“高”就行。在非理想状态下，可能不存在最优套期保值。例如，银行为其存款负债利率变化寻找最优套期保值就很麻烦。因缺少最佳相关度的风险，即基差风险。

一种估计套期保值工具与受到保值的项目间相关程度的方法是累计金额抵消法。例如，18个月前，公司买进政府债券期货合同为所持有可变利率负债套期保值。假设由于利率上涨，负债的公允价值目前减少 \$1 500，但政府债券期货合同市价下降 \$1 300。损失与盈利的比是 $-1\ 500 \div 1\ 300 = -1.15$ 。因为比值合理接近最佳套期比率 - 1，所以将继续以这个期货合同来规避风险。

如果两个标准都达到了，根据递延法套期保值会计，收益 \$1 500与损失 \$1 300应当递延到期货合同到期^[12]。请注意期货合同被看做套期保值工具的重要性。假设它不是做为保值工具，比如若认为上述的 - 1.15 远远偏离最优套期率 - 1，根据SFAS 80应当期确认期货合同的损失 \$1 300。这会对公司报告净收益有很大影响。

一份期货合同是否被视做套期保值工具，其后果相差很大。奥特华市富兰克林储蓄协会就是一个典型实例^[13]。在80年代，富兰克林采取激进策略，吸收存款资金购买抵押证券和其他具有风险的衍生金融工具。并用非常复杂的套期保值工具规避这些工具的利率风险。1989年6月底，一个会计年度结束后，富兰克林在这些套期保值工具上的损失累计达3.65亿美元，按SFAS 80要求应做递延处理。

斯瑞弗德储蓄监督机构(Thrift Supervision)越来越关注该公司投资和套期保值策略，并对所递延的3.65亿美元损失提出质疑。问题最终归结为富兰克林套期保值策略下利率变化引起的损失和收益的相关。用某些方法测量这个相关度，富兰克林的方案是可行的，而用其他方法，包括类似累计金额抵消法计算则不可行。

面对这种矛盾，斯瑞弗德监督机构决定转销递延损失。既然富兰克林法定资本只有3.8亿美元，这将导致它技术性破产，由指定政府部门接管，最终可能只有破产清理。

SFAS 80的其他规定也值得一提。在前面的例子中，假定利率下降而不是上升，当时负债公允价值上升了\$1 500，而套期保值工具市价上升\$1 300。假定公司预期这\$200净损失将持续到期货合同到期。有必要为\$200的净损失当期计提备抵。这可被认为是成本与市价孰低原则的部分运用。

套期保值也可以分为，为现存资产、负债保值和为预期交易保值。如果是为现存资产或负债保值，套期保值工具市价变化通过调整受到保值的项目的账面价值而递延下来。如果为预期交易保值，对套期保值工具市价任何变化应予以递延，并在交易发生时调整该交易收入或成本并纳入损益表。SFAS 80给出了预期的未来交易所应遵循的条件。例如，预期事件极可能发生。

6.5.2 表外风险

SFAS 105 (1990) 要求披露表外风险，包括市场风险和信用风险。这里信用风险是指金融工具合约另一方不能遵守合约条款的风险。表外风险非常普遍。例如，公司可为其他主体担保债券，或承诺以固定利率借出资金^[14]。

表外风险的实质在于能使一些金融资产变成负债（即最大的损失远远超过资产负债表上资产账面价值）或一些金融负债显示出比报表上账面价值更大的值（当存在债券担保或借款协议时，其账面价值可能只是零）。

另一个例子，假设以\$2000万签定了一份合同，按固定利率6%支付利息，又以相同本金、可变利率收取利息，可变利率随原油价格变化而变化。如果油价下跌，在此协议下就会产生重大的表外负债。所以石油公司将面临市场风险。而且它也面临对方不能偿还债务的信用风险。

SFAS 105要求披露这种表外工具的面值、条款和现金要求。并要求披露可能产生的最大的信用损失，及公司在协议条件下记录损失或收益的会计政策。

SFAS 105还要求披露信用风险集中度。例如，如果金融机构拥有一些主要集中于某一产业或某一地区的金融工具头寸时，应将与与之相关的信用风险金额一并披露。

6.5.3 金融工具的公允价值

SFAS 107 (1992) 介绍了“金融工具的公允价值”术语。它指出公允价值通常指现行市价。如果现行市价不易获得，金融工具的公允价值可由专业人士评估，类似工具的市价或贴现值来决定。公允价值也可用价值模型确定（将在以后讨论）。

当然长期以来，像可交换的产权证券等许多资产一直要求按市价披露。SFAS 107要求几乎所有金融工具，包括资产和负债，只要进行这种估计可行的话，应附注披露。但金融机构的重要、密切而无形的储户关系则是一个例外。这是金融机构与其储户间长期关系形成的价值。长期储户不会一次提出所有存款，而且他们愿意以相对较低的利率获得利息收入。SFAS 107把密切而无形的储户关系视做无形资产而不是金融工具。

6.5.4 债券和权益证券的计价

SFAS 105和107要求披露表外信息的方式是分别附注披露公允价值信息，因此，它们不影响报表上金融工具的计价和分类，也不影响报告净收益。1994年实施的SFAS 115通过采用计量观，从根本上影响了资产负债表和损益表。SFAS 115用于那些易于确定公允价值的债券和权益证券投资。它要求这些资产在确认时归入下述所划分的三类中的一种：

- ▶ 持有至到期日型
这是主体“明确打算并有能力”持有至到期日的债券。
- ▶ 交易型
这些是为交易目的而暂时持有的证券。
- ▶ 可销售型
SFAS115中述及的其他证券

持有至到期日型证券按摊余价值计价，交易型和可销售型证券按公允价值计价。交易型证券计价形成的未实现收益和损失应纳入损益表中。对于可销售型证券的未实现收益或损失应纳入股东权益中。

这样，在会计政策上存在明显不一致，为理解它需要指出两个主要问题。第一个问题是利得交易，也可叫做“摘果子”，这是指金融机构涉嫌采用特别的方法来操纵报告收益。它发生在投资组合按成本或摊余成本计价，并且至少其中一部分证券价格上涨时。这样，机构可以卖掉升值的那部分证券以获取收益，而继续持有价格可能下降的证券。后者由于继续按成本计量就不确认损失。

注意，如果证券按公允价值计量，未实现利得和损失均计入当期收益，利得交易就没有可能发生。但有意思的是SFAS 115有使利得交易变得更糟糕而非改善的倾向。SFAS 115要求从持有至到期日型转变为交易型时应按公允价值入账，并将产生的任何利得或损失记入当期收益。这样不必卖掉证券，公司就可以通过把持有至到期日型证券重新分类为交易型证券，即可达到利得交易的效果。

当然为了防止这种可能，SFAS 115也对转变为持有至到期日型证券或从该类型转变为其他类型证券和条件做了严格的规定。例如，如果公司打算在一个不确定的较长期限内持有债券，这就不符合持有至到期日型证券的要求。而且从持有至到期日型证券重新分类为其他类型时，要求该事件“独立，无重复，对报告公司不寻常，不能合理预期……”

第二个问题是报告净收益易产生波动。SFAS 115仅适用于金融资产。但正如在6.5.1节中讨论的，金融机构通常把他们的金融资产和负债的持有期和其他特征协调一致以实现价格变动时的自动套期保值。所以显然，如果金融资产按公允价值计价，金融负债也应如此。否则，仅确认金融资产未实现利得和损失而造成的净收益波动会比公司采取了自动套期保值方法后形成的真正净收益的波动要大。正由于这个原因，SFAS 115规定一定的证券（持有至到期型）没有必要按公允价

值计量，其他证券（可销售型）的利得和损失不包括在利润中。

有人会问如果要消除利得交易行为，为什么 SFAS 115 宁愿忍受这种扭曲的结果而不要求金融负债也采用公允价值计量。但我们应注意到，毕竟 SFAS 107 已要求附注披露金融负债公允价值信息。

困难在于受 SFAS 115 影响的主要是金融机构，而至今尚没有一种计量金融机构活期存款负债的可行方法。按面值计量似乎合乎情理，因为它是储户要求的提取金额。但这忽略了密切而无形的储户关系的价值，SFAS 107 中也没有规定。这种存款负债的公允价值应是面值减去此项无形资产。这又产生估计提款期和折现期的问题。对此，目前尚未解决。面对这些困难，SFAS 115 趋向于用历史成本计量持有至到期日型证券，并把可销售型证券未实现利得和损失排除在收益外，而不是要求金融负债采用公允价值。尽管这无法消除利得交易行为的可能性，但 FASB 认为分类间转换的严格条件可使问题得到一定限制。

尽管存在这些妥协，SFAS 115 代表着计量观的扩展，不仅只是附注披露，而是适当地纳入财务报表中。金融资产主要类别按公允价值计量，其中至少应有一类的未实现损益记入当期收益。

6.5.5 衍生金融工具

衍生金融工具是一类价值派生于标的资产的金融工具，常见的例子就是期权。例如，看涨期权可给予购买者在未来一定时期内以 \$20/股购买某种股票的权利。其他条件不变时，股票市场价格越高，期权越有价值。这样，期权的价值依赖于标的股票的价值。其他衍生工具，如期货、远期互惠掉换合约、利率上限和下限及固定利率贷款协议。如果标的物价值向有利方向发展时，这些工具可为持有者带来利益。如果标的物价值向不利方向变动时，就会（或也可能不会）给持有者造成损失。

SFAS 105 和 107 已要求披露公司持有或发行衍生工具的一定信息。SFAS 105 要求披露表外风险信息。例如，一公司签订一远期合约，在未来 6 个月内以 \$10 000 购买一定数量的股票。如果股票价格降到 \$10 000 以下（这就是标的物价值不利的变化），此远期合约将变成负债（即持有者受到损失）。因此，远期合约存在表外风险，按 SFAS 105 要求应披露它的面值及包含信用风险的其他条款。

SFAS 107 要求披露的包括衍生工具在内的金融工具的公允价值。因此，交易活跃的期权应以现行市价披露。如果期权未被交易，SFAS 107 允许用衍生工具计价模型。著名的布雷克—斯科尔斯 (Black-Scholes, 1973) 模型就是一个期权定价模型。假设拥有未被交易的看涨期权，其约定可以在明年任何时间以 \$10/股购买 X 公司股票的权利。标的物 X 公司股票现行市价为 \$9/股。现在你不想行使期权，由于明年股票价格可能会超过 \$10，所以这个期权仍然有价值。什么是期权现行公允价值？

布雷克—斯科尔斯模型用下面 5 个变量组成一个函数来计量期权价值：

- ▶ X 公司现行股票市场价格——\$9
- ▶ X 公司股票收益率变化
- ▶ 期权执行价格——\$10
- ▶ 交割期——1 年
- ▶ 该经济环境下的无风险利率

前两个模型变量是标的资产可观察到的特征。如果给定后三个变量的值，我们就可看出标的资产中衍生出来的期权价值。它特别取决于 X 公司股票现行市价与股票收益率的变化。从布雷克—斯科尔斯模型开始，一些计量其他更复杂的金融衍生工具的模型相继发展起来。一定条件下^[15]，即使现行市价无法获得，根据 SFAS 107，用模型计算的公允价值也可以代替。

但 SFAS 105 和 107 对衍生金融工具的披露要求有差别。例如，因为 SFAS 105 仅适用于有表外风险的金融工具，又因为它们的价值不能少于 0，所以对期权的披露不做要求。SFAS 107 要求披露包括期权在内的所有金融工具的公允价值。但对其他相关信息（如为什么要持有）SFAS 107 却没做要求。结果投资者很难评估公司因衍生工具行为而承担的风险水平。

为有助于弥补这些差异，1994 年发布的 SFAS 119 区分了为交易目的和为非交易目的而发行或持有的衍生金融工具。对于为交易目的持有或发行的衍生工具，期末公允价值和期间平均公允价值（因为期末公允价值可能不能代表整个期间内的衍生金融工具的活动）以及期间内因交易形成的损益都应披露。

对于非交易目的持有或发行的衍生工具，要求披露持有原因和在报表中如何及何处确认信息。持有或发行衍生工具是为了套期保值目的，除 SFAS 80 的要求外，还应披露受到预期套期保值的交易和递延的套期保值损益的信息。

6.6 总结和结论

财务报告中有这么多项目在用公允价值，而且还在增加。许多传统项目只是部分应用了计量观，如成本与市价孰低、长期负债、最高价值测试和下推式会计。在成本与市价孰低和最高价值测试中，减值的资产在价格上涨时不会再转回。长期负债现值也不会随利率变化而调整。子公司资产价值得到下推，它们不会不断重估价。尽管如此，部分使用公允价值对决策是有用的，它在一定程度上揭示了公司财务状况和前景的重大变化。

最近的准则扩展了计量观，提倡同时计量当期价值增加和减少。所以根据 SFAS 114，对于减值的贷款，其减值可以转回。根据 SFAS 115，交易型和可销售型证券按每期市场价值计价。根据 SFAS 106，PRB 各期按现值报告。尽管只是做为补充信息，SFAS 105、107 和 119 要求披露各种金融工具的公允价值和风险信息。可见决策有用观越来越多地运用到计量领域。

我们发现如前所述的金融工具上公允价值日益得到重视，可为什么其他计量观的运用，如 RRA 和对存货、厂房设备使用现行成本却差强人意呢？答案似乎在于市场运行的正常程度。如果市场运行正常，资产和负债的市价提供的是可靠的公允价值。金融工具市场有希望运行正常。但石油、天然气储备市场及存货、厂房设备市场运行不好，它们交易不旺，缺少计量未来现金流量期望价值的客观概率。报告金融工具公允价值，相关性的效益增加超过了可靠性降低所带来的不利因素，但石油、天然气储备、存货、厂房设备的公允价值则相反。

的确，1994 年巴思的研究结果支持了公允价值计量投资的决策有用性。在一篇运用 1990 年数据对美国银行进行的研究中，巴思发现银行投资证券的公允价值对银行股票市价有很强的解释力，它要强于这些投资的历史成本计价基础的账面价值的解释力^[16]。这些研究结果很好地支持了公允价值对投资者决策有用的结论。

巴思仅发现解释银行股票收益的未实现投资损益只有边际性解释力，经过进一步研究，她发现在未实现损益上有很大的计量错误，降低了它们的可靠性，进而影响决策有用性。

请注意运用公允价值无论如何没有减少第 4 章中所讨论的充分披露要求。如果财务报告和其

他方法不能解决信息不对称问题，市价不能反映相关信息，进而就不能适当地计量公允价值。这一点在金融工具市场和股票市场都适用。金融工具的市价无法反映公允价值，除非公司充分披露他们的经营成果、财务状况和风险。

第5章讨论的决策有用的信息观与本章讨论的计量观有很大区别。回想一下，信息观所持观点是会计人员可以保持历史成本属性做为主要计量基础，因为它是相关性和可靠性最好的均衡，同时用标注和附注提供额外信息，如 RRA、MD & A、财务预测、公允价值。假设证券市场是有效的，所有这些信息将迅速不偏不倚地反映到股票价格上。信息观反映了早期会计人员对有效市场理论的痴迷，而且正如理论预测的那样，市场对财务会计信息做出了反应，这些反应成为实证研究的证据并支持着这种观点。

计量观是会计人员从早期痴迷中意识到的一点“错误”，转向大力把公允价值与会计报表适当联系起来。实际上，会计人员正通过增加使用价值计量来代替投资者的部分决策工作。如果市场是有效的，以附注或其他形式反映的价值计量信息达到这种程度是没有必要的。

许多因素一起支持着计量观。实证研究证明，以历史成本为基础的净收益只能解释当期利润公布日的非正常回报率变动的 2%~5%。有效市场异常现象也支持了上述观点，即市场不是有效的。这些发现说明，事先设计计量技术，达到既不大幅度降低可靠性又可提高金融工具决策有用性的目标还有相当大的距离。

公司在没有预警的情况下破产清楚表明所反映的价值缺乏相关性。许多破产的金融机构就是这样，如储蓄贷款协会。这些失败与历史成本计价有关，如利得交易和报告风险的不充分。当破产发生，法律界就会做出反应，相应准则制定委员会就命令披露更多现值和风险的信息。显然他们认为更多的公允价值信息能减少败诉并改善公众对报告的信心。

最后，奥尔森的净盈余理论为计量观提供了理论的支持，阐述了公平市价可用损益表和资产负债表的基本项目来表述。这些价值的公允报告自然而然受到更多的重视。

至于本章描述的最近发布的以计量为主的准则是否会增加解释股票收益中财务会计信息的市场份额及降低审计责任，这还有待证实。

尽管本章讨论了些异常现象，本书仍假设市场有效，因为有效性只是程度问题。尽管异常现象表明了市场要比最初想像中的情况来说缺乏有效性，但仍有大量事实支持该理论，这说明市场相当复杂。有关 ERC 的论文就是一例。

最后一点——证明证券市场有效的是，只要会计政策选择、政策变化得到披露并且它们没有影响现金流量，公司会计政策选择和它们对报告净收益的作用不会影响他们的股票价值。所以如果两个公司，除了一个用更保守的折旧政策外，其余政策完全一样，则他们的市场价值应当不相上下。这说明管理人员没必要关心会计政策的选择，因为这些选择不影响他们的资本成本。

但管理人员却很关心会计政策的选择。我们看到采用计量观为导向的会计准则正受到他们越来越多的关注。这造成有效市场的另一个异常现象。要么是管理人员不接受这个理论，要么有其他因素作用，或者两者兼而有之。我们现在考虑能协调市场有效性与管理人员合理地关心会计政策的其他因素。

注释

[1] 可靠程度是由非期望收益与非正常证券回报之间回归分析所得的 R^2 统计量衡量的。

[2] 请注意在表 5-2 中，GN 公司的累计非正常报酬——该表中的上部分——在 0 月后仍持续上

升了两三个月。同样BN公司的累计非正常报酬在0月后仍持续下降了两三个月。

- [3] 例如，在公司宣布好的或者坏的消息后，公司的 β 系数可能会发生改变。如果对于好的公司， β 系数发生好的变化，反之对于坏的公司， β 系数会发生不利的变化，那么，我们也许可以将公司公告后的价格波动简单地解释为，投资者因风险改变而要求相应的或高（好公司）或低（坏公司）的报酬的产物。我们在 3.4、3.5和3.6中曾探讨说明，规避风险的投资者会在风险与报酬之间进行权衡。因此，一个公司的 β 系数上升，投资者就会相应要求更高的报酬，而这将会体现为盈余公告后的某段时期内的非正常报酬的上升。然而，伯纳德和托马斯的研究显示， β 系数确如先前所描述的那样在盈余公告之后发生了变化，但变化的显著度明显小于可用来揭示公告后价格波动所需的显著度。其他的各种测试也无法支持对此种波动的风险基础解释。
- [4] 假定交易成本为投资额的 5%，投资者可以通过买好公司的股票，卖掉坏公司的股票的策略来赚得这 5% 的利润，然而与此同时交易成本也抵消了这 5% 的利润。当然，这种结局不会引起投资者的任何担心。不过这样，一个可能是高额回报的投资，其回报也许仅仅反应的是赚取这些回报所需的交易成本。
- [5] 投资基金公司是指其资产是由公开发行的股票投资组合构成的投资公司。
- [6] 在有关财务领域的文献中也反应了一些其他的反常现象。例如，所谓的 1 月效应。有证据表明，公司股票的回报，特别是小公司的股票，在 1 月的股价高于其他月份。
- [7] 这里的 α 有点不同于费尔萨姆和奥尔森的。他们假定公司有无限的寿命，而我们这里假定 P.V. 公司仅有两年寿命。
- [8] 一些公司，如采金业，按完工程度确认收入，同时存货按市价计价。对这些公司，收益后实现的资产也包括存货。其他公司，例如，采取长期的分期收款销售，有时递延收入到收到现金才确认，相应的应收账款按成本计价。这些收益后实现的资产不包括应收账款。
- [9] 假设已记录的负债至少等于，累计退休金应付款公允价值超过计划资产公允价值的部分。
- [10] SFAS 107 定义如下金融工具（第 3 段）
金融工具定义为现金，在一主体内所有者利益的证据、或一个包括以下特点的合约：
a. 一主体应承担合约义务（1）向另一主体转移现金或另一金融工具；（2）带有不利条件地与另一主体交换金融工具。
b. 对另一主体的合约权力（1）从第一主体收到现金或其他金融工具；（2）带有有利条款地与另一主体交换金融工具。
请注意这是个广泛的定义，对多数公司有影响。例如它包括应收账款和应付账款。
- [11] SFAS 80 适用的价格或利率风险不包括汇率风险，后者包括在 SFAS52。实际运用上看，SFAS 80 也适用于外汇汇率风险。
- [12] 公允市价套期保值会计中受到保值的项目和相关的套期保值工具按市价计价，净损益记入当期净收益。
- [13] 感谢芝加哥大学迈克·弗 (Mark Finn) 提供富兰克林储蓄公司的材料。有关资料见米尔根 (Milligan, 1991)。
- [14] 尽管 SFAS 105（包括下一部分讲到的 SFAS 107）要求附注披露，但严格地说，它们是

关于信息观而不是计量观。我们为了完整在这里做一简单讨论。

- [15] 应加以指出的是这些计价模型假定标的的证券交易市场正常。如果因为逆向选择或其他问题，它们不正常运作，则标的证券的市价无法反映真实价格，所计算的衍生证券价值可能也不能反映其真实价值。这样，就如在第 4.7 节讨论的，为满足财务报告需要，计价模型只能做为充分信息披露的有效工具。
- [16] 尽管巴思数据的日期早于 SFAS 107 (1992) 和 SFAS 115 (1994) 的生效日期，但这段时间银行一直披露他们投资的公允价值做为附注信息。

问题与案例

1. 当有效市场理论假设脚注或其他形式披露效果良好时，为什么财务报表计量观还要建议在财务报表内披露更多的相关信息？

2. 当会计人员采用计量观时会对财务报表信息的可靠性产生什么影响？

3. 列夫 1989 年在他的文章“关于盈利信息的有用性……”中指出报告净收益对盈利信息公布日左右证券价格变动原因只有弱的解释能力。列夫把这种弱的解释能力归结为盈利信息质量差。

要求：

a. 定义盈利信息质量。从个人决策理论的信息系统的角度回答。

b. 其他引起盈利信息解释能力变化的因素是什么？

c. 财务报表中计量观的广泛运用如何提高盈利信息的质量，进而影响证券价格的变化？

4. 为什么交易费用中，包括投资者意识到并采取似乎能欺骗市场的战略所需的时间成本，并不是有效证券市场明显异常情况完全充分的解释？

5. 根据公认会计原则 (GAAP)，某些流动资产如现金、应收账款、短期投资（当公允价值低于成本时）可以按现值或市价计量。这违背了历史成本基础会计吗？请解释。

提示：从实现原则角度入手。

6. 根据公认会计原则，某些负债按现值基础计量，如长期债券、租赁负债。这也违背历史成本基础会计吗？请解释。

提示：当经济环境改变时，用于贴现的利率是保持不变，还是随着环境中利率的变化而变化。

7. 解释为什么一个公司没必要通过避险交易把它的价格风险降为零？

8. 解释公布日后的波动，为什么是有效市场的一个异常现象？

9. 下面的文章“战胜市场：是的，可以做到。”摘自《经济学家》(1992年12月5日)。文章批判地评价有效证券市场异常现象的证据。

要求：

a. 请解释市场投资者要求的交易风险回报怎样地随着时间变化来说有效市场明显异常。

b. 文章认为市场有效的真正测试是“损失者”，如噪声交易者和大的机构投资者被告知他们的“非理性”言谈是否会改变他们的行为。你认为像伯纳德、托马斯、欧与潘曼的这类文章发表后，像公布日后的波动和财务比率分析中的超额报酬等明显的异常现象仍会存在吗？请解释为什么会和为什么不会。

战胜市场 是的，可以做到

近10年来，经济学家们宣扬投资只有冒非常大的风险或遇到特别的好运气才能赚到高于平均水平的报酬。最近有事实证明聪明的投资者竟能战胜市场。

今年宣布的死讯给华尔街带来震惊的波动。（面对）令人动容的讣告，生活将永不会再相同。要是各分析家故去或头号投资银行总裁故去会怎样？或许是另一个骗子公司老板从游艇上不慎落水？实际上，这里生病的不是他或她，而是它。报纸上叫嚣着“ β ”（ β ）的死讯。

“ β ”？为什么每一个华尔街的人都在哀悼这第二个希腊字母？ β 是投资者用于测量风险的最普遍的一种工具。它在许多金融活动中都扮演着关键角色，从经营组合到衍生工具的定价，计算投资成本并做出一个公司是否继续他的投资计划的决策，甚至计算设定最高行政人员的工资。没有 β ，这些任务的确是困难的。

现在看来关于 β 的死亡的确是太夸张了。记者是根据芝加哥大学两位著名经济学家尤金·法玛和肯尼斯·弗伦奇对价格变化的研究发布轰动性的头条新闻。但据经济学界内部消息，另有几位经济学家很快要发表文章驳斥法玛和弗伦奇。 β 仍活着，但它受伤了。华尔街对它的忠诚动摇了。

投资者注意力很快会转向更大的质疑。 β 是众所周知的经济学家们所谓的“有效市场理论”的产物。关于 β 的争论只是近来关于整个理论争论的一部分。许多经济学家现在怀疑是否金融市场能被称做有效。

欢迎来到现实世界，许多人认为无效的市场是个浅显的事实。什么能比现在所熟知的股票市场的崩溃和交换率的失控更无效？但这偏离了中心点。当经济学家谈论有效性，他们使用的准确词语与多数人认为的大不相同。而且直到现在，经济学家的定义仍能很好的解释现实世界的事情。它有时也会少于投资者所做的。

随机游走

有效市场理论产生于1953年。英国统计学家发现（而不是通常预测的）股票和商品价格遵循“随机游走”，在任何时刻都不能说出下一时刻的价格。理论家说这是因为价格是“有效的”——它们反映了所有可能的事实。如果买家或卖家得到新的信息，未来价格就会不同于现在价格。从定义说这是不可预测的（或“随机”）。

但为什么价格必须是有效的？简单地说，如果不是这样就意味市场忽视了价格敏感信息。但这给了任何拥有这种信息的人通过基于其交易获得高利润的机会。他一这样做，被轻视的信息就会与价格结合，这将使它“有效”。

这得出该理论的主要论点。如果价格不可预测，投资者不可能不断打击市场。这样股票和外汇交易投机者也不会付款。更准确地说，一个投资者能比另一个仅靠冒大风险——市场奖励风险承担者——或运用好运气（很难持久）的投资者赚更大的利润。在资产风险差异说明后，没有投资者能不断地比这一群体赚得更高。

到20世纪60年代末，这一理论被重新定义。理论上所有市场都是有效的，而不论是何种交易物品。实际中一些市场比另一些更有效。流动资产越易交易越有效，实际情况

(续)

也是这样。如当前价格能帮助人们摆脱错误定价。许多相似商品可获性也是这样，有相对价格可供比较。金融市场具备所有这些优势，所以可能比其他多数市场更有效。

经济学家也根据价格反映的信息分级并定义市场有效性。“强式”有效意思是所有相关信息——不论是否公布——均反映在价格上。“半强式”有效指价格反映所有可获得的公开信息。“弱式”有效指当前价格反映了至少该资产以前价格所包含的所有信息。最后一种意味着只看过去而当前价格不可能告诉你未来价格会发生什么。如果价格变化遵循预测的趋势，市场至少不会是弱式有效。

经济学家很快发现强式有效很少有。许多研究支持了坎道尔的结果，即金融市场显示了非强式有效。有效市场理论已运用到一组实际理论和投资策略中去。最著名的是资本资产定价模型（它产生了 β ）。套利定价模型和布雷克-斯科尔斯期权定价模型。这些理论的作用很大。在20世纪80年代中期它们显示了人们（或至少专业投资者和金融家）理解和运用金融市场的方式。也正是它们使远期交易和期权市场及掉期交易等迅速发展。

定期影响和其他现象

当有效市场理论影响弥漫整个华尔街时，学者们又开始质疑。更快更廉价的计算机和更大的数据库使更多更好的研究成为可能。这是为了一个简单的目标：挖掘过去产生经济学家所谓的“超额回报”的交易战略。

20世纪80年代中第一轮研究潮是对半强式有效的质疑，发现公开可获得的信息的案例中回报如预测的或高或低。“定期影响”（calendar effects）是最明显的。在一年的特定时间，一星期的特定日子，价格比平常的日子上升（下降）更多，相关的回报相应的变化。

一个例子是“1月影响”：小公司股票在1月战胜市场。“月份轮回影响”，一个月的最后几个交易日和下个月头三天所有价格比平日趋于上升。星期五它们同样上升，星期一下降——“周末影响”。还有“假日影响”：价格在公共假期前比平日上升更高。

耶鲁大学罗伯特·史勒（Robert Shiller）看到影响股票价格的一种信息——股利的变化。他发现市场对这些会剧烈反应。它比有效市场理论预测的更易变。其他人在寻找能造成超额利润的简单法则。例如在股票上，常以低于市价与账面价值比率的平均价格购买股票。这个“投资价格”在经济学家们大量阐述它前，已被像沃伦·巴菲特（Warren Buffett）这样的熟练的投资者实践。

在基于多年数据的新研究中，哈佛大学的肯·弗鲁特（Ken Froot）发现短期利率能预测同一时刻外汇交易、股票、债券和商品市场的回报。他的法则简单吗？短期比率降低一个百分点（年率）意味着高于相应利率的投资者回报三个百分点。

其他人还发现了根据一段时期资产价格变化的痕迹的获利交易法则。这些说明市场至少不是弱式有效。兰开斯特大学的斯蒂芬·泰勒（Stephen Taylor）发现许多法则的做出，仅根据至1991年底的过去10年多外汇交易市场上产生超过平均回报的交易率趋势。例如“双变动平均法则”，交易者运用短期和长期平均变动。当短期平均低于长期平均之下时卖出，当短期平均超过长期平均时买入。这个法则产生了每年14%回报而政府债券平均利率仅8%。

多数对弱式有效的研究没这么简单。当前金融经济学家中的潮流是用复杂的计算机模型运行长长一系列价格，直到得出可预测的模型，只有通过大型快速计算机才能根据这些模型进行交易，并给投资者带来超额回报。

(续)

学者们也发现市场易变可预测。如果一天价格突然跳起，它们第二天很可能也会跳起；如果一天它们持平，第二天很可能持平。

要注意一些很明显的现象在学者们关注它们时会减弱。但有充足的证据仍可反对有效市场理论。运用正确的法则或计算机软件，似乎投资者可挣到超额回报——就如许多学者发现的那样，要么直接交易，要么听从于投资顾问建议。

风险的反思

几乎没有经济学家准备抛弃有效市场。如伦敦经济学查尔斯·古得哈特指出的没有人能想出一个更好的理论。相反，学者们还在尽力用减少危机的方式解释尴尬的证据。他们指出，许多时候交易费用抵消了明显的超额回报。他们从更根本上反思风险。

简单的有效市场原则是当投资者投资风险达到平均水平时，没人能够赚到超额回报。多数研究假设“风险价格”——投资者在他承担额外风险时需要预测额外报酬有多少——永远不变：在两个不同时间给投资者同样一个风险投资，每次他会想要同样的超额利润。

但如果风险随时间变化怎么办？例如当人们富有时，他们会更愿意承担风险；在经济萧条时，则更少。如果风险价格变化，研究会显示无效超额回报，萧条时如果他们真的获得超额回报，则真正证明有效平均回报存在；回报的确更高，但仅因为其中的风险因素更高。

学术杂志近年来充斥着因风险价格变化带来超额回报的解释文献和驳斥该点的论文。但没得到清楚的结论。这是显而易见的。对风险价格变化测量大多是猜测工做，而这些猜测又大大地决定着研究结果。

这是个死胡同。许多关于有效市场两方面讨论的研究也是这样。在最近的费雪·布莱克(Fischer Black)（期权定价理论合做者并正与格登曼·萨克斯合做）的论文中激烈的抨击“数据挖掘”，人们深埋于数据中直到他们发现模糊的趋势。例如，一些学者声称小公司股票不断地偏离大公司股票是明显的无效。对于布莱克，这“听上去似乎人们寻找了成千上万的法则，直到他们发现曾在过去运用过。然后他们报道出来，似乎过去的业绩就是未来业绩的证明。正如我们看到的，在现实生活中，这一法则不再奏效。”不用说，布莱克注重理论探讨。

寻找损失者

有效市场理论和无效的证据能协调吗？许多经济学家正在考虑这个问题。他们指出如果一些人从无效市场获利，其他人则从中蒙受损失。尽管获胜者留在市场上的原因很明显，但损失者也这样做的原因并不清楚。所以理论家们必须找到这些损失者是谁，并力争弄明白为什么他们愿意损失。总之市场是有效的，但仍有投资者遭受损失。这使有效市场理论成为一个更有用的工具，而不仅仅是用于打击无效市场证据的棒子。例如，“指出持久的损失者——为什么他是损失者，他们可做什么的机会。”

但这些方法意味着理论的变化。经济学家区分了两种下注者：“精明”信息交易者和“噪声”交易者。精明交易者不断地挣得额外利润，因为噪声交易者不断地损失。早期有效市场理论，套利——精明的投资者交易——会将噪声交易者赶出市场和保持价格有效。现在经济学家认识到完全的套利是不可能的，这其中最重要的一个原因是精明的信息交易者可获得的钱是有限的。

(续)

有个奇怪的间接影响，若没有完全套利的話，不该期望精明交易者保持价格合理化。如果他们知道噪声交易者过分地莽撞，他们会随大流抬价，而不是降价，这又增加了复杂度：精明交易后的有效价格现在由经济学家来看想是无效的。

寻找持续的损失者刚刚开始。尽管一些可能的参与者已聚集起来——中心银行、个人投资者、公司养老基金，多数研究仍有争议，问题是找到特定群体将损失的合理解释。

一个方向是考察机构因素导致投资者采取的决策。例如，兰坎斯特大学的泰勒认为：多数中央行受到政治压力，它们很可能成为外汇市场上长期的损失者。这个月“黑色星期三”英格兰银行遭受巨大损失证实了这一点——当英镑不得不撤出欧洲外汇交易汇率机制。尽管这是央行不愿揭示的事实。

另一个可能扭曲投资的压力是公司的养老基金。基金顾问雇专业经理做投资，并关注他们每年的业绩。但即使再好的经理也可能今年或另一年做得不好。所以诺贝尔奖得主资本资产定价模型作者威廉·夏普认为经理们会过度投资于易于顾问关注的股票。这些股票可能会过高定价，所以更可能是差的业绩。但如果基金做得不好，相信微软股票的顾问们所面临的尴尬比相信不知名公司股票的尴尬更少些。

心理学能解释一些损失者。想想封闭式基金。你会认为这些股票几乎正确地反映低估资产的市场价值。实际上，他们却通常做折扣交易。谁能说明这个明显的市场无效？理查德·泰勒得出个答案。对封闭式基金的投资者几乎都是个人，折扣显示了他们的乐观（或悲观）。封闭式基金折扣变化，相应的个人投资的其他资产价格也会变化。换句话说，个人投资是情绪驱动，而不是对他们所投资的东西有好的了解。

奔向伟大的有效

世界并不像经济学家曾认为的那么简单。通过在外汇市场上运做或选择股票以获得长期利润的可能性不再由原理支配。根据“中心网络”和“人工智慧”在华尔街走俏是一个趋势，这并不像看上去那样只是个把戏，但也不意味着任何事皆如此。并不是要消除市场无效论，研究似乎逐渐集中于损失者，及这些损失者知道和适应的可能性。

市场无效的證據也不像一些人认为的那样，政府应当干预，尤其在市场混乱时，政府行为很可能会引起更多的噪声。黑色星期三说明有效的市场如何与无效的政府及其走狗混杂。

最后一点，尽管近年来市场无效证据增多，并不意味着市场逐渐失效，更可能的是意味着学者们有了更好的计算机和大的数据库，有更多的数据运行。实际上，多数经济学家确信金融市场比以前更有效，不仅仅感谢官方干预的减少。理论家可能仍在争论β或市场有效性，但投资者不应指望赚钱变得更容易些。

资料来源：The Economist. December 5, 1992 © (1992) The Economist Newspaper Group, Inc. Reprinted with permission. Further reproduction prohibited.

10. 1994年华尔街杂志刊登了一篇题为《德勤可能倒闭》的文章。文章报道了大型会计公司因80年代的许多类似储蓄与贷款协会的破产案而导致的巨额债务。以德勤公司 (Deloitte & Touche) 为例，15项诉讼案涉及金额总计14亿美元的债务。

该杂志指出德勤公司将拟定一项协议，通过支付3亿多美元来解决这些诉讼案。这些债务大

多来源于对“发表不实的无保留意见审计报告”的指责。若该协议得以实现，那它将会成为“政府对为储蓄与贷款协会提供服务的职业机构的第二大案”。1997年对安永(Ernst & Young)的处罚案涉及金额最高，计4亿美元。

另一个例子是关于美国最大的会计公司安达信，“在8月份该公司因政府部门诉其在对金融机构的审计中不够谨慎而赔偿了6500万美元”。

要求：

- a. 假设储蓄与贷款协会对其不同的金融工具以公允价值计量。你认为在多大程度上这会减少储蓄与贷款协会破产的可能性？
- b. 若GAAP要求对金融工具采用公允价值，你认为审计人员的责任会减少多少？

11. 相应的另一篇文章《市值：广泛的争议》出现在《财务经理杂志》(1993年1/2月)。它报道了就可交易债务与权益证券采用公允价值前景的不同观点。我们饶有兴趣地看到SEC的代表(斯库茨先生)为其观点与其他两位金融机构资深会计师进行的争论。若采用市值会计，金融机构将受到极大的冲击。代表FASB的雷思瑞先生似乎持居中立场。

要求：

- a. 按照斯库茨与雷思瑞的观点，对可交易证券采用公允价值有什么好处？
- b. 坎尼与琼斯对公允价值有些什么担心？
- c. 请解释雷思瑞先生关于“惟一的解决办法是将所有的收益或损失置于损益表里”的发言。
- d. 雷思瑞否认SFAS 14，即不良贷款准则代表公允价值会计。你的观点如何，给出解释。

市价：广泛的争议

几年前，SEC证监会主席里察德·布瑞登(Richard Breeden)声称历史成本模型在我们这个多变的世界里不再具有相关性。他的这一番话使得就市值会计这个已经争论了几十年的话题再次活跃起来。

1986年，财务会计准则委员会发布了其金融工具项目公告。从那以后，FASB发布了一系列征求意见稿(ED)与若干个会计准则公告。最新的FASB的征求意见稿“权益证券投资会计”发布于1992年9月。

新征求意见稿的条款激起了热烈的讨论。在金融监管机构就有关财务报告问题最近的一次会议上，针对这一问题也展开了讨论。参与讨论的人都是这方面的著名专家。他们是：花旗银行副总裁托马斯·E·琼斯、安塔集团财务经理布瑞克·W·坎尼、财务会计委员会副主席詹姆斯·J·雷思瑞与证交会首席会计师瓦尔特·斯库茨。哥伦比亚大学教授、前任FASB主席德纳德·J·科克主持了这一讨论。这儿仅将讨论的主要部分列示于下。

德纳德·科克：近年来，公允价值会计与历史成本模型的缺陷已事实上成为每一个职业团体与管理机构所关注的问题。我们的讨论由SEC首席会计师瓦尔特·斯库茨开始。

瓦尔特·斯库茨：SEC已督促财务会计准则委员会做出规定，要求所有的可转让证券都以市值记录于财务报表中。但也有人认为以脚注的形式披露公允价值就足够了。他们指出AICPA90-11公告与FASB第12号与60号公告已对可转让证券的公允价值披露做了要求。12月份生效的FASB第107号公告(金融工具与公允价值披露)要求对额外项目以市值披露。

(续)

财务分析家并未要求对可转让证券正式地以市值进行会计处理,他们中的一些人甚至反对正式的市值账务处理。然而,他们也反对取消市值披露。

因此,为什么我极力推进对可转让证券正式以市值进行会计处理呢?因为历史成本信息对于决策的做出不够有用,或说不相关,尤其是对于中小投资者与政策制定者。中小投资者采用由投资服务中心提供的信息,而这些信息是未包含有脚注披露的。对于政策制定者而言,当他们制定政策时,只会看到全行业统计数字,他们也不会去读脚注。这两类群体都假定建立在公认会计原则基础上的资本是真实的资本,但是我们知道这一假设是不正确的。

去年,随着越来越多的金融机构重新审视其证券投资的会计处理,这场争论的焦点就由是否采用市值转向如何采用市值。如果决定以市值记录负债,那么如何确认需要以市值进行记录的负债?如何对并非天天交易的资产定一个好价?例如:取消赎回权资产(现行会计准则规定在取消赎回权时须以市价记录),托收银行予以出售的接管贷款及107号公告要求的披露事项。

1986年12月,SEC在其发布的第28号财务公告中提及了有关取消赎回权资产与实质上为取消赎回权资产的市价记录问题。这一公告详细地阐述了市价应当用于资产取消赎回权时的估值。即使这一市价来源于拍卖市场,在那儿买主总想通过持有未来增值的资产来获取利润。公允价值会计不久就会用于不良贷款。FASB建议以公允价值对重组贷款加以计量(FASB征求意见稿,“不良贷款会计”,1992年6月发布)。就征求意见稿,一些评论家建议对所有的不良贷款以公允价值计量,而另一些则相信在实务中没有必要做变更。

在记录非货币性不良资产时,公允价值有一个新的用法。当要购买一项资产时,该资产的购买价值是其公允价值,也就是说至少在理论上,公允价值是一系列未来现金流量的现值。当确认与计量不良资产时,我们寻求其以后资产负债表日的公允价值。如果公允价值不可得,则需要通过预测该项资产的现金流量并运用一个恰当的风险率对其进行贴现的办法来估计该项资产的公允价值。

因此,公允价值就是当历史成本对决策制定不再相关或不再有用时确认与计量不良资产的相关方法。

詹姆斯·雷思瑞:此次讨论不是关于市场价值会计的初始计量。大多数人认为市价或净现值在初始计量时是基本上一致的。确切地说,这次讨论是关于随后的计量。

许多报表使用者说FASB正向市值会计方向发展。例如,有关不良项目引起了大量的评论,很多人认为任何以少于历史成本的价值可收回价值对不良项目进行记录的理念其实质是市值会计。另外,我们还有一个中性的讨论备忘录,“新基础会计”,指的是有关下推会计问题。备忘录里记载了一系列运用于新基础会计的环境,大量的有关该备忘录的评述认为这同样是走向市值会计伟大进程中的一部分。实际上,FASB从未意识到这个问题。我们仅注意到当某一特定交易的真实成本被下推入财务报告时发生了什么。我们并未看到这意味着一种动向,即以市价进行计量。

委员会的大部分成员(他们对不良贷款征求意见稿做出表决)会强烈地否认这代表着市值会计。征求意见稿决不会采纳以市值做为不良债务重组的持续计量方法。由于债务被重组,因此新的一种计量方法要被采用。这是一种判断。当贷款仅是出现减损而无需重组时,则以贷款利率而不是市场利率对其进行贴现,这两种方法都不是市值会计。

(续)

许多人认为市值会计是不准确的且无法提供可比信息。我同意我们确实要经历一个学习过程去对一些金融工具的市值做出估计。但历史成本确实是不可比的。他们会显示1992年利率为4%的\$1 000债券的市值等于1983年利率为13%的\$1 000债券,因为在资产负债表上他们都仍是\$1 000债券,暗示这两者的可比性会导致误解。

相关性是我们讨论的正确范围。市值会计的拥护者说在每一个报告日期与一个权益主体金融资产最相关的信息是他们的市值与报告期取得的收益与遭受的损失。历史成本的拥护者认为市值最不具相关性,因为他们代表的是一个清算值——在所有可能情况下都不可能实现的清算值。

最后一点使我想到了一个我们常常听到并异常关注的观点。多年来,金融机构的证券投资的收益与损失是多变的,正如有关债券与权益证券会计征求意见稿所指出的那样。在收益与损失实现期间以市值计量比在同一期间确认所有实现收益与损失确实具有更少的波动性。这给我以启示,波动并非真正的问题,确切地说,控制波动的确认才是真正的问题之所在。

坎尼:保险机构经营的是一项资产/负债相配比的行业。通过仔细地安排资产期间与负债期间并不断地监测两者的关系来对不断变化的商业环境做出反应。从财务报告的观点来看,如果我们改变资产的计价方法,则同样我们要对负债的计价方法做出相应的变更。

将市值会计用于资产负债表一方无法充分描述这一类资产/负债相配比行业的经济。我不想陈述决定公允价值的复杂性。但我们最好承担起这项挑战而不是采纳FASB征求意见稿中对一方以公允价值计量的建议。

FASB在107号公告中对公允价值信息的披露采用了平衡法。我以为107号公告可以提供有用的信息。我强烈建议在我们走向公允价值之前,让财务报告的使用者去运用信息并理解信息的相关性。

当FASB讨论公允价值的优点时,SEC采用了更激进的方法。SEC对财务报告披露的要求比现今的公认会计原则要严格得多,且与FASB的征求意见稿完全不同(至少对于保险公司是这样)。这种不一致性令人困惑并将给报告的使用者与制定者造成误导。且给准备财务报告的公司带来了不必要的负担,因为他们不得不重编财务报表以满足SEC的要求。

这一问题不仅影响到财务咨询行业也同样影响到其他的行业。了解到这一点很重要。

托马斯·琼斯:我不反对在恰当的地方采用市值会计。花旗银行每天有上千亿美元资产以市值计量,它所带来的结果,使我不反对市值会计。例如:大量的贷款损失储备早已记录在账户里,其由于提取储备的压力常常在经济不景气时发生,因此经济周期有助于揭示而不是隐藏数字。

但是,我不赞成处理市值的方法。好比每一次你转身时帐篷里会出现另一个骆驼的鼻子。不良贷款是一项,证券是另一项。尽管我承认,在谈到那些准备持有到期的证券组合被多次让渡时,我们中的一些人会感到难堪。但市值会计的讨论是现今的一个微妙话题。人们正一件一件做着有关它的事,就它的优点的讨论从未结束。

让我们看一看金融工具。由于有关它的工做是一点一点做的,因此我们也要做2至3次。107号公告是有关市值披露,如果随后是有关贷款与证券的市值会计,则我们要承担

(续)

一项全新的工做。这会使我们较之于外国公司缺乏竞争力。因此，这种零碎的处理方式开了一个不好的先例。

我也认为市值会计是一种不良的会计方法。市值会计是由储蓄与贷款协会的危机所带来，而不是由公认会计原则所带来。储蓄与贷款协会的会计处理根本未遵循公认会计原则。我们将法规与会计混到了一起。如果我们强迫如房地产行业采用市值会计（该行业正经历一场严重的衰退），则我们得到的是清算会计，而不是持续经营会计，这也就不再是GAAP。

企业——财务报告的制做者——会支持那些需要做的事情。以 OPEB(106号公告“退休后福利而非养老金‘雇主’会计”)为例，尽管这对公司的报告盈余有损害，许多公司仍意识到了有必要做出变化。

但大多数企业界人士未看到有谁从市值会计的广泛应用中得到了巨大的好处。我不反对在有用的地方运用市值，但我反对在资产负债表上运用市值。

市值是清算会计对持续经营会计的胜利，并不必然反映资产的根本目的。

这会导致不好政策，至少从银行的观点来看是如此。商业银行的目的是贷款给顾客，在有限的可能性内，在情况不好时提供清算值。以市值记录贷款组合将会使银行采取短期决策，而这与他们的基本商业主张是不相符的。

因此，我以为市值会计是一种不好的会计方法，是一个不好政策，也是一个不好的先例。

科克：琼斯发现FASB越否认其正向现实价值会计方向发展，人们越不相信。问题是，瓦尔特，当那些未实现的损益都包含在损益表中时，一个小额投资者能否解释损益表？

斯库茨：将未实现损益排除在资产负债表外忽略了有关个体投资者、精明投资者、政策制定者的重要信息，而不仅仅是小额投资者。

但SEC并非以市值会计为目的，要知道，我们只想取得可转让负债与权益证券的市场价值，但我们并未讨论对于贷款、厂房、专利、版权等等的市值。

雷思瑞：FASB有意地将可转换证券的未实现利得与损失排除在损益表外，是出于两个原因：首先，因为负债未纳入，其次由于它们是未实现的。

科克：但是把未实现损益置于股东权益里，你们同样未解决 SEC所说的问题——利得交易或“摘樱桃”。为什么FASB不按照SEC所认同的方式去解决这个问题。

雷思瑞：惟一的解决办法是将所有的收益或损失置于损益表里。很难解释为什么投资证券没有被滥用，但由于我们还未解决上述摘樱桃的问题，因而我们只能接受它。

斯库茨：我们如果将已实现收益与损失列示于表外，财务分析家会大大受益。分析家们想确认已实现收益或损失的主要原因是因为损益表常常混乱他们的预期，但是，如果他们乐意看到在财务报表上正式确认市场价值而同时将已实现的与未实现的损益分别列示于损益表，则这种原因就很有价值。

琼斯：我们低估了财务报告的使用者，如果某一公司在某一季度里有巨大的一次性利得或出售证券收益，每一个报表使用者都会将他们全部排除。我不以为这是个大问题。

科克：我想讨论一下评估资产一方而不评估负债一方的正确性。你们不认为将金融机构的证券组合以市价记录的同时，而不以市价记录其负债，这种做法会有问题？

(续)

坎尼：是有问题。

琼斯：我也同意。

雷思瑞：如征求意见稿所述，我们本可能就负债问题取得一些结论，但是我们没有，一些委员会成员认为惟一与市场价值相关的概念是清算价值，例如储蓄、人寿保险合同价值等，如果某人来到银行并要求兑现 100 美元，则没必要因为汇率的变化强调在财务报告中以 950 000 美元记录负债，KPMG 最近为花旗银行储蓄联合会所做的一项研究证实了这一点（“评价金融工具的公允价值”）。事实上，储蓄早就以市价记录于资产负债表上。研究进一步倡导对所谓的核心无形储蓄加以确认。不过，那是另一个问题，我们可以在权益证券里对它加以讨论。

科克：这种向市值会计方向发展的趋势会对公司会计产生何种影响？从金融机构的角度看，这意味着人们会改变其决策视野。从银行贷款来看，则意味着银行可能会改变信贷实务。SEC 对这些有何反应？

斯库茨：我再一次重申我们不讨论有关贷款与房地产组合的市价记录问题。

科克：如果银行出于对上述问题的反应改变了他们持有政府债券的时间，你有什么意见？

斯库茨：我不清楚银行是否会这样做。会计准则应当产生中立的信息，而不应当以一种或另一种方式影响行为。在历史成本的准则下，银行持有的可转让证券超过他们的商业与工业贷款组合，这也许是由于基本准则所要求的资本的低风险性。我们不应运用会计准则去规范行为。确切地说，会计准则是中立的，是投资者在其资本筹集与分配决策中可以加以运用的工具。

琼斯：很高兴听到 SEC 对进一步拓宽市值会计的使用不感兴趣。但我很难相信这一点。107 号公告早已成为通向市值会计的一个良好开端。而不良贷款项目基本上也是有关市值。现在，这还仅是有关金融机构内的问题，但请相信，不久它就会成为每一个人的问题。我不清楚是否每个人都认识到这意味着什么。

按照 FASB 就不良贷款提出的议案，我们必须对每一笔贷款预测未来的现金流的时间与数额。我们已讨论了计量负债的困难性，但此时，你们所讨论的是计量资产。这几乎是不可能的。其由于这往往在经济下滑出现时发生，它也预测了未来利息成本的范围。在衰退开始时金融机构预测损失的大小几乎没什么用。我希望在我退休以后能看到这一点。

坎尼：我也认为这会使金融机构着眼于短期而不是长期。因而这一会计信息并非是中立的。

雷思瑞：但正如 FASB 所提出的，不良贷款会计并非市值会计。如果，在初始确认时计量就意味着市值计量，那么对于那些决定初始价值的因素的变化，你们要怎么做？你们是否采用对现金流重新加以估量的方法？

在你们的计量里，是否应当纳入利率的变化？委员会认为反映利率的变化就是以市价对其进行重新计量，不应当这么做。但委员会确实认为你仍应当一贯地以贷款内在利率可能的现金流量进行贴现。这确实就决定现金的时间增加了负担，但不应当认为就现金流量而言，它增加了负担，可能对于你们的贷款，若不想到量的问题，就无法满足现在的准则。

(续)

科克：针对上述问题，什么才会是一个可以接受的准则？

琼斯：如果存在一深入的流动的市场，就不会有对市值概念的反。在银行由于 LDC 债务遭受惩罚的日子里，对市值的呼吁是很强调的，但根本不存在这样的一个市场。现今，存在一个公允的市场，看，大多数的银行都以市值加以记录，这已不再是一个问题。

现在，设想一个深入的流动的商业不动产贷款市场的存在是很荒谬的，但也许以后情况会有所变化。在市场不存在的情况下，贷款损失准备被用来帮助顾客渡过难关。该储备将资产负债表上的价值下调到可收回价值。在现时情况下，这是市值的一个替代方法。

斯库茨：但我们有大量的证据表明储备对于许多金融机构没那么有用。而按不良贷款征求意见稿的设计，我们可以对取消赎回权的资产及其出售有一个更好的计量。

琼斯：但那是一个完全不同的问题。很明显，取消赎回权的资产已经以市值进行计量。我所说的是困难贷款，对于它们，我们不得不预测其未来的资本与利息现金流。

斯库茨：如果你讨论的是抵押贷款，也许以获取抵押物的公允价值去计量不良贷款会更简便一些。但我们有大量的信用贷款，我们不得不去计量它们的减损。你不会是想要我们不对其做出反应吧，汤姆？

琼斯：嘿，听着，作为一个不推行市值会计的人，你做得很好。

科克：就有关无形资产计价与其他营运资产估值可能性方面，SEC与FASB是什么态度？

斯库茨：SEC从未提及营运资产。我们确实规定石油与天然气公司以完全成本法记录其资产成本（当该成本超过某一上限时），但除此之外，我们未在讨论这方面的问题。

我注意到投资管理与研究协会，在其秋季发布的公告里建议对所有无法识别的无形资产都冲销到净权益里。很显然，他们不觉得那些再现有用。他们同时建议所有的强制义务记录到资产负债表上。

雷思瑞：当然，我们对某些无形资产会计问题很感兴趣，但那不一定是市值会计。

AICPA有一个广告成本资本化问题，一个软成本确认问题。去年春天，我们批准了他们的公告（广告成本报告），虽然我们中的一些人对这一问题怀有疑虑。但，不是市值会计方面而是对以前人为难以确认资产的确认感到疑虑。我以为今后我们会碰到更多的这方面问题。我们的经济正日渐成为一个服务性的经济，但我们的模型仍然是以前的。因此，不可避免的我们将碰到更多的识别无形资产的问题。

科克：对于不良贷款的多种主观估计是否会使得资产负债表的真实性受到破坏？

斯库茨：的确，在缺乏清算市场的情况下，得到公允价值是很困难的。然而，一旦历史成本有问题，它就失去了相关性。当我们寻求替代物时，我们需要寻求最具相关性的。如果我们有一个真实的但却不相关的数据，则最具相关性的数据往往会获得认同。在识别这些计量方法时，会是一个困难的学习过程，但我们在寻求对于投资者而言最具相关性的资产。

资料来源：Financial Executive. Excerpted with permission from Financial Executive, January/February 1993, © 1993 by Financial Executives Institute, 10 Madison Avenue, P.O.Box 1938, Morristown, New Jersey 07962-1938; (201)898-4600.

12. 在文章《市值：广泛的争议》里，保险业代表坎尼先生指出“保险业经营的是一项资产与收入相配比的行业”。也就是说，资产与负债的到期日是相配比的，这造成了为规避风险的自然套利过程。坎尼指出若FASB要求保险公司以市值记录资产，那它要求同样以市值记录负债。

a. 假设将以市值记录资产带来的未实现利得与损失纳入损益表，这会净收益带来多大影响？

b. 坎尼提到了SFAS 107。该准则早就要求有关金融资产与负债的信息加以披露，但并未要求向市值会计那样将信息记录到账簿里。为什么坎尼偏向采用SFAS 107？

c. 按SFAS 107所要求的那样将信息披露在报表附注里，或按实时记录会计所要求的那样将信息直接反映在财务报表上，公司的市值会受影响吗？

d. 假设公允价值会计被采用由此导致的净收益波动当如何加以减少？

13. 公司所面临的潜在环境负债向配比概念与全面披露提出了极大的挑战。按照SFAS 5，除非有相当的可能性表明债务存在且可以合理地加以计量，潜在的损失将不被记录账户。但可以以报表附注的形式对所面临的环境义务加以披露。

《华尔街日报》1993年12月13日刊登了一篇题为《SEC迫使更多的披露》的文章。该文揭示出了SEC对大多数公司有关环境义务方面披露不足的担忧。

援引该文，SEC在1993年6月发布了一系列财务公告，建议公司披露更多的有关目前与将来环境义务方面的信息。该文指出，到目前为止，对于环境义务少于其利润或资产的5%的公司，SEC未要求它们进行披露。但在新规定下，即使环境义务的金额低于5%，公司也得披露一些有关环境义务方面的信息。

另外，公告不允许公司利用期望的保险回收额来抵减预期的负债。该公告引用《谁是最好的》这本保险公司杂志评级上的话说：“如果要求保险业筹措预期的环境义务资金，则保险业的保险储备都低估了”。公告也不允许公司对未来的债务进行贴现。若公司披露不足，SEC将对其处以相当数量的罚款。例如，公司违背任何一项规定，SEC都可对其处以高达5万美元的罚款。

这些处罚措施给公司带来了压力。例如，罗克维尔跨国公司副总裁兼主计长罗克维尔·科马茨说：“SEC把我们放在碾压机上碾一遍，以防我们披露不足”。卡博特联合会的琼·维夫将SEC的这份公告称为“脖子痛”，因为它意味着在明年公司需进行更多的披露。

要求：

a. 用决策有用论的观点思考一下为什么投资者会认为含潜在环境义务的信息有用？考虑相关性与可靠性问题。

b. 你是否同意SEC的观点：公司不得利用期望的保险回收额抵减预期的负债，不得对未来的债务进行贴现。做出解释。

14. 1994年9月14号的华尔街杂志刊登了一篇题为《埃克森因维特茨原油泄漏案被处以50亿罚款》。文章陈述埃克森公司因为1992年维特茨原油泄漏案被迫向渔民及其他阿拉斯加人支付50亿美元，这是有史以来对公司的最大一件处罚案。

该杂志说，尽管埃克森董事长李·瑞蒙德 (Lee Raymond) 说“这项判决是不正确的，且从任何角度看金额都过多”，但大多数工业分析家认为这项罚款对埃克森公司的“经营、战略与股利支付不会产生任何影响，因为埃克森公司规模很大且具有良好的盈利能力”。

原告要求赔偿200亿，但判决仅为50亿。在纽约证券交易所，“在判决前，埃克森的交易价格为58.75美元，在判决下达1小时之后，埃克森的股价上涨了1.5美元，达60.25美元”。

经埃克森公司同意，我们从该公司 1993 年 12 月 31 日的年度报告里节选了第 14 号注释。内容涉及由原油泄漏案带来的或有负债。

14. 诉讼与其他或有负债

埃克森公司及其部分下属公司因 1989 年埃克森维特茨油船原油泄漏案在不同法庭遭到起诉。大多数起诉的损失与赔偿金额不明确，还有几起则涉及不同金额的损害与赔偿个人的诉讼请求已被驳回或已解决。大多数集体诉讼将于 1994 年 5 月 2 日在联邦法院审理，其他的集体诉讼则会在 1994 年在各州法院审理。此项诉讼涉及的成本尚无法估计，不过可以确定最终判决不会对公司的经营与财务状况产生多大影响。

要求：

- 作为一个被告知的投资者，你试图在 1994 年底 9 月 19 日前对埃克森公司的普通股进行估价，你认为埃克森公司 1993 年年报中对或有负债的披露是否充分，并做出解释。
- 请解释为什么在遭受处罚后，埃克森公司的股价反而上升了。

15. 尽管资本资产的最高价值测试 1992 年时尚未生效，但 SEC 确实规定石油天然气储备公司采用最高价值测试。也就是，如果储备的账面净值超过它们的 PRA 价值，必须削价。

《华尔街日报》1992 年 4 月 17 日刊登一篇名为《天然气开采商对“定格”会计的愤怒》。文章描述了受影响公司的不满，他们由于最高价值测试被迫大幅度削价。

SEC 最高价值测试要求公司按一个价格计量他们的能源储备“而不论公司是否能在会计期间最后一天卖掉它的石油或天然气。”文章说，SEC 认为这种测试对确保投资者看到的披露反映的是资产重置价值完全必要。但亚力山大鲍勃·亚力山大能源公司总裁认为这条规定不好，因为“最高价值采用的是某一天的‘定格’价（当天价格——译者注）。”亚力山大和其他人认为这条规定应改为“12 个月的加权平均价格以消除季节浮动影响。”

并不是所有的公司都必须对它们的石油、天然气使用最高价值测试。它仅适用完全成本会计的公司，并且不包括采用成功成本法的公司。

文章说，如果石油和天然气储备账面价值比最高价值高，公司必须把储备削价至最高价值。例如，文中说搜索勘探公司 1991 年必须对其储备削价 5 000 亿，即使没有现金调整，这种大幅度削价也常导致股票价格降低。分析家凯瑟琳·蒙哥马利“认为市场有时对削价理解过了头”，“我想严谨的投资者、机构和分析师理解这些削价……但之外的一般投资者有“膝跳反应”（指过敏——译者注），股票价格受到影响。”

要求：

- 解释为什么对储备采用完全成本法会计比成功成本法会计的公司更易受最高价值测试的影响。文章认为完全成本公司“必须对它们的石油和天然气储备每季度按最高价值测试修定，而成功成本法使用者永远不必”。你认为采用成功成本法的公司永远不必采用最高价值测试吗？为什么？
- 试用有效市场理论评论文中认为最高价值测试会反向影响股票价格，你同意吗？请解释。
- 文中指出一旦按最高价值测试削价处理，如果价格回升，资产价值也不会再转回。这也说明石油公司经理对“这些”会计的关注，为什么最高价值测试强行实施削价但不允许接下来的转回？做为石油、天然气产业有知识的投资者，你支持把石油、天然气储备的账面净值转换为市价吗？请解释。

16. 下面的文章是桑顿和约翰逊写的《公允价值：找到的新路》，刊登在《财务经理》（1993

年1月, 2月)。做者对财务报告中增加计量观的运用的建议。

公允价值：找到的新路

一些人说, 历史成本已过时和市价应介入; 另一些人认为没有可能。如何解决这一争论, 这里有个建议

米歇尔 H. 桑顿 詹姆斯 A. 琼桑

会计上新的开端总是充满争议。当前关于财务报告用公允价值计量和报告可交易证券当然也不例外。

毫无疑问市价是确定综合收益和计量业主净资产投资报酬的最佳方式。反对市场也就等于说历史成本最好。他们说早晨的投资价值可能到下午明显变化, 而那些未实现的价值变化又与计量公司价值无关。

我们建议一个新的办法, 我们的框架仍保持现行会计模式的主要构架, 但在财务报告上进一步确认市场价值。有良好市场的金融资产在资产负债表上按市价计量。这些资产的未实现价格变动不包括在传统利润计量中。这些只有当该资产出售时才实现的价格变动将包括在新的第四张报表中报告, 我们称做“暂时价格变动表”。

为什么有这些争论

当今的复杂的经济和管制环境显现出当前会计模式的许多缺陷。除了竞争和逐渐上升的成本, 公司还面临更广泛的金融市场风险。例如, 突然上升的利率带给尚未使其资产和负债匹配的金融机构不良影响。当一跨国消费品公司拥有另一公司重要股票份额时, 1美元也会侵蚀起利润。它们的易变性也加剧了金融市场的风险。

利得交易

包括SEC在内的许多管制者都在批评现实中根深蒂固的历史成本会计模式。一个特别问题是利得交易, 即投资者希望从未来利率变化中获利。最简单的形式是预计利率下降, 投资者会固定债券组合利率。如果利率正如预计的下降了, 投资者卖掉债券。在历史成本模式下, 所产生的利得实现了并包括在利率里。

但如果利率上升, 投资的价值下降, 投资者多数会选择持有这些债券做为长期投资。传统下, 持有债券至到期日的能力和意图允许投资者以历史成本运用这些工具。在历史成本会计模式下, 即使投资价值下降投资者也不会确认损失。这些是交易趋向在历史成本框架下投资利得和损失得到报告的结果。批评指向利润表报告收益的明显矛盾而资产负债表作用则由于所持证券未实现价值下降而减弱。

一个公司还可以用投资组合操纵利率风险。例如, 假设一个银行有不利差异—利率敏感的负债超过了利率敏感的资产。如果利率上升, 银行就被暴露在风险之下。通过卖掉固定到期日的债券再投资于变动利率或短期工具, 银行可以上缩小或消除这一不利差异。在大型金融机构中, 经常不断平衡资产和负债暴露的组合调整。

尽管动机大不相同, 利得交易和组合操纵都会导致未来到期债券工具的出售。现行价值解决了如果投资者债券工具到期前出售的到期价值问题, 并反映了出售时市场状况。

今天的会计模式被认为相对简单。但历史成本对于相对复杂的会计框架是用词不当, 描述为混合模式更适合。根据环境在现行框架下历史成本, 公允价值或介于两者间价值

(续)

都是正确答案。例如，一个金融机构可能拥有两个典型债券，但如果一个为交易而持有则按市价计价而另一个如果做为长期投资则按摊销成本计价。

假设根据资产质量和经营的意图做出正确选择，难怪经理人、审计人员和报表阅读者之间交流困难。

什么时间公允价值才变得合理

在典型的经营循环中，资产从资产负债表开始——从固定资产到短期可交易证券——到现金。在这一过程的某一点，公允价值比历史成本更相关。准确说来投资者和债权人最终更关注现金流，我们建议当公允价值最大限度接近资产变现能力时应抛弃历史成本采用公允价值。

该思想在极端情况下最好解释。例如，假设一个制造商持续保持了 8 个月的生产纪录。

富余现金投资于短期政府债券，而经理考虑增加股利或扩大海外投资，或二者兼有。很少有人认为政府债券的历史成本比它们的市价更好地计量其变现能力。但如果制造商宣布股利并卖掉投资，公允价值成为可获现金的最佳计量方法。

我们再假设这个制造商拥有一个艺术状态研究机构，它为制造商提供新点子的依据。该机构的市价是它成本的一部分。对机构所做的任何改进都毫无意义，固定资产信用担保使市价下降。但公司工程师仍在创新；改造变为生产出售的物品；最终物品上收到的是现金。研究机构的价值在于产生点子，而不是通货价值的储备。

有时当经营循环中下一步是现金，决策因经理不可控因素而复杂。一个联合大企业可能命令其投资银行为一个盈利的电子元件子公司寻找合适的买主。此电子元件子公司应以盈利 15 倍出售，还是 12 倍更实际些？一个商业银行拥有一个路桥贷款，是与一个高负债、有危机公司签的，银行能出售这个票据吗？如果不能，它如何做而且何时到期？在这种情况下，把该资产转化为现金或估计可收回的到期值是不清晰的。现在的实际解决方法：当下一步是变现并且资产准备交换，则使用公允价值。

变化如何实施

一些历史成本拥护者宣称向混合模式的转变有严重缺陷。长期投资价值在持有期内会上升或下降多次，因此，期中价值变化并不重要。第二个缺陷，（主要批评）是公允价值集中在资产上。当公司投资价值因利率上升而下降时，由于投资者的负债而抵消了部分利得。两个批评都有优点。

固定利率的债务期限越长，利率变动对投资价值的影响越大。对公允价值批评家指出投资者就会宁愿进行短期投资以避免影响造成报告收益的反复变化。

一个解决办法是分离利润表和资产负债表。在公允价值模式下，多数利得和损失都在收益表中报告。我们建议准则制定者认真考虑引入第四张报表“暂时价格变动表”（除了资产负债表、收益表、现金流量表）来解决时点财务状况报告和时期收益报告间的目标冲突。

运用这种方法，资产在资产负债表上可按公允价值计价。收益仍可按现在这样继续在收益表上计量报告。价格暂时变化，包括未实现损益，并不在收益中确认，而在“暂时价格变动表”上报告，做为股东权益的增减项。

(续)

负债的公允价值

如果有正确的资本结构，一个公司可以从市场状况的变化中获益。例如，一个公司的固定利率负债在利率上升的环境中因持有低票面利率的投资而减少损失。公允价值的批评者确信该种情况经常被忽视。一些人认为一个解决方法是用历史成本计量，资产价值未实现的变化会抵消对负债相应的影响。

更实际的解决方法是投资和相关负债均按公允价值计价。尽管公司资本结构能帮助它避免未预期市场情况变化的影响，忽略资产和负债公允价值意味着如果可计量的话二者价格变化会很好地抵消。但困难的是会计不知道负债公允价值代表什么以及缺乏价格变化来源及影响相联系的经验。

这些问题需要仔细研究。至今公允价值不能广泛运用的未决问题是如对待负债上缺乏一致意见。

下一步怎么办

现行会计模式很好地适应于更稳定、非全球化的贸易环境。大多数公司已意识到表述变化，有时针对市场势力的需要，操纵经营和金融活动以避风险并抓住机会。变化应反映财务报告使用者的主要利益，这样才能使他们更好地评估公司未来现金流量前景。

采用模型来考察今天经济环境状况要求要小心些。一个公司的资本结构与投资组合应同时考虑。在不歪曲经理人员和财务报表使用者已理解的收益概念的情况下选择报告暂时价格的变化。

资料来源：Financial Executive. Excerpted with permission from Financial Executive, January/February 1993 © 1993 by Financial Executives Institute 10 Madison Avenue, P.O.Box 1938, Morristown, New Jersey 07962-1938: (201) 898-4600

要求：

- a. 作者描述了利得交易行为，思考一下SFAS 115阻止这种行为的程度。
- b. 作者不赞成所有的资产和负债都运用公允价值会计。他们建议“当公允价值最接近评估资产实现现金能力时，财务报告应偏离历史成本计量，而支持公允价值”从可靠性和相关性角度评价这一建议，并要结合奥尔森（Ohlson）的干净盈余理论。
- c. 当将非常收益和损失记录反映于损益表时，为避免其所造成的损益的易变性，作者建议提供一个新的“暂时价格变动表”。如果你是一位拥有充分信息的投资者，那么你认为这一建议是否有利于评价公司未来的收益和现金流量？请你思考一下，作者为什么提出这一建议？
- d. 作者提出，公司的资本结构有助于保护它免受非预期的价值变动的影响；也就是，资产变动的收益与损失会与负债变动的损失与收益相抵。在多大程度上，这种自我套头交易减少了对记录进行估价的需求？请解释。

17. 非理想状态下按现行价值基础计量资产和负债的问题之一是贴现率的选择。SFAS 69规定利率为10%以为PRA“解决”这个问题。但SFAS87关于退休金会计，允许公司选择未来退休金贴现率。SFAS 89（第44段）表述为“假定贴现率反映的是退休福利金实际结算的利率水平。”和（第201段）“长期利率重大变化（不）应忽略以避免既定贴现率的调整。”

问题是退休金资产和负债的贴现率应为多少，该利率是因经济环境中利率变化而调整。例如，

利率的下降会导致预计退休金负债的大幅度增加。

要求：

- a. 做为一个有知识的投资者，投资于一家有明确退休金计划的大型公司，请说明退休金计划净负债的现值信息如何对有助于你预测公司未来盈利能力和现金流量。
- b. 有一种解决，岁经济环境利率变化修订贴现率的方案，那就是仅仅披露真正已采用的利率（SFAS 87要求这种披露——第54段）。做为一个有知识的投资者，你认为附录披露真正采用的贴现率令人满意吗？或者你认为所确认的退休金负债账面价值应随利率变化而调整吗？请解释。
- c. 你认为像SFAS 87允许公司选择他们自己的贴现率，而不是像 SFAS 69中要求所有公司用同一利率的原因是什么？

18. 《华尔街日报》1992年9月23日登了一篇题为《普瑞德勤夫公司虚报遭受到 SEC的谴责》的文章。它是由于普瑞德勤夫公司的一些证券投资公允价值虚报，SEC发布“停业”命令。

文章说，SEC认为普瑞德勤夫公司没有按照公认会计原则要求计量它的垃圾股，没有披露投资组合风险。这些股票中许多“在1989年已大幅跌价……它的垃圾股中大多发行人要么破产，要么接近资不抵债。”

根据SEC的调整，这做法导致普瑞德勤夫公司1989年夸大税前利润0.207亿美元。普瑞德勤夫1989年告诉投资者“公司相信它的高增长率、高风险的负债不会有重大不利影响”。SEC宣称这是误导投资者。

要求：

- a. 如果当时SFAS115已生效，那么它将在多大程度上阻止公布的错误报表？请解释。
- b. 公司计划对SEC的诉讼申辩。假定由你负责向SEC申辩。申辩的内容应该是什么？

经济后果

7.1 概述

你可能已注意到，我们尚未谈到管理当局在财务报告方面的利益问题。既然管理当局为会计报表的一个主要使用者，所以应补上这一点，以使理论更完整。

这将使我们陷入一系列新的思考。初看起来，它与前面所谈到投资者决策基础和有效市场理论大不相同。我们首先要理解经济后果这个概念，然后还将研究在三个主要领域的（外汇折算、政府援助及石油和天然气勘探成本）有关会计政策选择的一些问题。

定义：经济后果是指，不论有效证券市场理论的含意如何，会计政策的选择会影响公司的价值。

从本质上说，经济后果就是认为企业的会计政策及其变化是有影响的。它首先影响管理者，但如果影响管理者，也会影响企业的投资者。这是因为由于会计政策的变化，管理者很可能改变企业的实际经营策略。例如，根据经济后果的观点，石油和天然气公司关于储备的会计政策的改变，将引起经营者勘探和开发行为的改变，从而可能影响公司价值。而且，如果这些改变是不利的，并影响到一些投资者，那么投资者可能对他们选出的代表施加压力。结果，政客们也将对企业的会计政策和决定这些会计政策的准则制定机构感兴趣。

必须指出，这里会计政策是指任何类型的会计政策，而不仅指影响企业现金流量的某一项会计政策。试想，某企业采用的折旧方法由余额递减法变为直线法，它本身并不影响企业的现金流量，也不会影响所得税的支付，因为税务部门有自己的折旧规定，然而这项新的折旧政策肯定会影响企业的报告净收益。因此，根据经济后果论，会计政策的改变是有影响的，不论它是否影响现金流量。而有效市场理论认为，这种改变是无关紧要的（除非可能会有暗示效应），因为未来现金流量并不直接受到影响，因而企业的市场价值也不会受影响。

对会计政策选择的经济后果概念的理解之所以重要，原因有以下几条：首先，它本身是受人关注的，会计实务方面最受关注的事项中有许多就是源于经济后果。第二，认为会计政策无关紧要的观点与会计人员的经验不一致。关于不同条件下应采用何种会计政策的争论，在财务会计的许多方面正不断进行着。许多针对财务报告披露的争论涉及到会计政策的选择。经济后果的概念是与实际经验相一致的。

第三，经济后果的存在产生了一个问题，即它为什么会存在。原因已在 1.8.3 节中提到。简要说，这是由于企业签订的契约，尤其是高级职员薪酬契约和债务契约所引起的。在会计政策有影响的条件下，企业采用的会计政策以及这些政策改变的时间和性质，对于投资者而言成为一个重要的信息来源。事实上管理者也希望如此，他们可以通过将会计政策选择作为一个可信的内部信息信号，从而利用这些信息源。

本章例证了经济后果的存在。要进一步究其原因则还需看以后四章。第 8 章阐述了企业是一系列契约的联结点的实证理论观点；第 9 章论述了道德风险问题引起的矛盾，该矛盾又导致了首先需要报酬契约和债务契约；第 10 章更细致考察了高级职员薪酬契约；第 11 章探讨了管理者利用会计政策选择来操纵报告收益的问题。

7.2 经济后果的产生

对经济后果的存在这一事实的一个最有说服力的解释，出现在斯蒂芬·泽夫（Stephen zeff，

1978) 的早期论文《“经济后果”的产生》(The Rise of “Economic Consequences”), 他所提出的基本问题在今天仍然适用。

泽夫将经济后果定义为“会计报告对企业、政府和债权人的决策制定行为的影响”, 该定义的实质是会计报告会影影响管理者和其他人的实际决策, 而非仅仅反映决策结果。

泽夫引用了几个事例。在这些事例中, 企业、工业协会和政府试图影响或确实已影响了会计原则委员会 (APB, 财务会计准则委员会 FASB 的前身) 和其前身会计程序委员会 (CAP) 制定的会计准则。

泽夫所称的“第三方干预”会使会计准则的制定变得极为复杂。如果会计政策无关紧要, 会计政策的选择只严格地存在于准则制定机构和使准则得到落实的会计人员与审计人员之间。假定这些是进行会计政策选择的主要方面, 如只有这两方参与, 建立在成本和收入配比、实现原则和稳健主义等众所周知的概念基础上的传统会计模式将会得到应用, 除了这两方, 没人在意运用何种特定的政策, 换句话说, 会计政策选择所产生的影响是中立的。

作为一个论证经济后果的例子, 泽夫谈到 1947 ~ 1948 年的高通货膨胀时期, 美国的几家公司试图实行重置成本会计。这里, 干预的第三方是管理者, 他们更偏爱重置成本折旧, 以支持降低税赋、降低工资涨幅, 反对让公众误认为公司具有超额盈利能力。有效市场理论认为这种干预是不必要的, 因为市场会识破通货膨胀时期历史成本法下所高估的报告净收益。如果是这样, 也不必通过正式采用重置成本折旧来提醒报表使用者。有趣的是, CAP 在 1948 年坚持立场, 重新肯定了历史成本会计。

泽夫接着概述了会计准则制定机构对这些不同干预者的反应。其中之一是增加准则制定机构的代表——例如, 代表管理者的财务经理协会 (FEI) 在财务会计基金会 (监督 FASB 的机构) 中增设了代表。并且, 作为一种常用的方法, 以发布征求意见稿的方式, 使不同的参与者能对提议的会计政策变动发表意见。

正如泽夫所言, 准则制定机构处于两难境地。为保持会计人员的可信性, 他们需制定与财务会计模式和该模式下传统的配比和实现的概念相符的会计政策。然而, 正如我们在 2.5 节所见, 这种历史成本基础上的概念几乎不能实现统一的会计政策选择, 即, 在非理想环境下净收益并不是一个能精确描述的经济概念, 所以也没有理论明确地指示应采用什么会计政策, 只是模糊地要求有必要在可靠性和相关性之间做出一些权衡, 这就为其他各种利益集团参与进来以争取自己偏爱的会计政策打开了大门。简言之, 准则制定机构不仅必须要在会计理论领域, 也必须在政治领域中操做, 泽夫称之为“微妙的平衡”。没有一个理论来指导会计政策选择, 我们必须以某种方法使会计政策趋于一致。在民主环境中, 这就暗示着要牵涉到政治领域的活动。由于需要一种微妙的平衡, 这使准则制定工做更为复杂, 也使准则制定程序和会计理论的研究总的来说更具挑战性和趣味性。

小结

不管有效市场理论的含意如何, 并且即使会计政策不直接影响企业现金流量, 这些政策选择看起来对于财务报告的各种使用者也还是具有经济后果的。而且, 不同的使用者可能会偏向于不同的会计政策。这使会计准则的制定复杂化, 因为它要求在会计和政治两方面达到一个微妙的平衡。准则制定机构的反应是让不同利益集团参加他们的委员会, 并发出征求意见稿, 让所有的利益集团有机会对拟定的准则提出意见。

7.3 外汇折算：实践和理论

7.3.1 介绍

我们现在考查明显存在经济后果的三个领域。第一是外汇折算会计。

企业经常会发生各种涉及外币的交易，而这些交易常因汇率的变动而导致损益。

我们可以区分损益的两个主要来源。首先，有交易的损益。例如，企业可能在外国市场买卖商品或从国外借款。如果汇率在交易完成以前发生变动，企业就可能产生损益。假设企业以每件6英镑卖出100件产品给一个英国客户，若汇率为£1=\$2.40，则记录销售额 $100 \times 6 \times 2.40 = \$1\,440$ 。然而，如果在收到货款以前，汇率降到£1=\$2.30，该公司则将收到 $100 \times 6 \times 2.30 = \$1\,380$ ，产生汇兑损失\$60。注意，一旦交易结束，损益就得以实现。当然，企业可以签定一个套期保值合同，以保护自己免受该项损失。但仍可能存在汇兑损益，因为通过某种合同完全规避风险可能很难，或者该企业可能选择自己承受所有或部分风险。

汇兑损益的另一个来源是对境外子公司的所有权。出于合并的目的（或境外子公司不被合并但采用权益法核算），有必要将境外子公司的财务报表折算为以母公司的货币单位表述的报表。这个过程中常产生折算损益，也称为折算调整额或换算差额。这些损益往往是未实现的。

折算调整额的会计处理和报告给准则制定机构和跨国公司带来很大难题。它将成为我们讨论的主要焦点。这方面早期的准则，即第8号财务会计准则公告（SFAS 8），遭到了管理者的反对，6年后被第52号财务会计准则公告（SFAS 52）代替。从SFAS 8到SFAS 52的过程提供了经济后果实际存在的一个有趣而重要的例子，由此，所牵涉的不同使用者的利益重新达到平衡。

因为资产负债表的折算程序（排除收益表和现金流量表）导致了折算调整额，所以我们将集中对此进行讨论。

7.3.2 回顾SFAS 8

1975年10月FASB（财务会计准则委员会）发布了第8号财务会计准则公告（SFAS 8），要求采用时态法折算外币报表。要理解时态法，我们首先要区分资产负债表的货币性项目和非货币性项目。

非货币性项目主要包括存货和资本资产。需注意的关键是由它们而收到的现金流量会随市场条件或价格水平的变动而变动。这样，存货的市价可能下降，并反过来影响售价。企业也可在通货膨胀时调整价格，因为这时公司使用资本资产所带来的未来现金流量会受到影响。

货币性项目包括现金、应收账款等资产以及应付账款、应付债券等负债。应注意由它们而收到或支付的金额是固定的。经济条件的改变不会影响企业账上\$100的债权或\$1 000的长期负债。货币性项目与非货币性项目明显的不同就在于，前者将收到或支付的现金通过合同确定了，而后者会随着价格和其他条件的变化而变化。

在时态法下，境外子公司资产负债表上的非货币性项目，按这些项目取得时的汇率折算为母公司的货币单位，我们称之为历史汇率。而货币性项目按资产负债表日的汇率，即现时汇率折算。如果该年里现时汇率改变，即使余额的外币金额等值没变，被折算的货币性资产和负债的金额与期初余额也会不同，这就产生了折算调整额。

例7-1 外汇折算（时态法）

本例和以下要讨论的外汇折算兑换中，我们假设一家美国母公司有一家英国全资子公司 UKS，以下是UKS公司的年初资产负债表。

USK公司年初资产负债表

现金	£ 100	应付账款	£ 200
应收账款	200	应付债券	2 000
存货	500		
资本资产	£ 2 000	股东权益	£ 600
	<u>£ 2 800</u>		<u>£ 2 800</u>

该公司有净货币性资产 £ 1 900，存货和资本资产是非货币性项目。

设年初汇率为 £ 1=US\$2.40，且为存货和资本资产取得时的汇率。简要的年初资产负债表用时态法折算为美元，应为：

USK 公司年初资产负债表

非货币性资产		净货币性负债	
£ 2,500 @ 2.40	\$6 000	£ 1 900 @ 2.40	\$4 560
		股东权益	
		£ 600 @ 2.40	<u>1 440</u>
	<u>\$6 000</u>		<u>\$6 000</u>

非货币性资产和股东权益按历史汇率 (\$2.40) 折算，净货币性负债按现时汇率 (年初也为 \$2.40) 折算。该资产负债表折算后可跟母公司年初的资产负债表合并。

现设年末汇率将为 £ 1=US\$2.30，也设USK公司的年末简要资产负债表与年初相同 (以英镑为货币单位)，这样就不必折算收益表而简化了例题，但不会影响结论。将年末资产负债表折算为美元，如下所示：

USK 公司年末资产负债表

非货币性资产		净货币性负债	
£ 2 500 @ 2.40	\$6 000	£ 1 900 @ 2.30	\$4 370
		股东权益	
		£ 600 @ 2.40	1 440
		加：折算损益	<u>190</u>
	<u>\$6 000</u>		<u>1 630</u>
			<u>\$6 000</u>

非货币性资产和股东权益按历史汇率折算，净货币性负债按现时汇率折算，这使折算后的资产负债表不平，产生贷方差额 \$190，这就是折算利得，因为母公司年末比年初少偿还债务 \$190。注意这项收益是未实现的。

按SFAS 8，这\$190的折算利得应在当年的合并收益表上予以披露。

SFAS 8发布后的年度，汇率波动较大，因此折算调整额（如上例）往往对报告净收益产生重

大的影响。管理者不能控制这种影响，因为他们不能控制汇率变动，而且对折算调整额的会计处理方法又是指定的。在SFAS 8发布以前，折算调整额对净收益的影响没有这么大（管理者更能控制），因为折算损益可以递延和摊销。

SFAS 8对梅森-弗格逊公司的影响 表7-1提供了SFAS 8对梅森-弗格逊公司（现奇异 (varity) 公司）报告净收益的影响的资料。摘自梅森-弗格逊公司以下各年度的年报。

表7-1 梅森-弗格逊公司：SFAS 8对1976年~1981年报告净收益的影响（千美元）

年	不含折算调整额的 税后收益（损失）	折算调整额	报告净收益 （损失）
1976	\$125 731	借 \$7 817	\$117 914
1977	55 019	借 22 299	32 720
1978	(165 796)	借 90 913	(256 709)
1979	12 100	贷 24 900	37 000
1980	(175 300)	借 49 900	(225 200)
1981	(384 800)	贷 190 000	(194 800)

注意这段期间内折算调整额由借方 \$90 913 000变化到贷方 \$190 000 000。1979年，报告净收益(\$37 000 000)的2/3来自于折算调整额；1981年，折算调整额使净损失减少了一半。

很清楚，报告净收益受到了重大影响并且该影响是易变的。1978年和1980年的影响尤使努力扭亏的梅森-弗格逊公司深感沮丧。下面这段摘自梅森-弗格逊公司1978年年报的评论正说明了这种沮丧和管理者的普遍反应。

“梅森-弗格逊公司管理当局对FASB 8理论能否做为一项管理跨国公司的实用工具持怀疑态度。”

如前文指出，大部分管理者对SFAS 8（我们所用的SFAS 8与梅森-弗格逊公司所用的FASB 8指的是同一公告）的忧虑在于折算调整额的不可控性。梅森-弗格逊公司对该可控性问题的反应是值得注意的，其1980年的年报声明：

“我们确定用营业利润的概念来衡量管理者的业绩。我们定义营业利润为总收入减去发生的可控费用，不包括非常项目，如净折算调整额和重组费用。”

从这里我们清楚地看到管理者不希望折算调整额包括在他们的业绩衡量中。然而底线仍为包括折算调整额后的净收益。我们想知道有多少财务报表使用者接受管理者的观念，在评价梅森-弗格逊公司时看到底线以上的内容。

7.3.3 回顾SFAS 52

由于普遍存在与梅森-弗格逊公司管理者相同的忧虑，1979年财务会计准则委员会（FASB）决定重新审查外币折算会计，结果在1981年12月发布了第52号财务会计准则公告（SFAS 52）。以下是SFAS 52的一些主要特点。

功能货币 按照SFAS 52，境外子公司财务报表在折算为美元之前，以境外子公司的功能货币单位表述。功能货币的定义是子公司所处的主要经济环境中所使用的货币。例如，如果一家美国母公司有一家独立经营（在财务和经营上独立）的英国子公司，主要在英国市场上从事经营活动，则其功能货币为英镑。但在复杂的情况下，功能货币就成了一个判断问题。例如，如果英国

子公司主要在非洲市场上经营，其功能货币应为英镑还是某非洲国家的货币？又比如，一家美国母公司有一家英国子公司，负责将其所有产品用船运回美国，这时认为该子公司为母公司的境外一体化经营单位，而非独立经营的境外实体。SFAS 52认为这种子公司的功能货币为母公司的货币，即美元。

现时汇率折算法 如果境外子公司的财务报表以其功能货币单位表述，就要用现时汇率法折算为美元（除功能货币已为美元）。即将子公司资产负债表上的每一资产、负债项目与现时汇率（股本仍用历史汇率）相乘，得出一套与原来“相同”的子公司财务报表（除股东权益），只不过每个项目以美元表述而非功能货币。

回顾在SFAS 8的时态法下，只有货币性资产和负债以现时汇率折算，非货币性资产如存货、资本资产等以历史汇率折算。要理解时态法和现时汇率法的区别，需引入暴露的概念。

实质上，暴露指承受汇率变动风险的资产和负债金额。SFAS 8下，存货和资本资产按历史汇率折算，因而它们不承受汇率变动的风险。只有货币性项目才承受汇率风险。在SFAS 52下，所有的资产和负债都按现时汇率折算，承受汇率风险的是它们的净额。这样，可以说，在SFAS 8下，暴露等于子公司的净货币性负债；而在SFAS 52下，暴露等于子公司的股东权益。当公司的资产和负债都暴露在汇率风险下，它们的外汇损益相互抵消。因此，在SFAS 52下，存货和资本资产的外汇损益与货币性债务的外汇损益相抵。在SFAS 8下，这种抵消不会发生，因为存货和资本资产按历史汇率折算，它的抵消只发生在货币性资产和负债之间。

例7-2 外汇折算（现时汇率）

我们将沿用例7-1，但采用SFAS 52的现时汇率法。设U.K.子公司是独立经营的国外实体，其年初资产负债表如例7-1，因为历史汇率和现时汇率在年初时相等。

年末汇率仍为 £ 1 = \$2.30。年末资产负债表为：

UKS公司年末资产负债表

非货币性资产		净货币性负债	
£ 2 500 @ 2.30	\$5 750	£ 1 900 @ 2.30	\$4 370
		股东权益	
		£ 600 @ 2.40	\$1 440
		减：累计折算损失	<u>60</u> <u>1 380</u>
			<u>\$5 750</u>

累计折算损失为净暴露 £ 2 500 - £ 1 900 = £ 600（借方）乘以本年汇率的下降 \$0.10。境外子公司为独立的，其折算差额累计并单独列入股东权益项目，而非按照SFAS 8从当年净收益中抵消。

注意SFAS 8下的折算收益\$190在SFAS 52下变为损失\$60，但这也无特别意义。SFAS 52下的比SFAS 8下的折算差额多与少取决于子公司的资本结构。如果子公司有大量的负债，当外币贬值，折算收益减少。因为SFAS 52下非货币性资产的外汇损益抵减了净货币性负债的折算损益，然而，如果子公司负债很少甚至没有，则结果相反。

暴露的不同导致了SFAS 8和SFAS 52的主要区别。SFAS 8下的时态法实质是一种逐项折算方法，它强调从合并主体的立场上分别正确折算子公司每一项资产和负债。例如，对于资本资产，

认为子公司的资本资产实际属于合并主体。既然公认会计原则（GAAP）要求资本资产以历史成本计价，那子公司的资本资产也应按历史汇率，即资产取得时的汇率折算。这样，资本资产每年在合并资产负债表上总价值相等，即将子公司资产的实际成本以美元表述给合并主体。存货也同样——站在合并主体的立场上，存货成本按历史汇率折算来确定。

然而，按GAAP历史成本不适用于货币性项目。货币性项目按未来收到或支付的金额计价，例如按现时汇率折算境外子公司的应收账款，在SFAS 8下，应收账款在合并报表上应按被总部收取或汇回总部时实现的金额反映，应付账款、应付债券和子公司的其他货币性项目也是如此，按现时汇率法在报表日需支付的美元等值计入合并资产负债表。

SFAS 52的现时汇率法与SFAS 8的时态法不同。它认为独立经营的境外实体是单独经营的，母公司的暴露应是它在子公司的净投资额。我们知道，如果子公司的所有资产和负债都按现时汇率折算，那么母公司的暴露等于子公司股东权益，当年的折算调整额等于当年的汇率变动乘以子公司股东权益。如例7-2所示（该例假设年初与年末资产负债表相同，否则要考虑当年股东权益的变化）；其结果与认为子公司是独立经营实体，而合并主体的暴露影响只限于其在子公司的净投资额的观点一致。

还需注意，在现时汇率法下，以子公司功能货币表述的资产负债表的各种比率和其他关系，在折算后仍然得到保持。而在SFAS 8的时态法下则不会，因为不同的项目采用不同的汇率折算。

虽然SFAS 8和SFAS 52的方法大不相同，我们却没有说明哪一个更好。当我们考虑汇率决定的经济理论时将再回到这一点。

母公司的国外有机组成单位 SFAS 52运用现时汇率法的一个例外，是出现在当子公司是母公司的国外有机组成单位的情况下。我们曾经提到，做为母公司的国外有机组成单位的子公司的功能货币是美元，就意味着子公司的财务报表必须将当地货币折算为美元。SFAS 52规定该折算应按时态法，即境外子公司与母公司一体化经营时，SFAS 52要求按SFAS 8的方法折算。

不难看出FASB这样做的原因。现时汇率法只适用于基本上独立经营的境外子公司。在这种情况下，SFAS 52认为子公司是单独经营的，母公司的暴露只限于它在子公司的净投资额。当子公司的经营活动只是母公司经营的扩展，那么上述观点就不合理。合理的是，如果母公司已取得资产或负债，那么就应折算子公司的报表以便使折算后金额能展现出其本来的面目。换句话说，如果子公司是母公司的有机组成单位，采用SFAS 8的逐项折算法更为合理。SFAS 52确定这种子公司的功能货币为美元，并规定按时态法将子公司的当地货币折算为功能货币（如果仍不清楚，可看后面关于折算方法的小结）。

高通货膨胀经济环境 另一种例外是，境外子公司虽然不是国外有机组成单位，但它处于高通货膨胀经济环境中（相对于美国经济）。此时，SFAS 52要求子公司的功能货币为美元，用SFAS 8的时态法将子公司当地货币折算为功能货币，以避免“资产消失”现象。发生通货膨胀时，单位货币的购买力越来越小，从而高通货膨胀经济下的币值相对于美元不断下跌。如果这时对长期资产采用现时汇率法折算，那么折算后的价值也随时间的推移越来越少。对于长期资产，如厂房设备等，时态法要求按历史汇率折算，就避免了上述情况的发生。

折算调整额的处理 也许SFAS 52最重要的部分是对折算调整额所产生的损益的处理。按照SFAS 8，是在当年消除这部分损益，这使大部分管理者不满，如梅森-弗格逊公司。因为这种处理往往对净收益产生巨大的不可控制的影响。SFAS 52通过在股东权益下设置累计折算损益以避免该问题。累计折算损益做为未实现的损益账户在资产负债表上递延，与已实现的利润分开。将折算损益从净收益中分出，实际给了管理者所想要的东西，即增加了净收益计量的可控性。

然而，注意两种例外情况（母公司的国外有机组成单位与高通货膨胀经济环境）下的折算调整额，在SFAS 52下必须包括在当年的净收益中，如同SFAS 8的要求一样。

SFAS 52下的折算方法小结 图7-1总结了SFAS 52所要求的不同折算方法。它分为三个阶段。第一，境外子公司财务报表以当地货币表述；第二，按时态法折算为子公司功能货币（除非当地货币为功能货币）；第三，以功能货币表示的报表按现时汇率法折算为以美元表述的报表（除非功能货币为美元）。

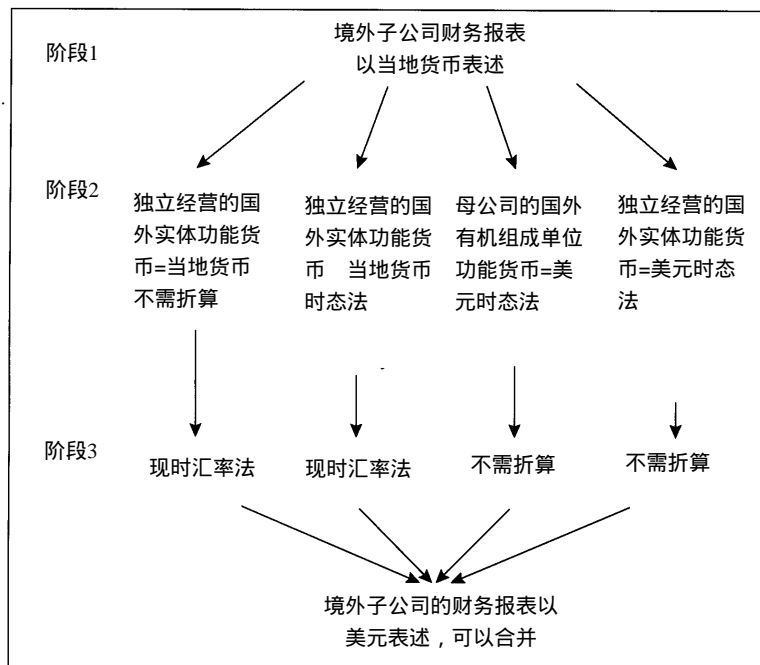


图7-1 SFAS 52下折算方法总结

7.3.4 汇率决定的经济学理论

这里，我们简单介绍两种经济理论，来解释外汇汇率变动的原因。

购买力平价理论 购买力平价理论的基本思想是，单位货币代表了它对商品或劳务的购买力，市场力量将作用于汇率，以保持不同国家的购买力相等。例如，假设你生活在美国，可以用5美元买1蒲式耳面粉，而在英国要花2英镑。如果汇率是£1=US\$2.40，那你在英国买更划算（忽略交通费用）。其他美国居民也会这样想，因此美国人会对英镑产生大量需求以购买英国面粉。这种需求会导致英镑价格上涨，直至达到£1=US\$2.50，这时与在美国购买面粉所需的美元数相等。

购买力平价理论也适用于通货膨胀经济环境，因为通货膨胀是不同国家的货币购买力可能不同的一个原因。相对于其他处于高通货膨胀的国家（其他条件相同），可预期其币值在外汇市场上持续下降，并产生国际收支逆差。美国1蒲式耳面粉高达\$5的原因之一可能是该国的通货膨胀。于是，正如例子所显示的美元币值将相对于外币下跌，并且美国的国际收支也会出现逆差，因为

人们都赶去购买外币，来支付购买外国面粉的款项。实际上，一国货币的涨价往往鼓励了进口而减少了出口。外汇市场上的该国货币币值将下降以期保持平衡。

利率平价理论 另一个汇率决定理论是以利率为基础的。其主要思想是一国的高利率会吸引资本流入，在外汇市场上产生了对该国货币的需求（其他条件相同），导致币值上升。实际上，外汇汇率会调整到以使各国的报酬率（考虑了风险因素）相等的水平。

当然，两种理论并非相互排斥。例如，一个国际收支逆差的国家，不一定如购买力平价理论所预计的，其币值下降。它会吸引外国投资者。有许多例子显示，国家可以通过资本流入为进口大于出口的差额，即当前逆差提供资金。然而，两种理论的主要不同在于，对驱动汇率变动的主要动力的假设不同。利率平价理论借助于国家间的资本流动，而购买力平价理论则借助于商品和劳务的流动。

对我们而言，关键是购买力平价理论意味着一国的商品和劳务价格水平与外汇市场上该国币值呈反向变动的关系。这样，国内高价格水平会产生国际收支逆差，并导致币值下降。反之亦然。利率平价理论没有得出这种联系，因为它主要涉及资本流动而非商品和劳务的价格。

现在，我们可以思考上述的理论对外汇兑换会计及折算调整额的影响。

7.3.5 对SFAS 8和SFAS 52的评论

根据SFAS 52，提供与汇率变动对企业现金流量和权益的预期经济影响基本一致的信息，是外币折算的基本目的。此目标看起来是合理的，且与FASB的概念框架SFAS 1一致。因而我们将以其做为评论的基础。

SFAS 52对SFAS 8的最多批评是，SFAS 8的折算结果没有反映境外子公司经营的基本实际情况。梅森 - 弗格逊公司的管理者当然也会同意这种批评。然而，我们将讨论的是，SFAS 8符合购买力平价理论，也比较符合利率平价理论。但我们难以看出SFAS 52符合其中哪一个理论。

假设一家美国母公司有一个独立经营的境外子公司，且其币值相对于美元下降。首先考虑子公司的存货、资本资产和其他非货币性资产，从母公司的立场上，币值下降的外国货币会使非货币性项目产生一种名义上的损失，即以美元表示的价值减少。

但子公司也将出现相抵的利得。在购买力平价理论下，外币的贬值是由于该国经济环境相对于美国来说物价上涨。这就意味着，非货币性资产所带来的名义外币现金流量会增加，因为独立经营的子公司会因本国的通货膨胀而相应提高售价。这种预期现金流量的增加是名义的利得。在购买力平价理论下，这种名义利得将与折算的损失相抵，即我们前面一节所指的反向关系。

现在注意，这是在SFAS 8下所取得的效果。在SFAS 8下，当汇率变化时不反映非货币性资产的损失或利得，因为它们按历史汇率折算。这样，看起来SFAS 8至少在非货币性资产方面符合购买力平价理论。

现在考虑子公司的净货币性负债（同样适用于子公司的净货币性资产）。据定义，货币性项目的未来现金流量是固定不变的，例如，已发行债券的未来付款额已在合同中确定，企业无法改变货币性资产或负债的价格。因而，当子公司所在国币值下降（只需较少的美元来偿债），净货币性负债会产生利得，该利得不会因相关现金流量的改变而被抵消。因此，SFAS 8要求净货币性负债的折算损益进入收益也符合购买力平价理论。

关于净货币性负债，SFAS 8也符合利率平价理论。在该理论下，如果某国利率相对于其他国家下降，那么其货币币值在外汇市场上也将下跌。子公司所在国经济上的低利率，意味着合并主

体可以偿付净货币性负债，而以较低利率再借入，这样就产生利得（假设重新筹资不受罚款）。因此SFAS 8下包含的净货币性负债的折算损益看起来也符合利率平价理论。

因为利率平价理论并没有直接论及子公司所在国的价格水平与汇率之间的关系，所以难以判断它是否与SFAS 8下的对非货币性资产以历史汇率进行的折算一致。

小结

我们可以得出结论，SFAS 8符合购买力平价理论，其货币性项目也符合利率平价理论。这符合我们的评判标准，即提供的信息反映的情况与汇率变动对现金流量和权益的预期经济影响基本一致。

然而，SFAS 8遭到了来自管理者的强烈反对，并在1981年被SFAS 52代替。这是为什么呢？

SFAS 8对非货币性资产的处理看起来不可能成为理由之一，因为它没有确认这些资产的折算损益，这与美国子公司在账上反映存货和资本资产的惯例（历史成本是公认的会计基础）一致。

问题最可能出现在净货币性负债的折算损益上。如果境外子公司有大量借款，那么承受汇率影响的金额很大。当然，经济理论认为当汇率变动时货币性项目会发生损益，问题是这些折算调整额是未实现的。SFAS 8要求将它纳入当期收益，这使会计计量结果不仅易变，而且不符合当时公认的历史成本会计原则。例如，在成本与市价孰低法下，未实现的损失有时可以确认，但确认未实现的收益却不合常规。货币性项目的外汇损益只有在其收到或支付时才能确认，而这可能需要几年时间。

但是，需要强调的是，易变性本身并不是放弃一项会计准则的充分原因。任何企业都处于一个价格多变的充满风险的环境里，尤其是跨国公司。理想地说，报告净收益的易变性应该反映了企业实际经营和资本结构的易变性（除去任何规避措施）。这样，有人可能认为，如果企业选择在境外易变的环境中经营，出于相关性，报告净收益应反映所选择的这种易变性。前面的讨论合理地论证了SFAS 8正是如此。

然而SFAS 8的致命弱点，就像RRA一样，可能是将未实现的损益纳入收益而忽略了可靠性，这样就产生了易变性和不可控因素。在SFAS 8中，这些因素来自于汇率的波动，在RRA中来自于石油储备价格和数量波动。它们对净收益的影响是相同的。然而，SFAS 8更为严重，因为波动影响了报告净收益，而在RRA中只是影响了补充信息。两种情况下，该理论似乎没有足够的力量来抵消实务中的计量问题。

SFAS 52似乎是对约定俗成的会计计量的让步，至少在独立经营的境外子公司方面是这样。管理者接受了SFAS 52，无疑是因为收益中排除了折算调整额，而将其单独列入了股东权益项目中。但难以看到经济理论与SFAS 52的联系。

但是，公平地说，SFAS 52还是对处于高通货膨胀环境中的子公司保留了SFAS 8的方法。此处，购买力平价理论是与其明显相关的。

7.3.6 SFAS 8的经济后果

跨国公司的管理者介入了外汇折算准则的制定过程，这一点已十分清楚。梅森 - 弗格逊公司的典型反映与泽夫所描述的经济后果影响相符。即使SFAS 8有经济理论的支持，但管理者介入的力量足以使FASB做出让步，以一个政治上更可接受的方案来代替SFAS 8，用泽夫的话说，就是用更能达到“微妙的平衡”的方案来代替。

然而，SFAS 8对现金流量并无直接的影响，外汇损益只是名义的。在有效市场理论下，受影响的跨国公司的股价不会受外汇损益的影响，即股票市价不会因特定的外汇折算方法的使用而受影响。换句话说，外汇折算方法的使用应无经济后果。

那管理者关注的基本点是什么呢？由于当期净收益包括了未实现的外汇损益而产生的重大的不可控的易变性，才是主要因素。

在这方面应提到SFAS 8和RRA两者失败之间的关系。RRA的失败（至少管理者认为）是因为重大的计量问题，它要求对前期报告数据进行经常和重大的调整。看起来，任何缺少可靠性的会计实务都是有问题的。对于SFAS 8，管理者认为报告外汇损益不能可靠地衡量其业绩。前述有关汇率决定的经济理论忽略了可靠性问题，因为，它以市场价格为基础，而市价又是不断变化的（汇率也是一种市价，因为它根据一种货币价值表示出另一种货币的市价）。

管理者反对SFAS 8的论据与反对RRA的论据稍有不同。反对RRA是基于它对财务报表使用者缺乏有用性；反对SFAS 8的理由更直接——管理者不喜欢它。外汇调整额影响报表底线，而对于RRA来说只是补充信息。结果，管理者更在意且进行了直接攻击，而不是通过声称它对使用者缺乏相关性来进行间接攻击。

小结

你应集中考虑外汇折算的两方面。第一，外汇会计有理论和技术的方面。我们在此广泛讨论了与母公司报表进行合并的境外子公司资产负债表的折算问题，以及这种折算对合并主体报告净收益的影响。

外汇会计的第二个方面是对经济后果进行了重要而有趣的例证。这里，SFAS 8和SFAS 52之间的相互作用是与经济后果相关的。跨国公司的管理者因为SFAS 8对底线的影响而深感困扰，而对SFAS 52的采纳可做为对外币折算准则的修订，它更好地平衡了影响会计政策选择的具有竞争性的经济和政治两方面的因素。

7.4 跨国公司的利润反应系数

如前所述，如果SFAS 8给报告净收益带来的易变性恰当地反映了境外子公司经营环境的基本变动性，那么就将会增加决策有用性。然而，如果易变性只为净收益增加“信息噪声”，决策有用性也可能降低。你将看到相关性和可靠性之间折衷的另一个例子。按表3-2的信息系统，相关性越大则主对角线概率越大，投资者则更信任对盈利报告的修正。而易变性会减小概率，导致对信任程度的较小修正。哪一种影响为主是一个实证问题。

该问题可以通过考查受影响公司的利润反应系数（ERC）而得到反映。柯林斯和撒拉克（Collins and Salatka, 1993）做了此项研究。他们以SFAS 8（1976～1980年）和SFAS 52（1983～1987年）期间美国的27个跨国公司为样本，调查了季度盈利反应系数。他们认为噪声因素应是主要的。这样，他们预计SFAS 8期间跨国公司的ERC应比SFAS 52期间相同公司的ERC低^[1]，也预计两个期间27个非跨国公司的控制样本的ERC应不变，因为非跨国公司不受准则转变的影响^[2]。所选择的控制样本在规模和行业上与跨国公司样本类似。

根据同样的理由，柯林斯和撒拉克也认为，在SFAS 8期间跨国公司的ERC应比非跨国控股公司的ERC低。在SFAS 52下，跨国公司的ERC应与那些非跨国控股公司相同。

表7-2显示了四种ERC关系。等号和不等号为预计的关系。

表7-2 柯林斯和撒拉克的ERC研究：简要研究图

	SFAS 8时期		SFAS 52时期
跨国公司	27个跨国公司样本的平均ERC	<	27个跨国公司样本的平均ERC
控股公司	27个类似非跨国公司的平均ERC	=	27个类似非跨国公司的平均ERC

总的来说，柯林斯和撒拉克的证据表明，SFAS 8下的利润噪声更多^[3]，这与他们的观点一致。跨国公司的平均ERC在SFAS 52下比在SFAS 8下高得多（表7-2的首行）。SFAS 8下跨国公司的平均ERC也比非跨国公司的低（左栏），证据表明在SFAS 52下两者的ERC相同（右栏）。但是，他们发现非跨国控股公司的ERC从SFAS 8到SFAS 52有所增长，这与他们预计的相反（底行）。

这样，证据与他们四个预测中的三个相符。他们承认，支持SFAS 8下利润质量较低的假设的证据还是相当薄弱的。非跨国公司在两个期间增加的ERC是有疑问的，因为它表明可能有一些影响使该期间所有公司的ERC增加，包括跨国公司。因而，观察到的跨国公司ERC的增长是否由于SFAS 52代替SFAS 8而引起的，还不能完全清楚。

也许证据的薄弱并不值得惊讶，因为考虑到多种因素影响到ERC，如5.4节所述，很难单独分出某一个因素产生的影响，例如SFAS 8下产生的易变性。实际上也难以找到一个与跨国公司在其他方面都相同，只是不适用于SFAS 8的非跨国控股公司的样本。

另外，考虑到前面对汇率决定经济理论的研究，也许SFAS 8下利润的信息质量并非如柯林斯和撒拉克所说的那么糟。SFAS 8下的利润可能是易变的，但当SFAS 8抓住了境外经营的经济现实，则这种易变性里就含有真实的信息内容（而非仅仅是噪声）。

抛开这些问题，柯林斯和撒拉克得出结论，认为采纳了SFAS 52以后，跨国公司的利润信息质量提高了，从而认为SFAS 52的决策有用性大于SFAS 8。对我们而言，不论我们是否同意这个结论，他们的研究给了我们一个有益的例子，即如何将ERC的实证方法运用到一个重要的引起争论的会计政策问题中来。

7.5 投资税贷项会计

政府有时给予企业一些优惠以影响企业的决策，使企业的行为符合政府的政策。当利益涉及资本资产时，就产生了重大的会计问题。如果用来处理这些问题的会计政策被认为不利于维护那些带来优惠的政策，政府也会加入到经济后果的讨论中来。

1962年众所周知的对投资税贷项（ITC）的争论是一个很好的例子。1962年的税收法案为企业提供了一个当年应交税金的贷项。大多数企业的贷项为当年投资于可折旧资本资产（如厂房设备等）的投资额的7%。该政策旨在鼓励投资和加强企业的资本密集化。

在历史成本会计下，ITC的几种会计方法为：

1. 贷项金额可以通过减少当年所得税费用而被计入取得年度的收益贷项。
2. 贷项金额可以用于减少相关资本资产的成本，即在资产使用年限内因减少折旧费用而增加收益。
3. 贷项金额可以在资产负债表上做为递延贷项，在相关资产的使用年限内转入收益。
4. “48-52”法。它适用于以税务折旧为目的的资产时，成本基础因贷项而减少的情况。如

果税率为52%，则企业最终只剩下48%的贷项。这48%计入当年收益，如方法1，而将52%做为递延所得税贷项在以后年度逐期摊销。

值得注意的是，各种方法的选择虽不影响现金流量，但对报告净收益有重大影响。方法2和方法3产生相同的净收益，而方法1使得贷项第一年的净收益相当高，以后年度有所下降。方法4对收益的影响介于两种情况之间。也应注意，常规的会计理论看来不能解决何种方法最好的问题，成本和收入的配比原则产生了模棱两可的结果。它可能认为方法1合理，因为当资本资产取得时，也付出了获取贷项的努力，所以在取得贷项时应把它做为收入与付出的努力相比配。但是方法2和方法3在配比原则上也是合理的，因为由于新的厂房设备而产生了贷项，它归属于厂房设备的整个使用年限，所以应用来减少折旧费用或在使用年限内逐步确认为收入，只有这样新的厂房设备所带来的收入才能恰当地与所花费的成本配比。

为解决ITC会计问题，会计原则委员会（APB）在1962年发布了第二号财务会计准则公告（APB 2）。准则要求采用方法2或方法3，即在相关资产的使用年限内将ITC确认为收益。

APB 2马上引起了受管制的公用事业行业的注意。例如，1963年联邦通讯委员会（FCC）要求对其管辖下的企业实行100%一次流转法（即方法1）。FCC受到了几个国家管制机构和几家通讯行业企业的支持，但遭到了其他机构和企业的反对。据推测，反对可能是因为害怕100%一次流转法会引发要求费率降低的压力。

当然，我们预料到受管制的公用事业企业会反对ITC会计。因为，他们的费率基础（可能还有费率）会受到影响，即现金流量会受影响。

对我们而言，SEC的反应更有意思。1963年，SEC发布了ASR 96，允许向SEC报告的企业可以运用APB 2的方法或“48-52”法。

SEC会计准则影响了非管制的以盈利为目的的企业，ITC会计对这些企业的现金流量没有影响。我们看见政府机构并非不受经济后果的影响。SEC可能觉得APB 2递延了ITC对于报告收益的有利影响，会遭到许多公司的反对，足以使APB 2准则的实施被诉诸于法庭。很明显，SEC像管理者一样也不赞成有效市场理论。

面对这些压力，APB退缩了。在1964年发布了APB 4，推荐使用APB 2的会计方法，但也允许在当年将ITC计入收益。APB的理由在于，APB 2要做为GAAP下的惟一方法还不具备普遍的可接受性。

在这一段特别插曲中，准则制定者失败了。然而不论结果如何，关于ITC的争论为我们提供了一个有趣而具启发性的经济后果例子。它同时也证明了会计准则不可能在真空中制定，它们所产生的经济后果会延伸到政治领域中。

7.6 会计法规对证券市场的影响： 石油和天然气公司的案例

第三个说明经济后果的例子也与石油、天然气有关，但侧重点有所不同。前两例都是关于管理者和政府对会计政策的反应，这里我们将看到投资者的反应。第4章阐述的有效市场理论认为，如果政策的改变不影响现金流量，那么也不会影响其股票市价。因而，如果看到对不影响现金流量的会计政策的改变使企业的每股价格也有所反应，那就增加了对有效市场的疑问，或增强了经济后果的论证。然而无论怎样，这种股票的反应是可以观察到的。探讨这个问题需要实证研究。

我们现在以列夫的“会计规则对股票市场的影响：石油和天然气公司的事例”（1979）进行讨论。列夫的研究针对1977年发布的SFAS 19。该公告要求美国所有的石油和天然气公司对勘探成本要用成效成本法（SE）。我们曾在2.5节中讨论过成效成本法与完全成本法（FC）的关系。我们可以再回顾一下，虽然现在GAAP不再要求使用成效成本法，但列夫的文章在今天仍然有其价值，因为它是研究不影响现金流量的会计政策改变引起市场反应的例证之一。

由于对石油、天然气勘探成本的会计政策的选择，代表了又一个非直接影响现金流量的会计政策的例子，有效市场理论认为这种对成效成本法的应用不应受管理者和政府的反对。然而，对于SFAS 19，许多证据表明有经济后果，特别是担心对石油和天然气工业及勘探的竞争可能产生不利影响。其根源是大部分小型石油天然气公司使用完全成本法，而成效成本法往往产生比完全成本法更少的报告净收益，尤其对勘探积极的公司^[4]，他们害怕较少的报告净收益使小公司更难以增加资本，这样就降低了竞争力和勘探范围。

因此列夫决定研究石油和天然气公司的证券价格是否受成效成本法实行的影响。如果发现政府和小型油气公司对成效成本法深表忧虑，答案将是肯定的，这更加说明了经济后果的存在。

列夫的研究叫做事件研究，其原理和方法与5.3和5.4节的实证研究一样，焦点是研究证券市场对非盈利事件的反应。此处研究的是FASB要求使用成效成本法的市场反应。

但要建立对事件研究的可比日期是更难的，而财务出版机构的一项盈利公告可以用来估计市场了解当期盈利的日期。列夫取1977年7月18日为事件日，即FASB发布SFAS 19的征求意见稿的日期。除了偏好的原因，在这一天总是可能有其他事件发生引起石油和天然气公司股价变化。然而列夫细心调查了7月18日前后可能与油气有关的报告，没有发现其他情况。

列夫获得了49个使用完全成本法的公司（曾使用完全成本法但在SFAS 19要求下改用成效成本法）的样本和34个使用成效成本法的公司的控制样本，并运用5.2节描述的鲍尔和布朗在ERC研究中使用的非常回报程序，调查这些公司在7月18日前后七天的每日股票回报。

他发现在征求意见稿发表那天，受成效成本法影响的49个采用完全成本法的公司样本有一个重大的平均为负的非常回报；34个已使用成效成本法的公司样本相对来说不受征求意见稿的影响，几乎没有平均负回报。列夫又用原始回报重新分析，所谓原始回报即不区分经济系统因素或公司特定因素的总的每日股票回报。他发现同样的结果，在1977年7月18日当日及前后没有主要经济系统事件发生。

其他研究者也调查了证券价格对会计准则的反映。至于石油天然气公司，德克曼和史密斯（Dyckman and Smith, 1979）和罗斯（Kross, 1982）发现没有重大的反应，与莱斯（Lys, 1984）的发现一样。

考虑市场反应的可能原因是有意义的。正如列夫讨论的，一种可能是证券市场的非有效性，也许这是另一个反常事件。然而，考虑到大量实证研究的结果符合证券市场的有效性，这个解释似乎不可能。其他原因可以考虑，一是使用完全成本法的公司管理者一旦被迫使用成效成本法，可能会在增资方面遇到困难或减少勘探活动。市场可能会对管理者在这些问题上的反应做出相应反应。但是在最终分析中，我们还是不知道为什么市场会像列夫的研究中那样反应。

然而，虽然我们不知道原因，但列夫的结果表明，市场确实会对不影响现金流量的事件产生反应。因而，证据显示，强制的会计政策改变是可以对证券价格产生影响的，它更说明了经济后果理论起了作用。

7.7 有效市场理论和经济后果的关系

在这方面我们可能有另一个例外情况。有效市场理论预计，证券价格对不影响基本盈利能力

和现金流量的会计政策改变没有反应。如果证券价格没有反应（公司的资本成本不变），那么，为什么管理者和政府特别关注公司的会计政策这个问题就不清楚了。换句话说，有效市场理论暗示了充分披露的重要性，包括会计政策的披露。当会计政策充分披露时，市场会根据所用的政策解释公司证券的价格，而不会受单纯因会计政策不同而产生不同的报告净收益的蒙蔽。

但是，在会计政策选择的三个重要领域，我们已看到了财务报表使用者的三个主要群体——管理者、政府和投资者——确实对会计政策产生的报表变化做出了反应。而管理者的反应特别强烈，甚至包括政府当局也从自己的利益出发进行干预。这些不同的反应都归结为经济后果，即会计政策是有影响的，即使它不影响现金流量。

这样，会计政策有可能影响实际的管理决策，包括支持或反对会计准则的干预决策。经济后果所表现的“摇尾巴狗”（指会计政策变动影响证券价格——译者注）的现象令人吃惊，因为许多证据显示大量的证券交易符合有效证券市场理论的描述。

我们的下一个任务是当观察到的情况与现有理论不符时，做任何学科所应做的，寻找一个既包括现有理论，也可解释观察到的不一致性的更通用的理论。我们将在下一章开始这个工作。

注释

- [1] 实质上，它们论证的是一种持续性。如果净收益含有噪声，按照定义，噪声不会持续。从5.4.1节我们看见随着持续性的降低ERC下降了。
- [2] 跨国公司定义为12%或以上的销售为境外销售的公司；非跨国公司定义为销售额的12%以下为境外销售的公司。该样本中27个跨国公司的境外销售的平均比例为0.32，非跨国公司为0.07，这样非跨国公司也受SFAS 8的一些影响，尽管比跨国公司少得多。注意，该结果与柯林斯和撒拉克所预计的影响相反。
- [3] 回顾5.6节，柯林斯和撒拉克调查的是市场是否对不同的会计准则有不同反应。如果是的话，这可能暗示对投资者具有不同程度的决策有用性。但是，这并未表明产生最大市场反应的准则从社会立场上说是最好的。
- [4] 列夫提到FASB一位研究人员对SFAS 19的影响所做的研究发现，在SFAS 19下，64%运用完全成本法的公司，其报告净收益减少了5%或更多，也有74%的使用完全成本法的公司的股东权益减少了5%以上。

问题与案例

1. 一家美国公司ABC，拥有一全资英国子公司XYZ，XYZ公司199×年12月31日的资产负债表如下：

XYZ公司资产负债表 199×年12月31日

现金	£ 67	应付债券	£ 4 950
资本资产（净额）	5 625	股东权益	£ 1 350
	<u>£ 6 300</u>		<u>£ 6 300</u>

资本资产获得时的汇率为£ 1=US\$2.50，199×年12月31日的汇率为£ 1=US\$2.20。XYZ公司在199×年1月1日组建，资本资产在当日获得。

要求：

- a. 用下列方法计算当XYZ公司资产负债表折算成美元时产生的折算损益：
 - i) 按SFAS 8下的折算法。
 - ii) 按SFAS 52下的折算法。
- b. 按下列方法计算出的折算损益对美国母公司 ABC的收益表的影响额是多少：
 - i) 按SFAS 8的规定。
 - ii) 按SFAS 52的规定。
- c. 管理当局为何反对继续使用 SFAS 8 ？请讨论。
- d. SFAS 52 如何对SFAS 8进行批评？

2. 下表为卡布葡萄酒公司 1991年3月31日的比较资产负债表。该公司为加利福尼亚的斯普林葡萄酒公司的加拿大子公司。

卡布公司1991年3月31日和1990年3月31日的合并资产负债表		
资产	1991年(\$)	1990年(\$)
流动资产		
现金和短期投资	19 437 331	17 201 126
应收账款	7 304 883	4 622 061
存货(葡萄酒贮藏)	15 899 825	17 031 305
预付费用	<u>485 021</u>	<u>890 601</u>
	43 127 060	39 745 093
固定资产	10 942 219	11 472 294
	<u>179 400</u>	<u>246 942</u>
递延费用(摊销净额)	<u>54 248 679</u>	<u>51 464 329</u>
负债		
流动负债		
应付账款和应付负债	<u>2 642 149</u>	<u>2 062 655</u>
应付股利	656 959	656 959
应付所得税和其他税	2 233 872	1 528 245
长期贷款(一年内应偿还额)	175 000	175 000
	5 707 980	4 422 859
长期负债	1 498 000	1 738 000
递延所得税	1 887 000	2 022 000
子公司的少数股东权益	252 563	237 501
	<u>9 345 543</u>	<u>8 420 360</u>
股东权益		
股本	2 069 867	2 069 867
留存收益	<u>42 833 269</u>	<u>40 974 102</u>
	<u>44 903 136</u>	<u>43 043 969</u>
	<u>54 248 679</u>	<u>51 464 329</u>

要求：

- a. 按SFAS 8的方法计算 1991年3月31日，卡布公司的母公司承受汇率变动风险的暴露值。

- b. 假设卡布公司既不是母公司的有机组成单位，也不处于高通货膨胀环境。按 SFAS 52 的方法计算卡布公司母公司承受汇率变动风险的暴露值。
- c. 若加元相对于美元降低 3%，按以上两个要求，以 1991 年 3 月 31 日资产负债表为基础，计算母公司 1991 年合并收益表上的折算损益各为多少。
- d. 如果卡布公司为母公司的一个境外有机组成单位，母公司 1991 年合并收益表上的折算损益为多少。

3. a. SFAS 8 下的外汇折算方法要求外国子公司资产负债表上的资本资产按历史汇率折算为母公司货币，这与 GAPP 对资本资产的要求是否一致？请讨论。

- b. 根据 SFAS 52，如果外国子公司处于高通货膨胀环境，则子公司的功能货币为美元，即使该子公司不是母公司的有机组成单位。即，在这种环境下，要求采用 SFAS 8 的时态法。从“资产消失”现象的观点说明这一要求的根本原因。

4. 在“会计法规对证券市场的影响：石油和天然气公司案例”（第 7.6 节）中，列夫考查了在 SFAS 19 的影响下，石油天然气公司的普通股有价证券的日回报。当时准则要求公司采用成效成本法做为石油和天然气勘探成本的会计方法。

列夫发现在宣布 FASB 有意要求使用成效成本会计法的征求意见稿发布以后（1977 年 7 月 18 日）的三天中，受新准则影响，这些公司的股价平均下降 4.5%。这说明了政策变动即使不直接影响企业的现金流量，也会产生经济后果。

要求：

- a. 为什么列夫考查每股回报是在征求意见稿发布日（1977 年 7 月 18 日）前后，而不是在 SFAS 19 发布日（1977 年 12 月 5 日）？
- b. 为什么列夫考查的是股票的每日回报而不是更长期的回报，例如一周？
- c. 列夫列举了在 1977 年 7 月 18 日其他可能影响石油公司股价的事件，例如政治的发展，石油和天然气公司市场的发展等，他为什么要这样做？

5. 在“会计法规对证券市场的影响：石油和天然气公司案例”中，列夫指出当时使用完全成本法的小型石油和天然气公司反对这项关于石油、天然气会计的征求意见稿，这些小型石油天然气公司认为成效成本会计法将降低他们筹集资本的能力，也影响了他们对石油和天然气的勘探和在该产业中的竞争地位。

要求：从有效证券市场理论的观点来评价这些争论。

6. 在 1993 年以前，退休金以现金制为基础进行会计处理，公司可以在付给员工退休金时做账。但 1992 年 12 月 15 日，FASB 实行新的准则 SFAS 106 以后，要求企业以应计制为基础确认退休金。

根据 SFAS 106（第 124 段），“应计制将更适宜反映雇主目前对提供这些退休金的承诺，以及影响财务报表上该承诺的事件发生时的财务影响。”

而且，SFAS 106（第 20 段）声明“对一个员工的预期退休金所负的责任，是雇主将要支付给员工的退休金在计划支付日期按保险统计方法计算出的现值。”

这项新规定产生了经济后果，由此企业提议降低退休金。例如，《华尔街日报》（1992 年 11 月 4 日）报道，麦道公司削减了退休金。

要求：

- a. 如果不削减退休金，采纳 SFAS 106 后对企业现金流量有何税后影响？
- b. 为什么在采用 SFAS 106 后，企业要减少退休金？
- c. 讨论在 SFAS 106 下报告主要费用之后，企业股价如何上涨。

7. 1992 年 12 月 28 日的华尔街日报上，罗伯特 G. 利普森的题为“退休金的误导性冲击”的文

章指出SFAS 106具有潜在的经济后果。FASB的SFAS 106要求公司以现行基础计提未来对退休人员承担的医药费和其他保险费用。

文章说，公司对此采取了激烈的行动，例如，普瑞克公司“要求其 7 800名雇员或同意支付连续的健康保险金或不予保险。”

该文章认为采用新规定后公司面临许多问题。例如，计算未来“10年到20年的医疗费用”存在许多假设；公司为减轻应计退休金会计的影响要花费相当大的法律费用；而且，还有工人因公司削减或取消退休金而提起诉讼。

要求：

- a. 利普森提到“一些公司已将费用转入资产负债表，导致他们的负债明显增加。”试做一日记账分录记录在SFAS 106下的1.7亿美元的税后退休金准备。
- b. 利普森认为“除了所要求的全部的应计额负担越少的公司可能会越充分地披露负债和负债的类型。”根据在6.2.3节中所描述的有效市场理论，你认为上述观点是否有可取之处？为什么？
- c. SFAS 106所产生的经济后果中，“美国企业的未来竞争性——及未来数百万退休人员的健康和福利——不应由记账规则来决定。”你是否同意利普森的话？为什么？

8. 1992年5月19日《华尔街日报》中有一篇题为“财政可能阻碍贷款”的文章，文章指出财政部副部长约翰·罗伯森担心SEC提议的银行会计准则会产生经济后果。他认为这些准则“可能会使银行停止贷款。”根据这篇文章约翰·罗伯森担忧的有以下三个问题。

- SEC有一项关于对“非实质性取消赎回权”的会计处理的建议。非实质性取消赎回权是指贷款人违约时，银行控制贷款人担保的建筑物和（或）其他附带财产，而没有正式没收这些财产。“一个问题是，银行如何计量财产的价值，并且要多快将其注销，这样会降低利润和贷款能力。联邦银行和私人银行的管理者已举出一些合理的现时的例子来指导检查者什么是非实质取消赎回权……（然而），SEC官员似乎想得到非实质性取消赎回权的更严格的定义，这将更严重地阻碍”审查的弹性，不论他们是否涉及到“非实质取消赎回权”。罗伯森先生认为这项新的建议将阻止银行帮助处于困境的借款者度过难关。
- SEC想建议对银行持有的政府公债实行市价计价的会计方法。这意味着银行要对他们持有的公债按市价而不是按历史成本来做账。然而，文章担心市价会计会使银行利润产生易变性。
- SEC想建议“银行必须持有更多的资本来抵付公债。”罗伯森认为这将阻止银行发放贷款。

要求：

- a. 副部长约翰·罗伯森担心的第一个问题如何会减少银行贷款？
- b. 第二个问题，即对公债采用市价计价会计方法，是否也同样会减少银行贷款？银行利润的易变性如何影响银行对长期贷款的愿意程度？
- c. 你是否完全同意副部长约翰·罗伯森对建议的会计政策将影响银行贷款政策的担忧？为什么？

9. 1993年3月29日的《华尔街日报》的“会计人员担心克林顿税务计划将有碍于结果的比较”一文，指出了1993年克林顿总统的税务提议对财务报告的两个影响。

第一个影响是建议重新实行1986年取消的投资税贷款，这是总统的“经济刺激因素”的一个关键部分。文章说在1971年国会通过了一项议案，允许用两种方法处理投资税贷款，在资产的使用年限内递延贷款，或立即转入利润。“这是惟一次国会否决会计师和管理者要求所有的公司

将贷款的利益按一致的方法披露给投资者和财务分析专家们的想法。”

第二是受到SFAS 109的影响。1992年12月15日，SFAS 109要求当所得税率改变，要按新税率调整所得税资产和负债账户的余额，产生的借方或贷方差额包括在持续经营的收益中，因此就影响净收益。且借方或贷方的差额可能十分重大。

文中提到克林顿总统想将税率从34%提高到36%，并认为“总统关于提高公司税率的提议会严重地影响公司利润，它使得公司为了未来的税赋负担而或多或少地保留利润，这取决于他们以前的“税款贷项”。另外，在新的会计规定下，当税率提高，公司未来利润的税前扣除数和结转下期的净损失将会增加，公司递延利润以推迟支付所得税的情况（如超额计提折旧）将减少。”例如，文章指出诺斯普公司1991年在34%的税率下有2.008亿美元的利润，然而，如果实行36%的税率，该公司的利润将减少0.334亿美元，下降到1.674亿。

要求：

- 关于提议的投资税贷项，各举出一项会计政策，使有贷项的当年净收益最高和当年净收益最低。
- 投资税贷项的目的是什么？国会为什么要否决1971年会计师和管理者将贷项在资产的使用期限内递延的想法？
- 关于在SFAS 109下，税率增加对报告利润产生重大影响，此处有何经济后果？
- 考虑到6.2.3节讨论的有效市场的异常现象，如果你作为报告利润受SFAS 109影响的企业的一名投资者，你是否会同意泽夫对缺乏可比性的担忧——如果企业可以将投资税贷项立即确认或在短期内递延。
- 运用收益持续性的概念解释在SFAS 109下，充分披露税率增加对企业持续经营的影响的益处。

10. 李·伯顿在1994年1月5日的《华尔街日报》上发表文章“会计准则制定委员会的提议引起不满”。他描述小企业对FASB提议将雇员股票期权的价值计入费用表示担忧。在现行GAAP下，通常不将这种期权计入费用。

文中指出，小企业认为这项新的提议对他们伤害最大，因为他们运用股票期权计划而不是高薪来激励高层管理人员，这使小公司可以与大公司竞争管理人才。

文章谈到最近库普斯和李伯德的调查发现，FASB的提议使新建企业和高科技企业的报告利润下降27%，成熟和较大的企业下降3.4%。

科兰 M. 斯万森引用了一家医药设备制造公司（普克公司）的副财务总监的话，他说他们的250个雇员中有200人有股票期权，然而，如果FASB的提议实行的话，他将只给高层管理者股票期权，斯万森说“没有股票期权，有才能的人不会承担风险和我们一起经营公司。”

而且，文中还举了一个奥特荷斯连锁餐馆公司的例子。该公司的资深财务副总裁兼财务主管罗伯特·梅利特指出，他们用股票期权来保持雇员对“公司总体业绩的关注”。他坚持认为“减少股票期权会更难以使雇员相信努力工作将增加他们的财富。”

为了维护这项提议，文中引用FASB主席丹尼斯·伯雷斯福德的话，“我们了解小企业的担忧，但我们认为无成本地发行股票期权使发行企业具有不公平的优势，这是会计上的一个漏洞，应提出来。”

要求：

- 如果FASB的提议被通过将产生什么样的经济后果？
- 如果不考虑经济后果，你是否同意伯雷斯福德的回答？为什么？

11. AICPA财务报告委员会（见第5章问题17）提出几项补充建议。

- a. 委员会建议改进分部信息的披露。“应改进公司内部呈报给高级管理人员或董事会的企业报告中的分部信息排列。”
- b. 委员会建议改进金融工具的披露，如互换、上限和下限等。使用者要求对一些问题，如与金融工具相关的风险、金融工具在财务报告上如何反映及其他问题能给以解答。
- c. 委员会建议改进对资产负债表外的融资项目如长期贷款、合营、长期购买协议及其他项目的风险的披露。
- d. 委员会建议公司的资产和负债的风险及不确定性应在财务报告附注中予以披露。
- e. 委员会建议增加审计人员的参与程度。例如，“因为审计人员与企业报告的关联具有灵活性，因此审计人员提供的信息成分和审计人员的参与程度由公司和企业报表使用者之间的协议决定。”

要求：

- a. 评价建议为投资者提供的补充信息的相关性和可靠性。
- b. 正如1994年8月6日的《华尔街日报》所报道的，FEI声称如果委员会的提议生效会产生不利的经济后果，它将由于股票的变动性增加，导致资本成本提高。概述FEI的理由。
- c. 你是否同意要求b.中FEI的声明？为什么？

12. 在1990年3月的《会计瞭望》的评注中，阿瑟·亚特（前FASB成员）对SFAS 106的提议大力拥护，他认为改进退休金会计的经济后果会是好的，而不是坏的。

要求：

- a. 解释亚特为何认为应改变“过去只改进资产负债表和收益表的表面而不是实质的误导性做法”，并考虑对于退休金会计，应计制是否比现金制对投资者更有用。
- b. 根据亚特的观点，如果改进退休金会计的提议得以采纳，会带来什么社会效益？
- c. 你是否同意“会计不会改变经济，但可以为评估经济提供数据”的说法？为什么？

评论

阿瑟·亚特谈OPEB成本：

FASB确立受托责任

近日城中最流行的活动之一就是找FASB的岔子。事实上没有人对FASB所做表示满意，不是概念太多，就是实务性太强；不是准则发布太多，就是指导性不足；不是走得太快，就是慢如蜗牛。

在挑剔声中，委员会拟发布一项准则，以指导其他退休金成本（OPEB）会计。基于对征求意见稿的信中的反应和听证会上的意见，几乎无人对委员会的提议表示满意。

然而，且不对委员会提议进行技术性介绍，而是先来正确地理解这项计划也许更恰当。技术性问题已经在很多场合下被评价、批评、指责过了，但大多数并没有对这个基本的社会现象及对该现象应付的受托责任解释清楚。很少有人认识到，FASB的计划正是对美国的一个重大社会问题的极大关注。在批评声中，美国正重新估量它在退休健康医

(续)

疗计划中的责任。十多年后，计划的结构将受到在成本-效益基础上的有用信息的影响，而得以修改。虽然会因FASB的改进而受益，但批评仍将继续。

实际上，委员会应受到最高的赞扬，因为他们解决了一个重要的社会现象在会计方面的问题，并集中关注其存在的责任缺陷。委员会的OPEB计划的重要性并不在于其详细的技术性条款，而在于它愿意（有人说是渴望）面对社会中其他组织不愿面对的问题。

遗憾的是，委员会的技术性结论没有对责任问题给予一个明确的解决方法，但这个缺点比起委员会对重大商业和社会问题的关注就不值一提了。企业界对委员会充满嘲讽而不是赞扬，认为该提议令人沮丧甚至是可悲的。FASB的计划已实现的是阐明了许多公司面临的一个重要的经营问题，甚至可能将管理部门从经常做出的无知且不经济的决策所产生的后果中解救出来。

委员会的披露程序中多次提到，公司的账务记录不足以提供确立委员会建议的责任水平所需的数据。在其他情况下，这些数据提供给更高的管理层次，建议修订现有计划。修订常常会减少以前的福利，有时导致限制退休金计划甚至以职工股票所有权代替。有的公司目前已对他们的退休金付款承诺进行重估，以求达到对成本的最佳控制。

会计技术奇才诺沃克如何可以创造出这样的影响？答案在于对应付责任的基本观点。财务报告主要依赖于对完成的交易、签定的契约和具有明显经济后果的其他事项的管理责任的理解。显然，管理部门把给予雇员的退休金做为他们为公司服务所得的薪金和津贴总额的一部分，是管理当局的义务和责任。委员会涉及的问题是责任应在承诺退休金时开始还是在支付时。

考察退休金会计实务在支付时才确认责任的发展过程虽有意义，但更重要的是委员会正努力使该责任与对雇员的所有薪水和津贴的其他方面所负的责任相一致。事实是两个方面的责任确立不一致，这具有很大的财务意义，使得该问题更加突出。因此，强有力的证据表明企业界不应批评委员会的建议，而应：

1. 赞扬委员会对这一重大社会问题的关注——为退休人员的健康医疗费用所负的财务责任，至少是私人企业同意承担的部分。
2. 鼓励委员会对该问题进行最完全的研究，让公众获得必要的信息，看到该问题的重要性。
3. 加班工作以获取必要的数据来衡量问题的重要程度——而不是叫嚷数据是不可能得到。当管理部门承诺支付明确且数额巨大的退休金给员工，人们一定会问管理者应付多大的责任，而该责任的大小却因缺乏可靠的数据而无法衡量。

多年来，在其他许多交易范围内，会计人员，包括准则制定者，已发现应计制会计在报告受托责任、管理责任等方面比现金制会计更好。因此FASB趋向于用应计制会计来确立退休金报告准则，这并不新奇。相反，退休金会计只是一个新的且显然的证据，证明应计制会计在涉及受托责任和收益决定的概念上比现金制会计更好。对委员会的提议的许多批评者的兴趣似乎更多地在于保卫过去只改善报表的表面而不重实质的误导性方法，而不是建立关于受托责任的有效准则。

有多种力量影响着FASB最终决定实行OPEB计划，但显然，至少有一方的力量为现行方法下体现的责任表示担忧。因此，对委员会的建议的批评主要着重于是否已实现适

(续)

当的责任水平。换句话说，真正的问题是，征求意见稿中的提议是否能提供信息来合理评价管理部门在对雇员现有的协议方面所面临问题的大小。例如，那些不想立即确认责任的人应承认，在未来时期分阶段确认已有的责任，就不会掩饰或隐藏现在义务的大小。

不同的社会以不同的方式处理退休人员的健康医疗问题，有的则对之忽略，大多则由政府承担这项责任。美国采用混合式——一些医疗费用由政府承担，一些工作期间所获的福利由私营企业负担，一些个人保险项目和成本共担协议由个人承担。因此，一个企业已承诺在职工退休后为他们提供退休金，则有必要及时、完全、真实地报告相关的成本和责任。FASB的计划的目的在于此。

退休健康医疗金是公司的一项义务，就像当期应付的工资和雇员的其他福利成本一样。所有这些成本都要求在产品价格战略中予以考虑。如果事实上管理部门不能决定退休健康医疗金的大小，就会在定价战略中忽略这一重大的成本项目，至少部分如此。FASB的计划的焦点在于，该成本项目将有利于企业。

对任何惯常现象的会计处理——如退休健康医疗成本——如果能报告现有的契约性协议的经济影响，则达到了它的目的。会计不能改变经济，但能为评估经济提供数据。另一方面，会计可以防止用不完整和误导性的信息来理解经济。这种信息又会导致使用者做出错误的经济决策。一些批评家认为从社会意义来说这是不可取的，具有不利的经济后果。这种观点如果正确，就意味着现行的退休金计划的主要基础没有对责任的要求。实际上，如果现行的退休健康医疗计划没有全面反映该计划的责任，则改变健康医疗保险项目是可取的。

应赞扬委员会对这样一个敏感而感性的问题处理得直截了当。在这方面批评委员会的努力的人应考虑他们的方法是使问题更复杂，还是有助于解决问题。太多人不能理解提供有关健康医疗责任的更完整和更直接的数据带来的益处。虽有这些挑剔和批评，FASB关于其他退休金的计划依然有助于更好地理解退休健康医疗责任的社会问题。

资料来源：Accounting Horizons, March 1990. Reprinted by permission.

13. 以下摘录于加拿大海湾资源有限公司 (Gulf Canada Resources Limited) 的MD&A敏感性分析表，显示来年某种产品价格变量的变化对收益和现金流量的影响。

要求：

评价该公司揭示经营风险的影响的方法的相关性和可靠性。

加拿大海湾资源有限公司

风险和不确定性

经营成果会受到不可控因素如石油和天然气价格的变化、利率和汇率的波动等的影响。海湾公司运用各种风险管理方法来减少这些因素的影响。

(1) 加拿大海湾资源有限公司公司总收入的 80% 来自于液体石油，并使用积极的管理战略以使其免受世界石油价格下降的损失。1993 年加拿大海湾资源有限公司已对在加拿大西部的大多数传统产品确定了最低的保护价格，为每桶 20.39 美元。这是在从 20.00 美

(续)

元到23.00美元的期货销售和期权交易价格的范围中得出的。

(2) 加拿大海湾资源有限公司的液体石油销售收入对美元敏感，并超过了与债务、资本和杂项费用有关的美元支出。为了降低 1993年汇率波动带来的风险，加拿大海湾资源有限公司已签定外汇合同，以大约为 1.25加元对1美元的平均汇率，固定总额大约为 1.2 亿美元的收入。

(3) 签定利率互换和远期利率协议，将浮动利率约为 35%的长期借贷转换为平均为 7.3%的固定利率。另外，加拿大海湾资源有限公司签定互换协议，将约为 70%的优先股股息的利率固定为约8.9%。

资料来源：December 31, 1992 Annual Report of Gulf Canada Resources Limited. Reprinted by permission of Gulf Canada Resources Limited.

敏感性分析

以最近产品和价格估计为基础，估计下列条件变化对 1993年公司财务结果的影响(百万美元)。

	收益	现金流量
价格		
• WTI石油价格变化 1.00美元 / bbl	17	30
加拿大西部产品		
• 传统炼油价格变化 1mbbl / d	3	5
• 天然气价格变化 10mmcf / d	2	3
税率		
• 变化1%	4	7
汇率		
• 美元对加元变化 1%	—	5

实证会计理论

8.1 概述

鉴于经济后果的存在,我们必然要究其原因。为了便于解释,我们现在引入一个与经济后果存在性相一致的理论——实证会计理论(PAT)。

我们认为,实证一词指的是一种试图对现实事件做出合理预测的理论。因此,实证理论主要是对以下行为做出预测:公司对会计政策的选择、公司对新会计准则提案做出的反应。比方说,我们能预测出哪一些石油和天然气公司的勘探成本核算会采用成效成本法,而哪一些公司又会用完全成本法吗?我们能预测出哪一些公司会积极响应新金融工具公允价值会计准则提案,而哪一些公司又会抵制吗?

实证会计理论认为,公司往往在产业集中程度、企业行为的内部化或外部化及资本结构中的融资方式等方面采用其认为最有效的组织形式来达到生存前景最大化的目的^[1]。一个公司最有效的组织形式是以下列因素为基础的:法律制度环境、技术水平、行业竞争程度等。而所有这些因素决定了公司所有可能投资机会的集合,从而也决定了其未来的经济前景。

公司^[2]可以看成是一个契约的集合,也就是说,它的组织形式可以由它所涉及的一系列契约来描述。例如,与雇员(包括经理)、供应商及出资者的契约构成了公司经营活动的核心内容。与各种契约相关的契约成本有:谈判成本、契约履行监督成本、重新谈判的潜在成本以及因破产或其他原因而未履行契约的预期成本等;而公司的目的是力求契约成本的最小化。

这些契约大多数都与会计变量有关。雇员升职和报酬的业绩计量是以会计变量(如净利润)为基础的;与供应商的契约可能以公司流动性比率及其他融资指标为基础;债权人为了寻求自身利益的保护,会对公司的一些财务比率,如权益负债率、利息保障倍数、营运资本和所有者权益做出一定的限制。

实证会计理论认为达到公司有效管理的目标,公司会计政策的选择是契约成本最小化问题的扩展。梅恩和史密斯(Mian and Smith, 1990)对是否进行子公司合并的会计政策选择问题进行了研究。他们认为母子公司之间的相互依存程度越高,编制合并财务报表的效益就越高(即契约成本越低)。原因是依存程度越高,就越有必要评估母子公司的合并经营成果。而合并财务报表就为合并评估提供了一个基础。当依存程度很高时,用以合并财务报表为基础的业绩计量来监督经理人员行为比单独用母子公司财务报表更为有效。因此,梅恩和史密斯预测:母子公司间的整合程度越高,母公司就越有可能编制合并财务报表。还由此进一步预测:如果公司为经理人员业绩的内部监控已编制了合并财务报表,那么,再编一张对外报告的合并报表的成本就没那么高了。梅恩和史密斯的实证研究结果与预测一致。

值得注意的是,实证会计理论并未建议公司(和准则制定者)应该完全限定他们将采用的会计政策,那样成本太高了。经理们选择会计政策应拥有一定的灵活性,这样他们可以针对新的或未预知的环境做出调整。例如,一个新的会计准则会改变公司的权益负债率(SFAS 106关于退休后福利的规定就是这样一种准则——见第6章6.4.1节),使其违反限制性条款的临界点。这时,经理人员可能宁愿多交税,从后进先出法转成先进先出法增加所有者权益,也不愿重新谈判债务契约或承担技术性违约的预期成本,因为前者成本更低。

一般来说,会计政策的选用要符合公认会计原则的规定。但是,除了成本外,会计政策的范围还受到契约的进一步限制。

然而,让经理人员自由选择会计政策,就给机会主义行为打开了方便之门。也就是说,实证会计理论假定经理人员是理性的(像投资者那样),他们会尽可能按自身利益最大化的原则来选

择会计政策。因此,报酬契约以报告净收益为基础的石油勘探公司经理可能会取完全成本法而舍成效成本法来计算其勘探成本,这样可以平滑收益同时增加他们红利收入的现值;而且,成效成本法使以后各期产生较高的报告净收益,会导致税收增加,其他公司也可能因此进入本行业,造成不必要的竞争。当然,公司在订立这种经理人员报酬契约时,就已预料到这种机会主义行为的发生,并从经理人员的正常报酬中扣除预期投机金额以获得自身的价格保护。也就是说,由于经理人才市场存在着竞争,如果能够通过机会主义行为来扩大他们的个人效用,经理们还是愿意为低报酬的公司工做的。因此,签订了这种报酬契约,经理人员有了选择会计政策的权力也就有了采取机会主义行为的动机。

那么,公司最优的会计政策是在以下两者之间做出的一种最优权衡:“严格限定会计政策,以使当前环境下契约成本最小化”与“让经理人员灵活变换会计政策以适应不断变化的环境(包括机会主义行为造成的成本)”。实证会计理论强调实证研究要回答:什么才是最优的会计政策?不同组织结构的公司其会计政策又有何不同?最后,该理论的目标是要解释和预测不同公司会计政策的选择。

因此,实证会计理论并未告诉个人或信息使用群体应该怎么做,而告诉他们应当怎么做的理论称为规范性理论。本书就同时运用了实证和规范性理论。单人决策理论和第3、4章所述的投资理论就是规范性理论的例子——如果个人想在不确定情况下做出使预期效用最大化的决策,他们就要遵循这种理论。

规范性理论是否具有很好的预测能力取决于个人是否真如规范性理论所预测的那样进行决策。当然,一些规范性理论还是具有预测力的。例如,我们确实看到人们正在分散他们的证券投资组合。即使一种规范性理论可能不能很好地做出预测,它仍是一种好的理论。不能很好预测的原因之一是人们理解这种理论需要时间。人们可能不遵循这种规范性理论,因为他们不理解它,或者因为他们更喜欢其他理论,或者只是出于习惯。例如,投资者可能并不采用分散投资组合的策略,因为他们相信技术分析^[3],并将他们的投资集中在技术分析所“推荐”的公司。但是,如果一种规范性理论确实好的话,我们会看到人们不断地学习并采纳它。然而,与实证性理论不一样的是,规范性理论并不是主要由预测能力来评价;而是由它与个人理性行为基本假设的逻辑相符程度来判定的。

一些人开始致力于研究哪一种理论方法是正确的。如波兰德、高登(Boland and Gordon, 1992)和戴姆斯基(Demski, 1988)。我们认为应该充分认识到,规范性方法和实证性方法对理论发展和检验都是有用的。只要决策者按照规范性理论做出决策,规范性方法和实证性方法就会得出相同的预测结果。实证研究不断地对这些预测进行检验,帮助修正规范性预测。实际上,这两种方法是相辅相成的。

8.2 实证会计理论的三大假设

大多数实证会计理论的预测都是围绕瓦茨和齐默尔曼(Watts and Zimmerman, 1986)所提出的三大假设做出的。以瓦茨和齐默尔曼(Watts and Zimmerman, 1990)二人的观点为依据,我们将从机会主义观的角度分析这三大假设。

1. 分红计划假设

若其他条件不变,在实施分红计划的公司中,经理人员更有可能选择将报告收益从未来期间转至当期的会计程序。

种实证会计理论研究。列夫并没有建议公司和投资者应该怎样应付 SFAS 19披露草案。相反，他把重点放在投资者对于石油天然气公司从完全成本法转换成成效成本法是如何做出反应的。因此，列夫的研究有助于我们对以下问题的理解：为什么不同的公司会选用不同的会计政策；为什么一些经理反对改变这些会计政策；为什么投资者会对会计政策改变的净利润潜在影响做出反应。实际上，列夫将分红计划假设和债务契约假设归结为市场对这一会计政策变更做出的不利反应的原因。因为经理人员可能用机会主义行为来保住红利并且避免债务违约，有效市场对此将做出不利反应。

许多实证会计理论研究已对上述三个假设做过检验。例如，希利（Healy，1985）就研究过分红计划假设，他发现，其分红计划以报告净收益为基础的公司的经理中，普遍存在采用应计利润政策来使他们的预期红利最大化的现象。希利的文章及后来的一些研究将在 11.2 节中予以介绍。

斯威尼（Sweeney，1994）对债务契约假设进行了检验。她选取 1980～1989 年第一次违反债务条款的 130 家制造业公司做为样本公司，另外又选中规模相同的同行业 130 家未违约公司做为控制样本公司。

斯威尼收集了公司年报及管理人员讨论分析书上有关债务契约的信息。她发现大多数公司违反的是营运资本及股东权益的保护条款，而违反负债权益率及利息保障倍数条款的则相对较少。许多样本公司对债务违约损失的性质进行了披露，主要有增加担保品、对再借款的限制以及提高利息率等。

斯威尼发现给定一个 8 年时段，在这 8 年里违约的样本公司，在违约前 5 年平均进行的自发性增加收益的会计政策变动比控制样本公司多得多，而且这些变动引起的违约公司报告净收益平均波动也大得多。这些变动主要包括养老金计划、失业抚恤金、存货计价等会计政策的变动。

除了刚才提到的自发性会计政策变动，公司还可能在新会计准则采用的时间上对报告净收益动手脚。举个例子，有关外币兑换的 SFAS 52 在 1981 年 12 月发布，但是，它的生效日期是 1982 年 12 月 15 日当年及以后的财政年度的，当然鼓励尽早采用新准则。那么，一个以 12 月 31 日为年度终了的公司可能一直等到 1983 年 12 月 31 日的年报上才采用该项准则，或者早在 1981 年 12 月 31 日年报中就采用了。如果一个公司在 SFAS 52 下的报告净收益比在 SFAS 8 下的收益高，那么根据债务契约假设，公司在即将或已经违反债务条款时，会尽早采用该准则。斯威尼发现违约样本公司确实有尽早采用会增加收益的准则，而延迟采用减少收益的准则的现象。控制样本公司就没有这种行为。斯威尼对自发性和强制性会计政策变动的调查结果，与债务契约假设，即经理人员会牺牲债权人利益而选择会计政策进行投机的预测是一致的。

斯威尼的研究结果表明，事实上在 130 家样本公司中，只有 53 家在 8 年中面临违约时进行了会计政策变换。也就是说，前面得出的结论对这未做增加收益的会计政策变动的 77 家公司是不适用的。那么，从机会主义观的角度来分析债务契约假设是否合适就值得考虑。

为什么一些违约公司会用会计政策来增加报告收益，而另一些公司并不这么做呢？斯威尼把那些“会计灵活性”很小同时违约成本又很低的违约公司挑出来。如果公司进行增加收益的会计政策变动的灵活性很小（如，它们已经在使用先进先出法存货计价法和直线折旧法了）而且又没有违约成本（没有在年报上报告违约成本的公司看做是没有违约成本）的话，它们就不会进行增加收益的会计政策变换。她发现在样本公司中，同时具备缺乏灵活性和低违约成本两种特征的公司所做的增加收益的会计政策变换，比不具这些特征的公司少多了。这说明经理们对违约条款的反应是相当理性的，他们会考虑会计政策变动的成本效益性。

这一结果是值得注意的，因为它意味着从机会主义观的角度来分析债务契约假设并不完全，

因为从有效契约观的角度来分析也是可以的。我们后面会谈到有效契约观的问题。

至于政治成本假设,许多经验研究都集中于公司规模。然而,这种政治成本的计量,又会受其他与公司规模有关的因素如收益和风险的影响而变得复杂化。分红计划和债务契约假设对会计政策的预测与公司规模假设相反,因此也必须考虑它们的影响。

考虑这些因素的影响,政治成本假设实证研究就只能关注政治成本特别显著的情况。其中一种是公司在外国进口压力下的情况。

在美国,当政府决定对某一受到外来进口压力的公司进行援助前,要对公司进行调查,即进口救济调查。琼斯(Jones, 1991)对处于这种调查中的公司调低报告净收益的行为进行了研究。对受到外来不公平竞争影响的公司来说,政府给予保护在某种程度上是一种政治策略。贸易法案也允许这样的措施,例如给受到外来不公平竞争影响的公司予以行业关税保护。美国国际贸易委员会负责调查公司利益是否真的受到了损害。主要调查受影响公司的收入和利润等经济因素。但是,这种保护也有很浓的政治色彩,因为消费者最终还是会拒绝高价的,而且外国政府也可能以报复性关税反击。若美国国际贸易委员会调查之后认为公司利益确实受到了损害,就会将提案送至总统处,总统有60天时间裁决是否授权进口救济。如果不授权,国会就会出面干涉并否决总统的决议。

很清楚,盈利能力下降就足以促成采取进口救济措施了。因此,受影响的公司为了保住自己的饭碗,就有了选择会计政策来进一步调低报告净收益的动机。当然,美国国际贸易委员会、政治家和公众都知道这种动机。但是,正如琼斯所指出的,这些信息使用者群体没有动力去纠正这种下调利润的机会主义行为。例如,能使公司获得救济但会引发高价效应的行为就不足以让顾客群起抵制它。就连美国国际贸易委员会,出于对申诉公司的同情,也不会去纠正这种盈余管理的。如果盈余管理不易察觉的话,对它的消极监管现象就更易出现了。

一种不易察觉的调低报告收益的有效方法就是操纵与应计利润有关的会计政策。例如,一个公司可能夸大折旧和摊销费用,可能会虚增产品质量保证、意外事故及回扣所形成的负债,也可能会计提大量的坏账及过期存货准备金,这些都称为操控性应计项目。

琼斯对公司是否运用操控性应计利润来降低报告收益进行了调查。她从美国国际贸易委员会从1980到1985年六次进口救济调查中的5种行业里,选出23家公司做为样本。

一个公司一年的应计项目总额的确定很简单。一种方法是用净利润扣减经营现金流量。应计项目通常定义为公司一年内所有记录的非现金流量经营事项的净成果。因此,应收账款及应付账款的变动同存货的变动额一样,都是应计项目。折旧费用做为年度内摊销的财产、厂房及设备成本,是一种负应计项目。琼斯用了一种等价法,从比较资产负债表中得出年度非现金营运资本的变动,再加上折旧费用就得出应计项目总额。

但是,要将应计项目总额分成操控性与非操控性两个部分,还面临着巨大的挑战。这是因为非操控性应计项目与公司的经营活动有关。例如,如果一个公司受到外来竞争的影响,它的应收款项可能就会降低,同时它不得不延迟流动负债的偿还并且注销掉大量流动性差的存货。这些都属于负应计项目,但不能把它们看做是操控性的项目。研究人员无法接触到公司的会计记录,只能从财务报表中获取数据,怎么才能将非操控性项目从应计项目总额中扣除,得出操控性项目呢?

琼斯的方法是从各个样本公司 j 中推算出以下回归模型,时间是美国国际贸易委员会调查以前各个年份^[4]:

$$TA_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j} REV_{jt} + \beta_{2j} PPE_{jt} + \epsilon_{jt}$$

其中： TA_{jt} ——公司 j 在 t 年的应计项目总额；

REV_{jt} ——公司 j 在 t 年的收入与 $t-1$ 年收入的差额；

PPE_{jt} ——公司 j 在 t 年的财产、厂房和设备总额；

ε_{jt} ——反映由 REV_{jt} 与 PPE_{jt} 以外因素对 TA_{jt} 所带来的影响的残差项目。

选 REV_{jt} 为变量是以公司经营活动收入变动额为基础，计算出流动资产和负债的非操控性应计项目。同理， PPE_{jt} 是以公司的资本性资产投资额为基础，计算出折旧费用的非操控性部分。

用这个由各个样本公司推算而来的回归模型，琼斯对美国国际贸易委员会调查年度的非操控性应计项目进行了预测。那么：

$$U_{jp} = TA_{jp} - (\alpha_j + \beta_{1j} REV_{jp} + \beta_{2j} PPE_{jp})$$

其中 p 为调查年份， TA_{jp} 为公司 j 在 p 年的应计项目总额，括号内是根据回归模型预测出的年度非操控性应计项目。因此 U_{jp} 即为公司 j 在 p 年的操控性应计项目的预测数。根据政治成本假设， U_{jp} 应该是负的，也就是说，公司用操控性应计项目来调低报告净收益。

琼斯为以上预测找到了证据：与上述模型所预计的一样，几乎所有样本公司的操控性应计项目在美国国际贸易委员会调查年度都显著为负。而在美国国际贸易委员会调查年度前后的几年里，并未发现显著的负应计项目。结果虽然不像预期的那么明显，但也说明了受外来竞争影响的公司普遍选用应计政策来争取进口保护，这是与政治成本假设相一致的。

以上主要是检验实证会计理论预测的几项研究。瓦茨和齐默尔曼（1986，1990）在这方面已进行了更为广泛的研究。这三个假设在解释经理人员会计政策选择方面确实是经得起实证检验的。

估算操控性应计项目是许多实证会计理论研究的重要组成部分。在第11章介绍盈余管理的时候，我们会讲到这一点。

虽然这三个假设可以解释经理人员的行为，但在解释投资者对会计政策变动的反应时，证据就不那么有力了。事实上，7.6节中列夫的研究就是证券市场对会计政策变动做出明确反应的例子之一。但是，就连列夫也不清楚，他的研究结果是否适于做为实证性理论的变量，或是用于说明证券市场失灵。正如伯纳德（Bernard，1989）所说，很难取得市场对石油天然气公司以外其他准则的经济后果做出反应的证据。是现有的实证方法无法揭示当前的市场价格效应，还是三个假设无法准确预测证券市场对经济后果的反应？这个问题还有待探讨。

8.4 实证会计理论中机会主义观与有效契约观的区别

如前所述，我们已从机会主义观的角度分析了实证会计理论的三大假设；也就是说，它们假设经理人员选择会计政策是以他们关于报酬、债务契约和政治成本的预期个人效用最大化为基础的。若假定公司内控系统包括董事会监控，限制了机会主义行为，经理人员只能按照契约成本最小化来选择会计政策，此时我们就可以从有效契约观的角度来分析这些假设。

一般来说，这两种实证会计理论形式可以得出相同的预测结果。例如，从机会主义观分析分红计划假设，一个经理可能选择直线折旧法而不是余额递减法来增加报酬。而从有效契约观分析分红计划假设，经理人员也会做出同样的选择。假设直线折旧法能最好地计量公司使用固定资产的机会主义成本，那么直线折旧法下的报告利润能更好地衡量经理的业绩。因此，这种政策比其

他折旧政策更能激励经理人员（以红利为第一目标）。正如斯威尼（Sweeney，1994）指出的，如果一个公司在面临违反债务限制条款的危险时，减少后进先出法的使用，就会有损害债权人利益来增加利润的机会主义嫌疑。相反地，如果违约风险是由公司业务减少引起的，那么减少存货将是增加公司现金流量的一种有效的经营战略，特别是当公司税务负担很重的时候。

因此，很难判定公司会计政策选择是符合机会主义观还是有效契约观。然而，不能区分他们就不能说我们已经完全了解了会计政策选择的全过程。

当前的实证会计理论研究正在关注这个问题。例如，克里斯蒂和齐默尔曼（Chrisitie and Zimmerman，1994）以几家已经成为兼并对象的公司为样本，对其增加收益的会计政策选择进行了调查。他们的推理是：在将被兼并的公司中，机会主义的会计政策选择最易蔓延。因为此时管理人员为了保住自己的饭碗和维持其声誉，将努力使报告利润和财务状况最优化，操纵会计政策选择的机会主义行为应该有很多。但是克里斯蒂和齐默尔曼发现即使在这样的样本中，增加收益的会计选择现象都很少。据此，他们推断在一般性公司中存在这种机会主义行为的可能性会更小。

前面我们提到了斯威尼（Sweeney，1994）发现经理人员在面临债务契约问题时，十分关注会计政策变动的成本效益性，只有有利可图时，才会改变会计政策。如果只从机会主义观分析债务契约假设，经理人员就不会那么关注他们解决违约问题时所花费的成本了。

斯威尼从她的样本中抽取4家公司做为实证会计理论有效契约观的补充证据，这些公司本来可以转用后进先出法来拖延违约时间，但却并未这样做，因为这将导致大量的所得税费用。她又挑了另外三家公司，很明显它们并不想花费会计政策变动的成本，因为这么做得到的收益还不足以采用拖延违约时间的方法。

总的来说，斯威尼的研究结果对实证会计理论的两个观点都做了证实，但是她建议要做一个详细的公司专项分析将两者区分开来。

德周(Dechow，1994)的研究也与实证会计理论的这两种观点有关。她认为如果应计项目大多是机会主义行为对报告收益操纵的结果，那么有效市场会拒绝它们而选择现金流量。在这种情况下现金流量与股票报酬率间的相关程度比净利润要高。相反，如果应计利润反映了有效契约观，那么净利润与股票报酬率间的相关程度就比现金流量高了。而她的实证检验结果证明了净利润比现金流量更相关。

德周认为应计项目很大的公司（如：在快速成长的公司），相对于在稳定状态下（现金流量和净利润相等）的公司净利润比现金流量具有更大的与股票报酬率之间的相关性。她的实证检验也证明了这一点，这正是有效契约观的一个更有力的证据。

8.5 结论

实证会计理论试图对公司会计政策选择做出解释和预测。它认为会计政策选择是公司契约成本最小化总体行为的一部分。会计政策主要是由公司的组织结构所决定的，而组织结构又由它的环境来决定。因此，会计政策选择又是公司整体管理过程的一个组成部分。

实证会计理论促进了一个丰富的实证学说的产生。它将公司组织结构和环境的三个方面——管理报酬契约、资本结构和政治成本特别地抽出来进行研究。

实证会计理论并不意味着一个公司必须限定其会计政策。相反，让管理者自由选择一套会计

政策通常更为有效。这套会计政策可以由公认会计原则规定也可以是由合同来进一步限制。让管理人员灵活选择会计政策可以对公司环境变化和未预知的契约做出灵活反应。但是，它同时也为管理阶层会计政策选择的机会主义行为打开了方便之门。

从实证会计理论的角度，不难看出为什么会计政策会产生经济后果。从有效契约角度看，会计政策的限定影响了公司的灵活性。从机会主义观角度看，管理人员按自己的利益来选择会计政策的权力受到影响。从任一角度看，可选用会计政策的变动都会对管理人员造成影响。新会计准则可能会限定可用会计政策的范围，如 SFAS 19 对石油天然气公司的规定。其他准则可能会降低报告收益，如 SFAS 106；或是增加它的波动性，如 SFAS 8。因此，我们预言管理当局会对此做出反应，新政策与现有契约越相关，越能缩小可用会计政策选择范围，这种反应会越强烈。注意，这个观点与有效资本市场假说毫无冲突。

但是，上述观点并不十分完美，还存在着其他问题。特别是，为什么公司和经理会签定分红契约，为什么公司接受债务契约的条款？在有效市场及经济后果异常现象全部解决之前，这些问题都必须予以回答。答案就在于信息不对称，我们将在第 9 章讲到这个问题。

注释

- [1] 这是阿尔奇安 (Alchian, 1950) 关于“经济达尔文主义”问题。
- [2] 这对后面的讨论中区分公司及其经理有所帮助。我们可以将董事会视为企业的代表。
- [3] 技术分析是一种投资方法，它对过去的市场业绩进行研究后建立系统模型，并根据模型预测市场未来业绩。它与股票价格随机波动的有效证券市场假说不同。
- [4] 为了使企业规模具有可比性，琼斯将等式两边都除以总资产额。

问题与案例

1. 请举例说明规范理论和实证理论的区别。
2. 尽管实证理论不能准确把握个人决策程序，但它能对此做出很好的预测吗？
3. 公司对政治成本的敏感性通常是如何度量的？你认为这是个度量的好方法吗？请解释。
4. 试分别用实证会计理论“有效契约观”和“机会主义观”来解释，为什么经理人员喜欢一套留有选择余地的会计政策，而不愿意由公认会计原则来全面规定会计政策的选择。
5. 一项新的会计准则要求公司确认雇员的应付抚恤金和应付福利。它的权益负债率由此上升，构成了借款合同的技术性违约。经理人员知道重新再谈判这些契约是很困难的，代价很高。请建议选择一些能降低技术性违约可能性的会计政策，并做出解释。假设理想状态下，任何会计政策的变动都不会违反公认会计原则，同时不会影响公司现实经营活动，同时不会减少现金流量。
6. 1993年2月4日《华尔街日报》上发表了一文《FASB通过了一项计划要求银行业债务按市价计价》。该文说明了银行业对 FASB 债券公允价值会计准则提案的“强烈抵制”，引出了 SFAS 115 的出台。“新准则确实要求银行按市场价值而不是按原始成本来计量其投资组合。”该文又分析道，银行的抵制情绪是因为，这种计价“会引起它们的资本价值的巨大波动。”因此，银行不得不转向低报酬但波动性小的短期债券。FASB 也出台了一个修订版规定，只要银行愿意持有债券到到期日，一些债券可以继续按原始成本计价。根据美国银行家协会的说法，这“将有助于缓

解波动”。然而，修订版似乎还无法完全适用于整个银行业，因为“FASB规定的标准太严格，由于银行必须保证能够一直持有债券到到期日，所以很少银行有资格进行这样的会计处理。”

要求：

实证会计理论预言经理人员会关注增加报告收益波动性的新会计准则。

- a. 试从机会主义观的角度来分析在分红计划和债务契约假设中经理人员对会计准则的关注。
- b. 试从有效契约观的角度来分析在分红计划和债务契约假设中经理人员对会计准则的关注。

7. 1992年1月8日《华尔街日报》发表了《会计提案的通过将导致大广告商利润下降》。该文说明了进一步统一广告费用会计处理的迫切需要。因为不同的公司会计政策不同，有的公司进行递延处理，有的将其费用化。美国注册会计师协会和SEC都呼吁要加强约束。

1992年初，会计准则允许公司在广告费用发生时，就予以确认，“或者，如果公司能证明（或已证明）广告会带来长期利益，它就可以递延这类成本，将它们在资产负债表上‘资本化’并延缓对盈利的影响。”该文又分析道“新准则要求公司立即或在登第一批广告时，即确认广告费用。”并说明了“那些将广告成本资本化的公司若被迫立即将其费用化，将会降低利润。例如，1991年吉尔公司决定停止递延的广告和促销费用金额超过830万美元。销售急剧下降，再加上会计政策变动，致使吉尔公司到1991年8月31日为止9个月的亏损已达2800万美元。而以前年度的利润是3840万美元，每股1.91美元。”其他受准则提案影响的公司有：宝洁公司1990年广告花费23亿美元，西尔斯公司15亿美元以及麦当劳7.6亿美元。

要求：

- a. 试用有效证券市场理论解释为什么广告费用的会计处理对市场并不构成影响。
- b. 试用实证会计理论解释为什么应该允许不同广告费用会计政策的存在？
- c. 如果这些理论预言会计政策的统一是不必要或甚至是不适宜的，那么为什么美国注册会计师协会和SEC又要求加强统一性呢？
- d. 该文描述了在实务上公司广告费用的不同会计处理方法。例如：宝洁公司，西尔斯公司和麦当劳至少将一些成本资本化了，而吉尔并没有这么做。分别用实证会计理论的分红计划假设、债务契约假设、政治成本假设预测哪一个公司最有可能递延所有的广告费用。

8. 《纽约时报》（1990年9月16日）刊登了一文《为避免对抗性反应，大石油公司将调低利润》。该文称，石油行业巨头因在伊拉克入侵科威特后原油价格上涨，而采取的调低利润战略。虽然降低汽油销售价格对利润造成的影响是很显著的，但文中还介绍了另一种战略，称为“增加它们的储备，用于将来支付环境费用，或用于保修计划及潜在的法律诉讼。”

要求：

- a. 根据实证会计理论分红计划假设和债务契约假设预测，公司在面对原油价格上涨时将采用什么样的定价政策？请解释。
- b. 文中说明了“大石油”公司可能对对抗性反应十分关注。试用实证会计理论的政治成本假设来解释为什么只有“大石油”公司会如此关注。
- c. “大石油”公司认为能最有效调低利润的存货会计政策是什么？请解释。
- d. 根据有效市场假说，你认为通过会计政策选择来调低报表盈利从而避免对抗性反应有效吗？为什么？请解释。

为避免对抗性反应，大石油公司将调低利润

控制汽油价格

储备更多的钱用于潜在的法律诉讼和未来费用开支

托马斯 C. 黑斯

两个星期后，许多石油公司即将披露财务季度报告，由于害怕公众和国会对其高额利润产生公愤，石油行业巨头正努力想办法调低利润。

它们的战略有两种。一种是控制汽油零售价格的增长。这对汽车司机们来说是一个好消息，上个月伊拉克入侵科威特后，每加仑汽油价格平均上浮 23 美分；而石油行业巨头说，每加仑本应上涨 36 美分以抵消今年夏天几乎翻倍的原油价格暴涨的影响。

石油公司第二种调低利润的战略是增加它们的储备投资，以用于支付未来环境费用、提炼和化学工厂保修计划及潜在的法律诉讼。这是石油行业普遍采用的策略，因为它是符合会计准则的。

为了调低利润，石油业开始关注白宫和国会中资深共和党人的建议了。

呼吁限制

在8月8日的一次讲话中，布什总统呼吁石油公司要控制其汽油价格的增长。第二天，少数党领导人、坎萨斯州的包伯多利议员，也给 11 家主要的石油公司巨头打电报，警告说，如果他们再不控制汽油价格，公愤将难以平息。

“我可以向你们保证，如果石油行业再不采取措施的话，我们将无法停止对汽油产品价格的立法控制或对提价所获利润进行的征税”，他在电报中说。

石油业极力避免重蹈 1970 年的覆辙，当时由于石油价格和公司利润暴涨，愤怒的消费者和立法者群起攻击“大石油”公司。到 1985 年原油价格降到 10 美元以下，额外收入税已从石油公司征走了上亿美元。伯耶，一个伯姆沃布(Paine Webber)的分析家说石油公司巨头现在才知道：“避免额外收入税的最好方法是不要报告任何额外的利润。”

星期四又出现了一个对潜在对抗性反应的警告，一个北达科达民主党成员肯特·科尼德参议员告诉能源部长詹姆斯D.沃肯斯，只要石油利润暴涨的报告一出现，“全球都会发怒”。

沃肯斯先生回答道，司法部反托拉斯官员是政府打击操纵利润行为的第一线。他还说有这种行为的石油公司会受到政府“严惩”的。

科尼德参议员在星期五的一个记者招待会上说：“如果利润大幅度上涨，我们都知道会引起公众的反应。我没有负责打击石油行业。但我不懂总统说他不允许牟取暴利是什么意思。具体计划在哪里呢？”

然而，据华尔街债券分析家说，至少有 4 家主要石油公司，其利润与去年的比较财务季度报表相比上涨了 40%，而其他许多公司也有近 20% 的利润增长率。一般来说，赚得最多的是那些大量开采原油的公司，因为原油价格是翻倍增长的。

“石油开采商的日子很好过，而汽油零售商的日子却很艰难”，捷克贝斯基先生说。

在汽油风暴中降低价格对大石油公司的将来同样也有帮助，因为小竞争者可能会因此被挤出汽油零售业。

资料来源：© 1990 by The New York Times Company. Reprinted by permission.