

浅谈次贷危机中的公允价值

河北经贸大学 李强 郭立田(教授)

【摘要】 本文论述了次贷危机中金融界与会计界对公允价值的看法,通过分析次贷危机爆发的原因,指出了公允价值在次贷危机中的作用及公允价值计量的缺陷,并有针对性地提出了完善公允价值计量的建议。

【关键词】 次贷危机 公允价值 抵押贷款

公允价值是在 20 世纪 90 年代提出的。1990 年 9 月,美国证券交易委员会(SEC)主席理查德·C.布雷登指出了历史成本会计不能防范和化解金融风险,并首次提出了应当以公允价值作为金融工具的计量属性。不久,美国财务会计准则委员会(FASB)开始研究和制定公允价值会计准则,与公允价值相关的会计准则相继出台。公允价值会计准则的出现,在美国会计界和金融界引起强烈反响。以 SEC 和投资者为代表的支持者认为,公允价值将极大地提高会计信息的相关性,使会计信息能够反映金融资产和金融负债的真实价值,并且有助于防范和化解金融风险。以美国联邦储备委员会、财政部和金融界为代表的反对者则认为,公允价值计量模式与现行会计计量模式(以历史成本为主要计量属性)严重背离,不仅缺乏可靠性,而且将导致金融机构的收益产生巨大波动,促使金融机构的贷款决策短期化。随着社会经济环境的发展变化,投资者越来越关注财务信息的相关性,反对公允价值的声音渐渐消失,然而次贷危机的爆发又激起了金融界和会计界对公允价值的争论。

一、次贷危机中的公允价值争论

2007 年次贷危机在美国爆发并愈演愈烈,美国第二大次级抵押贷款机构新世纪金融公司、第五大投资银行贝尔斯登、抵押贷款巨头房利美和房地美、第三大投资银行美林证券、第四大证券公司雷曼兄弟、美国国际集团(AIG)、最大的储蓄银行华盛顿互惠银行和金融巨头花旗集团等相继破产或由政府接管、注资。次贷危机撼动了华尔街金融巨头的生存根基,同时又一次引发了金融界和会计界关于公允价值的激烈争论。

1. 金融界对公允价值的批判。在次贷危机中损失惨重的金融机构最先指出,在次贷危机中,按公允价值对资产支持证券(ABS)、抵押贷款支持证券(MBS)、抵押债务债券(CDO)和信用违约掉期(CDS)等次债产品进行计量,导致金融机构确认未实现且未涉及现金流量的巨额损失。这些巨额损失扭曲了投资者的心理,造成其恐慌性抛售持有次债产品金融机构的股票。为此,以花旗、美林、瑞银、AIG、百士通为代表的金融机构,纷纷将矛头直指公允价值,声称公允价值夸大了次债产品的损失,扩大了次贷危机的影响,要求完全废除或暂时停止实施公允价值会计。之后,美联储、英国金融服务局、国际货

币基金组织等监管当局也卷入金融界与会计界的论战,要求重新审视公允价值计量模式。

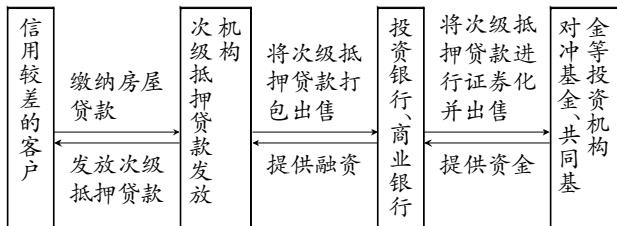
2. 会计界对公允价值的维护。以 FASB 和国际会计准则理事会(IASB)为代表的会计界认为,金融界抨击公允价值只是为了转移公众的视线,为其激进的放贷政策和失败的风险管理开脱罪责。FASB 主席罗伯特·赫兹在 2008 年 4 月召开的“公允价值圆桌会议”上指出,FASB 完全是应投资者的要求才规定金融资产应当按公允价值进行计量。FASB 技术部主任兼紧急问题任务小组主席卢塞尔·戈登耶认为,公允价值计量模式向投资者提供了更加透明的衍生金融工具信息。IASB 的主席大卫·特迪爵士指出,金融界只会对公允价值计量模式进行抨击,却不能提出令人信服的替代方案。在与金融界的这场争论中,代表会计信息使用者的财务分析师协会旗帜鲜明地支持会计界,坚定捍卫公允价值计量模式,指出公允价值信息比历史成本信息更加透明,能够实时、高效地反映次贷危机的动态、规模和影响。

二、次贷危机产生的原因分析

抵押贷款按照贷款人的信用程度分为三类,即优质抵押贷款、次优级抵押贷款和次级抵押贷款。次级抵押贷款市场面向收入证明缺失、负债较重的客户,因对客户信用要求不高,贷款机构面临的信用风险较高,所以其贷款利率通常比一般抵押贷款高出 2%~3%。美国“9·11”事件发生之后,美联储先后 13 次降低利率以刺激经济,信贷环境非常宽松,各个商业银行纷纷放宽购房贷款标准,一些金融机构甚至推出了“零首付”、“零证明文件”的贷款方案,即借款人可以在没有资金的情况下购房,且仅需申报其收入情况而不需提供任何有关偿还能力的证明。次级抵押贷款量不断增加,由 2001 年的不足 2 000 亿美元增加到 2005 年的 60 000 多亿美元。

与此同时,为了控制信用风险,加强流动性,次级抵押贷款发放机构往往在发放次级抵押贷款之后,迅速将其打包出售给商业银行或投资银行,商业银行或投资银行将次级抵押贷款进行资产证券化或创造信用衍生品,然后再将其在二级市场出售。资产证券化产品或信用衍生品主要有 ABS、MBS、CDO 和 CDS 等。一般来说,次债产品的利息相对较高,所以吸引了众多银行、共同基金、对冲基金等投资机构在资产组合

中对高风险资产进行配置,以对冲风险。据统计,美国 CDO 市场规模在 2006 年已达到 20 000 亿美元,CDS 市场规模在 2007 年已达到 580 000 亿美元。次级抵押贷款证券化这种方式并没有消除风险,而只是对风险进行转移和分散,由此便形成了基于次级抵押贷款的风险链条,如下图所示:



美国联邦基准利率的大幅提高和房地产市场的持续降温直接导致信用较差的客户不能按期还款,由此引发了风险链条上各机构的大动荡,并在衍生工具的作用下,形势逐步恶化,进而引发了金融危机。所以,次贷危机产生的根本原因在于高风险次级抵押贷款的过度发放和以次级抵押贷款为基础的资产证券化产品及信用衍生品在全球金融市场泛滥,并通过杠杆效应使实体经济中次级抵押贷款的风险加大。因此笔者认为,次贷危机产生的直接原因是美国联邦基准利率的大幅提高和房地产市场的持续降温。

三、公允价值计量的缺陷与完善建议

通过以上分析可以看到,次贷危机的产生正是由于金融机构对信用风险的忽视,过度发放次级抵押贷款以及滥用以次级抵押贷款为基础的资产证券化产品和信用衍生品。公允价值作为资产证券化产品及信用衍生品的计量基础,能够及时、透明、公开地揭示金融资产风险,所以,公允价值可以说是揭开次贷危机面纱的功臣。金融界指出公允价值的“反馈效应”,并将次贷危机的爆发归咎于公允价值的使用,这明显带有为自己激进的放贷政策和失败的风险管理开脱罪责的倾向。

但反过来看,金融界认为公允价值具有“反馈效应”也并不无道理,公允价值计量的缺陷确实对扩大金融危机有推波助澜的作用。具体分析如下:

1. 公允价值计量的缺陷。FASB 于 2006 年 9 月颁布了 157 号财务会计准则,规定公允价值分为按公开报价计量的公允价值、按可观察信息计量的公允价值和按不可观察信息计量的公允价值三个层次,第一、二层次的公允价值采用市场法确定,第三层次的公允价值需要管理层根据主观判断与相关假设,构建估值模型,采用收益现值法确定。那么第一、二层次的公允价值采用市场法确定真的能体现公允性吗?按照经济学原理,产品价格的确定是由市场中产品的总需求与总供给确定的。价值决定价格,价格是价值的表现形式,价格总是围绕价值上下波动。下面,我们以 2007~2008 年国际原油期货价格为例进行分析。2007 年年初国际原油期货价格约为 50 美元/桶,2007 年 1 月~2008 年 7 月国际原油期货价格一路上扬,至 2007 年 7 月 11 日达到最高点即 147.25 美元/桶,之后的几个月里价格一路下滑,2008 年 11 月 28 日国际原油期货价格为 54.43 美元/桶。然而根据郎咸平教授的统计比较,

国际原油供需在 2007 年、2008 年基本上处于平衡状态,而且供给略微大于需求,那么,为什么国际原油期货价格会大幅上涨又大幅下跌呢?郎咸平教授认为这一切都源于国际金融炒家的操纵,是他们使用巨额的资本、采用一定的手段使得油价大幅波动,以达到赚取巨额收益的目的。由于价格的波动并不是由市场供需变化所引起的,按这种市场价格确定的公允价值不具有公允性,也无法体现产品的价值。如果金融机构所持次债产品的价格遭到人为的打压,则金融机构不得不在财务报表中确认未实现且未涉及现金流量的巨额损失,这种巨额损失可能会扭曲投资者的心理,使其恐慌性抛售持有次债产品的金融机构的股票。非理性的投资行为又反过来使脆弱不堪的次债产品市场濒临崩溃,金融机构不得不在财务报表上继续确认减值损失。公允价值计量在一定程度上对次贷危机有推波助澜的作用,但是公允价值的使用绝对不是次贷危机产生的主要原因,同时我们还可以看到,采用市场法确认的公允价值在某些情况下有失公允,并且不能体现产品的真实价值。

对于第三层次的公允价值,由于需要利用复杂的数学模型进行估计,同时管理层需要对市场情况做出大量的假设、估计和判断,所以得出的计量结果具有很大的主观性,其是否可靠很值得人们怀疑。例如,AIG 将持有的 CDS 根据自己的估值模型进行计量,得出损失约 9 亿美元,然而摩根士丹利测算的价值损失为 30~130 亿美元。普华永道会计师事务所对 AIG 进行审计后,指出其对 CDS 的内部控制存在重大缺陷,AIG 不得不在 2007 年度确认了 110 亿美元的损失。

2. 完善建议。本文指出公允价值计量的缺陷并不是为了否定公允价值的运用,而是为了指出在公允价值会计准则制定、公允价值计量、公允价值应用等方面还有待改进,我们在谨慎应用公允价值的同时,要加大力度完善公允价值计量的应用。

针对公允价值计量模式的缺陷,本文认为应主要从以下几个方面加以完善:①加大金融监管的力度,杜绝国际金融炒家等机构的价格操纵行为;②制定更加严格的公允价值信息披露标准,尤其是主观性较强的第三层次公允价值计量所依据的前提假设;③加强公允价值计量、应用等方面的创新研究,使得公允价值在计量现代金融创新产品时更加有效。除此之外,从企业自身角度来说,要完善并加强企业风险管理,尤其是要加强对那些风险较大且具有较高杠杆作用的金融衍生品的管理,同时提高企业风险管理的执行力。相信完善的公允价值计量与企业内部良好的风险管理环境相结合的会计计量模式,一定会成为未来会计发展的趋势。

【注】本文系河北省教育厅人文项目“新会计准则实施中的会计政策、会计处理问题研究”的成果之一。

主要参考文献

1. 陈斌. 金融产品创新视角下的美国次级抵押贷款危机. 证券市场导报,2008;6
2. 冯晶. 次贷危机中投资银行巨亏的根源. 西南金融,2008;10