

试论融资性票据的公允价值计量

吴虹颖 李东霖

(西南财经大学会计学院 成都 610074 金川集团有限公司 甘肃金昌 737104)

【摘要】 融资性票据为无担保的商业票据,其公允价值计量应包含风险收益并考虑企业资信状况。本文对融资性票据公允价值计量作简要论述。

【关键词】 融资性票据 公允价值 资信状况 利率

融资性票据是指没有真实商品交易背景的纯粹以融资为目的的商业票据,其实质是一种类似于信用放款但比信用放款更为优良的融资信用工具。一个活跃、高效的票据市场,必然存在大量的、有着各种不同需求的市场参与者、满足各种市场交易主体需求的短期融资工具以及完成各种不同市场功能的结构模式。由于融资性票据没有放开,作为一种重要的商业信用工具,票据的使用仍然要转化为银行信用的形式。整个社会的信用都集中在银行信用这根链条上,一旦银行信用出现问题,整个社会经济将面临崩溃。只有大力发展和培育商业信用,才能有效化解这一矛盾。2005年5月推出的短期融资券无需贸易背景支持,融资作用突出,其成功推出势必对融资性票据的研究起到较大的促进作用。央行领导也明确提出,要以发行短期融资券为契机,研究试行具有“颠覆性”的商业本票。我国融资性票据之所以长期以来发行受阻,除了因没有真实交易背景而易导致信用欺诈及金融秩序混乱外,另一个原因就是其风险较难计量。基于此,本文试对融资性票据计量问题作些探讨。

一、负债的公允价值

对于公允价值的定义,无论是国内还是国际上都还没有达成共识。但是笔者认为可以简单搭建一个概念框架:①如果存在一个足够活跃的市场,则可用市场价值(价格)来定义公允价值。②如果不存在一个足够活跃的市场,则可对市场价值予以估计来定义公允价值。如果不存在一个足够活跃的市场,则可以通过估价相同资产(或负债)的市场价格来确定某项资产(或负债)的公允价值。如果不存在与被估价资产(或负债)完全相同的资产(或负债),则可以通过该项资产(或负债)的未来现金流来估价该项资产(或负债)的市场价值。同时也应对该现金流进行相应的风险调整,并充分考虑到市场的缺陷性。如果可获得据以对风险进行相应调整的基于市场信息的一些其他相同的因素,也应在对未来现金流进行风险调整时予以考虑。

而关于负债的公允价值,通常有三种理解:①作为资产的公允价值,指其他人愿意据以持有该负债为资产的金额;②交换中的公允价值,指债务人将不得不在资产负债表日支付给

接收该负债的第三方的金额;③与债权人清算中的公允价值,指债务人将不得不支付给债权人以清偿该负债的金额。第一种与第三种一样,都只涉及原债权债务双方。第一种实际上就是把负债的历史成本(历史收入)作为负债的公允价值,这也是最常见的理解;第三种是债务人以大于(如在提前还债时)或小于(如在债务重组时)债务的应清偿额向债权人清偿债务的金额;第二种是第三方愿意承担该负债为负债时的交易价格(例如在债权人不接受提前偿债而第三方目前可能需要现金因而愿在日后向原债权人偿债时由债务人支付给第三方的金额)。

IASC现值筹委会明确指出,负债的公允价值应被定义为其“交换中的公允价值”。而FASB对此的观点表达不是很明确,它认为三种涵义各有所用,但它更偏向于“作为资产的公允价值”。融资性票据的市场交易实质,决定了其公允价值就是在市场上作为一项资产交易的价格。估计一项债务的公允价值时,可以把它转换为对一项资产的估计,在当前取得该资产可用于清偿债务或者向资信状况相当的另一实体让渡该债务,持票人与出票人双方自愿达成一致的价格,也即公允价值。在这一价格水平上,持票人愿意将出票人的负债作为其资产。

二、融资性票据公允价值计量应考虑的问题

融资性票据与真实性票据相对应,是指没有真实商品交易背景、纯粹以融资为目的的商业票据。商业票据与商业汇票有着本质区别。商业票据是一种脱离了具体商品交易的债务凭证,属于无担保的本票,直接向货币市场投资者发行,发挥短期融资功能;商业汇票是由出票人向与其有商品或贸易关系的收款人签发的以所交易的商品或服务为担保的票据。不难看出,融资性票据符合流动负债的定义,其内涵与应付票据几乎一致,同样导致企业经济利益的流出,又因其无担保的特质,是一种对公允计量要求很高的票据。

1. 是否包括风险收益。对于负债的计量是按成本确认还是将其纳入利润因素,人们的意见也并不统一。按照FASB第7号财务会计概念公告的要求,当企业拟用内部资源处理负债时,负债的公允价值应包括一定的利润,即如果将该负债交由

独立的第三方处理时其所要求的利润。而另一种意见认为,不应该包括交由第三方处理时要求的利润,即应采用成本累积法。成本累积法是指计量某实体预期在一定期间内为获得某项资产或清偿某项负债而发生的成本。这一计量模式排除了独立市场参与者在评估该负债时考虑的制造费用、利得和风险溢价等因素。对于融资性票据此类专职交易的负债,按照成本累积法报表列示的金额在市场上不会被独立的第三方接受,因为如果将负债转让给独立第三方,第三方必然会要求一定的风险报酬和利润。而且FASB、IASC也拒绝采用成本累积法。

融资性票据即是债务企业将自身债务以商业信用方式在流通市场上转让给独立第三方进行的无担保的融资。债务人违约是市场经济的常态,是市场竞争优胜劣汰的必然结果,不能期待一种金融产品没有信用风险。故而市场独立第三方即持票人要求的风险补偿利润,也就是出票人为融资所相应付出的代价,自然应计入负债的公允价值中。

2. 是否应考虑资信状况。

(1)初始确认。所谓资信状况,是指由第三方(如评级机构)对企业财务信用价值的评价。FASB第7号财务会计概念公告认为,对负债最具相关性的计量应总是反映有义务支付个体的资信状况。因为把个体的负债作为资产持有的债权人在决定它愿意支付的价格时必然会考虑该个体的资信状况。相对于一项固定的支付承诺而言,资信状况良好的个体将比资信状况差的个体收到更多的现金。融资性票据初始发行时,发行利率通常不受管制,通过市场竞争形成。优质企业业绩卓越,信息披露透明,资信状况良好,其发行的票据不仅在市场中畅通无阻,而且成为众多投资者追求的金融资产。因此,其票据利率必然低于市场平均水平,更不用说资信不良的企业的票据。如果债务人的资信状况被排除在负债的计量中,那么就等于说总是用无风险折现率去折现负债,以便在一固定时间支付一固定金额而不用对风险和不确定性做出调整。但众所周知,在利率市场化的情况下这是不可能的。如果不考虑资信状况因素,利率趋于一致,对于出票人(发行人)与持票人(投资者)来说都是不公平的,其票据价值距离“公允”的标准相去甚远。

有人提出在初始计量中反映资信状况与持续经营假设矛盾。为做出承诺而收到资产的公允价值,持票人并没有预期公司一定会违约,公司的管理层也没有计划违约。这并非像有些观点认为的那样,在初始计量中反映资信状况是以企业不再满足持续经营假设为前提的。因为上述资产与承诺的交易价格只是代表了一种市场预期结果,即在市场中的公司可能会出现违约情况,市场参与者只是为补偿该预期损失而要求支付特别的与企业资信状况相对应的金额。

(2)新开始计量。IASC和FASB都认为,如果个体按反映其资信状况的金额初始记录负债,那么为了保持一贯性,在负债的新开始计量中也应反映其资信状况影响,否则就缺乏理论依据,并会产生非一贯性——个体的收益表将在资信状况影响首次被排除的期间报告一笔损失,即使个体的财务状况

或环境没有发生变化。同样,我们也没有理由要求在初始确认或新开始计量时负债的账面价值应反映其他因素而不反映其市场上的公允价值。没有理论依据可以说明,初始确认时的计量属性不能用于以后的新开始计量。

对于此类票据产生合同现金流量的负债,资信状况对负债的影响通常反映在利率调整上,大多数可公开得到的信用评级是与企业整体财务状况相关的,而与特定义务并不相关。因此,当出票人的信用等级发生变化,票据市场将触一发而动全身,其市场利率相应波动。值得注意的是,其波动幅度与其说涵盖了原特定负债的公允价值变化,不如说是反映了出票人整个公司价值的变化。

举例来说,假定某企业短期内需低成本筹集一笔资金投资某项目,发行一种1年后到期的融资性票据,信用等级为A级,利率为4%,半年之后为同一项目再次发行融资性票据,而此时该企业信用等级提高到AA级,利率相应调整为3%。如果排除了资信状况的影响,对于前后两种具有相同经济价值的票据在账面上列示的金额却有差异的状况,投资者将难以理解。

由此可知,IASC和FASB均强调负债的公允价值应考虑其资信状况,作为特殊形态的融资性票据自然也不例外。

三、融资性票据公允价值计量的前提条件

1. 一般情况。通常来说,一般负债不存在活跃市场,因此才需要采用现值技术去估计负债的公允价值。现值计量基于现金流量估计、无风险利率和对风险的调整。具体来讲,现值计量中通常应包含以下五个要素:①对未来现金流量的估计,或者在更复杂的情况下对不同时间未来现金流量的估计;②对这些现金流量金额或时间可能变动的预期;③以无风险利率表示的货币时间价值;④资产或负债内在不确定性的价格;⑤包括非流动性和市场不完善在内的其他因素(有时这些因素无法辨认)。现值计量方法主要包括传统法、期望现金流量法。传统法采用合同现金流量或单个最可能金额的估计或最好估计。通常只使用单一的一组估计现金流量和单一的“与风险相称的利率”来计量现值。实际上,传统法假定一个单一的利率可以反映相关未来现金流量和适当风险报酬的所有期望,因此其核心放在了利率的选择上。期望现金流量法是在当现金流量的金额与时间都不确定时采用所有可能的现金流量期望和无风险利率来估计现值,因此其核心在于除货币时间价值要素以外的其他要素对现金流量期望的调整。此外,现值计量的折现率应保证与现金流量估计一致,避免风险因素的双重计量或漏计。现值计量的现金流量或利率反映了资信状况及其变化。

2. 两个前提。融资性票据属于未来现金流量的金额与时间均确定的合同式负债。融资性票据在计量上的一个显著特征是其基于一个活跃的市场。在这个市场上,交易双方自愿达成一致的价格即公允价值,市场价格已自动反映了出票人的资信状况,不需进行调整反映。那么公允价值计量核心就在于利率的确定。

(1)建立完善的信用评级制度。融资性票据完全基于商业

信用,其风险管理难度大。持票人对票据风险的识别、控制和转换能力的提升与信用评级制度的完善正相关。票据资信状况好、违约风险小,则利率就低,反之亦然。因此,票据的公允价值与发行人的信用风险负相关。目前,由于我国信用评级机构不能有效地向投资者提供一个信用标尺,且我国票据市场的参与者主要为优质的大中型企业和国有商业银行,致使投资者所具备的承受能力有限。为推动商业信用建立,银行通过向出票人提供贷款承诺、信贷额度来提高信用等级,降低其融资成本,支持票据的发行,这就意味着发行主体进一步扩大。但这些企业资质良莠不齐,偿债能力差异较大。

我国信用评级市场上存在着评级机构较多、评级结果趋同、缺乏统一评级标准,信用溢价和流动性溢价被严重扭曲,没有充分反映信用差异和流动性差异等问题。我们应该建立市场对发行人的约束机制,完善发行人对市场的信息披露和信用评级制度,让市场对发行人“一票否决”。比如,对银行、券商、基金等机构进行风险控制,对能得到市场广泛认可的内部评级进行外部化披露。另外可以与一些知名资信评估公司合作推出与国际接轨的资本市场信用评级方法。

信用评级取代担保加快了融资性票据利率市场化发展步伐。首先其基础和关键环节是培育信用市场,增强市场对信用评级市场的认可,使票据利率的确定建立在正确的信用评级基础上;其次,培育信用评级市场,针对评级市场上存在的不当竞争,未来评级市场将建立评级机构筛选机制,使公允价值的确定更为客观。虽然公允价值不等同于市场价格,但是市场价格毕竟是最为客观的公允价值的来源。

(2)利率市场化。信用评级制度一旦成熟,利率市场化也便水到渠成。作为无担保发行的融资性票据,其本身自始就是附息票据,通过市场竞争利率灵活确定。而利率定价应体现违约风险收益,可以依据资本资产定价模型: $R=R_f+\beta(R_m-R_f)$ 。其中: R 为票据利率即风险收益率; R_f 为无风险收益率,理论上,国债收益率普遍被作为金融市场的基准利率,成为其他金融产品定价的重要参照系; β 为风险度即违约风险比率; R_m 为债券市场平均收益率。信用评级机构所完成的工作就是确定 β 值或为确定 β 值提供直接资料。比如美国穆迪评级机构针对不同级别的借款人的违约概率,制定了相应的违约风险比率(如下表)。

风险级别	AAA	AA	A	BBB	BB
违约风险比率	0.1	0.48	0.75	1.25	2

注:风险级别在B或以下则不予贷款。

自2005年5月发行短期融资券以来,发行主体资质差异明显,相同期限发行利率始终如一,对于这一纯信用产品而言,如此定价着实缺乏公允性。虽然国内的利率市场化改革已经实施十几年了,但短期融资券的发行才算真正触及到关键。短期融资券利率的市场化可能会迫使中长期企业债突破利率管

制,形成市场化利率。这样不仅会使整个企业债市场利率完全市场化,而且还可以形成短期利率和长期利率之间的联动机制,使短期利率的变化能够顺利、及时地影响到长期利率的变化。

目前发行短期融资券的企业明显不同于优质大型国有企业,其信用风险也显著加大。因此,短期融资券的信用等级和发行利率成为货币市场关注和讨论的焦点。信用风险的凸现,导致利差扩大,部分资质较差企业可能面临偿债危机。短期融资券风险的加大,不免引起对其无担保、仅依靠企业信用进行风险定价的担心。所以,我们更应该强化信用评级在风险定价过程中的作用,而不能依靠银行担保来确保投资安全,那就相当于银行变相贷款,失去了发展短期融资券市场的意义,而将风险又重新转移到了银行身上。从而要强化评级机构在信用风险评估和利差定价方面的作用,其利率风险定价的关键是形成公认的信用利差期限结构,拉开信用风险不同的产品定价差距,根据评级和期限的不同,参考市场上同类产品进行定价。

当前短期融资券利率接近甚至高于长期企业债利率,主要是由于一级市场收益率微薄、流动性风险加剧以及作为定价基准的央行票据利率不断上调等。同时,股市在股权分置改革即将完成、新股发行开启的背景下,吸引了各路资金涌入,导致债券市场资金分流,加上我国货币供应、固定资产投资正处于高位运行阶段等宏观因素,造成短期融资券发行利率的上升。这也正说明了短期融资券的利率逐渐趋向市场化。由此,我国整个债券市场的风险收益曲线趋于完整,促使信用评级制度也更加科学。两个前提互为约束、互为促进。那么只要我国具备以上两个前提,不仅是融资性票据,而是任何负债都可以计量其公允价值。即当不存在负债的活跃市场时,采用现值技术去估计负债的公允价值,无论是采用传统法,还是期望现金流量法,折现率都有了更加客观、公允的依据。

综上所述,严格的信用评级制度和利率市场化是实行负债的公允价值计量的两个前提条件。因为,负债的公允价值应通过市场化的利率来反映偿债个体的资信状况。满足以上两个前提,无论是否存在活跃市场,均可以计量负债的公允价值。融资性票据只是恰好具备了活跃市场特殊条件的一种负债而已。只有完善信用评级制度,建立利率市场化机制,才能使票据发行企业“自愿”支付融资成本,投资者“自愿”承担风险,即票据的市场价格等于其公允价值。

主要参考文献

1. 谢诗芬. 负债的公允价值应否反映偿债个体的资信状况:一个综述. 审计与经济研究, 2003; 3
2. 张为国, 赵宇龙. 会计计量、公允价值与现值——FASB第7辑财务会计概念公告概览. 会计研究, 2000; 5
3. 王维安, 杨靖. 发展融资性票据:效率与风险. 浙江金融, 2004; 2