

是什么让安然无法“无恙”？

安然事件后，一下子涌现出来很多的“医生”，有的是机构投资者（比如银行），有的是个人股东，还有的是专业咨询机构，当然很多会计、法律从业人员也开始“诊断”安然倒塌的病因。鉴于自己所处行业和角度的不同，“医生们”给出了各种各样安然患病的诊断；但不得不遗憾地说，这不仅有点盲人摸象，甚至还有点事后诸葛亮的意味。

正如前文所述，安然之死是一个复杂的过程，有多种原因，但当安然的业务和利润出现下滑的时候，却用极其复杂的SPE和结构化交易粉饰业

绩。如果说大多数对安然事件的研究只是停留在对安然价值批判层面的话，那么我们很乐意与你分享安然如何通过财务工具，在技术层面上进行筹划和操作，以达到掩饰负债和虚增利润的目的。

令人称奇的是，其实，安然根本就没有犯任何法律上的错误。如果非要说什么“错”了的话，那么，其最大的也是唯一的错误就是：对外国特殊目的实体（SPE）和表外负债的过度使用，某种程度上甚至是手法多样，让人眼花缭乱。



ENRON



如果你完整地看待安然公司就会发现：安然及其顾问团队(包括了银行家、律师团和会计师)高度掌控了法律本身的技术性规定(从技术层面上，丝毫看不出任何问题)，但通过一番筹划之后却可以为安然带来重大的“意外之财”。正因为安然通过对法律极度解析(Parse the Law)，它带来和法律精神完全相反的结果，而这与美国国会、财政部和设计会计准则的各种委员会的立法本意背道而驰。

一个个交易之所以得以“成功”进行(得逞)，是因为安然完全采用了专业人士筹划精密的专业意见。可以说，安然的操作手法从技术层面上满足所有的法律规定。通常，通过对法律展开专业而周密的技术性阐释，可以确保交易看起来都具有足够的、实实在在的“商业目的”。

要弄明白这个问题，首先我们要简单地了解一下US GAAP 原来对SPE并入报告主体的合并报表的规定，及安然所用的两种SPE：有限责任公司(Limited Liability Company，简称“LLC”)和有限合伙公司(Limited Partnership，简称“LP”)。与SPE进行交易的企业可以在会计方面将SPE当做是一个独立的、外部的公司。要达到此目的，必须要满足两个条件，即

1) 独立第三方投资者必须持有至少为SPE总资产的3%的实质性的权益投资，而且须在SPE整个经营期内

承担SPE的正常经营损失；

2) 独立的第三方投资者必须对SPE实施控制管理权。

在这样的情况下，其他投资者(即安然)可分享SPE交易过程中的损益，但是SPE的资产和负债情况不会被并入安然的资产负债表中，就算安然与SPE的关系紧密也不会被并表。

读者必然会吓了一跳，安然投资97%的企业体(其实是SPE)，也不用并入安然主体的合并报表中吗？答案是肯定的。因为从会计的角度看，安然没有对SPE实施控制权。那为什么安然要作出如此安排，将SPE排除出合并报表之外？





方块知识三

美国LLC公司简介

有限责任公司（LLC）是一种结合了合伙人和股份有限公司（CORPORATION）两者优点的较新型的商业组织形式。简单地说，LLC同时具有像股份有限公司的保护所有者个人责任的特点，又像合伙人或独资经营一样可以避免双重缴税。

LLC的缴税

LLC的一个优势是可以避免双重缴税，可以像合伙人或独资经营一样只缴纳个人所得税。但是，LLC也可以选择像法人一样缴税，即缴纳公司收入税之后，得到收入的股东投资者还要缴纳个人所得税。一般来说，如果投资者希望把大部分利润留在公司里，后者的缴税方式还可能会省一些税。

LLC的建立

和股份有限公司类似，LLC的建立也是先要向（美国）各州政府申请，个别州还要求先要在当地报纸上发布声明。现在各州都容许只有一个所有者的LLC。除了向州政府注册外，投资者之间最好签订一份书面运营协议来明确投资者的权限、在公司里所占的份额、利润如何分配等。因此，LLC最大的特点就是，投资者的投资额与在LLC的控制权是没有天然关系的，一切由运营协议规定。此外，不是所有的行业都可以成立LLC的。一般像银行、信托、保险等行业是不能成立LLC的。在加州，建筑师、会计师、医生或者其它有执照的医疗工作者也被禁止成立LLC。

LLC的解体

在大多数的州里，如果LLC中一位投资者离开了公司，理论上LLC就解体了。所有者应该将公司的资产分割或者变卖还债，将公司的利润分配，然后剩下的所有者再决定要不要建立新的公司。为了防止这样的情形发生，在LLC建立之初，投资者的运营协议里就应该加上相关的条款，明确当某投资者去世、残疾或者离开公司时，公司的利益如实地保护下来。



表外交易

(Off-Balance-Sheet Transactions)

表外交易，即经营收入未有入账，并作相关会计处理排除在主体报表之外。

安然与关联公司的背后交易，大量的账外经营业务形成了高负债，导致了对公司的信用危机，由此形成债务的集中暴露，终至无法偿还。但为了避免影响公司的信用和伤害公司在资本市场上的形象，安然将许多资产负债和交易反映在关联公司的会计账目中。

出于财务（而非税收）上的考虑，安然公司采用了一系列的表外负债合伙制安排，其中，最主要的三个项目是Chewco Investments, LP (简称“Chewco”)，LJM1 Cayman, LP (简称“LJM1”) 以及 LJM2 Co-Investment, LP (简称“LJM2”)。

在 Chewco 或 LJM1 合伙企业中，安然公司并不直接持有任何股权，相反，其股权是由安然某些员工持有。至于LJM1合伙企业则由外部关联方持有。在这个意义上，安然让其员工成为融通关系人（Accommodation Parties），以此达到安然公司的目的。

安然员工参与到表外交易中引发了很多的问题，主要是Chewco和

LJM1合伙企业及其关联公司与安然之间交易的会计处理是否合适。安然的这些表外交易都是由其外部审计机构——安达信会计师事务所（Arthur Andersen）完成。

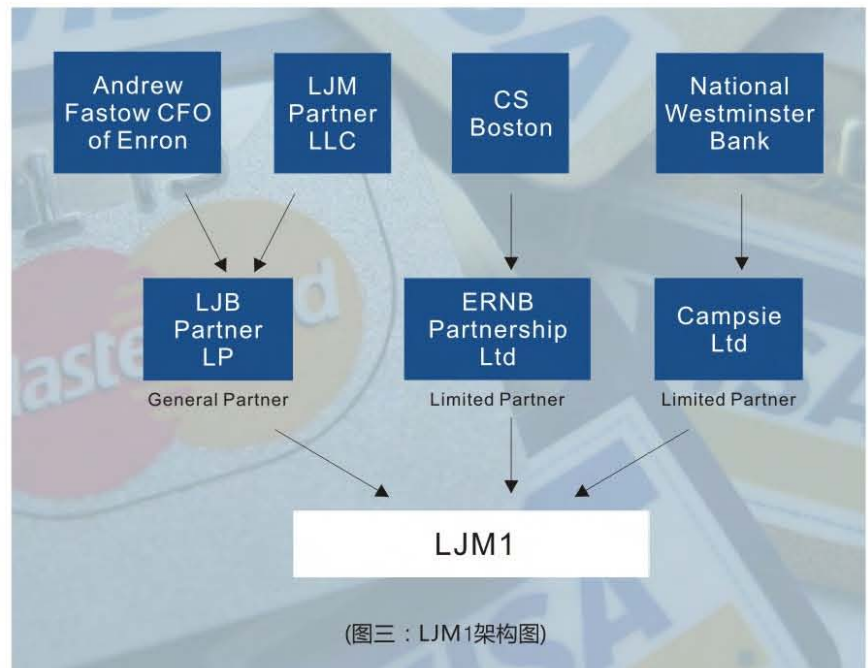
LJM1架构及其表外负债交易

LJM1是一家成立于开曼的有限合伙制企业，全称为LJM1 Cayman, LP，其初始合伙人包括 LJB Partner，简称“LJB”、有限合伙人，ERNB Partnership Limited（简称“ERNB”）以及有限合伙制企业 Campsie Limited（简称“Campsie”）。

LJB由安然公司财务总监安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）和LJM Partner LLC持有，其中，法斯托是LJM Partner LLC的唯一董事。也就是说，LJB完全控制在法斯托一人手中。此外，ERNB和Campsie由第一波士顿（Credit Suisse First Boston）和全美西斯敏斯特银行（National Westminster Bank）持有，这两家银行都和安然存在着债权债务关系。

总而言之，法斯托通过控制普通合伙人所赋予的权利完全控制着LJM1，从表面上看，安然并不直接控制LJM1的任何股权。

那么，你可能会问：安然搞这么





复杂的架构到底是为了什么？

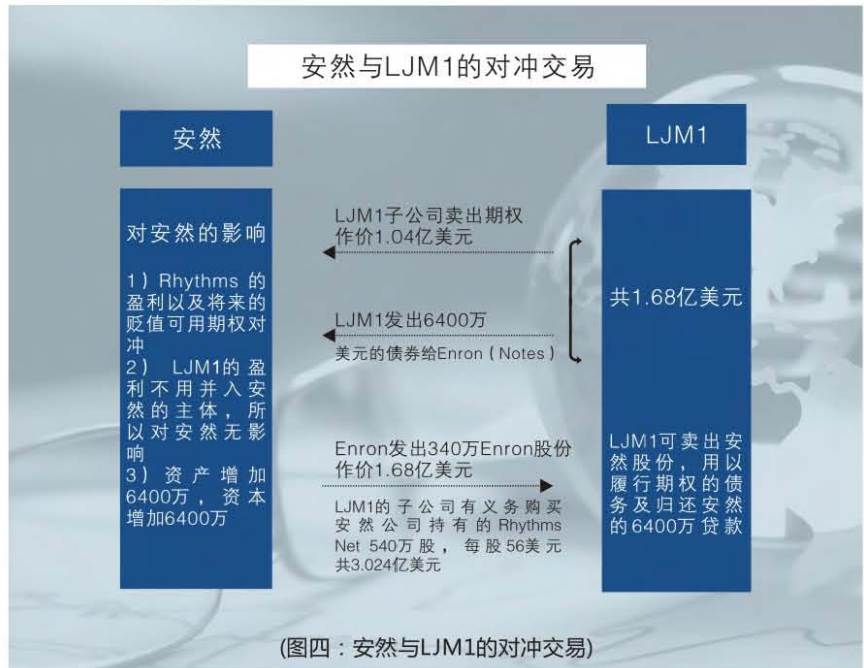
很好的问题。是的，安然之所以要成立不同的SPE，其目的就是为了提供会计上的对冲交易，以此来对冲 Rhythms Net Connection Inc. Rhythms(简称“Rhythms”，详情见下文) 贬值所带来的损失。

以Rhythms Net Connection为例

1998年，安然收购了Rhythms (以互联网为主业的上市公司) 1000万美元的股份。到1999年，这些股份的股价上升至3亿美元，翻了30倍。对此，安然按照市值计价方法的会计方法 (Mark-to-Market Method of Accounting)，将此增值合并入财务报表，让财报看起来非常诱人。

但安然担心Rhythms 会出现贬值并被要求合并财务报表并予以披露，于是在1999年安然便实施了一个和LJM1及其子公司的所谓对冲交易，以此来抵消财务报表上可能出现的亏损。

为实现该对冲交易，安然购买了LJM1子公司的卖出期权，即LJM1 Swap Sub, LP (简称“Swap Sub”)，该交易价值1.04亿美元。此卖出期权规定，Swap Sub有义务购买由安然公司持有的RhythmsNet共计540万股，每股



价格为56美元，总计3.024亿美元。同时LJM1向安然发出6400万元的美元债券(Note)。

作为对卖出期权和LJM1 共计6400万美元债券的交换，安然将其股份共计340万股转让给LJM1，并以此作为LJM1在对冲交易中履行义务的信用担保。此时，这340万价值2.76亿美元，但参与各方对其进行了打折，以1.68亿美元的价格转让给了LJM1，因为安然禁止LJM1在四年内出售这些股份。

这类财务上的安排表面看来并无不妥，安然购买了LJM1子公司的卖出期权，该子公司是用来保护安然免受

Rhythms贬值所带来的会计风险。于是安然与LJM1之间便形成了一种对冲的关系。

在不同情况下，对冲的含义不同。如果从正常的角度看，对冲交易通常被认定为用作管理价格波动、汇率波动、利率活动或其他常规交易风险的一种交易。但如果从财务会计的角度看，一项对冲交易则往往被认定为衍生品，比如公允价值变化、现金流披露、外国实体净投资价值变化等。

对冲交易通常包含和值得信任第三方的合约协议 (Contractual Arrangements)，而第三方一般拥有



足够的资金以确保其相投对冲方的权利和义务。对冲可能会受到一系列机制的影响，包括远期合同的使用、卖出期权和买空、名义本金合同（如掉期、利率上限期权、利率下限期权）等。

在LJM1的项目中，安然考虑的是通过对冲交易保护其自身免受公开股票市场投资组合市值的缩水。如果LJM1等特殊目的实体在对冲交易中出现亏损，由于这些特殊目的实体并不会被合并进入财务报表且这些特殊目的实体的资产与自身债务等价，因此，安然不必就相关亏损进行报告。

但安然董事的调查报告，对此有详尽的批评。

对冲交易

安然与LJM1实体企业的首次“对冲”交易发生在1999年6月份。此次交易获得董事会批准。与此同时，董事会也同意了CFO 法斯托参与LJM1实体的运作。对冲的基本概念是一个信誉卓著的第三方准备好以某一价格承担某项投资的经济风险。如果后续的投资值逐渐减少，将由第三方承担相应的损失。安然的对冲交易与此大相径庭。安然的手法是将自己公司的股票转移给一个特殊目的实体（SPE），以此换得一张债券。

由CFO 法斯托重点参与的LJM1，其主体的创立目的：是通过提供外部股权而使得别的SPE达到不入财务报表的目的。SPE有意承担Rhythms的股价可能会下跌的风险。其目的是对冲(抵消)安然公司所持有的Rhythms股票带来的损失，一旦Rhythms的股价下跌，这样的安排能够使安然的损失被抵消。如果需要SPE向安然履行对Rhythms的期权，SPE将会通过出售安然的股权来支付。

2000年和2001年期间发生的其他对冲交易主要参与公司是叫“Raptor”的一系列特殊目的实体。这些交易是在早前Rhythms交易的基础上发展起来的，其交易结构异常复杂。这些SPE主要是以安然公司自己的股权为资金（或是以安然公司股票交割单为内容的合约）。这些公司买下安然公司的部分股票之后就可以“对冲”安然的一系列商业投资，以抵消安然公司在这些投资中的损失。LJM2 SPE就针对Raptor系列实体公司不入财务报表而提供了外部股权。

出售资产和对冲交易引发了各种问题，如下所示：

(1) 会计和财务报告问题

尽管安达信已经批准了相关交易，所谓“对冲”交易中却不存在实



质的经济风险转移。交易看上去像是经济对冲，实际上只是“会计”对冲，即账目对冲。其目的是在安然公司的季度和年度收入报告中对冲安然商业投资的收益和损失，从而绕过会计准则。但经济实况则是，安然从未在这些抵消交易中转嫁过任何风险。因为SPE所支付安然公司的对价原本就是安然提供给这些SPE的。

在一段时间内，安然使用这种策略或能成功地避免承付损失。1999年，从Rhythms交易中，安然公司确认了9500万美元的税后收入。其收入足够抵消在Rhythms交易中的损失。在2000年的后两季，借助与Raptor SPE的衍生交易，安然确认了5亿美元的收入，此举抵消了安然商业投资之中的损失，其税前收入额为5.32亿美元（包含净利息收益）。2000年后两季，安然所申报的税前收入额共计6.5亿美元。从与Raptor系列实体公司交易中的获利占总收入的80%以上。

从经济角度看，用安然的商业投资和安然公司的股本对冲的想法存在严重的缺陷。如果所投资的股价与安然的股本价值同时下跌，则SPE将会难以达成其使命，所精心策划的“对冲”也将难以实现。这个重要缺陷却恰恰在2000年后期和2001年早期发生了。在一系列的Raptor SPE中有2家实体公司无力支付安然的投资损失作为“对冲”。因此，2001年3月

下旬，为了弥补SPE的无力偿债的缺陷，安然公司必须对5亿美元的收入进行税前调整。

遇到此困境后，安然并未承担损失，而是调整了Raptor SPE的结构。具体方法是在季度结束前，转移了价值逾8亿美元的合同给实体公司。合同的内容为授权SPE接受安然公司的股权。这次交易显然并未透露给董事会，也未经过董事会授权。这笔交易涉及在等价不足的情况下安然转交了大量的股权给第三方。这样的做法似乎也不合主导的会计准则（US GAAP），但是却让安然在商业投资过程中继续隐藏实际损失。

然而，在一个趋于疲软的市场中，安然仅依靠自己的股本苦苦支撑着，再多的弥补措施也不能避免难以抵消损失的结果。在2001年，随着安然公司商业投资价值的持续下跌，Raptor SPE中的信贷问题已经让安然内部难以消化了。于是，截至2001年9月份，SPE正式解体了。因此，2001年10月16日，突然出现对要求5.44亿美元税后收入承付的问题。另外，安然的股东股权价值缩水12亿美元。虽然说股权价值下跌主要是由2000年至2001年早期的会计问题导致的，对于表面收入的兑现问题则完全是由安然对冲自己的投资造成的。安然自创的对冲交易对象是其自己，而非具有信誉的交易对应方。

(2)入表问题

除了利用安然股本隐藏商业投资损失和滥用会计准则，Rhythms的交易同样是关于SPE的股权问题。2001年，安然和安达信的结论认为另一个SPE交易实体CHEWCO¹缺乏承担风险的外部股权，因而满足不入表的要求。同时，LJM1实体也被同样认定。在近期的国会公证中，安达信的首席执行官解释认为安达信的做法仅仅是基于其认为LJM1实体已经满足不入表的要求了（估计也是以此向安然提出了同样建议）。结果，2001年11月，安然集团宣布会重申其早前追溯至1999年起以后的财报。重申的财报中会增加LJM1的相关内容。这样，安然在1999年的报告中的净收入减少了9.5亿美元，2000年的净收入则减少了800万美元。

(3)自利交易问题

尽管集团内交易导致了安然滥用多种财务和会计报告的情况，但是对于CFO 法斯托和其他参与高管来说，则是非常有利可图的。在交易中LJM1实体的合伙人“以逸待劳”，毫无风险地获取巨额利润。CFO 法斯托和其他安然高层收取了不应收取的数以千万计的美元。这一切都是以安

¹另外一个SPE 交易实体



然集团为代价的。

在2000年，安然和LJM1（通过CFO 法斯托的联系）谈妥的终止Rhythms“对冲”项目的交易条款对于LJM1合伙人和投资人来说是极其有利的。LJM1的投资人离开时都怀揣着数千万美元。如果是公平交易，安然绝不会如此行事。此外，根据委员会的信息，CFO 法斯托曾主动发放巨额奖金给Koppe²和其他四位安然员工。在一个名为Southampton Place的公司中，许多投资都回报丰厚。CFO 法斯托在投入2.5万美元的两个月左右，通过其家庭信托基金收获了450万美元。另两位员工分别投入5,800美元则在同一时段各获利100万美元。没有证据显示CFO 法斯托或任何相关的员工符合安然公司行为准则中关于“投资批准”的要求。Koppe和其他获取巨利的安然雇员都在2000年参与了安然和LJM1 SPE的交易。

2001年12月16日，安然公司发表声明表示：在与LJM2的交易中，安然须支付5.4亿美元的税收费用；与此同时，由于该交易安然公司的总股本相应减少12亿美元。LJM2是一家由安然公司首席财务官法斯托负责管理的合伙制企业。

不到一个月，安然再次发表声明表示：安然公司将调整其1999年至2001年会计年度的财务报表，因为安

然与法斯托管理的数家合伙制企业所开展的交易存在会计错误，包括LJM1、LJM2、Chewco等。

安然公司的这一系列会计声明重挫了市场信心和投资者对安然的信任。不到一个月，安然公司便申请破产保护了！

宏 杰 观 察

安然事件之后，特殊目的实体(SPE)被公众视为逃避税收和会计监管的工具。客观来说，SPE并非都是作假的帮凶，这些实体原本是发起人用来分散或转移风险、降低融资成本以及合法避税的工具，但由于会计处理上存在着漏洞(尤其是没能纳入发起人的合并报表)，这些实体才逐渐成为某些企业进行表外融资、隐藏债务的秘密武器。

由于SPE的权益投资比较低，这些实体不能根据一般的合并理论，在表决权资本的基础上予以合并。长期以来，SPE的合并问题就成为困扰准则制定机构的一大难题。2001年受安然事件的影响，原先由于压力而在2000年停止研究的SPE合并问题又提上了美国财务会计准则委员会(FASB)的日程。

²安然的一个高级财务人员