

安然给“中概股”的启示

时 至今日，安然事件的影响尚未完全结束。

安然事件之后，SPE被公众视为逃避税收和会计监管的工具。我想，本文的读者一定都知道：如果SPE使用得当，它是可以用来分散或转移风险、降低融资成本以及合法避税的工具。但安然公司钻了US GAAP的漏洞（详见本期杂志相关文章 - 尤其是SPE无需合并入报告主体的合并报表），这些实体才逐渐成为安然进行表外融资、隐藏债务的秘密武器。

由于技术方面的原因，对于FASB而言，将SPE合并入报告主体一直都是一大难题。（详情请见本期杂志相关文章）简单地说，由于安然大量采用了LLC架构，这些LLC类似于合伙制，其资金总额并不等同于表

决权，因此，这些SPE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。

2001年受安然事件的影响，FASB经过近两年的努力，于2003年1月颁布了第46号解释函(FIN 46)“可变利益实体的合并”(Consolidation of Variable Interest Entities)，对会计程序委员会(CAP)的第51号会计研究公报 (Accounting Research Bulletin 51, 简称“ARB 51”)“合并财务报表”重新作出了解释，解决了可变利益实体(VIE)的合并问题。





如何界定VIE非常具有技术性也很复杂，这并非我们本期杂志所要探讨的关键所在。无论从哪个角度来界定，VIE都包含了安然事件中所广泛采用的SPE。正因为如此，FASB随即要求报告主体将VIE纳入合并范围。但是FASB不曾想到的是，数年之后，这一会计准则的调整却为万里之外中国企业的海外上市打开了一扇特殊的门。有一点可以肯定的是，如果没有VIE的应用，中国不会诞生像新浪、百度、阿里巴巴等这样的互联网巨头，而我们的生活也会大不同。

具有讽刺意味的是，赴美上市的中国企业，他们大多是通过协议控制中国内地运营实体（China Local Operating Units，简称“CLOU”），且需要将中国内地运营实体合并入上市公司这一报告主体。正是因为FIN 46号的规管，中国内地运营实体被强制要求并入美国上市主体才得以成为可能并具有合法性。

VIE该何去何从？

正是因为通过VIE结构在美国上市合法且可行，很多中国限制类企业，比如互联网企业、高科技企业都通过这种方式在美国融资或上市。2011年夏天中国互联网江湖颇受业界关注的“支付宝之争”，不仅把阿里巴巴和雅虎之间的股权之争拉到聚光

灯下，更是把VIE模式所存在的风险从招股书上的白纸黑字演绎成了“真金白银”。

经历几个月的风风雨雨，最后阿里巴巴和雅虎、软银达成了协议——即，支付宝的控股公司承诺在上市时予以阿里巴巴集团一次性的现金回报。回报额为支付宝在上市时总市值的37.5%（以IPO价为准），回报额将不低于20亿美元且不超过60亿美元。

针对支付宝风波，中国内部和国际投资者都非常关注。对国际PE而言，他们认为马云的行为违背企业诚信和契约精神，通过VIE控制的中国公司权益面临巨大风险。此外，著名媒体人胡舒立也对此提出质疑，引发社会强烈反应。

马云的支持者则认为VIE协议不能确保支付宝安全取得第三方支付牌照，因此，马云将支付宝收回有利于企业降低风险，何况支付宝已经为此支付了巨额赔偿。

也许是受支付宝风波的影响，中国政府对互联网管理态度开始了从模糊到明确的转变。2011年9月1日刚刚生效的《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》（2011年“53号文”），对信托、代持、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制（包括VIE）、境外交易等予以了明确的规管，更是引发外商投资限制类企业和境外PE的焦虑和不安。

目前利用VIE结构在海外上市的常见行业有：互联网、教育、电信服务等。经查《安全审查行业表》，“电信和其它信息传输服务业”需要审查，根据《国民经济行业分类》，“电信和其它信息传输服务业”项下包含了“互联网信息服务”、“电信服务”，所以并购安全审查规定对采用VIE结构海外上市的互联网、电信服务行业会产生较大影响，对教育类行业不会造成影响。

会计信息披露

尽管中国正在努力实现中国企业会计准则与IFRS趋同，并且已经在香港、欧盟等地取得认可。但2011年以来，一些在海外上市的中资企业所面临的会计行为审查以及欺诈指控日益增加。受会计违规和其它不当行为指控影响，数支在美国、加拿大和香港上市的中资企业股票被停牌。

正因为美国IFRS严格的财务报告制度，使得一些涂脂抹粉的中国概念股被一些做空机构（比如浑水公司）和诉讼律师集体“猎杀”，不仅使得股价大跌，更使一些在美上市中概股被除牌或退至粉单市场。

为了加强对中概股会计信息披露的力度，美国PCAOB的调查人员对负责审计在美上市公司账目的公司进



方块知识八

商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定

来源：商务部 外资司 2011-08-26

【发布单位】中华人民共和国商务部

【发布文号】公告2011年第53号

【发布日期】2011-08-25

第一条 外国投资者并购境内企业，属于《国务院办公厅关于建立外国投资者并购境内企业安全审查制度的通知》明确的并购安全审查范围的，外国投资者应向商务部提出并购安全审查申请。

两个或者两个以上外国投资者共同并购的，可以共同或确定一个外国投资者(以下简称申请人)向商务部提出并购安全审查申请。

.....

第九条 对于外国投资者并购境内企业，应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围；外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查，包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。

.....

第十二条 本规定自2011年9月1日起实施。

行常规评估，以评判这些公司的表现并确保其遵守审计标准。

与此同时，PCAOB正在与中国证监会、财政部就“跨境审计监管合作问题”展开讨论和谈判，双方同意加强对中国审计公司的调查与监管。

今后，双方将针对互派观察员、观察对方监管机构实施会计师事务所检查等工作进行探讨，中国企业赴美上市的审计工作变得更加严格。

结论

很多事情，要隔着时间和空间才能跳脱出事件本身，看清楚它真正的面目和深远影响。的确，安然事件导致了自身和安达信的倒塌，它和“9·11事件”一样重创了美国人对世界和经济的信心，并促使美国修订会计准则并藉由萨班斯法案对上市公司提出了更高的要求。

当2011年9月11日来临时，世界各地的媒体不吝惜笔墨和版面对此予以了大张旗鼓的报道。比如，Financial Times、Wall Street Journal 等世界性媒体都推出了“9·11十年祭”的专题报道。但似乎并没有多少人回过头去重新审视安然事件及其对全球商业的影响。

当置身于美国国债危机可能导致世界经济二次探底而美国希望分享中国经济高速增长的成果这一大环境下，我们不难看出：

其实，从某种意义上来说，即使时隔十年，安然事件仍在对中概股产生着诸如会计信息披露、SPE和VIE使用等方面的影响。如果世界经济是辆从快车道即将驶入慢车道的汽车，那么，在向左拐和向右拐的当口，也许，是时候让我们以安然为鉴，在拐弯的时候更好地做到不超车、不出轨、不撞车……

从2001年到2011年，安然破产事件已经过去了十年，但它给予我们的启示仍然充满价值。正如2005年奥

斯卡获奖记录片《屋内聪明人》（The Smartest Guys in the Room）中安然高管Jeff Skilling所说的那样：At least when the Titanic went down, the lights were on……

当企业特别是上市企业面临股价压力、税务监管和会计准则时，你是否已经找到引领企业发展的那一缕亮光并做好充分准备，从而避免像安然或泰坦尼克号一样触礁，甚至沉没？

做个“真正”的聪明人，还只是做一个“屋内”的聪明人？这是一个值得思考的问题。

……

The Smartest Guys in the Room