

十年回顾：从这里读懂安然

站 在2011年的今天，让我们回头看十年前的2001年。那时，二十一世纪的第一个十年刚刚过去，旧的开始落幕，新的还没到来。未来是什么样？没有人能够回答。因为，一切都充满了不确定性：

2001年，以.com为标志的互联网泡沫从美国发端，席卷全球，大批.com公司遭遇“寒冬”，互联网时代的第一次创业面临大考，只有极少蛰伏最深的网络公司等来了春天。

同样是在2001年，9月11日这一天，象征美国光荣与梦想的世贸中心双子塔在全世界的注视中轰然倒塌，震惊整个世界。

屋漏偏逢连夜雨。也是在2001年，美国的经济领域“不甘落后”地爆出了惊天丑闻——财富500强排名第7的安然公司财务欺诈，并于12月2日向法院申请破产保护……



安然的商业模式

要了解安然事件，首先，你必须了解它的商业模式。

1985年，Internorth 和Houston Natural Gas合并了，这就是后来声名鹊起的安然公司。当时的安然是一家天然气管道公司，主营天然气输送业务，其具体的业务运营模式是先从生产商那里购买天然气，然后销售给消费者。

20世纪80年代是一个快速变化的年代，作为传统行业的天然气行业面临着很多的不确定性，价格也起伏不定、波动剧烈。因此，无论是天然气生产商还是天然气管道公司，他们都希望能够建立起长期的价格合约，从而确保价格相对稳定、降低运营风险。

正是在这样的背景下，安然公司穷则思“变”，开始改变商业模式，由天然气管道公司一跃而成为美国乃至全球最大的天然气交易平台。经过十几年的发展壮大，到2001年，安然公司已经跻身世界财富500强行列，并登上了No.7的宝座，成为众多企业艳羡的对象。

对于天然气这样的大宗商品而言，倘若没有长期协议（期货协议）

便很难为客户提供一个相对稳定的价格。安然的领导层意识到这一点后，他们开始积极改变自己的商业模式，希望把安然从一家天然气管道公司转型为天然气中介平台。

事实上，安然公司的确做到了，而这一转变也由此成为安然发展史上的转折点。首先，他们开始从供应商那里大量购买短期合同，然后再以长期合同的方式卖给天然气管道公司。

买短卖长，庄家造市，赚取差价，稳定市场，本来这一个商业模式对安然来说是没有不妥的地方。但是后来发生了什么事使此模式变了质呢？

倒塌只在一瞬间

安然之所以会在关联交易和会计错误上出现如此悲剧的结果，这是由许多层面和许多人造成的：比如说，有瑕疵的想法，员工的个人修养，管理规划不足，实施力度不够，监督不到位，“简单和不那么简单”的会计错误，企业文化上过了头（以致于鼓励触碰底线）等。无论如何，我们考察下来认为：其实，上述种种中的很多，都可以而且应当避免。

——安然集团董事会特别调查委员会调查报告之结论段

触目惊心！以上的批评并不是法庭式评论员对安然的批评，而是安然董事会事后对自己公司的自我批判。曾几何时，在整个商业世界看来，安然公司如此成功的华丽转身简直堪称奇迹。美国《财富》杂志曾将安然公司誉为“全美最具创新能力的公司”。给予安然公司如此高评价的不止是《财富》杂志，很多人都将安然视作一家非常卓越的公司。一度，安然公司的股价曾高达每股90美元，公司总市值达到600亿美元。

但2001年10月16日，全世界对安然公司的态度来了个180度大逆转。

之所以会如此，主要是因为安然表面上“一直盈利”，但是，根据第三季度提交的财务报告，安然的“净亏损”总额（Net Loss）为6.18亿美元。安然的财务报表附注并没有对此作出详细说明。有证据证明，这大额耗损来自于集团内部交易。

对此，投资者作出了强烈的市场反应：他们对安然公司的运营状况非常质疑，并且用手中的股票进行了“投票”——数周内，安然公司股价暴跌至每股25美元，连股价最高时的三分之一都不到。

投资者不信任加剧和股票缩水充分证明了信任之于上市公司的重要性。一旦投资者不再信任安然及安然



公司的会计账目，他们很快就抛弃了安然，把钱投向了别处。在接下来的12月，安然公司向纽约破产法院申请破产保护，昔日的巨人公司轰然倒塌。

不得不提的两大诱因

任何一家大企业的衰落和兴起一样，都是一个复杂的过程，牵涉到方方面面，很难一言以蔽之。同样地，安然会计丑闻也非常复杂。总的来说，安然之所以会瞬间灰飞烟灭，主要有四大要因，包括：

1) 安然的能源交易平台生意

赚钱快，但是风险较大，当全球经济走入衰退，能源价下跌，安然交易平台交易量自然减少，安然也不能继续保持其收入。

2) 安然大量使用高风险的金融工具。

3) 安然大量举债以求发展。

4) 通过财务工具，掩饰负债、损失和虚增利润。

而本期季刊，我们将集中探讨第四点：安然如何通过财务工具来掩饰负债损失和虚增利润以达到其目的？主要包括：

1) 特殊目的实体 (Special

Purpose Entities, 简称“SPE”);

2) 表外负债 (Off-Balance-Sheet Debt)。

特殊目的实体 (Special Purpose Entities)

特殊目的实体 (SPE)，指那些用来帮助集团主体机构的营商实体，在亚洲，BVI公司就是最常用的SPE，但在美国有限责任合伙 (LLP) 则更为常用。例如，某企业集团，拥有其旗下众多的土地、房地产、专利、合约，个别SPE甚至可以将利益及债务分割。

全球很多企业都是这样操作的，当然包括那些财富500强的企业，安然公司也不例外。对于安然而言，在使用SPE上的问题在于：集中通过特殊目的实体刺激利润、隐藏损失。

安然公司在全球范围内成立了3000多家SPE，其中活跃的有250多家。这些SPE分布广泛、架构复杂，被主要用于处理那些非公平交易 (Arm's Length Transaction或称为非对等交易)。安然将SPE的使用发挥到了极致，以此来粉饰安然母公司的财务状况。安然用的方法很简单，例如说，一个交易的价值只有50美元，通过与SPE交易，安然“赚”了80美元，SPE自然“损失”



了30美元。你可能会说，哪有这样的交易？人家会同意吗？问题就在这里：第一，SPE是由安然成立的，所以是“非公平交易”；第二，安然利用会计上的漏洞，隐藏了SPE的损失；第三，一般安然的雇员，因安排这些交易，从中获巨利。

表外负债 (Off-Balance-Sheet Debt)

除了SPE，安然还利用了一个会计规则上的漏洞——表外负债。表外负债是与表内负债相对应的一个概念，它主要是指那些已经成为或有可能成为公司的负债，但按照现行的会计准则和制度规定以及受其它因素的

影响而未能或不需要在公司资产负债表中得到反映的负债。从其内容上看，它主要包括表外筹资和不确定性负债。例如，担保（Guarantee）出售带追索权的应收账款（Sales Of Receivable With Resources）。

绝大多数公司表外负债行为的发生是企业从事经营活动的自然结果，是当前的法律法规所允许的。即使没有明文规定，但至少也是没有明确规定禁止的。正是借用了法律上的这一规定“空白”，安然公司通过“表外负债”漏洞的区隔，可以产生很多“形式上”的收入，而这些形式上的收入远远大于实际收入。

比如，一方面，安然公司高管源源不断地从投资者那里大量募集资

金，另一方面，通过表外负债和对损益表的有倾向性解读，安然公司持续营造出一个财务状况良好的假象。正是受安然财务状况良好的假象所迷惑，更多的投资者将资金投给安然，以希望从安然的辉煌业绩中分一杯羹……如此循环往复，形成了“看上去很美”、流动性很高、投资回报率很可观但却非常脆弱的虚假繁荣。

稍后，在这里《是什么让安然无法“无恙”？》一文中，我们将与你详细分享。



(图二：安然股价走势 2001.11.01-2001.12.03)



方块知识一

表外负债 (Off-Balance-Sheet Debt)

来源：《公司会计治理的新视角——表外负债研究》

公司表外负债是与公司表内负债相对应的一个概念，它主要是指那些已经成为或有可能成为公司的负债，但按照现行的会计准则和制度规定以及受其它因素的影响而未能在公司资产负债表中得到反映的负债。从其内容上看，它主要包括表外筹资和不确定性负债。从其范围上看，可以说除了在三大会计主表以外的其他媒介中披露的负债都是表外负债，具体地说，就是应该在财务报表附注和其他财务报告中披露的负债。

不管表外负债如何定义，但有两点是可以肯定的。第一，公司表外负债的行为并不都是蓄意违法的结果，绝大多数表外负债是当前的法律法规所允许的，即使没有明文规定，但至少也是没有明确规定禁止的。第二，绝大多数公司表外负债行为的发生是企业从事经营活动的自然结果。表外负债具有以下特征：

1.表外负债确认方面的特征

公司表外负债和表内负债相比，一个最大的特点就是它发生的不确定性，特别是它的结果具有不确定性。正因为这样，表外负债的确认就不像表内负债那样容易和清晰，也因此最终导致其内容的不确定性增大。

2.表外负债计量方面的特征

表外负债由于受到许多条件的限制，导致它在计量方面具有极大的不确定性，也就是其金额更多的需要进行估计。除此之外，这种不确定性一方面表现在计量手段的不确定性，即它除了用货币进行计量外，还可以用非货币的手段进行计量；另一方面，表外负债的许多指标除了财务指标外，还有一些非财务指标。所以说表外负债在计量方面处处充满了不确定性。

3.表外负债披露方面的特征

(1) 表外负债可以把非货币化或非数量化会计信息纳入披露范围。

(2) 表外负债披露由于没有固定的媒介、固定的格式、固定的项目和固定的填列方法，因而可以反映企业发生的特殊经济业务。

(3) 表外负债反映的会计信息着重在揭示未来将会发生的信息，它更多的是要遵循现实成本原则，所以它能反映负债主体和经济环境发生变动等复杂情况下的会计信息。

正是由于表外负债在其确认、计量和披露方面复杂性和不确定性，使得企业可以将本应属于表内之负债通过漏洞成为表外负债，如此一来，便造成了一种“财务状况如此良好”的假象，而假象背后却是“金玉其外，败絮其中”的亏损连连。

当然，正如上文中提到的，绝大多数公司表外负债行为的发生是企业从事经营活动的自然结果，表外负债本身只是一个中性的客观存在，而企业在这块灰色地带中如何进行具体营商，又是否能在法律、机关和群众的监督下永续发展，则有赖于企业进行自我审视和规划了。



安然公司的“罪与罚”

2001年12月2日，安然公司被迫根据《美国破产法》第十一章规定向纽约破产法院申请破产保护，这成为美国历史上最大的一起破产案。在其申请破产后，美国司法部、美国国会的四个委员会、美国证券交易委员会、劳工部分别对安然展开调查。

2002年7月7日，美国参议院调查委员会发布的调查报告声称：是安然公司董事会对公司人员监管不力并弄虚作假，最终导致了安然公司的破产。

如同一头过度虚胖的大象，安然公司因为破产而倒下。它重重的身子砸在地上，轰然一声，砸死了蚂蚁无数……

毋庸置疑，那些投资安然的机构和个人就是被安然砸的遍体鳞伤的小蚂蚁，他们因为安然破产而被殃及池鱼、损失惨重。其实，机构投资者实在不能算是“小蚂蚁”，比如J.P. 摩根和花旗银行，他们损失了数十亿美元。

安然大肆从信托公司和雇员那里获得大笔资金，并投向了各种项目、养老基金、股票期权、储蓄计划等。一系列的不当投资，让信托公司和雇员的损失高达20亿美元。很多雇员

退休后的养老计划像美丽的肥皂泡一样破灭了。甚至到了五年后的2006年12月28日，俄亥俄州仍然在向法院提起诉讼，要求安然、花旗银行、JP摩根大通和其它被告支付退休金。

社会公众对安然事件的负面影响批评者众，纷纷向美国国会施压，最终使得国会通过了萨班斯-奥克斯利法案（The Sarbanes-Oxley Act），该法案改变了美国会计准则，将对企业的会计管理、内部控制、风险控制等提高到了前所未有的严格程度。

安然事件被认为是美国历史上最大的丑闻之一。它的影响远远超出了经济的范畴，很多历史学家、经济学家都将安然事件作为白领犯罪（White Collar Crime）的经典案例而加以研究。即使到今天，安然事件的影响仍在继续。



（Enron公司）



宏杰观察

虽然我们不想用“自作孽、不可活”这样的话来评论安然丑闻，但某种意义上，正是由于安然“Show Me The Money”这种急功近利的价值导向才将如此大一家行业巨擘推入破产的深渊。

除了道德上的指摘，安然真的做错了吗？是什么把行业翘楚的安然公司推入深渊？从法律和会计角度考虑，安然是如何把SPEs和表外负债做到极致，以致于“物极必反”？……

金融工具无善恶之分，使用SPE与表外负债并非犯法，问题是生意有起有落，管理人不能面对耗损的事实，反而利用各种金融工具“美白”、“掩饰”，这才是大罪。写到这里，我们又不得不想起乔布斯了！

对于纠结于“做大”还是“做强”的中国企业，一方面企业发展迅速，纷纷寻求各种融资渠道（比如上市）；另一方面，企业自身的会计治理和信息披露还远未完善。

2011年以来，通过反向收购在美国上市的中国概念股在会计处理、信息披露和股东压力下更是暴露出来了一系列问题。也许，中国企业可以以安然为鉴，反观自身，练好内功，只有这样才能在全球资本市场上真正做到长袖善舞，而非“出师未捷身先死”。





方块知识二

会计操作可能是MF Global垮台祸首之一

来源：路透中文网 2011年11月03日

据路透社11月1日消息，全球首屈一指的大宗商品与衍生品经纪商MF Global周一申请破产保护，这是美国历史上第7大破产案，破产时市值为410.5亿美元，而十年前破产的安然公司则名列第5，当时市值613.9亿美元。之所以会瞬间坍塌，除了与其投资欧洲主权债的战略决策有关，更是被外界批评为“会计操作可能是MF Global垮台祸首之一”！



MF Global的会计入账方式存在一些问题。实际上在MF Global销售当时就已认列了收益(或亏损)，公司的主权债保险并未反映在其风险值评估当中。在他们所提交的文件当中指出，为了会计目的，这些交易被登录为销售，因此这些资产与负债就被挪出了MF Global的资产负债表，即使该公司仍担负着发债方可能违约的风险。

还有一份标题为“表外业务安排和风险”的文件，更能反映出此次事件的核心问题。文中称“截至2011年3月31日，买入附卖回协议的证券和卖出附买回协议的证券金额分别为14.957亿美元和145.203亿美元，均为合约价值，且未经认列(de-recognized)”。 “未经认列”意味着转移至资产负债表外。由于该公司的债务牵涉到欧洲主权债务，且交易规模巨大，显然担忧可能部分源于会计方法不当，而没有披露信息则肯定是众人疑虑所在。

截止到10月24日周一盘初，MF Global的股价已经从10美元高位下挫了62%，且被穆迪和三家评级机构下调了债信评等或至垃圾级。MF Global按照美国金融业监管(FINRA)要求公布63亿美元仓位，以及9月当季亏损近2亿美元——其中很大一部分是由于该公司削减1.194亿美元的递延税项资产，多位会计师表示，这是该公司很难在短期内恢复丰厚获利的迹象。降级事件消耗了公司的现金，让外界发现资金去向不明，潜在买家对核心业务的态度呈现保留……

会计操作的不当，导致信息透明度降低或扭曲，从而导致外界(评级机构、投资者、买家等利益有相关方)对MF Global产生了怀疑，而怀疑则意味着其企业信用被透支，从而引发最终的破产结局。这一切都和安然公司通过表外负债、虚增利润何其相似，而二者的结局也是如出一辙——破产！

杜牧在著名的《阿房宫赋》中写道：秦人不暇自哀，而后人哀之；后人哀之而不鉴之，亦使后人而复哀后人也。前车之鉴，后人无视而重蹈覆辙者从来都不少见，安然因为会计操作不当而“坍塌”破产的教训已然在前，但商业界未能引以为戒者仍前仆后继，让人不胜唏嘘。比如，MF Global……