

# 安然給“中概股”的啓示

**時** 至今日，安然事件的影響尚未完全結束。

安然事件之後，SPE被公眾視為逃避稅收和會計監管的工具。我想，本文的讀者一定都知道：如果SPE使用得當，它將是可以用來分散或轉移風險、降低融資成本以及合法避稅的工具。但安然公司鑽了US GAAP的漏洞（詳見本期雜誌相關文章－尤其是SPE無需合并入報告主體的合并報表），這些實體才逐漸成為安然進行表外融資、隱藏債務的秘密武器。

由于技術方面的原因，對於FASB而言，將SPE合并入報告主體一直都是一大難題。（詳情請見本期雜誌相關文章）簡單地說，由于安然大量採用了LLC架構，這些LLC類似于合伙制，其資金總額并不等同于表

決權，因此，這些SPE不能根據一般的合并理論，在表決權資本的基礎上予以合并。

2001年受安然事件的影響，FASB經過近兩年的努力，于2003年1月頒布了第46號解釋函(FIN 46)“可變利益實體的合并”(Consolidation of Variable Interest Entities)，對會計程序委員會(CAP)的第51號會計研究公報(Accounting Research Bulletin 51，簡稱“ARB 51”)“合并財務報表”重新作出了解釋，解決了可變利益實體(VIE)的合并問題。







如何界定VIE非常具有技術性也很復雜，這并非我們本期雜誌所要探討的關鍵所在。無論從哪個角度來界定，VIE都包含了安然事件中所廣泛採用的SPE。正因為如此，FASB隨即要求報告主體將VIE納入合并範圍。但是FASB不曾想到的是，數年之後，這一會計準則的調整却為萬裏之外中國企業的海外上市打開了一扇特殊的門。有一點可以肯定的是，如果沒有VIE的應用，中國不會誕生像新浪、百度、阿裏巴巴等這樣的互聯網巨頭，而我們的生活也會大不同。

具有諷刺意味的是，赴美上市的中國企業，他們大多是通過協議控制中國內地運營實體（China Local Operating Units，簡稱“CLOU”），且需要將中國內地運營實體合并入上市公司這一報告主體。正是因為FIN 46號的規管，中國內地運營實體被強制要求并入美國上市主體才得以成為可能并具有合法性。

### VIE該何去何從？

正是因為通過VIE結構在美國上市合法且可行，很多中國限制類企業，比如互聯網企業、高科技企業都通過這種方式在美國融資或上市。2011年夏天中國互聯網江湖頗受業界關注的“支付寶之爭”，不僅把阿裏巴巴和雅虎之間的股權之爭拉到聚光

燈下，更是把VIE模式所存在的風險從招股書上的白紙黑字演繹成了“真金白銀”。

經歷幾個月的風風雨雨，最後阿裏巴巴和雅虎、軟銀達成了協議——即，支付寶的控股公司承諾在上市時予以阿裏巴巴集團一次性的現金回報。回報額為支付寶在上市時總市值的37.5%（以IPO價為準），回報額將不低於20億美元且不超過60億美元。

針對支付寶風波，中國內部和國際投資者都非常關注。對國際PE而言，他們認為馬雲的行為違背企業誠信和契約精神，通過VIE控制的中國公司權益面臨巨大風險。此外，著名媒體人胡舒立也對此提出質疑，引發社會強烈反應。

馬雲的支持者則認為VIE協議不能確保支付寶安全取得第三方支付牌照，因此，馬雲將支付寶收回有利于企業降低風險，何況支付寶已經為此支付了巨額賠償。

也許是受支付寶風波的影響，中國政府對互聯網管理態度開始了從模糊到明確的轉變。2011年9月1日剛剛生效的《商務部實施外國投資者并購境內企業安全審查制度的規定》（2011年“53號文”），對信托、代持、多層次再投資、租賃、貸款、協議控制（包括VIE）、境外交易等予以了明確的規管，更是引發外商投資限制類企業和境外PE的焦慮和不安。

目前利用VIE結構在海外上市的常見行業有：互聯網、教育、電信服務等。經查《安全審查行業表》，“電信和其它信息傳輸服務業”需要審查，根據《國民經濟行業分類》，“電信和其它信息傳輸服務業”項下包含了“互聯網信息服務”、“電信服務”，所以并購安全審查規定對採用VIE結構海外上市的互聯網、電信服務行業會產生較大影響，對教育類行業不會造成影響。

### 會計信息披露

盡管中國正在努力實現中國企業會計準則與IFRS趨同，並且已經在香港、歐盟等地取得認可。但2011年以來，一些在海外上市的中資企業所面臨的會計行為審查以及欺詐指控日益增加。受會計違規和其它不當行為指控影響，數支在美國、加拿大和香港上市的中資企業股票被停牌。

正因為美國IFRS嚴格的財務報告制度，使得一些塗脂抹粉的中國概念股被一些做空機構（比如渾水公司）和訴訟律師集體“獵殺”，不僅使得股價大跌，更使一些在美上市中概股被除牌或退至粉單市場。

為了加強對中概股會計信息披露的力度，美國PCAOB的調查人員對負責審計在美上市公司賬目的公司進





## 方塊知識

## 商務部實施外國投資者并購境內企業安全審查制度的規定

來源：商務部 外資司 2011-08-26

【發布單位】中華人民共和國商務部

【發布文號】公告2011年第53號

【發布日期】2011-08-25

第一條 外國投資者并購境內企業，屬於《國務院辦公廳關於建立外國投資者并購境內企業安全審查制度的通知》明確的并購安全審查範圍的，外國投資者應向商務部提出并購安全審查申請。

兩個或者兩個以上外國投資者共同并購的，可以共同或確定一個外國投資者(以下簡稱申請人)向商務部提出并購安全審查申請。

.....

第九條 對於外國投資者并購境內企業，應從交易的實質內容和實際影響來判斷并購交易是否屬於并購安全審查的範圍；外國投資者不得以任何方式實質規避并購安全審查，包括但不限于代持、信托、多層次再投資、租賃、貸款、協議控制、境外交易等方式。

.....

第十二條 本規定自2011年9月1日起實施。

行常規評估，以評判這些公司的表現并確保其遵守審計標準。

與此同時，PCAOB正在與中國證監會、財政部就“跨境審計監管合作問題”展開討論和談判，雙方同意加強對中國審計公司的調查與監管。

今後，雙方將針對互派觀察員、觀察對方監管機構實施會計師事務所檢查等工作進行探討，中國企業赴美上市的審計工作變得更加嚴格。



## 結論

**很**多事情，要隔着時間和空間才能跳脫出事件本身，看清楚它真正的面目和深遠影響。的確，安然事件導致了自身和安達信的倒塌，它和“9•11事件”一樣重創了美國人對世界和經濟的信心，並促使美國修訂會計準則並藉由薩班斯法案對上市公司提出了更高的要求。

當2011年9月11日來臨時，世界各地的媒體不吝惜筆墨和版面對此予以了大張旗鼓的報道。比如，Financial Times、Wall Street Journal 等世界性媒體都推出了“9•11十年祭”的專題報道。但似乎並沒有多少人回過頭去重新審視安然事件及其對全球商業的影響。

當置身于美國國債危機可能導致世界經濟二次探底而美國希望分享中國經濟高速增長的成果這一大環境下，我們不難看出：

其實，從某種意義上來說，即使時隔十年，安然事件仍在對中概股產生着諸如會計信息披露、SPE和VIE使用等方面的影響。如果世界經濟是輛從快車道即將駛入慢車道的汽車，那麼，在向左拐和向右拐的當口，也許，是時候讓我們以安然為鑒，在拐彎的時候更好地做到不超車、不出軌、不撞車……

從2001年到2011年，安然破產事件已經過去了十年，但它給予我們的啓示仍然充滿價值。正如2005年奧

斯卡獲獎紀錄片《屋內聰明人》（The Smartest Guys in the Room）中安然高管Jeff Skilling所說的那樣：At least when the Titanic went down, the lights were on……

當企業特別是上市企業面臨股價壓力、稅務監管和會計準則時，你是否已經找到引領企業發展的那一縷亮光並做好充分準備，從而避免像安然或泰坦尼克號一樣觸礁，甚至沉沒？

做個“真正”的聰明人，還祇是做一個“屋內”的聰明人？這是一個值得思考的問題。

……

The Smartest Guys in the Room