

十年回顧：從這裏讀懂安然

站 在2011年的今天，讓我們回頭看十年前的2001年。那時，二十一世紀的第一個十年剛剛過去，舊的開始落幕，新的還沒到來。未來是什麼樣？沒有人能夠回答。因為，一切都充滿了不確定性：

2001年，以.com為標志的互聯網泡沫從美國發端，席卷全球，大批.com公司遭遇“寒冬”，互聯網時代的第一次創業面臨大考，祇有極少蟄伏最深的網絡公司等來了春天。

同樣是在2001年，9月11日這一天，象徵美國光榮與夢想的世貿中心雙子塔在全世界的注視中轟然倒塌，震驚整個世界。

屋漏偏逢連夜雨。也是在2001年，美國的經濟領域“不甘落後”地爆出了驚天醜聞——財富500強排名第7的安然公司財務欺詐，并于12月2日向法院申請破產保護……



安然的商業模式

要了解安然事件，首先，你必須了解它的商業模式。

1985年，Internorth 和Houston Natural Gas合并了，這就是後來聲名鵲起的安然公司。當時的安然是一家天然氣管道公司，主營天然氣輸送業務，其具體的業務運營模式是先從生產商那裏購買天然氣，然後銷售給消費者。

20世紀80年代是一個快速變化的年代，作為傳統行業的天然氣行業面臨着很多的不確定性，價格也起伏不定、波動劇烈。因此，無論是天然氣生產商還是天然氣管道公司，他們都希望能建立起長期的價格合約，從而確保價格相對穩定、降低運營風險。

正是在這樣的背景下，安然公司窮則思“變”，開始改變商業模式，由天然氣管道公司一躍而成爲美國乃至全球最大的天然氣交易平臺。經過十幾年的發展壯大，到2001年，安然公司已經躋身世界財富500強行列，并登上了No.7的寶座，成爲衆多企業艷羨的對象。

對於天然氣這樣的大宗商品而言，倘若沒有長期協議（期貨協議）便很難爲客戶提供一個相對穩定的價

格。安然的領導層意識到這一點後，他們開始積極改變自己的商業模式，希望把安然從一家天然氣管道公司轉型爲天然氣中介平臺。

事實上，安然公司的確做到了，而這一轉變也由此成爲安然發展史上的轉折點。首先，他們開始從供應商那裏大量購買短期合同，然後再以長期合同的方式賣給天然氣管道公司。

買短賣長，莊家造市，賺取差價，穩定市場，本來這一個商業模式對安然來說是有不妥的地方。但是後來發生了什麼事使此模式變了質呢？

倒塌祇在一瞬間

安然之所以會在關聯交易和會計錯誤上出現如此悲劇的結果，這是由許多層面和許多人造成的：比如說，有瑕疵的想法，員工的個人修養，管理規劃不足，實施力度不夠，監督不到位，“簡單和不那麼簡單”的會計錯誤，企業文化上過了頭（以致于鼓勵觸碰底線）等。無論如何，我們考察下來認爲：其實，上述種種中的很多，都可以而且應當避免。

——安然集團董事會特別調查委員會調查報告之結論段

觸目驚心！以上的批評並不是法庭式評論員對安然的批評，而是安然董事會事後對自己公司的自我批判。曾幾何時，在整個商業世界看來，安然公司如此成功的華麗轉身簡直堪稱奇迹。美國《財富》雜誌曾將安然公司譽爲“全美最具創新能力的公司”。給予安然公司如此高評價的不止是《財富》雜誌，很多人都將安然視作一家非常卓越的公司。一度，安然公司的股價曾高達每股90美元，公司總市值達到600億美元。

但2001年10月16日，全世界對安然公司的態度來了個180度大逆轉。

之所以會如此，主要是因爲安然表面上“一直盈利”，但是，根據第三季度提交的財務報告，安然的“淨虧損”總額（Net Loss）爲6.18億美元。安然的財務報表附注並沒有對此作出詳細說明。有證據證明，這大額耗損來自于集團內部交易。

對此，投資者作出了強烈的市場反應：他們對安然公司的運營狀況非常質疑，并且用手中的股票進行了“投票”——數周內，安然公司股價暴跌至每股25美元，連股價最高時的三分之一都不到。

投資者不信任加劇和股票縮水充分證明了信任之于上市公司的重要性。一旦投資者不再信任安然及安然的會計賬目，他們很快就拋棄了



安然，把錢投向了別處。在接下來的12月，安然公司向紐約破產法院申請破產保護，昔日的巨人公司轟然倒塌。

不得不提的兩大誘因

任何一家大企業的衰落和興起一樣，都是一個複雜的過程，牽涉到方方面面，很難一言以蔽之。同樣地，安然會計醜聞也非常複雜。總的來說，安然之所以會瞬間灰飛烟滅，主要有四大要因，包括：

1) 安然的能源交易平臺生意

賺錢快，但是風險較大，當全球經濟走入衰退，能源價下跌，安然交易平臺交易量自然減少，安然也不能繼續保持其收入。

2) 安然大量使用高風險的金融工具。

3) 安然大量舉債以求發展。

4) 通過財務工具，掩飾負債、損失和虛增利潤。

而本期季刊，我們將集中探討第四點：安然如何通過財務工具來掩飾負債損失和虛增利潤以達到其目的？主要包括：

1) 特殊目的實體 (Special

Purpose Entities, 簡稱“SPE”);

2) 表外負債 (Off-Balance-Sheet Debt)。

特殊目的實體 (Special Purpose Entities)

特殊目的實體 (SPE)，指那些用來幫助集團主體機構的營商實體，在亞洲，BVI公司就是最常用的SPE，但在美國有限責任合夥 (LLP) 則更為常用。例如，某企業集團，擁有其旗下眾多的土地、房地產、專利、合約，個別SPE甚至可以將利益及債務分割。

全球很多企業都是這樣操作的，當然包括那些財富500強的企業，安然公司也不例外。對於安然而言，在使用SPE上的問題在於：集中通過特殊目的實體刺激利潤、隱藏損失。

安然公司在全球範圍內成立了3000多家SPE，其中活躍的有250多家。這些SPE分布廣泛、架構複雜，被主要用于處理那些非公平交易 (Arm's Length Transaction或稱為非對等交易)。安然將SPE的使用發揮到了極致，以此來粉飾安然母公司的財務狀況。安然用的方法很簡單，例如說，一個交易的價值祇有50美元，通過與SPE交易，安然“賺”了80美元，SPE自然“損失”了30美元。你可能會說，哪有這樣的



交易？人家會同意嗎？問題就在這裏：第一，SPE是由安然成立的，所以是“非公平交易”；第二，安然利用會計上的漏洞，隱藏了SPE的損失；第三，一般安然的雇員，因安排這些交易，從中獲巨利。

表外負債 (Off-Balance-Sheet Debt)

除了SPE，安然還利用了一個會計規則上的漏洞——表外負債。表外負債是與表內負債相對應的一個概念，它主要是指那些已經成為或有可能成為公司的負債，但按照現行的會計準則和制度規定以及受其它因素的影響而未能或不需要在公司資產負債

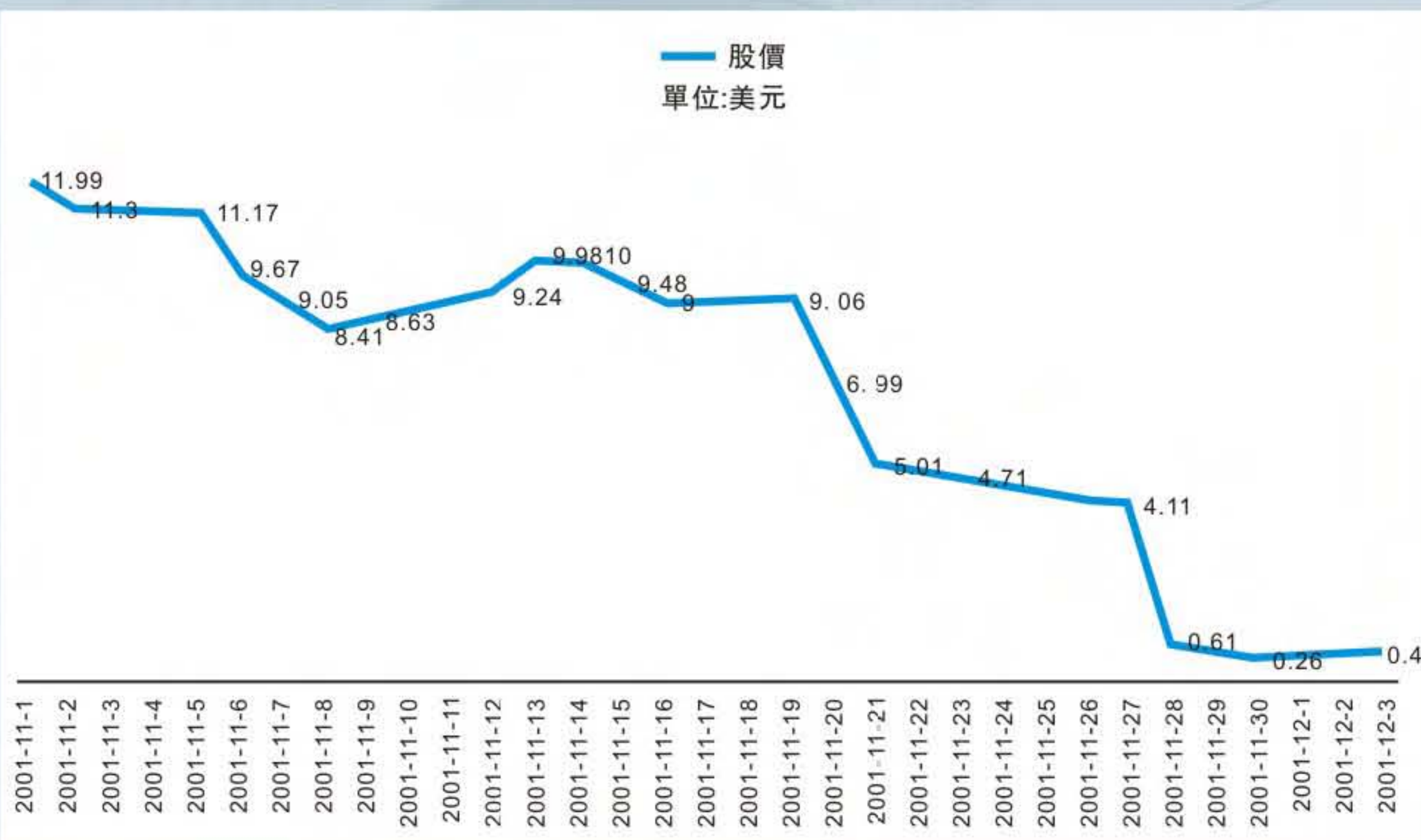
表中得到反映的負債。從其內容上看，它主要包括表外籌資和不確定性負債。例如，擔保（Guarantee）出售帶追索權的應收賬款（Sales Of Receivable With Resources）。

絕大多數公司表外負債行為的發生是企業從事經營活動的自然結果，是當前的法律法規所允許的。即使沒有明文規定，但至少也是沒有明確規定禁止的。正是借用了法律上的這一規定“空白”，安然公司通過“表外負債”漏洞的區隔，可以產生很多“形式上”的收入，而這些形式上的收入遠遠大于實際收入。

比如，一方面，安然公司高管源源不斷地從投資者那裏大量募集資金，另一方面，通過表外負債和對損益表的有傾向性解讀，安然公司持續

營造出一個財務狀況良好的假象。正是受安然財務狀況良好的假象所迷惑，更多的投資者將資金投給安然，以希望從安然的輝煌業績中分一杯羹……如此循環往復，形成了“看上去很美”、流動性很高、投資回報率很可觀但却非常脆弱的虛假繁榮。

稍後，在這裏《是什麼讓安然無法“無恙”？》一文中，我們將與你詳細分享。



(圖二：安然股價走勢 2001.11.01-2001.12.03)



方块知识一

表外負債 (Off-Balance-Sheet Debt)

來源：《公司會計治理的新視角——表外負債研究》

公司表外負債是與公司表內負債相對應的一個概念，它主要是指那些已經成爲或有可能成爲公司的負債，但按照現行的會計準則和制度規定以及受其它因素的影響而未能在公司資產負債表中得到反映的負債。從其內容上看，它主要包括表外籌資和不確定性負債。從其範圍上看，可以說除了在三大會計主表以外的其他媒介中披露的負債都是表外負債，具體地說，就是應該在財務報表附注和其他財務報告中披露的負債。

不管表外負債如何定義，但有兩點是可以肯定的。第一，公司表外負債的行爲并不都是蓄意違法的結果，絕大多數表外負債是當前的法律法規所允許的，即使沒有明文規定，但至少也是沒有明確規定禁止的。第二，絕大多數公司表外負債行爲的發生是企業從事經營活動的自然結果。表外負債具有以下特徵：

1.表外負債確認方面的特徵

公司表外負債和表內負債相比，一個最大的特點就是它發生的不確定性，特別是它的結果具有不確定性。正因爲這樣，表外負債的確認就不像表內負債那樣容易和清晰，也因此最終導致其內容的不確定性增大。

2.表外負債計量方面的特徵

表外負債由于受到許多條件的限制，導致它在計量方面具有極大的不確定性，也就是其金額更多的需要進行估計。除此之外，這種不確定性一方面表現在計量手段的不確定性，即它除了用貨幣進行計量外，還可以用非貨幣的手段進行計量；另一方面，表外負債的許多指標除了財務指標外，還有一些非財務指標。所以說表外負債在計量方面處處充滿了不確定性。

3.表外負債披露方面的特徵

(1) 表外負債可以把非貨幣化或非數量化會計信息納入披露範圍。

(2) 表外負債披露由于沒有固定的媒介、固定的格式、固定的項目和固定的填列方法，因而可以反映企業發生的特殊經濟業務。

(3) 表外負債反映的會計信息着重在揭示未來將會發生的信息，它更多的是要遵循現實成本原則，所以它能反映負債主體和經濟環境發生變動等複雜情況下的會計信息。

正是由于表外負債在其確認、計量和披露方面複雜性和不確定性，使得企業可以將本應屬於表內之負債通過漏洞成爲表外負債，如此一來，便造成了一種“財務狀況如此良好”的假象，而假象背後却是“金玉其外，敗絮其中”的虧損連連。

當然，正如上文中提到的，絕大多數公司表外負債行爲的發生是企業從事經營活動的自然結果，表外負債本身祇是一個中性的客觀存在，而企業在這塊灰色地帶中如何進行具體營商，又是否能在法律、機關和群衆的監督下永續發展，則有賴于企業進行自我審視和規劃了。



安然公司的“罪與罰”

2001年12月2日，安然公司被迫根據《美國破產法》第十一章規定向紐約破產法院申請破產保護，這成爲美國歷史上最大的一起破產案。在其申請破產後，美國司法部、美國國會的四個委員會、美國證券交易委員會、勞工部分別對安然展開調查。

2002年7月7日，美國參議院調查委員會發布的調查報告聲稱：是安然公司董事會對公司人員監管不力并弄虛造假，最終導致了安然公司的破產。

如同一頭過度虛胖的大象，安然公司因爲破產而倒下。它重重的身子砸在地上，轟然一聲，砸死了螞蟻無數……

毋庸置疑，那些投資安然的機構和個人就是被安然砸的遍體鱗傷的小螞蟻，他們因爲安然破產而被殃及池魚、損失慘重。其實，機構投資者實在不能算是“小螞蟻”，比如J.P. 摩根和花旗銀行，他們損失了數十億美元。

安然大肆從信托公司和雇員那裏獲得大筆資金，并投向了各種項目、養老基金、股票期權、儲蓄計劃等。一系列的不當投資，讓信托公司和雇員們的損失高達20億美元。很多雇員

退休後的養老計劃像美麗的肥皂泡一樣破滅了。甚至到了五年後的2006年12月28日，俄亥俄州仍然在向法院提起訴訟，要求安然、花旗銀行、JP摩根大通和其它被告支付退休金。

社會公衆對安然事件的負面影響批評者衆，紛紛向美國國會施壓，最終使得國會通過了薩班斯-奧克斯利法案（The Sarbanes-Oxley Act），該法案改變了美國會計準則，將對企業的會計管理、內部控制、風險控制等提高到了前所未有的嚴格程度。

安然事件被認爲是美國歷史上最大的醜聞之一。它的影響遠遠超出了經濟的範疇，很多歷史學家、經濟學家都將安然事件作爲白領犯罪（White Collar Crime）的經典案例而加以研究。即使到今天，安然事件的影響仍在繼續。



（Enron公司）



宏傑觀察

雖然我們不想用“自作孽、不可活”這樣的話來評論安然醜聞，但某種意義上，正是由于安然“Show Me The Money”這種急功近利的價值導向才將如此大一家行業巨擘推入破產的深淵。

除了道德上的指摘，安然真的做錯了嗎？是什麼把行業翹楚的安然公司推入深淵？從法律和會計角度考慮，安然是如何把SPEs和表外負債做到極致，以致于“物極必反”？……

金融工具無善惡之分，使用SPE與表外負債并非犯法，問題是生意有起有落，管理人不能面對耗損的事實，反而利用各種金融工具“美白”、“掩飾”，這才是大罪。寫到這裏，我們又不得不想起喬布斯了！

對於糾結于“做大”還是“做强”的中國企業，一方面企業發展迅速，紛紛尋求各種融資渠道（比如上市）；另一方面，企業自身的會計治理和信息披露還遠未完善。

2011年以來，通過反向收購在

美國上市的中國概念股在會計處理、信息披露和股東壓力下更是暴露出來了一系列問題。也許，中國企業可以以安然為鑒，反觀自身，練好內功，祇有這樣才能在全球資本市場上真正做到長袖善舞，而非“出師未捷身先死”。





方塊知識二

會計操作可能是MF Global垮臺禍首之一

來源：路透中文網 2011年11月03日

據路透社11月1日消息，全球首屈一指的大宗商品與衍生品經紀商MF Global周一申請破產保護，這是美國歷史上第7大破產案，破產時市值為410.5億美元，而十年前破產的安然公司則名列第5，當時市值613.9億美元。之所以會瞬間坍塌，除了與其投資歐洲主權債的戰略決策有關，更是被外界批評為“會計操作可能是MF Global垮臺禍首之一”！



MF Global的會計入賬方式存在一些問題。實際上在MF Global銷售當時就已認列了收益(或虧損)，公司的主權債保險并未反映在其風險值評估當中。在他們所提交的文件當中指出，為了會計目的，這些交易被登錄為銷售，因此這些資產與負債就被挪出了MF Global的資產負債表，即使該公司仍擔負着發債方可能違約的風險。

還有一份標題為“表外業務安排和風險”的文件，更能反映出此次事件的核心問題。文中稱“截至2011年3月31日，買入附賣回協議的證券和賣出附買回協議的證券金額分別為14.957億美元和145.203億美元，均為合約價值，且未經認列(De-recognized)”。“未經認列”意味着轉移至資產負債表外。由于該公司的債務牽涉到歐洲主權債務，且交易規模巨大，顯然擔憂可能部分源于會計方法不當，而沒有披露信息則肯定是眾人疑慮所在。

截止到10月24日周一盤初，MF Global的股價已經從10美元高位下挫了62%，且被穆迪和三家評級機構下調了債信評等或至垃圾級。MF Global按照美國金融業監管(FINRA)要求公布63億美元倉位，以及9月當季虧損近2億美元——其中很大一部分是由于該公司削減1.194億美元的遞延稅項資產，多位會計師表示，這是該公司很難在短期內恢復豐厚獲利的迹象。降級事件消耗了公司的現金，讓外界發現資金去向不明，潛在買家對核心業務的態度呈現保留……

會計操作的不當，導致信息透明度降低或扭曲，從而導致外界(評級機構、投資者、買家等利益有相關方)對MF Global產生了懷疑，而懷疑則意味着其企業信用被透支，從而引發最終的破產結局。這一切都和安然公司通過表外負債、虛增利潤何其相似，而二者的結局也是如出一轍——破產！

杜牧在著名的《阿房宮賦》中寫道：秦人不暇自哀，而後人哀之；後人哀之而不鑒之，亦使後人而復哀後人也。前車之鑒，後人無視而重蹈覆轍者從來都不少見，安然因為會計操作不當而“坍塌”破產的教訓已然在前，但商業界未能引以為戒者仍前僕後繼，讓人不勝唏噓。比如，MF Global……