

## 是什麼讓安然無法“無恙”？

**安**然事件後，一下子涌現出來很多的“醫生”，有的是機構投資者（比如銀行），有的是個人股東，還有的是專業諮詢機構，當然很多會計、法律從業人員也開始“診斷”安然倒塌的病因。鑒于自己所處行業和角度的不同，“醫生們”給出了各種各樣安然患病的診斷；但不得不遺憾地說，這不僅有點盲人摸象，甚至還有點事後諸葛亮的意味。

正如前文所述，安然之死是一個復雜的過程，有多種原因，但當安然的業務和利潤出現下滑的時候，却用極其復雜的SPE和結構化交易粉飾業

績。如果說大多數對安然事件的研究祇是停留在對安然價值批判層面的話，那麼我們很樂意與你分享安然如何通過財務工具，在技術層面上進行籌劃和操作，以達到掩飾負債和虛增利潤的目的。

令人稱奇的是，其實，安然根本就没有犯任何法律上的錯誤。如果非要說安然“錯”了的話，那麼，其最大的也是唯一的錯誤就是：對外國特殊目的實體（SPE）和表外負債的過度使用，某種程度上甚至是手法多樣，讓人眼花繚亂。



# ENRON



如果你完整地看待安然公司就會發現：安然及其顧問團隊(包括了銀行家、律師團和會計師)高度掌控了法律本身的技術性規定(從技術層面上，絲毫看不出任何問題)，但通過一番籌劃之後却可以為安然帶來重大的“意外之財”。正因為安然通過對法律極度解析( Parse the Law )，它帶來和法律精神完全相反的結果，而這與美國國會、財政部和設計會計法則的各種委員會的立法本意背道而馳。

一個個交易之所以得以“成功”進行(得逞)，是因為安然完全採用了專業人士籌劃精密的專業意見。可以說，安然的操作手法從技術層面上滿足所有的法律規定。通常，通過對法律展開專業而周密的技術性闡釋，可以確保交易看起來都具有足夠的、實實在在的“商業目的”。

要弄明白這個問題，首先我們要簡單地了解一下 US GAAP 原來對 SPE 併入報告主體的合併報表的規定，及安然所用的兩種 SPE：有限責任公司(Limited Liability Company，簡稱“LLC”)和有限合夥公司(Limited Partnership，簡稱“LP”)。與 SPE 進行交易的企業可以在會計方面將 SPE 當做是一個獨立的、外部的公司。要達到此目的，必須要滿足兩個條件，即

1) 獨立第三方投資者必須持有至少為 SPE 總資產的 3% 的實質性的權益投資，而且須在 SPE 整個經營期內承擔 SPE 的正常經營損失；

2) 獨立的第三方投資者必須對 SPE 實施控制管理權。

在這樣的情況下，其他投資者(即安然)可分享 SPE 交易過程中的損益，但是 SPE 的資產和負債情況不會被併入安然的資產負債表中，就算安然與 SPE 的關係緊密也不會被併表。

讀者必然會嚇了一跳，安然投資 97% 的企業體(其實是 SPE)，也不用併入安然主體的合併報表中嗎？答案是肯定的。因為從會計的角度看，安然沒有對 SPE 實施控制權。那為什麼安然要作出如此安排，將 SPE 排除出合併報表之外？





## 方塊知識三

### 美國LLC公司簡介

有限責任公司（LLC）是一種結合了合伙人和股份有限公司（CORPORATION）兩者優點的較新型的商業組織形式。簡單地說，LLC同時具有像股份有限公司的保護所有者個人責任的特點，又像合伙人或獨資經營一樣可以避免雙重繳稅。

#### LLC的繳稅

LLC的一個優勢是可以避免雙重繳稅，可以像合伙人或獨資經營一樣祇繳納個人所得稅。但是，LLC也可以選擇像法人一樣繳稅，即繳納公司收入稅之後，得到收入的股東投資者還要繳納個人所得稅。一般來說，如果投資者希望把大部分利潤留在公司裏，後者的繳稅方式還可能會省一些稅。

#### LLC的建立

和股份有限公司類似，LLC的建立也是先要向（美國）各州政府申請，個別州還要求先要在當地報紙上發布聲明。現在各州都容許祇有一個所有者的LLC。除了向州政府註冊外，投資者之間最好簽訂一份書面運營協議來明確投資者的權限、在公司裏所占的份額、利潤如何分配等。因此，LLC最大的特點就是，投資者的投資額與在LLC的控制權是沒有天然關係的，一切由運營協議規定。此外，不是所有的行業都可以成立LLC的。一般像銀行、信托、保險等行業是不能成立LLC的。在加州，建築師、會計師、醫生或者其它有執照的醫療工作者也被禁止成立LLC。

#### LLC的解體

在大多數的州裏，如果LLC中一位投資者離開了公司，理論上LLC就解體了。所有者應該將公司的資產分割或者變賣還債，將公司的利潤分配，然後剩下的所有者再決定要不要建立新的公司。為了防止這樣的情形發生，在LLC建立之初，投資者的運營協議裏就應該加上相關的條款，明確當某投資者去世、殘疾或者離開公司時，公司的利益如實地保護下來。



## 表外交易

(Off-Balance-Sheet Transactions)

表外交易，即經營收入未有入賬，并作相關會計處理排除在主體報表之外。

安然與關聯公司的背後交易，大量的賬外經營業務形成了高負債，導致了對公司的信用危機，由此形成債務的集中暴露，終至無法償還。但為了避免影響公司的信用和傷害公司在資本市場上的形象，安然將許多資產負債和交易反映在關聯公司的會計賬目中。

出于財務（而非稅收）上的考慮，安然公司采用了一系列的表外負債合伙制安排，其中，最主要的三個項目是Chewco Investments, LP（簡稱“Chewco”），LJM1 Cayman, LP（簡稱“LJM1”）以及LJM2 Co-Investment, LP（簡稱“LJM2”）。

在Chewco或LJM1合伙企業中，安然公司并不直接持有任何股權，相反，其股權是由安然某些員工持有。至于LJM1合伙企業則由外部關聯方持有。在這個意義上，安然讓其員工成為融通關係人（Accommodation Parties），以此達到安然公司的目的。

安然員工參與到表外交易中引發了很多的問題，主要是Chewco和

LJM1合伙企業及其關聯公司與安然之間交易的會計處理是否合適。安然的這些表外交易都是由其外部審計機構——安達信會計師事務所（Arthur Andersen）完成。

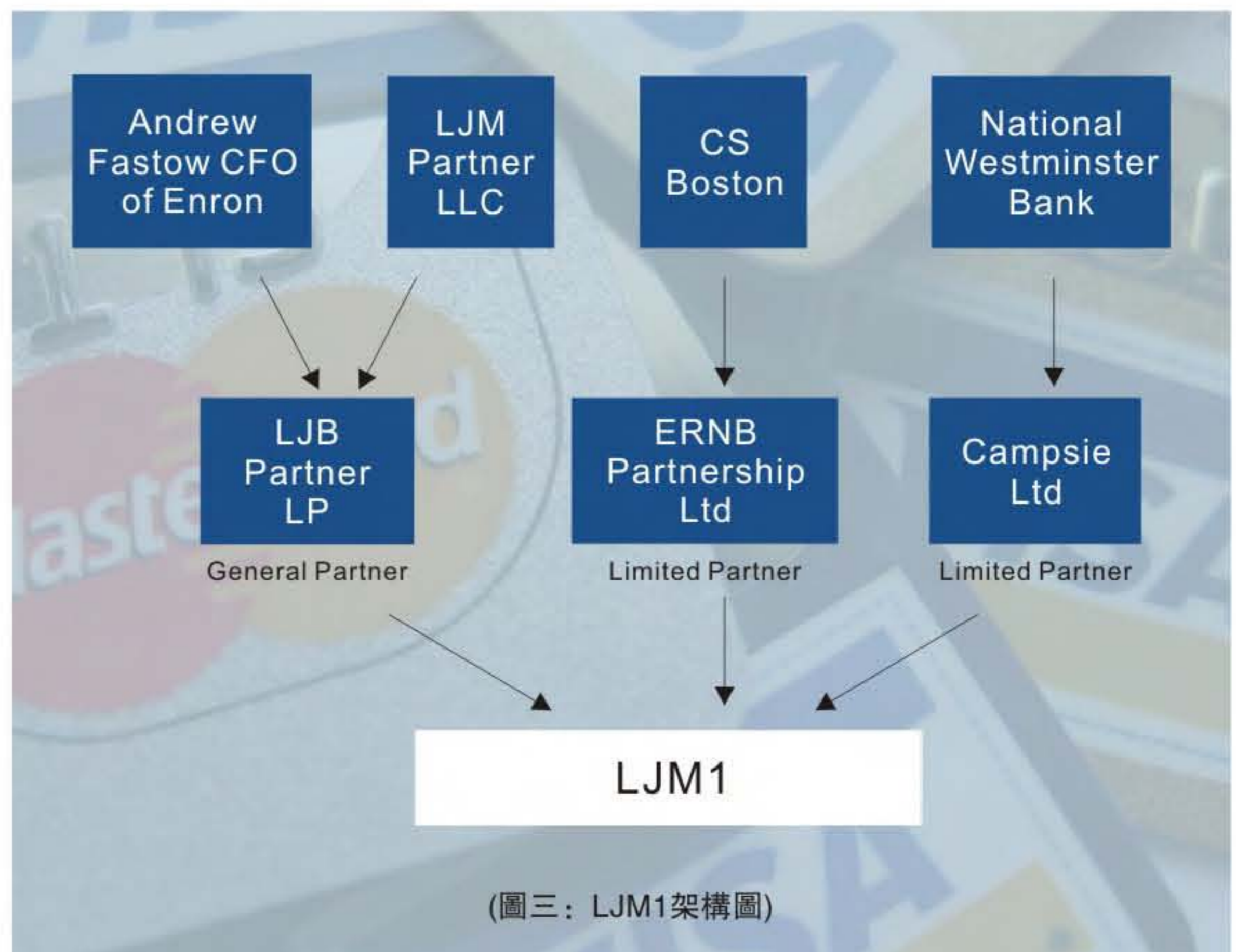
## LJM1架構及其表外負債交易

LJM1是一家成立於開曼的有限合伙制企業，全稱為LJM1 Cayman, LP，其初始合伙人包括LJB Partner，簡稱“LJB”、有限合伙人，ERNB Partnership Limited（簡稱“ERNB”）以及有限合伙制企業Campsie Limited（簡稱“Campsie”）。

LJB由安然公司財務總監安德魯·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。也就是說，LJB完全控制在法斯托一人手中。此外，ERNB和Campsie由第一波士頓（Credit Suisse First Boston）和全美西斯敏斯特銀行（National Westminster Bank）持有，這兩家銀行都和安然存在着債權債務關係。

總而言之，法斯托通過控制普通合伙人所賦予的權利完全控制着LJM1，從表面上看，安然并不直接控制LJM1的任何股權。

那麼，你可能會問：安然搞這麼





複雜的架構到底是為了什麼？

很好的問題。是的，安然之所以要成立不同的SPE，其目的就是為了提供會計上的對衝交易，以此來對衝 Rhythms Net Connection Inc. Rhythms(簡稱“Rhythms”，詳情見下文) 貶值所帶來的損失。

### 以 Rhythms Net Connection 為例

1998年，安然收購了Rhythms (以互聯網為主業的上市公司) 1000萬美元的股份。到1999年，這些股份的股價上升至3億美元，翻了30倍。對此，安然按照市值計價方法的會計方法 (Mark-to-Market Method of Accounting)，將此增值合并入財務報表，讓財報看起來非常誘人。

但安然擔心Rhythms 會出現貶值并被要求合并財務報表并予以披露，于是在1999年安然便實施了一個和LJM1及其子公司的所謂對衝交易，以此來抵消財務報表上可能出現的虧損。

為實現該對衝交易，安然購買了LJM1子公司的賣出期權，即LJM1Swap Sub, LP (簡稱“Swap Sub”)，該交易價值1.04億美元。此賣出期權規定，Swap Sub有義務購買由安然公司持有的RhythmsNet共計540萬股，每股價格為56美元，總計3.024億美元。同



時LJM1向安然發出6400萬元的美元債券(Note)。

是安然與LJM1之間便形成了一種對衝的關係。

作為對賣出期權和LJM1 共計6400萬美元債券的交換，安然將其股份共計340萬股轉讓給LJM1，并以此作為LJM1在對衝交易中履行義務的信用擔保。此時，這340萬價值2.76億美元，但參與各方對其進行了打折，以1.68億美元的價格轉讓給了LJM1，因為安然禁止LJM1在四年內出售這些股份。

在不同情況下，對衝的含義不同。如果從正常的角度看，對衝交易通常被認定為用作管理價格波動、匯率波動、利率活動或其他常規交易風險的一種交易。但如果從財務會計的角度看，一項對衝交易則往往被認定為衍生品，比如公允價值變化、現金流披露、外國實體淨投資價值變化等。

這類財務上的安排表面看來并無不妥，安然購買了LJM1子公司的賣出期權，該子公司是用來保護安然免受Rhythms貶值所帶來的會計風險。于

對衝交易通常包含和值得信任第三方的合約協議 (Contractual Arrangements)，而第三方一般擁有足夠的資金以確保其相投對衝方的權



利和義務。對衝可能會受到一系列機制的影響，包括遠期合同的使用、賣出期權和買空、名義本金合同（如掉期、利率上限期權、利率下限期權）等。

在LJM1的項目中，安然考慮的是通過對衝交易保護其自身免受公開股票市場投資組合市值的縮水。如果LJM1等特殊目的實體在對衝交易中出現虧損，由於這些特殊目的實體並不會被合併進入財務報表且這些特殊目的實體的資產與自身債務等價，因此，安然不必就相關虧損進行報告。

但安然董事的調查報告，對此有詳盡的批評。

## 對衝交易

安然與LJM1實體企業的首次“對衝”交易發生在1999年6月份。此次交易獲得董事會批准。與此同時，董事會也同意了CFO 法斯托參與LJM1實體的運作。對衝的基本概念是一個信譽卓著的第三方準備好以某一價格承擔某項投資的經濟風險。如果後續的投資值逐漸減少，將由第三方承擔相應的損失。安然的對衝交易與此大相徑庭。安然的手法是將自己公司的股票轉移給一個特殊目的實體（SPE），以此換得一張債券。

由CFO 法斯托重點參與的LJM1，其主體的創立目的：是通過提供外部股權而使得別的SPE達到不入財務報表的目的。SPE有意承擔Rhythms的股價可能會下跌的風險。其目的是對衝(抵消)安然公司所持有的Rhythms股票帶來的損失，一旦Rhythms的股價下跌，這樣的安排能夠使安然的損失被抵消。如果需要SPE向安然履行對Rhythms的期權，SPE將會通過出售安然的股權來支付。

2000年和2001年期間發生的其他對衝交易主要參與公司是叫“Raptor”的一系列特殊目的實體。這些交易是在早前Rhythms交易的基礎上發展起來的，其交易結構異常複雜。這些SPE主要是以安然公司自己的股權為資金（或是以安然公司股票交割單為內容的合約）。這些公司買下安然公司的部分股票之後就可以“對衝”安然的一系列商業投資，以抵消安然公司在這些投資中的損失。LJM2 SPE就針對Raptor系列實體公司不入財務報表而提供了外部股權。

出售資產和對衝交易引發了各種問題，如下所示：

### (1) 會計和財務報告問題

儘管安達信已經批准了相關交易，所謂“對衝”交易中卻不存在實



質的經濟風險轉移。交易看上去像是經濟對衝，實際上祇是“會計”對衝，即賬目對衝。其目的是在安然公司的季度和年度收入報告中對衝安然商業投資的收益和損失，從而繞過會計規則。但經濟實況則是，安然從未在這些抵消交易中轉嫁過任何風險。因為SPE所支付安然公司的對價原本就是安然提供給這些SPE的。

在一段時間內，安然使用這種策略或能成功地避免承付損失。1999年，從Rhythms交易中，安然公司確認了9500萬美元的稅後收入。其收入足夠抵消在Rhythms交易中的損失。在2000年的後兩季，借助與Raptor SPE的衍生交易，安然確認了5億美元的收入，此舉抵消了安然商業投資之中的損失，其稅前收入額為5.32億美元（包含淨利息收益）。2000年後兩季，安然所申報的稅前收入額共計6.5億美元。從與Raptor系列實體公司交易中的獲利占總收入的80%以上。

從經濟角度看，用安然的商業投資和安然公司的股本對衝的想法存在嚴重的缺陷。如果所投資的股價與安然的股本價值同時下跌，則SPE將會難以達成其使命，所精心策劃的“對衝”也將難以實現。這個重要缺陷却恰恰在2000年後期和2001年早期發生了。在一系列的Raptor SPE中有2家實體公司無力支付安然的投資損失作為“對衝”。因此，2001年3月

下旬，為了彌補SPE的無力償債的缺陷，安然公司必須對5億美元的收入進行稅前調整。

遇到此困境後，安然並未承擔損失，而是調整了Raptor SPE的結構。具體方法是在季度結束前，轉移了價值逾8億美元的合同給實體公司。合同的内容為授權SPE接受安然公司的股權。這次交易顯然並未透露給董事會，也未經過董事會授權。這筆交易涉及在等價不足的情況下安然轉交了大量的股權給第三方。這樣的做法似乎也不合主導的會計規則（US GAAP），但是却讓安然在商業投資過程中繼續隱藏實際損失。

然而，在一個趨于疲軟的市場中，安然僅依靠自己的股本苦苦支撐着，再多的彌補措施也不能避免難以抵消損失的結果。在2001年，隨着安然公司商業投資價值的持續下跌，Raptor SPE中的信貸問題已經讓安然內部難以消化了。于是，截至2001年9月份，SPE正式解體了。因此，2001年10月16日，突然出現對要求5.44億美元稅後收入承付的問題。另外，安然的股東股權價值縮水12億美元。雖然說股權價值下跌主要是由2000年至2001年早期的會計問題導致的，對於表面收入的兌現問題則完全是由安然對衝自己的投資造成的。安然自創的對衝交易對象是其自己，而非具有信譽的交易對應方。

## (2) 入表問題

除了利用安然股本隱藏商業投資損失和濫用會計規則，Rhythms的交易同樣是關於SPE的股權問題。2001年，安然和安達信的結論認為另一個SPE交易實體CHEWCO<sup>1</sup>缺乏承擔風險的外部股權，因而滿足不入報表的要求。同時，LJM1實體也被同樣認定。在近期的國會公證中，安達信的首席執行官解釋認為安達信的做法僅僅是基於其認為LJM1實體已經滿足不入表的要求了（估計也是以此向安然提出了同樣建議）。結果，2001年11月，安然集團宣布會重審其早前追溯至1999年起以後的財報。重審的財報中會增加LJM1的相關內容。這樣，安然在1999年的報告中的淨收入減少了9.5億美元，2000年的淨收入則減少了800萬美元。

## (3) 自利交易問題

盡管集團內交易導致了安然濫用多種財務和會計報告的情況，但是對於CFO 法斯托和其他參與高管來說，則是非常有利可圖的。在交易中LJM1實體的合伙人“以逸待勞”，毫無風險地獲取巨額利潤。CFO 法斯托和其他安然高層收取了不應收取的數以千萬計的美元。這一切都是以安

<sup>1</sup> 另外一個SPE 交易實體



然集團為代價的。

在2000年，安然和LJM1（通過CFO 法斯托的聯系）談妥的終止Rhythms“對衝”項目的交易條款對於LJM1合伙人和投資人來說是極其有利的。LJM1的投資人離開時都懷揣着數千萬美元。如果是公平交易，安然絕不會如此行事。此外，根據委員會的信息，CFO 法斯托曾主動發放巨額獎金給Koppe<sup>2</sup>和其他四位安然員工。在一個名為Southampton Place的公司中，許多投資都回報豐厚。CFO 法斯托在投入2.5萬美元的兩個月左右，通過其家庭信托基金收獲了450萬美元。另兩位員工分別投入5,800美元則在同一時段各獲利100萬美元。沒有證據顯示CFO 法斯托或任何相關的員工符合安然公司行為準則中關於“投資批准”的要求。Koppe和其他獲取巨利的安然雇員都在2000年參與了安然和LJM1 SPE的交易。

2001年12月16日，安然公司發表聲明表示：在與LJM2的交易中，安然須支付5.4億美元的稅收費用；與此同時，由於該交易安然公司的總股本相應減少12億美元。LJM2是一家由安然公司首席財務官法斯托負責管理的合伙制企業。

不到一個月，安然再次發表聲明表示：安然公司將調整其1999年至2001年會計年度的財務報表，因為安

然與法斯托管理的數家合伙制企業所開展的交易存在會計錯誤，包括LJM1、LJM2、Chewco等。

安然公司的這一系列會計聲明重挫了市場信心和投資者對安然的信任。不到一個月，安然公司便申請破產保護了！

## 宏傑觀察

安然事件之後，特殊目的實體(SPE)被公眾視為逃避稅收和會計監管的工具。客觀來說，SPE并非都是作假的幫凶，這些實體原本是發起人用來分散或轉移風險、降低融資成本以及合法避稅的工具，但由於會計處理上存在着漏洞(尤其是没能納入發起人的合併報表)，這些實體才逐漸成為某些企業進行表外融資、隱藏債務的秘密武器。

由於SPE的權益投資比較低，這些實體不能根據一般的合併理論，在表決權資本的基礎上予以合併。長期以來，SPE的合併問題就成為困擾準則制定機構的一大難題。2001年受安然事件的影響，原先由於壓力而在2000年停止研究的SPE合併問題又提上了美國財務會計準則委員會(FASB)的日程。

<sup>2</sup> 安然的一個高級財務人員