

POST-  
POST-ENRON ERA

ENRON

ERA

后安然时代

张为国 邱昱芳 / 编



中国财政经济出版社

# 后安然时代

张为国 邱昱芳 编



中国财政经济出版社

43918/H03

## 图书在版编目 (CIP) 数据

后安然时代/张为国 邱昱芳编. —北京: 中国财政经济出版社, 2003.1

ISBN 7-5005-6305-1

I. 后… II. 张… III. ① 会计制度-研究-美国  
② 企业倒闭-原因-研究-美国 IV. ① F233.712  
② F279.712.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 107784 号

---

中国财政经济出版社出版发行

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: [cfeph@drc.gov.cn](mailto:cfeph@drc.gov.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行电话: (010) 88190406 财经书局 电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 20.375 印张 486 000 字

2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月第 1 次印刷

印数: 1-4 000 定价: 38.00 元

ISBN 7-5005-6305-1/F·5502

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

---

# 前言

2001年秋天以来,美国接连爆发了一系列会计丑闻,卷入丑闻的不仅有全球第一大能源交易商安然(Enron)、美国第二大电信公司世通(WorldCom),还有审计业的“百年老店”安达信(Arthur Andersen)。随着安然、世通申请破产保护、安达信退出审计业,以及美国各界对会计改革的呼吁及《2002年萨班斯—奥克斯莱法》的颁布,美国这一系列财务会计丑闻对会计、审计等领域的影响越来越大。为了全面反映这一系列财务会计丑闻的成因及其深远影响,我们汇编了本书,以便有关方面研究参考。

本书依照发表的时间顺序,收录了安然事件后国外相关机构的文献及国内外学者对美国财务会计丑闻及其影响的论述。本书着重于会计、审计领域,在编写过程中,遵循了揭示历史、把握现在、预测未来、指导政策的理念,旨在为读者提供一份全面、翔实、客观的研究资料。

我们希望本书能够实现上述理念,为有关方面提出研究结果和政策建议提供便利。

编者

2002年12月 北京

# 目 录

|                        |             |      |
|------------------------|-------------|------|
| 安然之谜 .....             | 陈志武 岳 峰     | (1)  |
| 安然：一个警钟                |             |      |
| ——安达信首席执行官             |             |      |
| 对安然事件的反思 .....         | 约瑟夫·伯拉迪诺    | (15) |
| 五大会计师事务所首席执行官          |             |      |
| 的联合声明 .....            | “五大”首席执行官   | (18) |
| 违法者必将付出代价 .....        | 哈维·皮特       | (21) |
| 会计职业的监管 .....          | 哈维·皮特       | (26) |
| 谁来约束会计师 .....          | 叶伟强         | (30) |
| 公司财务报告与审计制度的改革 .....   | 巴鲁·列弗       | (37) |
| 可耻的数字游戏 .....          | 安迪·舒尔       | (46) |
| 注册会计师行业管制模式：理论分析 ..... | 谢德仁         | (57) |
| 公司的责任——美国总统重申          |             |      |
| 公司责任（节选） .....         | 乔治 W. 布什    | (78) |
| 解决会计危机的市场方法 .....      | 乔斯华·罗恩      | (80) |
| 安然事件：随后的措施 .....       | 英国特许公认会计师公会 | (82) |
| 评“安然”事件对会计的影响 .....    | 张为国 陆德明     | (88) |
| 德勤再次申辩 .....           | 杰里米·康       | (98) |

|                                                      |          |       |
|------------------------------------------------------|----------|-------|
| 安然丑闻及其审计失败的深度剖析 .....                                | 黄世忠      | (108) |
| 诚信勤勉是公司生存发展之本                                        |          |       |
| ——“安然”事件的财务思考 .....                                  | 杨有红      | (150) |
| 安然事件后美国公司治理革命性的改革 .....                              | 童道驰      | (156) |
| 系统崩溃 .....                                           | 约瑟夫·诺瑟   | (169) |
| “过七八年就要来一次”                                          |          |       |
| ——安然公司的故事 .....                                      | 朱伟一      | (183) |
| 世界通信陨落 .....                                         | 李树锋 官 青  | (191) |
| 安然事件对会计师事务所业务结构的冲击                                   |          |       |
| .....                                                | 方军雄      | (202) |
| 美国总统号召坚决推行新的改革 .....                                 | 乔治 W. 布什 | (216) |
| 2002 年萨班斯—奥克斯莱法案 .....                               | 美国国会     | (224) |
| SARBANES—OXLEY ACT OF 2002 .....                     | 美国国会     | (307) |
| 从美国财务危机看 COSO 报告 .....                               | 张安明      | (437) |
| 革新法案真能革新? .....                                      | 陈依革      | (443) |
| 一落千丈 .....                                           | 约翰 A. 伯恩 | (449) |
| 反对市场原教旨主义 .....                                      | 乔治·索罗斯   | (462) |
| 后安然时代的会计与审计——评美国《2002 年萨宾纳<br>斯—奥克斯莱法案》及其对会计、审计发展的影响 |          |       |
| .....                                                | 陆建桥      | (470) |
| 安然事件后美国证券市场监管体制改革与信用制度的重建                            |          |       |
| ——兼谈对新兴证券市场诚信制度建设的启发                                 |          |       |
| .....                                                | 张 新      | (510) |
| 美国会计改革措施及其对中国会计、<br>审计发展的启示                          |          |       |
| ——一些国际会计公司的看法                                        |          |       |
| .....                                                | 李海军      | (541) |

|                                                    |             |       |
|----------------------------------------------------|-------------|-------|
| ——议各国（或地区）对美国上市公司<br>会计改革法案的反响 .....               | 殷立基         | (575) |
| 关于以原则为基础的会计准则制定<br>机制的设想 .....                     | 美国财务会计准则委员会 | (582) |
| 终结财务丑闻<br>——美国《2002 年公众公司会计改革和<br>投资者保护法案》解读 ..... | 汤云为         | (595) |
| 我国应如何借鉴美国《萨班斯-奥克斯莱法》<br>.....                      | 张为国 沈振宇     | (608) |
| 附录一 美国财务丑闻大事记 .....                                |             | (625) |
| 附录二 美国近年重大财务事件一览 .....                             |             | (636) |
| 后记 .....                                           |             | (641) |

# 安然之谜<sup>①</sup>

陈志武 岳 峰

安然公司是一个典型的“金字塔”式关联企业集团，共包含 3 000 多家关联企业。这在美国巨型公司中并不鲜见。促使安然崩溃原因的关键，在于安然与这些关联企业的关联交易及相关信息披露上均出现极大问题。

第一，安然关联企业及信托基金以安然的不动产（水厂、生产设施等）作抵押，向外发行流通性证券或债券。但在这些复杂的合同关系中，通常包括一些在特定情况下安然必须以现金购回这些债券或证券的条款。不幸的是，在美国加利福尼亚州 2000 年以来延绵不绝的电力供应危机及其给能源市场带来的震荡中，这些条款达到了“触发”的门槛，安然的现金情况于是急剧恶化。

第二，安然将许多与关联企业签署的合同保为秘密，把大量债务通过关联企业隐藏起来，运用关联交易大规模操纵收入和利润额，采用模糊会计手法申报财务报表。这些欺诈、误导股东的手法于 2001 年 11 月被披露后，市场对安然完全丧失信

①：原文刊载于 2002 年 1 月 5 日的《财经》杂志。

心，投资者将安然股价推到低于1美元的水平。这是受害者给施害者的惩罚，也是最终埋葬安然的主因。

安然的扩张融资与企业结构策略、不同关联企业的目的以及最终安然破产的几个主要关联交易细节，值得仔细解析。

## 当能源市场管制解除之后

作为一家专业石油天然气传输和交易公司，安然与业内的大多数公司一样，有着较高的负债率。正因为如此，这类公司不能无限制地增加债务规模，因为债券评级公司如标准普尔和穆迪会因此而调低该公司的评级。这对有大量债务且依靠未来发行债券融资的公司来说是极危险的，它将立即导致其借债成本迅速上升，许多时候甚至会直接导致出现现金流危机。

在20世纪80年代中期以前，美国联邦能源监管委员会对能源市场进行严格的价格和竞争地域监管。尽管安然公司的负债率较高，由于公司受到能源管制政策的保护，利润相当稳定，它的债券一直属于“投资级”，是非常有信誉、低成本的债券。债券投资者和评级公司认为，即使公司的经营环境恶化（如需求降低等），政府会允许安然对其占据垄断地位的地区能源提价，从而保证利润。

从1985到1986年，美国联邦能源监管委员会开始进行解除监管的改革，不但放开价格管制，而且允许能源用户可以签订长期能源供应合同。这些措施大大加剧了美国能源市场的竞争局面。1989年，价格改革覆盖了石油开采和提炼的每一个环节。随着盈利波动性的上升，安然的债券一度被降为“垃圾债券”。

在市场剧变之际，安然公司面临的挑战包括：

- 如何寻找业务增长点来扩大规模，并保持利润增长的

稳定性？

- 如何维持稳定的现金流以巩固偿债能力？
- 如何寻找一个健康的财务杠杆率，既有利于融资需要，又能保持管理层对投资项目的稳定控制？

安然采取的策略之一，便是利用关联企业结构，并“革新性”地使用财务手段来避免直接的企业负担，同时灵活地扩大企业规模。其进行扩张的手法和对关联企业的运用，随着安然倒闭，正逐步为人所知。

## “金字塔” 构造

组成包括 3 000 多家关联企业的安然企业链条的常用的做法，是利用“金字塔”式多层控股链，来实现以最少的资金控制最多的公司之目标。道理很简单，如果 A 公司控制 B 公司 51% 的股份，而 B 公司又控制 C 公司 51% 的股份，尽管 A 公司实际只拥有 C 公司 25.5% 的股份，仍能完全控制 C 公司。控股链层数越多，实现控股需要的资金就越少。

但实际采用“金字塔”式时，通常还要考虑许多其他因素。比如，安然从 1994 年起开始其在新兴市场国家投资项目的重组。在重组以前，安然拥有以下几个大型海外能源项目：菲律宾电厂一号（安然持有 50% 股份）、菲律宾电厂二号（50%）、危地马拉电厂（50%）、阿根廷天然气管道项目（18%）（顺带说一句，安然在中国的主要投资项目有海南 160 兆瓦 BOT 电力项目、成都 284 兆瓦合资煤炭火力发电项目和四川—武汉 765 公里管线项目）。

安然希望在这些资产基础上作 2 亿美元的股权融资，却不想放弃对这些项目的控制权。如果对这些项目分别作股权融资，安然将失去在这些项目中 50% 的持股地位；而如果以债

务融资，则负债将增加，亦非安然所愿。最终，安然决定成立另一个控股公司——“安然全球能源和管道公司”（Enron Global Power & Pipeline，简称“GPP”）。

安然希望将在上述项目中的股权转入 GPP，并通过控制 GPP 50% 股权，形成“金字塔”式公司控制链。

但是，“金字塔”式的控制链在实施中必须考虑以下因素——

首先，安然必须考虑子公司支付股息时面临的税务问题。公司层次越多，发生利益转移时的税务负担越大。这使安然不能将 GPP 注册成普通公司（称为“C”类公司）。此类公司受到所谓的“双重征税”，即子公司的利润需要缴纳公司所得税，支付的股息到了母公司或个人投资者手里又要缴纳公司或个人所得税。尽管如此，美国的大型股份公司都注册成“C”类公司，因为这种公司结构对股东的要求低，利于大规模融资活动。

在美国，有四种公司结构可不在企业层面缴纳所得税，而将纳税责任“传递”到股东那里。它们分别是独资公司、“S”类股份公司、合伙企业和有限公司（Limited Liability Corporation，简称 LLC）。GPP 当然不会注册成独资企业，同样也不能注册为合伙类企业，这会大大限制公司的融资能力。合伙企业对合伙人和相应的法律关系要求非常严格，因合伙人的股份流动能力小，其流通成本很高。尽管如此，美国许多企业都注册成为合伙企业，就是为了获得税务上的豁免。

安然最后为 GPP 选择了 LLC 公司形式，这是美国最近流行的一种公司注册方式。LLC 兼具股份公司和合伙公司的部分优点。与合伙制企业一样，它没有公司层次上的所得税问题，而是将纳税义务“传递”到股东那里。此外，作为一个公司，它对外只承担有限责任，也可以发行股票，进行融资。获

得这些好处当然也需付出代价。LLC 公司的股东报税烦琐，此外，美国税务机关在审定公司是否符合 LLC 定义时，有相当严格的要求。

在确定了公司结构和发售新股后，安然面临的另一个问题是如何以最低的成本转移资产。由于所涉及的能源项目分属不同的外国注册公司，资产转移将产生成本。简单来讲，根据美国的公司法，安然公司可以对自己的子公司和关联企业进行三种形式的重组：

“A”类重组：GPP 可以与被收购的公司合并。这类重组的实质是收购方使用股票加其他支付手段（优先股和现金等）购买被收购公司全部资产和负债。优点是支付手段灵活，缺点是现金收购部分，原股东需要缴纳资本利得税，而且此类重组的参与者不能是外国公司。

“B”类重组：GPP 与被收购的公司进行股票置换。这类重组的好处是被收购公司相当于成为收购公司的子公司，因此不存在资产转移中的手续问题。对于难以转移的资产如特殊的产权、专利权等，这类重组成本最低。

“C”类重组：GPP 用自己的股票收购被收购公司的全部资产，被收购公司随即清盘，把股票分给原来的股东。

安然决定使用“B”类重组，因为股票置换时，原来的股东不必在交易发生时交纳资本利得税。但是，由于外国合资企业的股票常有许多限制性规定，安然干脆成立了一系列控股公司，然后 GPP 置换这些公司的股票。

从 20 世纪 90 年代中期以后，安然不断地使用和完善这些金融重组技巧，建立复杂的公司体系，其各类子公司和合伙公司数量超过 3 000 个。

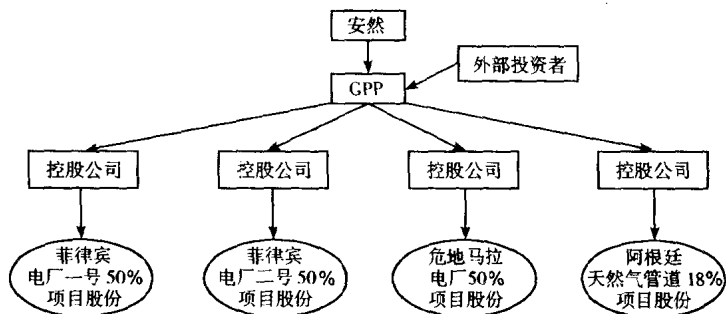


图1 安然重组海外项目示意图

## 财务游戏

安然旗下除了众多能源和宽带通信企业，还有一些基金管理公司，为安然提供所需的融资、套期保值或风险控制手段。正是与这些关联企业的背后交易，使安然最后破产。

最典型的案例是 LJM 资本管理公司 (LJM Capital Management)。这家安然关联企业由当时安然的财务总监安德鲁·法斯托牵头建立并自任总经理，主要业务是投资管理，LJM 的名称即以其三个孩子姓名的第一个字母组合而来，发行的基金包括 LJM 一号、LJM 二号、LJM (开曼群岛) 等，其中，规模最大的 LJM 二号基金的投资者包括第一波士顿、Wachovia (美国最大的地方商业银行之一)、通用电气和阿肯色州教师基金等信誉卓著的机构投资者。这种合伙是在美国越来越流行的投资者联合进行投资的工具。安然在 LJM 一号和 LJM 二号基金中分别投入了 1600 万美元和 3.94 亿美元的资本。

2000 年中期开始，安然最新重大项目宽带公司的前景日益暗淡，安然公司管理层甚为担心。此时，安然财务总监法斯

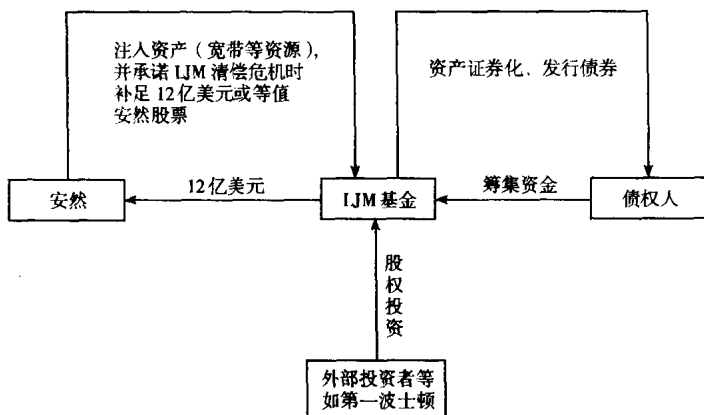


图 2 安然 LJM 基金操作示意图

托建议，要求关联企业 LJM 二号为其宽带业务等资产的价值提供担保。于是，安然与 LJM 二号签订交换合同，条件为：如果安然这部分资产升值，LJM 二号将分享溢价；如果安然这部分资产贬值，LJM 二号必须弥补安然贬值部分；安然可以立即从 LJM 获得 12 亿美元现金，但如果 LJM 二号发生清偿危机，安然将打入价值为 12 亿美元现金或等值安然股票。

安然并没有事先确定承诺发行股票的数量，而是保证所发行的股票价值等于 12 亿美元。这里的风险是，如果安然股价出现大幅下滑，它将被迫发行更多数量的股票来凑足相应的价值，更加稀释原有股东的股票价值，导致股票价格进一步下跌。由于安然股票跟宽带资产的价值有很高的相关性，其结果是，如果未来这部分资产价值继续下跌，安然股价受到压力时，因这种担保导致的股票稀释反而使股价进一步下跌，安然投资者的风险陡然加大。

这一潜在风险，直到安然崩溃，从未公开披露。

LJM 二号与安然之间的协议金额面值高达 21 亿美元。在

IT 业及通信业持续不振的情况下，安然在 2000 年至少从互换协议中“受益”5 亿美元，2001 年“受益”4.5 亿美元。这些收益其实正好对应于其相应的宽带资产价值减少。但安然只将合约对自己有利的部分计入财务报表，并把这些受益算作收入——这其实不是什么收益，只是一个财务游戏。

这些支付使 LJM 二号本身的资金陷于枯竭。按照上述协议，安然必须发行价值 12 亿美元的股票充实 LJM 二号的资金。不幸的是，安然股价也在直线下跌，到 2001 年第三季度已跌至 40 美元以下。安然决定不实施新股发售计划，于是只好依靠出售资产套现，赎回 LJM 二号中其他投资者的投资，使 LJM 二号成了安然的全资子公司。这样一来，安然原来没有合并进财务报表的亏损，一下子暴露了出来。

在 2001 年 10 月 16 日，安然公布第三季财务报表时，称为了中断与“某一关联企业”的财务合约而出现 10 亿美元的一次性重组费用，同时也从“股东权益”（shareholder equity）项下扣除 12 亿美元。这 12 亿美元是履行与 LJM 的责任。此消息引起激烈的市场反应，也是安然下沉的开始。

安然与 LJM 的这类关联交易，本身并不一定违法。从美国近年的实践中看，工业公司与金融机构签订合同来对自己的业务进行套期保值已成常见行为。这类保险型的合同其实是一种金融工具，基金投资者可从安然的资产升值中得利，但也承担相应的损失。这种“互换”也使安然得以“熨平”自己的盈利波动，使之不受到行业波动的影响，从而不轻易令华尔街“失望”。由于 LJM 中安然的股份不足以引发合并报表，安然及其审计师安达信会计师事务所都声称其行为符合美国通用会计准则。但是，即使对这些“衍生工具合同”的风险披露尚没有统一的认识，安然也是明显利用了会计上的漏洞，把风险隐藏在背后。安然在实质上承担了全部的风险，审计师应当据此

要求合并或拒绝签署报表。

## 藏起来的债务

为了扩张企业，安然需要大量融资，但又不想增发股票或直接发行更多负债，以免摊薄股权或降低债信评级。在许多种可能的选择中，安然选择了一条危险的道路：利用关联企业来隐藏债务。

安然钻了美国通用会计准则（GAAP）的空子，虽然拥有许多子公司 50% 的股份，但仍然无须合并其报表，所以，虽然在实质上控制了所设立的子公司和投资项目，这些子公司的负债在安然本身的资产负债表中很难反映出来。

安然利用的另一种手段是“信托基金”。其中最著名的两个分别称为“马林”（Marlin）和“鱼鹰”（Whitewing）。在“马林”中，安然将自己在英国和其他地方的水厂资产剥离给基金，让后者以此为抵押发行债券。信托基金通过发债融来的资金进入安然，安然却无须将这些债务计入公司报表内（因这是用水厂资产“换来的”）。但是，安然承诺在一定期限内用股票或现金赎回“信托基金”。安然的如意算盘是在“信托”存续期内尽量使相应的资产增值，在信托赎回时出售该资产来支付债券。但不幸的是，安然的英国业务并没有升值，当“马林”信托基金的赎回期在 2001 年 7 月来临时，安然须用可转换优先股或现金来补充。

安然的解决方案是建立“马林二号”信托基金，将最终的赎回期限拖延到 2003 年。“马林二号”基金的负债为 10 亿美元。安然宣称，即使出售信托基金所持有的水厂资产的收入不足偿还其债务，安然还可出售公司的其他资产（如波特兰电力公司等）来补充。但是，如果安然公开披露此信息的话，债信评级

公司一定会据此重新考虑对安然的债信评级，因为这部分资产等于已抵押给了信托基金，已不能用于安然本身的债务清偿。

“鱼鹰”信托基金以同样方式发行了 24 亿美元的债券，作为抵押的资产包括安然在中美洲的天然气传输系统、为欧洲电站设计的涡轮机组、在欧洲各电厂中的股份以及其他能源资产。如果这些项目最终的价值超过了负债的金额，安然可以得到“额外”的利润。由于这些资产和负债在安然的资产负债表上都没有反映，这些“额外”的盈利很可能给人们一种假象：安然用了很少的资本就得到了很高的利润。

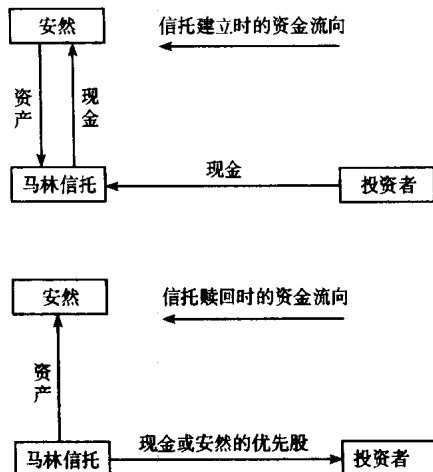


图 3 马林信托基金操作示意图

按照信托条款，安然在两个条款同时满足时，必须立即以现金清偿基金债券。第一，安然股价低于一定的“门槛”（对于“鱼鹰”是 59.78 美元，对于“马林二号”是 34.13 美元）；第二，安然的信用评级被降至“投资”级以下。

到 2001 年 10 月底，安然股价早已低于 30 美元，第一个条件已满足，现在的问题仅是第二个条件是否会被触发。一旦