华南农业大学学报(社会科学版)
2003年增刊 JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY (SOCIAL SCIENCE EDITION) Suppl. 2003

评析"安然"的金融创新与金融风险

姜 凌

(华南农业大学 经济贸易学院,广东 广州 510642)

摘 要:文章剖析了安然公司的金融创新活动和金融风险及安然的资本结构和金融风险,企业短期的繁荣可以通过许多方式获得,但企业持续增长的力量却只能从长期以来传承的价值公理中获得;要规范企业运用金融创新工具并使其为经济的健康发展服务,建立更为完善的金融风险防范和风险监督机制,完善市场、法律以及政府的监管制度。

关键词:安然公司;金融创新;金融风险;衍生工具

中图分类号:F275.1;F830.99 **文献标识码**:A **文章编号**:1672-0202(2003)S0-0045-06

企业巨人安然公司的坍塌,不仅让世人震惊,同时也让人们在巨变后冷静思考寓于其中的深刻含义。安然能在短短的15年从一个地区性的传统能源交易商发展到实体经济与现代金融相结合的商业帝国,它在对冲基金、利率掉期、金融衍生物及其他复杂金融创新工具的运用功不可没,这些不能因其陨落就全盘否认;与此同时,设计初衷是用以规避金融风险的各种复杂金融创新工具由于使用不当或滥用,可能引致更重大的金融风险。事实上,这的确是个经典而难得的真实案例,可以从不同视角对其加以分析——美国的政治捐款制度、公司治理结构、养老金管理制度、审计制度、会计事务所管理制度、企业文化和企业风险预警制度、投资银行的股票推荐制度与商业银行贷款风险管理制度等等方面的制度缺陷。然而,本文并不打算分析其中的方方面面,本文的分析维度侧重于安然的金融创新活动与金融风险。

一、安然的成长历程

安然公司(Enron Corp.)最初是一家名不见经传的天然气管道公司,成立于1985年7月,从十几年前的中小型地区能源供货商起家,就像所有投资故事的经典开始,骄人的业绩、创新的精神以及良好的政界产业界关系,所有一切都铸就了安然灿烂夺目的金色光环。作为世界最大的能源交易商,掌控着美国20%的电能和天然气交易,是华尔街所有投资基金经理的宠儿。到破产前,公司营运业务覆盖全球40个国家和地区,共有雇员约2.1万人,资产额高达620亿美元。

在15年间,安然公司的业绩迅速增长,销售收入从1990年的53.36亿美元上升到1996年的132.89亿美元,进而到2000年1007.89亿美元,利润则由1990年的2.02亿美元、1996年的5.84亿美元增至2000年的9.79亿美元,自1990年到2000年间,安然的销售收入激增17倍,净利润激增4倍多(见表1)。

正是这些辉煌业绩,安然被《财富》杂志评为"最富创新能力"的企业,名列《财富》杂志"全球500强"的第十六名,美国排名第七,成为华尔街的一大明星。安然的股价也从1995年的约每股15

收稿日期:2003-07-11

作者简介:姜 凌(1974-),女(汉族),华南农业大学经贸学院2002级博士研究生,研究方向为金融理论与政策.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

美元蹿升至2000年8月的90.75美元,市值约700多亿美元,2000年股价在一年之内上升了89%。

表1 1990-2001年安然公司主要财务指标 单位:亿美元

项目	销售收入	利润额	利润率(%)	重新公布的利润额(2001.11.8)	长期债务	员工人数
1990	53.36	2.02	3.79		29.82	6962
1991	56.98	2.32	4.07		31.08	7731
1992	64.15	3.06	4.77		24.58	7776
1993	79.86	3.33	4.17		26.00	7100
1994	88.94	4.38	4.92		28.05	6955
1995	91.89	5.20	5.66		30.00	6692
1996	132.89	5.84	4.39		33.00	7456
1997	202.73	1.05	0.52	0.09	62.54	15555
1998	312.60	7.03	2.25	5.90	73.57	17800
1999	401.12	8.93	2.23	6.43	71.51	17900
2000	1007.89	9.79	0.97	8.47	85.50	20600
2001年3季度	1387.18	-6.18	-0.45	-6.35	65.44①	-

注:①安然的长期债务在2001年第3季度表现为下降,不容忽视的是,它的短期债务大幅上升:2000年底其短期债务为16亿美元,至2001年9月,该项目达到64亿美元。

资料来源:安然公司网站和美国证券交易委员会档案。

然而,当股价被炒到2000年的顶峰时,这些股价所隐含的利润增长预期有多高呢?换句话说,安然必须维持多高的增长率才能支持这些股价?安然的销售收入虽然在1997-2001年间像坐了火箭般飞速增加,但利润率却徘徊在1%~2%(见表1)。这说明安然的股价显然已被高估了。然而在非理性的股市岁月里,反映在股价中的市场预期是:该公司能永远以高速度增长其利润。那么,后来实体经济的现实表现如何呢?当实体经济利润无法满足反映在股价中的高速利润增长预期时,安然管理层面对的选择:要么对市场说实话,全面收缩战线,但是这将被浮躁和不能容忍失败的华尔街所抛弃;要么,进行大规模的关联交易、结构融资和表外交易。这种投机取巧的做法是打审计的擦边球,也是安然的选择。

我们无法预测偶然事件的出现,却无法回避偶然事件导致的结果。安然如同其他成长型公司一样,恪守着稳健经营的风格和传统,直到1996年一个在安然公司发展历程中无法忽视的偶然事件的出现:里奇·金德离开安然公司,不再出任安然总经理和首席营运官(任期自1990-1996年);由杰弗里·斯基林接替里奇·金德出任安然总经理和首席营运官职位(任期自1997-2001年)[1]。自此,安然的经营风格和走向开始发生巨变。1990年,安然收入的80%来自天然气传输服务业,而到2000年,其收入的95%来自能源交易与批发业务,安然已基本上从电站及管道经营商演变成一家交易公司,成为全球能源交易巨头。

二、金融创新与金融风险

金融创新是金融业务创新、金融市场创新及政府对金融业监管方式创新的总和。狭义的金融创新是指金融工具的创新;广义的金融创新是指适应经济发展需要而创造的新的金融市场、金融商品、金融制度、金融机构、金融工具、金融手段及金融调节方式等。金融创新在使投资者得以规

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

避一些风险、增加他们的收益的同时,也给金融体系带来了新的风险,主要的原因在于投机性的金融活动增多。

随着美国政府在80年代后期解除对能源市场的管制,一方面,天然气价格与油价的波动制造了能源交易的商机,另一方面也因此增加了能源消费商对控制能源价格风险的需求。正是这两种因素构成了能源期货与期权交易兴旺的契机。安然公司则一方面向能源消费者销售这种类似期货合约的金融创新产品,另一方面再与能源生产者签订能源订购合约。

安然公司的迅速发展得益于它在能源交易、会计财务等方面的一些创新活动,与此同时这些创新的模式也为公司的前境埋下了隐患。安然最主要的创新活动来自对金融工具的创造性运用,通过金融创新工具使本来不流动或流动性很差的资产或能源商品"流通"起来。方式一,为能源产品(包括天然气、电力和各类石油产品)开辟期货、期权和其他复杂的衍生金融工具,以期货、期权市场和衍生金融合同把这些能源商品"金融化"。为诸如此类的合同定价并参与交易,不仅极度复杂,而且风险极高。安然研制出一套为能源衍生证券定价与风险管理的系统,这构成了它的核心竞争力。这些定价技术、风险控制技术以及财力资源上的优势,使安然垄断了能源交易市场,并"从一个天然气、石油传输公司变成一个类似美林、高盛的华尔街公司"[2]。

方式二,推出最近几年在美国流行的金融工具——资产抵押证券(Asset - backed Securities),将一系列不动产(如水厂、天然气井与油矿)打包(Package),以此为抵押,通过某种信托基金或资产管理公司,对外发行债券或股权,以此把不动产"盘活"[3]。由此,流动性很差的不动产便"流通"起来了。以不动产抵押发行证券本身不足为奇,关键在于,在此过程中,安然建立了众多关联企业与子公司之间隐藏着多种复杂的合同关系,从而达到隐蔽债务、减税以及操纵利润的目的。

与安然有关的两个信托基金:"马林"和"鱼鹰"。在马林基金中,安然将自己在英国的水厂和其它资产剥离给基金,由基金发行资产抵押债券,所筹资金由安然运用。但是,安然必须到期用可转换优先股或现金赎回不动产。安然试图使不动产在信托存续期内尽量增值,但不幸的是,事与愿违。2001年7月,马林信托基金的赎回期到了,安然无法偿还债务,只能建立马林二号信托基金,将赎回期延续到2003年,马林二号基金负债为10亿美元。鱼鹰信托基金以同样方式发行了24亿美元的债券。

从美国近年的实践来看,工业企业与金融机构签订合同对自己的业务进行套期保值比较普遍。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。信托基金发行债券后,尽管有抵押,但其他投资者并不放心,要求安然做进一步的担保。因而在签订的合约还有下面的条件:一是安然的股票价格不能低于一定的价位,如果低于这个门槛,安然必须买回这些债务(对于"马林二号"是34.13美元,对于"鱼鹰"是57.78美元和47美元两种不同的引发价格)[4],二是安然的债信评级必须满足要求,即如果安然的债信被评到垃圾级以下时,安然必须把这些发出的债券按发行价买回。这两个条件非常重要,它使安然在实质上承担了全部的风险。

以马林二号为例,出售债券是空头策略;不动产抵押和增发股票的担保是多头策略。由于抵押的水厂资产与安然股票价值有很强的相关性,因而多头主要就是安然股票。水厂等资产流动性差,价值不易估算,风险难以估测。与此同时,安然的股票值多少钱,该如何定价,金融产品与实物产品最大的区别就是实物产品可以用成本去计算而金融产品则基本不可以,这又涉及到对金融产品的定价问题;而债券流通性好,它值多少很清楚。在操作中,常用同类公司的经营业绩来评估一些价格,这里暗含着市盈率相同的假设。实际上这种做法是存在问题的,因为流动和不流动的资

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

产性质差别很大。因此,这种套期保值策略不可能把风险完全对冲掉,所有的风险实际上都由安然承担。从1998年美国巨型对冲基金——长期资本管理公司(LTCM)破产的经验看,用流动性差的资产去对冲流通性好的证券,风险极大,尤其在市场动荡时可能造成致命性打击。当安然与信托基金签订的合约中偿还债务的附加条件满足时,由于安然拿不出34亿美元的现金来清偿债务,它也没能逃脱金融风险带来的厄运。

与此同时,还有关于安然内部衍生金融工具——能源合同的收益确认问题。自20世纪80年代以来,美国会计界和金融界一直对金融工具,特别是对衍生金融工具的确认、计量和披露问题争论不休。公允价值会计准则的出现,在美国会计界和金融界引起强烈反响。公允价值会计(Fair Value Accounting,亦称 Market Value Accounting),是以市场价值或未来现金流量的现值作为资产和负债的主要计量属性的会计模式。以美国证券交易管理委员会(Securities and Exchange Commission,SEC)和投资者为代表的支持者认为,公允价值会计将极大提高财务信息的相关性,使会计信息反映金融资产和负债的真实价值;以联邦储备委员会、财政部和金融界为代表的反对者则认为,公允价值会计是对现行会计模式(以历史成本为主要计量属性)的极端背离,不仅缺乏可靠性,而且将导致金融机构的收益产生巨大波动,促使金融机构的贷款决策短期化。尽管公允价值会计有诸多争议,美国财务会计准则委员会最终还是决定把解释权交给各个公司。安然也采用了这种会计方法,而且是第一家运用公允价值会计法的非金融公司①。要知道,华尔街的大公司都是用公允价值会计法来统计他们的贸易业务的。

由于能源交易合同的市场报价多不存在,需根据市场上相似的合同和估价技术来确定价格,可用于估计价值的较好的信息和数据包括近期的现货价格和远期价格。能源价格曲线表示出能源商品未来一至五年的远期价格,这是可以从市场中得到的。然而很多能源合同期限都超过五年,没有直接可得的公允价值,这也使得公司管理层在确定合约价格和收益上有很大的主观性和随意性来操纵财务报表。大多数安然的业务是基于"未来市场"的合同,安然通常会将签订的长期合同收入的绝大部分一次性计入公司财务报表,但是在长期合同未能完全履行之前并不能给安然带来这么多的现金流。因而,长期合同签订得越多,公司账面数字和实际现金收入之间的差距就越大。从这一角度看,单纯的财务报表和数据很难反映出公司的真实经营状况和盈利能力。正是预算收入的增长比现金更重要这种思想导致了安然的现金和清偿危机。

三、资本结构与金融风险

一般来说,企业的资本结构由长期债务资本和权益资本构成,资本结构也就是长期债务资本和权益资本各自所占的比例。安然的扩张途径和其他的企业一样,要么是发行股票,要么是借债。发行股票会稀释股权,进而引发股票价格下跌,安然与关联企业签订的许多复杂担保合同中常有关于公司信用评级、资产价值、安然股价的条款,股价下跌会给安然带来清偿危机,并不为安然所采取;借债便成了唯一的选择。但借债也不能太多,因为负债过高会导致穆迪和标准普尔等主要资信评级公司降低对它的信用评级,降级会使公司本已很高的利息成本进一步大幅上扬,令其难以为继续扩张提供资金,情况恶化时甚至会直接导致出现现金流危机,这正如安然破产前出现的一幕。

① 参见罗伯特·布赖斯2002年《安然帝国梦》,上海译文出版社。另,公允价值会计法是斯基林的创意。安然的审计委员会于1991年5月采用公允价值会计法,并报经美国证券交易委员会批准。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

安然面临的两难困境是,既要为企业的扩张性经营通过举债寻找持续的资金来源,又不能在资产负债表中列示过多的负债。像当今其他许多公司一样,安然使用了复杂的、被称之为特殊目的实体(special purpose entities,SPEs)的金融工具和其他资产负债表表外融资,诸如此类的工具允许公司在资产负债表中看不出负债的情况下增加融资。换句话说,它在试图隐瞒公司的债务。

2001 年 10 月,《华尔街日报》揭露安然公司利用合伙公司隐瞒巨额债务。经查明,安然公司实际负债高达 400 亿美元,账面仅列示了 130 亿美元,其中长期债务 65.44 亿美元,短期债务 64 亿美元(长期债务历年公布数据见表 1);另外的 270 亿美元的债务,包括 30 亿美元银行贷款,70 亿美元公司债,170 亿美元属于能源衍生商品以及其它各种复杂的债务。

安然的庞大债务是它不顾自身资源和实力,力图迅速做大的经营战略导向的结果。为迅速扩张业务领域,安然不仅从经营传统的天然气、石油的开发与运输扩展到包括发电和供电的各项能源产品与服务业务,而且还经营纸浆、煤炭、石化制品、塑料、风力、水力、木材、宽带等;不仅从提供贸易服务扩展到提供有关能源输送的咨询、建筑工程等服务,而且还向客户提供金融、风险管理及在线交易服务。

为了在资本市场淘大金,安然投身于"新经济"的宽带网络和电子商务,一时间,安然成了炙手可热的"新经济"股。1999 年 11 月安然的新网站安然在线(EnronOnline)开通,交易业务更兴旺,安然的业务交易量一度得以呈现指数倍的增长。在交易中,安然就像 NASDAQ 的做市商(Market Maker)一样,它在任何时候都愿意卖给任何公司任何能源衍生商品以及实物商品,它可以成为所有合同的交易对手[5]。这也成为问题所在。因为它是每笔交易的中间商,安然必须在它买进和准备卖出的商品达到交易双方满意的价格前持有这些商品几天甚至几星期,这不仅意味着安然必须备有几十亿美元的现款才能在近 800 种交易量飞涨的商品市场上保持流动性,与此同时公司的现金和净利润在轻易地流失。仅 2000 年上半年的利息费用就高达 3.76 亿美元,比里奇·金德在任的最后一年——1996 年全年支付还多,那一年的利息费用是 2.90 亿美元。随着全球经济陷入衰退,网络科技泡沫迅速破灭,安然网上交易市场也迅速丧失了抗御风险的能力,成了该公司破产前亏损最大的部门。安然公司的超常扩张形成的高负债导致了公司的信用危机,由此形成债务的集中暴露至无法偿付以破产告终。

四、安然事件的思考

安然公司、世界通信公司(WorldCom)的倒闭提请我们正视:企业不管大小都可能倒闭。现实生活中,对于中小企业,一般的看法是其风险程度要大,所以商业银行和投行、资本市场以及监管部门对其风险控制也较为严格;但对于大企业来说,相关金融机构、市场和部门的警惕性就没有那么高。然而,安然、世通等在短短几个月的时间中倒下提醒人们对于投资对象必须做深入的了解才能决定。

过于看重财务报表的当期表现,早已经是华尔街臭名昭著的老毛病了,这也是安然和世界通信之流不遗余力粉饰报表的动力。或许我们更多的应该关注对数字的理解,也就是说数字背后的隐含可能比数字本身更重要。企业短期的繁荣可以通过许多方式获得,但企业持续增长的力量却只能从长期以来传承的价值公理中获得。希望通过眼花缭乱的购并、资本运作或者损益表上的数字转移来实现快速增长梦的时代已经过去了,经济正在回落到基本层面。

从理论上看,衍生金融工具等金融创新工具的产生源于对风险的规避,然而实际运作中它们却常常是制造新风险源头,因为这一建立在数学模型基础上的创新工具在频繁地运用中使现实状

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

况变得十分复杂,人们驾驭金融衍生工具的能力显然还是不够的。安然曾因其金融创新和风险管理而引以为傲,现实表明它所涉及的金融产品的复杂程度远远超出了它所能够安全处理的能力。如何规范企业运用金融衍生工具并使其为经济的健康发展服务,成为监管当局、资本市场以及金融机构亟待解决的一个重要问题。

安然事件发生在资本市场和公司治理相对比较成熟的美国,这提醒我们注意,金融风险隐藏在制度不健全、市场不完善、监管失衡的角落里伺机待发,因而需要建立更为完善的金融风险防范和风险监督机制,完善市场、法律以及政府的监管制度。同时,既要防止监管过度,又要防止监管不足。监管当局的监管过度,会遏制金融创新的活力,减少金融产品消费者的社会福利;监管当局的监管不足,又可能放大金融创新的风险,导致金融体系和金融结构的不稳定。因而,对监管当局而言,需要寻求监管过度和监管不足之间的均衡点。对中国证券市场来说,最重要的可能不是如何创新而是首先做好基础性的工作,在制度上规范证券市场。

参考文献:

[1] 罗伯特·布赖斯. 安然帝国梦[M]. 上海:上海译文出版社,2002.
[2] 施欢欢,鲁直,张文贤. 由安然破产案透视金融衍生工具的会计处理[N]. 证券市场导报.2002,(5).
[3] 韩德宗. 评安然破产案背后的金融风险[J]. 商业经济与管理. 2002,(6).
[4] 陈志武,岳峥. 安然之谜[J]. 财经. 2002,(1).
[5] 韩德宗.评安然破产案背后的金融风险[J]. 商业经济与管理. 2002,(6).

An Analysis of Enron's Financial Innovation and Financial Risks

JIANG Ling

(*College of Economics and Trade, South China Agricultural University, Guangzhou* 510642, *China*)

Abstract: Not long ago, Enron was one of the world's most admired companies. Now it was in bankruptcy. Enron used sophisticated financing vehicles known as Special Purpose Entities (SPEs) and other off - balance - sheet structures. Such vehicles permit companies, like Enron, to increase leverage without having to report debt on their balance sheet. It is badly needed to expand the number of key performance indicators, to present the information investors really need to understand a company's business model and its business risks, financial structure and operating performance. Meanwhile, how to strengthen financial supervision and promote the steady development of economy become the focus in the whole world.

Key Words: Enron Corporation; financial innovation; financial risk; derivatives

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net