

雷曼兄弟“REPO 105”粉饰财务报告事件分析

蒋卫平

(国家外汇管理局, 北京 100033)

摘要: 2010年3月10日, 纽约地区破产法院指定的律师 Anton Valukas 经过一年的调查, 公布了雷曼兄弟破产倒闭原因的调查报告。令雷曼陷入财务危机的罪魁祸首是过度追求高风险的经营模式与用“REPO 105¹”掩饰其日益恶化的财务结果的会计舞弊行为, 两者的合力最终造成了雷曼兄弟破产清算。本文针对雷曼兄弟的会计舞弊问题, 深入分析“REPO 105”的具体交易细节, 从中提炼出美国投资银行如何滥用会计准则规定, 达到操纵资产负债表的行为模式。事实上, “REPO 105”的交易模式是雷曼兄弟公司各部门负责人、外部审计师与律师经过多月磋商、反复论证最终制定出来的方案, 其精细程度以及在形式上的“合法”程度并不是外部投资者通过分析所能洞察! 雷曼兄弟的案例也提示了, 我们离参透、驾驭外国投资银行的目标甚远!

关键词: 雷曼兄弟破产; 会计舞弊; 财务报告粉饰; 投资银行业务

作者简介: 蒋卫平, 女, 经济学博士, 任职于国家外汇管理局。

中图分类号: F830.90 文献标识码: A

问题的提出

REPO 交易作为一种常见的短期融资业务, 正常情况下将增加使用者的杠杆率与资产负债规模。但 Anton 律师在调查报告的第三部分指出, 雷曼常在财务报告日²的前几天使用“REPO 105”交易, 将部分证券暂时性³移到资产负债表外且未披露将来回购证券的义务, 有效地在财务报告日减少了上市公司⁴对外公布的杠杆率与资产负债规模。玄机在哪里?

目前, REPO 交易会计处理的依据是《美国财务报告会计准则第 140 号——金融资产转让和服务及负债清偿》(以下简称“SFAS 140”), 规定了 REPO 交易应确认为“抵押借款(collateral borrowing)”或“出售(sale)”的规则。准则第九条给出了确认为“出售”的条件⁵:

“在资产转移过程中, 如果出让方还收到了除受益权(beneficiary interests)以外的对价, 并且出让方放弃了对金融资产的控制权时, 该交易可作为出售处理。”

且只有以下三个条件同时满足时, 出让人才被认为是放弃了被转让资产的控制权: (1) 被转让资产已经与出让人相隔离⁶; (2) 受让人有权将其所收到的资产进行抵押或用于交换, 不存在约束受让人行使该权利的情况, 并且受让人也不需要向出让人支付额外的对价; (3) 除行使出清结选择权外⁷, 出让人在到期前没有回购或赎回被转让资产的权利或义务, 也未保留单方面要求持有人归还被转让资产的权利。

大部分情况下, REPO 交易出让方都约定了在未来按一定价格回购被转让的证券的条款, 即符合 SFAS 140 第 9(c)(1)所定义的情况, 需按照 SFAS 140 第 47

条作为“抵押借款业务”核算。具体包括：（1）在回购期间，被转让的证券依然留在其资产负债表上；（2）借入的现金计入雷曼兄弟的总资产；（3）负债增加，金额等于回购合约到期时需要归还的本金与利息的合计数。我们用一个简化的资产负债表说明 REPO 交易对报表的影响（表 1）。

表 1：回购交易发生前的资产负债表与杠杆率

资产：		负债：		1. 总杠杆率=800,000/27,000=29.63
现金：	7,500	短期借款：	200,000	2. 净杠杆率=(800,000-350,000)
金融工具：	350,000	抵押融资：	325,000	/27,000=16.67
抵押贷款：	350,000	长期借款：	150,000	
应收款项：	20,000	应付账款：	98,000	
其他：	72,500	权益：	27,000	
合计：	800,000	合 计	:	

假设 LBHI 进行了一笔金额为 50,000 美元的回购交易，影响如表 2 所示。

表 2：发生回购交易后的资产负债表与杠杆率

资产：		负债：		1. 总杠杆率=850,000/27,000=31.48
现金：	7,500+50,000	短期借款：	200,000	2. 净杠杆率=(850,000-350,000)
金融工具：	350,000	抵押融资：	325,000+50,000	/27,000=18.51
抵押贷款：	350,000	长期借款：	150,000	
应收款项：	20,000	应付账款：	98,000	
其他：	72,500	权益：	27,000	
合计：	850,000	合计：	850,000	

总之，从模拟回购交易对资产负债表的影响可以得出，REPO 交易在正常情况下将增加资产负债表的规模与杠杆率。雷曼使用的 REPO 105 为何能够减少资产负债表规模与杠杆率？它究竟有何种特殊之处？

雷曼 REPO 105 交易动机分析

从 2001 年雷曼兄弟首次使用 REPO 105 交易到 2007 年初，公司始终将 REPO 105 的交易量控制在 200 亿美元~250 亿美元之间。但从 2007 年中期开始，雷曼兄弟在每个季度末大幅增加 REPO 105 的交易规模。仅由美国雷曼公司发起的 REPO 105 交易所涉及的资产规模分别为：2007 年第四季度为 84 亿美元、2008 年第一季度为 149 亿美元，2008 年第二季度为 136 亿美元。

事实上，从 2007 年市场已开始关注投资银行杠杆率过高的问题。如果雷曼公司的净杠杆率高于同行平均水平，它将丧失股权再融资的机会。这对于资本岌岌可危的雷曼是致命的。但是，从 2007 年中期开始，雷曼兄弟账面上持有的资产流动性逐渐恶化，如果通过出售资产来降低杠杆率将会发生巨额的亏损，并对仍在资产负债表上的资产产生市价重估损失的压力。相对而言，REPO 105 交易

能够以较低的成本在资产负债表公布期间给出好的结果。Anton (2010) 的研究报告分析了 REPO 105 分别对 LBHI 2007 年年报、2008 年第一季度季报、第二季度季报杠杆率的影响（详见表 3）。

表 3 REPO 105 对 LBHI 年报与季报杠杆率的影响

日期	REPO 105 的使用规模	净杠杆率	剔除 REPO 105 后的净杠杆率	差额
2007 年 4Q	386 亿美元	16.1	17.8	1.7
2008 年 1Q	491 亿美元	15.4	17.3	1.9
2008 年 2Q	503.8 亿美元	12.1	13.9	1.8

*资料来源：Anton (2010)。

当回购合约到期时，资产负债表日也已经过去。雷曼兄弟再借款偿还 REPO 105 的本息，先前转移出去的资产又重新回到了表内、先前减少的负债也恢复到、甚至高于原先的水平。REPO 105 有效的粉饰了 LBHI 的资产负债表情况。

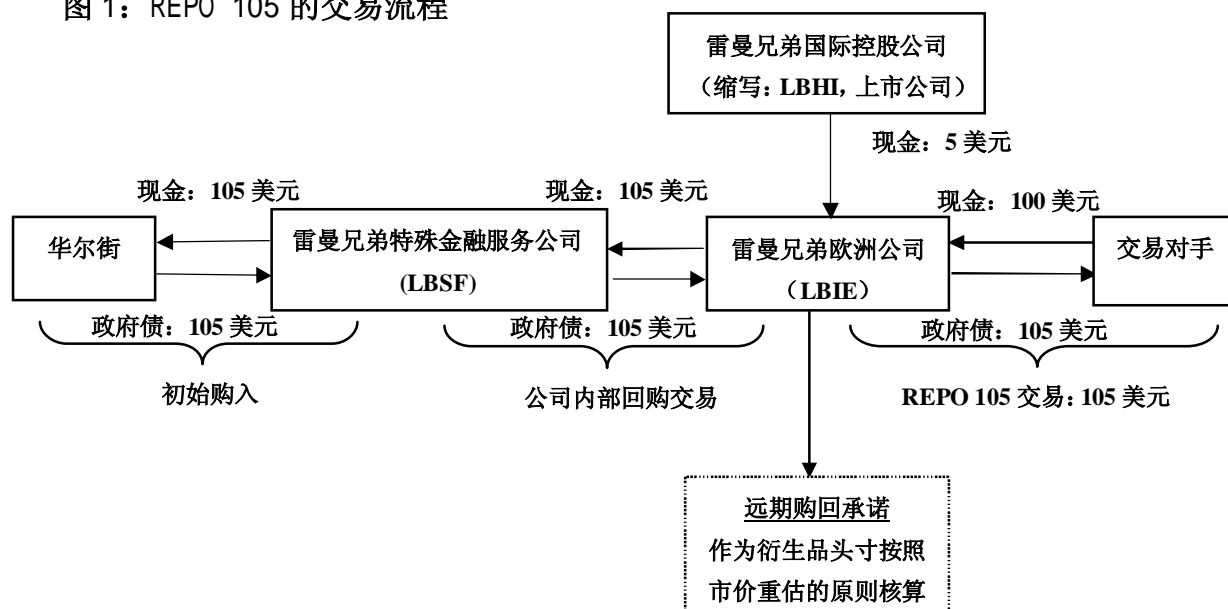
对 REPO 105 具体交易结构的分析

REPO 105 交易与普通 REPO 交易在结构上、流程上、交易所使用的文件、交易使用的抵押品、甚至交易对手都完全相同，但 REPO 105 按 SFAS 140 第 98 条“出售业务”确认。

事实上，自 2000 年 9 月 SFAS 140 开始生效后，雷曼兄弟各个部门的负责人，包括信贷部、财务部、会计政策部、合规部、产品控制部等齐聚纽约，讨论雷曼兄弟应该如何利用 SFAS 140 来管理其资产负债表。当时，雷曼兄弟的外部审计师与律师也参加了会议，一起审核了 SFAS 140 中 REPO 交易的规定，精心设计出了 REPO 105 交易。

通过对比 REPO 105 的交易过程与 SFAS 140 中第 9 条、第 98 条，我们找到了雷曼兄弟为适用该会计准则而构造 REPO 105 交易结构的明显痕迹。本文分步解析了雷曼“会计魔术”的具体过程（详见图 1）。

图 1：REPO 105 的交易流程



一、采用远高于市场水平的折扣率制造“出售”的前提

被转让的证券市场价值与借入现金之差称为“折扣 (haircut)”。在正常的 REPO 交易中，折扣通常在 2% 左右，即以市价 102 美元的证券作为抵押可借入 100 美元的现金。而 REPO 105 的折扣率至少为 5%、REPO 108 的折扣率至少为 8%，远高于市场平均水平。

分析发现，高折扣率是雷曼将 REPO 105 由“抵押借款业务”改造成“出售业务”的必要条件。根据 SFAS 140 第 218 条规定“即使受让人发生违约，出让人获得的抵押借款金额不足以完全支付在合约期间从市场上购买相同证券所需的重置成本，则出让人对被转让证券的控制权并没有得到保障。”准则又举了个例子明确规定：“……使用 98% 的抵押率或 102% 的超额抵押的回购合约”时，出让人对被转让资产仍保留有效的控制权。REPO 105 超额抵押率明显超过 2%，因此雷曼就能被认定为不具备对被转让资产保留有效的控制权，从而符合出售的一个条件。

但就 REPO 105 交易本身看，除雷曼为相同规模的贷款提供了更多的抵押品外，与普通 REPO 交易并无两样。而事实上，他完全有能力按市场通行的 REPO 折扣率获得相同金额的贷款。高于市场水平的折扣率是为了让出让的资产获得表外处理而支付的代价。

二、用英国的律师意见函进一步加强“真实出售”的依据

虽然雷曼 REPO 105 交易使用到的大部分证券属于美国雷曼兄弟控股有限公司 (LBHI)、雷曼兄弟特殊金融服务公司 (LBSF)，并且这两家美国公司也是 REPO 105 的主要受益人，但所有 REPO 105 交易都是借道其伦敦子公司——雷曼兄弟国际 (欧洲) (以下简称“LBIE”) 完成操作。为什么？

这是因为 SFAS 140 准则第 9 (a) 条规定，被转让的资产与出让人进行“隔离 (isolated)”是构成出售的必要条件⁸，即转让必须在法律上获得“真实出售”的认定。为此，出让人需要律师对是否“真实出售 (true sale)”出具意见函。但美国法律不允许律师就此事项发表意见，雷曼只能求助于伦敦 Linklaters 律师事务所。虽然 Linklaters 在意见函中强调，“该意见受英国法律管辖并按英国法律进行解释”、“其提供的意见只适用于 LBIE”，“不能转让予其他人，也不能用于他人或者其他目的”。但这种地域上的障碍，只要通过公司内部回购交易就能轻松绕过。

退一步讲，即使 Linklaters 意见函专为 LBIE 出具，但 LBIE 属于 LBHI 财务报告的合并范围，因此 LBIE 的财务结果将被并入控股公司。这就意味着发生在欧洲市场的 REPO 105 业务直接影响着在纽约交易所上市的 LBHI 对外公布的财务报表结果。该步骤使雷曼在将 REPO 105 确认为证券出售业务时依据更为充分。

三、负债变资产的“魔术”

正常的 REPO 交易中，出让方一般都有承诺在到期日回购被转让资产的条款，因此根据 SFAS 140 准则第 47 条、48 条的规定，出让方 REPO 交易发生当日就应确认一项负债，金额等于借款额加上到期应支付的利息。

但雷曼认为 REPO 105 符合“出售”的定义，根据 SFAS 140 准则第 98 条，

雷曼未来的偿付义务在性质上属于金融衍生产品，即属于远期回购承诺（forward repurchase commitment）¹⁰。玄机在于，REPO 105 交易中，雷曼用市值 105 美元证券作为抵押品借入 100 美元的现金。因此回购抵押品时，雷曼只需支付 100 美元就能换回 105 美元的证券。抵押品市值与借款额之差（即 5 美元的超额抵押），在 SFAS 133 准则¹¹下应确认为一项 5 美元的资产并进行市价重估。仍以上例说明，在 REPO 105 交易作为出售时，雷曼兄弟简化的资产负债表将会出现以下变化（表 4）。

表 4 负债变资产的过程

资产：		负债：		1. 总杠杆率=800,000/27,000=29.62
现金：	7,500+50,000	短期借款：	200,000	2. 净杠杆率=(800,000-350,000)
金融工具：	350,000-50,000	抵押融资：	325,000	/27,000=16.67
抵押贷款：	350,000	长期借款：	150,000	
应收款项：	20,000	应付账款：	98,000	
远期回购承诺：	5	权益：	27,000	
其他：	72,500	合计：	800,000	
合计：	800,000			

至此，原本约 50,000 美元的负债变为 5 美元的资产。

四、“拆东墙、补西墙”，化 REPO 105 的交易痕迹于无形，并且在报表日有效缩减了资产负债表规模、降低杠杆率

如果将 REPO 105 借入的现金保留在账面上，有可能引发分析师质疑其运营效率及大额现金的来源，从而牵连出 REPO 105 交易的始末。用 REPO 105 借入的现金偿还资产负债表内的负债，就可以解决这个问题。仍以上例说明，雷曼兄弟将借入的现金用于偿还其负债将对资产负债表产生以下影响（表 5）。

表 5 用 REPO 105 借入的现金清偿负债

资产：		负债：		1. 总杠杆率=750,005/27,000=27.78
现金：	7,500+50,000-50,000	短期借款：	200,000	2. 净杠杆率=(750,000-350,000)
金融工具：	350,000-50,000	抵押融资：	325,000-50,000	/27,000=14.81
抵押贷款：	350,000	长期借款：	150,000	
应收款项：	20,000	应付账款：	98,000	
远期合约：	5	权益：	27,000	
其他：	72,500	合计：	750,000	
合计：	750,000			

在完成了第四步以后，雷曼的操作资产负债表的基本目的基本达到，而且 REPO 105 交易的痕迹也看不出来。

结语

通过对雷曼 REPO 105 交易过程的分析，我们在一定程度上洞见了分析全球

化金融控股公司财务状况所面临的困难：

一、复杂的控股结构、公司内部交易、全球化的业务范围降低了财务结果与公司经营活动之间的因果关系透明度，使外部投资人更难判断公司真实的财务状况。如上文所述，雷曼欧洲分公司的 REPO 105 操作降低了纽交所上市的雷曼控股（LBHI）的净杠杆率 1.8 左右，使其杠杆率与行业平均水平相接近。如果上市公司在定期报告中不加强调，通常外部投资者很难察觉到这个问题，从数据上也看不出异样。

二、美国与金融资产、金融交易相关的会计准则的复杂性对外国投资者构成了困扰。这里主要有两方面的原因：其一、准则制定过程是实务界、学术界、政治势力斗争与妥协的产物，因而某些条款为了调和多方意见不得不留出较大的空间。其二、美国的会计准则以及相关指南仍然保留大量的“规则”性质的条款，例如 SFAS 140 第 218 条提到了“2%规则”。而“规则”的最大缺点是，可以通过构造交易结构而绕过。更何况雷曼是在外部审计师、法律顾问、公司各部门负责人等详细讨论后，专门设计出 REPO 105 交易来利用 SFAS 140 的空间，以调节其财务报告结果。当此类 REPO 105 交易规模不大、未超过审计的重要性水平时，上市公司就能自主决定是否需要不披露此类交易。

上述两点说明，外部投资者要掌握全球化经营的金融控股公司的经营与财务的真实信息所面临的困难，也提示了金融控股公司在信息透明度上可能存在的独特风险。投资者在涉足此类公司时需格外谨慎，可以注意以下几点：

首先，上市公司设立的前提假设是代理人对委托人履行“信托责任”，而“信托责任”需要强有力的法律体系来保障。因此，投资者可选择对投资人保护力度较强的国家。从这个角度讲，美国仍是不错的选择。如果纽约地方法院认定雷曼兄弟 REPO 105 交易涉嫌会计舞弊、安永会计师事务所存在不当行为，投资人可根据《1933 年证券法》通过集体诉讼向雷曼兄弟、安永会计师事务所等过错方寻求赔偿。

其次，舞弊三角形理论认为，压力、机会与自我合理化的借口构成了舞弊发生的三要素。以 2007 年的雷曼兄弟为例，当时面临了资本不足的压力、可以通过 REPO 105 调节净杠杆率的机会，以及 REPO 105 在形式上合理合法的借口，于是它将 REPO 105 的规模从 200 亿美元扩张到 500 亿美元左右。类似的例子还包括，1999 年意大利为了加入欧元区，利用欧盟统计局未统一国民经济会计对衍生产品的会计规定，通过外汇掉期交易提前确认收益等。因此，我们或许可以从压力、机会与自我合理化三个维度来定位高风险对象。具体而言，全球化经营的投资银行属于强周期性行业，在经济繁荣时往往倾向于激进的经营策略，因此当经济衰退时，可能属于其高风险时期。

注释

¹ 除非特别说明，本文将 REPO 105 与 REPO 108 统称为 REPO 105。雷曼对这两种 REPO 采用相同的内部会计政策、相同的交易结构。两者的区别仅在于，REPO 105 交易使用固定收益证券并要求最低 5% 的超额抵押金额（例如为了获得 100 美元的现金借款，至少需要价值 105 美元的固定收益证券作为抵押品），而 REPO 108 交易使用权益类证券并要求最低 8% 的超额抵押金额（例如为了获得 100 美元的现金借款，至少需要提供价值 108 美元的权益证券作为抵押）。

² 包括年报与季报。

³ 通常为 7~10 天。

⁴ 这里是指雷曼兄弟控股有限公司，即 Lehman Brother Holding Inc.，缩写为 LBHC。

⁵ SFAS 140 第 9 段，第 9 页。

⁶ 即使在发生破产等事项时，也置于出让人与其债权人可及范围之外。

⁷ 出于降低证券化交易成本的考虑，在资产转让的协议中往往有一个选择权条款，一般称为“清结选择权 (cleanup call)”。该条款通常规定，当未回收的剩余资产下降到一定比例（如 5%—10%），导致服务成本高于收益时，服务商（通常由原始权益人担任）有权选择是否购买该剩余资产。该项赎回选择权旨在降低剩余现金流的回收成本，这有利于降低整个证券化的成本。因此一般不会威胁到资产转让的性质。但是，如果赎回权的安排不是在一个较低的比例上，而是明显高于一般标准，或者原始权益人试图在高于预先设定的百分比上行使赎回权，那么这就可能意味着对资产剩余收益的索取或控制，从而影响真实出售的认定。

⁸ 即在出让人发生破产之时，上述资产也应放置在出让人及其贷款人可及范围之外。

⁹ Enter Linklaters, which grounded its legal brief in English, rather than American, law. The firm explicitly said: “This opinion is limited to English law as applied by the English courts and is given on the basis that it will be governed by and construed in accordance with English law.”

¹⁰ 购买方在账上确认购入金融资产以及远期再出售承诺 (forward repurchase commitment)。

¹¹ SFAS 133 是关于金融衍生品计量与确认的会计准则。

参考文献：

[1] SFAS No.140---Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities (a replacement of FASB Statement No. 125).

[2] Report of Anton R. Valukas, Examiner, Chapter 11 Case No. 08 - 13555 (JMP), United States Bankruptcy Court Southern district of New York.