

閒話恩隆(Enron Corp.)魔術

林霖

國立暨南國際大學財務金融學系助理教授

oolin@ncnu.edu.tw

若要回顧近兩年來，幾乎成為國內外各大學中財務管理及財務會計課程必定討論的財務詐騙個案，那麼美國的恩隆(Enron Corp.)破產案肯定拔得頭籌。恩隆案不但在美國造成上萬名員工喪失了其努力積存的退休金，同時也令華爾街投資人和機構投資人(Institutional Investors)蒙受損失。更因為政治獻金的關係，讓小布希主持的白宮聞此案而色變，為此特別成立緊急應變小組，嚴厲限制小布希對此案做出任何無厘頭的評論。唯一要感謝恩隆案的是政府的相關立法者，他們終於找到了匯集民意的好時機，對企業不實財務報告(Manipulated Financial Statements)、股票選擇權利益(Stock Option Benefit)、利用離岸免稅天堂(Off-shore Tax Haven)的避稅行為，以及對美國境內公用事業(Utility)單位的私有化及法令鬆綁等行為，加速其立法管制和監督。直到目前為止，恩隆案仍餘波盪漾，社會損失更是難以精確估算。

恩隆的成長背景反應了新舊美國資本家的不同行事風格。早期的恩隆在1980年代是在休斯頓交易天然氣及電力合約，腳踏實地，穩紮穩打，業績雖不轟轟烈烈，卻也是呈緩慢成長，當然因此所發行的股票也沒有什麼大起大落。十年後恩隆根基已固，在全球公共事業版圖中已經佔有一席之地。恩隆挾此風雲，便開始進入資本市場，從事複雜的衍生性金融商品(Derivatives)交易，以及投機性高的創業投資(Venture Capital)和併購(Merger and Acquisition)活動。同時大玩財務遊戲，膨脹公司獲利，隱藏巨額債務及損失。估計在2001年時，恩隆的市值為800億美元，擁有2萬多名員工，股價在短短約十年間成長了近七倍。

若在眾多財務魔術之中，根據其惡質的程度由小到大給予五個等級，恩隆選擇使用的大概屬於第四級。簡單來說，恩隆成立或投資一些小公司，或所謂的特殊目的公司(Special Purpose Entity, SPE)，然後將恩隆產品及服務賣給這類公司，由於恩隆並未在財務報表中解釋利益來源，也沒有將這些合夥公司列入報表，因此讀表人在看到這些虛記的盈餘時，便無法心生警訊。另外，恩隆也將公司資產以轉讓或貢獻的方式過讓給這類公司使用，以便向外籌措較便宜的資金。恩隆案發後大眾才發現居然有數千個這類的公司，涉入此案，牽連不可謂之不大。

最令人玩味的是，案發時恩隆禁止員工賣自己公司股票，但經營階層卻在當時出脫了將近十億美金的自家公司股票，此舉造成恩隆公司員工在極短的時間內不但喪失了工作，所持有的公司股票也變得一文不值。更糟糕的是恩隆將員工退休基金投入自家股票護盤戰之中，也早就全軍覆沒。所以這宗近年來企業經營史上的頭號破產案，導致恩隆數萬名員工幾乎是家財散盡，造成巨大的社會成本。同時因為重創華爾街投資人，市場上哀鴻遍野。對於上市公司財務報表數字的真實性，以及公司經理人的道德良知，市場普遍喪失了信心。

可怕的是，公司經理人和獨立查帳人似乎有共犯之嫌疑。其獨立查帳會計師事務所在案發前後銷毀了千件查核文件，涉及了串謀之法律行為。事實上，該著名的會計師事務所在這十年中可能涉及的不法行為還不只這一件。1995年在美國的廢棄物管理公司(Waste Management Inc.)財務弊案中，該會計師事務所企圖隱瞞廢棄物管理公司在其發表的財務報表中不實資訊的重要性。此公司至少涉及違背 GAAP(Generally Accepted Accounting Principals)的會計準則，將當期費用轉列入資產，然後平均分散在未來數十年中攤提，以提高當期利益，炒作股票。這在程度上來說，已經是第五級的惡意詐欺了。後來稽查人員才發現該會計師事務所的退休高階主管們，竟任職廢棄物管理公司的財務長及會計長，更有數筆大宗與查帳

無關的費用，流入該會計師事務所，賄賂之意甚明。獨立外部會計師查審為公司股東可以監督公司經營最專業也是最有效的方式，但在這些大宗的企業財務騙局上台之後，華爾街負傷的投資人不禁仰天長嘆，真是人心險惡，江湖無友，人為刀俎，我為魚肉。

財務騙局多以膨脹收益以及減少費用和債務為目的。但是製作財務騙局的最終動機，似乎仍和管理階層的不安定感有關。由於管理階層的紅利制度往往參考公司的股價成長的高低，而股價的成長又透過市場上最基本也是最受歡迎的財務比率—公司每股盈餘(Earnings per Share, EPS)—直接和公司盈餘的成長呈正向相關。因此，管理階層就修正(Smoothing)每季和每年的財務報表，讓投資人感到公司穩健成長，建立投資人對公司的信心，拉抬股價，確定管理階層年終工作評估及分紅。但是要注意的是，一旦創造性財務報表(Creative Financial Statements)的製作開始了，因為財務報表的連續性本質，一個騙局就會引發另一個騙局，詐騙的速度如滾雪球一般，愈來愈難以控制，直到泡沫破滅，公司名譽掃地，經理人入獄服刑，投資人捶胸頓足，公司員工茫然失業，才會嘎然而止。

筆者曾在英國倫敦的華爾街—也就是被全世界投資人冠以「城市」(“The City”)美名的金融區—自行籌資創設的財務顧問公司 Temima Group 中擔任董事，負責破產管理及上市集資的顧問工作。對於國外公司的財報，有些經驗。英國公司財務報表的高可信度，主要是因為公司派在財務報表上做手腳的代價相當高，而且身為世界三大金融中心之一，倫敦方面對於財務報表的監督是出了名的嚴格。各會計師事務所在此氣氛之下，多能自清自重。所以不僅投資人對各上市公司財務報表的可信度，多持肯定的態度。各國學者也多樂用英國公司的財務報表，來做財務相關的研究。

當然，嚴格的審核制度只能嚇阻一個經濟體中部分的財務或會計顧問公司幫

助其客戶製作偏頗的財務報表給投資大眾。因為一般上市公司的股東往往不是該行業以及公司理財(Corporate Finance)方面的專家，若公司經營者蓄意矇騙，利用相關法規中的灰色地帶做文章，主管機關仍然很難察覺。這就是所謂的「道高一尺魔高一丈」。所以，正如華盛頓州檢察官 Christine Gregoire 在恩隆案後的評論「我認為基本問題在於公司的文化和經營道德。」畢竟，經營者是股東委託經理公司的對象，在做法上，應該為多數股東的利益著想，而非剝削無知大眾的權益。

因此，投資人在建立其投資組合之時，要像選對象一樣的仔細，事先做一些簡單的徵信工作絕對必要，像是一定要知道誰是公司的老板，是什麼樣的老板，又這公司主要在和誰做生意等等的事情。另外，像在台灣這樣一個剛受到許多惡性倒閉例子的投資環境之下，不要太相信單一本益比之類的簡單財務比率(Nortel Networks Corp.就給投資人在三個不同假設下的 EPS 比率，以供投資人參考)，而是要有著見微知著的能力，從許多新聞稿，重大訊息宣布，以及相關行業概況中，找出有影響力的訊息，以便在一堆公司公布的財務數字之中，計算出可信的財務數據，再來做成投資決定。這樣，才不會賠了夫人又折兵，還惹上一肚子怨氣。