

# 衍生金融工具与收益平滑游戏

## ——美国联邦住房抵押贷款公司财务操纵案例剖析

□ 黄世忠 王建峰 叶丰滢

2003年1月,美国第二大住房抵押贷款公司——联邦住房抵押贷款公司(以下简称 Freddie Mac)宣布重编2000—2002年度财务报表,对先前经过平滑化处理的会计收益进行重述。同年11月,重编后的报表显示:调增2000年度净利润11.2亿美元,调减2001年度净利润9.89亿美元,调增2002年度净利润43.3亿美元。此外,2000年以前的净利润累计调增6亿美元。Freddie Mac的报表重述金额超过70亿美元,是美国公司史上金额调整巨大的报表重述之一。

为了挽回会计丑闻对投资者信心的巨大打击,美国联邦住宅企业监管署对 Freddie Mac 处以1.25亿美元的高额罚金,并勒令其进行全方位的内部重组。前车覆,后车鉴。这起财务操纵案对丑闻频传的金融机构具有一定的警示意义。

### 一、公司背景及其经营模式

20世纪30年代经济大萧条之后,美国政府开始意识到仅凭私人金融市场难以为老百姓的住宅问题提供足够的融资。为了开拓住房贷款的资金来源,美国政府在此后的40年间相继设立了联邦国民按揭公司(Fannie Mae),政府国民抵押公司(Ginnie Mae)和 Freddie Mac。在政府“看得见之手”的干预下,这三大机构逐渐形成了住房信贷二级市场的中坚,合力为放款机构提供资金来源。二级市场的成功运

作,大大减轻了“脱媒”(Disintermediation,指金融市场以直接融资替代传统的媒介融资现象)对不动产的冲击,盘活了房贷资金。

从性质上看, Freddie Mac 是一家典型的金融企业,其盈利来源于承担风险的风险溢价,经营成果的好坏取决于风险管理的效果。在1989年美国金融改革之前, Freddie Mac 的主要业务是通过发行有担保的“按揭参与凭证”(将一级市场发放的按揭贷款打包,形成按揭池,并以此为支持发行有担保的按揭证券),从按揭贷款利率与“按揭参与凭证”利率的差额中套利。由于“按揭参与凭证”是一种过渡性证券, Freddie Mac 只承担按揭信用风险。在信用体系相对发达的美国市场上,发行“按揭参与凭证”的风险并不大。放松金融管制之后, Freddie Mac 获准以另一种方式参与二级市场,即通过发行短期和长期债券筹资,继而以所筹资金购买并持有按揭证券,并从按揭利息收入与举债利息支出的差额中套利。由于面临巨大的利率风险, Freddie Mac 在进行上述操作的同时还高度依赖衍生金融工具进行避险。这项业务的最终收益也在调整衍生金融工具损益后确定。因为引入了衍生金融工具, Freddie Mac 的市场风险被放大了。从上个世纪90年代开始,上述第二种方式成为 Freddie Mac 的主要业务模式。迄今为止, Freddie Mac 既是世界上最大的债券发行商之一,也是

衍生金融工具的最大使用者之一。

Freddie Mac 迅速发展壮大的主要原因在于,较之其他私人金融机构,它享有绝对的筹资成本优势。由于拥有强大的政府背景, Freddie Mac 可以轻易地从债券市场上以低廉的成本筹资(其信用等级稍低于美国财政部,而远高于其他 AAA 级企业)。然而,正是这种巨大的融资优势让 Freddie Mac 渐渐陷入了一种怪圈:一方面, Freddie Mac 大量使用衍生金融工具套期保值的业务模式类似于典型的高风险对冲基金,其运营业绩呈现波浪状的起伏都是正常的和可预期的;另一方面,波动性的经营业绩意味着公司经营的高风险和不确定性,但这显然与债券的低利率不相匹配。作为 Freddie Mac 财务信息的主要需求方——华尔街的分析师和购入 Freddie Mac 债券的投资者,前者向来偏好“持续稳定增长”,后者则绝大多数为明显的风险厌恶者。换言之,资本市场的主要参与者都难以容忍 Freddie Mac 的经营业绩大起大落。在这种市场环境下,对外展示业绩稳步增长的态势不仅可以营造低风险的氛围,而且可以据此降低融资成本。

降低筹资成本的巨大压力使 Freddie Mac 无论如何需要一条平滑的盈利曲线,这对这家整日与衍生金融工具打交道的公司而言几乎是“不可能完成的任务”。面对每况愈下的盈利稳定性, Freddie Mac 最终不得不诉诸



会计手法进行业绩平滑以满足经营和市场的双重需求。

## 二、主要操纵手法透视

有别于常见的财务操纵案, Freddie Mac 进行利润平滑的主要目的是为了掩饰经营风险和市场风险, 同时满足华尔街的盈利预期, 顺带享受税收“减免”的好处。2000年至2002年 Freddie Mac 连续12个季度重述前后的业绩图像显示, 经过平滑化处理的季度利润呈持续稳定增长的态势, 紧贴华尔街分析家的盈利预期攀爬, 而重述后的季度利润则存在显著的波动。从其自查资料中可以看出, Freddie Mac 主要利用以下两种操纵手法进行收益平滑化的会计数字游戏。

### 1、操纵证券分类

根据 FASB(美国财务会计准则委员会)第115号准则“关于某些债权性和权益性证券投资的会计处理”, 公司持有的证券应按持有目的划分为三类: 持有到期的证券、为交易而持有的证券以及除上述二者之外的其他可供出售的证券。持有到期的债券以摊余价值列报; 为交易而持有的证券, 按公允价值报告, 未实现损益在当期利润表确认; 其他可供出售的证券, 按公允价值报告, 未实现损益作为股东权益的一部分单独列报为“累计其他综合收益”。可见, 证券分类正确与否直接关系到公司报告期的利润、负债和股东权益金额的真实性。Freddie Mac 正是通过“巧妙解释”各类持有证券的性质, 在资产负债表和利润表之间开出了一条调度利润的“水渠”。

Freddie Mac 操纵证券分类的主要手法有两种。一种是把持有到期证券的出售作为融资处理, 反映为负债, 而依据 FASB 第140号准则“金融资产转让和服务以及债务解除的会计处理”, Freddie Mac 的出售行为满足金融资产销售的全部条件, 应当在出售的当期确认损益。通过这一不正当的会计处理, Freddie Mac 隐匿了持有到期证券

的出售损益。另一种手法更加狡黠, Freddie Mac 将部分为交易而持有的证券重新证券化, 然后将这些证券中留存的“受益人权益”(beneficial interests) 作为持有到期证券或其他可供出售证券的“受益人权益”核算。还有一部分为交易而持有的证券则直接被转为准备持有到期的证券或可供出售证券核算。

在操纵证券分类的过程中, Freddie Mac 特别偏好于将为交易而持有的证券(该类证券波动巨大的未实现损益应在当期确认)重分类为其他可供出售的证券(该类证券的未实现损益列示于资产负债表上)。通过上述操纵手法, Freddie Mac 累计藏匿了逾17亿美元的利润。

### 2、操纵衍生金融工具会计处理

#### (1) 隐含期权套期策略

为了规避借款人提前还贷导致的公允价值变动风险, 2001年1月以后, Freddie Mac 就“隐含于按揭资产中的期权”执行了一项套期策略。该策略以利率期权、互换等衍生金融工具为套期工具, 旨在为隐含期权公允价值的波动保值。

Freddie Mac 在这一项目上的会计操纵体现在两个方面。首先, 对证券分类的操纵导致了一个连带错误: 根据 FASB 第133号准则“衍生工具和套期活动的会计处理”, 为交易而持有的证券不能作为被套期项目, 不适用套期会计。但由于 Freddie Mac 曾将部分为交易而持有的证券转为持有到期证券或其他可供出售证券, 这对该策略中被套期项目的核算方法产生直接影响。其次, 根据 FASB 第133号准则, 不论是基于何种目的进行套期, 事前建立严密的套期计划, 事中进行及时的损益报告是对企业执行套期会计的两个起码要求。前者要求形成“有关套期关系、风险管理目标和套期实施策略”的正式文档, 后者则量化为至少一个季度对套期有效性进行一次评估。Freddie Mac 对其执行的隐含期权套期

策略既未建立管理文档进行追踪, 也未依据准则进行足够的测试以对套期活动的有效性做出准确评估, 因此, 它按照所谓的套期会计执行的损益估算极其缺乏准确性。

在重述前的各季报表中, 高达65亿美元其他可供出售证券(被套期项目)的公允价值波动损益没有得到及时、恰当反映(即与对应衍生工具的套期利得和损失进行抵消), 而是按照 FASB 第115号准则反映在“累计其他综合收益”, 掩盖了套期活动抵消公允价值波动的有效性。

#### (2) 固定支出互换

以2000年12月1日为生效日, Freddie Mac 用名义金额为86亿美元的固定支出互换与名义金额为36亿美元的固定收入互换为组合, 作为现金流量套期保值的工具。这一项目是 Freddie Mac 执行 FASB 第133号准则过渡调整政策的一部分, 管理层希望借此减少因执行 FASB 第133号准则对业绩的冲击, 但这一举措同样被证明是一种操纵。

2001年1月1日, Freddie Mac 将原组合中名义金额为86亿美元的固定支出互换中的75亿美元重新指定为新的现金流量套期工具, 将名义金额为36亿美元的固定收入互换中的大部分重新指定为公允价值套期工具。但 Freddie Mac 同样没有按照 FASB 第133号准则的要求, 对上述固定支付互换中的66亿美元现金流量套期建立跟踪文档并对其有效性进行测试评估。自查报告显示, Freddie Mac 利用此项操纵将这66亿美元现金流量套期的利得和损失长期反映在“累计其他综合收益”, 累计掩盖了逾38亿美元的套期损失。

(3) 通过“政府证券结算公司”结算的交易

2000年第四季度之前, Freddie Mac 通过买(卖)国库券或机构债券同时执行回购(转售)协议的方式与单一交易对手缔结合成的远期合约, 双方

最终以这些合约的净值为基础进行结算。对于这项业务, Freddie Mac 按套期保值会计进行了处理, 这并不违背公认会计准则的要求。

2000 年第四季度, Freddie Mac 开始通过“政府证券结算公司”(GSCC) 对这些合约进行清算, 同时继续按套期保值会计进行账务处理。然而, 由于使用了 GSCC 的交易平台, Freddie Mac 可以与不同的交易对手分别签订上述两个协议。这项预期外的交易结构变更维持了远期合约以净值结算的基础, 同时有效降低了交易费用。然而, 这次变更也产生了特别的影响——远期合约不再符合公认会计准则对衍生工具的定义。由于 Freddie Mac 没有及时进行会计政策变更, 交易利润被递延到“累积其他全面收益”, 累计减少净利润 7.68 亿美元。

#### (4)“房地产信托投资”套期

1997 年 2 月, Freddie Mac 通过发行普通股和总额为 40 亿美元的永久股息下调型优先股, 成立了两个近乎全资(拥有 99.9% 的股权)的子公司, 从事房地产信托投资(REIT)。REIT 优先股在两家子公司的账上列为股东权益, 在 Freddie Mac 的合并资产负债表上列为少数股东权益, 在合并利润表上反映由优先股股东享有的收益。

公认会计准则明确规定:“一家或多家被合并子公司的少数股东权益不能作为被套期项目”, 但为了将这些优先股也纳入套期会计的核算范畴, 从 1998 年第四季度起, Freddie Mac 改变了上述报告方式, 将 REIT 优先股作为债券列报, 同时把股利支出改作财务费用。通过这项操纵, Freddie Mac 藏匿了 5.83 亿美元的利润。

经过事后调查, 被 Freddie Mac 用作利润调节的衍生金融工具多达 10 余种, 累计隐匿利润(抵消损益后)接近 50 亿美元。除此之外, Freddie Mac 还用金融资产转让和证券化、金融工具调节股价等手法, 隐匿了近 4 亿美元(抵消损益后)的利润。

### 三、Freddie Mac 财务操纵案的警示

#### 1、倡导真实波动, 抵制虚假平滑

金融企业的性质和“追求平稳”的企业文化将 Freddie Mac 平滑收益的行径衬托得分外典型。与 Freddie Mac 有着相同癖好的还有众多“腕级”上市公司。譬如, 当软件需求不旺盛时, 微软公司通过逐季释放销售景气年度计提的递延收入, 维持了稳健的收入增长势头。而通用电气公司则利用出售资产实现的非经营性收益抵销经营和非经营性亏损, 创造了连续 17 个季度每股收益与华尔街的盈利预期基本持平或略微超出的记录, 并因此荣获“全美最具可预测性公司”的头衔。

透过现象看本质, 诚如 SEC(美国证券交易委员会) 前任主席 Arthur Levitt 在“数字游戏”演讲中所指出的: 高管层“利用各种诡计来掩饰真实的财务易变性。这反过来掩盖了高管层决策的真实结果”。由于资本市场存在大量的不确定性, 在信息披露不完备的情况下, 企业量化在财务报表中的经营成果本来就不可能实现前后各期绝对的平滑。换言之, 波动的财务信息才是自然的、客观的, 而平滑的财务信息大多是人为操纵的结果。而且, 经验数据充分证明: 对盈余数字的平滑或许能够一时隐匿上市公司的经营风险, 甚至可以短暂地“消除”不可分散的市场风险对经营业绩的影响, 但会计把戏一旦无法跑赢各类风险组合, 事实波动不可抗拒地出现之后, 股价暴跌不可避免, 大量在信息不对称中处于劣势的中小投资者将无端遭受损失。

因此, 清剿盈余游戏势在必行。除了严格会计规范和管制外, 有两个方面的问题同样重要。首先是遏制高管层的操纵心理。在这方面, 淡化季度报告制的作用(尤其是改变华尔街以季度为基础进行盈利预期的做法) 迫在眉睫。在华尔街盈利预期的指挥棒下,

高管人员每个季度的平滑行为对抬升股价的直接作用和对个人财富增长的间接好处显而易见。Freddie Mac 的几位主要高管人员就曾多次对未能达到华尔街盈利预期的后果表示恐惧。考虑到季报数字未经审计且经常重述, 这样人为炮制的“腐败网络”完全应当被废止。在众多对策中, 连续报告制(按月、按周甚至按日提供盈余和其他财务信息) 也许是最有效的解决问题的办法。虽然相关的讨论由来已久, 但由于系统开发成本高昂, 这种报告制度始终未能得以推广。在这之前, 回归以年报为基准的业绩计量或许不失为一种让高管层放远眼光的好选择。

其次, 着力培养长线投资者将有助于缓解高管层的盈余操纵压力。在 Freddie Mac 的高管层操控业绩期间, 公司股价曾一度达到历史最高位, 并长期维持在高位小幅调整。这充分说明, 大量的投资者和华尔街分析师一样是稳定业绩的偏好者。更重要的是, 每当季报公布后, 这些投资者忙于追捧业绩稳定、满足盈利预期的公司股价, 而狠狠打击那些“未达标者”。从这一角度看, 正是这些盲目的短线投资者助长了高管层操纵盈余的“热情”。与短线投资者制造股价的剧烈波动相比, 长线投资者对股价的稳定作用是显而易见的。在资本市场上, 长、短线投资者将长期并存, 但二者之间的比例关系要依市场的属性以及可以获得的信息而定。较之简单关注盈余或现金流等单一数字的短线投资者, 长线投资者偏好更丰富的相关信息, 如非财务业绩与无形资产方面的信息, 因为这些正是企业价值基础所在。这为财务报告的改进指示了方向——企业应以大量的业绩指标和未来的发展计划证明在给定的收益水平上, 长线投资者将面临更小的风险, 从而引导更多的投资者加入长线投资的行列。

2、辩证看待稳健主义, 公平对待所有投资者

Freddie Mac 通过“削峰填谷”进行

收益平滑化的盈余操纵,具有“以丰补歉”的显著特征,在丑闻曝光初期因其“保守稳健”获得不少人的同情。如何辩证地看待“稳健主义”?稳健主义是会计人员和注册会计师奉若神明的会计惯例之一。从风险规避和风险管理角度看,稳健主义无可厚非,但从公允反映的角度看,稳健主义并不可取。在经营业绩的计量上,稳健主义具有相对论的显著特征,某一会计期间特别稳健的做法,可能意味以后会计期间收益确认特别激进。例如,滥用“八项减值准备”,夸大固定资产和无形资产减值准备,就会低估剩余使用年限内的折旧和摊销费用。在Freddie Mac的操纵案中,蓄意低估2000年度的利润,却夸大了2001年度的利润,这种做法可能对长期投资者无害,但却有损短期投资者的利益。在当今证券市场上,股票换手率很高,投资者变化很快,因此,稳健主义可能导致短期投资者的利益被转移给长期投资者,造成财富分配的不公,从长远看,这也不利于证券市场的发展。可见,公允反映显然比稳健主义更加可取,以稳健主义为名,行收益平滑之实的盈余操纵,与虚盈实亏等盈余操纵一样,都应予以唾弃!

3、完善衍生金融工具会计规范,约束会计估计和判断

衍生金融工具会计是长期困扰

FASB和IASB(国际会计准则委员会)等权威准则制定机构的难题。虽然从20世纪80年代开始,FASB就开始研究这个问题,但由于受到利益集团的游说,也因为衍生金融工具和套期活动惊人的推陈出新速度,相应的准则迟迟不能诞生。直到20世纪90年代南美和亚洲金融危机后,才催生了FASB第133号准则及其后续补充规范。国际方面,IASB于1998年底发布了第39号准则《金融工具:确认和计量》。应当说,这一系列准则在规范衍生金融工具会计处理上取得了重大的进展。SEC在展望美国会计准则体系的改革方向时,甚至将FASB第133号准则视为一个近乎完美的蓝本。但是,从众多涉及衍生金融工具的财务操纵案和有关衍生金融工具会计处理的激烈理论争论中不难看出,对衍生金融工具的会计规范远未达到圆满的地步。客观地说,包括FASB第133号准则在内的准则都只能算是阶段性研究成果,需要进一步的完善。

另外,我们还注意到,在FASB第133号准则发布后,FASB专门成立了一个衍生金融工具执行组,帮助企业解决执行准则过程中遇到的问题。这从另一个侧面体现了准则推行的困难程度。此外,FASB自第133号准则发布后,开始全力推行用公允价值对衍生金融工具进行计量,但谁又能保证

这种大量使用估计和判断的计量属性能够实现衍生工具计量价值的公允性?从Freddie Mac执行准则的情况看,这种可能性微乎其微。纵观这起财务操纵案,对证券分类的一次操纵就可以隐匿数十亿美元的利润,而通过“糙化”套期活动进程以及损益测算方法和过程的披露,又可以将大量的交易损益“藏”在资产负债表。衍生金融工具似乎正在沦为数字游戏的最佳道具。

那么,谁来约束衍生金融工具会计处理上放任的会计估计和判断?注册会计师能够胜任吗?Freddie Mac案例对这个问题的回答是矛盾而讽刺的:前任审计师安达信自1970年开始担当Freddie Mac的审计师,直到2002年4月被解聘,22年间,没有报告过Freddie Mac任何不当的会计行为。尽管这起重大报表重述的发生是应继任审计师普华永道的要求做出的,却是近年来曝光的众多财务操纵案中为数极少的由会计师事务所揭开丑闻内幕的案例。

(注:本文为作者承担的国家社科基金“证券市场监管与会计舞弊甄别及防范研究”<批准文号为04BJY007>的阶段性成果)

(作者单位:厦门国家会计学院  
厦门大学)  
责任编辑 王教育

·新书架·

## 《我亲历的会计风暴》出版

1993年,在中国有着四十余年历史的旧会计制度走向终结,与国际接轨的新会计制度登上历史舞台,于是一场划时代的会计改革席卷全国,这场改革曾经波及一千多万会计人员和整个经济领域,是中国会计史上极具震撼力和影响力的一场“会计风暴”。因此,张汉兴所著《我亲历的会计风暴》一书的出版,值得关注

该书的作者曾任财政部会计司主

管会计改革的副司长,在职期间直接策划了这场“会计风暴”;在该书中,他以自己的亲身经历、大量的第一手史料和鲜为人知的高层决策细节披露了这场“会计风暴”的缘起。本书集纪实性和文献性为一体,图文并茂,是迄今为止第一本真实记录中国会计改革的图书。

全书共20余万字,包括序言;引子;晋京,步入中国会计决策的高层;

第一章:风生水起;第二章:这里的黎明静悄悄;第三章:财务、会计之争;第四章:子规夜半犹啼血;第五章:1992年7月;第六章:与国际接轨;第七章:“会计风暴”和尾声。著名会计学家葛家树教授为本书写了序言。

该书日前已由中国出版社出版,定价38元。有意者请与施丽艳联系,电话:010-88445489

责任编辑 张玉伟