

雷曼兄弟： 有多少教训可以吸取

袁敏 ■

2008年1月29日，雷曼兄弟控股公司(Lehman Brothers Holdings Inc.)公布了其2007财年的财务报告，数据显示公司截至2007年11月30日的2007财年收入接近600亿美元，盈余超过40亿美元。与此对应的是2008年1月间，雷曼的股票价格一度高达65.73美元/股，股票市值超过300亿美元。然而短短不到8个月的时间，雷曼兄弟的股票就“飞流直下三千尺”，其股价在2008年9月12日报收3.65美元/股，市值蒸发近95%，而公司也于2008年的9月15日寻求破产保护，成为美国史上最大的破产案。

雷曼的黯然退场，伴随着美林被美国银行收购、摩根及高盛变为银行控股公司，标志着华尔街投资银行时代的终结。作为次贷危机的牺牲品，雷曼的离去引起市场参与者的口诛笔伐，“墙倒众人推，破鼓一起擂”，人们从投资银行的经营模式、华尔街职员的贪婪、监管部门的失职、会计准则的缺陷等多个角度来解剖雷曼，而最权威的报告莫过于律师事务所的“验尸报告”。

受美国司法部下属机构“美国托管项目”的委托，Jenner & Block律师事务所负责人安东·沃卢卡斯(Anton Valukas)对雷曼破产案进行调查，并于美国时间2010年3月11日公布了雷曼兄弟的调查报告，详述这家公司破产的来龙去脉。这份长达2 200余页的调查报告收集了超过500万份、估计超过4 000万页的文

档，并列出了超过250人次的访谈记录。通读报告可以看出，雷曼兄弟破产的原因很多，而其后果也远远超出了对整个经济环境恶化的影响。我们不仅应该为雷曼高管层因经营判断的严重失误而对股东和债权人造成巨大损失感到痛心，而且应该将目标转向对投资银行的商业模式以及监管部门、会计师事务所等存在的问题的关注。需要指出的是，雷曼自身在战略选择、风险管理、信息披露等方面的问题也许更值得我们警惕。

战略选择的经验主义

2006年开始，雷曼采取了一种更为激进的扩张战略——通过扩张其在潜在高收益业务领域的投资业务以追求更高的利润。此前雷曼几乎完全专注于证券化或辛迪加合成业务，更多是通过收取中介服务费用获得收益，但2006年前后雷曼逐渐开始利用自己的资产进行商业地产、住宅房地产、杠杆贷款、私人权益投资等高风险的自有投资业务。即使在2006年下半年次级住房抵押危机冲击的情况下，雷曼仍然继续大规模地进行这种高风险的投资操作。之所以采用这种“反周期战略”，是因为雷曼的高管们坚信自己的经验，他们和很多市场参与者一样，相信次贷危机将逐步蔓延到其他的市场和经济体，而在其他金融机构开始削减开支并减少风险资产的敞口及分布时，雷曼就有机会通过“抄底”来提高其

竞争地位，在1987、1998等历次经济危机中，雷曼就是通过类似的反周期增长战略获得收益的，管理层相信这次同样能够从次贷危机中获益。但后来发生的事实证明，“经验主义”害人不少，雷曼不仅低估了次贷危机的严重性，而且没有将投资业务对其他业务的不利影响进行有效管理，在危机中收购的大量流动性较弱的投资资产，给雷曼的最终破产埋下了伏笔。

风险管理被管理层凌驾

作为高风险的行业，投资银行的财务状况很容易受到无法预知的市场变化的影响，因此对雷曼这样的投行而言，其盈利能力很大程度上依赖于公司对潜在投资的风险识别和评估能力，以及将风险与其潜在收益进行匹配的平衡掌控能力。

事实上雷曼建立了一系列的政策、程序和方法来对公司的风险进行管理，例如每年年初针对当年能够承担的风险额度建立一个限额、使用一系列的压力测试来确定经济对其资产和投资组合产生不利影响下可能产生的财务后果、聘请大量的员工进行专门的风险管理等。然而这些风险管理措施大都约束力严重不足，也就是管理层在认为合适的情况下，可以突破一些“限额”或程序，例如雷曼在商业地产和杠杆贷款两类投资上面临着投资过于集中的风险，在破

产时商业地产超越风险限额的比例高达70%，而杠杆贷款更是超限100%。更严重的是，在计算压力状态下公司资产可能产生的损失时，甚至在很长时间内没有将上述高风险的资产纳入到计算范围内，当发现公司的风险头寸已经超过了设定的警戒线时，管理层不是尽量降低风险，而是通过提高公司的风险偏好限额来应对这些可能带来过度风险的投资业务。尤其是在激进战略的指导下，雷曼的高管们依赖自己的经营经验和成功记录，将增加利润放在优先考虑的地位，而不是将公司的风险水平保持在根据风险管理政策和计量工具得出的限额以内，使得公司的风险管理政策和程序被轻易凌驾。

信息披露存在重大误导

从2007年年报及2008年季报数据看，雷曼拥有的资产规模高达7 000亿美元左右，而对应的净资本仅为250亿美元，也就是公司资产负债表的资金来源主要是负债（这也是投资银行经营模式所决定的）。另一个不容忽视的事实是，雷曼所拥有的资产大都是长期资产，而负债则主要由短期融资构成，也就是存在着资产负债的期限匹配问题。因此雷曼主要通过短期回购市场来筹集资金，每天需要从交易对手手中筹借数千亿的资金来进行日常的交易（统计数据显示2008年公司每天从短期回购市场中筹集的资金额度超过2 000亿美元）。

回购协议是金融机构之间签订的一种协议，其本质是一种获得现金的贷款——即一家机构以某项资产或证券作为抵押，向另一家机构换取现金，同时承诺将在晚些时候偿还现金并购回相应资产，也就是说协议到期的时候，公司将按照协议规定的利率偿付本金同时收回抵押资产，因此在会计处理上通常作为一种“担保融资”业务。

在常规的回购交易中，雷曼会将自己的资产作为抵押，同时承诺在次日或数日

后回购这些资产，因此公司将此类交易作为融资活动进行会计处理，资产仍然保留在资产负债表中，账务处理为资产增加、负债增加。但是为了给市场带来一种“好印象”，雷曼创建了一种“回购105交易”（Repo 105 transactions）来进行资产负债表的美化。在此回购业务中，雷曼虽然做了与常规回购同样的事情，但由于公司所抵押资产的公允价值往往是所获得资金的105%甚至更多，会计准则允许在符合特定条件的情况下将此类交易看做是销售而非融资，也就是说作为抵押的资产可以从资产负债表中移除，公司在将所获得的现金用来偿还短期负债的情况下，整个账务处理表现为资产减少、负债减少。由于这种交易能够显著降低公司的杠杆水平，因此雷曼的高管们乐此不疲，在2007年第4季度、2008年第1季度、第2季度的“回购105交易额”分别高达386亿美元、491亿美元和503.8亿美元。正是通过此种交易，雷曼得以在2008年二季度末的报表中报告净杠杆12.1倍的“好消息”，而如果采用正常的回购交易，则公司的净杠杆将高达13.9倍。

进行“回购105交易”本身并没有商业实质，由于这些交易的期限大都在7到10天之内，也就是说雷曼需要在很短的时间内将所抵押的资产“赎回”，因此资产和负债的减少都是短暂的，大量的证据表明雷曼高管进行此种交易的目的仅仅是对资产负债表数据进行粉饰。公司应该在定期报告的附注、管理层讨论与分析等部分进行此类交易的披露，以提高信息的透明度和可理解性，但在2007年年报及2008年季报中雷曼高管对此交易只字未提，也就是说公司报表显示的数据虽然是“华丽”的，但这些数据是管理层通过回购105交易操纵的结果。由于同行其他公司并没有类似交易，因此报表存在很大误导。

作为现代公司治理的重要组成部分，独立审计师的作用得到广泛认可。为雷曼提供审计服务的是四大会计师事务所之一的安永。从律师事务所公布的调查报告看，安永存在玩忽职守的嫌疑。

早在2008年5月，雷曼的一位高级副总裁麦傲·李（Matthew Lee，是当时财务部的高级副总裁，负责雷曼的全球资产负债表和法律实体会计）就曾向经理层提交一封信函，指证公司会计处理存在不当。在调查该举证的过程中，李于2008年6月12日向安永会计师事务所指出公司使用500亿美元的“回购105交易”以在季度末暂时移除资产负债表中的资产。然而在次日——2008年6月13日——安永与雷曼公司董事会下属的审计委员会进行会面的过程中，却并没有提及李的证词，安永甚至没有采取任何措施对李举报的回购业务进行核查。

由于雷曼开展的回购105交易的数量（高达500亿美元）和时间（季末或年末数量激增）对财务报表项目有重大影响，也就是说公司的定期财务报表可能存在重大误导，因此安永有责任保持应有的职业关注，但审计人员并没有就此展开进一步的质询，也没有在随后的2008年季报中对此交易进行披露，更没有对已经出具审计意见的年报和季报进行调整或撤回处理，甚至在与审计委员会的会面中没有提及该重大交易，因此从某种程度上讲，安永没有在公司治理中发挥应有的作用，在回购105交易及相关会计处理、信息披露等方面负有疏忽的责任。

雷曼离去了，华尔街的一个时代终结了，但雷曼破产中暴露出来的问题值得我们深思，有诸多的教训需要我们去汲取和借鉴。如何让风险管理和内部控制发挥最佳作用，高级经理层、内部审计、外部审计如何更好地履行自己的治理职责，是每一个企业需要认真面对的现实问题。■

（作者单位：上海立信会计学院）

责任编辑 崔洁

会计师事务所的疏忽责任