

证券回购交易法律与会计定性的 冲突与妥协*

——对雷曼“回购105”事件的解读与反思

刘燕** 孙乃玮***

摘要:本文从证券回购交易的基本功能、雷曼“回购105”交易情况及其对财务报表的影响出发,分析了雷曼对“回购105”的会计处理所依据的会计准则和法律因素在会计定性中扮演的角色,揭示了回购交易在法律与会计定性上的冲突,评述了“沃鲁卡斯报告”的调查思路,总结了此事件对证券市场各方参与者的警示。

关键词:证券回购交易 法律 会计 冲突 妥协

雷曼破产是2008年金融海啸的标志性事件,导致其破产的原因也成为全球关注的焦点。2010年3月11日,美国破产法院指派的雷曼破产调查人——美国Jenner & Block LLP律师事务所发布了期待已久的调查报告(以下简称“沃鲁卡斯报

* 本文为教育部人文社会科学课题《上市公司财务运作的法律规制》(项目号JA820001)的阶段性研究成果。

** 北京大学法学院教授。

*** 北京大学法学院经济法学博士研究生。

告”)。令人惊讶的是,该报告仅指控雷曼公司管理层的渎职责任在于“从事回购 105 交易”,^①而非雷曼激进的商业战略(如深度涉入次贷、CDO、CDS 市场)、经营模式或风险管理等各个方面。调查报告以 300 页的篇幅论及了雷曼的“回购 105 交易”,认定其为会计操纵行为。由此,雷曼破产似乎蜕变为一起财务造假事件,雷曼则俨然成为另一个安然。^②

雷曼财务操纵漩涡的中心是“回购交易”,它本是金融市场中最常见的交易方式,但可以被当事人用于多重商业目的甚至财务目的。沃鲁卡斯报告公布后,美国证券交易委员会(SEC)迅速跟进:一方面要求华尔街其他金融保险公司提供是否使用类似于雷曼“回购 105 交易”会计策略的细节信息,^③另一方面发布了对公众公司 CFO 关于回购协议、融券交易和其他与金融资产转移相关交易的信息调查的样信。^④一时间,证券回购交易成为众矢之的,从一项常规的金融交易瞬间堕入财务游戏甚至金融骗局的泥沼,而长期以来围绕着回购交易的基础制度框架上的不确定性,包括法律与会计定性上的困扰,也再次暴露在公众面前。这对“证券回购交易”的未来将会产生怎样的影响,值得我们关注。

雷曼“回购 105”事件仍在进展过程中。本文的目的是在解读沃鲁卡斯报告的基础上,对雷曼“回购 105”及其所展示的法律与会计确认上的争议进行梳理,以便为我们观察与证券回购相关的基础法律、会计制度未来的变革提供一种知识性基础。下文分为六个部分:第一部分简要说明证券回购交易的基本功能;第二部分介绍雷曼“回购 105”交易情况及其对财务报表的影响;第三部分讨论雷曼对“回购 105”的会计处理所依据的会计准则,揭示法律因素在会计定性中扮演的角色;第四部分结合英国年利达律师事务所对雷曼回购交易的法律意见书,探

① Report of Anton R. Valukas, p. 992.

② 刘渊源:“安然幽灵再现”,载《21 世纪经济报道》2010 年 3 月 17 日。

③ http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304370304575152040736357802.html?mod=dist_smartbrief, 2010 年 9 月 1 日访问。

④ <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cforepurchase0310.htm>, 2010 年 9 月 1 日访问。

讨回购交易在法律上的定性及其存在的问题;第五部分概括了破产调查人对雷曼回购交易性质的认定方式,展示了市场主体与投资大众在交易实质与形式问题上的分歧;最后简要总结了此一事件对证券市场各方参与者的警示。

一、证券回购交易的含义、功能与内在的认定冲突

回购(Repurchase, 简称 Repo),是指证券或其他金融资产的持有人(回购方)在卖出一笔证券的同时,与交易的对手方(逆回购方)约定在未来某一时间以事先确定的价格或者按事先确定的价格计算方法计算出的价格购回同一笔证券的行为。

典型的回购交易包括两个阶段,即出售阶段和回购阶段。在出售阶段转让金融资产、取得货币资金,回购阶段支付货币资金、取得金融资产的一方称为回购方;出售阶段支付货币资金、取得金融资产,回购阶段转让金融资产、取得货币资金的一方称为逆回购方。由于会计、法律、税收征管等不同领域对回购交易的性质认定有分歧,有时认定为出售,有时认定为担保融资,因此,为了减少“回购”本身包含的“出售”和“购买”之意所带来的混淆,一些国家(如美国)的会计准则用“转让方”指代“回购方”,即第一阶段金融资产的出售方或提供担保融入资金的一方;用“受让方”指代“逆回购方”,即第一阶段金融资产的购买方或接受担保融出资金的一方。本文为行文便利,也将采用这种表述方式。回购交易的基本结构如图1所示。

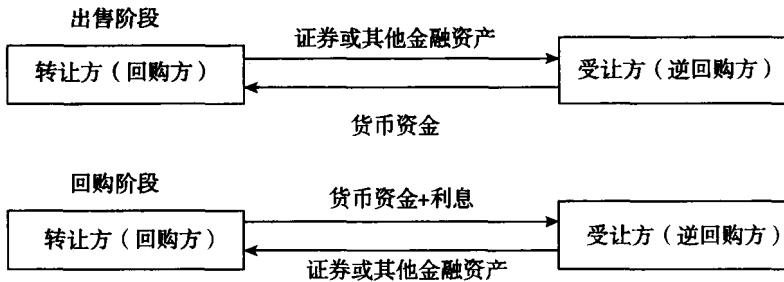


图1 回购交易的基本结构

从转让方(回购方)的立场看,回购的经济实质类似于以证券为担保进行融资,但它比传统民商法下的担保更灵活,成本更低。原因主要有两个:一是它回避了担保的登记公示程序;二是受让方可以使用、处置作为担保品的证券,从而获得一定的经济利益,只要其在转让方回购时提供同类证券即可。在这个意义上,回购又被称为“所有权转移担保安排”(title transfer collateral arrangement)。^⑤ 由于降低了交易成本,因此,回购方支付给逆回购方的资金利息通常较一般的市场利率更低,这也使得回购成为金融机构最常用的短期融资手段。^⑥

此外,回购也可能是转让方出借证券(securities lending)的交易方式。^⑦ 当受让方进行卖空交易从而需要借入证券时,转让方可以向受让方出借证券,并要求后者交付现金或其他证券作为担保品。尽管名为出借,但在回购的交易形式下,证券市场通常认为所借出证券的所有权在回购期间已经暂时让渡给受让方。

由此来看,在回购交易的认定或描述上始终存在一些冲突:以经济实质而论,回购是担保融资或者担保融券;但“出售”与“回购”两阶段的客观存在导致交易的一部分(即出售阶段)常被认定为“证券出售”或“所有权转移”。在有关证券回购交易的基础制度框架中,金融监管通常更关注回购的经济实质,而会计、法律或者税收征管常常纠结于后者,即如何确认该项交易:是作为一项“担保融资”行为,还是作为“出售”与“购买”两个独立的法律行为?相对于证券回购交易本身,这些确认属于后续的技术处理环节,但它们可能是回购交易产生的原因,并在某种意义上成为回购交易有序进行的制度性障碍。围绕着“雷曼回购 105”交易引发的纷争正是一个最典型的例示。

^⑤ 对回购下转让人、受让人权利的一个描述,参见国际统一私法协会制订的《中介化证券实体法公约》第五章,参见网页 <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/main.htm>, 2010年9月1日访问。

^⑥ 参见 BIS, *Implications of Repo Markets for Central Banks*, 1999。

^⑦ 参见 CPSS/IOSCO, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, 1999。

二、雷曼“回购 105”交易的基本情况

简单地说,“回购 105”是指在出售阶段转让价值 105 的证券,获得 100 资金额的回购交易。其实质,就是提供 105% 担保品或者 5% 超额担保(haircut)的融资交易。^⑧ 雷曼的“回购 105”交易开始于 2001 年,2006 年下半年后明显增加,至 2008 年 5 月 31 日“回购 105”余额已超过 500 亿美元,占雷曼总资产的 7.88%。^⑨

1. 雷曼对回购交易的分类及确认

回购是金融机构最常见的短期融资手段。雷曼也不例外。以回购交易中作为担保品的证券与融资额的比例来划分,雷曼的回购业务可以大致分为三类:一是普通的回购交易,按照市场惯例需提供 2% 的超额担保,即所出售的证券通常为融入资金的 102% 或者融入资金为基础证券价值的 98%,又称为 102/98 规则。^⑩ 二是“回购 105”,回购品种多为流动性很好的固定收益债券,特别是政府债券,其评级大多为投资级。^⑪ 三是“回购 108”,即提供 8% 超额担保的回购交易,标的证券主要是权益类证券。^⑫

雷曼对于普通的回购交易确认为“担保融资”,但将“回购 105”及“回购 108”确认为“销售”。后一种处理方式也成为沃鲁卡斯报告抨击的对象,认定其为“会计操纵行为”。^⑬ 由于“回购 108”交易量比较小,

^⑧ Report of Anton R. Valukas, p. 777.

^⑨ Report of Anton R. Valukas, p. 889. 总体上看,回购 105 交易对雷曼资产总规模的影响从未超过 10%。

^⑩ 证券作为担保品,其缺点在于受市价波动的影响而可能贬值。回购交易所使用的证券通常为流动性很强的政府债券(如美国国债等),贬值空间有限,因此,资金贷出方仅要求证券价值略高于融入的资金,102/98 成为市场惯例。

^⑪ 雷曼用于“回购 105”交易的非政府债券比例不大,截至 2007 年 9 月 30 日约占“回购 105”余额总量的 16%,至 2008 年 5 月 30 日约只占“回购 105”余额总量的 9%。参见 Report of Anton R. Valukas, p. 797.

^⑫ Report of Anton R. Valukas, p. 732.

^⑬ Report of Anton R. Valukas, p. 877.

对雷曼财务报表的影响较小,本文主要针对“回购 105”进行讨论。^⑭

2. “回购 105”的交易结构

在“回购 105”交易中,雷曼处于转让方(回购方)的地位,具体由位于伦敦的雷曼兄弟国际(欧洲)(LBIE,以下简称“雷曼欧洲”)来操作。对手方仅有为数不多的几家日本和欧洲的金融机构,如日本瑞穗金融集团(Mizuho)、英国巴克莱银行(Barclays)、瑞士联合银行(UBS)、日本三菱(Mitsubishi)和比利时联合银行(KBC)等。^⑮也就是说,雷曼基本上不和美国金融机构从事这种交易。

雷曼(欧洲)用于“回购 105”交易的证券可能是自己持有的,也可能来自雷曼集团中其他公司名下。如果是自己持有的证券,其交易结构与一般的证券回购无异。如果来自雷曼兄弟在美国设立的子公司,如雷曼兄弟特别融资公司(LBSF)名下,那么就需要首先将标的证券传递给雷曼(欧洲)。传递采取内部回购的方式,标的证券与资金以等额易手,不设定超额担保。在这种情形下,由于雷曼(欧洲)日后在对外进行的“回购 105”交易中,只能以 105 的证券交换 100 的现金,有 5 元的损失,此一损失将由雷曼兄弟控股有限责任公司(LBHI)通过给予雷曼(欧洲)补贴的方式来承担。其交易结构如图 2 所示。^⑯以雷曼(欧洲)(LBIE)为中心,右半边红色部分为“回购 105”交易(出售阶段),左半边为标的证券内部回购交易。

^⑭ 需要说明的是,虽然雷曼公司的破产和资产抵押证券在次贷风暴中变现困难密切相关,但是雷曼用于“回购 105”交易和“回购 108”的并非当时已经难于流通的资产抵押债券,而是流动性很好的证券,目的是避免因证券折价过大而不得不确认证券变现损失。

^⑮ Report of Anton R. Valukas, p. 880, note 3382.

^⑯ Report of Anton R. Valukas, p. 788. 图 2 显示的交易流程仅为出售阶段,调查报告没有明确回购阶段交易结构,因此,诸如雷曼(欧洲)支付给交易对手方的利息是否会转嫁给雷曼在美国设立的公司(如雷曼兄弟特别融资公司)或雷曼控股,报告没有明确。

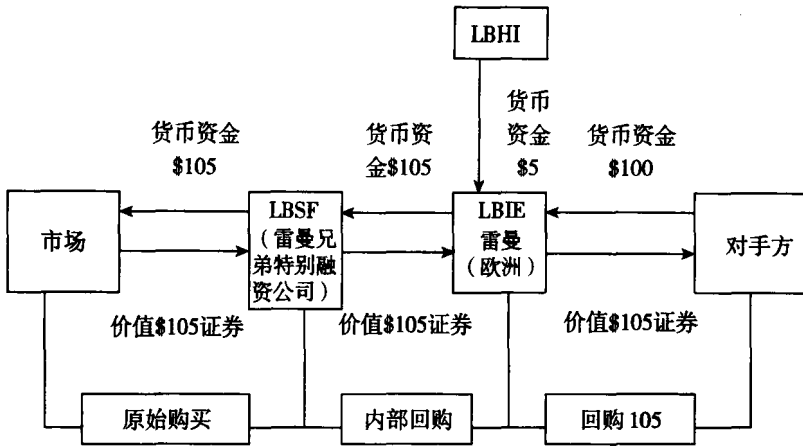


图2 雷曼(欧洲)以雷曼美国子公司证券作为回购标的交易结构

3. 交易目的

雷曼进行“回购 105”交易的目的是沃鲁卡斯报告的核心问题。从表面上看,雷曼通过回购获得了资金,因此是一种融资交易。但破产调查人进一步认定,雷曼从事“回购 105”交易更重要的目的是降低公司的杠杆率,保住公司的评级,这是通过将“回购 105”确认为“销售”而非“担保融资”的会计处理实现的。

财务杠杆是指总资产与股东权益的比值,它是衡量企业负债水平的重要指标。如果“回购 105”被记录为“担保融资”,就会增加雷曼的负债。如果记录为“销售”,则雷曼仅仅是发生了从“证券”到“现金”的资产形式转换,并不增加负债;当企业随即用回购取得的现金偿还债务时,资产、负债同时减少,从而降低杠杆率。^⑰ 不过,从沃鲁卡斯报告披露的细节看,“回购 105”虽然使得财务杠杆有所减少,但是影响比例没有超过 10%。^⑱ 真正有影响的是雷曼的净杠杆率(net leverage),即

^⑰ “担保融资”的会计处理为:借:现金(100),贷:短期借款(100)。“短期借款”为负债项目;作为担保品的证券不发生变化。当企业随即用现金偿还其他短期债务时,资产负债同时减少,企业的财务杠杆不会变化。而“销售”的会计处理为:借:现金(100)及远期合约(5),贷:证券(105)。此后的现金偿债将导致企业的杠杆率降低。Report of Anton R. Valukas, p. 759.

^⑱ Report of Anton R. Valukas, p. 889.

净资产与有形权益的比值。^① 2007年8月以后各季度,“回购105”降低雷曼净杠杆率的比例均超过了10%,2008年5月31日更达到了15%。以杠杆倍数计,“回购105”最终将雷曼的净杠杆从13.9倍降低到了12.1倍。^②

现实中,雷曼从2007年开始大量使用“回购105”交易与评级机构和金融分析师的压力分不开。此前评级机构或外部分析师主要关注损益情况,2007年中财务杠杆指标开始被赋予与损益同等重要的地位。次贷危机后,一些分析师甚至主张损益并不重要,因为损益代表过去,而资产负债表代表未来。因此,雷曼降低资产负债表中的财务杠杆的努力受到了分析师的好评。^③ 雷曼也多次向三大评级机构提交报告,强调自己在去杠杆化方面付出的努力和成果,但并没有提及“回购105”及其在去杠杆化中的作用。雷曼降低净财务杠杆的努力至少保住了雷曼在两家评级机构——标普和惠誉——不被降级。^④

当然,雷曼并不能随心所欲地对回购交易进行会计处理,它需要符合一般公认的会计准则,且为进行审计的注册会计师所认可。现实中,雷曼不仅通过了上述两方面的检验,而且获得了律师事务所对回购交易属于“真实出售”的法律意见书。可以说,雷曼所制订的“回购105”会计政策手册是根据美国有关金融资产转移的财务会计准则量身定做的产物。^⑤ 那么,这是否意味着会计准则与法律规则本身的瑕疵?

^① 这里的“净资产”与通常理解的净资产概念不同,指总资产减去(1)现金和分离并为监管和其他目的存储的证券;(2)作为担保品而收到并持有的证券;(3)已购根据协议待售证券;(4)借入的证券;(5)可识别的无形资产和商誉。“有形权益”是指股东权益加上次级票据(junior subordinated note)减去可辨认无形资产和商誉。Report of Anton R. Valukas, p. 805。

^② Report of Anton R. Valukas, p. 889. “10%”的标准也是安永会计师行对雷曼的审计,特别是净财务杠杆审计所适用的重要性水平。

^③ 例如,CreditSights Report在2008年6月称,总体而言,雷曼对资产负债表去杠杆化的努力对评级是一个积极因素。Report of Anton R. Valukas, p. 860。

^④ Report of Anton R. Valukas, p. 902. 三大评级机构中,标普和惠誉都把净财务杠杆作为评级的重要指标,但穆迪则关心其他指标,参见 Report of Anton R. Valukas, p. 902, note 3451。

^⑤ Report of Anton R. Valukas, p. 765。

三、美国会计准则对雷曼“回购 105”的适用及其争议

雷曼援引美国财务会计准则第 140 号(SFAS 140)作为“回购 105”交易确认为“出售”的依据。该准则全称为《金融资产服务及转移与金融债务终止的会计处理》,主旨是为“资产证券化交易的会计处理”提供指南,但个别规则也可适用于回购交易。按照 SFAS 140,金融资产转移确认为“销售”需要同时满足三个条件,分别是资产隔离(法律上真实出售)、受让方有权转让、转让方没有控制。^④ 雷曼根据这些具体要求一一作了应对。

1. 关于“资产隔离”

“资产隔离”又称为“破产隔离”,是指已转让出去的资产在转让方破产时不会被视作转让方的资产,这是一个法律判断而非审计师的专业判断。^⑤ 但是,雷曼未能从美国的律师事务所获得“破产隔离”的法律意见,最后是从英国年利达律师事务所(Linklaters)处获得了“真实出售”的法律意见。^⑥ 因此,雷曼将“回购 105”交易安排为由雷曼(欧洲)进行,以英国法为依据。例如,下文的分析所显示,年利达律师事务所只是认定了根据《全球回购主协议》(GMRA)^⑦进行的交易属于英国法上的“出售”,并没有讨论雷曼“回购 105”相对于普通回购的特殊安排,更没有涉及英国法与美国一般公认的会计准则或者 SFAS 140 之间的关系。但是,雷曼认为,既然其“回购 105”交易采用了《全球回购

^④ SFAS 140, para 9.

^⑤ Report of Anton R. Valukas, p. 783, note 3016 - 3017.

^⑥ 调查报告本身未揭示原因。这可能与英、美两国法律对“真实出售”的立场不同有关。根据 Philip R Wood 的研究,英国法对交易的判断以形式为主,当事人之间的意图或者形式比实质重要。虽然交易实质与担保交易没有差别,一般也不会把当事人认定的销售交易重新分类为担保融资。而美国法院则倾向“实质判断”,且《统一商法典》9-109(a)(1)规定:凡是在财产和设备上设置担保利益的交易无论形式如何均适用统一商法典第九章(担保交易)的规定。参见 Philip R Wood: Comparative law of Security Interests and Title Finance II 2nd edition, Thomson Sweet & Maxwell, pp. 693 - 694.

^⑦ GMRA(2000 年版)全文详见 <http://www.icmagroup.org/ICMAGroup/files/25/25561a36-72bc-439d-8538-039a3a979b03.pdf>, 2010 年 9 月 1 日访问。

主协议》，就可以将年利达律师事务所的法律意见书作为编制“回购105”交易会计政策的法律根据。

2. 关于“受让方有权转让标的证券”

“回购105”交易在此问题上没有任何障碍。《全球回购主协议》赋予了受让方在回购期内处置证券的权利。而雷曼用于回购交易的证券大多是“易于取得”的证券，即市场存在正规交易或资产有流动性，且有公开报价或可以通过其他渠道验证价格，因此受让方转让、再取得证券都很方便。

3. 关于“转让方没有控制标的证券”

转让方是否保留了对已出售的标的证券的控制，是三要件中最关键、也最复杂的问题。SFAS140对“控制”的定义如下：“继续控制是指出让方必须有权利和义务收回已转让证券或与已转让证券相同或基本相同的证券”；“除非有足够担保，保证支付几乎全部费用购买相同的替代资产，否则不应该认为有回购权利”。在SFAS140第128段，美国财务会计准则委员会解释说：“理解资产回购‘出让方没有控制’中‘几乎全部’和其他术语时需要职业判断。但是以98%的折扣或102%的担保进行证券回购或出借交易，如果证券属于每日盯市的证券，而且转让方有明确权利在对方违约时对担保物迅速行使权利，应该认为符合这一准则（即应该视为有效控制，因此不能视为出售）。委员会认为，其他担保协议将不被视为符合这一准则”。换句话说，如果转让方出售标的证券收取的资金少于98%，或者标的证券的价值大于转让方收取资金的102%，这意味着转让方没有获得“几乎全部费用”来回购标的证券，因此其回购的权利是不确定的。从另一个角度看，这也可以解释为，当受让方获得的标的证券大于其付出的资金的105%时，受让方将乐于持有该标的资产，不配合转让方的回购要求，从而导致转让方失去对已转让证券的控制。

长期以来，美国会计准则的特征是“规则导向”，即原则性要求在

适用中蜕变成具体的规则甚至是数量化的标准,^②如同“转让方保留控制”的要求蜕变为“102/98 的担保品溢价”。这种规则导向使得财务报表的编制人很容易通过交易细节的设计来规避相关要求,因此遭到很多批评。^③ 在雷曼“回购 105”交易中,雷曼刻意把 105 元的资产以 100 元的价格出售,人为地制造不符合“已转让证券为融资金额 102%”标准的结果。^④ 而机械地适用会计准则的结果就是:雷曼收取的“担保”(资金)不足以重置标的证券,因此雷曼未保留对标的证券的控制,从而可以将整个回购交易作为“出售”处理。^⑤

美国会计准则“规则导向”的特征也深深影响了注册会计师的判断。为雷曼进行审计的安永会计师事务所承认,其对雷曼的“回购 105”会计政策的审查仅限于“理论”方面,并没有对该交易是否遵循 SFAS 140 进行实质性分析。换句话说,注册会计师仅仅抽象地评估了雷曼对 SFAS 140 的理解及其在会计政策上的应用。常规回购交易下的“102/98”规则与“回购 105”之间的明显差异似乎让注册会计师很轻易地认同雷曼以“出售”记录“回购 105”,甚至都没有审查附在雷曼会

^② 关于会计准则制定方法的“规则导向”与“原则导向”之争目前尚存争议。参见 Matthew A. Melone *United States Accounting Standards - Rules or Principles? The Devil Is Not in the Details*, 58 U. Miami L. Rev. 1161。我国学者通常认为,与国际会计准则“原则导向”相比,美国会计准则是“规则导向”的,参见平来禄、刘峰、雷科罗:“后安然时代的会计准则:原则导向还是规则导向”,载《会计研究》2003 年第 5 期,第 11 页;陈毓圭:“原则导向还是规则导向:关于会计准则制定方法的思考”,载《中国注册会计师》2005 年 6 月,第 27 页。

^③ 例如,SEC 前主席 Harvey L. Pitt 在 2002 年 3 月 21 日给国会的书面证词中提出“规则导向会计准则的发展导致仅仅为了实现会计目标而不是经济目标使用金融工程技术”,参见网页 <http://www.sec.gov/news/testimony/032102tshlp.htm>;又如 SEC 前首席会计 Robert K. Herdman 2002 年 5 月 14 日给美国国会的证词中指出“规则导向准则在财务报告中助长‘翻箱倒柜’式的心态,并在准则运用中弱化专业判断,不利于财务报表编制者和注册会计师就特定准则对财务报告的整体影响进行客观评价”,参见网页 <http://www.sec.gov/news/testimony/051402tsrk.htm>;索罗斯认为“当广泛的原则被详细地固定为法典时——就像 GAAP 那样——规则却匪夷所思地变得更容易规避”,转引自张为国、邱昱芳:《后安然时代》,第 464 页。

^④ Report of Anton R. Valukas, pp. 779 - 780.

^⑤ Report of Anton R. Valukas, pp. 772 - 774.

计政策手册里的英国律师对“回购 105”提供的法律意见书。^②

四、英国律师事务所对“回购 105”交易性质的认定及其问题

从法律本文上看,雷曼“回购 105”交易采用了《全球回购主协议》(GMRA),它是由国际资本市场协会推出的有关国际间回购交易的合同范本,以英国法作为准据法。英国年利达律师事务所出具的法律意见书并非针对雷曼“回购 105”的具体安排,而是对 GMRA 下的回购交易在英国法上的地位做出的一个概括性判断,并认定这类交易属于“真实出售”而不是“担保融资”。^③

一般而言,英国法院强调“合同意思自治”,认可资产所有权人把资产上的利益转让给他人的自由,也认可合同双方决定财产转移性质的自由。合同究竟属于转移全部利益的销售还是转移部分利益的担保,主要由合同条款决定。当然,法院也会审查交易的实质,特别是对围绕同一资产的一系列交易,判断交易整体的实质就显得比较重要。在根据 GMRA 进行的回购交易中,如果转移资产的合同被其他合同增补或修订,成为“虚假合同”(sham),法院将根据整体交易安排来确定合同性质。现实中,英国法院尚未就回购交易的性质做出判例,因此年利达律师事务所需要考虑的主要问题是:转让方的回购义务,或者受让方未来需要向转让方或其代理人提交同等证券,或者向转让方支付回购期间的股息利息和其他分配等行为,是否导致原转让合同性质由

^② 这或许也解释了雷曼的“回购 105”交易得以安然无事地持续若干年的原因。今天看来,雷曼按照美国财务会计准则确认的回购交易,其中一个重要依据却是英国律师依据英国法出具的法律意见书,这一安排颇令人生疑。对此,沃鲁卡斯报告也没有做出任何解释。

^③ 年利达法律意见书的全文载于 Report of Anton R. Valukas, APPENDIX 17, pp. 21-35。年利达在分析回购交易前预设了以下几个条件:一是不考虑英国之外的其他外国法的影响;二是 GMRA 以及每个交易都在交易方资本范围和交易能力以内,能够被双方有效执行,也能对双方产生法律约束力,并依据英国法能够强制执行;三是当出让方将资产转让给受让方时,出让方具有资产所有权;四是出让资产具有流动性,因此受让方能够根据自己的意愿处置受让的证券并易于获得等价证券。

“出售”转为“担保融资”。

英国年利达律师事务所认为,英国法上出售与担保融资的区别在于:出售的本质特点是出让方意图把资产上的全部财产利益彻底转让给受让方,担保融资的本质特点是出让方没有意图把资产上的全部财产利益彻底转让给受让方,而是保留了清偿债务后取回财产的权利。具体到回购交易,年利达提出了将该交易视为“出售”的两个理由:

第一,GMRA第3条(f)不要求受让方在回购阶段向转让方提交后者当初转让的特定证券,而只是要求提交“同等证券”(equivalent securities)。因此,尽管受让方在初始交易时获得的证券和回购阶段提交的证券具有相同的美国证券编码,但是实际上受让方有权处分取得的标的证券,且不需要把回购标的证券与自身所有的证券区别保管,因此,不能认定转让方意图保留原始转让资产上的全部权益,也就是说,回购交易属于“出售”。

第二,英国法认为,只有当事人取得资产的实际权利,并且法院将会判决义务人实际履行时,当事人才被认为具有资产所有权。而法院通常只有在金钱补偿这种救济方式不足以充分保护权利人时,才会裁量使用实际履行这种救济方式。当回购交易的标的证券是易于流通证券时,很难想像法院会要求当事人“实际履行”。

上述两个理由,特别是GMRA关于受让方在回购阶段提交的是“同等”而非“原始”资产的规则,也成为年利达否定回购交易中其他特征可能引起“担保融资”认定的主要依据。

例如,在谁有权收取回购期间标的证券的收益问题上,GMRA第5条规定受让方应该向转让方支付标的证券在回购期内孳生的股息或利息,这一要求通常会被解释为转让方保留了该资产上的利益。但是,年利达认为,GMRA仅仅要求受让方支付相当于财产收益的货币金额,而不是支付其所收到的股息或利息,受让方甚至不必在单独账户中保留该收益,因此,这种支付收益的规定并不影响对该类交易属于“出售”的判断。

再比如,对于回购期间谁有权行使标的证券的表决权问题,GMRA本身并无投票权的规定,但是GMRA的一个附件——《权益类证券附

件》(Equities Annex)^④(2000年版)第4条(b)要求受让方应^④按照转让方的要求行使投票权。通常来说,如果受让方必须按照转让方的要求行使投票权,则可以认为转让方没有意图将财产出售给受让方。年利达认为,《权益类证券附件》在作出这一规定时假设了一个条件,即仅在受让方继续持有标的证券时,才可能适用有关投票权的规则。也就是说,如果受让方在回购期间把证券处置转让给了第三方,转让方按自己意图行使投票权的愿望是不可能实现的。因此,《权益类证券附件》关于投票权的规定也不能改变回购交易的“出售”性质。

总体来看,年利达律师事务所对回购交易属于“销售”而不是“担保融资”的解释是建立在GMRA有关“同等证券”的规则之上,其中不乏牵强之处。不过,在缺乏明确的立法、司法判例或学理做出相反的认定之前,人们似乎也很难直接否定其依据英国法对回购交易法律性质的解释。

比年利达对回购法律性质的认定更牵强的,恐怕是雷曼对年利达法律意见书的使用方式。“真实出售”本是美国一般公认会计准则的要求,它理应结合美国法来判断;而年利达的法律意见书解释的是英国法,且未提及其认定是否符合美国会计准则,特别是SFAS 140的要求。雷曼对这种差异视而不见,一厢情愿地认为通过雷曼(欧洲)进行的“回购105”交易符合英国法下的“出售”标准,就满足了美国会计准则的要求,并且通过合并报表的方式把雷曼(欧洲)的交易结果直接反映到美国总公司的报表中。考虑到美国法律与英国法律之间的差异,雷曼的这种做法遭到沃鲁卡斯报告的强烈抨击,也就毫不奇怪了。

五、破产调查人对“回购105”交易的认定及依据 ——常识的胜利

雷曼破产法院指定的破产原因调查人是一家位于芝加哥及纽约

^④ 该附件全文可参见网页 <http://www.icmagroup.org/ICMAGroup/files/85/85767a6f-237a-4a03-89cc-20d4c959aea7.pdf>, 2010年9月1日访问。

的美国律师事务所。该所发布的沃鲁卡斯报告并没有受制于现有的法律与会计角度的认定,而将雷曼“回购 105”交易界定为“会计操纵”,实际上认定该交易本应当作为“担保融资”确认。沃鲁卡斯报告的依据可大致概括为以下四个方面,从某种意义上说,它们都属于一种基于“常识”(common sense)的判断:

第一,“回购 105”的成本比一般回购高得多,是一种本不应该发生的交易。对于雷曼而言,“回购 105”不仅意味着要提供更多的担保品,而且还将产生海外发行、额外融资等负担。此外,由于“回购 105”交易对手有限,雷曼实际上处于被动价格接受者的地位,不得不付出更高的代价。所有这一切都发生在雷曼完全可以从事普通回购交易的情形下,很难说是出于短期融资的目的。因此,雷曼不惜代价从事“回购 105”的目的只能解释为是为了粉饰报表。^⑤

第二,雷曼在季末突击进行“回购 105”交易。雷曼的内部文件曾提出了“80/20 规则(持续使用规则)”和“120% 规则”,即未清算的“回购 105”在任何时候都应该保持至少不少于月底清算总额的 80%;月末、季末回购余额不得超过日常余额的 120%。如果能遵守这些规则,“回购 105”交易看起来就更像是常规的回购交易,是为了合法的商业目的。然而,现实中,这一规定没有得到执行。例如,2008 年 3 月和 4 月底“回购 105”余额只有 246 亿美元和 247 亿美元,但是到了 5 月底,即季度报告日,“回购 105”翻了一番,达到 504 亿美元。破产调查人认为,这只能解释为雷曼力图影响对外公布的季报中的财务数据。^⑥

第三,雷曼没有在年报和季报中对外披露“回购 105”交易。为了使“回购 105”这种表外工具有效,雷曼必须对公众隐瞒与“回购 105”有关的信息。许多参与报表准备的员工向调查人员作证,报表中不包括“回购 105”的内容。雷曼的外部披露顾问也没有注意到雷曼使用了“回购 105”,一直认为雷曼对所有回购都是按常规确认为“担保融资”的。雷曼负责对外披露的高级副总裁 Ryan Traversari 虽然熟悉“回购

^⑤ Report of Anton R. Valukas, pp. 878 - 880.

^⑥ Report of Anton R. Valukas, p. 875.

105”的情况,但是没有与外部披露顾问讨论这一问题。^⑦

第四,雷曼自己的员工对“回购 105”的作用持否定态度。^⑧ 大量雷曼内部邮件对“回购 105”使用讽刺性用词,如“吸毒”、“报表粉饰”等,并将其与资产负债表目标管理放在一起谈论。在雷曼的内部报表上,“回购 105”的使用和对资产负债表的影响被标示出来。此外,高级管理人员经常在季末施加压力,要求交易员使用“回购 105”实现财务目标。在破产调查人的调查过程中,几乎全部证人,包括雷曼的顶层管理人员都承认,雷曼依赖“回购 105”在季末管理资产负债表。

基于上述事实,破产调查人认定“回购 105”完全是会计操纵工具,雷曼的管理层在此问题上违反了信义义务。如果沃鲁卡斯报告对“回购 105”的认定被法院接受,并作为追究雷曼高管法律责任的依据,这或许意味着,相对于法律与会计的繁琐且精密的技术分析来说,“常识”取得了最后的胜利。

六、雷曼“回购 105”事件的警示

雷曼“回购 105”事件是雷曼破产案中第一次明确出现对高管违法的指控,其内容则涉及回购交易、会计操纵、英国与美国法律适用的分歧等。所有这些元素的交织导致雷曼“回购 105”事件一经曝光就成为市场热议的话题。从某种意义上说,雷曼“回购 105”事件是一个常规金融工具在实践中被滥用的样本,它不仅展示了市场主体在利益驱动下对交易结构的精心设计,而且也充分暴露了会计准则的疏漏以及法律专业判断的扭曲在其中扮演的不光彩的角色。然而,当最终面对“常识”的拷问时,不论是上市公司的苦心孤诣还是专业人士的辅佐都显得如此不堪一击。

雷曼“回购 105”事件的最终结果目前尚无法预料。但至少有一点是明确的,那就是它警示了金融市场参与者应恪守金融交易的经济实

^⑦ Report of Anton R. Valukas, p. 984.

^⑧ Report of Anton R. Valukas, pp. 878 - 882.

质,并如实反映这种本质。特别是法律专业人士与会计专业人士长期以来在回购问题上拘泥于技术细节的意义,导致回购的法律性质与会计确认问题上始终存在诸多不确定性,其背后的动机无非是将“回购”确认为“出售”,从而迎合客户对于呈报一张更漂亮的财务报表的需求。雷曼“回购 105”事件或许将终结这一场不光彩的、集体参与的数字游戏。