

套期保值与风险管理

——以深南电期权合约为例

翟留镜 谷长辉

近年来,国内大型企业因参与套期保值交易失败导致巨额亏损的案例屡见不鲜:中信泰富外汇交易巨亏、东方航空在燃油期货市场损失惨重……缘何这些大型企业屡屡在套期保值交易上失手?笔者认为,一个重要的原因就在于这些企业的经营管理理念和管理制度等没有适当引入全面风险管理。笔者在此以深南电期权合约为例,对大型企业利用套期保值对冲风险却发生巨亏的原因进行分析,并提出加强套期保值风险管理的建议。

一、深南电原油期货合约案例分析

(一) 期权合约签订与执行分析

2008年3月,深圳南山热电股份有限公司(以下简称深南电)与高盛集团子公司杰润公司(以下简称杰润公司)之间签订了两份期权合约的确认书。虽然双方签订的合同规定杰润公司帮助深南电进行套期保值,但是合同的交易内容却带有明显的对赌性和不可控性。杰润公司将简单的期权协议拆解成三份来描述,实质上每份期权协议都是由两份原油期货看跌期权合约组成,深南电和杰润公司分别是这一看跌期权的卖方和买方,双方签订的两份期权确认书见表1。

根据确认书的内容,用原油的市场价格与期权的执行价格进行比较,可以得出在不同原油价格下深南电期权合约的损益情况,见表2。

深南电与杰润公司签订的两份期权合约实质上是两份对赌协议。在第二份合约中,如果油价高于63.5美元,深南电每月可以获得30万美元的收益。如果油价跌到62美元以下,每跌1美元,深南电就亏损40万美元,理论上最高盈利为 $30 \times 10 = 300$ (万美元),最高亏损额却为 $40 \times 62 \times 10 = 2.48$ (亿美元)。而在第二份合约中,从表面上看,这份期权互换同第一份期权互换基本类似,但第二份合约实际上是一个复合期权,杰润公司对合约具有优先选择权,即可以根据市场价格的波动情况,选择是否激活第二份协议中的期权互换,只有当石油价格在2008年12月30日远低于

62美元时,高盛才会激活这份互换协议,这份合约对深南电来说几乎没有任何避险功能。

上述协议的签订对于深南电来说,风险远远大于收益。以第一份合约为例,只要在2008年年底,油价不跌破62美元/桶,深南电将只赚不赔。合约签署时,原油期货价格约为每桶100.75美元,且在相当一段时间之内保持上涨的趋势,年内油价跌破62美元/桶显然是一个“小概率事件”。然而,在合约签署后,国际原油价格在金融危机的影响下经历大起大落。从2008年3月到10月,国际原油期货价格均位于62美元/桶的上方,根据双方的约定,杰润公司每月须向深南电支付30万美元,深南电应收到240万美元。油价于10月下旬已跌破62美元,根据协议,深南电应按照 $(62 \text{ 美元/桶} - \text{浮动价}) \times 40 \text{ 万桶}$ 的金额向杰润公司支付现金(浮动价为“每个决定期限内纽约商品交易所当月轻质原油期货合约的收市结算价的算术平均数”),深南电在11月和12月共亏损1 007万美元,吞噬了此前数月深南电的对赌收益。

表1 交易双方签订的期权确认书

项目	期权确认书1	期权确认书2
有效期	2008/3/3~2008/12/31	2009/1/1~2010/10/31
期权1	执行价格(美元/桶)	63.5
	期权费(万美元)	30
	标的物	20万桶原油
期权2	执行价格(美元/桶)	62
	期权费(万美元)	0
	标的物	浮动价>62美元,20万桶原油 浮动价<62美元,40万桶原油

表2 深南电损益分析计算表

期权合约	项目	期权1和期权2均不被执行	期权1被执行	期权1和期权2均被执行
期权确认书1	油价(美元)	$P > 63.5$	$62 < P < 63.5$	$P < 62$
	标的物(万桶原油)	20	20	40
	损益情况(万美元)	30	$(P - 62) \times 20$	$-(62 - P) \times 40$
期权确认书2	油价(美元)	$P > 66.5$	$64.5 < P < 66.5$	$P < 64.5$
	标的物(万桶原油)	20	20	40
	损益情况(万美元)	30	$(P - 64.5) \times 20$	$-(64.5 - P) \times 40$

第一份油品期权合约仅2个月的亏损就相当于前8个月盈利的4.2倍,深南电成为这场赌局的输家。

而从该期权合约的实际执行期限上来看,杰润公司付给深南电从2008年3月到9月的看跌期权费共计210万美元,划入其他应收款项下的暂收衍生金融工具合同;2008年10月下旬,深南电被证监会限期整改,其股票随后停牌;2008年12月13日,合约双方宣布终止交易。

(二) 深南电套期保值巨亏原因分析

1. 工具选择不合理。作为采购原油型企业,为了转嫁燃料成本上涨的风险,深南电没有选择在期货市场上买入期货合约或者保值意义较大的买入看涨期权,而选择了风险最大、潜在收益有限的看跌期权,这其中很重要的一个原因就是深南电看重的是交易结束前不发生实际成本支出,卖出看跌期权还会收到一定的权利金,从而规避了不能正常调度外汇资金进出境外的困扰。客观地讲,一般企业是不会把卖出看跌期权作为基础的保值手段的,而往往是与买入看涨期权相配合。

2. 具有明显的对赌性,带有投机色彩。套期保值的目的是锁定成本和稳定利润,而不是为了获得更多的利润,强调的是稳定性而不是获利性,而深南电与杰润公司签订的交易合约具有明显的投机获利动机,实质上就是一份对赌协议。深南电作为看跌期权的卖方是在赌未来原油期货价格上涨,而杰润公司作为看跌期权的买方是在赌未来原油期货价格下跌,均违背了套期保值的最终目的。

3. 风险意识薄弱。深南电在交易合约中锁定了自己的盈利空间且风险不可控,形成了一个“盈利有限、风险无限”的油价对赌的结构性期权协议,这种结构违背了套期保值交易对等的原则。据双方签订的“赌约”,当原油价格上涨高于62美元时,深南电能赚取非常有限的固定收益,但当油价跌至62美元以下时,其付出则将成为倍放大。

4. 过分依赖国外金融机构。在这场油价赌局里,高盛至少扮演了三个角色——预测家、投机商和对赌方。预测家角色由高盛的研究部门扮演;投机商角色由高盛旗下的投机基金公司扮演;对赌方由高盛旗下的专事提供对赌协议的杰润公司扮演。深南电签订的交易合约,在开始策划的过程中,高盛是帮助深南电进行套期保值,深南电处于方案需求者的地位,高盛银行则处于咨询服务的地位,双方之间是服务与被服务的关系。但进入交易条款时做的方案却是投机和对赌性的,当游说和咨询服务提供完之后,高盛成为深南电的交易对手。这种对手位置和性质的转变与错位,很难保证交易的公正性。

5. 进行衍生品场外交易。近年来,国内一些企业在海外期权交易中发生亏损的一个普遍现象是无一例外地选择

在场外市场进行交易,而且尤以场外期权交易为重要领域。企业对衍生品场外交易的记账和披露均很少,由于无法准确发现交易对手的风险敞口,使得风险进一步增大。

二、加强套期保值风险管理的建议

(一) 慎重对待风险较大的卖出看跌期权进行套期保值

对买入看涨期权(保值头寸)在先的企业来说,适当卖出看跌期权有两重意义:一是在市场明确处于牛市的状态下,所卖出的看跌期权一般不会遭遇行权,通过卖出看跌期权所得的权利金可以适当弥补买入看涨期权的成本;二是卖出看跌期权相当于保值者以负成本方式建立了一份比市场价格低的期货买入合约,对于风险偏好比较稳定和市场跟踪与风险处置能力较强的企业来说,这是防范买入看涨期权失效时的一种次优保值策略。

(二) 明确保值目的,少做投机交易

判断一宗交易方案和结果是套期保值还是投机交易,其本质不是盈利与否,而是期货与现货对应的正确性和适当性。成功的套期保值企业往往能够坚持“只保值、不投机”的原则。而有些企业虽然参与期货市场的初衷是套期保值,但由于设计的方案不科学,使套期保值方案或操作过程本身带有投机色彩或风险不可控性。而只要陷入投机状态,企业的套期保值就面临成败各半的局面,一旦市场发生逆转,企业就会遭受损失。所以,进行套期保值的企业要按照保值的最终目标科学设计保值方案和操作流程。

(三) 培育全面风险管理的理念

企业在计划开展套期保值业务时,要注意培育全面风险管理的理念:围绕套期保值、风险管理这个核心,重新理顺公司的经营管理体制、机制和流程;建立各部门配合套期保值业务的机制,各环节的决策人员都应对套期保值有基本的了解;套期保值计划方案的调整,需要企业计划、采购和营销、生产、仓储、财务等各部门共同协商完成。在设计保值规模时要根据保值目标性质和市场方向来确定合理的期货头寸,在设计套期保值周期时,要考虑未来的不确定性,如果是客观需要周期较长的保值方案,要按照规模递减的原则,在头寸建立上拉开时间和规模梯次,以降低远期的未知风险。

(四) 完善企业内部控制制度,加强监督管理

首先,实行决策民主,防范决策风险。企业应通过分层的组织体制设计,实行套期保值业务决策的程序化和民主化。其次,构建管理体系,明确交易授权。一般来说,套期保值业务都是在企业高层的统一领导下,由贸易部、期货部、风险管理部和财务部等共同配合进行,各部门要做到相互协作、相互制衡,加强内部牵制制度。再次,重视风险评估,

析广发证券借“壳”之路

陈琪 程峰

2010年2月12日,广发证券股份有限公司(下称广发证券)借“壳”延边公路公司成功,在深圳证券交易所复牌交易,开盘价为每股54元,收盘价50.05元。作为国内第一例宣布借“壳”上市的证券公司,广发证券的借“壳”上市之路前后经历了3年多的风风雨雨。为何广发证券的借“壳”之路如此曲折?本文拟对这一案例进行剖析,以期对欲走借“壳”上市之路的证券公司有所启示。

一、案例公司及基本情况

(一) 广发证券与延边公路公司简介

广发证券的前身是1991年9月8日成立的广东发展银行证券部,1996年改制为广发证券有限责任公司,2001年整体变更为股份有限公司。截至2009年9月30日,广发证券注册资本20亿元,合并报表资产总额913.12亿元,归属于母公司股东权益148.85亿元,是国内资本实力最雄厚的证券公司之一。

延边公路建设股份有限公司(因未股改故称S延边路,以下简称延边公路),是于1993年经吉林省经济体制改革委员会批准设立的定向募集股份有限公司。公司于1997年4月29日经证监会批准向社会公开发行3000万股,注册资本为人民币1.84亿元。公司主营业务为公路、桥梁、隧道

的投资开发建设和经营期内的收费管理,控股股东为吉林敖东药业集团股份有限公司。

2010年2月2日,延边公路换股吸收合并广发证券获证监会有条件通过,延边公路作为存续公司将承继广发证券全部资产、负债和经营资质,广发证券的业务、人员、经营体系、重要协议等将全部进入延边公路,广发证券予以注销。2010年2月9日,延边公路在广东省工商局进行了部分工商变更登记,公司名称由“延边公路建设股份有限公司”变更为“广发证券股份有限公司”。

(二) 广发证券借“壳”之路

2006年6月5日,延边公路发布停牌公告称,公司控股股东吉林敖东正与广发证券就借“壳”公司上市事宜进行沟通磋商。2006年9月,延边公路公告了广发证券借“壳”上市的方案,但仅复牌交易了七个交易日就再次停牌。其间,广发证券经历了原董事长董正青内幕交易案和ST梅雁起诉深圳吉富等股权纠纷案,借“壳”方案也如泥牛入海般悄无声息,被借“壳”的延边公路股票此后经历了三年半左右的罕见停牌期。对于广发证券和延边公路的股东来说,这段时间堪称“苦旅”。

2009年12月28日,延边公路发布公告,称公司拟与广发证券就重组有关事宜进一步沟通,公司股票将继续停牌,

做好实时监督。在套期保值业务管理中,风险评估的主要目的在于控制现金流风险,保证套期保值头寸的安全。风险管理人员每天应从专门渠道取得用于风险评估的价格数据,对企业的期货头寸进行盯市风险预测,还要定期对期货头寸进行敏感度分析、情景分析等工作,以获得对头寸风险的全面评估结果。最后,完善报告制度,加强监督管理。风险管理人员每天要对期货交易员的交易记录进行监督,检查期货交易是否与保值方案的规定相一致,当出现违规交易、市场重大变动等情况时,风险管理人员还要立即制作相应报告提交给企业管理层或董事会。

(五) 加强套期保值的外部监管

一是加强金融机构衍生工具创新和衍生市场运行制度

建设。监管部门需与立法部门加强合作,尽快完善场外衍生产品市场的监管立法,并通过与国际监管机构进行沟通协调,使场外衍生品市场监管政策标准尽可能与国际保持一致,避免因跨境流动而削弱监管效果。二是场外金融衍生产品的结构复杂性和非标准化特征,增加了投资者对衍生产品的风险认知难度,这就要求在监管措施中强调金融衍生工具开发机构应充分披露产品交易结构与基础资产状况,揭示风险关联因素,防止场外衍生产品向不成熟的市场投资者进行不当销售。三是加强场外衍生产品市场的信息披露,对交易采用电子化处理,加强交易的确认、公布和执行等。

(作者单位:中南财经政法大学会计学院)

责任编辑 刘黎静