

航空业上市公司运用衍生金融工具 避险的方法与途径

陈郡 董旭

在原油价格和汇率的剧烈波动中,受冲击和影响最大的就是航空企业。2007年,南方航空由于人民币升值,汇兑收益高达12.83亿元,占其利润总额的61%;而2008年,东方航空原油期货合约产生的公允价值变动损失达63.53亿元,占其利润总额的50.50%。不难看出,这些收益和损失都是在非主营业务中产生的,但却占到了当年利润总额的半数以上。这种影响是企业无法控制的客观因素造成的,企业有必要合理运用衍生金融工具对这些非主营业务中产生的利得和损失进行控制,以有效规避风险。

一、航空业上市公司常用的衍生金融工具

本文所指的航空业上市公司,仅仅是指航空运输业上市公司(依据《上市公司行业分类指引》),不包括上海机场等



其他与航空相关的服务行业上市公司。一般而言,航空业上市公司常用的衍生金融工具主要包括以下几种:

1. 期货。是指交易双方按约定的价格在未来某一期间完成特定资产交易行为的一种方式。期货的主要功能是价格发现、套期保值、投机获利。航空公司使用期货交易最看重的是利用套期保值功

能对国际航线的用油价格进行锁定。

2. 期权。是指期权的买方有权在约定的时间或约定的时期内,按照约定的价格买进或卖出一定数量的相关资产,也可以根据需要放弃行使这一权利。较之于燃油期货,航空公司更多的是选用燃油期权进行套期保值。不光是因为期权占用的初始本金少,还因为期货合约需要“逐日盯市”。如果航空公司持有的期货合约种类多,企业每天要付出相当的精力来调整自身持有的期货头寸,无形中增加了成本。面对各种期权类型,航空企业应该选择标准化的期权,警惕“奇异性期权”,即附加有多种影响因素或在期权执行时附加设置一些条件的期权(如彩虹期权、篮子期权、价差期权、数量调整期权等)。

3. 互换。是指交易双方约定在合约有效期内,以事先确定的名义本金额为

幕信息的知情人利用信息优势深度干预重组的动力,从而能够在一定程度上降低利用内幕交易操纵市场的可能性和危害性。

三、结论与建议

我国上市公司股权结构的特殊性和并购重组中内幕交易问题的复杂性使得内幕交易行为在上市公司并购重组中十

分盛行。为了规范上市公司并购重组中的内幕交易行为,笔者认为有必要对现有法规进行一些改进。第一,扩大公司并购中内幕交易主体认定的范围,将在并购过程中具有实质性影响的人或者机构认定为内幕交易主体;第二,改变内幕交易人认定的持股比例标准,将原标准从持有公司百分之五以上股份的股东修改为持股前五名或者前十名的股东;第三,

制定专门的吸收合并法规规范吸收合并中的内幕交易行为,对吸收合并中的相关事项进行有针对性的管理;第四,通过完善各项制度,加强内幕交易的事前预防,并将事前预防与事后惩戒相结合,以有效打击内幕交易的违法行为。

(作者单位:南京理工大学经济管理学院)

责任编辑 刘莹

表1 航空公司外汇资产、负债情况分析对比表 单位：亿元人民币

公司名称	东方航空			上海航空		中国国航			南方航空		
	2007年	2008年	2009年	2007年	2008年	2007年	2008年	2009年	2007年	2008年	2009年
货币资金	15.4	8.6	13.6	1.5	0.9	16.8	18.6	19.6	5.6	6.0	9.7
应收账款	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	0.2	0.1
外币资产占比	2.32%	1.18%	1.89%	1.13%	0.64%	1.90%	1.88%	1.85%	0.69%	0.72%	1.02%
短期借款	87.9	44.2	28.8	9.4	0.5	63.3	78.7	87.1	210.1	126.4	105.2
应付账款	-	-	-	-	-	-	-	-	5.7	4.3	2.8
长期借款	86.7	87.3	72.9	24.8	21.9	128.6	157.2	95.0	123.2	98.3	236.3
应付融资租赁款	164.5	195.3	158.1	15.3	21.6	133.3	164.8	153.7	157.4	129.4	133.2
外币负债占比	51.00%	44.65%	36.06%	37.89%	30.96%	36.74%	40.51%	31.62%	60.55%	43.17%	50.40%
总资产	665.0	731.8	720.2	130.4	142.1	885.4	989.0	1061.6	819.8	830.0	947.4
对比结果	各航空公司的外币负债在当期总资产中所占的比重远高于外币资产的比重										

- 注：1. 数据为外币折合成记账本位人民币
2. “-”表示该公司报表附注中未披露外币数据
3. 2009年上海航空被合并，这里不再列举
4. 加线数字表明由于年报披露的详尽程度存在差异，该数字无法准确获知

表2 航空公司燃油成本分析比较表 单位：亿元人民币

公司名称	东方航空			上海航空		中国国航			南方航空		
	2007年	2008年	2009年	2007年	2008年	2007年	2008年	2009年	2007年	2008年	2009年
燃油总成本	151.17	184.88	122.55	-	-	162.71	207.9	126.42	183.16	230.86	-
燃油在总成本中的比重	40.90%	43%	34%	-	-	40.76%	42.77%	30.85%	38.90%	42.80%	-
其中：											
国内航线用油成本	85.98	109.63	89.82	-	-	85.14	105.83	74.10	147.14	187.53	-
国际航线用油成本	65.19	75.25	32.73	-	-	77.57	102.07	52.32	36.02	43.33	-
国际航线用油所占比率	43.12%	40.70%	26.70%	-	-	47.67%	49.10%	41.39%	19.67%	18.77%	-
算术平均成本	39.234%										

- 注：1. 根据收入与费用的配比原则，按照国内外航线的主营业务收入所占比例来分配用油成本
2. “-”表示该公司未披露相关数据
3. 表中比较的原油价格选定具有代表性的国际市场价格WTI(即 West Texas Intermediate 美国西德克萨斯轻质原油)。

依据，按约定的支付率相互交换支付的约定。航空公司通过互换协议将所承担的外币负债换成本币负债，将汇率变动的风险完全转嫁给互换协议的另一方或根据该协议使得双方的汇率风险完全消除。

4. 远期合约。是指合约双方约定在将来某个确定的时刻以某个确定的价格购买或出售一定数量的某项资产的协议。它与期货合约最重要的区别是，远期合约是非标准化的。远期合约可以帮助企业在签订合约时就锁定损益，更能适应

不同企业的风险管理需求。对于航空业上市公司来说，其外汇负债基本上是偿还日可以确定的，金额也是可以确定的，因此可以与其他企业签订外汇远期合约。由于执行汇率为协定汇率，所以可用来规避人民币贬值带来的汇兑损失。

二、航空业上市公司运营成本的特点

1. 外汇负债承担较大的汇率变动风险，进而影响其利润表中的“财务费用”

笔者对东方航空、上海航空、南方航空、中国国航四大航空公司(集团公司)2007~2009年的年报资料进行整理后，得出了其外汇资产、负债情况分析对比表(见表1)。从该表可以看出：①航空业上市公司外汇负债的比重要远高于外汇资产的比重。也就是说，航空公司所面临的外汇风险，实际上是人民币贬值的风险。企业套期保值的需求是建立在人民币贬值的基础上的，在人民币升值的情况下，企业就不需要围绕人民币进行套期保值。但由于人民币是不可自由兑换的货币，因此在企业的外汇负债中，外汇种类不宜过多。否则，不同种类的外汇之间就可能会需要进行套期保值。②航空企业涉及外汇负债的项目除了长短期借款外，就是应付融资租赁款。这个特点有助于企业选择所需的衍生金融工具，也有助于航空企业进行外汇风险管理。

2. 燃油成本承担较大的石油价格变动风险，进而影响其利润表中的“营业成本”

从表2可以看出：①在三大航空业上市公司中，2007~2009年三年的燃油成本几乎占到了其总成本的40%左右。对于企业来说，若能有效地控制并减少这部分成本，将会给企业带来更多的利润，降低经营风险。②东方航空和中国国航2007~2008年的国际航线用油占比都在40%~50%之间，可见中航油的国内燃油价格“保护屏障”只能帮助这两家上市公司分担多一半儿的价格变动风险，企业仍需自己运用衍生金融工具来规避价格上涨的风险。

三、航空业上市公司运用衍生金融工具的根本原则

1. 规避风险原则

航空公司使用衍生金融工具的出发点，应该是规避燃油价格上升风险和人民币贬值的风险，而不是投机以赚取盈利。由于衍生金融工具的使用会受到市场因素的影响，除非企业能预判原油价格上升或人民币贬值，否则就不应使

用衍生金融工具进行套期保值。也就是说,航空企业的燃油成本和汇率变动锁定应是单方向的,对于企业有利的变动(如燃油价格下跌、人民币升值)就毋须进行套期保值。

2. 谨慎性原则

一是谨慎参与。虽然航空企业是运用衍生金融工具来规避风险的,但它并不是企业的主营业务。因此,衍生金融工具的使用就应建立在航空企业有套保需求,并对原油价格变动趋势、人民币币值变动趋势有较为合理的判断的基础上。当发现这些因素有对企业不利的变动趋势时,企业才可参与。二是谨慎选择。当企业决定对所持资产或负债进行套期保值时,应根据企业自身的资金周转情况、投资业务部门的人员知识水平以及企业所需套保产品的数量谨慎选择衍生金融工具,并就每种方案的可行性进行分析,就其套保结果进行评估。三是谨慎出手。企业只有在保证以上两点已经切实做到的基础上,方可建立头寸。

3. 动态关注原则

航空企业购买了衍生金融产品后,应对其套保情况以及未来套保结果进行合理推测。一旦发现由于市场价格的原因企业已没有了套保需求,应立即平掉所持头寸。例如,中国国航2008年第三季度披露,其燃油套期保值业务出现9.61亿元浮亏。国航是在WTI原油期货价格将近140美元的时候建立的看多头寸,然而第三季度末WTI已经暴跌至100美元以下。与此同时,美国次贷危机的爆发直接打击了国际投资资本,并且第四季度又是航空业传统的淡季,这就意味着WTI仍将继续下跌。这时,不进行套保才会使企业以更低成本获得原油,即航空企业已经没有了套保需求,然而中国国航却并未及时平掉多头寸,以至于在第四季度产生更大的浮亏。

四、航空业上市公司合理运用衍生金融工具的方法和途径

如何才能有效发挥衍生金融工具的避险功能,本文结合航空业上市公司衍生金融工具的使用现状,提出以下四方面的建设性意见。

1. 明确并坚持衍生金融工具避险的初衷——套期保值

企业要坚持运用衍生金融工具三原则:套期保值原则;管理层在决策过程中的谨慎性原则;对所持衍生金融工具的动态关注原则。只有明确了自身的套期保值需求,并坚持以上三项根本原则为套保标准,才不会做出错误的决策,才能为企业合理运用衍生金融工具把好第一道关。

2. 结合自身特点选择新设投资业务部门或业务外包——专业决策

企业是否要进行套期保值,需要管理层做出决策。而管理层做出决策的依据,应当是拥有足够的、能对市场未来趋势做出合理分析的信息。这些信息从采集、加工分析到整合,需要熟悉市场的专业人士去做。因此,企业在加强市场研究的同时,应该选择设立投资业务部门负责企业的投资套保业务。如果设立部门有困难或设立成本较高,也可以选择聘请专业的财务顾问和咨询机构进行长期合作,将投资套保业务外包出去。

3. 套保的标的资产要实施总量控制

一旦衍生金融工具所套保的标的资产数量过度偏离企业的标的资产数量,即出现无效套保的情况,就会削弱甚至完全丧失其套期保值功能,使企业的风险敞口无法得到有效控制。对于航空业上市公司的外汇汇率套保业务来说,因其外汇负债偿付日、偿付金额可确定,所以不会出现无效套保的问题。但对于燃油套保业务来说,由于航空企业的燃油消耗量和购买量是动态变化的,就需要企业随时根据市场变化和库存燃油量的变化,调整衍生金融工具的使用数量,防止出现过度的无效套保。在实务操作中,一般根据“高度有效套期”的认定来确定套保有效性,即该套期的实际抵消

结果在80%~125%的范围内。

4. 加强自身的内部控制建设并有效执行

一个企业的内部控制制度越健全、执行越有效,就越能帮助其控制风险敞口的规模,甚至能减少极端情况下的重大损失。具体到衍生金融工具的运用上,应着重强调内部控制中的预警机制和极端自身平仓制度。事前应设计好亏损(或盈利)平仓点,将企业持有的衍生金融工具全部纳入其中。一旦有某些品种触发平仓点,计算机将自动提交平仓委托并完成平仓。实际上该项制度可以事前明确企业的最大亏损(或盈利)额,企业也可以根据自身的承受能力随时调节平仓点。不论是以套期保值还是以投机获利为目的持有衍生金融工具,都可以锁定风险。内部控制是需要企业各级管理层和普通员工贯彻执行的,其严肃性和执行度一旦遭到挑战,将会变成一纸空文,无法为企业的风险敞口控制提供保障。因此对于航空业上市公司而言,内控制度中的预警机制和极端自身平仓制度是其合理运用衍生金融工具规避经营风险的最后一道防线。

(作者单位:首都经济贸易大学)

责任编辑 刘莹

参考文献:

1. 张宏民.2009.石油市场与石油金融.第1版.北京:中国金融出版社
2. 文卫.2009.油价上涨对我国航空业的影响及对策分析.科技经济市场杂志,6
3. 洗道远.2009.公司财务风险与经营风险的匹配分析.现代商业,32
4. 聂洁.2008.辨析风险及相关概念.中国经贸,24
5. 郭元琳.2010.关于完善企业内部控制制度的思考.山西财税,2