

药类相关资产通过上市公司购买的方式注入*ST九化;债务重组将着手解决*ST九化现有的沉重贷款、利息及担保问题,还包括对*ST九化的应付账款、其他应付款、预收账款、应付福利费等问题的解决,并安排由海洋纺织等关联公司承接其历史债务。

评析:我国《上市公司收购管理办法》第62条规定:“上市公司面临严重财务困难,收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准,且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益,收购人可以向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请”。仁和集团符合《上市公司收购管理办法》中有关要约收购豁免的条件,因此得到了政策的扶植。这使仁和集团避免了从二级市场上收购*ST九化的流通股,从而降低了收购成本,为其以可预测的成本快速收购*ST九化提供了良机,否则仁和集团将面临高价增持流通股导致的高额收购成本,极可能导致其收购失败。

4. 采用定向增发方式,募集资金。2009年6月4日,仁和药业《关于向特定对象非公开发行股票的议案》获得证监会通过,公司决定以每股不低于6.74元的价格非公开发行9000万股的方式募集资金,用于收购控股股东仁和集团持有的江西康美医药保健品有限公司100%股权、江西药都仁和制药有限公司100%股权。

评析:从仁和药业的角度来看,仁和药业的这种做法实质上是把新建项目的各种不确定因素和风险转嫁给了仁和集团,同时“仁和”品牌优质资产的注入可使仁和药业的综合素质得到进一步改善,经营业绩得到持续增长,使公司的股票价格上涨,为今后配股、增发拓展空间。从仁和集团的角度看,仁和集团作为控股67.16%股份的大股东,一方面,持有的仁和药业13439.52万股股票在今后转为可供出售的金融资产时可取得巨额的资本溢价;另一方面,可从仁和药业取得投资收益获得投资回报。更重要的是仁和集团通过仁和药业这一桥梁迈入了证券市场,从而可从证券市场中筹集资金,这对其未来的快速发展无疑是一次产业资本借助金融资本实现快速扩张的里程碑。

5. 拟整体上市,实现企业价值最大化。2009年3月13日,仁和药业召开2009年第一次股东大会,仁和集团拟将借仁和药业在2010年完成集团医药资产的整体上市。同时,将集团旗下的江西闪亮制药有限公司注入仁和药业,从而将仁和集团的最具有核心竞争力及赢利强系列产品全部注入上市公司,实现了优质资产的整合,避免了同业竞争,减少了关联交易,为今后集团整体上市做了铺垫。

评析:从企业价值与企业市场价值的关系来看,一方面,企业价值决定企业的股票价值。企业的整体价值由股权资本价值和债务价值两部分组成,企业上市之后,在资本结构不变的前提下,企业的整体价值越大,股权资本的价值就越大,其股票价值也就越高;另一方面,企业的股票价值决定其股票价格。在证券市场上,企业的股票价格是各方关注的焦点,股票价格实际上是投资者对企业成长性未来收益的预期,而企业的资产规模、产值、市场占有份额及盈利能力等指标是衡量企业成长性的要素指标,投资者根据这些指标会对企业的股票价值作出判断,买入或卖出该企业的

股票。对仁和集团而言,仁和药业是否为集团创造了价值,可以用其股价乘以集团的持股数来体现,并在股票证券市场上得到检验。根据《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》规定:资产负债表日,可供出售金融资产应当以公允价值计量,且公允价值变动计入资本公积—其他资本公积。按照2009年6月30日仁和药业的收盘价每股13.61元计算,仁和集团持有的该股的股权市值为12.28亿元($13.61 \times 13439.52 \times 67.16\%$),由此,仁和集团的此项可供出售金融资产的公允价值为12.28亿元。形成鲜明对比的是,仁和集团发生的收购成本为3005万元,重组成本为612.46万元,注入的优质资产成本为6613.84万元,总计发生借壳成本1.02亿元,所以仁和集团获得资本溢价11.26亿元($12.28 - 1.02$),与借壳成本相比增值幅度巨大。反过来,仁和药业这种市值的惊人增长是与仁和集团不断注入盈利前景乐观的资产和市盈率杠杆的放大作用密不可分的。

三、启示

1. 独到的眼光、时机的把握是借壳成功与否的关键。一方面,仁和集团以独到的眼光,瞄准了*ST九化。*ST九化的股本较小,具有介入成本低,重组后有股本扩张的优势;股权相对集中,易于股权协议转让;行业前景暗淡、净资产收益率低,容易进行资产置换,盈利能力能够快速提高。另一方面,仁和集团前瞻性地把握了借壳时机,选择了股票市场处于熊市末期、股价较低的有利时机,动用很少的资金便成功地进行了股权收购,取得了巨额的资本溢价。

2. 缜密的计划、深度的策划是借壳成功与否的保障。仁和集团在选定好借壳目标后,进行了缜密的计划、深度的策划,以应对各种意外情况发生。仁和集团还多次和*ST九化的控股股东反复沟通与协商,并取得了当地政府的极力支持。《拍卖成交确认书》的签署、股权转让的成功,迈出了借壳上市的关键一步;《重大资产购买协议》、《资产重组协议》等的签订,完成了资产的置换,转换了*ST九化的主营业务;非公开发行股票、优质资产的注入,实现了公司的可持续发展。一系列的资产重组都在有条不紊地进行,终将*ST九化“收归囊中”。

3. 平台的构筑、规范的运作是借壳成功与否的前提。仁和集团只有站在上市公司的平台上,对公司的发展战略、品牌战略、营销策略进行一体化规划,才能利用资本市场孕育出世界级的民营企业。此外,在现代市场经济条件下,仁和集团通过规范公司治理结构,健全公司内部控制机制,转换商业运行模式,并借助其“仁和”品牌行业的影响力,走上了低成本扩张之路,不仅收获了数亿元的资本溢价,更多的却是“仁和”品牌效应的无形资产。

(《财务与会计》理财版2009.08)

东方航空的套期保值 亏损案给我们的启示

国际油价暴跌,对成本压力巨大的航空业本是一大利

好，但部分航空公司却平添烦恼。根据东方航空、中国国航和南方航空三家公司的2008年年报统计，三家公司因燃油套期保值合约发生巨额公允价值损失，导致企业净亏损279亿元，约占全球航空企业亏损总额的48%。其中，中国国航的套期保值合约亏损近75亿元，东方航空的套期保值合约亏损62亿元。从国际经验看，订立套期保值合约以平抑油价波动风险已经成为航空公司普遍采取的策略，那么这几家航空公司却为何因套期保值而蒙受巨大损失？本文拟以东方航空公司（以下简称东航）为例，通过系统分析该公司套期保值亏损的原因，指出其在金融衍生工具风险控制方面的不足，并为我国企业有效应对金融衍生工具交易的风险提出具体建议。

一、东航的燃油套期保值策略与后果

1. 东航的燃油套期保值策略。目前，航空公司的燃油成本已经成为仅次于劳工成本的第二大成本项目，且随着原油价格的上涨呈现出逐年上升的趋势。国际航空运输协会的最新统计数据 displays，2008年燃油费用约占航空公司全部运营成本的30%，几乎相当于2003年的4倍。因此，利用现代金融衍生工具转移燃油涨价的风险已经成为航空公司的普遍做法。东航也正是基于燃油价格不断上涨，公司燃油成本占总成本比例日益增加的背景下，采取了期权套期保值策略。2007年东航签订的燃油期权合约为，公司需以每桶50～95美元的价格购买燃油798万桶，并以每桶43～115美元的价格出售燃油230万桶，此合约将于2008～2009年到期。2008年东航签订的燃油期权合约为，公司需以每桶62.35～150美元的价格购买燃油1135万桶，并以每桶72.35～200美元的价格出售燃油300万桶，此合约将于2008～2011年到期。东航的套期保值策略具有以下几个特点：

第一，交易工具具有一定的复杂性。东航采用的是期权套保，即在套保方案中嵌入结构性期权工具，特别是开口型的卖出期权。东航既是期权的买方，如买入看涨期权，同时也是期权的卖方，如卖出看跌期权。在东航签订的期权合约组合中，主要包括3种期权买卖：买入看涨期权，即东航以比较高的约定价（如2008年半年报中提到的每桶150美元）在未来规定的时间从对手方购买定量的燃油，行权日时东航有权选择是否购买，对手方必须接受；卖出看跌期权，即东航以较低的约定价（如2008年半年报中提到的每桶62.35美元）在未来规定的时间从对手方购买定量的燃油，不过行权日时对手方有权选择是否卖燃油，东航必须接受；卖出看涨期权，即东航以更高的约定价（如2008年半年报中提到的每桶200美元）在未来规定的时间向对手方出售定量的燃油，行权日时对手方有权选择是否买燃油，东航必须接受。

第二，买方与卖方权利不对等。公司签订的合同往往是在买入一个看涨期权的同时卖出两倍甚至两倍以上看跌期权，因此，航空公司在油价上涨时会得利，但在油价下跌时亏损会加倍放大。东航2008年年报中披露，东航行权需买入的燃油数量为1135万桶/年，而协议双方的卖出数量最多为300万桶/年。如果油价上涨，买方会支付一定金额给东航，东航可以获得一笔权利金，但对方是否会行权却不

由东航决定。当油价大幅下跌小于62.35美元/桶时，对手方行使权利，以高价卖给东航燃油，东航基本没有主动权。

第三，非完全套保原则。东航采用的组合式期权策略并非一个锁定燃油采购成本的简单套保，而是试图锁定燃油价格于一个较宽泛的波动区间内，其实质是为了冲销“权利金”以达到“零成本”套保的目的。因此东航的套期保值策略本身已经蕴含了较大的风险。而且如果燃油价格跌破公司锁定的价格区间，由于买方与卖方权利的不对等，公司会面临较大的风险敞口，从而发生巨额损失。

表1 原油价格与公司期权合约公允价值变动损益关系

年份	原油价格波动区间	期权锁定价格区间	实际交割损益	期权合约公允价值损益
2007	55美元～92美元	50美元～95美元	1.2亿元	0.96亿元
2008	92美元～45美元	62.35美元～150美元	-0.08亿元	-62亿元

资料来源：公司2007～2008年年报

表2 公司期权合约资产与负债变化情况 单位：万元

年份	期权合约资产	期权合约负债	差额
2007.12	5 946	54	5 892
2008.06	41 764	2 928	38 836
2008.12	12 400	631 986	-619 586

资料来源：公司2007～2008年年报

表3 套期保值与航油成本及损益 单位：百万元

项目	2008	2007
燃油成本	18 480	15 237
已变现对冲亏损/(盈利)	8	(120)
燃油总成本	18 488	15 117
未变现公允价值亏损/(盈利)	6 256	(97)

资料来源：公司2007～2008年年报

2. 后果分析。表1、表2、表3列示了东航的套保合约的资产、负债及损益情况。从表1可以看出，2007年原油价格的波动区间并没有超出公司期权合约锁定的价格区间，由于看跌期权并没有得到行使，所以对手方支付给公司权利金，同时降低了公司套期保值的费用；而且公司所购买的看涨期权又规避了燃油价格上升所带来的风险，降低了公司的燃油成本。如表1、表3所示，其中已变现对冲的期权合约实现盈利1.2亿元，未变现公允价值盈利为9700万元。因此2007年东航的期权策略为公司带来了收益。

然而，2008年原油价格却发生了大幅波动，从年初的92美元一路飙升到最高147美元后又急速下跌到45美元，显然超出了公司期权合约锁定的价格区间，看跌期权将会得到行使，从而导致期权合约公允价值发生巨大损失。通过分析可以发现，公司的套期保值策略所带来的巨额损失并不是偶然事件，特别是交易工具的复杂性加上巨大的风险敞口，已经成为公司发生损失的必然因素。

二、东航套期保值亏损的原因分析

1. 对金融衍生品交易的风险特点与控制的特殊性认识不足。金融衍生品交易风险通常具有以下特点：①“投机”与“保值”的双重交易属性。东航套期保值发生损失的一个重要原因就是没有明确金融衍生品交易的目标，没有严格执行套期保值的使用原则。②风险构成复杂。金融衍生品通常集市场风险、操作风险、流动性风险、信用风险和法律风险于一身，对其进行风险控制的难度很大。③产品结构复杂，专业化程度高。东航在套保方案中嵌入结构性期权工具，虽然能够降低期权费用，但由于产品复杂，需要更专业的技术人才对风险加以控制。④金融衍生品的价格波动迅速且范围大，短期具有“超调”反应。实际上，东航完全有可能在市场发生变化时采取及时的风险应对策略来减少损失，但由于其缺乏有效的应对预案导致公司只能被动地接受损失。⑤金融衍生品交易具有“小概率事件、大损失”的特点。东航在制定套期保值策略时忽略了对“小概率事件”的风险控制。

2. 现行内部控制体系无法满足金融衍生品风险控制的需要。其局限性主要表现在：①从内部环境看，东航涉及金融衍生品市场的保值交易是在公司金融风险管理委员会的组织下运行的，然而公司在整个风险管理工作中缺乏董事会和监事会的审批与监督，特别是风险管理目标并没有经过董事会的审批与复核，因此缺乏有效的制衡机制。②从风险评估看，航空公司采用金融衍生工具进行风险管理的目标应该是套期保值而不应该是投机，然而东航所采取的风险管理目标并没有坚持套期保值原则，而是明显带有投机目的，这与公司的风险容忍度以及经营目标不一致。从套期保值策略看，公司对燃油价格的波动区间加入了主观判断，试图通过期权交易策略锁定价格区间，并针对价格区间内的收益和风险进行了评估。然而，公司未能对期权锁定价格区间外的可能性及其所带来的风险进行有效评估，也没有充分考虑相应的交易止损和预警机制。③从控制活动看，虽然东航已经建立了风险管理授权委托制度，对燃油套期保值的审批人员和交易人员分别进行了专项授权，但是交易员、风险控制员和复核清算员都属于同一个部门——财务会计部，这显然违背了内部控制的制衡性原则要求，不利于独立地审核、控制和判断。④从信息与沟通看，由于金融衍生品交易本身具有波动快且范围大，短期内具有“超调”反应的特点，所以更需要对其进行实时监控和有效的信息沟通。东航仅仅是在每年年中和年底向董事会报告金融衍生品的交易情况，实际上如果能够实现及时沟通与信息共享，东航此次期权套期交易的损失完全可以降低。⑤从内部监督看，东航设立了审计部，并规定其应对公司风险管理情况进行审计监督。但由于审计专业人才的缺乏，公司无法实现对不断变化的环境的动态反应与监督。

三、启示

1. 应充分发挥公司治理在金融衍生品风险控制中的作用。现代风险管理有两条基本原则：一是风险管理应当自上而下；二是风险管理应当独立并建立在良好的公司治理

架构基础之上。前者强调的是公司管理层，包括董事会和最高经理层在风险管理方面的首要责任，他们负责在整个公司范围内推动风险管理。更为重要的是高级管理层本身就应该成为风险管理的对象和重点。后者则认为风险管理部门应该独立于具体承担风险的经理与业务部门，直接向董事会汇报，并由董事会审核。

2. 应确定合理的风险管理目标并进行事项识别和风险评估。公司的风险管理目标要与经营目标一致，并与风险偏好相一致，从而使公司所面临的风险能够限定在其风险容忍度范围内，同时还要考虑金融衍生品交易风险对公司总体经营的影响。作为事项识别的一部分，管理者应考虑会影响事项发生的各种企业内外部因素，有效识别可能对公司有正面或负面影响的潜在事项。管理者还应从风险发生的可能性和影响两方面对风险进行评估，严格按照公司保值方案的规定，做好阶段性的资金管理，不制定超越公司本身产能的衍生品交易计划，避免套期保值成为投机交易。

3. 应制定有效的风险预案以进行及时的风险控制活动。有效的风险管理要求管理者选择一个可以使风险发生的可能性和影响都落在公司的风险容忍度范围之内的风险反应方案。在具体处理过程中，还要做到对风险事前、事中、事后各阶段进行控制，在此基础上，管理者要制定能够使风险方案有效实施的风险管理流程，并与公司的经营管理流程有机融合，尤其对金融衍生品交易要建立相应的交易止损和预警机制。

4. 应建立有效的信息沟通渠道与监控机制来提高风险管理效率和效果。公司管理层需要利用信息来识别、评估风险和做出风险反应，同时还需要对风险管理要素的内容和运行以及执行质量进行监控，因此，公司必须具有顺畅及时的信息沟通渠道。企业风险管理部门应定期对公司的各种数据进行分析，预测市场变化可能对公司造成的风险，如发现风险隐患，应立即向风险管理委员会及分支机构发出预警，以采取相应的防范措施。

（《财务与会计》理财版2009.09）

注入资产价值评估的“谱”在哪

近年来，上市公司以定向增发方式购买大股东资产的案例层出不穷，相伴随的是对买入资产或注入资产的评估增值率离谱的质疑声不断。中国证监会于2008年3月24日发布的《上市公司重大资产重组管理办法》规定，“资产交易定价以资产评估结果为依据”。虽然我国资产评估理论及方法已较为完备，但要评估出一个公允的价值却并非易事。本文拟以海信空调注资ST科龙和三爱富收购上海焦化为例，探讨资产评估的“谱”之所在。

一、案例概况

案例1：2007年12月28日，ST科龙董事会审议通过了《关于定向增发股份收购资产方案的议案》及其他相关议案，拟以6.98元/股的价格向大股东海信空调定向增发约3.64亿