

【编者按】

此次发端于美国的金融危机借助于全球经济贸易网络逐渐渗透并蔓延到各实体经济之中。不同的企业在此次金融危机中受到的影响是各异的，其应对危机的能力和能够承担的风险水平也各不相同。而造成这些差异的根本原因在于企业内在实力和抗风险能力的强弱。基于此，自本期起，本刊将通过对中外企业案例进行总结的系列文章，分析企业在金融危机中的财务应对策略、得失与启示，以帮助企业安全“过冬”。

善用金融衍生品 提升驾驭不确定性风险的能力

——从上海电气外汇收付套期保值方案说起

■ 汤谷良 夏怡斐

在全球追根溯源反思这次金融危机时，所有的金融创新再次被推上了“审判席”。这种指责针对的不仅是较为复杂的债务抵押债券(CDO)、信贷违约掉期(CDS)或波动互换Cvolatility产品，而且就连比较传统的套期保值业务也被指责为金融危机的导火线。就中国企业而言，自2008年下半年以来，中国远洋、东方航空、中国国航等中央企业的金融衍生品业务相继爆出巨额亏损。这些惶恐的事实似乎让我们忘记了导入金融衍生工具的初衷本是为了满足人们的避险需求，也正是由于市场上有了各式各样的金融衍生产品，国际金融市场才能在很长一段时期内健康发展，企业也才能用较低的成本来获取更大的收益。当然不可否认的是，一些企业在使用过程中偏离了风险控制的主线，使这些金融衍生品不仅没有起到防范风险的作用，成为实体企业屏蔽风险的保护伞，反而成为巨亏的魔障、豪赌的介质，过度的金融创新招致了更具破坏性的金融危机，使得包括套期保值在内的金融衍生品从光鲜亮丽的避险工具沦为

遭人唾弃的“利润杀手”。但我们却不能因此而因噎废食。笔者通过以下上海电气外汇收付套期保值案例想要说明的是，企业陷入套保业务带来亏损泥潭的真正原因“乃战不善，而非兵不利也”！

一、案情回放：上海电气逆势杀入套保市场

在多家国企投资金融衍生品挫败连连之际，上海电气于2009年2月25日在港交所和上交所发布公告称，经由上海电气集团股份有限公司董事会审议同意，公司将与汇丰银行(中国)有限公司开展外汇收付套期保值业务，以此降低公司海外日常业务的汇率风险。在公告中，上海电气对此次业务的授信额度、交易币种、会计处理方法及风险控制措施做出了具体说明：外汇收付套期保值业务的授信额度不高于2.5亿美元，涉及的外币币种主要为美元和欧元；在会计处理上作为衍生工具划分为交易性金融资产或金融负债，于资产负债表日其公允价值变动形成的利得或

损失，将计入当期损益；同时承诺公司不会进行远期外汇以外的其他套期保值交易，严格公司及下属单位开展此业务的授权审批，并保证外汇市场的跟踪分析，以实现控制风险的目的。

二、案例评说：上海电气对套期保值的“善用”

1. 交易动机：套保还是投机？

近期在套期保值业务上相继失手的中信泰富、深南电等都曾遭到质疑：他们使用衍生品交易的真正原因在于投机获利而非对冲风险。这不禁让我们回想起当年中航油在场外交易中折戟沉沙的教训。中航油从2003年10月起一直进行看涨期权空头和看跌期权多头的操作，其中卖出看涨期权占绝大部分，与其所应采取的套期保值方向截然相反，且两头敞口，风险加大。从其本身的交易动机来看，中航油已不是在从事套期保值，而是投机。因此，当后来市场的走向与预期相悖时导致5.5亿美元的巨亏，将公司拖入破产保护的境地。

而上海电气在公告发布日称“上海电气董事会开展套期保值业务的决定是随着公司经营规模的逐步扩大和海外业务量不断增加以及基于未来海外业务的拓展而做出的，也是公司今后的一个业务常态”。对于此次套保涉及的业务范围，上海电气称同时涉及收汇和付汇业务，根据目前业务情况，主要以收汇业务为主。如果此话能够“言行一致”，那么上海电气以实体业务为依托的套期保值确实能规避未来外汇市场的不确定性风险，虽然未必获利，但却是企业锁定成本、控制风险的有效举措。

2. 交易方式：保守还是激进？

期货和期权是人们熟知的两种套期保值方式，二者存在很大的区别。一是目的和效果有别。期货套期保值的卖方可以避免未来价格跌落的风险，但同时也失去了由于价格上涨而获利的机会。期权交易的卖方在到期时可以选择进行交易或放弃交易，失去的可能是期权费，但也可能因价格预期正确而获利。二是交易双方的地位不同。期货套期保值的双方有对等的权利和义务，而期权交易双方的权利和义务不对等。期权的卖方在获得保证金后，只有执行交易的义务而没有退出的权利。所以从风险和收益的角度来看，期货套期保值属于保守型的金融衍生交易工具，而期权则提供了一个更为开放的交易空间，潜在风险也就更大。

回顾近期国企套保巨亏的案例，国航、东航、中信泰富、深南电等就是选择了风险更高的期权交易作为套期保值工具，而几家航空公司更是同时充当了期权交易的卖方，这无形中又进一步加大了交易风险。国航、东航、上航出于套期保值的目的订立燃油保值合约，其实质是既买入看涨期权又卖出看跌期权，希望以卖出看跌期权的收益来对冲昂贵的买入看涨期权费，同时承担市场航油价格跌破看跌期权锁定下限时赔付的风险。然而这一复杂的套

期保值操作过于追求套利，在油价波动幅度不大时可以获得较稳定收益，但一旦跌幅超过套利区间，就会面临不可挽回的损失。

另外，深南电的对赌合约也使其深陷泥沼：根据合约协议，深南电每月最大收益锁定在30万美元，但若油价跌破62美元，亏损就远大于收益。虽然初步判断深南电签订期权合约的初衷是套期保值，因深南电的期权合约头寸涵盖在公司正常的原油需求范围之内，但从套期保值对冲风险角度看，它选择的并不是最理想的避险工具，承担着收益有限亏损无限的巨大风险，因而合约的投机性色彩也就特别浓厚。

现阶段我国在外汇市场上能够提供的套期保值产品也比较单一，仅有远期外汇结售汇。与期货和期权相比，远期外汇结售汇的操作风险相对较小。此次上海电气的套期保值正是选择了国内外汇市场的远期外汇结售汇业务。相比之下，这一方案显得特别谨慎。虽然存在与期货交易相似的缺陷，即无法保留于已有利的价格波动，但若企业以业务需要为基准通过远期外汇结售汇把外汇价格固定下来，也就固定了成本，如果企业不以从套保中获利为目标，锁定企业成本其实是有利于企业风险管理的。同时，上海电气承诺“不会进行除远期外汇以外的其他套期保值交易”。由此观之，上海电气为锁定公司已签订海外合同未来收付外币兑换人民币的风险而开展的完全是循规蹈矩的套保业务。

3. 交易头寸：匹配还是超额？

虽然在进行套期保值时，对宏观形势的把握难免有失精准，但如果企业本身没有参与超额套保，即便对价格走势方向判断失误，风险也不会很大。只有当期权交易远远超过套期保值的需要时，企业交易行为才会被界定为博弈投机。中信泰富的期权交易就遭到了类似的质疑：一方面，中信泰富

在交易中可能的亏损是获利最高限的几十倍，收益有限而风险无限；另一方面，中信泰富的最大仓位超过90亿澳元，远超过其本身约30亿澳元的需求，掺入了数倍的投机成分，其“套保”就显得不那么“纯洁”了。

此次上海电气的套期保值业务，如果对美元、欧元的波动趋势判断失误，同样会蒙受损失。但如果上海电器公司真正是将套保业务量“完全建立在公司海外业务拓展程度的基础上，并建立一套严格的风险控制措施降低风险”，那么，这一保证就能降低企业从事超额套保的可能性，以合同为基准的套保业务就能锁定成本，规避价格波动带来的不确定性。而且，如果上海电气资产财务部专设的外汇分析管理团队能够确保每周对外汇市场进行跟踪分析并及时将市场信息反馈给公司管理层及董事会的话，帮助公司对外汇市场的走势作出正确的判断也是不难的。

三、操作启示：着力提升善用衍生金融工具的技能与环境

金融衍生品在一连串国企错误的投机亏损中被妖魔化了，套期保值的积极意义在叫骂声中似乎也渐行渐远。其实，正确使用金融衍生品进行套期保值确实能够为企业锁定成本消除不确定性风险，这是现代企业风险控制所倡导的。因为害怕企业在套期保值业务中误入投机的歧途而彻底放弃各类金融衍生品交易绝非明智之举。面对不确定性的企业环境，企业应着力提升的是善用金融衍生工具的技能和市场环境。

第一，应谨慎选择套保工具，杜绝投机行为。很多企业深陷“套保”泥潭并非金融衍生品本身的过错，而是错误利用衍生品进行投机造成的恶果。政府应继续鼓励现货企业理性参与衍生品市场的套保交易，套期保值对现

企业财务报告风险管理

■ 杨小舟

什么是企业财务报告风险

财务报告是指企业对外提供的反映企业特定日期财务状况、特定会计期间经营成果、现金流量的会计报表和附注及其他相关财务信息。其目标是向财务报告使用者提供与企业财务状况、经营成果和现金流量等有关的会计信息，反映企业管理层受托责任履行情况，有助于报告使用者做出经济决策。为实现目标，企业财务报告必须按照适用的会计准则和相关会计制度的规定来编制，在所有重大方面公允

地反映企业经营实质。

所谓企业财务报告风险，是指企业财务报告未能达到相应的质量要求，从而不能实现财务报告目标的可能性。与其他财务风险相比，企业财务报告风险至少具有以下特点：①风险形成的原因不同。企业的其他财务风险主要是受外部因素的影响，如资金短缺风险受国家宏观调控和货币政策的影响；产品成本上升受原材料价格上涨、国家用工制度改革以及环境保护政策变化的影响，等等。而企业财务报告风险则主要来自企业内部。②风险的可控

性不同。财务报告是由企业管理层负责编制的，通过设计并有效执行相应的内部控制，就能够控制或消除重要的财务报告风险。③企业管理层对待风险的态度不同。企业管理层对资金短缺风险、汇率变动风险、成本上升风险都高度重视，会通过收益与成本的权衡将其控制在可接受的范围内，因为这些财务风险都会直接给企业带来重大的经济损失，甚至威胁到企业的生存与发展。但对于财务报告风险，有些企业的管理层往往漠然视之，甚至主动为之，比如财务报告的粉饰和造假。

货企业控制风险绝对是有正面、积极意义的。然而，禁作投机却是现货企业使用衍生品市场必须恪守的“高压线”，任何时候都不容违背。必须明确企业盈利的主要来源是现货生产和经营，而绝非在衍生品市场中的赌博。对此，国资委在《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》中已提出了明确要求。当然，衍生品市场也的确需要投机者为现货企业承担风险，投机者在衍生品市场也要不断进行投机炒作以获取利润，但这绝对不是现货企业的选择，国有企业尤其不能投机。

第二，应着力健全企业有效的风险内控体系。虽然金融衍生工具具有风险巨大的内在特性，但却不能将多家国企投身金融衍生品交易巨亏归咎于

金融衍生工具本身。因为，如果公司资本、债务责任和投资套利等行为得不到约束，在高额投资利润的诱惑下，企业内部经理人完全可能会去做杠杆买卖和投机套利等高风险业务。这次危机也宣告了美国单靠市场约束经理人机制的失灵。我国部分央企因衍生品巨亏的事实也表明，包括国资委监督在内的外部监管虽然可以弥补市场监督的缺陷，但却并不能在事前从根本上扼制内部人不顾风险追求利润的冲动。何况，对于危机与巨亏的发生，外部监管也总是滞后的。所以，重筑公司内部“防火墙”是应对金融危机、防范金融衍生品风险的根本，这就需要着力建立以有效制衡、清晰授权、信息沟通、及时止损机制为内容的风险内控体系。

第三，应尽快发展场内金融衍生品交易。时至今日，国内期货市场尚未成熟，国内四家期货交易所仅有19个品种，且主要集中于农产品、有色金属和工业品。在上述一系列套保案中，由于国内没有外汇和原油的期货品种，选择陌生的境外衍生品市场也是中国企业面对现实的无奈之举。因此，政府应当尽快发展场内衍生品交易，把衍生品交易的规则制定权掌握在自己手里，让国内外的交易商按照我们制定的规则来参与游戏，从而发展既符合中国国情又跟国际接轨的期货市场，同时更能作为国内相关企业提供在中国法律严格监管之下的金融衍生工具。

(作者单位：对外经济贸易大学国际商学院)

责任编辑 雷蕾