

衍生金融工具投资风险控制问题研究

——基于中信泰富事件的分析

王艳芳 杨爱义(教授)

(青岛理工大学商学院 青岛 266520)

【摘要】 本文以中信泰富事件为例,阐述了其交易失败过程,并从主客观两个方面分析了其失败的原因:中信泰富对衍生金融工具风险认识不足,没能很好地遵循国际惯例,使投资风险增加最终导致巨亏。在此基础上,本文提出若干应对衍生金融工具交易风险的措施。

【关键词】 衍生金融工具 中信泰富 风险控制

自全球性金融危机爆发以来,世界金融市场不断发生企业因衍生金融工具投资失败而破产倒闭的事件。从中航油豪赌原油期货巨亏 5.5 亿美金到雷曼兄弟次贷资产投资巨亏破产,再到红筹公司中信泰富外汇买卖合同巨亏,一时之间,人们对衍生金融工具谈虎色变,将其视为洪水猛兽。面对实体经济和虚拟经济对会计功能的双重呼唤,如何加强衍生金融工具的会计规范,如何加强对衍生金融工具的风险控制与监管,如何加强衍生金融工具的审计与内部控制,推进会计在服务经济、防范风险、正确估量和预测未来中的功能拓展,已成为理论界和实务界亟须探讨的问题。本文以中信泰富的外汇买卖合同巨亏事件为例,探讨我国应如何有效地控制衍生金融工具投资风险。

一、中信泰富巨亏案例简介

中信泰富注册成立在香港,是大型国企中信集团在香港的 6 家上市公司之一,为恒生指数成份股之一。中信泰富的最大股东是北京中国国际信托投资公司的全资附属公司,即中国国际信托投资(香港集团)有限公司。

中信泰富在澳大利亚有一个名为“SINO-IRON”的磁铁矿项目,该项目是西澳洲最大的磁铁矿项目。这个项目总投资约 42 亿美元,很多设备和投入都必须以澳元来支付。整个投资项目的资本开支,除当前的 16 亿澳元外,在项目进行的 25 年期内,还将在全面营运的每一年度投入至少 10 亿澳元。为了降低项目面对的货币风险,中信泰富签订了若干杠杆式外汇买卖合同以对冲风险。杠杆式外汇合同被普遍认为是投机性很强的高风险产品,导致中信泰富巨额亏损的杠杆式外汇买卖合同正是变种 Accumulator(累股证),其不是股份,而是汇价。从促销对象来看,Accumulator 会集中出售给个人投资者,而累股证主要以上市公司及中小企业为对象。

累股证一般由欧美私人银行出售给高资产客户。Accumulator 因其杠杆效应,既在牛市中放大收益,又在熊市中放大损失,被香港投行界以谐音戏谑为“I kill you later”(我迟些杀你)。累股证其实是一个期权产品,发行商锁定股价的

上下限,并规定在一个时期内(通常为一年)以低于目前股价水平的价格为客户提供股票。这样的产品在牛市时无疑是“天上掉下的馅饼”。在股市高峰时,不少股票特别是中资股单日暴涨的不在少数,这对于累股证投资者来说,就像“捡钱”一样,合约也经常签约后数天甚至是当日就自动终止,投资者超短线收益率达 20% 的例子不胜枚举。但是,当市场行情越走越高,行权价也越来越高,尝到甜头的富人们开始加大筹码,其相应的风险也悄然倍增。

自 2008 年 9 月 7 日中信泰富察觉到该等合约带来的潜在风险后,公司终止了部分合约。

2008 年 10 月 17 日,仍在生效的杠杆式外汇买卖合同按公平价定值的亏损为 147 亿港元。即相关外汇合约导致已变现及未变现亏损总额为 155.07 亿港元。

2008 年 10 月 20 日,中信泰富(00267)发布公告称,公司为降低西澳洲磁铁矿项目面对的货币风险,签订若干杠杆式外汇买卖合同而引致亏损,实际亏损已达 8.07 亿港元。

2008 年 10 月 22 日,香港证监会确认已对中信泰富事务展开正式调查,现阶段对事件没有进一步的评论。公告显示,中信泰富 17 名高管正接受证监会就该公司事务进行的调查。

2008 年 10 月 23 日,公司高管范红龄暂停在港交所的公职,更有数名高管向公司提出辞职,其中包括“炒盘手”张立宪。

目前该案件正在进一步调查审理中,虽然该案件尚未审理完,但可以从中看到衍生金融工具投资失误给公司可能带来的巨大损失,我们应该对衍生金融工具的投资问题进行深入的分析与思考。

二、中信泰富衍生金融工具投资控制缺陷分析

(一) 主观方面的分析

1. 对投资风险的评估不足。中信泰富对远期合约风险评估不足,对澳元汇率的判断过于乐观。在其签订的远期合约中,如果澳元大幅升值,过低的合约终止价格将使中信泰富的套期保值作用非常有限,但是如果澳元贬值,则中信泰富必须

以高汇率行权,在全球金融危机爆发背景下,该风险就显得异常突出,而且中信泰富的财务主管没有遵循远期合约的风险政策和应尽的职责,这使得远期合约的风险被无限放大。

2. 内部控制制度失效,投资行为缺乏有效监管。衍生金融工具的操作常常与企业的发展战略密切相关,这使得内部控制制度设计所依赖的授权、执行、监督相分离的理念在实践中难以有效贯彻。中信泰富事件反映出其公司内部风险管理的缺失。从其没有经过董事会的授权审批,使得这笔远期合约的投资行为没有得到有效的事前控制,到中信泰富在发现问题六个星期之后才进行相应的信息披露,这些都反映出其整个内部控制体系存在重大缺陷和漏洞。

表1列示了COSO报告关于内部控制的规定及中信泰富相应的执行情况,从中我们不难发现中信泰富并没有很好地按照规定进行风险管理。

表1

要素	COSO报告	中信泰富
内部环境	实体如何看待风险和进行控制的基础,任何业务的核心是置于其中的人,即个体本性,包括诚信、道德观和能力,以及从事经营的环境	无
目标制定	企业风险管理确保管理部门以正常的程序设定目标,并且所选择的目标支持与实施的使命一致,同时与实体的风险偏好相符	有,但没有执行
事项识别	包括识别原因(内在的和外在的),这些因素会对潜在的事件如何影响战略执行及目标的实现产生影响;还包括区分代表风险的潜在事件以及代表机遇的潜在事件。管理部门识别事件之间的相互关系并将其分开是为了在实体内创造并加强一种普遍的风险意识,形成以组合观点来考虑风险的基础	无
风险评估	对识别出的风险进行评估,是为了形成一个决定如何对其实施管理的基础,风险是与可能会受到影响的有关目标相关联的	无
风险反应	管理部门根据战略和目标选择一种方法使所评估的风险与实体的风险偏好一致,风险反应包括规避、接受、降低和分配风险	无
控制活动	建立和执行政策和程序,是为了确保管理部门选择的应对风险的策略能得到有效执行	有,但没有执行
信息与沟通	通过以某种形式和时间结构识别、掌握并交流信息,使人们能够履行责任;在实体的所有层面都需要信息来识别、评估并应对风险,在更广泛的意义上也需要有效的交流在实体上下进行	有,但没有执行
监控	整个企业风险管理必须得到监管,而且应适时做出调整,这样系统才能有效运行	有,但没有执行

(二)客观方面的分析

1. 衍生金融工具自身的风险。金融衍生品价格是基础产品价格变动的函数,与传统金融工具相比,其风险系数更大,对价格变动更为敏感。杠杆性也是金融衍生品的一个重要特征,参与者只需支出少量资金就可以进行大额交易,在这种情况下极易产生信用风险。目前的会计制度还不足以充分记录和反映衍生金融工具交易合同的当前价值,传统的监管数据很难真实反映交易头寸的最新情况。作为企业或银行的

表外业务,财务报告难以公允反映衍生投资业务给企业财务状况和经营成果造成的影响。

2. 创新速度快,缺乏有效的监管。经济学上有“交易先于制度”这一规律,即不可能在没有交易之前制度就制定得非常完善。在金融产品创新飞速发展之时,金融监管办法和监管体制并没有进行与之相应的改进,使得金融衍生品风险的可控性降低,风险增大。同时,金融全球化的发展消除了金融市场的阻隔,银行之间、银行和非银行之间的业务界限日益模糊,为了逃避监管、规避汇率和利率风险,国际银行纷纷进行大规模的金融创新,但衍生金融市场基础并不完善,无法对衍生金融工具进行有效监管。

三、我国衍生金融工具发展的应对措施

衍生金融工具的应用能够提高市场效率,改善使用者的风险收益特征,达到规避风险、降低成本、增加收益的目的,但不能因此忽略实际运用中的复杂性和衍生金融工具自身的巨大风险。在全球金融危机背景下,如何控制衍生金融工具投资风险成为我国监管部门和企业共同面临的问题。

(一)宏观方面

我国应积极创造条件发展金融衍生品市场,结合国情稳步推进。要认真总结国外的经验并吸取教训,认清金融衍生品市场的利弊得失。在金融衍生品市场建设方面,既不能在条件不成熟时硬推,也不能在条件基本成熟时裹足不前、贻误时机,应坚持“在发展中规范、在规范中发展”的原则。

1. 强化衍生金融工具的会计制度建设。创新思维、积极进行衍生金融工具会计有效功能再造的研究,加强衍生金融工具的会计规范,推进会计在服务经济、防范风险、正确估量和预测未来中的功能拓展,将研究前沿的成果及时转化为会计人才培养的优化方案,在教育办学、技术培养中促进会计工作者的交流互动。

2. 加强会计监管,规范市场行为。积极稳妥地推进利率市场化、汇率形成机制及其他金融领域的市场化改革,为金融衍生品市场的建立创造有利的市场环境。同时应转变政府职能,减少行政干预,推进社会主义市场经济体制的建设,真正发挥市场在资源配置中的基础性作用。在促进金融创新过程中,通过金融产品、金融工具和金融制度的创新,促进金融衍生品市场的建立和规范发展。

3. 金融衍生品推出顺序应是先场内后场外。我国发展金融衍生品要根据经济发展的需求、监管的能力以及其他条件成熟的程度,按照“只有管得住才能放得开”的原则稳步培育市场,逐步推出产品。要成熟一个、推出一个、巩固一个。在条件不成熟的时候不要硬推,而是应当积极创造条件;在条件基本成熟时应及时推出,“该出手时就出手”。只有积极创造有利于金融衍生品发展的条件,才能真正做到稳步推进我国金融衍生品的发展。

4. 针对公允价值的计量发布更详细的规范或指引。公允价值计量模式在次贷危机中造成了顺周期效应,即市场高涨时,由于交易价格高,容易造成相关金融产品价值的高估;市场低落时,由于交易价格低,往往造成相关金融产品价值的低

估。在全球性金融危机背景下,美国 60 名国会议员曾联名写信给美国证券交易委员会(SEC),要求暂停使用公允价值计量。而我国现行会计准则却大力引入公允价值这一计量模式。面对公允价值的放大效应,我们应当适度使用,降低对公允价值的依赖程度,使公允价值的估计更加科学合理,减少公司管理层操纵利润的可能性。

5. 业务流程优化。利用现代 IT 技术打造商业银行的会计信息系统,进行会计业务流程再设计。在衍生金融工具的操作上,金融机构要积极总结国外银行的经验,在利用 IT 技术的同时也要认识到其存在的弊端,杜绝因单个交易员的违规操作行为而导致整个公司倒闭的现象。在全球性金融危机的背景下,金融机构是受到冲击的重点对象,因此商业银行要积极采取措施应对。

(二)企业内部角度

1. 加强金融工具会计的风险控制与监管。我国银监会应借鉴新《巴塞尔协议》对银行等金融企业进行监控,各银行以及从事衍生金融工具交易的各企业应结合自身实际情况健全风险管理机制。按照巴塞尔新资本协议要求,监管当局必须在强化合规监管的同时重视安全性监管,逐步强化对银行和金融机构的资本充足率的约束。

(1)建立会计视角的风险价值法(VAR)来度量衍生金融工具的市场风险。VAR 是指在正常的市场条件和给定的置信水平(通常是 95%或 99%)以及给定的持有期间内,某一投资组合预期可能发生的最大损失。但是在现实生活中,在利用 VAR 模型计算交易失败的最大损失时应根据不同情况选择不同的 VAR 模型与历史数据。由于衍生金融工具价格的变化往往与 VAR 数值发生偏差,并且 VAR 的历史模拟法直接依赖于大量的历史数据,而参数法又受到期权市场发展的限制,因此其并不具有普遍的实用性。

(2)衍生金融工具风险准备金=最大损失额×综合风险系数。

(3)建立企业风险分析矩阵。将所有风险与引发风险的因素用矩阵式的表格来描述,通过对衍生金融业务的分析与评价,如果有发生风险的可能性记“1”,否则记“0”,最后汇总得出企业的综合风险系数,详见表 2:

表 2

风险因素	政治	经济	监管	违约	市场	制度	汇总
市场风险	0	1	0	0	1	0	2
信用风险	1	1	0	1	0	0	3
流动风险	0	0	0	0	1	0	1
操作风险	0	0	0	1	0	1	2
法律风险	0	0	1	0	0	1	2
现金流量风险	0	1	0	0	1	0	2

2. 完善衍生金融工具的信息披露。巴塞尔银行监管委员会(BCBS)和国际证监会组织(IOSCO)在其联合发布的《银行、证券公司交易和衍生金融工具业务公开信息披露建议》中

提到,金融机构应当披露其内部关于风险敞口的计量和管理系统产生的信息以及风险管理情况,将公开披露与内部风险管理过程联系起来有助于确保信息披露与风险计量和管理技术的进步保持同步,同时也有助于降低信息披露的成本。在信息披露上,管理层应通过讨论和分析为我国衍生金融工具定性信息的披露制定标准,定性信息披露的内容应当至少包括衍生金融工具的持有目的、管理风险和动机,与衍生金融工具相关的风险管理制度、程序及重大变化,衍生金融工具使用策略描述、风险上限和相关的应急处理程序,整体风险的计量和管理政策,公允价值的取得程序,相关的会计政策。企业应该以直观、简洁的形式披露定量信息。而对于那些不是以市场可观察数据为基础进行评估的衍生金融工具,企业应当进行敏感性分析。

3. 完善内部控制制度。内部控制制度是控制风险的第一道屏障,要求每一个衍生金融交易人员满足风险管理和内部控制的基本要求,必须有来自董事会和高级管理层的充分监督,应成立由实际操作部门、高级管理层和董事会组成的自律机构,保证相关法规、原则和内部管理制度得到贯彻执行。严格执行交易程序,将操作权、结算权、监督权分开,有严格的层次分明的业务授权,加大对越权交易的处罚力度。

(1)董事会与高管层应当根据企业整体目标确定衍生金融工具业务的目标和相关策略,并据以确定企业的风险偏好,减少企业内部的投机意识。

(2)董事会与高管层应当加强对衍生金融工具内部控制的持续监督,确保管理层建立了成文的、针对衍生金融工具的内部控制政策与程序,并批准所有重大的政策与程序。同时,管理层还应负责建立具体的内部控制制度,并保证相关规定得到有效执行。

(3)建立合理的风险管理组织架构。设立独立于业务部门的风险管理部门,在管理层和董事会或风险管理委员会的指导下,具体负责企业风险管理事宜,即衍生金融工具的风险管理与内部控制。此次金融危机中,摩根大通是全美五大投资银行中损失最小的,这得益于其健全的内部控制和对风险管理原则的严格遵守。

4. 建立风险审计防范系统。通过加强事前审计防范,提高信息质量及整个风险防范系统的效率。不仅要有风险预测系统和事中监督系统,还要加强事后监测,以减少风险损失的发生,并在发现问题时及时提出应对方案。

主要参考文献

1. 常勋.财务会计四大难题.上海:立信会计出版社,2002
2. 陈小悦.关于衍生金融工具的会计问题研究.大连:东北财经大学出版社,2002
3. 常月嫦.衍生金融工具会计准则发展进程的理论分析.会计研究,2004;11
4. COSO.企业风险管理整合框架,2004
5. COSO.衍生金融工具使用的内部控制问题,1995
6. BCBS.衍生金融工具风险管理指引,1994
7. FASB.衍生工具和套期活动会计处理,1998