



从中航油案例看我国企业风险管理制度

上海海事大学经济管理学院 曾秋根(博士)

【摘要】 本文立足于中航油价格风险管理失败案例,具体分析我国部分企业价格风险管理失败的两大主要原因:一是由于企业同时从事套期保值交易与投机交易,导致企业不能制定有效的价格风险管理政策和制度。二是我国企业风险管理制度的实施能力不足。在这种情况下,即使公司拥有一套完善的价格风险制度,但因缺乏经验与能力,以致这些风险管理制度无法真正得到实施。因此,建议禁止企业衍生金融工具的投机交易,以建立有效的风险管理制度和提高风险管理能力。

【关键词】 价格 风险管理 制度 能力 中航油案例

近年来,全球大宗商品价格大幅度波动,给我国许多企业的原材料采购和产品销售带来不利影响。为应对商品价格大幅度波动给企业经营带来的风险,许多企业利用期货、期权和互换等衍生金融工具进行价格风险管理。但由于我国企业对衍生金融市场缺乏深刻的理解和经验,缺乏有效的商品价格风险管理制度和风险管理制度实施能力,以致许多企业在衍生金融市场遭受很大的损失,给企业经营带来很大的风险。本文分析认为,我国企业价格风险管理失败的主要根源在于缺乏有效的商品价格风险管理制度和实施风险管理制

度。中国航空油料集团公司新加坡分公司(以下简称“中航油”)由发展鼎盛到迅速破产,充分说明了价格风险管理的薄弱是导致企业失败的重要根源。

目前,我国许多研究文献将企业价格风险管理失败的原因主要归结为内部控制制度的不完善,如金彧仿、李若山等(2005)从内部控制的八个要素分析了中航油事件发生的根源与过程,认为内部控制制度的不完善是中航油风险管理失败的主要根源;黄奕(2005)从企业集团内部控制的角度分析中航油失败的原因;乔飞鸽从我国金融监管效力的角度分析认

的外部运营环境。④对于种子期、初创期的科技型中小企业,由政府成立的专项基金予以倾斜扶持,除了无偿支援以外,可以以风险投资的方式对中小企业尤其是拥有自主知识产权的科技型中小企业进行投资,并组织专业人员在经营管理上予以支持。⑤加强风险资本退出渠道建设,在当前退出渠道过于狭窄的现实条件下进行风险投资,出资者几乎要与风险企业捆绑到底,这实际上把风险投资变成了一种无限期投资,在有限合伙制未普遍推行之前,公司制设立的条件虽然比较严格,但它作为一种过渡性选择方案,在一定时期内必然仍是我国风险投资机构的现实选择,国家可以从政策上多加支持。因为子公司制风险投资机构在利用母公司内部来源的资金进行风险投资是有效率的,发达国家的实践证明它不失为一种好的组织形式。而且,由于它并不面向公司外部的风险资本市场融资,与其他公司制、有限合伙制是互补关系而不是替代关系,因此宜马上推广。

度。中国航空油料集团公司新加坡分公司(以下简称“中航油”)由发展鼎盛到迅速破产,充分说明了价格风险管理的薄弱是导致企业失败的重要根源。

度。中国航空油料集团公司新加坡分公司(以下简称“中航油”)由发展鼎盛到迅速破产,充分说明了价格风险管理的薄弱是导致企业失败的重要根源。

主要参考文献

①谈毅,冯宗宪.风险投资机构内部代理风险与控制.经济科学,2000;3
②YulcShee Chan, Daniel, Anjan Thakor. Learning, coporate control and performance requirement in venture capital contracts. International Economics Review, 1990
③宋海燕,杨丽.有限合伙制——风险资本的最佳组建模式.上海金融,2000;9
④孙琪.风险投资的融资渠道分析.经济管理,2002;21

为,由于我国金融监管效力不足导致了中航油事件。本文则从企业衍生金融工具交易制度本身和风险管理能力两方面来探讨企业风险管理中存在的问题。

一、中航油经营状况及发展前景分析

中航油是一家于2001年12月在新加坡股票交易所注册的上市公司,主营业务为:石油实业投资、国际石油贸易和进口航油采购等。从经营业绩和业务结构来看,中航油公司属于业绩优良的高成长型企业,具有非常好的投资前景。该公司在1998~2003年6年间的经营业绩斐然,收入增长14倍,净利润增长8.44倍,股东权益增长33.52倍,平均净资产收益率为46.31%,公司从一家小型贸易企业快速成长为一家业绩优良的知名石油投资与贸易型大型企业。

从业务结构来看,中航油石油实业投资、国际石油贸易和进口航油采购的“三足鼎立”型主业战略清晰且极具发展潜力。在石油实业投资方面,它在我国最大航油消费量的经济发达地区(上海)拥有强大的商业网络和极高的市场占有率,它拥有北京首都机场航油有限公司的独家航油供应权,2002年收购了上海浦东国际航空油料有限公司33%股权,2004年2月收购了英国富地石油公司所持有的中国华南蓝天航空油料有限公司(简称“蓝天公司”)24.5%的股权。此外,它还拥有西班牙最大的石油设施公司CLH公司5%的股权。在进口航油采购市场上,中航油占有三分之一以上的中国进口航油的市场份额,具有垄断地位。

优良的经营业绩和增长潜力巨大的主业结构为中航油大规模融资和并购创造了优越的条件。在并购方面,公司成功采用了国际流行的“现金+股票”的并购支付模式,在2004年2月收购英国富地石油公司所持蓝天公司24.5%的股权中,收购的模式为:支付2 170万美元的现金,加上配售3 776万股中航油的新股(占配售后中航油总股本的5.2%)以及给予2 600万股中航油的认购权(认股价格为每股1.60新元)。这一支付模式说明中航油具备并购大型企业的力量,同时也表明英国富地石油公司非常看好中航油的增长潜力。在融资方面,公司表现出强大的债务和股权融资能力。2003年7月18日,中航油与十家国际银行签署了1.6亿美元的银行贷款协议。2004年10月,控股股东中国航空油料集团公司以每股1.35新元的价格将其所拥有的15%的中航油股份14 520万股股票配售给机构投资者,75家机构投资者参与配售,认购率为2.5倍,募集资金19 602万新元。这表明中航油的投资价值得到机构投资者的广泛认可,公司股票融资渠道畅通。强大的并购能力和融资能力表明中航油已具备高速扩张的基础。

以上情况表明,中航油是一家主业结构清晰、经营业绩优良、融资能力和并购能力强大的石油投资和贸易型上市公司。但由于公司轻视在价格风险管理政策、制度以及实施制度能力方面的缺陷,导致了公司走向衰败。

二、中航油价格风险管理制度与风险管理能力的缺陷分析

2004年11月29日,中航油对外披露在石油期权交易中出現巨额亏损,账面实际亏损和潜在未平仓合约的亏损总计约5.54亿美元,公司净资产约为1.45亿美元,资不抵债的状况使公司向新加坡最高法院申请破产保护。

从中航油的招股说明书和历年年报披露的信息来看,公

司最初是为了应对石油价格大幅度波动风险而利用衍生金融工具来进行价格风险管理的,但结果却给公司带来巨额亏损。通过综合分析公司风险管理失败的原因,笔者认为,中航油价格风险管理体系的缺陷表现在两个方面:一是同时从事套期保值与投机交易,导致在价格风险管理制度上出现缺陷;二是缺乏风险管理制度的实施能力。

1.价格风险管理制度上的缺陷。中航油所面临的风险包括市场风险、价格风险、利率风险、汇率风险、信用风险、流动性风险、法律风险等。近年来,石油价格波动频繁且波动幅度大,这种石油价格波动形成的风险已成为公司面临的主要风险。为规避石油价格波动带来的风险,中航油采用了互换、期货和期权等衍生金融工具,在石油的采购和销售业务中进行套期保值,以减少公司的市场风险。与此同时,公司还从事衍生金融工具的投机交易。根据公司衍生金融工具交易统计的数据可看出它有如下四个特点:①公司从事衍生金融工具交易规模逐年快速增长,交易额从2001年的5亿多新元增长到2003年的20多亿新元,未实现的损益额也逐年增长;②公司用于套期保值目的的交易额在2003年大幅度减少,仅为2002年的一半;③公司以投机交易为目的的衍生金融工具交易额远高于以套期保值为目的的交易额,2002年的投机交易额是套期保值交易额的2.5倍,2003年增加到6.6倍。这表明投机交易实际成为了公司衍生金融工具交易的重点,这与公司利用衍生金融工具来对冲经营风险的宗旨发生背离;④2003年,公司已开始从事高风险单方向期权投机交易。从公司从事以上衍生金融工具交易活动可以看出,公司的经营工作中已经埋下了风险“定时炸弹”,然而公司并没有及时察觉。

2003年以来,中航油的主业结构是石油实业投资与航油采购与贸易,在这样的业务结构背景下,公司同时从事衍生金融工具的投机交易和套期保值交易带来了两个问题:一是很容易混淆两种交易的区别,有可能将投机交易当作套期保值交易来处理,而套期保值交易也可能会转变成投机交易。然而这两种交易的风险管理原则与制度是完全不同的,由于混淆了这两种交易,使得公司无法制定和实施有针对性的价格风险管理制度。另一个是将两种不同性质的交易混合在一起,导致公司风险管理目的不明确。衍生金融工具投机交易的实质是承担风险,这与公司降低风险的套期保值管理目标相冲突,以致公司无法制定有效的风险管理制度。由于衍生金融工具的投机交易具有很大的风险性,所以全球许多以实业投资为主的大公司在制定风险管理政策时,非常注重严格区分衍生金融工具的投机交易与套期保值交易,认识到从事衍生金融工具交易的目的是为了降低经营风险,在目前市场不够规范的情况下,应严格禁止衍生金融工具的投机交易,并建立套期保值风险管理制度,有效防范公司经营风险。

从实际经验得出,许多在衍生金融工具交易中遭到失败的实业投资公司均犯了同时从事套期保值交易和投机交易的错误,他们这种同时从事两种交易的错误导致了公司不能有效地区分套期保值交易与投机交易,从而未能制定出有效的价格风险管理原则和制度。例如,2004年特变电工股份有限公司(简称“特变电工”)出现总计4 505万元期货投资亏损的主要原因也在此。特变电工主要生产变压器、电线电缆等电力设

备产品,铜是其主要的原材料之一,为应对铜价自2003年以来的持续大幅度上涨对公司产生的不利影响,公司利用铜期货套期保值的功能来进行价格风险管理,但这一价格风险管理政策反而给公司带来了巨大的亏损。公司2004年年报披露,2004年参与铜的套期保值亏损4 254.61万元,其他期货投资亏损250.7万元,这表明该公司在利用期货进行套期保值交易的同时,也参与了期货投机交易。从该公司实际的操作过程来看,公司未能有效地严格区分套期保值交易和期货投机交易,如公司在没有铜库存的情况下,在期货市场上进行抛空,并误把这一交易看做套期保值交易,但实际上它是一种投机交易。从套期保值的角度来看,作为铜消费企业,只有存在铜库存,未来出现铜价下跌造成铜库存价值下降的风险时,公司才会选择抛空铜期货来对冲库存铜价值贬值的风险。正是由于未能有效地区分套期保值交易与投机交易,公司才没有制定出有效的价格风险制度。

2.缺乏实施严格风险管理制度的能力。从了解的情况来看,中航油拥有一套较完善的风险管理体系,包括三个层次:①低层次的风险管理。它由部门负责人、独立的风险管理委员会和内部审计部门承担。部门负责人负责监控其管理部门员工的日常工作,确保员工按照公司规定的程序及职责权限工作;独立的风险管理委员会专门监督和控制在石油现货贸易和衍生金融工具交易的风险以及融资风险,该委员会设有一名专职的风险管理主任和四名高级风险控制人员,他们定期评估和检查公司的风险管理政策及与公司业务相关的市场风险、信用风险、流动性风险、法律风险和其他经营风险,该委员会配有最先进的风险管理软件,可以动态监控公司的风险;内部审计部门负责公司的内部控制系统及控制程序,确保股东投资及公司资产的安全性。②中层次风险管理。它由审计委员会负责,该委员会由三人组成,其中两人为非执行独立董事,负责公司内部审计和外部审计,公司内部审计部门直接归属审计委员会领导。③高层次的风险管理。它由董事会负责,对风险管理政策和程序做最后的决策。

此外,公司聘请安永会计师事务所根据同行业中其他国际石油公司采用的最佳做法,为公司制定了一套综合性的《风险管理手册》,以减少或杜绝风险损失。

从上述三个层次的风险管理体系和《风险管理手册》的要求来看,中航油非常重视风险管理,同时也拥有比较完善的风险管理制度。而公司最终的风险管理失败在于缺乏能力来严格实施这些风险管理政策和程序。

在中航油披露出现5.54亿美元的巨额亏损后,新加坡交易所委托新加坡普华永道古柏公司(简称“普华”)对中航油期权交易巨额亏损事件进行调查。根据普华公布的第一期调查报告资料,在2003年年底和2004年年初,中航油错误地判断了石油价格的走势,卖出了看涨期权并买入看跌期权,导致所持期权头寸到期时面临亏损。为避免亏损,中航油在2004年1月、6月和9月先后进行了三次挪盘,即在平仓卖出期权的同时,买进交易量更大的新的看涨期权,每次挪盘均成倍地扩大了风险,该风险在油价上升时呈几何级数地扩大,直到公司没有能力支付不断增加的保证金要求(据估计,按照中航油的合约持仓量,油价每桶上涨1美元,公司需要向银行和金融机构支付5

000美元的保证金)而被迫平仓导致巨额亏损。

从上述亏损过程来看,中航油缺乏最基本的期权投机的风险管理控制能力。在衍生金融工具的投机风险管理中,严格的交易“止损原则”和“亏损不加仓原则”是两条最基本的风险管理原则,而中航油在上述期权交易中明显违反了这两个基本原则,没有及时止损,反而在亏损时还大规模增仓,从而导致了其最终的失败。实际上,中航油为衍生金融工具交易制定了严格的可操作性的风险管理制度,在中航油的《风险管理手册》中,明确规定以衍生金融工具交易的“止损限额”作为公司能承担的交易风险和亏损限额。同时,手册明确规定,损失超过500万美元必须报告董事会。中航油在2001年12月的招股说明书中揭示,2001年7月份,公司制定了严格的“止损”限额原则,即每位交易员每次纸货互换及期货交易的亏损限额为50万美元。风险管理委员会动态监控每位交易员的交易损益情况,一旦交易员的浮动亏损达到20万美元,风险管理委员会立即发出警示信号;如果亏损达到50万美元的“止损”限额,所有交易头寸立即平仓止损。从这些应对风险的规定来看,公司具有较完善的风险管理制度,但这些风险管理制度和程序在实际的交易中都没有得到有效贯彻,这说明中航油缺乏贯彻和实施风险管理制度的能力。对于我国企业,特别是国有企业来说,缺乏有效地实施风险管理能力的主要原因有两个:一是有效地实施风险管理制度,需要长期的衍生金融工具交易的经验积累和长期形成的严格的风险管理意识和纪律,而我国企业在这方面存在着明显的差距;二是经济责任不清,只奖不罚,管理层在投机盈利时可以增加报酬,而在投机亏损时却可以不承担责任。由于只奖不罚,缺乏约束,从而助长了管理层的“赌博”冒险心态,削弱了企业有效的风险管理能力。

三、结论与建议

正是基于对以上情况的分析,我国政府允许国有大中型企业利用衍生金融工具从事套期保值交易,同时明确禁止企业从事衍生金融工具的投机交易。1999年6月,国务院发布《期货交易管理暂行条例》,在第四十八条中规定:“国有企业从事期货交易,限于从事套期保值业务,期货交易总量应当与其同期现货交易量总量相适应”。在我国企业缺乏有效的风险管理制度和风险管理实施能力的情况下,这些规定对于我国大中型企业建立有效的风险管理制度具有较好的约束力。但由于套期保值交易与投机交易之间的界线比较模糊,作为外部监管者的政府很难具体监管企业的投机交易。实际上,许多企业在进行套期保值交易时,也同时进行衍生金融工具的投机交易。因此,建议监管部门进一步制订有效的、具有可操作性的措施来禁止国有企业从事衍生金融工具的投机交易,同时,企业也应建立自我约束机制来禁止投机交易,明确利用衍生金融工具首先要考虑防范风险,不能只顾赚钱而不顾风险。只有这样,企业才能建立有效的价格风险管理政策和制度,增强实施有效风险管理制度的能力。

主要参考文献

- ①金或仿,李若山,徐明磊.COSO报告下的内部控制新发展——从中航油事件看企业风险管理.会计研究,2005;2
- ②黄奕.从中航油事件看企业集团内部控制.商业会计,2005;5