



企业重大金融衍生交易损失事件研究

——以 合约结构为基础

刘 燕* 楼建波**

摘 要 对中国企业 2008 年金融衍生交易重大损失事件的总结可以从三个角度进行：企业违规、境外金融机构欺诈以及交易结构分析。衍生交易的性质是各种法律合约，其损失首先来源于合约基础资产的市场变动，因此，交易结构角度的观察是法律上进行归责的前提。本文通过对中信泰富等典型损失事件中合约结构的分析，力图从事实层面厘清中国企业金融衍生交易损失的主要原因，为进一步探究相关主体违规或欺诈，以及改进对衍生交易的监管提供一种方向性的引导。初步的研究结论是：金融衍生交易是企业控制商业风险的一把“双刃剑”。市场风险、知识匮乏、投机等不同因素会增加衍生交易的风险程度，而良好的公司治理以及多元化的金融市场培育能佐助企业更有效地进行“风险控制”。

关键词 金融衍生交易 合约结构 金融危机 中国企业衍生交易损失事件

2008 年金融海啸中，众多中国企业折戟于金融衍生交易，损失之大令国人震惊。不少媒体指责“国际投行贩卖金融鸦片”或者“国企遭遇国际投行金融衍生品圈套”，但却鲜见企业起诉银行（包括投资银行，下同）要求赔偿。^{〔1〕} 2009 年 9 月，国务院国有资产监督管理委员会表态

* 北京大学法学院教授。

** 北京大学法学院副教授。

本文系教育部国际金融危机应对研究课题“控制‘风险控制’——中国企业参与金融衍生交易重大损失事件研究”（2009 JYJR003）的阶段性研究成果。

〔1〕截至 2009 年 6 月 30 日，媒体披露的诉讼仅有一例，即海升果汁控股公司因外汇掉期合约起诉摩根士丹利。但该案是因履约保证金而起，并非衍生交易合约下的实际损失。参见海升果汁控股公司 2009 年 4 月 14 日、5 月 20 日的公告。

支持中国企业拒绝履行尚未终止的衍生合约，引发了全球金融市场的强烈关注。^{〔2〕}

金融衍生工具作为企业风险管理的手段，从来都是一把“双刃剑”，使用不当时伤及自身在所难免。如果企业刻意投机，那更只能“愿赌服输”。另外，金融衍生交易，特别是场外衍生交易，又是一个信息极度不对称的领域，企业与银行相比处于绝对的信息劣势地位，外界就更不知内中乾坤。那么，中国企业在金融衍生品的汪洋大海中究竟如何翻船？市场风险？欺诈？复杂的交易结构？人类对衍生产品有限的认知？毕竟，金融衍生品作为一种创新，对所有市场主体而言都是新的知识领域。剔除欺诈的因素，场外衍生交易作为金融机构与企业两类交易对手之间的角力，某种意义上也是一场风险的教育与再教育过程。

从这个角度看，对中国企业衍生交易损失经验教训的总结，可以从三个角度进行：一是企业违规，二是金融机构欺诈，三是交易结构分析。前两者更具有话题效应，因此也成为近期媒体与大众的聚焦。但是，无论对损失企业众口一词的指责，还是对国际投行义愤填膺的道德批判，都无助于我们厘清事实真相。衍生交易的损失首先来源于基础资产的市场变动，因此，从交易结构角度的观察更具有知识论上的意义，在此基础上探究企业是否违规或者金融机构是否欺诈，也可以有更多的事实依据。此外，金融过度创新被认为是此次金融危机的根源，通过分析这些复杂金融产品的交易结构，不仅可以给其他中国企业以警示，同时也为日后改进对衍生交易的监管提供一种方向性的指导。

本文选择中信泰富、深南电、中国国航与东航、中国远洋、中国中铁衍生交易损失事件作为分析样本。此种选择的考虑是：中信泰富、深南电作为最先曝出的损失事件，影响非同一般，同时也被视为投机的代表；国航、东航与中国远洋属于中央企业群体里衍生交易损失最大，但同时也是坚称“套期保值目的”的企业；中国中铁则代表了一种意料之外的衍生交易损失。所有资料均来源于公开信息。由于企业对衍生交易的信息披露往往语焉不详，本文对交易结构的分析更多地借助了财经媒体所挖掘出的交易细节。

一、交易结构分析的目的、方法与局限

交易结构分析的目的主要有两个：了解企业在衍生交易下的损失源自何处；判断企业衍生交易的目的，以便为“问责”提供基本的事实依据。

衍生交易本质上是零和游戏。合约双方就基础资产的市场变化方向进行“对赌”，总有一方会因判断错误而受损失。作为非金融机构的企业，以实业经营为主业，不能拿股东的钱去赌博冒险。因此，企业参与衍生交易的目的不是为了投机牟利，而是为了对冲企业经营所暴露的市场风险，即套期保值（hedge）。为此目的，衍生交易下遭受的损失并不被单独评价，而是与被套期项目的收益综合在一起考虑。从事后追究责任的角度看，是否符合套期保值目的往往也成为损失企业的股东或监管者决定是否对企业管理层进行“问责”的重要依据。

套期保值意味着衍生交易的盈亏要尽可能与现货交易中的亏盈相抵销。由此派生出套期保值“四原则”，即衍生交易与现货交易之间存在“方向相反、^{〔3〕}种类相同或相关、数量相等、

〔2〕 参见 WSJ Editorial: Beijing Plays Hedge Ball, Wall Street Journal, Sep. 2009, 载 <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203440104574400390175833498.html>, 登陆时间：2009年10月25日。

〔3〕 参见中国期货业协会编：《期货市场教程》（第六章“套期保值”），中国财政经济出版社2009年版；另见《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》（证监发〔2001〕81号）第10条。



月份相同或相近”的对应关系。未遵循上述原则,往往会导致一个套期保值策略失败,衍生交易的损失无法用现货交易的收益或成本节约来弥补,有时甚至使一项交易演变为投机行为。^{〔4〕}上述交易方向、品种、数量、期限等技术性特征,都会在一项衍生交易合约的具体结构中体现出来。因此,通过观察合约的交易结构,我们可以了解衍生交易下的损失是如何发生的;更进一步,它也为我们判断企业从事衍生交易之目的提供了重要支持。

一项衍生交易的合约结构通常是企业根据自己的交易目的对市场中现有的衍生交易工具进行选择的结果。衍生交易包括场内交易与场外交易,既有基本的远期、期货、期权、互换合约,也有复杂的结构性产品。企业应根据自己的套期保值需求选择恰当的衍生交易工具。譬如,中国企业在国际市场上往往是石油、铁矿石等大宗商品的买入方,天然地处于远期多头的地位。合理的交易结构应当是买入远期、期货,锁定未来的原料燃料成本,或者买入行权价在保本点之下的看涨期权,根据市场表现决定是否行权。就期权而言,从理论上说,买入看涨期权与卖出看跌期权都属于看多,但买入期权是锁定损失,相当于交保费;卖出期权则是锁定收益,相当于卖保险。^{〔5〕}二者相比,企业为套期保值目的应当选择哪一种策略,应当是不言而喻的。选择了完全错误的交易方向、规模、期限或品种,往往成为企业“投机”的最直观的证据。

但是,实践中的情况更为复杂,各种主客观的因素会制约着企业的选择。例如,企业可能发现理想的对冲工具价格过高,或者根本无法找到与被套期项目对应的衍生品种,或者相关品种不存在足量的交易。现实中永远存在基差风险(basis risk),企业所选择的套期交易与被套期项目之间运动方向不一致,导致套期保值策略失败,在现货、期货两个头寸上均出现损失。2005年的中盛粮油套保失败事件就是基差风险的一个例子。^{〔6〕}更关键的是,衍生品市场是信息高度不对称的市场,企业天然地处于信息劣势。如果存在对手方欺诈、误导等因素,交易结构就更容易出问题。从理论上说,“简单的正确远胜复杂的错误”,但要真正实践这一原则并不容易,从这个意义上看,对合约交易结构的分析,可以在技术层面充分展示企业在一个特定合约下暴露的风险与损失的来源;但若进一步推论企业的交易目的,特别是认定企业“投机”,则需要非常小心。可能存在着各种影响企业决策的环境因素,它们是交易结构本身无法触及的事实问题。

二、样本企业衍生品合约的交易结构透视

衍生产品是一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数。^{〔7〕}“衍生”意味着,当事人在合约下的权利或义务、收益或风险是随着基础资产的波动而变化的。它不是一个具体的状态或确定的数值,而是表现为以基础资产价格为自变量的一种函数分布,专业人士通常称之为“合约的盈亏支付结构”。通过描绘一个衍生交易合约的盈亏支付结构,我们可以非常直观地看出企业在各种复杂合约下的权利与义务、收益与风险。

〔4〕对衍生交易基本原理的一个通俗易懂的介绍,参见〔美〕迈克尔·德宾:《金融衍生品入门》,中国青年出版社2008年版。

〔5〕参见〔英〕迈哈伊·马图:《结构化衍生工具手册》,林涛等译,经济科学出版社2000年版,第10页。

〔6〕参见陈信华、叶龙森:《金融衍生品——天使抑或恶魔》,上海财经大学出版社2007年版,第33~39页。

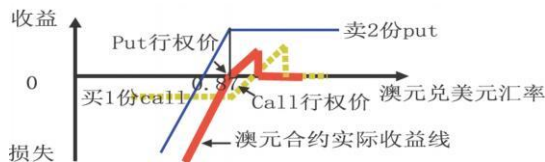
〔7〕参见中国银监会:《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》(2004),第3条。

（一）中信泰富杠杆式外汇合约^{〔8〕}

中信泰富为投资经营位于西澳大利亚的磁铁矿项目，需要数十亿澳元。出于锁定美元支出成本的目的，中信泰富与汇丰、花旗等多家银行缔结了一份份杠杆式外汇合约以买入远期澳元，其中交易额最大的是“澳元累计目标可赎回远期合约”（以下简称澳元合约）以及澳元、欧元双币累计目标可赎回远期合约。

尽管名为远期合约，澳元合约实际上是一种复杂的期权组合，其基本结构由“1个看涨期权（call）+2个看跌期权（Put）+敲出障碍（knock out barrier）”组成。^{〔9〕}其中，企业拥有1份看涨期权，有权以1:0.87的汇率（此为各合约加权平均的行权价）买入澳元；但是，企业的看涨期权在澳元汇率触及合约中事先规定的上限汇率水平（即“障碍”）时失效，称为“敲出”。^{〔10〕}另一方面，银行拥有2个看跌期权，行权价与企业的看涨期权相同，即银行有权在澳元市场汇率低于1:0.87时，按照该协定汇率价格向中信泰富出售双倍数量的澳元。签约时双方均无需向对方支付期权费。图1显示了中信泰富在澳元合约下的盈亏支付结构。

图1 中信泰富澳元合约的盈亏支付结构



说明：图中横轴反映澳元兑美元汇率的不同数值，纵轴反映对应于每一汇率水平，中信泰富的盈亏或收付义务情况。蓝色细线表示卖出2份看涨期权的效果，黄色虚线表示买入1份带敲出障碍的看涨期权的效果，红色粗线表示由上述期权组合而成的澳元合约的最终效果，即中信泰富在澳元远期合约下的盈亏支付结构。后文各图示相同。

从图1可以看出，澳元合约的盈亏支付结构类似于中信泰富卖出了澳元的看跌期权，为此，中信泰富获得了有限收益，但承受了无限大的损失风险。这与中信泰富作为澳元远期多头的立场是完全相反的。更确切地说，这种合约比标准的看跌期权风险更大，因为后者的期权费收益是固定的；而在澳元合约下，由于敲出障碍条款的嵌入，企业因行使看涨期权而获得的利益可能瞬间丧失，从而完全丧失合约对澳元汇率上涨的保护。相反，当市场呈现单边下跌时，看跌期权卖方的损失是一个无限敞口，而澳元合约下2倍看跌期权的杠杆效果将使得这种损失兑现的速度呈倍数增长。

现实中，由于中信泰富的澳元合约大多在2008年7月澳元汇率峰值时签订，此后澳元汇率一路下跌，迅速跌破0.87的行权价。银行行使看跌期权迫使中信泰富承接双倍至三倍数量的澳

〔8〕 资料来源：《中信泰富2008年12月3日股东大会通函》，朱益民：“中信泰富186亿港元巨亏内幕全揭秘”，载《21世纪经济报道》2008年12月11日；《财经》、《第一财经日报》、《经济观察报》、《中国证券报》等财经媒体的相关报道。

〔9〕 中信泰富与多家银行签订了一份份远期合约，其基本结构相同，但银行看跌期权的份数有差异，有2份、2.5份、3份等不同设计，从而导致各合约呈现2倍、2.5倍、3倍等不同的杠杆效果。本文为简明目的，仅以2倍杠杆为例说明。

〔10〕 对于敲出障碍、敲入障碍的解释，参见〔英〕沃伦·爱德华兹：《核心金融衍生工具》，夏滢炎、葛晓鹏译，刘锡良审校，西南财经大学出版社2005年版，第198~199页。



元,理论上交易总量达到94亿澳元,变现损失及公允价值变动损失以2008年11月澳元年中汇率低点计高达186亿港元,从而酿成“2008金融海啸中单一非金融企业所遭遇的最大损失事件”。

客观地说,上述巨额损失并非完全来自不合理的交易结构,更多地是来自于交易规模,即94亿澳元的交易总量。这大大超过了中信泰富套期保值的需要。澳洲铁矿项目前后若干年的总投入不过30多亿澳元,衍生交易头寸至少应当与现货需求相当。但中信泰富却买入了三倍于套期需求的澳元,完全是在大笔单边下注澳元汇率将维持在高位水平。因此,当市场出现相反的变化(下跌)时,衍生工具仓位上的巨大损失显然是现货交易中的成本节约无法弥补的。

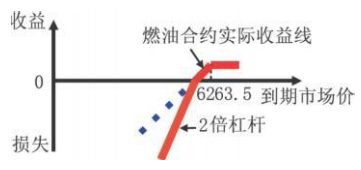
不仅如此,中信泰富事后也公开承认了公司治理结构上的缺陷,“公司相关职能部门的越权操作以及未能正确估计到合约中潜在的最大风险”。从这个角度看,中信泰富事件最经典地诠释了什么叫“无知者无畏”。

(二) 深南电燃油远期合约^[11]

深南电事件与中信泰富事件几乎同时曝出,成为境内企业衍生交易重大损失的典型。否则,以该公司的衍生交易规模与损失金额计,它可能不会进入本文的样本。此外,深南电是迄今为止国内上市公司中唯一一家披露了衍生交易合约条款的公司,给研究者提供了宝贵的一手资料。

2008年3月12日,深南电与高盛旗下的杰润公司签订了两份衍生交易确认书。其中第一份确认书规定:在2008年3月3日至12月31日期间,①当浮动价(即每个决定期内纽约商品交易所近月轻质原油期货合约的收市结算价的算术平均值)高于63.5美元/桶时,深南电每月可从杰润公司获得“20万桶×1.5美元/桶”合计30万美元的收益;②当浮动油价介于62美元/桶至63.5美元/桶之间时,深南电可从杰润公司获得“(浮动价-62美元/桶)×20万桶”的收益;③当浮动价低于62美元/桶时,深南电每月需向杰润公司支付与“(62美元/桶-浮动价)×40万桶”等额的美元。在第二份确认书中,计算单价分别提高了3美元/桶和1.7美元/桶,履行期为2009年1月至2010年10月。杰润公司有权在2008年12月30日18点前选择是否执行第二份合约。以第一份合约为例,深南电在该合约下的盈亏支付结构如图2所示。

图2 深南电燃油合约的盈亏支付结构



从图2可以看出,深南电燃油合约的盈亏支付结构与卖出看跌期权非常相似,深南电是卖出看跌期权的一方,杰润公司则拥有看跌期权,行权价为63.5美元/桶。为此,深南电收取了1.5美元的期权费,但承受了当油价低于63.5美元/桶时的风险。其中,当油价在62美元/桶之上,卖出期权一方的损失尚可以用收取的期权费来弥补;但当油价跌破62美元时,卖出期权一方则开始承受实际损失。这里,与标准的卖出期权不同的是,计算损失金额的数量单位变成了2倍,从而导致损失兑现的速度成倍增加。

[11] 资料来源:深南电2008年10月21日公告、10月27日公告、11月15日公告、12月13日公告以及2008年年报;朱益民:“深南电对赌协议调查”,载《21世纪经济报道》2008年10月29日;唐鹤群:“套期保值:简单的正确远胜复杂的错误”,载《期货日报》2008年11月18日;《财经》杂志、《每日经济新闻》、《上海证券报》等财经媒体报道。

现实中，深南电从 2008 年 3 月至 9 月间共从杰润手中收取了 210 万美元的期权费。11 月初国际油价跌破 60 美元后，深南电就需要向对手方双倍支付差价。但该合约因深南电在 10 月 21 日发布公告而提前终止，尚未有实际支付。若以 2008 年 12 月国际油价 42 美元/桶（均价）计，深南电两项燃油合约项下的公允价值损失将达到 2.3 亿美元，足以吞噬掉其 2008 年末净资产的 75%。

深南电的交易是否属于套期保值，是一个有争议的问题。一方面，深南电有套期保值的需求。深南电的主业是燃油发电，需要进口燃料油，月消耗量在万吨以上，燃油成本在整个发电成本中占比很大。另一方面，深南电的发电收入相对比较固定，因为电费不会轻易调整。在国际油价持续上涨的情况下，如果不采取套期保值措施，深南电就只能眼睁睁地看着燃料油价格上涨不断地侵蚀利润。此外，从交易规模来看，深南电的燃油合约的交易量也没有超过实际用电量，符合“规模相当”的套期保值原则。

但是，从另一方面看，深南电的交易策略并不符合套期保值目的。作为燃油需求方，深南电正常的做法应当是买入石油远期或期货，或者买入行权价在自己保本点以下的看涨期权，而不是卖出看跌期权，特别是带有 2 倍杠杆的看跌期权。特别地，深南电自己也没有将该合约作为套期保值交易处理。在公开声明燃油合约系由公司有关人员“未经授权而签署”后，深南电不再履行该合约。公司 2008 年年报也未将该合约列入金融资产，原已收取的 210 万美元期权费也被列为拟退还杰润公司的“其他应付款”。整个衍生交易俨然是一起纯粹的公司治理失败的事件。

深南电事件更为引人注目的，可能是其在损失暴露后采取的法律上的应对措施。深南电主张合约系相关人员越权而签署且违反了监管法规，故不再有效。一些媒体也庆幸监管部门及时叫停深南电交易，避免了企业的重大损失。^[12] 由此暴露出国人对于作为场外衍生交易合约法律基础的国际互换及衍生工具协会（ISDA）的主协议文件体系缺乏基本了解。因本文主题所限，此处不再赘述。

（三）航空公司的油品合约^[13]

2008 年可能是中国航空业最惨淡的一年。五大上市航空公司（东方航空、中国国航、南方航空、海南航空、上海航空）总亏损额高达 355 亿，占全球航空业 100 亿美元总亏损额的一半。引发巨额亏损的主要原因就是油价波动与衍生品投资损失。除南方航空及时平仓外，国航、东航、上海航空的在手油品衍生合约均损失惨重，其中国航、东航分别以 74 亿元、62 亿元高居境内企业衍生交易公允价值损失之首。

各家航空公司对衍生交易的信息披露都非常有限，仅说明它们采用的是“上方买入看涨期权 + 下方卖出看跌期权”的交易结构。这里，笔者以惟一份见诸于媒体、由东航与某投行签订的期权合约为例进行分析。

该合约的基本结构与中信泰富的杠杆式外汇合约非常相似，也是“1 个看涨期权 + 2 个看跌期权 + 敲出障碍”的安排。企业从银行买入 1 份带敲出障碍的看涨期权，同时卖给银行 2 份看跌期权，签约时双方均无须支付期权费。与中信泰富合约不同的是，在航空公司的油品合约

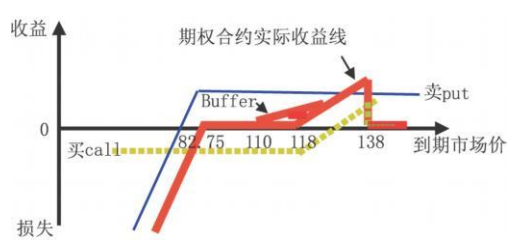
[12] 参见周鹏飞：“国企遭遇跨国投行金融衍生品‘圈套’”，载《新京报》2009 年 6 月 3 日，第 B7~8 版。

[13] 资料来源：中国国航、东方航空、上海航空 2008 年年报及相关信息披露公告；罗文辉：“反思航企航油套保巨亏：是套保失策还是投机使然？”载《第一财经日报》2009 年 2 月 26 日；高江虹：“三大航巨亏陷阱合约解析”，载《21 世纪经济报道》2009 年 4 月 20 日；温秀、李簪：“东航合约解析”，《财经》2009 年第 6 期；段铸：“国际投行狙杀东航始末：航油套保合约暗藏后门”载《中国经营报》2009 年 2 月 14 日；苏米：“东航国航：合约未兼顾大跌风险 燃油套保需慎行”，载《第一财经日报》2009 年 2 月 26 日；王大军：“国航东航失足‘衍生品门’南航逃过套保劫”，载《21 世纪经济报道》2008 年 11 月 27 日。



下, 投行还为企业建立了一个抵销赔偿损失的储备 (Buffer, 简称抵损储备)。其具体内容如下: ①企业看涨期权的行权价为 118 美元。当油价超过 118 美元时, 银行将向企业支付差价。但企业的看涨期权在油价上涨至 138 美元时失效。②银行看跌期权的行权价为 82.75 美元。当油价下行并跌破 82.75 美元时, 企业需向银行双倍支付市场价与 82.75 美元之间的差价。③当油价超过 110 美元 桶时, 投行为企业建立抵损准备, 金额为市场价与 110 美元之间的差额。当油价跌破 82.75 美元从而需企业赔付差价时, 该赔付先从抵损准备中扣除。但每个合约期内, 投行有义务建立的储备最多不超过 10 美元。图 3 显示了航空公司在该合约下的盈亏支付结构。

图 3 东航油品期权合约的盈亏支付结构



从上图来看, 该合约的盈亏支付结构类似于“利率双限”(collars)或“区间远期”(range forward)^[14]。82.75 美元为区间下限, 118 美元为上限。航空公司作为买入双限期权的一方, 在油价突破上限时获利, 在油价跌破下限时亏损, 在 82.75 ~ 118 美元的区间内则不盈不亏。但是, 与标准的双限期权不同的是, 敲出障碍的嵌入使得航空公司持有的看涨期权的收益有限, 而看涨期权与看跌期权 1:2 的杠杆设置更进一步放大了航空公司在价格跌破区间下限时损失。如此一来, 整个期权合约更像是一种卖出看跌期权, 航空公司一方获得了 20 美元的期权费以及不超过 10 美元的抵损准备, 但面对的是油价跌破区间下限时后的无限敞口风险。现实中, 当国际油价在 2008 年下半年暴跌, 一路触及 32 美元的底线时, 上述交易结构令航空公司蒙受重大损失。

与其他衍生交易损失企业不同, 各家航空公司在各种信息披露场合都强调自己的套期保值目的, 并列出了诸多证据: 航油成本占到了航空公司总成本的 40% 左右, 且国航、东航的国际航线较多, 利润水平受国际油价波动影响大; 由于场内交易品种有限, 企业近年来一直与国际投行缔结场外衍生交易合约以对冲国际油价的波动, 屡有获利; 2008 年的衍生交易规模并未超过公司用量, 符合套期保值要求; 相关衍生交易决策也都在公司章程的授权范围内; 选择上述交易结构的目的是为了节省期权费支出, 即用卖出看跌期权应收取的期权费冲抵买入看涨期权应支付的期权费, 等等。综合上述因素, 包括航空公司自己在内的主流观点认为, 航空公司的衍生交易损失完全是由于油价非理性下跌, 突破了期权合约的保护区间所导致, 属于正常的市场风险。

但是, 以下两个客观因素似乎与航空公司主张的套期保值目的有冲突。其一, 节省的期权费与风险敞口的对比。石油衍生合约的期权费大多在行权价的 10% 左右。在东航于不同时期签订的看涨期权合约中, 行权价在 62 ~ 150 美元之间, 其中油价每上涨 10 美元, 期权费增加 1.4 美元。由此来看, 航空公司为节省 10% 的期权费而接受了无限敞口的风险, 是否符合套期保值的目的不无疑问。其二, 国航、东航对衍生交易的会计处理均未适用套期保值会计。按照现金

[14] 转引自前注 [10] [英] 沃伦·爱德华兹书, 第 189 ~ 190 页。

流套期保值的会计规则，^{〔15〕} 航空公司衍生交易的损失可以与同期现货采购的成本节约相抵销，或者将有效套期的公允价值变动损失列入“所有者权益”项下，这样都可以避免对 2008 年年报业绩产生重大负面影响。各航空公司均未披露未适用套期保值会计的原因。一种可能的解释是，我国会计准则不承认双限期权属于套期保值工具，^{〔16〕} 而航空公司采取的结构性期权的交易结构恰恰类似于一种双限期权。

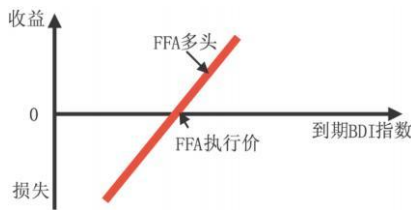
（四）中国远洋远期运费协议^{〔17〕}

中国远洋的衍生交易损失源自于远期运费合约（Forward Freight Agreements, FFA）。尽管合约名字听起来比较耳生，但 FFA 的交易结构却并不复杂。它是买卖双方针对运费价格缔结的远期合约，其中规定了具体的航线、价格、数量、价格日期、交割价格计算方法等，到期市场价通常以交割日波罗的海官方运费指数价格（BDI）为准。因此，FFA 合约的履行方式为，买卖双方约定在未来某一时点，收取或支付 BD 指数与 FFA 约定的运费价格或租金之间的差额。

FFA 是国际干散货航运领域规避市场风险的重要工具，其参与者主要包括航运商、贸易商、生产商等。近年来 FFA 市场的大发展也吸引了金融机构的注意，德意志银行、摩根士丹利等许多银行和投资公司纷纷涉足此领域。中国远洋 2005 年开始参与 FFA 交易，主要目的是对冲租入船风险，因为公司运力的 60% 以上靠租入船队，租船成本对公司利润影响较大。在 2008 年上半年，中国远洋早早锁定了近 80% 运营天数的运价。此时波罗的海官方运费指数正处于历史高位，人们普遍预计未来航运市场的需求依然会继续增加，运价仍有大幅上涨的可能。基于此预期，中国远洋买入了相当数量的 FFA，以对冲未来租船的成本。有些合约的履行期迟至 2010 年。

图 4 显示了中国远洋持有 FFA 合约多头的盈亏支付结构。

图 4 中国远洋 FFA 盈亏支付结构



然而，受金融海啸影响，BD 指数在 2008 年 5 月 20 日创下了 11793 点的历史最高位后开始剧烈波动，9 月后进入暴跌，最终以 744 点结束了 2008 年，跌幅达 93% 以上。中国远洋在 FFA 上的多头策略显示出巨大的风险，最终浮亏达 52 亿元，冲抵掉 2008 上半年已结算的 FFA 合约实现的 11 亿元盈利，最终 FFA 合约的公允价值变动损失达 41 亿元。

对于中国远洋的 FFA 交易属于套期保值还是投机，也存在不同声音。FFA 交易结构无可厚非，分歧集中于交易头寸上。批评者认为，公司在 BD 指数高位时还做多，且头寸如此之大，已蜕变为投机。但公司自己则认为，FFA 交易规模相对于公司上千亿元的收入总额并不大，公

〔15〕 参见《企业会计准则第 24 号——套期保值》第 27 条。

〔16〕 同上，第 8 条。

〔17〕 资料来源：中国远洋 2008 年年报、2008 年半年报；钮宇鸣：“中国远洋关于业绩说明会纪要调研简报”，海通证券内部资料；曾子建：“投机还是套保？中国远洋自揭 FFA 浮亏 40 亿之谜”，载《每日经济新闻》2008 年 12 月 20 日；《财经》杂志专题报道之“中国远洋 FFA 损失 39.5 亿元”，“FFA 巨亏 中远尚无大幅交割止损计划”，2008 年 12 月 15 日出版。



司长期奉行的政策就是 FFA比例不超过 20%。巨额浮亏的产生源于 BD 运费指数的非理性暴跌,几乎跌到了零。这是任何航运企业都不可能接受的运费,后续 BD 指数必然反弹,公司 FFA 合约的浮亏只会减少,甚至转为盈利。

对中国远洋不利的一个证据是,公司订立的 FFA 合约长至 2~3 年,可能并不符合套期保值要求的“期限相同或相近”原则。公司 2008 年年报也显示,公司有效套期部分的损失(计入所有者权益)仅为 3.6 亿元,无效套期保值部分比例高达 90% 以上。尽管如此,中国远洋 2008 年最终还是实现了净利 108 亿元,远胜于其他遭遇了重大衍生交易损失的企业。

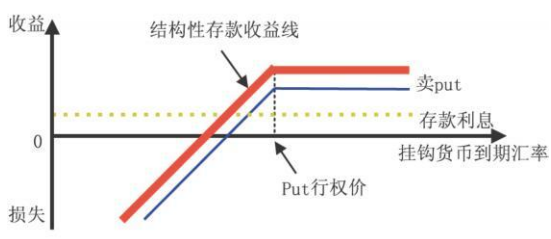
(五) 中国中铁结构性存款合约^[18]

从某种意义上说,中国中铁遭遇的衍生交易损失或许可以视为一次意外事件,因为公司自身并未意识到其涉入了一种衍生交易。

2007 年 12 月,中国中铁作为第一家“先 A 股后 H 股”发行的企业,在香港市场成功募集 213.74 亿港元。由于现行的外汇管制政策,境外募集资金无法调回境内结汇,中国中铁只能将尚未使用完毕的募集资金存放在香港银行募集资金专户,从而暴露在人民币对所有货币升值带来的外汇汇兑损失风险之下。2008 年上半年,鉴于澳元对美元汇率持续走高,加之中国中铁正在实施的澳大利亚项目也需要大量澳元,公司为提高外汇存款收益,减少人民币升值的损失,累计净做了 15 亿美元左右的结构性存款。然而,澳元汇率从 2008 年 7 月下旬开始快速贬值,两个月内贬值幅度超过 20%。截至 2008 年 9 月 30 日,中国中铁的结构性存款均已到期,累计货币转换损失加上记账汇兑损失高达人民币 19.39 亿元,吞噬掉了公司上半年的全部盈利。

结构性存款又称为外币双利存款。存款人在银行存入某种外币时,指定另一种挂钩货币,向银行卖出了该挂钩货币的看跌期权(或存款货币的看涨期权)。当存款到期时,如果该挂钩货币的市场汇率高于存款合同中约定的汇率,银行不行权,存款人可以取回存款本金、利息以及期权费,谓之“双利”。但是,如果挂钩货币在存款到期时的市场汇率低于约定汇率,银行行权,收取了存款人存入的原外币,而给付已经贬值的挂钩货币。此时,尽管存款人依然收到了本金及“双利”,但折合人民币计,甚至比当初存入的本金折合人民币金额还少。图 5 显示了以挂钩货币为期权标的的结构性存款的盈亏支付结构。

图 5 中国中铁结构性存款合约的盈亏支付结构



从上图可以看出,结构性存款的盈亏支付结构是一个标准的卖出挂钩货币的看跌期权,只是存款利息使得合约的盈亏平衡点左移,给存款人增加了一点保护盈利的空间,但总体上仍呈现收益有限、风险无限的状态。由此观之,中国中铁的结构性存款事实上变成了一项投机性的

[18] 资料来源:中国中铁 2008 年半年报、年报;胡中彬、王玉:“中铁惊变澳元漩涡”,载《经济观察报》2008 年 10 月 25 日;袁铭良:“对比中外银行 指导私人财富管理”,《价值》2004 年 6 月号。

衍生交易，承受了与收益完全不对称的风险。^{〔19〕}

当然，中国中铁在各种信息披露场合都声明它只是在做存款，并未“投资外汇衍生品”。一个客观存在的因素是，结构性存款或者双利存款的名称本身是容易让人误解的。国内已有消费者就个人理财中的双利存款下的损失起诉银行，指控“存款”之名误导。^{〔20〕}同样的情形是否发生在中国中铁身上，也许永远是一个谜。

三、对中国企业损失原因的初步分析

通过对样本企业的衍生交易合约的考察，可以发现这些合约有一些共同特征。它们不仅揭示出了导致中国企业重大损失的主要因素，也为我们客观评价企业的交易目的、违规与否提供了重要的事实依据。同时，它们也提出了需要进一步研究的问题。

（一）合约形式——复杂的结构性期权

在本文研究的样本企业中，除中国远洋采用的是远期合约外，其他企业使用的衍生工具都是复杂的结构性期权。其中，相对比较简单是深南电、中国中铁的合约，二者都涉及标准的卖出看跌期权，只是深南电增加了1个杠杆，中国中铁则将衍生工具嵌入在定期存款中。中信泰富的澳元合约更为复杂一些，包括了杠杆、看涨期权与看跌期权，同时还在看涨期权上增加了敲出障碍条款。最复杂的是几家航空公司的“准双限期权”合约，不仅有期权组合、杠杆、敲出障碍等，还有抵损准备等安排。

尽管存在细节上的差异，但这些合约的共同之处也非常明显，如“企业1份看涨期权+银行2份看跌期权”的组合，对企业看涨期权适用敲出障碍，没有前端的期权费支出，等等。现实中，这些合约是不同企业各自独立地与不同的境外银行缔结的。它们的结构大同小异，或许反映出当前流行的结构性期权产品的主要特征。梳理这些特征对于其他中国企业、监管者、法律界熟悉、了解金融衍生品是很有助益的。可资佐证的是，近邻韩国的企业在此次金融海啸中遭受衍生交易重大损失，它们普遍使用的衍生工具（KKO合约）也具有类似的特征。^{〔21〕}

（二）交易实质——卖出看跌期权

由于上述共同特征的存在，各样本企业的合约都呈现出卖出看跌期权的盈亏支付结构，中国企业最终都变成了卖出基础资产看跌期权的一方，并通过杠杆放大了市场下跌时的风险。这一交易结构是中国企业衍生重大损失的直接原因。2008年下半年的金融海啸引发了各类资产价格的剧烈波动，国际大宗原材料、非美货币急速暴跌，从而导致中国企业在衍生交易合约下遭受了惨重损失。

按照套期保值的“交易方向相反”原则来衡量，中国企业可能犯了交易方向上的错误。卖

〔19〕但是，如果不从人民币记账货币汇兑损失的角度，而是从公司应持有何种外币资产的角度看，这样一个交易结构对于中国中铁是极其高明的，它既解决了存款货币（美元资产）的公允价值套期保值问题，也解决了挂钩货币（澳元资产）的现金流保值问题。因为该交易结构相当于卖出了存款货币的看涨期权和挂钩货币的看跌期权。中国中铁当前的美元资产（实质是港币资产，二者之间是联系汇率）有公允价值套期保值需求，而未来需要的澳元资产有现金流套期保值需求，因此中国中铁作为美元空头以及作为澳元多头都是合理的。

〔20〕参见刘燕：“存款合同还是金融衍生交易——汇丰银行‘双利存款’诉讼解析”，《法律科学》2009年第3期。

〔21〕参见楼建波、刘燕：“情势变更原则对金融衍生品交易法律基础的冲击——以韩国法院对KKO合约纠纷案的裁决为例”，《法商研究》2009年第5期。



出看跌期权的收益锁定，但风险无限，类似于保险公司收取保费而承受保险损失的运作方式。它只能是现货供应商为套期保值目所采取的交易策略，或者是实力雄厚的投资银行、机构、对冲基金等所为。后者不惮投机，因为它们本来追求的就是以承担风险的方式来获得最大收益。相反，中国企业参与衍生交易的目的是为了套期保值，不论是中信泰富、深南电，还是国航、东航，它们作为基础资产（资源）的需求方，如果选择期权交易，应当是买入看涨期权，而不是卖出看跌期权。卖出看跌期权令企业在基础资产价格上涨突破期权费时失去保护，同时在价格下跌时还需要承受无限风险，并不能提供中国企业所需要的套期保值工具。仅当基础资产价格波动不大时，这种策略对企业才是有利可图的。

企业为什么会选择这种实质是卖出看跌期权的复杂合约？无知？投机？银行误导？还是市场别无选择？这是一个与追究法律责任相关的事实问题，已超出了本文的范围。从目前披露的信息看，尚未有样本企业指控作为交易对手的银行有欺诈或误导行径。相反，至少部分企业（如国航、东航）是在套期保值的目下，为了节省期权费而自愿地选择了这种高风险的交易结构。也有一些企业对市场下跌的风险缺乏充分考虑（如中信泰富）或者存在侥幸心理（如深南电）。

需要特别说明的一点是，合约本身的收益—风险结构与合约是否公平是两个既有联系、又有区别的问题。有专业人士计算出中信泰富的杠杆式外汇期权合约从一开始就让企业赔钱了；^[22]但也有评论认为，类似航空公司的“准双限期权”合约并非当然对企业不公平。^[23]企业持有的看涨期权虽然获利有限，但属于大概率事件；企业卖出的看跌期权虽然风险敞口很大，但为小概率事件，所以合约虽然表面上收益—风险结构不对称，但可能依然是公平的。只是2008年的金融海啸出现了大量的“黑天鹅”，企业遭受损失亦无可归责。

期权合约价值的计算非本文作者能力所及，但权衡合约的公平性既与期权价值有关，更关涉当事人参与交易的目的，这是一个在法律上远为复杂的问题。因本文主题所限，在此不予置评，只想指出一个观念上的误区：衍生交易本来就是作为企业规避风险、转移风险的工具，期权费如同保险费，该交则交。执意为了节省保险费而暴露在无限敞口的风险之下，是否因小失大？

（三）交易期限与交易规模存在的问题

除中国中铁的结构性存款外，其他样本企业签订的衍生品合约有效期都比较长，大多持续至2011年，且都是在2008年上半年国际油价、运费、澳元汇率等处于历史高点时签订的，合约中设定的行权价普遍地不利于企业一方。一旦市场反转，如此长时间的合约以公允价值计量就产生巨大的浮动亏损，严重影响企业2008年的财务报表。即使企业选择平仓，按照国际衍生交易市场惯例，也需要支付终止金额（closing-out amount），从而不得不兑现整个合约期内的损失。^[24]

[22] 参见前注〔8〕朱益民文。

[23] 如美国康奈大学金融学教授黄明所言，牛市中虚值看跌期权的价格要远小于虚值看涨期权，这就会导致期权组合中为维持零成本权利金支出需卖出相比买入看涨期权更多数量的看跌期权。如果再允许合约展期，还需要更多数量的贬值看跌期权以平衡权利金。参见前注〔13〕罗文辉文。当然，这会形成看涨、看跌两类期权的风险不对称放大效应，对企业一方极其不利，但并不表明合约本身不公平。

[24] 终止净额结算是ISDA主协议以及我国人民银行发布的NAFMII主协议最核心的内容之一。它与追究违约责任的理念不同，强调的是在任何情形下都应实现合约项下的公允价值。衍生交易合约提前终止时，违约方的应付款为“所有被终止交易的公允价值总和的终止货币等值额+守约方应收到的未付款项终止货币等值额—违约方应收到的未付款项终止货币等值额”（参见NAFMII主协议第9条）。我国企业缺乏对此规则的了解，是深南电事件初起时有关违约之争的根源。

合约期限过长也会影响到交易规模，特别是在双倍看跌期权的情形下。这些衍生品合约都是按月履行，2至3年的合约期就意味着实际上有24~36份合约，累积起来的交易额和损失额都是惊人的。香港媒体把 Accumulator 译为“ I kill you later”的确再传神不过。当市场下跌时，企业眼睁睁地看着合约下赔付的现金一个月、一个月地往外流，直到陷入资金链断裂、清偿不能以致破产的境地。在有些个案下，甚至对手方要求企业为合约项下未来的巨大支付义务追加的保证金，都可能把一个企业压垮。

企业在衍生交易合约规模与期限上的差错，往往成为指证企业“投机”的最直接的表面证据，因为它直接导致衍生交易下的损失无法用现货交易的收益或成本节约来对冲，从而变成显性损失。最典型的莫过于中信泰富，其衍生交易规模超过了对澳元需求的3倍，“投机”俨然成为一桩铁案。但是，当监管者或者司法实践从“问责”的角度使用这些表面证据时，应当格外小心，因为其中可能存在两个知识误区：

第一，衍生合约的“期限过长”带来的是利、弊两种可能性。在市场向不利方向变化时，它会引发很大的公允价值变动损失。但随着时间的推移，市场出现反转，它也可能转化为公允价值收益。现实中，国际油价在2009年6月底重上70美元/桶，中国企业的许多衍生品合约已经开始转亏为盈。这也体现了衍生合约下的“公允价值变动损失”与通常法律上所称的“损失”之间的根本区别。

第二，“规模适当”也是一个涉及主观判断的问题，不同行业、品种甚至企业都可能不同标准。譬如，当前实务界对航油套保究竟多大规模属于“适当”不乏争议。^[25] 国航、东航的套保规模未超过各自用油量的60%与40%，看起来并非过量，但相对于其国际航线的用油量可能就是100%了。尤其是考虑到2倍看跌期权的杠杆作用，现货的成本节约可能根本无法弥补期货上的损失，导致套保失去意义。东航2008年下半年套保规模较上半年放大近一倍而浮亏随油价下跌呈非线性的骤增，就是一个例证。^[26] 实践中对“规模适当”的判断标准尚缺乏共识，这也不仅给企业自身的决策，同时也给外界判断企业是“套期保值”还是“投机”增加了相当大的不确定性。

（四）对中国企业损失原因的总结

总体上看，本文所研究的样本企业都属于参与到国际化产业链中的企业，其采购、销售或者资产存在状态等方面都与国际市场紧密联系，从而暴露在国际油价、大宗商品、汇率、运费等波动风险之下。因此，各样本企业都存在套期保值的客观需求。除中国中铁可能是无意间涉入衍生交易，深南电自认属于公司治理事故外，其他样本企业都是有意识地运用衍生工具来管理企业经营中所暴露的市场风险。

以套期保值所要求的品种、方向、规模、期限四原则来衡量，各样本企业所选择的衍生交易品种基本上与被套期项目一致，但在其他三个方面不乏错误或可商榷之处。中国企业所选择的大多是复杂的结构性期权，居于卖出看跌期权的一方，且对合约期限、交易时点的把握不当，因此在2008年下半年金融海啸引发的各类市场非理性暴跌中遭遇了重大公允价值变动损失，个别企业在交易规模上的投机进一步放大了损失。

由此来看，中国企业衍生交易损失的原因中既包括市场风险，也包括个别企业的投机行为，但更多地反映出我国企业现阶段对衍生交易知识准备不足。一些企业在前些年的衍生交易中屡

[25] 有80%、50%、20%等不同说法，参见前注〔13〕高江虹文。

[26] 参见前注〔13〕罗文辉文。



有获利,也滋长了自信与自满的心理,对于市场波动的深度以及不同衍生工具的风险状态缺乏充分的认识。一些发行H股从而暴露在功能货币风险之下的公司,甚至完全没有意识到境外存款已经涉入了外汇衍生交易。此外,对于“公允价值损失”、“套期保值会计”等概念的陌生,也进一步混淆了衍生交易下的损失与实际损失的差别。

最后需说明的一点是,公开的信息可以清晰地反映出衍生交易损失的直接来源以及部分企业在衍生交易中的投机与违规行为,但尚不足以直接认定相关衍生交易合约本身是否合理,更不能直接推论金融机构存在欺诈与误导。

四、制度层面的反思

每一场重大损失或者危机都必然伴随着法律上的清算与制度层面的改革。但是,这种清算与改革应当建立在对事实、问题、原因、根源等因素的准确把握之上,有的放矢地进行。前文对中国企业衍生交易损失原因的分析显示,衍生工具是一把“双刃剑”,它既是企业控制市场风险的工具,本身也需要被有效控制。对此,公司治理、金融监管、法律服务等在场外金融衍生交易风险控制中扮演了不同的角色,共同促进企业衍生交易风险控制机制的完善。

(一) 公司治理的核心作用

从形式上看,任何衍生交易都是企业与金融机构等对手方之间缔结的合约,企业自身的决策是一项衍生交易得以进行所必不可少的步骤。针对衍生交易合约内含的不确定性,企业决策者应当恪守套期保值的交易目的,掌握必要的衍生交易知识,严格授权—执行—复核程序,这是防范衍生交易风险的最重要的基础环节。如果说,对交易结构的选择更多地体现了企业运用衍生工具来控制市场风险的努力,那么,公司治理机制的完善则有助于企业控制“风险控制”,让衍生交易这把双刃剑在企业手中安全、有效地使用。

客观而论,相较于2004年的中航油(新加坡)事件,今天的中国企业在衍生交易的决策机制上还是有所改进。国航、东航、中国远洋等公司都通过公司章程或者董事会授权,建立了衍生交易的风险控制机制。即使是中信泰富、深南电以公司内部人的越权操作开始,之后的合约重组、终止以及相关的信息披露也基本上按照法律法规的要求进行。无论如何,它们没有像当初的中航油那样,身为多头却以空头立场赌市场下跌,在被市场证明错误之后还要加大赌注、铤而走险,直至陷入万劫不复的深渊。每一场衍生交易的损失,都给了后来者以切实的教益。^[27]

当然,中国企业的衍生交易风险控制水平还亟待提高。一些公司虽已建立了风险控制机制,但缺乏极端情况下的交易止损机制和预警机制,且衍生交易的操作人员、风险控制员和复核清算员都同属于财务会计部,不利于独立地审核、控制和判断。^[28]因此,企业尚需要进一步完善与衍生业务相适应的业务处理程序,优化操作流程,提高规范化和专业化水平。

从这个意义上说,国务院国有资产监督管理委员会2009年3月发布的《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》可谓正当其时,它进一步明确了套期保值的技术性要求以及

[27] 中航油(新加坡)公司因从事场外石油衍生交易,损失了5.5亿美元。对于中航油与中信泰富法律风险暴露的一个简要比较,可参见刘燕:“透视中信泰富衍生交易重大损失事件”,载《法制日报》(周末版)2009年4月16日。

[28] 参见前注[13]高江虹文。

公司治理层面的授权、执行、监督等程序。尽管其中个别规定的合理性有待商榷，但它们在现阶段有助于企业（不仅是中央企业，也包括普通公司、民营企业甚至个人投资者）树立有关衍生交易的正确观念，建立起有效的内部风险控制机制，从而更好地运用衍生工具来防范市场风险。

（二）金融监管的局限性

在中国企业的衍生交易滑铁卢中，除了深南电公司被深圳证券交易所以违反信息披露义务通函批评外，并没有更多金融监管的影子。它充分反映出现行金融监管以“市场准入”为特征的监管思路并不适应跨境场外衍生交易这种商事合同的运作方式。

中国企业遭遇重大损失的衍生交易合约，都是与境外银行之间进行的场外衍生交易，表现为企业与银行之间一对一的商事合同关系。在金融市场发达国家，这些合约并不受传统的金融监管。我国目前对企业金融衍生交易风险控制的规定，主要体现在中国证监会等部门 2001 年发布的《国有企业境外期货套期保值管理办法》中。它仅针对国有企业到境外进行的期货交易，未涉及远期、期权等场外衍生交易行为。更关键的是，监管部门对国有企业境外衍生交易资格的核准与授予，其监管目的、评价标准与市场主体的认知并不一致，不能适应大量已经参与到国际化产业链中的中国企业对风险管理的紧迫需求。现实中，许多国内企业未向监管机关申请许可，而是直接或利用境外子公司间接与境外金融机构缔结衍生交易合约，这种规避行政性资格审查的行为对于企业订立的衍生交易合同有何影响殊存疑问。如此一来，以控制风险为目的的金融监管措施反而增加了新的法律上的不确定性，给场外衍生交易引入了更多的不安定因素。2008 年 8 月国务院修订的《外汇管理条例》虽然将企业跨境场外衍生交易纳入了外汇监管范围，但它依然属于一种“市场准入”审查，而非直接针对企业衍生交易的风险控制机制。

以本质论，金融监管的对象是金融机构、金融产品或金融市场，而不是作为金融产品最终用户的企业。对衍生交易的监管也是如此。金融监管者关注的是金融衍生产品可能引发的系统性风险，而不是企业在衍生交易中的损失。从这个意义上说，企业衍生交易中的风险控制并不是金融监管关注的命题，而是公司治理的命题。有效控制企业投机性衍生交易的手段并非金融监管者追究企业违反市场准入规定的责任，而是股东通过民事诉讼追究公司高管的渎职责任。

当然，金融监管者并非无可作为。许多有识之士已经指出，监管者应大力推动国内衍生交易市场的基础建设，如增加期货品种，放开企业进入期货市场交易的资格；鼓励国内银行开发、提供简单、清晰的场外衍生合约，为中国企业提供更多的套期保值工具选择。相比于复杂的场外衍生合约，场内交易价格更透明，风险更可控；相较于国际金融大鳄，国内金融机构也不存在“绞杀中国企业”的阴谋，这样也可以最大限度地消除国人“金融圈套”之忧。

（三）知识更新的紧迫性

围绕着中国企业金融衍生交易损失事件的争议，也暴露出国人对于金融衍生交易的知识准备不足。需要更新观念的不只是企业与监管者，也包括媒体、公众，以及为企业提供法律服务的律师。大众应当客观评价中国企业衍生交易下的损失，理解“市场风险”、“公允价值变动损益”的含义，给企业以学习、成长的空间。毕竟，在中国加入 WTO 后，越来越多的中国企业参与国际市场分工，需要对各种市场要素的变动进行风险管理，场外衍生交易、特别是与境外银行之间的场外衍生交易恐怕难以避免。中国企业需要在挫折中提升自身的风险控制水平。

为企业提供法律服务的律师则应当了解、熟悉场外衍生交易的法律基础，不论是作为国际通用范本的 ISDA 主协议、确认书及附件，还是中国人民银行最近发布的 NARMI 主协议文件系列。当中国企业与国际投行之间就衍生交易合约发生争议时，声明、抗议与谴责恐怕都不如合



同的黑纸白字有力量。在这个高度专业性的领域,也只有高度专业化的法律服务才能帮助企业进行有效应对,避免类似深南电抗约与违约之争的闹剧重现。

五、结 语

波斯纳曾言:“在一种不了解事实的情况下,道德辩论会进行得最为激烈”。2008年下半年以来中国企业衍生交易重大损失事件掀起的波澜再次印证了这一点。本文通过对具有典型意义的几起衍生交易的合约结构分析,展示了企业遭受重大损失的原因,从中可以清晰地辨析出市场风险、知识匮乏、投机等不同因素的作用。走出“阴谋论”或“圈套”的阴影,我们看到的俨然是欧美国家的大公司十几年前金融衍生交易损失事件的翻版。在20世纪90年代中期的金融衍生品危机中,美国宝洁公司、德国金属公司、加州奥兰治县等损失惨重,甚至几乎破产。它们从中吸取了教训,不再重蹈覆辙。^[29]到了2008年,在金融衍生交易中栽跟头的是中国、韩国等新兴市场国家的企业,后者刚刚成长起来加入国际经济循环,也兴冲冲地跳入金融衍生品的汪洋大海中学习游泳,呛了几口水似乎也并不让人感到意外。

当然,制度基础的改进依然是必不可少的。透视衍生产品合约的基本结构,能让我们更真切地感受衍生工具“双刃剑”之义,不仅对于衍生品的最终用户——企业,而且对于金融市场,甚至整个经济社会都是如此。美国著名的衍生交易法律专家 Henry Hu教授关于衍生工具的两个比喻,生动地概括了衍生工具的一体两面。这些写于1995年的文字被美国法官搬进了宝洁公司诉信孚银行一案的判决书中,同时也完全可以用来描述2008年金融海啸中衍生工具带给人们的感受。我们特意抄录在这里,或可作为对后来者的警示录:^[30]

衍生工具是——

(1) 科学狂人缔造的金融侏罗纪公园。由于无情的竞争与金融市场的脱媒,银行为盈利而雇佣了一群金融工程师来制造金融衍生品。……然而,危险的种子也就埋下了。当金融产品被发明、引入,开始进化、繁衍,异乎寻常的风险与不确定性也出现了。在最狂热的幻觉中,数万亿的繁殖出来的衍生品不仅毁灭了其缔造者,而且从金融批发市场逃逸出来,给金融零售市场和世界经济制造一场大浩劫。

(2) 花园中那修剪整齐、让人心绪宁静的灌木树篱(hedge)。如同树篱挡住了外界的喧嚣与尘埃一样,衍生工具借助金融科学创造了一个有序的天地,就像是混乱不堪的现实世界中一个避风港。公司总是面对各种金融或商品市场的变动,通过运用衍生工具对冲任何价格风险,公司能够在一个更加安定有序的环境中经营。

工具是中性的,一切取决于使用者的态度。

[29] 法律学者从交易结构角度对20世纪90年代中期欧美国家企业重大衍生交易损失事件的一个精辟分析,参见 Jongho Kim, Can Risks be Reduced in the Derivatives Market? Lessons from the Deal Structure Analysis of Modern Financial Engineering Debacles, 6 DePaul Bus. & Comm. L. J. 29. (2007).

[30] 参见 T. C. Hu, Hedge Expectation, Derivative Reality and the Law and Finance of the Corporate Objective, 73 Tex. L. Rev. 985. (1995).