

Media: China Business

Date: 05 September 2009

Topic: 国资委不满 扬言拒付衍生品浮亏背后

Words: 3,743

国资委不满 扬言拒付衍生品浮亏背后

发布: 2009-9-05 01:05 | 作者: 屈丽丽 | 来源: 中国经营报

有消息称，8月下旬，6家大型外资银行和投行收到来自国资委的一封法律函，该函声称国资委下属部分央企，将对此前与外资投行签订的大宗商品挂钩产品，保留不付款的权利。截至记者发稿日，6大外资银行和投行对该函尚未做出正式反应。

记者从国资委新闻处得到的消息是，“国资委目前未就此事形成统一口径，对此暂不予以评论。”的确，在记者采访过程中，来自国资委的内部人士有两种不同的看法，一种看法认为“发这种函其实就是表明这钱我们不付了”。

但另一种看法则指出，“国资委可以保留不付款的权利，投行也可以保留司法救济的权利，但说来说去，由于央企购买的很多产品尚未到期，是浮亏，亦真亦幻，事态还没到最终定局的时候，如果真的发了这种函，应该更多的是对投行不规范做法的威慑作用。”

然而，不管是真的不付款，抑或只是威慑，国资委直接出手的背后，暗示了衍生品合同背后的巨大浮亏，以及巨大浮亏背后投行和央企双方问题的严重性。



央企投资衍生品亏损严重

央企投资金融衍生品出现问题源自去年爆发的全球性金融危机，危机使大宗商品的价格波动幅度大大超出一般人的预期，导致与大宗商品价格挂钩的衍生品亏损严重，包括国航、东航、深南电、江西铜业等在内的多家上市公司接连爆出衍生品交易巨亏的消息。

不过，在价格之外，很多人人为的操作问题直接导致了损失层面的扩大。比如很多根本没有衍生品操作经验的企业也直接参与投资衍生品的交易。今年3月国资委披露：有31家央企参与投资金融衍生品。然而，业内人士几乎一致认为：几乎所有涉足外汇、进出口业务的央企都与衍生品交易有染，远不止按规定持有境外期货交易牌照的31家央企。

上海东证期货有限公司的党剑博士认为，“以套期保值为目的的公司期权市场投资所对应的头寸不应超过现货市场，否则可能导致过度避险从而使得部分风险不能完全对冲。同时期限过长，就会缺乏灵活性，在这期间，大宗商品出现的价格变动很难调整。”

举例来说，为了对冲现货市场风险，公司需按一定比例在期权市场进行相反方向的投资。以中航油为例，它自身是用油企业，理应在衍生品市场做多以锁定价格上涨的风险，但其却大量卖出看涨期权，具有投机行为。”

此外，一些央企本身炒作衍生品的动机不纯，比如说：“为了达到短期内账面亏损减少或盈利增加的目的，央企存在赚取权利金，获得现金收入的可能。这使得套保进一步向投机的方向转变。”党剑说。

而在当下面临衍生品交易巨亏的不少企业中，几乎很多都是犯了与中航油同样的错误，即采用与对冲现货市场风险相反的方式进行投资，虽然早期获取了诱人的权益金收益，但后期却不得不面临一张收益有限风险无限的大网。

在路伟国际律师事务所北京合伙人、金融衍生品国际律师张羲淳看来，“正是央企面临的巨大亏损，使国资委不得不亲自操刀上阵。”

合法的方式与不合法的结果

针对国资委拒付衍生品浮亏一事，同样来自外资投行行的 Michael（化名）告诉《中国经营报》记者，“外资投行属于典型的‘用合法的方式实现一种不合法的结果’。”

“本来，用期货与期权来对冲原材料市场的波动风险是正确的方式，也是国有企业的最终目标。然而，由于事实上国企的高管层并没能很好地理解这些金融产品，同时，许多投资银行家又都是一些

坏家伙，他们欺骗了这些高管层，只不过他们使用了合法的方式，掩盖了他们不合法的结果。最终我们的高管只能是哑巴吃黄连，有苦说不出。”

Michael 还告诉记者，“投行的人员流动性很大，很多人到处吹嘘和合法化的欺骗外行。就像早期做保险的人，有些合同有欺骗的性质或者有陷阱，如果你不能识别，将来上当了，也说不出。我们和一些生产企业交流的时候，私企老板说，他们想用期货来对冲原材料风险，但由于不懂，公司又是他们自己的，他们不敢做，但国有企业不同，他们敢做。”

这一方面是因为钱不是自己的，花起来不心疼，另一方面早期的权益金收益也让这些国企高管们心动，只是在权益金收益背后，是一张收益有限风险却无限的大网。从这个角度上来看，投行的某些做法的确带有诱骗的性质。

对于国资委的做法，Michael 认为是正确的，“因为投行最终是靠政府吃饭的，对一些有陷阱的合同，就是不付款，这些投行一般也不会诉诸法律。”

值得注意的是，在国资委正式出手之前，深南电也已经停止了其累计合约的第二份合约（自 2009 年 1 月至 10 月，每月结算）的履约，但与杰润公司产生了纠纷。公司信用大打折扣，也影响了中国企业在国际市场的信誉。“相对来看，国资委的行动显得更为有力量，也能更好地与这些外资银行/投行进行对话。” Michael 说。

不过，即使是这样，外资投行的很多做法还是需要反思，业内专家张明告诉记者，“对于投行来说，签订这样的合同，不管央企是赢是亏，他们都可以拿到一笔丰富的佣金。投行的收益结构很容易使他们在推荐产品时不负责任。因此在以后的合同中，有必要加入这样的条款：如果超出一定的风险，投行与企业应该共担责任。”

同时，张明也强调说，“我们国企尤其是央企，是非常迷信 6 大投行，还有四大会计师事务所的，很多时候的经济决策都在参考他们的数据。殊不知，这些数据背后潜藏着行业指引与市场约束的影子。

国资委投石问路？

尽管到目前为止 6 大投行还未做出正式表态，但在张羲淳律师看来“在目前的情况下，国资委发函的做法其实符合央企与投行双方的利益。”

“一方面，对于央企来说，通过法院之外的途径解决争端可以尽量地减少支出，也可以尽量避免央企单方违约造成的信誉上的损失。另一方面，对于国际投行来说，中国对他们来说有着重要的战略

意义，对于是否提起诉讼本身就有更多考虑；同时，即使诉讼成功能否执行也是未知，更何况投行在产品销售过程中也潜存某些问题，一旦败诉，后果可能会很严重。”张羲淳说。

对于目前市场上流行的“投行欺诈”之说，张羲淳告诉《中国经营报》记者，“从当前的情况来看，除了投行在产品销售过程中可能存在问题外，从合同条款上还很难证实欺诈的存在。”

不过，如果中方以“价格操纵”提起诉讼的话，还是会触动西方投行非常敏感的神经，“这是因为西方投行在过去曾经有被提起类似诉讼的历史，同时公众也曾怀疑，商品市场也确实存在着大宗商品价格被操纵的情况，而且，西方投行如果要想证明没有操纵价格是很难的。”

“目前，西方投行应该意识到两个问题：一是中国政府的公共政策及其公共职能正在行动起来，二是西方投行在今后与央企打交道时应该尽到与政府打交道同样须尽到的义务。同时，这件事情如果处理不善，很容易引起公众对其职业行为的否定及对合同内容的质疑。”事实上，上述张明的看法已经证实了这种趋向。

在国资委发函背后，西方投行正面临尴尬，但国资委的做法也有产生风险的可能。“长期以来，外方在与中国企业尤其是国企交往时，总在担心中国的行为到底是商业行为还是政府行为，近年来中国的市场化程度渐渐打消了国际社会的忧虑。但是国资委目前的做法很可能会使这种‘非商业操作’的声音在国际社会死灰复燃。”张羲淳说，“国资委的做法有可能给这些央企的国际商业行为带来负面影响。”

张羲淳举例说，“双方在价格上的争议并没有 0 到 100 那么大，充其量也就是 60 到 100 的差异，在这个差异区间，双方一定能够找到双方都能接受的价格。毕竟诉讼对双方来说都是不利的。”

这样的“和谈”并非没有先例，早在 10 年前，美联储为了避免金融系统的瘫痪，就曾经把多家银行聚在一起，对长期资本投资的合同结构进行了重新安排，而对合同结构的调整都是这些银行自愿的。因为他们深知，整个金融系统一旦瘫痪，他们的结果也好不到哪里去。

中国目前的情形虽然与美国不同，中国企业不是不能支付，是有支付能力的，但国资委的出面其实是发出了这样一个信号：“和谈”。

在张羲淳看来，“下一步，国资委应该更主动一些，邀请各大投行的地区负责人召开相应的会议，着手探讨真正的解决机制。要知道，这不仅仅是中国的问题，也是整个亚洲正在面临的问题，西方投行对此会非常认真地来对待。”

央企套保变投机“六宗罪”

产品选择错误。

比如说央企累累浮亏背后很多是选择的收益有限风险却无限大的产品，风险与收益并不成比例。

数量比例不对等。

以中航油为例，它自身是用油企业，理应在衍生品市场做多以锁定价格上涨的风险，但其却大量卖出看涨期权，具有投机行为。”

合约期限过长。

缺乏灵活性，大宗商品出现的价格变动很难调整。

监管制度不健全。

中航油事件之后，直至今日，仍有一些企业以远超现货市场需求的方式进行冒险式投机，这给监管层敲响了警钟。

公司内部的风险控制存在问题。

决策权掌握在少数的几个人甚至是一个人手里，容易导致公司风险意识淡薄，内控制度形同虚设。

最早购买合约产品时就没有设计止损机制。

链接 **金融衍生品**

金融衍生品通常是指从原生资产(Underlying Assets)派生出来的金融工具。金融衍生品的共同特征是保证金交易，即只要支付一定比例的保证金就可进行全额交易，不需实际上的本金转移，合约的了结一般也采用现金差价结算的方式进行，只有在满期日以实物交割方式履约的合约才需要买方交足货款。因此，金融衍生品交易具有杠杆效应。保证金越低，杠杆效应越大，风险也就越大。根据产品形态，金融衍生产品可以分为远期、期货、期权和掉期四大类。

我国央企投资海外的衍生品主要集中在期货和期权品种，最根本的目的是为现货交易提供套期保值。但往往演变为投机行为。