

“中航油事件”与我国金融衍生品交易规范发展分析

郭春松 王俊方

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361005)

[摘要] “中航油事件”造成了惨重的损失, 其教训是深刻的。在全球经济日益一体化的背景下, 完善我国企业内控机制, 加强金融监管, 规范审慎发展我国的金融衍生产品交易显得刻不容缓。

[关键词] 金融衍生品; 金融监管; 内控制度

[中图分类号] F830 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004- 4817 (2005) 05- 0063- 04

20 世纪 90 年代以来, 金融衍生市场风起云涌, 几乎全球每一场经济风暴和金融危机都与金融衍生交易有着密切关系。经济学界评论“金融衍生工具是 20 世纪人类最富争议的金融创新”。2004 年 11 月, 中国航油(新加坡)股份有限公司(China Aviation Oil)在不到两个月的时间内, 因为衍生产品交易而导致巨额亏损达 5.5 亿美元, 目前已宣布寻求法院的破产保护, 震动了整个金融市场。在近十年来由金融衍生工具引发的机构巨额亏损事件已有许多“前车之鉴”, 如英国巴林银行破产案、德国 MGRM 集团期货投资案、日本大和银行债券投资案等, 中航油不是第一个, 也决不会是最后一个。新加坡的投资者更将此事件称为自巴林银行事件后最大的金融丑闻, 即中国版“巴林事件”。在中国经济日益融入世界经济, 国内企业(包括金融机构)纷纷拓展海外证券业务的现实背景下, 分析这一事件的前因后果, 有利于我们吸取教训, 以更好地促进我国金融衍生品交易的规范发展。

一、“中航油事件”始末

中国航油(新加坡)股份有限公司是中国航油集团公司控股的一家在新加坡上市的公司。经国家有关部门批准, 新加坡公司在取得中国航油集团公司授权后, 自 2003 年开始做油品套期保值业务。在此期间, 其总裁陈久霖擅自扩大业务范围, 从事石油衍生品场外期权交易。

中航油之“亏”主要亏在卖出了大量看涨期权。看涨期权赋予期权合约的买方, 以约定的价格在规定的时

间里买入合约中标明的资产, 比如石油; 当买方要求执行这一权利时, 期权的卖方有义务以约定的价格卖出合约中标明的资产。2004 年 10 月以来, 新加坡公司所持石油衍生品盘位已远远超过预期价格。陈久霖和日本三井银行、法国兴业银行、英国巴克莱银行、新加坡发展银行和新加坡麦戈利银行等在期货交易场外, 签订了合同。陈久霖卖出了“看涨”期权, 赌注每桶 38 美元。根据其合同, 需向交易对方(银行和金融机构)支付保证金。每桶油价每上涨 1 美元, 新加坡公司要向银行支付 5000 万美元的保证金, 导致新加坡公司现金流量枯竭, 在其后的一个多月时间内, 被迫关闭的仓位累计损失已达 3.94 亿美元, 当时正关闭的剩余仓位损失将近 1.6 亿美元, 帐面实际损失和潜在损失总计约 5.54 亿美元。这一事件被认为是著名的“巴林银行悲剧”的翻版。10 年前, 在新加坡期货市场上, 欧洲老牌的巴林银行曾因违规投机操作, 令公司损失 13 亿美元并导致破产。

中航油此次所从事的主要是场外石油衍生品交易, 并不是交易所内的石油期货交易。场外衍生品交易与交易所内的石油期货交易相比, 是一对一的私下交易, 交易的过程密不透风。除了受合同法的制约, 这种一对一的私下交易, 几乎不受交易所成套规则体系的约束, 并且存在很大的道德风险, 因此要比交易所场内交易大得多。国际上场外衍生品交易, 几乎是不受政府监管的。作为一家注册在境外的中资企业, 此次中航油在国外从事境外衍生品交易, 相关主管部门监管的难度很大。

二、对“中航油事件”发生的深层次分析

从表面上看, “中航油事件”是一起在石油衍生品操作上的失误, 其实并非如此简单, 它的发生也绝非偶然。这一事件的发生有以下原因:

[收稿日期] 2005-02-10

* 作者郭春松系厦门大学金融学博士研究生。

(一) 该公司长时间违规从事投机交易。

新加坡公司从事的石油期权投机是我国政府明令禁止的。正因为金融衍生产品有高风险特性，国家有关部门出台了許多限制性规定，许多公司都制定有风险内控制度。国家明令规定企业在境外期货市场只允许进行套期保值，不得进行投机交易；禁止不通过期货交易所的场外交易；国有企业从事套期保值业务而进行的期货交易总量，应当与其同期现货交易总量相适应，但中航油在以上三方面均无视国家禁令进行违规操作。

中航油是新加坡期货市场航空煤油期权产品交易的做市商。所谓期权产品的做市商，就是在市场上自由报价，向投资者卖出看涨或看跌期权，以获得权力金。期权买入方可在合同期内，根据市场行情选择行权或放弃，所承担的风险，以权力金为限。从合同上看，期权卖出方似乎背负着无限的风险。因此，只有信誉最好，实力最强的机构才会卖出期权。从全球范围看，大多数期权卖出者都有盈利，投资者行权的情况很少。

投机并不总是输钱，中航油此前在期权交易上曾盈利颇多。此次中航油的失策之处从技术上看，在原油期货上是投机过度，止损不及时；在期权交易上没有按照市场变化将看涨期权的权力金大幅调升，并降低看跌期权的权力金。因此，“中航油事件”的直接原因在于它的过度投机行为。面对诡异多变的国际市场环境，面对动辄出动几十亿或上百亿的对冲基金这样强劲的对手，作为一家只具有一年衍生品交易经验的境外上市公司来说，其实力是可以想像的。其实，中航油在期货市场上的损失最多1亿美金左右，最致命的在于新加坡期货市场的煤油限价保顶期权上的失误。正是它的过度投机行为，直接导致了该公司的破产。

(二) 风险内控制度存在严重漏洞。

诺贝尔经济学奖获得者米勒教授则把衍生工具比作大马力汽车，善于驾驶则效率很高，但如果由醉酒少年驾驶并高速行驶，危险性自然很大，就像人们不能把交通事故归罪于汽车本身一样，衍生市场交易中出现的問題，也不能归结为衍生市场本身。人不可能永远保持理性状态，因此需要一个群策群力的集体和制度来纠正个人的非理性举动。但由于个人权力的最大化，使个人弱点随着权力被无限放大地带到交易中，没有内控监督的交易无异于赌博，最终把中航油给赌输了。从制度上说，巴林银行完全符合现代企业管理制度的标准，在金融衍生交易过程中也有过优良的业绩表现，利森1993年就曾为该银行赚取过上亿美金。然而，内部监控不严使利森集前台交易与后台财务处理、监控于一身，最终导致了灭顶之灾。

在中航油事件中，也出现了类似情形。该集团公司

的内部监督控制机制形同虚设。公司曾聘请国际知名会计师事务所安永会计师事务所为其编制《风险管理手册》，设有专门的风险控制委员会及软件监控系统，规定了严格的预警和止损制度。手册明确规定，损失超过500万美元，必须报告董事会。但陈久霖从未汇报，集团公司也没有制衡的办法。按规定，止损的上限是500万美元，而2004年第一季度，中航油账面亏损才580万美元。显然，如果止损及时，中航油就不会有遭受这样惨重的灭顶之灾。由于陈久霖在场外进行交易，集团公司通过正常的财务报表没有发现陈久霖的秘密。新加坡当地的监督机构也没有发现，中国航油集团新加坡公司还被被评为2004年新加坡最具透明度的上市公司。可以说，导致“中航油事件”发生的最终根源还在于它的内控制度漏洞上。

(三) “强人治理文化”的必然恶果。

如果仅仅是交易技术上的失误，还是不至于输得如此彻底，以至于葬送整个中航油。中航油的跟头，栽在该集团公司治理结构的严重缺陷上，栽在陈久霖的个人权力凌驾于公司制度这一监管缺口问题上。我们可以把中航油的陈久霖与曾把巴林银行推入死地的里森进行比较，这两个注定要在世界金融市场上留下名字的人确实有太多的相似之处。巴林银行在破产前的两个月，曾于纽约举行了巴林金融成果会议，250名在世界各地的巴林银行工作者还将里森捧成巴林的英雄，对其给以长时间的热烈掌声。而陈久霖领衔的中航油，不过几年时间，从一个濒临破产的贸易型企业发展成工贸结合的实体企业，净资产增长了700多倍，一时成为资本市场的明星，陈久霖本人也因此被《世界经济论坛》评为“亚洲经济新领袖”，俨然成为中国企业家群体中的“英豪”。

然而，其兴也勃，其亡也忽。里森的巴林银行和陈久霖的中航油都毁灭于顷刻之间，究其原因，他们两个人都是犯了同一个“忌”，即高风险运作玩过了头。问题在于，为什么“玩过了头”竟无人干预？巴林银行的里森曾反思说：“有一群人本来可以揭穿并阻止我的把戏，但他们没有这样做。我不知道他们的疏忽与罪犯级的疏忽之间的界限何在，也不清楚他们是否对我负有什么责任。但如果是在任何其他一家银行，我是不会有机会开始这项犯罪的”。纵观整个“中航油事件”，也出现了类似的问题。陈久霖的个人权力没有得到有效制约，个人权力凌驾于公司内部监督及风险内控制度之上。陈把中航油集团公司向新加坡公司派出的财务经理调开，从当地雇人担任财务经理，只听命于他一人。党委书记在新加坡两年多，一直不知其从事OTC投机交易。陈还兼任集团公司的副总裁。由于个人绝对权力过大，没

有谁能监督他，导致公司的风险管理制度形同虚设。所以说，“中航油事件”是“强人治理文化”所导致的必然恶果。在这种“强人治理”的“文化氛围”中，制度的威力荡然无存。

(四) 相关部门监管不到位。

面对一个大型国企在瞬间毁灭的残酷事实，我们不能不问的是，陈久霖违规的事情作了那么久，漏子捅得这么大，那么谁又该对他的这种“疏忽”和放纵负责任？从法律上说，国资委负责国有资产的保值增值责任，负责企业高层领导的任命。除以上职责外，谁来督促由国资委管理的大型国企建立现代企业制度？如果原有的约束没有了，新的约束跟不上，就会出现管理漏洞，进而出现这样那样的问题。这是大型国企归国资委管理后出现的新问题。因此，如何约束机构内部成员的个人行为，限制个人权限，完善监督机制，落实监督，持续监督，从而避免由于个人行为导致的无可挽回的巨大损失，是中国企业直面的重要问题。

中航油是在事发后才将真相公之于众的。陈久霖在其证词中称，2004年10月10日，“公司向中国航空油料集团公司就此类交易和潜在亏损作了首次报告”。10天后，集团公司决定减持股份以帮助中航油渡过难关。但中航油却隐瞒了这一用意和公司财务紧张的事实，他们的一位发言人谎称，母公司“正在进行一项投资，需要筹集这笔现金”。此前，中航油还发布了乐观的第三季度财报称，中航油略有盈利，收购和其他活动产生的利润弥补了绝大部分的亏空。中航油的董事们在随后的第三季度财报上签署了名字。这种蓄意“欺骗”的行为在现如今的中国证券市场上可以说比比皆是。此外，中航油所从事的衍生品投机业务，在石油看涨的大势之下，中航油逆势而动，这种连续数月进行的行为竟然没有任何监管和警示。这也暴露出目前国内金融衍生品交易监管的一块空白。1998年国务院曾颁布《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》（后简称《办法》）。按照《办法》，相关企业不但需要申请套期保值的资金额度以及头寸，每月还必须向证监会以及外管局详细汇报期货交易的头寸、方向以及资金情况。显然，中航油并没有这样做。中国证监会作为金融期货业务的监管部门对国企的境外期货交易负有监管责任，那么，在内控制度缺失的情况下，作为最后一道防线，外部监管的重要性是不言而喻的。所以，业务监管部门的缺失也难辞其咎。

三、对我国金融衍生品交易规范发展的启示

启示之一：发展企业金融衍生品市场应稳健审慎。

发展金融衍生产品是中国国际经济国际化的客观要求，是适应国际金融全球化的必然选择。但是，发展金融衍

生产品是必须具备一定资质和条件的，它包括：严格的内部风险控制体系，有经验丰富的交易人员及良好的公司治理及外部监管约束等。包括此次“中航油事件”以及中国以前发展金融衍生品交易试点的经验教训表明，发展企业金融衍生品市场应该稳健审慎。

从我国企业参与金融衍生品交易来看，20世纪90年代，我国曾在境内企业中搞过金融衍生品交易的试点，但由于在试点过程中投机猖獗，直接导致了试点的中止。其主要原因一方面在于市场制度，即规则不健全、监管不到位，从而为过度投机提供了一定条件；另一方面，则源于中国参与投资机构的特殊性。中国参与衍生交易的机构身份比较复杂，有国有企业、股份制企业、集体企业等。它们所运用的资金绝大部分是国有资产、集体资产。由于中国现代企业制度发展滞后，管盈不管亏成为一种常态，盈利时资产使用人、交易操作者都可从中获得好处，而亏损时则损失最终由国家、集体承担。衍生交易在一定程度上异化为国有资产重新分配的赌博，因而导致国有资产流失严重。正是由于这一原因，国债期货交易后期，即使提高交易保证金、严格限制持仓量，并实行涨跌停板制度，仍难以遏制机构投机者的疯狂态势，致使我国国债期货交易价格上涨到了不可思议的高位。金融衍生市场离不开投机者，然而，如果投机者占了市场参与者的多数，或者投机者都采取不负责任的非理性行为，那么，衍生品市场对本国经济的发展就只能起消极的负面作用。

企业走向市场，只是改革迈出的第一步，距离建立现代企业制度还有漫长的路要走。在这一过程中，如果主管部门不加大管理约束力度，只是换汤不换药，那么，企业就谈不上建立现代企业制度。在我国众多国企现代企业制度不健全，“强人治理文化”存在一定空间，市场化运作经验薄弱的现实情况下，我国企业参与国际金融衍生品市场更应该稳妥进行。

启示之二：参与衍生品交易的企业必须建立严格的内部控制与审计制度。

蚁穴虽小，可毁巨堤。所有金融市场上的大灾难无不由一些看似不起眼的疏忽引起，而这些疏忽之所以产生，根本就在于内控失灵，随着国内企业日益进入国际市场，企业进入衍生品市场难以避免，但由内控机制失灵和违法违规引起巨额损失的教训不可谓不深刻。1997年，“株冶”在伦敦金属交易所锌期货交易中就是因交易员越权违规操作，事后又极力隐瞒事实，最终一发不可收而酿成巨额损失的。其实，为满足国内大型企业正常经营的需要，又有效防范风险，中国证监会在2001年发布的《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，对从事高风险交易进行了严厉甚至苛刻的规定，基本上

将业务限定在套期保值的范围。同时还要求获得经营资格的企业建立严格有效的内部管理和风险控制制度。据悉,中远、建行等国企在新加坡的分支机构均建立了相关的内控机制。比如,中远的投资总裁的资金权限仅有500万美元,而建行新加坡分行衍生品交易损失一旦达到100万美元就要强行止损。不久前,在香港的一家中资公司就因为3500万美元的衍生产品亏损而被国资委通报。

一个完善的机构内部控制系统应有利于形成高效率的业务运作、可靠的财务管理报告,并能促进有关法律、规章和机构中有关政策的贯彻执行。机构应首先考虑其总的控制环境,风险的识别、分析与管理,管理信息系统的合适性,以及诸如审批、确认和调节等控制活动的执行情况。机构内部控制包括:明确树立各阶层人员的权力和责任,清晰明确的内部分工,完整明确的组织架构,详尽的工作手册,可靠的交易记录和报告系统。诸如,实行前台交易和后台管理分离,后台要及时向管理层反映、汇报有关交易头寸的变动及风险暴露。对交易员的权限进行明确界定,做到风险授权与头寸限额相称等。内部审计包括:识别内部控制的弱点和系统上的局限,提供改进这些弱点的建议,担任审计工作的人员一定要对金融衍生品风险有足够的认识。同时,坚持内部审计和独立风险管理相结合原则,确保决策层制度的交易策略和风险监控措施得到严格的遵守。

此外,在国内企业拓展海外证券业务时,必须始终十分强调和加强对业务人员的职业道德与业务培训。

启示之三:不要让管理制度形同虚设,要加强对参与金融衍生品交易企业的业务监管。

国际石油期货交易以5%的保证金放大20倍持有合约,中航油5.5亿美元巨亏意味着其“豪赌”了约110亿美元合约。根据中航油内部规定,损失20万美元以上的交易要提交给公司的风险管理委员会评估;而累计损失超过35万美元的交易必须得到总裁的同意才能继续;任何将导致50万美元以上损失的交易将自动平仓。中航油共有10位交易员,也就是说,损失的最大上限是500万美元。试想,如果能按管理制度执行,就不会出现这么大损失。如果我们的监管者能及时发现,管理到位,也不会有这么大损失。因此,鉴于衍生品交易的巨大风险,业务监管部门的监管责任十分重大。

从我国实际来看,国内企业要拓展海外金融衍生品交易业务的前提之一就是必须要建立成熟和规范化的国内金融衍生品交易市场,并具备一定的抵御风险能力和操作经验。因此,监管当局应尽快培育适于金融衍生品

规范发展的成熟的市场环境,不断积累国内和国际金融衍生品交易的监管经验。首先,应形成有序的市场机制,包括形成市场规则的稳定性、市场交易的公正性、市场运作的规范性等。这是金融衍生工具发展的基本条件,需要通过加强金融监管、严格法律法规等来实现。其次,要严格会员管理制度,主要有对会员进行资产控制,实行保证金管理,在会员与客户之间形成较为合理的双重程序;实行结算会员基金,在投机者之间分散风险,并增强结算保证能力。第三,健全结算制度与结算机构,结算制度的完善不仅可以提高结算系统整体抗风险能力,而且对分层控制风险也是有效的。第四,完善信息披露制度,信息披露是市场规则发挥作用(包括监督和影响)的基本前提之一。如衍生产品的表外特性使金融权利人很难评估一家机构的财务健康状况和或有负债。不断改进信息披露规则,提高有关会计和信用评估等信息的透明度,减少信息不对称,可以使市场参与者有效地对信用风险和流动性风险等进行监控。

今后一段时期,对金融衍生产品的监管还必须突出以下几方面:国际监管和国际间合作应加强,尤其要加强与海外分支机构所在地的金融监管当局的合作;非官方的行业自律要逐步建立与完善;企业内部的风险控制要求要上升;企业经营金融衍生品业务和风险管理的透明度要求要提高。未来对金融衍生产品的监管将会是事前监管和事后监管、官方监管和行业自律、国内监管安排和国际合作、内部控制和外部监管的彼此协调发展。

此外,由于金融衍生品交易是银行、保险、证券业涉足最多的一个行业,而我国目前实行的是以中国人民银行为监管中心,银监会、保监会、证监会分业监管的金融监管体制,当前银行、保险与证券等行业的混业经营趋势逐步加强,这使得原来以机构类型确定监管对象和领域的监管模式难以有效发挥作用。因此,从未来发展角度看,中国金融业的混业经营已是大势所趋,对金融业的统一综合监管将是我国的必然趋势。

参考文献

- [1] 陈柳钦,王玉.金融衍生工具发展趋势与我国的理性选择[J].现代财经,2002.2,20—24.
- [2] 郑鲁英.美国对金融衍生交易的监管及其对我国的启示[J].金融教学与研究,2002.5.42—46.
- [3] 中国期货网等相关网站[M].2004年12月.

(编辑:雷春)