

## 第五章风险管理案例

### 案例一、雷曼兄弟破产

2008年9月15日，美国第四大投资银行雷曼兄弟按照美国公司破产法案的相关规定提交了破产申请，成为了美国有史以来倒闭的最大金融公司。

拥有158年历史的雷曼兄弟公司是华尔街第四大投资银行。2007年，雷曼在世界500强排名第132位，2007年年报显示净利润高达42亿美元，总资产近7 000亿美元。从2008年9月9日，雷曼公司股票一周内股价暴跌77%，公司市值从112亿美元大幅缩水至25亿美元。第一个季度中，雷曼卖掉了1/5的杠杆贷款，同时又用公司的资产作抵押，大量借贷现金为客户交易其他固定收益产品。第二个季度变卖了1 470亿美元的资产，并连续多次进行大规模裁员来压缩开支。然而雷曼的自救并没有把自己带出困境。华尔街的“信心危机”，金融投机者操纵市场，一些有收购意向的公司则因为政府拒绝担保没有出手。雷曼最终还是没能逃离破产的厄运。

#### 原因：

1、受次贷危机的影响。次贷问题及所引发的支付危机，最根本原因是美国房价下跌引起的次级贷款对象的偿付能力下降。因此，其背后深层次的问题在于美国房市的调整。美联储在IT泡沫破灭之后大幅度降息，实行宽松的货币政策。全球经济的强劲增长和追逐高回报，促使了金融创新，出现很多金融工具，增加了全球投资者对风险的偏好程度。2000年以后，实际利率降低，全球流动性过剩，借贷很容易获得。这些都促使了美国 and 全球出现的房市的繁荣。而房地产市场的上涨，导致美国消费者财富增加，增加了消费力，使得美国经济持续快速增长，又进一步促进了美国房价的上涨。2000至2006年美国房价指数上涨了130%，是历次上升周期中涨幅最大的。房价大涨和低利率环境下，借贷双方风险意识日趋薄弱，次级贷款在美国快速增长。同时，浮动利率房贷占比和各种优惠贷款比例不断提高，各种高风险放贷工具增速迅猛。

但从2004年中开始，美国连续加息17次，2006年起房地产价格止升回落，一年内全国平均房价下跌3.5%，为自1930年代大萧条以来首次，尤其是部分地区的房价下降超过了20%。全球失衡到达了无法维系的程度是本轮房价下跌及经

济步入下行周期的深层次原因。全球经常账户余额的绝对值占 GDP 的百分比自 2001 年持续增长，而美国居民储蓄率却持续下降。当美国居民债台高筑难以支撑房市泡沫的时候，房市调整就在所难免。这亦导致次级和优级浮动利率按揭贷款的拖欠率明显上升，无力还贷的房贷人越来越多。一旦这些按揭贷款被清收，最终造成信贷损失。

和过去所有房地产市场波动的主要不同是，此次次贷危机，造成整个证券市场，尤其是衍生产品的重新定价。而衍生产品估值往往是由一些非常复杂的数学或者是数据性公式和模型做出来的，对风险偏好十分敏感，需要不断的调整，这样就给整个次级债市场带来很大的不确定性。投资者难以对产品价值及风险直接评估，从而十分依赖评级机构对其进行风险评估。然而评级机构面对越来越复杂的金融产品并未采取足够的审慎态度。而定价的不确定性造成风险溢价的急剧上升，并蔓延到货币和商业票据市场，使整个商业票据市场流动性迅速减少。由于金融市场中充斥着资产抵押证券，美联储的大幅注资依然难以彻底消除流动性抽紧的状况。到商业票据购买方不能继续提供资金的时候，流动性危机就形成了。更糟糕的是由于这些次级债经常会被通过债务抵押债券方式用于产生新的债券，尤其是与优先级债券相混合产生 CDO。当以次级房贷为基础的次级债证券的市场价值急剧下降，市场对整个以抵押物为支持的证券市场价值出现怀疑，优先级债券的市场价值也会大幅下跌。次级债证券市场的全球化导致整个次级债危机变成一个全球性的问题。

这一轮由次级贷款问题演变成的信贷危机中，众多金融机构因资本金被侵蚀和面临清盘的窘境，这其中包括金融市场中雄极一时的巨无霸们。贝尔斯登、“两房”、雷曼兄弟、美林、AIG 皆面临财务危机或被政府接管、或被收购或破产收场，而他们曾是美国前五大投行中的三家，全球最大的保险公司和大型政府资助机构。在支付危机爆发后，除了美林的股价还占 52 周最高股价的 1/5，其余各家机构股价均较 52 周最高值下降 98% 或以上。六家金融机构的总资产超过 4.8 万亿美元。贝尔斯登、雷曼兄弟和美林的在次贷危机中分别减值 32 亿、138 亿及 522 亿美元，总计近 700 亿美元，而全球金融市场减记更高达 5,573 亿美元。因减值造成资本金不足，所以全球各主要银行和券商寻求新的投资者来注入新的资本，试图度过难关。

## 2、雷曼兄弟的自身原因

### (1) 进入不熟悉的业务，且发展太快，业务过于集中

作为一家顶级的投资银行，雷曼兄弟在很长一段时间内注重于传统的投资银行业务（证券发行承销，兼并收购顾问等）。进入20世纪90年代后，随着固定收益产品、金融衍生品的流行和交易的飞速发展，雷曼兄弟也大力拓展了这些领域的业务，并取得了巨大的成功，被称为华尔街上的“债券之王”。

在2000年后房地产和信贷这些非传统的业务蓬勃发展之后，雷曼兄弟和其它华尔街上的银行一样，开始涉足此类业务。这本无可厚非，但雷曼的扩张速度太快（美林、贝尔斯登、摩根士丹利等也存在相同的问题）。近年来，雷曼兄弟一直是住宅抵押债券和商业地产债券的顶级承销商和账簿管理人。即使是在房地产市场下滑的2007年，雷曼兄弟的商业地产债券业务仍然增长了约13%。这样一来，雷曼兄弟面临的系统性风险非常大。在市场情况好的年份，整个市场都在向上，市场流动性泛滥，投资者被乐观情绪所蒙蔽，巨大的系统性风险给雷曼带来了巨大的收益；可是当市场崩溃的时候，如此大的系统风险必然带来巨大的负面影响。

另外，雷曼兄弟“债券之王”的称号固然是对它的褒奖，但同时也暗示了它的业务过于集中于固定收益部分。近几年，虽然雷曼也在其它业务领域（兼并收购、股票交易）方面有了进步，但缺乏其它竞争对手所具有的业务多元化。对比一下，同样处于困境的美林证券可以在短期内迅速将它所投资的彭博和黑岩公司的股权脱手而换得急需的现金，但雷曼就没有这样的应急手段。这一点上，雷曼和此前被收购的贝尔斯登颇为类似。

### (2) 自身资本太少，杠杆率太高

以雷曼为代表的投资银行与综合性银行（如花旗、摩根大通、美洲银行等）不同。它们的自有资本太少，资本充足率太低。为了筹集资金来扩大业务，它们只好依赖债券市场和银行间拆借市场；在债券市场发债来满足中长期资金的需求，在银行间拆借市场通过抵押回购等方法来满足短期资金的需求（隔夜、7天、一个月等）。然后将这些资金用于业务和投资，赚取收益，扣除要偿付的融资代价后，就是公司运营的回报。就是说，公司用很少的自有资本和大量借贷的方法来维持运营的资金需求，这就是杠杆效应的基本原理。借贷越多，自有资本越少，

杠杆率（总资产除以自有资本）就越大。杠杆效应的特点就是，在赚钱的时候，收益是随杠杆率放大的；但当亏损的时候，损失也是按杠杆率放大的。杠杆效应是一柄双刃剑。近年来由于业务的扩大发展，华尔街上的各投行已将杠杆率提高到了危险的程度。

## 启示

雷曼兄弟作为一个有158年历史的企业，其破产对于我们在经营企业上的也有很多启示：

1. 危机意识：正如比尔盖茨所说的“微软离破产永远只有18个月”。海尔董事长张瑞敏提出的“永远战战兢兢，永远如履薄冰”；说明企业越大，企业家越要有危机意识，生存了158年的企业也会轰然破产，那么我们有什么理由掉以轻心呢？

2. 提升企业的内部管理和抗风险能力：雷曼兄弟作为一个生存了158年的企业，我相信其内部管理已经达到了相当规范的程度，但其仍在困境中破产，说明企业的抗风险能力是一个综合的因素，所以我们在做企业的过程中，不仅要加强企业的内部管理，同时也要提高企业在困境中生存的能力，企业家要随时准备好面对引起企业倒闭的困境。

3. 正确的战略规划：雷曼兄弟的破产主要是因为其持有大量次贷债券，之所以持有大量的次贷债券，说明持有次贷债券是雷曼兄弟的战略决策，如果单就破产而言，我们可以雷曼兄弟的战略规划出现了问题。所以我们做企业战略规划是非常重要的，战略规划的任何疏漏都会将企业带入无法预料的困难境地。世界每天都有企业破产，雷曼兄弟只是众多破产企业中的一个，作为一个企业家，我始终能感觉到企业在发展过程中的种种危机，我也深知任何一个危机处理不好都将引起意想不到的严重后果，所以我现在能做的就是谨慎认真的经营着自己的企业。

## 案例二、“中航油”事件

2003年下半年：中国航油公司(新加坡)(以下简称“中航油”)开始交易石油期权(option)，最初涉及200万桶石油，中航油在交易中获利。

2004年一季度：油价攀升导致公司潜亏580万美元，公司决定延期交割合同，

期望油价能回跌；交易量也随之增加。

2004年二季度：随着油价持续升高，公司的账面亏损额增加到3000万美元左右。公司因而决定再延后到2005年和2006年才交割；交易量再次增加。

2004年10月：油价再创新高，公司此时的交易盘口达5200万桶石油；账面亏损再度大增。

10月10日：面对严重资金周转问题的中航油，首次向母公司呈报交易和账面亏损。为了补加交易商追加的保证金，公司已耗尽近2600万美元的营运资本、1.2亿美元银团贷款和6800万元应收账款资金。账面亏损高达1.8亿美元，另外已支付8000万美元的额外保证金。

10月20日：母公司提前配售15%的股票，将所得的1.08亿美元资金贷款给中航油。

10月26日和28日：公司因无法补加一些合同的保证金而遭逼仓，蒙受1.32亿美元实际亏损。

11月8日到25日：公司的衍生商品合同继续遭逼仓，截至25日的实际亏损达3.81亿美元。

12月1日，在亏损5.5亿美元后，中航油宣布向法庭申请破产保护令。

## 原因

1. 中航油的交易一开始就存在巨大隐患，因为其从事的期权交易所面临的风险敞口是巨大的。期权交易中，期权卖方收益是确定的，最大收益限于收取买方的期权费，然而其承担的损失却可能很大(在看跌期权中)，以致无限量(在看涨期权中)。中航油恰恰选择了风险最大的做空期权。

2. 管理层风险意识淡薄。企业没有建立起防火墙机制，在遇到巨大的金融投资风险时，没有及时采取措施，进行对冲交易来规避风险，使风险无限量扩大直至被逼仓。事实上公司是建立起了由安永会计事务所设计的风控机制来预防流动、营运风险的，但因为总裁的独断专行，该机制完全没有启动，造成制定制度的人却忘了制度对自己的约束的局面，那么就有必要加强对企业高层决策权的有效监控，保障风控机制的有效实施。

3. 企业内部治理结构存在不合理现象。作为中航油总裁的陈久霖，手中权力过大，绕过交易员私自操盘，发生损失也不向上级报告，长期投机违规操作酿成苦果。这反映了公司内部监管存在大缺陷。中航油(新加坡)的风险管理系统从表面上看确实非常科学，可事实并非如此，公司风险管理体系的虚设导致对陈久霖的权利缺乏有效的制约机制。

4. 监管机构监管不力。中国航油集团公司归国资委管理，中航油造成的损失在5.3亿至5.5亿美元之间，其开展的石油指数期货业务属违规越权炒作行为。该业务严重违反决策执行程序，这监管漏洞无疑为后事埋下伏笔。

## 启示

1. 管理层风险意识淡薄。企业没有建立起防火墙机制，即在遇到巨大的金融投资风险时，没有及时采取措施，进行对冲交易来规避风险，而是在石油价格居高不下的情况下采用挪盘的形式，继续坐等购买人行使买权，使风险敞口无限量扩大直至被逼仓。

2. 企业内部治理结构存在不合理现象。此次惨痛损失“归功”于一人，那就是中航油总裁，曾被《世界经济论坛》评选为“亚洲经济新领袖”的陈久霖，原因在于手中权力过大，绕过交易员私自操盘，发生损失也不向上级报告，长期投机违规操作酿成苦果。而在“一人集权”的表象下也同时反映了公司内部监管存在重大缺陷。中航油新加坡公司有内部风险管理委员会，其风险控制的基本结构是：实施交易员-风险控制委员会-审计部-CEO-董事会，层层上报，交叉控制，每名交易员亏损 20 万美元时，要向风险控制委员会汇报，亏损 37.5 万美元时，要向 CEO 汇报，亏损达 50 万美元时，必须平仓，抽身退出。从上述架构中可以看出，中航油(新加坡)的风险管理系统从表面上看确实非常科学，可事实并非如此，公司风险管理体系的虚设导致对陈久霖的权利缺乏有效的制约机制。

3. 外部监管失效。至04年10月10号，中航油已经纸包不住火，不得不向集团开口之前，它所从事的巨额赔本交易都从未公开向投资者披露过，上市公司的信息披露义务已然成为了可有可无的粉饰手段，使得外部监管层面的风险控制体系也成为一种摆设。中国证监会作为金融期货业的业务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，但中航油连续数月进行的投机业务竟然没有任何

监管和警示，也暴露出当时国内金融衍生工具交易监管的空白。

### 案例三、中信泰富炒汇巨亏事件

2008年10月20日 香港恒指成分股中信泰富突然惊爆，因投资杠杆式外汇产品而巨亏155亿港元！其中包括约8.07亿港元的已实现亏损，和147亿港元的估计亏损，而且亏损有可能继续扩大。中信泰富两名高层即时辞职，包括集团财务董事张立宪和集团财务总监周至贤。莫伟龙获任集团财务董事，负责集团财务及内部监控。

2008年10月21日 中信泰富股价开盘即暴跌38%，盘中更一度跌至6.47港元，跌幅超过55.4%，当日收报于6.52港元，跌幅达55.1%，远远超过业界预计的20%左右的跌幅。

2008年10月22日 香港证监会确认，已经对中信泰富的业务展开调查，而由于中信泰富的股价在两天内已经跌了近80%，联交所公布的公告显示，中信泰富主席荣智健及母公司中信集团，于场内分别增持100万股及200万股，来维持股价稳定。

2008年11月 香港中信泰富在炒外汇衍生工具录得巨额亏损后，终于获母公司北京中信集团出手相助。中信集团向中信泰富授出116亿港元的备用信贷、认购中信泰富发行的可换股债券，以及承担中信泰富在外汇累计期权合约的损失。

2009年3月26日 中信泰富公布08年全年业绩，大亏126.62亿港元，董事会主席荣智健强调集团财政状况仍稳健，暂时无供股需要。

2009年4月3日 中信泰富继早前被香港证监会调查后，3日再度接受警方调查。警方商业罪案调查科前往中信泰富总部调查，在逗留一小时之后运走大批文件。

2009年4月8日 中信泰富在港交所网站发布公告称，荣智健卸任中信泰富主席，北京中信集团副董事长兼总经理常振明接任。

### 原因

由于参与澳元期权的对赌，荣智健主政的中信泰富发生了155亿港元的巨额亏损。这位以斐然经营业绩颠覆了“富不过三代”商业定律的“红色资本家”后代不仅因此丢失了中信泰富的最高管理权杖，而且可能面临着长达14年的牢狱之灾。从30余年商战风雨中走过来的荣智健为何如此惨败，扼腕叹息之余，人们更

多的是诘问与思索。

1. 加框效应：高估收益头寸。加框效应是指在投资决策时，对低概率事件作出过高的期望，从而使得投资者愿意承担更大的风险。加框效应的实质是没有看到真正的输赢概率，降低对损失可能性的估计，而提高了对赢利可能性的估计，因此选择了与市场方向完全相反的决策。

由于特种钢生产业务的需要，中信泰富两年前动用4.15亿美元收购了西澳大利亚两个分别拥有10亿吨磁铁矿资源开采权公司的全部股权。这个项目使得中信泰富对澳元有着巨大的需求。而为了防范汇率变动带来的风险，中信泰富在市场上购买了数十份外汇合约，即中信泰富把宝完全押在了澳元多头上。在荣智健看来，澳元在最近几年的持续升值趋势还将保持，做多澳元肯定会赢利。然而，一场全球金融海啸最终让澳元飞流直下。对澳元价值前景的误判导致了荣智健决策的失误，并最终让中信泰富付出了惨痛的代价。

2. 投入升级：误判市场风险。投入升级主要是指投资决策者为了证明自己最初选择的正确性，进一步向已经存在较大风险或者证明可能失败的地方继续追加新的投资，希望能够弥补过去的损失，并最终获得赢利。投入升级实际上是投资者对未来获取高额收益的期望，和即使在低概率条件下运气也会改变的信念相结合的产物。

中信泰富买入澳元期权合约共90亿澳元，比实际矿业投资额高出4倍多，并且其买入行为也不是一次完成的，而是采取分批买入的方式。应当说，中信泰富在投资澳大利亚磁铁矿时世界经济正处于上升时期的话，此时做多澳元完全可以理解；问题的关键在于，荣智健密集买入澳元的时段为2007年8月到2008年8月，而此时，全球经济已显危险征兆，特别是到了去年，所有不同经济体衰退的趋势非常明显。在这种情况下，尽管中信泰富已经发生明显亏损却仍在一味做多澳元。之所以如此，就是荣智健认为澳元跌势已经见底，并试图通过追加投资挽回前面的损失，结果窟窿越填越大。低估世界经济尤其是澳洲经济下行的风险，甚至某种程度上对澳大利亚经济做出过于乐观的预期，使中信泰富最终尝到了刀刃上舔血之苦。

3. 少数人统治：群体决策缺陷。由于现代投资市场的高风险以及决策规范

化和民主化的要求，国际上许多大型金融企业都实行群体决策制度，如董事会制、委员会制等。但是，对于一个组织而言，如果高层管理者中存在一个特殊人物，群体决策就会陷入少数人统治的境地。

对中信泰富的组织成员构架和决策过程进行分析后我们可以发现该公司具有明显的“少数人统治”的特征：一方面，荣智健对中信泰富有着非同常人的“钳控力”，如其身上有着一个极具分量的标签——即荣氏家族第三代传人，同时还是中信泰富的缔造者，这种特殊的背景造就了荣智健在公司重大投资决策中的特殊话语权，某种程度上可以影响和支配决策集团中其他决策成员的思想与态度；另一方面，中信泰富高层存在着明显的“内聚力”现象，即主要决策者之间相互吸引或者彼此喜欢的程度很强。其中以公司董事总经理范鸿龄、公司副董事总经理荣明杰、公司董事兼财务部部长荣明方三人与荣智健的关系最具代表性。范鸿龄与荣智健一起打下了中信泰富的江山，并追随荣智健20多年，形成了对荣“铭感于心”的特殊情感，而后者分别作为荣智健的长子与爱女更是对父亲遵从有三。显然，无论是“钳控力”还是“内聚力”，两种力量都最终可能导致对荣智健个人决策权监督的失控。

4. 英雄不败：胜利思维变异。依据组织行为学有关理论，组织中核心成员和决策者往往持有这样的假设：自己就是因为过去的能力和业绩突出，才能进入组织管理层，所以今后仍然不会作出错误的决定，甚至整个组织都认为该核心成员和决策者都不会犯错。

观察荣智健的经商过程，人们发现其不仅顺风顺水，而且业绩持续显赫。1978年荣智健只身南下香港，创办爱卡电子，仅仅经营了4年之后，就净赚5600多万港元。紧接着，荣智健东进美国加州创办了另一家提供电子计算机软件辅助服务的自动设计公司，一年之后，该公司成功上市，两年后，荣智健卖掉公司的六成股权，而此时，他的财富已膨胀到了4.3亿多港元。1986年，荣智健加入中信香港公司，并出任副董事长兼总经理，在接下来五年不到的时间内展开了一系列不凡的资本并购：以23亿港元收购英资企业香港国泰航空公司12.5%股份；出资3亿多港元收购了泰富发展49%的股权，不久又通过资产注入将其在泰富集团的股权扩至85%；出资69.4亿港元吞下恒昌36%的股权等。

如果从1987年开始运作并购国泰航空开始计算，短短5年内中信泰富市值暴

涨了10倍，达到87亿港元。几乎从来没有失败记录的荣智健既在众人眼中形成了英雄不败的高大形象，也在自己头脑中培养了出手必胜的惯性思维，乃至在全球金融危机之下、澳币兑美元汇率为0.95，达到顶峰之际也敢接盘做多。

5. 官方兜底：忧患意识淡漠。产权经济学认为，国家控股企业由于事实上割裂了产权所有者和产权经营者的利益链条，不仅淡化了后者对前者的责任意识，而且也放松了经营者对市场的风险意识。因为，在国有化的制度安排中，风险最大承接者是政府。

扫描荣智健经营中信泰富的历史，笔者也发现了外部经济环境的冲击对其构成生存性危机的事实。1998年亚洲金融危机期间，中信泰富不仅主营业务受到威胁，股票在二级市场更是风雨飘摇，但最后来自中信集团(中信泰富控股者)的10亿港元贷款支持让荣智健转危为安。也正是基于这一次中信集团的慷慨态度，当荣智健跌倒在“澳元门”事件上时，又一次向其伸出了求救之手。笔者并不否认中信集团在每一次危机之时伸手援救中信泰富的必要性，毕竟后者是前者在香港的一个重要资本运作平台，然而，也许正是背靠着官方这棵不倒的大树，以为政府具备了超级的风险分解能力，荣智健才敢于大胆压赌，孤注一掷。

## 启示

1. 控制境外衍生品的交易风险，政府相关部门除了加强监管，应同时出台相应的规定文件，对于那些已经造成巨额损失的企业负责人极其相关责任人要严厉处罚。如果不处罚，就会导致更多的企业冒风险去违规。

2. 香港警方之所以对中信泰富大动干戈，是因为怀疑公司董事作出虚假陈述，董事之间可能存在串谋欺诈。这就会因为信息的发布不及时而侵害不知情的中小投资者利益，香港证监部门介入调查中信泰富事件同样也是基于这样一个切入点，由此可见，信息披露机制的严格执行，对维护中小投资者利益来说至关重要。

3. 由于央企的特殊身份，在海外成熟市场可以接受比较严格地监管，在国内主板市场同样需要采取更为严格的标准对其进行监管。尤其涉及到央企的重大经营和重组事件时，监管部门和国资委要及时监督相关上市公司按要求及时发布公开信息。一旦发现存在违反规定的行为时，要像香港市场一样对央企一查到底，

不留情面，维护中小投资者的利益。

随着市场经济的深化、金融市场的逐步国际化，衍生金融工具也必将在我国迅速发展起来。因而，我国必须完善法规制度，使企业在投资衍生金融产品时有据可依、有章可循，能够对高风险的投机业务实施必要的风险控制，以避免类似事件的再次发生。

#### 案例四、法国兴业银行巨亏

2008年1月18日,法国兴业银行收到了一封来自另一家大银行的电子邮件,要求确认此前约定的一笔交易,但法国兴业银行和这家银行根本没有交易往来。因此,兴业银行进行了一次内部查清,结果发现,这是一笔虚假交易。伪造邮件的是兴业银行交易员凯维埃尔。更深入地调查显示,法国兴业银行因凯维埃尔的行为损失了49亿欧元,约合71亿美元。

凯维埃尔从事的是什么业务,导致如此巨额损失?欧洲股指期货交易,一种衍生金融工具产品。早在2005年6月,他利用自己高超的电脑技术,绕过兴业银行的五道安全限制,开始了违规的欧洲股指期货交易,“我在安联保险上建仓,赌股市会下跌。不久伦敦地铁发生爆炸,股市真的大跌。我就像中了头彩……盈利50万欧元。”2007年,凯维埃尔再赌市场下跌,因此大量做空,他又赌赢了,到2007年12月31日,他的账面盈余达到了14亿欧元,而当年兴行银行的总盈利不过是55亿欧元。从2008年开始,凯维埃尔认为欧洲股指上涨,于是开始买涨。然后,欧洲乃至全球股市都在暴跌,凯维埃尔的巨额盈利转眼变成了巨大损失。

#### 原因

1. 风险巨大,破坏性强。由于衍生金融工具牵涉的金额巨大,一旦出现亏损就将引起较大的震动。巴林银行因衍生工具投机导致9.27亿英镑的亏损,最终导致拥有233年历史、总投资59亿英镑的老牌银行破产。法国兴业银行事件中,损失达到71亿美元,成为历史上最大规模的金融案件,震惊了世界。

2. 暴发突然,难以预料。因违规进行衍生金融工具交易而受损、倒闭的投资机构,其资产似乎在一夜间就化为乌有,暴发的突然性往往出乎人们的预料。巴林银行在1994年底税前利润仍为1.5亿美元,而仅仅不到3个月后,它就因衍生工具上巨额损失而破产。中航油(新加坡)公司在破产的6个月前,其 CEO 还公开宣称公司

运行良好,风险极低,在申请破产的前1个月前,还被新加坡证券委员会授予“最具透明度的企业”。

3. 原因复杂,不易监管。衍生金融工具风险的产生既有金融自由化、金融市场全球化等宏观因素,也有管理层疏于监督、金融企业内部控制不充分等微观因素,形成原因比较复杂,即使是非常严格的监管制度,也不能完全避免风险。像法兴银行这个创建于拿破仑时代的银行,内部风险控制不可谓不严,但凯维埃尔还是获得了非法使用巨额资金的权限,违规操作近一年才被发现。这警示我们,再严密的规章制度,再安全的电脑软件,都可能存在漏洞。对银行系统的风险控制,绝不可掉以轻心,特别是市场繁荣之际,应警惕因盈利而放松正常监管。

### 启示

衍生金融工具的风险很大程度上表现为交易人员的道德风险,但归根结底,风险主要来源于金融企业内部控制制度的缺乏和失灵。在国家从宏观层面完善企业会计准则和增强金融企业实力的同时,企业内部也应完善财务控制制度,消除企业内部的个别风险。

1. 健全内部控制机制。在一定程度上,防范操作风险最有效的办法就是制定尽可能详尽的业务规章制度和操作流程,使内控制度建设与业务发展同步,并提高制度执行力。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均应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,保证相关的法规、原则和内部管理制度得到贯彻执行;要有严密的内控机制,按照相互制约的原则,对业务操作人员、交易管理人员和风险控制人员要进行明确分工,要为交易员或货币、商品种类设立金额限制、停损点及各种风险暴露限额等,针对特定交易项目与交易对手设合理的“集中限额”以分散风险;交易操作不得以私人名义进行,每笔交易的确认与交割须有风险管理参与控制,并有完整准确的记录;要有严格的内部稽核制度,对风险管理程序和内部控制制度执行情况以及各有关部门工作的有效性要进行经常性的检查和评价,安排能胜任的人员专门对衍生金融交易业务的定期稽核,确保各项风险控制措施落到实处,等等。

2. 完善金融企业的法人治理结构。金融交易人员的行为风险可以通过内部

控制制度防范,但再严格的内控对于企业高层管理人员也可能无能为力,管理层凌驾于内控之上的现象是造成金融企业风险的深层原因。我国国有商业银行所有者虚位的现象严重,对管理层的监督和约束机制还相对较弱。对于金融企业主要领导者的监督应借助于完善的法人治理结构。首先是建立多元的投资结构,形成科学合理的决策机构;其次是强化董事会、监事会的职责,使董事会应在风险管理方面扮演更加重要的角色;第三是强化内部审计人员的职责,建立内部审计人员直接向股东会负责的制度。

### 案例五、越南金融危机

股市暴跌：2007年10月3日到2008年6月4，在短短8个月的时间内，胡志明指数从1106点下跌到了396点。

汇市走低：交易员预计在未来12个月内，越南盾兑美元将贬值超过1/3。

楼市跳水：胡志明市某些地区的房价已经较去年跌了约50%。

高达25.2%的通货膨胀、持续扩大的贸易逆差和财政赤字、过多的外债规模，这个国家的货币体系暴露在巨大的风险中。

### 成因

通胀失控是重要原因。从2008年开始，越南经济急转直下，多项经济指标亮起红灯、股市崩盘，5月CPI高达25.2，第一季贸易逆差是去年同期的四倍，财政恶化，汇率贬值，已经显露出金融危机的端倪。我们认为通胀失控是导致越南危机出现的最重要的原因，而通胀失控产生的原因在于通胀预期的高涨、宽松货币供给和内需的强劲增长。越南通胀对经济影响的传导顺序是：通胀上升—政策紧缩—需求下降—经济增速放缓。当经济增长放缓伴随货币紧缩，将会把负面影响传递至金融市场和房地产市场，进而影响到银行体系的资产负债表，投资者开始怀疑整个经济的稳定性。

### 启示

1. 宏观调控宜早不宜迟。越南经济发生的状况再次印证了中国政府针对经济过热及时采取紧缩政策的正确性。当前，尽管国内投资仍存在强劲反弹的可能性，通货膨胀水平也连续数月居高不下，但伴随宏观调控政策逐渐发挥作用，中国的股市已进行了明显调整，房地产市场的泡沫正经历“挤压”过程。

2. 在国内银行体系和监管经验尚不够成熟前，不宜过快开放资本账户。越南金融动荡再次说明，过早地开放资本账户，对保持国际收支账户平衡、有效应对外部资本冲击是非常不利的。近年来，国际投机资金进入中国的步伐加快，有测算表明当前留在中国的热钱已超过外汇储备总量的一半，一旦这些热钱集中撤离，也会对中国经济产生明显的冲击，对此我们应予以充分重视。

3. 在通胀压力有所缓解的情况下，中国要素价格机制需要尽快理顺。为了在短期内控制国内通货膨胀局势，政府采取了部分行政手段控制物价，推迟了对土地、资源、能源、环境、劳动力等长期偏低的要素价格改革。但这样的扭曲状况不仅加大了政府补贴的负担、打击了企业提高生产积极性，也为中长期通货膨胀埋下了隐患。因而，应尽快推出石油、民用电、天然气等的定价机制改革，加紧推出能源税、资源税等方面的财税制度改革，理顺价格形成机制。

### 案例六、俄罗斯金融危机

1998年俄罗斯金融市场动荡加剧。继5月19日股价和债市价格大幅下跌后，8月份，国内经济恶化，8月17日，俄罗斯政府在不退无路的情况下被迫宣布实行新的卢布“汇率走廊”，使得俄金融市场投资者的心理防线崩溃，最终引发了一场俄独立以来积蓄已久的、最为严重的金融危机。

1998年8月17日，俄政府及中央银行发表了“联合声明”，对俄国内出现的金融危机采取“三大措施”，具体内容包括：

1. 扩大卢布汇率浮动幅度。放弃1997年11月11日宣布的1998~2000年“外汇走廊”，即6.2卢布兑1美元，浮动幅度正负15%。从8月17日起，这一走廊扩大到6~9.5卢布兑1美元，卢布在此范围内浮动。外汇市场当天的成交价，即是央行的官方汇率。

2. 延期清偿内债。1999年12月31日前到期的国家短期债券转换成新的国家有价证券，期限和收益率等条件另行公布。在转换手续完成前国债市场停止交易。前些时候，俄政府曾号召国债持有者在自愿基础上将债券转换成7年期和20年期的外汇债券，利率在12%以上。但在700多亿美元的内债市场上，响应者寥寥，同意转换的债券，仅有44亿美元，没能解决内债问题。

3. 冻结部分外债。俄商业银行和公司从国外银行、投资公司等处借到的贷

款、用有价证券作担保的贷款的保险金，以及定期外汇契约，其支付期冻结90天。同时禁止国外投资者将资金投入偿还期在一年以内的卢布资产。政府强调，“冻结”不涉及政府借的外债。

“三大措施”出台后，俄国内金融危机并未得到缓解，相反，对俄政治、经济和社会产生了巨大的负面影响。

1. 金融市场上出现汇市乱、股市跌、债市瘫的局面。卢布同美元的比价由8月17日的6.3:1暴跌为9月9日的22.4:1，贬值257%，6天后又反弹为8.9:1。升值150%。俄罗斯交易系统股价综合指数从上年的230点跌为约40点；日交易额从危机前的近亿美元跌至最低时期的数十万美元。进入欧洲企业500强的俄罗斯14家工业企业的股票总市值由一年前的1140亿美元缩水为160亿美元。俄债市停业近4个月，4360亿卢布国债券的重组方案迟迟未能实施，政府债券在国际市上的市值仅为面值的6%。

2. 受冲击最大的是尚处于“婴幼儿时期”的银行系统，其总资本、存款和贷款均减少了1/3。1998年第三季度，俄1500家银行中有590家亏损。在即将开始的银行系统重组中，近一半银行将被迫宣布破产。

3. 金融危机使卢布贬值70%，失业人数大幅上升，生活在贫困线以下的人口由年初的1/5增至年底的1/3，90%以上的居民生活水平下降。

4. 金融危机不仅冲击金融市场，恶化人民生活，还殃及整个国民经济。1997年俄国国内生产总值和工业产值分别回升0.8%、1.9%和0.1%，1998年分别下降5.5%、6%和10%；1997年俄外贸额增长1.5%，1998年下降12%~13%；1997年通胀率为11%，1998年超过70%；1997年俄吸收外资105亿美元，1998年仅为30亿美元。

5. 俄罗斯金融危机在全球引起震动，尤其是拉丁美洲的一些与俄罗斯相似的石油出口国家，如委内瑞拉、巴西、阿根廷等均受到很大冲击，至8月底，这些国家股票平均下跌30%，而拉美和东欧国家的金融动荡又波及到欧美国家，8月27日，西欧国家股票市场价格平均下跌4%。

俄政府实行的“对外延期支付”和强制性“国债重组”，对与俄金融市场和商业银行有着密切关系的西方银行造成了巨大损失。据初步统计，到8月24日，

属“延期支付”范畴的俄商业银行对西方银行债务为192亿美元，俄企业的欠债为60~80亿美元，而根据8月25日公布的强制性“国债重组”方案，西方投资者称他们在此项的投资“将损失70%”。受上述两项“非常措施”的影响，凡对俄有债权关系的西方银行的股票在8月17日以后均大幅下跌，尤以对俄银行贷款高达180亿马克左右的德国商业银行为甚，对俄有直接投资以及大量出口的俄罗斯的国外企业也不例外。

## 原因

俄罗斯发生金融危机的政治导火线是两次政府更迭，它使全国处于无政府或政府不稳的状态长达半年之久。外商因此对政府信心不足，从俄撤走大量资金，从而加剧了金融危机。基里延科政府的决策失误也是导致卢布汇率暴跌、股市狂泻、居民挤兑存款、抢购美元和商品等危机现象的原因。

### 1. 财政危机是引发金融危机的最直接根源

如果我们把俄罗斯正在经历的这场危机视为近年来新兴市场危机的一部分，那么，其产生的根源与其他新兴市场通常的“泡沫经济”破灭、银行呆账、坏账增多，国际收支严重失衡、外债过于庞大等原因并不完全相同。我们认为俄罗斯这场金融危机的最根本起源在于其内债市场的崩溃，而在此背后的直接原因则是国家严重的财政危机。

自90年代初实行经济改革以来，俄罗斯在调整其传统的以军工和能源、原材料生产为主体的经济结构方面没有取得明显进展，少数石油、天然气及有色金属等大型生产企业仍是其国民经济的绝对支柱，能源、原材料及军火出口所换取的外汇则用于大量进口食品和日用品，并且这种进口依赖较改革前更为严重。在这种经济结构下，1998年以来世界石油等能源、原材料价格的下降对俄罗斯的出口收入形成巨大打击，进而使财政收入大幅减少，加剧了财政收支的失衡，最后导致财政对预算拨款部门的工资及社会退休金的大量拖欠，引发了社会动荡。是尽快抑制社会动荡的继续激化，还是将仅有的财政收入用于偿还到期国债，在两者不能兼顾的情况下，俄政府选择了前者。

财政收支失衡除了受收入来源减少的影响外，俄税收工作不力，也是重要的原因。俄税收制度苛刻复杂，税率极高。但事实上每年能够征收的税金总额却又

相对减少。主要原因是大多数俄罗斯人不愿纳税，特别是不愿交纳所得税。具有公民意识而诚实纳税的企业会发现，如果继续按照现行税率纳税，企业就无法生存和发展。俄罗斯的税制事实上处于一种恶性循环之中：由于税收无法满足财政需求，税局便相应提高税率和增加税项，这样一些企业更是避税若火，有些企业甚至将生产活动转入地下，因而影响了税收，加剧了财政收支失衡。

## 2. 俄金融市场及银行体系的非均衡发展决定了危机的迅速蔓延和恶性循环

俄罗斯的债市、股市以及新兴商业银行体系都是随着经济改革应运而生的，正如其改革中所贯穿的“休克疗法”的激进思想一样，它们的起步和发展一直都处在高度开放和自由的环境之下，由此形成的非均衡性发展特点主要体现为：其一，俄罗斯的股市从90年代初开始就对外资开放，1994年非居民被允许进入短期国债市场，1996年，外资可同时参与国债一级和二级市场，在对外资迅速开放的同时，俄罗斯国内始终未能培养出足够的内部投资者，从而造成了外资对其债市和股市影响力相当大，外资在俄国债市上占有30%的份额（约200亿美元），在股票市场上占有20%的份额（约100亿美元）。

而这必然导致它们对外资的依赖性和脆弱性。其二，过于依靠短期国债的债市结构不合理。按8月初卢布汇率计，各类债券的发行总额约为650亿美元，其中居民法人持有近450亿美元。在俄3种主要债券（短期国债、联邦债券和市政债券）中，短期国债约占3/4，其中又以6个月期和3个月期为主。这样，在市场形势恶化的条件下，偿债压力不仅庞大，而且集中，从而加速了“金融金字塔”的崩溃。再者，俄央行在对商业银行资金投向上没有任何监管限制，包括国家“储蓄银行”在内的众多商业银行将资金投入金融市场而非实体经济，银行因此而面临巨大的市场风险，以致在危机爆发后极大地丧失了保护储户利益的能力，使得危机迅速向普通居民扩散，反过来，居民的挤提更加速了银行走向破产，正是在这种恶性循环下，最后终于酿成了一场全面危机。

## 3. 俄央行在政策选择、调整上的失误或延误致使其失去了阻止危机深化的时机

首先，俄央行在债市的发展上从一开始就未能采取谨慎的态度，不仅对商业银行资产结构中金融资产过多的状况没有及早采取相应的监管措施，而且在其本

身外汇储备并不丰厚的情况下，将相当一部分储备用于短期国债投资，一定程度上对债市上“金融金字塔”的形成起到了推动作用。不仅如此，在1997年12月初市场形势转坏的情况下，俄央行又以维护卢布稳定为由，宣布“放弃对债市的支持”，我们认为这对后来市场的一步步恶化有着不可忽略的影响，因为这一表态不仅令市场对俄央行的干预能力产生严重怀疑，而且更使债市这一俄金融市场的重心从此失去了一个强有力的支持。另外，在危机爆发后颁布的强制性“国债重组”方案中又规定“俄央行持有的短期国债不属重组范围”，这当然可以理解为“是为了避免央行破产”，但若以市场公平原则衡量，众多的商业银行则成了更大牺牲者，对于这一非议，俄央行恐怕无法否认。

其次，俄央行在卢布汇率制度调整上的做法也值得商榷。1998年年初，基于对当年GDP和通胀率的较乐观估计，卢布兑美元“汇率走廊”被定为6.2，上下浮动不超过15%，但在上半年财政、国际收支及市场投资气氛均明显出现恶化的情况下，俄央行并未及时对“汇率走廊”作出相应调整，相反，为维持该“汇率走廊”的运作，一次次耗费为数不多的储备，以致到最后不得不完全放弃干预，这对市场信心的彻底崩溃产生了极大的负面影响。此外，俄央行对卢布的贬值压力未有足够的估计，因而长时间固守“汇率走廊”，对大量从事外汇远期合约和外汇期货业务的商业银行形成误导，使其在履约时要承受因卢布实际贬值超过“汇率走廊”范围而造成的损失。据悉，正是由于这部分损失相当大，俄银行对外汇远期合约和外汇期货合同的履约已被划入“延期支付”范畴。

#### 4. 东南亚金融危机是此次俄金融危机的诱发因素

东南亚金融危机促使国际投资者对投资风险进行了重大调整。高收益、高风险的新兴市场首先受到波及。1997年秋季以来，俄罗斯金融市场由于韩、日等国外资的撤离，引发了外资撤离的浪潮，投资者对市场的信心丧失殆尽，导致卢布汇率在短期内出现较大幅度下跌，一度曾跌破了俄央行原定的“汇率走廊”上限。后由于央行提高再贷款利率及动用外汇储备干预，汇市才得以回升并趋于平稳。随后，在1997年底至1998年初，由于外资撤离，导致债市、股市告急，至5月份危机再起高潮，债市、股市几近崩溃的边缘。后由于国际货币基金组织允诺提供226亿美元贷款援助，局势才得以基本稳定下来。至8月中旬，金融市场又骤起波澜，汇市严重吃紧，俄政府与俄央行被迫于8月17日联合宣布放宽卢布“汇率走

廊”，卢布兑美汇率由原来的在6.2的基础上下浮动15%变更为6.9~9.5，实质上大幅放宽了“汇率走廊”的上限。这一措施事实上起到了导火索的作用，致使莫斯科银行间外汇交易所卢布汇率直线下跌，多次出现跌破俄央行新规定的“汇率走廊”上限，使得俄央行被迫强制性停盘，宣布交易无效。9月2日，俄央行在万般无奈的情况下，宣布不再支持汇率走廊。

## 启示

俄罗斯金融危机应当说是亚洲金融危机在国际间的延续，从其影响的深度和持续的时间来看，都堪称是俄独立以来最为强烈的金融震荡，它对俄国政治、经济和社会产生了巨大的负面影响，使刚刚露出一丝生机的俄国经济再度跌入衰退的深渊。同时，危机也客观上对俄国社会起到了荡涤尘埃、清除沉滓、杜绝浮躁进而刮骨疗毒的作用。俄国与我国同为经济转轨型国家，其经济发展的目标和模式与我国颇有相似之处，所不同的是，俄国采取了“休克疗法”式的激进改革模式，而我国则采用了符合本国国情、稳妥渐进、综合配套的发展模式。因此，俄金融危机的发生、发展及其消除情况对我国建设有中国特色的社会主义、进一步健全和完善我国金融市场具有重要的历史和现实借鉴意义。

1. 政治稳定对金融市场的稳定具有重要意义。经济的平稳发展为政治稳定提供基础；同时，政治稳定又反作用于经济的发展，为经济发展提供安全稳定的社会、心理环境。严重依赖于信用的金融市场，对国家信用极为敏感。如在1998年3月下旬开始的持续近一个月的俄政府危机中，政府与议会严重对抗，随后出现了政府要员更迭，使得投资者对俄政策的连续性以及社会的稳定性产生了怀疑，从而重新评价已投资金的安全性。市场信心的下降，导致了外资的大规模撤离。

2. 金融市场的开放应与经济的发展和开放程度相适应。一个国家如果能够根据本国经济和发展水平科学地把握本国金融市场的开放程度并予以有效的适度的管制，则能引导国际资本有序流入本国并发挥积极作用，使其参与本国的资产货币化、货币资本化的过程，使本国的实物财富转化为货币财富，进而使得财富总量得以有效扩张；反之，如果一国不顾本国经济的客观发展水平而过度开放其金融市场，则有可能导致国际投机资本大量自由出入本国，泛滥成灾，进而引

发金融危机或金融震荡。尽管俄罗斯为其经济的自由化改革付出了艰苦的努力，但是迄今为止，其经济的自由化远未完全实现，在价格、贸易的市场准入等方面与西方发达国家尚有较大距离；同时，在自由化改革过程中出现了一系列破坏性因素，削弱了俄经济的竞争力。1997年的经济发展水平比1989年下降了近40%。在生产持续下降、财政赤字逐年增加、内外债务债台高筑且国家黄金外汇储备有限的情况下，俄实质已沦为了第三世界国家。但是，俄政府及其金融监管部门在决策思想上仍未摆脱“超级大国”的影子，未能科学客观地评价其经济发展水平，不合时宜地全面放开了货币市场和资本市场。即使在十分严峻的经济发展形势下，俄政府仍对金融市场采取十分开放的态度，特别是在证券业务方面，从而形成俄证券市场高度依赖外资的局面，使其证券市场经常承受着大幅度波动的风险，此次金融危机就是一个明显的实证。

3. 金融市场的发展应具有长期战略眼光，避免短期效应。俄金融市场特别是债市和股市基本上是以投机性炒作为主。如国债，从俄政府来讲，其短期国债的发行额占到国债总额的75%，其长期国债——联邦债券目前仅发行600亿卢布（约合100亿美元），仅占国家级债券发行总量的15%。联邦债券的发行比重显然太小，不利于国家的长期基本建设。同时，从债券购买者角度来看，主要是通过炒买炒卖短期国债赚取高额投机利润，而不是进行长期投资。要解决长期投资问题，对于俄政府来说，是一项十分艰巨复杂的任务，需要根据国民经济发展情况，在国内政治长期稳定的前提条件下进行强有力的综合治理。

4. 我国有关经贸、金融机构应一如既往地积极研究和开发俄罗斯市场，寻找突破口，以切实、安全地参与俄市场，争取在俄市场上有所作为。由于近来来俄连年出现了经济下降、金融动荡，加之我国新闻媒体关于俄黑社会泛滥、社会治安恶性循环化的大量报道，因此，人们往往认为俄罗斯形势一团漆黑，业内人士也往往谈俄色彩变。我们认为，应当全面、科学、客观地研究和评价俄罗斯市场。应当说，俄罗斯是世界上最大的新兴市场之一。开拓俄罗斯市场，收益与风险、机遇与挑战并存。我国有关经贸、金融机构应一如既往地认真深入的调查研究，力争做到既有效规避风险，同时又能把握机遇。毋庸讳言，俄罗斯金融危机对中俄两国的经贸、金融合作将产生极大的负面影响。危机对我国的对俄外贸出口无疑将是一种灾难，卢布贬值、外汇奇缺将遏制俄从我国的进口需求。但

是，危机对我国的对俄进口业务也将是一个空前难得的机遇。我们可以借机以相对低廉的价格从俄购买我国经济高速发展所必需的原材料及我国从西方国家难以企及的高技术。我国商业银行应当积极配合我国有关经贸企业，以稳定和保障中俄两国的经贸合作的顺利开展。