

金融风险管理案例集

目 录

案例一：法国兴业银行巨亏

案例二：雷曼兄弟破产

案例三：英国诺森洛克银行挤兑事件

案例四：“中航油”事件

案例五：中信泰富炒汇巨亏事件

案例六：美国通用汽车公司破产

案例七：越南金融危机

案例八：深发展 15 亿元贷款无法收回

案例九：AIG 危机

案例十：中国金属旗下钢铁公司破产

案例十一：俄罗斯金融危机

案例十二：冰岛的“国家破产”

案例一：法国兴业银行巨亏

一、案情

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,而当年兴业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。

二、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。

三、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。

案例二：雷曼兄弟破产

一、案情

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7000亿美元。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1470亿美元的资产，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。

二、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. 雷曼兄弟自身的原因

(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。

三、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，我也深知任何的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。

案例三：英国诺森罗克银行挤兑事件

一、案情

2007年受美国次级债危机导致的全球信贷紧缩影响，英国第五大抵押贷款机构——诺森罗克银行(Northern Rock)发生储户挤兑事件。自9月14号全国范围的挤兑发生以来，截止到18号，仅仅几天的时间就有30多亿英镑从诺森罗克银行流出，占该行240多亿英镑存款总量的12%左右，其电话银行和网上银行业务一度出现崩溃。受此影响，几天来，诺森罗克银行股价下跌了将近70%，创下7年来新低，成为英国遭遇本次信贷危机以来的最大受害者。为防止系统性银行危机的出现，英国财政部、英格兰银行（英国央行）与金融管理局先后采取了注资以及存款账户担保等救助措施，至18号，诺森罗克银行的储户挤兑情况才有所缓解，各大银行的股价也出现不同程度的上涨，银行体系的恐慌局面才得以控制。

二、原因

诺森罗克银行始建立于1850年，其早期只是一家住房贷款协会，1997年变成一家银行并上市。目前，该行是英国第五大抵押贷款机构，拥有150万储户，向80万购房者提供房贷，可谓规模庞大。07年上半年，诺森罗克银行新增的抵押贷款额占全国新增总量的18.9%，排名居英国第一。然而，曾经是房贷市场佼佼者的诺森罗克银行，缘何会陷入挤兑危机呢？除了上述英国经济金融环境的不利因素之外，这可能是以下几个因素造成的：

1. 融资过于依靠批发市场。与其他银行资金主要来自储户不同，尽管诺森罗克银行在1997年已经转变为一家上市银行，但是其大部分资金仍来源于金融机构。在诺森罗克银行的资金中，由零售存款业务所获的资金不足全部的1/4，而超过3/4的资金来自批发市场，即通过同业拆借、发行债券或卖出有资产抵押的证券来融资，而75%的比例远远高于英国其他几大抵押贷款公司。其中，英国最大的抵押贷款机构——HBOS的这一比例也仅为43%。鉴于零售存款融资的稳定性，资金绝大部分来源于批发市场的诺森罗克银行也就更容易受到市场上资金供求的影响。

2. 资产负债的利率缺口过大。批发市场和住房贷款市场不同的定价机制，又加大了诺森罗克银行的利率缺口。无论是发行债券还是住房贷款的资产证券化，它们都是依据市场上3个月的Libor来定价的。然而，诺森罗克银行的住房抵押贷款则是按照英格兰银行的基准利率来发放。这种投融资的定价方式在货币市场利率大幅高于官方利率时会造成银行损失。在诺森罗克银行的资产中，发放给消费者的抵押贷款达967亿英镑，占总资产的85.2%。据估计，在这960多亿英镑

的抵押贷款中，有 120 亿英镑是直接暴露在这种利率缺口风险之下的。这也就是说，Libor 每超过基准利率一个基点，诺森罗克银行每年将多支付 1200 万英镑。

3. 银行原有的融资渠道受阻。更糟糕的是，7 月份以来，受美国次贷危机造成的全球货币市场流动性紧张的影响，主要靠批发市场来融资的诺森罗克银行已经很难再获得稳定的融资渠道。市场分析人士指出，为了达到年初预定的增长目标，在未来的 12 个月里诺森罗克银行需要筹资 100 亿英镑并再融资 80 亿英镑。这些资金只能通过抵押贷款资产的证券化来筹集，但现在的问题是，由于美国次贷危机的影响，投资者已经对抵押资产失去了兴趣。而且，即便是没有受到美国次级债务危机的影响，英国次级债市场上的恐慌也会逐渐暴露。事实上，英国投资者的流动性恐慌在西布朗明奇房贷协会（West Bromwich Building Society）事件上已经表露无遗，后者近期发行的资产证券化产品因为无人购买而不得被取消。可以看出，英国信贷市场的大门已经开始关闭。而这对于主要依靠信贷市场来融资的诺森罗克银行来说是致命的打击。

4. 上半年以来经营收益下降。资产负债利率缺口的扩大以及因流动性不足导致的贷款业务放缓都降低了银行经营的收益，而引起储户挤兑的直接原因也许就是诺森罗克银行预期收益的下降。尽管上半年诺森罗克银行在抵押贷款市场上的份额大幅增加，从 2006 年下半年的 14.5% 上升到 18.9%，总资产也比一年前增长了 28%，但是其利润并没有显著地上升。2007 年上半年，诺森罗克银行的税前利润不足 3 亿英镑，几乎与上年同期没什么变化。资产大幅增加，而赢利不增，足见银行的经营收益下降的事实。在 9 月 14 号，诺森罗克银行又发出盈利预警，指出：利率的升势出乎意料，信贷萎缩问题导致资产增长放缓，预计 2007 年的税前利润将比预计低 20% 左右。这一消息的公布也直接引发了当日大范围内的储户挤兑。

5. 投资美国次级债带来损失。事实上，诺森罗克银行在美国次级债券市场上的投资并不多，仅占其全部资产的 0.24%，大约有 2.75 亿英镑，其中 2 亿英镑投资在美国的债务抵押债券（CDO），0.75 亿投资于房产抵押担保证券（HEMBS）。而且这些有价证券的持续期小于两年，不会对 2006 年或 2007 年的放贷产生影响。尽管相对于总体的资产来说损失不大，但这在诺森罗克银行的有价证券投资中已占 40% 的份额，而这对市场上投资者的心理影响效应可能更大。

三、启示

英国的银行挤兑恐慌暂时得以平息，这次危机给我们的以下几个方面的警示：

1. 要严格监控房地产市场泡沫所带来的金融风险。这次英国版的次贷危机，除了受国际环境的影响外，主要原因之一就是国内房地产市场的泡沫。随着英国

抵押贷款公司发放了大量的住房抵押贷款，而且这些住房抵押贷款的审慎性评估又不足，结果是金融体系隐藏了大量的风险，一旦房价增长减缓或房价下跌，则难免形成大规模的坏账。我国国内房地产市场也存在增长过快的问题，因此要严格监控商业银行按揭贷款的风险，提高商业银行发放住房按揭贷款的审核标准。

2.要密切关注金融创新过程中的金融风险。住房抵押贷款的证券化是这次全球次贷危机的“罪魁祸首”，尤其是那些次级贷款的证券化资产。然而，在美国次贷危机爆发之前，贷款的证券化作为重要的金融创新产品一直被人们所称道，以致人们忽视了其存在的风险。在英国，不少银行和抵押贷款机构通过发放房贷——房贷的资产证券化——再发放房贷的方式来经营，但是，当房地产贷款的风险增加时，投资者也就对银行发行的住房抵押贷款证券失去兴趣，以此来经营的银行或抵押贷款机构也就会出现流动性的危机。我国的资产证券化业务还处于发展初期，对于资产证券化过程中所带来的风险要密切关注。

3.要提高监管当局对金融风险的预见能力。在9月份之前，英国央行实施“无为而治”，一直拒绝向金融体系注入资金，即便是在全球的大部分央行都向银行注资的情况下也无动于衷。结果，当英国银行体系的流动性危机造成恐慌时，英国当局才不得不采取措施甚至是极端的措施来干预，英国央行也不得不改变初衷，多次向银行体系注资。这不仅因错过最佳的干预时期而付出了更大的成本，而且央行的出尔反尔的出资举动也给其自身带来了“信心危机”。因此，金融监管当局要加强金融体系内风险的监测和分析，提高对金融体系风险的预测能力，尽量把危机化解于初始阶段。这次危机中，美联储和欧央行的及时干预做法就值得我们借鉴。

4.要合理设计存款保险制度。存款保险制度设计的初衷就是要保护存款人利益，防范银行挤兑，进而维护金融体系的稳定。但是，在英国这次银行挤兑事件中，我们并没有发现存款保险机构发挥作用，存款保险对存款人信心的提升作用也无从体现，银行存款挤兑是在得到财政部的全额偿付的承诺后才得以缓解。虽然如此，但财政部对储户存款全额偿付的承诺无疑会增大市场中的道德风险，为以后的金融稳定埋下隐患。分析存款保险缺位的原因，主要是因为英国的存款保险制度仅仅是一种“付款箱”机制，它并没有金融检查权和防范金融机构倒闭的及早干预机制，只能在金融机构倒闭后来收拾残局。可见，这一“付款箱”机制在提升储户信心、防范银行挤兑方面是无效的或者说是效果不大的。因此，在我国建立存款保险制度时，应考虑给予存款保险机构一定的监管和救助职能。

5.要加强各部门的协调合作。在银行挤兑爆发前，英格兰银行和金融管理局缺少必要的沟通，结果造成各方出于各自的考虑没有及时向银行体系注资。而在

英格兰银行、英国财政部以及金融管理局的联合行动对于控制金融体系的恐慌起到了非常大的作用，这种一致行动在危机处理中尤为重要。这方面的教训和经验，也是我们要吸取和借鉴的，我国央行和金融监管部门要加强部门间的协调和合作。

“中航油”事件

一、案情

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

二、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。

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。

三、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。

一、案情

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。

二、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，

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，人们发现其不仅一帆风顺，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，又再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。

三、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及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. 由于央企业的特殊身份，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。尤其涉及到央企业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。

案例六：美国通用汽车公司破产

一、案情

金融危机之后，美国通用汽车公司迫于近年连续亏损、市场需求萎缩、债务负担沉重等多方压力，于2009年6月1日，正式按照《美国破产法》第11章的有关规定向美国曼哈顿破产法院申请破产保护。CEO瓦格纳被换掉了，其次公司的业务将会萎缩，其中一些品牌将会出售（悍马 霍顿 欧宝）至于这些车的售后服务就只有叫别个公司代理了。这样以优化公司的资源，整合力量。GM破产保护阶段业务照样进行，而且将会在两个月之内成立一家新GM，这家新公司将会继承旧GM的一些主要品牌（凯迪拉克 别克 雪弗兰），而其余的工厂都卖了用来换一些债务，而且新GM重新经营时将会把主要精力转向小排量汽车环保汽车上面来。

二、原因

1.福利成本。昂贵的养老金和医疗保健成本，高出对手70%的劳务成本以及庞大的退休员工包袱日益不堪重负，让其财务丧失灵活性。

2.次贷冲击。次贷危机冲击了各大经营次级抵押贷款的金融公司、各大投行和“两房”、各大保险公司和银行之后就是美国的实体经济方面。美国次贷危机给美国汽车工业带来了沉重的打击，汽车行业成为了次贷风暴的重灾区，2008年以来，美国的汽车销量也像住房市场一样，开始以两位数的幅度下滑，最新数据显示，美国9月份汽车销量较去年同期下降27%，创1991年以来最大月度跌幅，也是美国市场15年来首次月度跌破百万辆。底特律第一巨头——通用汽车公司，尽管其汽车销量仍居世界之首，但09年4月底以来通用的市场规模急剧缩小了56%，从原本的130多亿美元降至不到60亿美元。销量下跌、原材料成本上涨导致盈利大幅减少。同时，通用公司的股价已降至54年来最低水平。始料不及的金融海啸，让押宝华尔街，从资本市场获得投资以度过难关的企望成为泡影。

3.战略失误。2005年来处在连续亏损状态，通用CEO瓦格纳没能扭转这一局面。通用汽车公司除了对其他汽车生产厂家的一系列并购和重组并不成功外，以及在小型车研发方面落后于亚洲、欧洲同行外，其麾下的通用汽车金融公司在其中也扮演了重要角色。为了刺激汽车消费，争抢潜在客户，美国三大汽车巨头均通过开设汽车金融公司来给购车者提供贷款支持。银行对汽车按揭放贷的门槛相对较高，而向汽车金融公司申请贷款却十分简单快捷。只要有固定职业和居所，汽车金融公司甚至不用担保也可以向汽车金融公司申请贷款购车。这种做法虽然满足了一部分原本没有购车能力的消费者的购车欲望，在短期内增加了汽车销

量,收取的高额贷款利息还增加了汽车公司的利润,但也产生了巨大的金融隐患。统计资料显示,目前美国汽车金融业务开展比例在 80%~85% 以上。过于依赖汽车消费贷款销售汽车的后果是:名义上通用汽车卖掉了几百万辆汽车,但只能收到一部分购车款,大部分购车者会选择用分期付款方式来支付车款。一旦购车者收入状况出现问题(如失业),汽车消费贷款就可能成为呆帐或坏帐。金融危机的爆发不仅使汽车信贷体系遭受重创,很多原本信用状况不佳只能从汽车金融公司贷款的购车者也因收入减少、失业、破产等原因无力支付贷款利息和本金,导致通用汽车出现巨额亏损。

4.资产负债糟糕。通用公司 09 年 2 月提交给美国政府的复兴计划估计,为期两年的破产重组,包括资产出售和资产负债表的清理,将消耗 860 亿美元的政府资金,以及另外 170 亿美元已陷入困境的银行和放款人的资金。放款人以及美国政府担心他们的借款会得不到偿还。他们的恐惧有充分的理由。贷款安全是建立在抵押品安全的基础之上的,而通用汽车的抵押品基础正在削弱。

5.油价上涨。新能源、新技术的开发费用庞大,却没有形成产品竞争力;通用旗下各种品牌的汽车尽管车型常出常新,却多数是油耗高、动力强的传统美式车,通用汽车依赖运动型多用途车、卡车和其他高耗油车辆的时间太长,错失或无视燃油经济型车辆走红的诸多信号。

三、启示

1.专业化发展,拒绝盲目扩张。通用重组有眼前的直接原因,还有两年来的根本原因,但是深层次的主要原因之一,就是其业务摊子铺得太大。自 1990 年到 2002 年,通用汽车在全球进行了多个项目的扩张,但吞并萨博、携手菲亚特耗费的上百亿美元投资,并未让通用收回任何财务上的收益。当在最鼎盛时期,通用旗下有别克、凯迪拉克、雪佛兰、GMC、霍顿、悍马、奥兹莫尔比、欧宝、庞蒂亚克、Saab、土星和沃克斯豪尔 12 个品牌。但回顾历史,几乎找不出一年的通用旗下的所有品牌都是赢利的。所以通用的办法只能是“拆东墙、补西墙”。而反观国内一些企业,尤其是一些本土品牌乘用车厂家如奇瑞和吉利,近些年来不仅国内外合作项目“遍地开花”,自身的品牌架构也呈现出热衷于“多品牌”的趋势。尽管由于企业成长阶段和所处市场环境不一样,国内企业还没有暴露出象今日通用那样的矛盾,但长此以往,通用的盲目扩张教训不可不取。

2.注重汽车消费趋势和消费者需求的研究。几十年来,美国市场一直是全球最大的汽车消费市场,新车年消费量达到 1600 万辆以上。这样的市场环境中,消费者的消费能力、消费层次和消费品位是多元化的,不同的车都会寻找到不同的消费者。身处这样的市场环境,尽管多年来通用热衷的都是全尺寸皮卡、全尺寸 SUV 和大排量轿车之类单车盈利较高的产品,但其销量基本上都还过得去。

但也正是这点“麻醉”了通用。当发现消费趋势已从宽大、豪华和高油耗转为经济、适用等特征的时候，很多东西都已迟了，只能无奈地将市场份额拱手让给对手。就国内汽车产业而言，就国情出发，节能、环保和安全将是汽车产业的主导趋势。但目前，一些厂家，不仅包括本土汽车厂家也包括合资厂家，对节能、环保和安全的重视仍然没有摆上战略的层次。长此以往，这些企业也可能因对国内汽车消费趋势的研究不够而丧失竞争力。

3.提早关注成本优势。与通用不一样，中国汽车产业的劳动力成本与汽车发达国家比较显然不高，但中国汽车厂家的管理成本、采购成本及因效率不高带来的“损耗成本”却相当之高。当跨国汽车公司可以因全球采购而降低采购成本，可以因高效的现代公司管理制度而降低管理成本的同时，中国汽车产业也要及早三思而动。而且，即使从目前中国仍然占优势的劳动力成本来看，中国汽车产业也不是优势永在。据最新发布的有关劳动力成本报告，2008年中国已经丢掉了全球劳动力成本最低的优势。如今，印度和墨西哥的劳动力成本都要比我们低。

案例七：越南金融危机

一、案情

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底下跌了约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。

二、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。

三、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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/618054076052006036>