

金融风险防范全书

JINRONG FENGXIAN FANGFAN QUANSHU

(一)

法律·经济大全
青苹果电子图书系列

金融风险防范全书

(一)

主编 罗锐韧

《金融风险防范全书》编委会

主 编：罗锐韧

副主编：李伏安 李永平 李奎

编 委：黄建军 孙剑华 孙秀梅 邓益志
刘似臣 王晓莹 金敬芝 宋 均
刘 蓉 高占斌 朱梅红 王忠先
贾浓铀 刘烈平 张艳玲 刘国开
任建宇 顾佳峰 林宏海 仝雪莹
王 虹 刘小林 甘 雨 翁 芹
杜海琴 赵勇军 崔 玉 符永红
奚 波 王宝滨 陈 洁 黄丽芳

前言

九十年代以来,随着世界政治格局多极化的趋势加强,随着世界经济的高速发展带来的国际间贸易合作的日趋频繁,国际金融市场风云变幻日益加剧,影响金融市场的因素日益复杂,金融风险不确定性的程度大大提高。

九十年代以来,世界范围内的金融危机此起彼伏。墨西哥金融危机造成的影响今天仍未根除;英国巴林银行因期货经营不善而倒闭、二百多年来的苦心经营瞬间化为灰烬的事实令人触目惊心;最近,席卷泰国、印度尼西亚、马来西亚、韩国、日本等国家和地区的金融风暴对东南亚国家经济造成了沉重的打击,回忆起当时外汇市场大起大落、世界股市狂跌暴涨的情形,人们仍然心有余悸,而且,至今仍然没有明显的迹象能说明这场风暴造成的影响将在今后多长时间期内消除,这一点更令人胆战心惊。

金融业的利润是高额,顷刻间能带来巨额财富,但风险也是巨大的,稍有不慎,亿万资产转眼间便化为无形,甚至还可能导致一场地区性的或是世界性的金融风波。

一个优秀的企业家不仅应有抓住时机赢得高额利润的能力,更应具备成功的防范巨大金融风险的素质,因为对于金融界来说,安全性的原则应是第一位的。如何将风险降低至最低限度,又不影响高额的金融利润是所有金融界人士所共同探讨的问题。

作为一部系统金融风险防范方面的工具书,本书始终贯穿着将风险防范于未然这一宗旨。全书共分为三部分:

第一编,金融风险防范。本编详尽介绍了当今世界金融市场上各类基本金融工具、金融衍生品的原理,风险产生的根源,风险防范的思想以及具体的风险防范措施,对与金融业相关的其他行业的风险防范也作了详尽的介绍。

第二编,金融监管。本编从金融机构自身的角度上,着重于对风险主体自身的监管,消除金融风险产生的内部原因,力求于建立一套严密的风险防范体系。

第三编,金融法律法规。本编则是金融法律法规汇编,阐述运用法律的手段防范和消除金融风险。

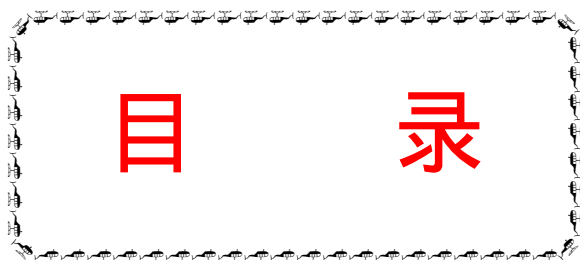
本书多处引用国际上近十数年来重大的金融风险事例,并加以详细的介绍和分析,唯求做到“前车之鉴,后世之师”。

全书内容详尽全面,结构严谨充实,分析精辟透彻,叙述生动晓畅。无论是战绩赫赫的金融巨子还是有望涉足金融业的其他人士,都应认真学习一下这部书。

本书编写中参考了国内外许多著名学者的文章和著作,因各种原因我们未能一一与之联系付酬和道谢,只能在此表示我们的谢意,希望能与我们建立联系,为中国的金融事业和社会主义建设事业而共同努力。

愿本书的每一位读者都能乘破浪行空之风,去暗壑浅滩之险。

《金融风险防范全书》编委会



第一编 金融风险防范

第一篇 金融风险防范基础

第一章 风险防范基础概述	(3)
第一节 风险的概念与本质	(3)
一、风险概念的不同学说	(3)
二、风险的定义	(4)
三、风险的本质	(4)
四、风险与不确定性	(6)
五、风险与危险	(7)
第二节 风险的属性与特征	(7)
一、风险的属性	(7)
二、风险的特征	(8)
第三节 风险的类别	(9)
一、按风险的潜在损失形态分类	(10)
二、按风险事故的后果分类	(10)
三、按产生风险的原因分类	(10)
四、按风险波及的范围分类	(11)
五、按损失产生的原因分类	(11)

六、按风险作用的对象分类.....	(11)
七、按风险能否管理分类.....	(11)
第四节 风险成本	(12)
一、风险损失的实际成本.....	(12)
二、风险损失的无形成本.....	(13)
三、预防或控制风险损失的成本.....	(13)
第二章 风险分析基础.....	(15)
第一节 风险识别	(15)
一、潜在风险分析.....	(15)
二、风险识别的方法.....	(19)
三、三类主要风险的识别.....	(33)
第二节 风险估计基础	(38)
一、风险估计的具体内容.....	(38)
二、风险估计的方法.....	(44)
三、风险估计中应注意的事项.....	(67)
第三节 风险评价基础	(68)
一、风险评价概述.....	(68)
二、定性风险评价.....	(71)
三、可靠性风险评价法.....	(74)
第三章 风险防范工具.....	(76)
第一节 避免风险	(76)
一、避免风险的评价.....	(77)
二、避免风险的适用.....	(77)
三、避免风险的实施和评估.....	(78)
第二节 损失控制	(79)
一、损失控制的评价.....	(79)
二、损失控制的分类.....	(80)
三、查询事故原因和教育培训.....	(84)
四、损失控制的责任.....	(86)
第三节 损失控制的实施	(88)
一、损失与风险因素的分析.....	(88)
二、选择损失控制技术.....	(94)
三、实施损失控制策略.....	(98)
四、检查与评估.....	(98)
第四节 损失控制措施实例	(99)

一、尘埃爆炸的原因	(99)
二、典型的尘埃爆炸损失案例	(100)
三、主要的损害防阻措施	(101)
第五节 结合与风险	(102)
一、结合法	(102)
二、风险转移的含义	(103)
三、转移风险的类别	(103)
四、转移与其他方式的比较	(104)
五、控制型转移的类别	(104)
 第四章 风险财务工具	(105)
第一节 风险财务工具概述	(105)
一、风险财务工具概念及作用	(105)
二、风险财务工具的种类	(105)
第二节 转移风险	(106)
一、转移风险的含义、特性及其作用	(106)
二、转移风险的种类	(107)
三、保险的转移风险	(107)
四、非保险的转移风险	(126)
第三节 自留风险	(135)
一、自留风险概念	(135)
二、自留风险的利弊分析	(137)
三、运用自留风险的前提	(141)
四、自留风险的实施	(143)
第四节 风险管理方案	(150)
 第五章 金融风险防范概述	(154)
第一节 金融风险基础概述	(154)
一、金融风险的定义	(154)
二、金融风险的性质	(155)
三、金融风险的种类和特征	(157)
四、金融风险的类别	(159)
第二节 金融风险防范的一般原理和步骤	(161)
一、风险识别、风险分析和风险估量	(161)
二、风险经营决策和风险管理目标	(165)
三、风险控制	(166)
四、风险损失的控制和弥补	(167)

五、风险政策的检讨	(168)
第三节 三个层次的金融风险防范	(168)
一、经营类的金融风险防范	(168)
二、管理类的金融风险防范	(170)
三、监管类的金融风险防范	(171)
第四节 金融风险防范的相关组织与手段	(172)
一、防范金融风险的各种组织形式	(172)
二、几种有创造性的金融风险防范手段	(173)
第六章 金融风险管理概述	(174)
第一节 金融风险管理的目标	(174)
一、金融风险管理的意义及作用	(174)
二、金融风险管理的目标	(176)
三、金融风险管理的基本原则	(179)
第二节 金融风险管理的程序	(181)
一、业务评价	(182)
二、对业务风险的分析评估	(184)
三、金融风险管理的技术选择	(187)
四、金融风险的损失控制	(190)
五、对风险的科学管理和决策	(193)
六、执行过程及结果的检查和信息反馈	(195)

第二篇 政治风险防范与管理

第一章 政治风险概述	(199)
第一节 政治风险定义	(199)
一、政治风险的内涵和外延	(199)
二、政治风险的内容	(201)
第二节 政治风险类型	(202)
一、国家政策调整造成的金融风险	(203)
二、国家制度变革造成的金融风险	(209)
三、国家政局动荡造成的金融风险	(212)
四、国家偿债能力造成的金融风险	(214)
五、通货膨胀或经济衰退造成的金融风险	(215)
第二章 政治风险分析	(217)
第一节 政治风险的识别	(217)

一、识别的原则	(217)
二、政治风险的识别方法	(220)
三、政治风险的分类识别	(223)
第二节 政治风险的估计	(226)
一、国家通货膨胀的估计	(226)
二、国家偿债能力的估计	(230)
第三节 政治风险承受能力的衡量	(233)
一、政治风险承受能力的含义	(233)
二、风险承受能力的衡量	(234)
第四节 政治风险的损失估计	(237)
一、政治风险可能造成的损失	(237)
二、政治风险损失的估计方法	(239)
 第三章 政治风险的防范与控制	(245)
第一节 政治风险概况	(245)
第二节 政治风险的管理	(247)
一、风险回避	(247)
二、风险抑制	(255)
三、风险转移	(260)
四、风险集合	(260)
五、风险自留	(262)

第三篇 利率风险防范和控制

第一章 利率风险综述	(267)
第一节 利率概述	(267)
一、利率的含义	(267)
二、利率水平的影响因素	(267)
三、利率的类型	(270)
四、利率的作用	(271)
第二节 利率风险的形式	(272)
一、信贷关系的发生	(272)
二、利率的波动	(273)
三、预期的利率与到期的市场利率的差异	(275)
 第二章 利率风险的评估	(276)
第一节 利率风险的产生原因	(277)

一、货币主义政策的采用	(278)
二、金融市场的新变化	(278)
三、经济周期对利率的影响	(284)
四、迅速增长的微观主体的债务是造成利率变动的一大原因	(285)
五、国际金融的影响	(286)
六、影响利率风险的微观因素	(286)
第二节 利率风险的预测	(287)
一、利率决定的一些理论	(287)
二、利率预测	(287)
第三节 利率风险的评估	(288)
一、期间分析	(289)
二、缺口分析	(290)
三、缺口分析与期间分析的结合	(294)
第四节 利率风险预测的技巧	(295)
一、经济计量预测方法	(295)
二、判断预测方法	(295)
三、技术预测方法	(296)
 第三章 利率风险的防范与管理	(297)
第一节 利率风险的防范	(297)
一、利率风险防范的必要性	(297)
二、利率风险的防范手段及其不完全性	(297)
第二节 利率风险的损失控制	(298)
一、利率风险损失控制的含义	(298)
二、利率风险损失控制的意义	(298)
三、利率风险损失控制的措施	(299)
四、利率风险损失控制的实施	(299)
第三节 利率风险的转嫁	(300)
一、金融期货的产生与发展	(300)
二、利率期货保值	(302)
三、利率期权保值	(306)
四、利率场外交易保值	(311)
第四节 利率风险的自留	(316)
第五节 利率风险防范与管理案例分析	(317)
一、利率期货套期保值	(317)
二、利率期权合同保值	(320)

第四篇 金融诈骗风险与防范

第一章 金融诈骗概况	(325)
第一节 金融诈骗在中国	(325)
一、金融诈骗智能化趋势明显	(325)
二、中国金融业的新变化是金融诈骗产生、发展的基础	(326)
第二节 金融诈骗产生的原因分析	(329)
一、心理原因	(329)
二、法制与制度原因	(330)
第三节 金融诈骗的内涵与防范对策	(331)
一、如何界定金融诈骗的内涵	(331)
二、金融诈骗的防范对策	(332)
第二章 商业银行实务中的诈骗防范	(333)
第一节 商业银行与中国银行商业化改革	(333)
一、商业银行的产生与发展	(333)
二、商业银行的职能	(333)
三、我国专业银行商业化改革	(334)
第二节 商业银行实务中金融诈骗分析与防范策略	(336)
一、新时期商业银行实务中金融诈骗的特点	(336)
二、商业银行实务中诈骗案件的特点	(337)
三、商业银行实务中诈骗案件产生的原因分析	(338)
四、转轨时期商业银行业务中诈骗防范措施	(339)
第三节 票据诈骗类型及其防范	(340)
一、汇票欺诈及防范	(341)
二、本票欺诈及防范	(347)
三、支票欺诈及防范	(349)
四、票据欺诈及其防范综述	(361)
第四节 银行信用证业务诈骗分析及其防范	(365)
一、信用证业务诈骗类型与内容分析	(365)
二、假冒信用证诈骗分析与防范	(369)
三、信用证“软条款”诈骗及其防范	(375)
四、伪造单据的信用证诈骗及其防范	(376)
五、信用证反诈骗综述	(378)
第五节 银行保函诈骗分析及其防范	(387)
一、保函欺诈类型分析	(387)

二、银行办理保函业务审查及反诈骗要点	(390)
三、各类保函业务审核及反诈骗要点	(403)
四、无条件保函与有条件保函的区别及业务实践	(408)
五、保函的附加条款在反无理索赔与欺诈行为中的业务实践	(410)
六、办理保函转开业务中反无理索赔与欺诈行为的要点	(412)
第六节 银行资产抵押业务诈骗分析及其防范	(415)
一、抵押欺诈的法律界定	(415)
二、金融企业反抵押欺诈的实务操作对策	(416)
三、不动产抵押贷款业务中的欺诈防范	(418)
四、房地产抵押业务中的欺诈防范	(420)
五、动产抵押业务的欺诈防范	(421)
第七节 其他银行融资业务诈骗分析及其防范	(425)
一、其他银行融资业务诈骗概述	(425)
二、集资投资诈骗类型与原因分析	(427)
三、利用各类经济合同进行的诈骗及其防范	(430)
四、融资诈骗防范措施	(432)
第八节 银行职员诈骗分析及其防范	(434)
一、国内金融系统职员的诈骗类型及其防范	(434)
二、西方银行职员的诈骗类型及其防范	(445)
 第三章 保险业务中的诈骗分析及其防范	(453)
第一节 保险欺诈动机及类型分析	(453)
一、保险欺诈的动机分析	(453)
二、保险欺诈的类型分析	(454)
第二节 保险欺诈分析及其防范	(455)
一、宏观角度	(455)
二、微观角度	(456)
第三节 财产保险的诈骗分析及其防范	(456)
一、财产保险诈骗概述	(457)
二、国内几种主要的财产保险简介	(460)
三、火灾保险中的诈骗防范	(462)
四、一揽子的财产保险的诈骗防范	(469)
五、机动车辆保险诈骗防范实务	(473)
六、海上保险的诈骗防范	(477)
七、财产保险诈骗的基本防范措施	(481)
第四节 责任保险诈骗分析及其防范	(486)
一、公众责任保险与其诈骗防范	(487)

二、产品责任保险与其诈骗防范	(489)
三、雇主责任保险与其诈骗防范	(490)
四、职业责任保险与其诈骗防范	(491)
五、第三者责任保险与其诈骗防范	(493)
六、责任保险欺诈的特点及防范对策分析	(497)
第五节 人身保险业务中的诈骗分析及其防范	(502)
一、人寿保险诈骗类型及其防范	(502)
二、人身意外伤害保险诈骗类型及其防范	(511)
三、健康保险诈骗类型及其防范	(518)
四、人身保险诈骗及其防范对策	(524)
第六节 保证保险业务中的诈骗分析及其防范	(528)
一、保证保险中欺诈行为的原因分析	(528)
二、保证保险中欺诈行为的动机	(529)
三、保证保险欺诈的类型与内容分析	(530)
四、保证保险诈骗的防范措施	(534)
 第四章 证券业务中的诈骗分析及其防范	 (537)
第一节 证券欺诈概述	(537)
一、证券欺诈的涵义	(537)
二、证券欺诈行为的分类	(538)
三、证券欺诈行为的特征	(538)
四、证券管理原则和证券欺诈行为	(539)
第二节 规范证券欺诈行为的法律研究	(540)
一、我国证券法律制度的指导原则	(540)
二、我国证券法规的立法概况	(544)
三、设立证券欺诈罪的必要性	(545)
四、证券欺诈罪的概念及特征	(546)
五、证券欺诈罪的立法原则和判别依据	(547)
六、证券欺诈罪的类型及其特征	(550)
七、证券欺诈行为人的法律责任	(554)
第三节 美国法律中对证券欺诈行为的规范	(557)
一、美国证券法律体系概要	(557)
二、美国有关证券欺诈罪的法律规定	(560)
第四节 证券内幕交易分析与防范	(566)
一、内幕交易概述	(566)
二、内幕人员的涵义	(568)
三、内幕信息	(571)

四、内幕交易类型与内容分析	(574)
五、内幕交易的法律管制	(576)
第五节 操纵市场行为分析及其防范	(587)
一、操纵市场行为概念	(587)
二、操纵市场行为的分类	(587)
三、操纵市场行为类型及其内容	(591)
四、操纵市场的防范与法律管制	(593)
第六节 虚假陈述行为防范	(601)
一、信息披露制度	(601)
二、虚假陈述行为	(604)
三、虚假陈述的法律管制	(605)
第七节 欺诈客户行为分析及其防范	(616)
一、欺诈客户行为概念的界定	(616)
二、欺诈客户行为的法律规范	(618)
三、对欺诈客户行为的法律管制	(626)
四、欺诈客户行为类型与内容分析	(627)

第五篇 信用风险防范与管理

第一章 信用风险	(631)
第一节 信用风险的涵义	(631)
一、信用	(631)
二、信用风险	(633)
第二节 信用风险的产生及原因	(635)
一、信用风险的产生与发展	(635)
二、影响信用风险的几个要素	(636)
三、信用风险产生的原因	(638)
第三节 信用风险种类	(639)
一、公司贷款风险	(640)
二、项目贷款风险	(645)
三、银行风险	(651)
第二章 项目信贷风险的防范与控制	(657)
第一节 项目信贷风险的评估	(657)
一、贷款项目评估与可行性研究	(657)
二、贷款项目评估的程序	(658)
三、贷款项目评估的内容	(660)

四、贷款项目评估报告	(662)
第二节 项目信贷风险的防范	(664)
一、项目贷款风险防范的原则	(664)
二、项目贷款风险的预防	(665)
第三节 项目信贷风险的财务分析	(667)
一、项目信贷风险的财务分析方法	(667)
二、考核贷款使用环节效益的指标	(672)
三、外汇项目贷款效益指标和测算方法	(673)
第四节 项目信贷风险的财务控制	(674)
一、会计	(674)
二、贷款项目审计	(677)
 第三章 公司信用风险分析	(678)
第一节 公司信用风险及产生的原因	(678)
一、公司信用风险的含义	(678)
二、信用风险的类型	(678)
三、公司信用风险产生的原因	(679)
第二节 对借款户财务报表的分析	(681)
一、财务报表的含义和种类	(681)
二、财务报表分析的目的、意义和作用	(682)
三、财务报表分析的方法	(682)
四、财务报表的项目分析	(684)
五、财务报表常用比率的分析及对风险管理意义	(688)
六、财务报表综合分析实例	(692)
第三节 公司信用风险的防范	(697)
一、创定科学的信贷政策	(698)
二、贷款的审核与检查	(704)
三、了解公司的经营情况	(706)
第四节 公司信用风险的财务控制	(709)
一、公司信用风险的转嫁	(709)
二、公司信用风险的分散	(711)
三、提高银行经营效益、自留风险	(714)
四、通过保险公司分散贷款风险	(716)
五、贷款的损失控制	(716)
 第四章 银行风险的分析评估	(719)
第一节 银行风险及产生原因	(719)

一、流动性风险及产生原因	(720)
二、风险资产与资本充足率	(721)
三、银行风险与盈利性的关系及取舍选择	(722)
四、坏帐、呆帐损失及产生的原因	(723)
五、债务危机导致的银行风险	(725)
第二节 银行风险的评估	(726)
一、一般程序	(726)
二、数学表示	(727)
三、财务比率分析法	(730)
第五章 银行风险的预防与控制	(732)
第一节 银行风险的防范	(732)
一、银行资产负债管理与风险预防的关系	(732)
二、银行资产负债比例管理的历史演变及原因	(734)
三、流动性风险及资本不足风险的预防措施	(737)
第二节 风险资产与资本充足原则	(742)
一、风险资产	(742)
二、资本充足原则介绍	(744)
三、分析二者的关系	(744)
四、巴塞尔协议	(746)
第三节 银行的存款保险	(749)
一、存款保险的产生及作用	(750)
二、存款保险的局限	(751)
第四节 信用风险管理的案例分析	(752)
一、盲目争揽业务的严重后果	(752)
二、完善抵押担保贷款办法	(754)
三、贷款发生过程中的有效控制	(756)

第六篇 金融衍生产品的风险防范及其管理

第一章 金融衍生产品概述	(761)
第一节 远期合约	(761)
一、远期合约	(761)
二、远期利率协议	(762)
三、远期外汇交易	(764)
第二节 期 货	(764)
一、期货合约和期货交易	(764)

二、期货交易制度	(766)
三、期货的功能及应用	(768)
四、股指期货	(770)
五、货币(外汇)期货	(771)
六、利率期货	(772)
第三节 互 换.....	(779)
一、利率互换	(779)
二、货币互换	(782)
三、变异互换产品	(783)
第四节 期 权.....	(785)
一、期权合约	(785)
二、期权的交易与结算	(786)
三、几种标准的期权	(788)
 第二章 金融衍生产品的风险及计量	(791)
第一节 金融衍生产品市场的风险体系.....	(791)
一、市场风险	(791)
二、信用风险	(792)
三、资金流量及承接力风险	(793)
四、操作风险	(793)
五、法律风险	(794)
第二节 市场风险计量的方法和基本概念.....	(794)
一、市场风险预测的不同方法	(795)
二、市场风险计量的基本概念	(798)
第三节 线性衍生产品的市场风险计量.....	(799)
一、金融市场波动的概率分布和统计特征	(799)
二、对波幅和相关系数的预测	(802)
三、利用 EWMA 进行预测	(807)
四、风险计量的标准化处理——资产的映射分解	(809)
第四节 非线性衍生产品的市场风险.....	(810)
一、参数分析法	(810)
二、蒙特卡罗模拟法	(811)
第五节 其他风险的测量与评估.....	(814)
一、信用风险	(814)
二、资金流量风险	(815)
三、操作风险	(816)
四、法律风险	(816)

第三章 金融衍生产品的风险防范及管理	(817)
第一节 对金融衍生工具的风险意识	(817)
一、金融衍生产品的风险特点	(817)
二、如何对待这种风险特点	(818)
第二节 机构金融衍生业务的风险管理体系	(819)
一、作为一个系统的机构风险管理工作	(819)
二、机构金融衍生业务风险管理的组织结构	(820)
三、机构金融衍生业务的主要制度	(824)
四、机构金融衍生业务风险管理的其他重要问题	(828)
第三节 金融衍生产品风险的管理	(838)
一、各类衍生工具的风险特征	(839)
二、市场风险的管理	(840)
三、信用风险的管理	(842)
四、流动性风险的管理	(844)
五、操作风险的管理	(845)
六、法律风险的管理	(847)
七、衍生工具风险管理案例：香港上市的衍生认股权证发行人的风险管理	(847)

第七篇 国际利率、汇率风险防范及管理

第一章 汇率风险及国际利率风险概述	(851)
第一节 外汇与汇率概述	(851)
一、外汇的涵义和分类	(851)
二、外汇的职能	(852)
三、汇率的涵义和分类	(854)
四、汇率制度	(857)
第二节 汇率风险	(860)
一、名义汇率风险与实际汇率风险	(860)
二、交易风险与折算风险	(861)
第三节 国际利率风险	(875)
一、国际商业银行贷款方式下的国际利率风险	(876)
二、发行或购买国际债券方式下的国际利率风险	(882)
第二章 国际金融风险防范及管理	(887)
第一节 国际金融风险的识别	(887)
第二节 国际金融风险的测量	(888)

一、估计经济损失发生的概率	(888)
二、测算经济损失的严重程度	(890)
第三节 国际金融风险的控制	(896)
一、选择和实施国际金融风险管理的战略	(897)
二、选择和实施国际金融风险管理的方法	(898)
第四节 汇率风险防范及管理	(900)
一、几点说明	(900)
二、非借助金融市场交易的汇率风险管理方法	(900)
三、借助金融市场交易的汇率风险管理方法	(905)
第五节 国际利率风险防范及管理	(918)
一、几点说明	(918)
二、非借助创新的金融工具的国际利率风险管理方法	(919)
三、借助创新的金融工具的国际利率风险管理方法	(923)

第八篇 证券风险分析与防范

第一章 证券投资风险概述	(937)
第一节 证券投资风险基础知识	(937)
一、证券投资风险的概念及特征	(937)
二、证券投资风险的历史追溯	(942)
第二节 证券投资风险类别分析	(944)
一、系统性证券投资风险	(944)
二、非系统性证券投资风险	(946)
第三节 证券投资收益分析	(947)
一、证券投资收益的概念与类别	(947)
二、债券投资收益	(954)
三、股票投资收益	(972)
第四节 证券投资风险与收益对比分析	(983)
一、证券投资风险与收益的辩证关系	(983)
二、风险与收益图	(984)
三、系统性风险对证券投资收益的影响	(986)
四、非系统性风险对证券投资收益的影响	(987)
第二章 证券投资风险的定量分析与评估	(989)
第一节 证券投资风险预测：方法与技术	(989)
一、证券投资风险预测的依据	(989)
二、证券投资风险的预测方法	(990)

三、证券投资风险预测的内容	(1003)
第二节 证券投资风险的相关因素分析	(1005)
一、市场利率风险与证券投资	(1005)
二、购买力风险与证券投资	(1009)
三、国际政治及外汇风险与证券投资	(1010)
四、市场周期波动风险与证券投资	(1015)
五、经营风险与证券投资	(1016)
六、违约风险与证券投资	(1018)
第三节 证券投资风险的衡量评估	(1021)
一、算术法	(1021)
二、概率衡量法	(1022)
三、证券组合的风险衡量法	(1023)
第三章 证券风险的防范与管理	(1028)
第一节 证券风险的防范	(1028)
一、证券风险防范的基本原理	(1028)
二、证券风险防范的基本措施与策略	(1029)
第二节 证券投资风险的损失控制	(1036)
一、损失控制的含义与措施	(1036)
二、损失控制的时机选择	(1041)
第三节 证券风险的转嫁手段	(1043)
一、股票指数期货交易	(1043)
二、股票期权交易	(1052)
三、股票指数期货的期权交易及股票指数期权交易	(1053)
第四节 证券投资策略	(1055)
一、分散投资与风险三角	(1055)
二、分散投资策略	(1055)
第五节 证券投资风险自留	(1061)
一、证券投资风险自留的定义及特征	(1061)
二、证券投资风险自留的作用及局限	(1062)

第九篇 其他类风险防范及管理

第一章 债务风险的防范与管理	(1067)
第一节 债务风险的概念与种类	(1067)
一、债务风险的概念	(1067)
二、债务风险的种类	(1067)

第二节 债务风险管理的原则和策略	(1070)
一、债务风险管理的原则	(1070)
二、债务风险管理的策略	(1071)
第三节 债务风险控制的内容与措施	(1072)
一、债务风险控制的内容	(1072)
二、外汇风险的保值措施	(1075)
 第二章 国际储备风险防范及管理	(1091)
第一节 国际储备概述	(1091)
第二节 国际储备风险概述	(1092)
一、汇率风险	(1092)
二、利率风险	(1092)
三、安全风险	(1092)
第三节 国际储备风险控制	(1093)
一、国际储备风险控制的必要性	(1093)
二、国际储备风险控制措施	(1093)
第四节 我国的国际储备风险控制	(1095)
 第三章 国际筹资与投资风险防范及管理	(1097)
第一节 国际筹资风险及其防范	(1097)
一、国际筹资方式概述	(1097)
二、国际筹资风险涵义	(1098)
三、筹资风险的控制方法	(1100)
第二节 国际投资风险及防范	(1102)
一、国际投资的方式概述	(1102)
二、国际投资风险的涵义	(1103)
三、国际投资风险的防范措施	(1104)
 第四章 银行业风险的防范及管理	(1106)
第一节 银行和银行控股公司的风险分析	(1106)
一、银行的营业环境	(1106)
二、银行业面临的管理环境	(1107)
三、银行业在国内整个金融系统中的地位	(1108)
四、银行的经营管理和风险	(1109)
五、银行控股公司的特殊风险分析	(1110)
第二节 银行业的信用评估	(1112)
一、银行资本	(1113)

二、银行业的资产质量.....	(1114)
三、银行业的管理质量.....	(1115)
四、银行业的盈利.....	(1116)
五、银行业营运资金的流动性.....	(1116)
第三节 银行业风险管理	(1118)
一、银行业风险管理概述.....	(1118)
二、流动性风险管理.....	(1120)
三、资产风险管理.....	(1124)
四、利率风险管理.....	(1126)
五、其他风险管理.....	(1127)
 第五章 保险公司风险防范及管理	(1128)
第一节 保险公司风险的类型	(1128)
一、市场竞争风险.....	(1128)
二、营业风险.....	(1130)
三、保险金投资的风险.....	(1131)
四、利率、汇率和通货膨胀风险	(1132)
五、其他风险.....	(1133)
第二节 人寿保险公司的信用评估及风险管理	(1134)
一、寿险公司的信用评估.....	(1134)
二、人寿保险公司的风险管理.....	(1139)
第三节 非人寿保险公司的信用评估及风险管理	(1141)
一、非人寿保险公司的信用分析.....	(1141)
二、非人寿保险公司的风险管理.....	(1143)
 第六章 其他金融机构的风险防范和管理	(1145)
第一节 证券公司的风险防范和管理	(1145)
一、证券公司面临的风险.....	(1145)
二、证券公司的信用评估.....	(1145)
三、证券公司的风险管理.....	(1149)
第二节 共同基金的风险防范和管理	(1152)
一、共同基金风险概述.....	(1152)
二、共同基金的信用评估.....	(1152)
三、共同基金的风险管理.....	(1154)
第三节 房屋互助协会等金融机构的风险防范和管理	(1157)
一、房屋互助协会面临的风险状况.....	(1157)
二、房屋互助协会的信用评估.....	(1158)

三、房屋互助协会的风险管理.....	(1159)
四、信托投资公司的风险管理.....	(1161)
第七章 国际金融机构的风险防范及管理	(1162)
第一节 国际金融机构的信用评估	(1162)
一、国际开发银行具有优先债权人的地位.....	(1163)
二、资本构成.....	(1164)
第二节 国际金融机构的风险类型	(1165)
一、国家风险.....	(1165)
二、汇率风险.....	(1170)
第三节 国际金融机构的风险管理	(1171)
一、开发计算机系统实行风险评估和管理.....	(1172)
二、营业谨慎政策.....	(1173)
三、亚洲开发银行的汇率风险总库制.....	(1179)
第八章 金融机构授信风险的防范与管理	(1181)
第一节 企业的信用评估	(1181)
一、企业风险的种类.....	(1181)
二、企业信用评估的原则.....	(1182)
三、企业信用评估的主要措施.....	(1185)
四、调查企业的方法.....	(1186)
五、企业的财务分析.....	(1186)
第二节 工业公司的信用评估	(1195)
一、国家政策和产业政策发展趋势的影响.....	(1195)
二、管理人员品质的影响和分析.....	(1197)
三、公司基本营业状况的分析.....	(1198)
四、公司结构的分析.....	(1200)
第三节 公用事业公司的信用评估	(1201)
一、公司经营特点的分析.....	(1201)
二、公用事业公司经营状况的评估.....	(1202)
三、公司财务统计资料的分析.....	(1206)
第九章 我国金融业风险管理概况和发展前景	(1209)
第一节 我国金融业的风险管理	(1209)
一、银行和非银行金融机构的风险管理.....	(1209)
二、中国人民银行对金融业的风险监管.....	(1221)
第二节 深圳市金融业风险管理的概况	(1223)

一、深圳市银行业风险管理的概况	(1223)
二、深圳市非银行金融机构的风险管理	(1233)
第三节 我国金融业风险管理的发展前景	(1238)
一、国际金融业的发展和风险管理的特点	(1238)
二、我国金融业风险管理的发展趋势	(1241)

附 录

附录一 八十年代发展中国家债务危机	(1249)
一、债务危机的爆发及其原因	(1250)
二、债务危机的特点	(1258)
三、西方国家解决危机的方案	(1270)
四、债务国的联合行动与主张	(1277)
五、解决债务危机的一种尝试——债务资本化	(1280)
六、国际货币基金组织、世界银行与拉美债务	(1285)
七、拉美国家对经济的调整	(1293)
附录二 亚洲金融危机的回顾与反思系列	(1298)
一、认识索罗斯	(1298)
二、金融动荡为何从东南亚开始——“苍蝇不叮无缝的蛋”	(1299)
三、令人不堪回首的动荡	(1300)
四、一场真正的较量	(1302)
五、较量的结果	(1303)
六、东南亚何时苦尽甘来	(1304)
七、“香港保卫战”胜之不易	(1305)
八、泰铢风波对中国有影响吗	(1306)
九、日本政府的金融紧急对策	(1309)
十、韩国成为亚洲金融风波新热点	(1310)
十一、游资施虐东南亚 国人要提高警惕	(1315)
十二、世界金融：一个面临风险与挑战的领域	(1319)
附录三 几起重要的金融衍生品风险事故	(1324)
一、中国国债期货市场的“327”事件	(1324)
二、英国巴林银行倒闭风波及其影响	(1335)
三、住友事件概述	(1341)

第一编

金融风险防范

第一篇 金融风险防范基础

第一篇

因素均与人有关,在实务操作上往往难以区分,因此保险人为了避免区分二者的困扰,仅将风险因素分为两类:物质风险因素和人为风险因素,即把道德风险因素和心理风险因素并称为人为风险因素。

(二) 风险事故 (Peril)

风险事故是指造成生命财产损失的偶发事件,它是造成损失的直接原因或外在原因,是损失的媒介物,即风险只有通过风险事故的发生,才能导致损失。如汽车刹车失灵酿成车祸,而导致人员伤亡,其中刹车失灵是风险因素,车祸是风险事故。如果仅有刹车失灵而未发生车祸,则就不会造成人员伤亡。对于某一事件,在一定条件下是造成损失的直接原因,则它为风险事故;而在其它条件下,可能是造成损失的间接原因,则它为风险因素。如下冰雹,使得路滑,而发生车祸,造成人员伤亡,这时冰雹是风险因素,车祸是风险事故。若当冰雹直接击伤行人,则它是风险事故。

(三) 损失 (Loss)

在风险管理中,损失是指非故意的、非计划的和非预期的经济价值之减少。很显然,这与通常意义下损失一词的范围要狭窄得多。从上述定义可知,风险管理中的损失,必须同时满足下述二个条件:一是非故意的、非计划的、非预期的;二是经济价值的减少,即损失必须能以货币单位来衡量。此二条件缺一不可,如折旧,是固定资产自然而有计划的经济价值之减少,虽满足第二个条件,但不满足第一个条件,故折旧不能称为损失;如一个人由于生了一次病,而使其智力下降,它虽然满足第一个条件,但不满足第二个条件,故也不能称智力下降为损失。

保险实务中,将损失分为直接损失和间接损失两种,前者指实质的、直接的损失;后者指额外费用损失、收入损失和责任损失。任何一次风险事故所造成的损失形态均离不开上述范畴。如一工厂遭受火灾,被烧毁的厂房和财物,称为直接损失;由于厂房被烧毁而无法正
常生产,使其收入减少,称为收入损失;由于无法正常生产,不能按约如期向客户供货,而造成违约,所付出的违约罚款,称为责任损失;要修复被烧毁的厂房和设备,而支付的费用,称为额外费用损失。

风险因素、风险事故和损失三者之间的关系可用图 1.1.1 表示。

从下图可以看出风险与损失之间的关系:①风险存在与发生的可能性决定了损失发生的可能性,风险发生的概率越大,损失出现的概率也越大。反之亦然;②风险通过损失表现出来,其大小取决于所致损失概率分布的期望值和标准差;③风险发生的不确定性,决定了风险所致损失发生的不确定性。因此风险所致损失的后果无法作准确的估测,而其他事件(如自然磨损)所致损失的后果可准确预测。

而对那些只导致盈利,或不会产生损失的不确定性事件不能称为风险事件。风险是客观存在的,它不以人们的意志为转移,且可用客观尺度测度其大小。而不确定性则是人们对客观事物的一种主观判断,无法以客观尺度去量度。不确定性程度的高低,取决于判断人对被判断事物的认识程度,个人的经历、性格等诸多因素。对同一事件,不同的人,甚至同一个人不同时期,判断的不确定性程度可能会相差很远。如对同一栋面临火灾风险的建筑,判断者甲由于对火灾的发生规律有较深的认识,他对火灾发生的可能性的估测较接近实际情况。而判断者乙对火灾了解甚少,他可能认为火灾发生的可能性很小,甚至不会发生,因而疏于防范。

五、风险与危险

危险(danger)是指发生风险事故可能性很高的风险因素。那些发生风险事故可能性很高的物质风险因素称为物质性危险,如危房、悬崖;发生风险事故可能性高的人为风险因素称为人为性危险,如职业犯罪分子。描写风险的数学工具是概率论,而物质性危险是系统所处的状态,可以运用精确数学描写。如悬崖,可以用系统的状态高度来精确表达它的危险程度。随着高度的增加,愈来愈危险。当一个人站在悬崖边上,就产生了坠崖的可能性,即面临着坠崖的风险。他稍一疏忽或稍稍受到外力的作用,就有可能从悬崖上掉下去。

第二节 风险的属性与特征

一、风险的属性

（一）自然属性

自然界中的规则运动,为人类的存在和发展提供了条件。然而它的不规则运动,却为人类的生命财产带来损失,如地震、洪水、泥石流等,这就是人类从地球上出现以来,直到现在所面临的自然风险。它们是自然界运动的一部分,只有与人们的生命财产联系在一起才构成风险。它们虽然遵循一定的运动规律,但由于人们对其认识和了解很少,从而认为它们的发生是不规则的,是难以准确预测的。另外,其破坏力极其巨大,因而人类即使认识了它,也无法采取措施进行控制。这就构成了风险的自然属性。

（二）社会属性

风险的社会属性首先体现在社会的运动,必然会导致使人们生命财产遭受损失的风险出现,如私有财产的出现,产生了盗窃风险;原子能的利用,产生了核污染风险。其次体现在风险的结果由整个社会承担,虽然绝大多数风险所产生的损失从表面上看仅影响个人,或家庭,或一个单位,或局部地区。但就整个社会来看,总有一部分财物灭失了。另一方面,有时个人或单位无力承受所遭受的损失,必然会寻求社会分担其损失,这就是保险、慈善机构出

险既可属于纯粹风险,又可属于投机风险。

四、按风险波及的范围分类

按风险波及的范围可将风险分为特定风险(Particular Risk)和基本风险(Fundamental Risk)。特定风险是指起因于某特定个人,损失亦仅影响到个人,而基本风险则与团体有关,起因于团体,损失亦影响整个团体。按此标准分类,对某些风险会因为时代背景和观念的不同而有所不同。如失业,过去认为是特定风险,现在则视为基本风险。通常特定风险多属纯粹风险,而基本风险则包括纯粹风险和投机风险。特定风险的风险因素在一定程度上能加以控制,而後者的风险因素往往无法加以控制,如经济、政治等因素。

五、按损失产生的原因分类

按损失产生的原因可将风险分为自然风险(Natural Risk)和人为风险(Personal Risk)。

（一）自然风险

自然风险是指在自然力的作用下,导致物质毁损或人员伤亡的风险。如风暴、洪水、地震等。

（二）人为风险

人为风险是指造成物质毁损和人员伤亡的直接作用力与人的活动有关。根据人们的不同活动,人为风险又可分为行为风险(Behaviour Risk)、经济风险(Economic Risk)、政治风险(Political Risk)、技术风险(Technological Risk)。

(1)行为风险是指由于个人或团体的过失、疏忽、侥幸、恶意(盗窃、抢劫)等不当行为所导致的风险,造成财产受毁、人员伤亡的后果。

(2)经济风险是指人们在从事经济活动中,由于经营管理不善、市场预测失误、价格波动、消费需求发生变化、通货膨胀、汇率变动等所导致经济损失的风险。

(3)政治风险是指由于政治原因,如政局变化、政权的更替、战争、罢工、种族冲突等引起社会动荡而造成财产毁损、人员伤亡的风险。

(4) 技术风险是指由于科学技术的发展, 伴随而来的风险。如核燃料的出现, 伴随而来的是核辐射风险, 伴随汽车出现的是车祸、空气污染、噪声污染等风险。

六、按风险作用的对象分类

按风险作用的对象可分为微观风险(Micro-Risk)和宏观风险(Macro-Risk)两种。微观风险是指存在于个人、家庭、企业中的风险。宏观风险则是指存在于国家和国际跨国公司之中的风险。

七、按风险能否管理分类

按风险能否预测和控制分为可管理风险(Manageable Risk)和不可管理风险(Non-Manageable Risk)两种。可管理风险是指可以预测、可以控制的风险。不可管理风险是指无法预测和无法控制的风险。风险能否管理,取决于所收集资料的多少和管理技术的水平。

在威胁的分析。

表 1.2.1 风险损失清单表

A. 直接损失风险

1. 无法控制和无法预测的损失

- (1) 电力中断: 闪电、烧毁及各种损坏
- (2) 物体下落: 飞机失事、陨石、树
- (3) 地壳运动: 火山、地震、滑坡
- (4) 声音及震动波: 喷气机、震动
- (5) 战争、暴力、武装冲突及恐怖行动。
- (6) 水损: 洪灾、水位提高、管道破裂等
- (7) 冰、雪损害
- (8) 风暴: 台风、飓风、龙卷风、冰雹
- (9) 土地下沉、倒塌、腐蚀

2. 可控制和可预测的损失

- (1) 玻璃或其它易碎物品的破裂
- (2) 毁坏: 工厂设施的毁坏
- (3) 起始或降落时的碰撞: 飞机碰撞、船舶碰撞
- (4) 污染: 流体、固体、气体放射污染
- (5) 腐蚀
- (6) 雇员疏忽或大意
- (7) 爆炸事故
- (8) 环境控制失败所致损失: 气候、温度、气压
- (9) 咬伤: 动物或昆虫等
- (10) 火损
- (11) 建筑物损坏: 倒塌
- (12) 国际性的毁坏
- (13) 航海风险
- (14) 物体变化所致损失: 收缩、蒸气、变色、变质、膨胀
- (15) 油箱或管道破裂
- (16) 烟损、污点
- (17) 物体溢出、漏出
- (18) 电梯升降故障
- (19) 交通事故: 翻车、碰撞
- (20) 无意识过错

1. 所有直接损失的影响: 供给、顾客、财产、人身或财产转移、雇员
2. 附加费用增加
3. 资产集中损失
4. 样式、品味和需求的变化
5. 破产
6. 营业中断损失
7. 经济波动: 通货膨胀、汇率波动、危机与萧条
8. 流行病、疾病、瘟疫
9. 技术革命: 折旧费增加
10. 版权侵权
11. 管理失误: 市场、价格、产品、投资等

1. 航空责任
2. 运动责任
3. 出版商责任
4. 汽车责任
5. 契约责任
6. 雇主责任
7. 产品责任
8. 职业责任

• 17 •

失风险和第三者责任风险。这种分析表的特点是:①从企业的整体角度分析企业的风险,而不仅包括可保风险;②资产与损失对照列出可使经济单位有一简明整体的方式,有效地实施风险管理。现将该表结构列示如下(参见表 1.2.2):

表 1.2.2 资产——损失分析表

资产

A. 有形实质资产

1. 不动产

- (a) 建筑物(略)
(b) 地下财产(略)
(c) 土地(略)

2. 个人财产

- (a) 机器设备(略)
- (b) 家用器具
- (c) 电子资料处理设备
- (d) 改良物
- (e) 存货
- (f) 艺术品、珠宝
- (g) 安全设施
- (h) 有价文物

3. 其他财产(略)

B. 无形资产(略)

可能潜在的损失

A. 直接损失

1. 一般不可控制和预测之损失(略)
2. 一般可控制和可预测之损失(略)

B. 间接损失(略)

C. 第三者责任损失(略)

(三)自行设计的风险清单

风险清单不仅列出了经济单位潜在风险损失,而且也是分析风险事件原因的一个基本方法。除了使用公布的风险潜在损失一览表外,经济单位还可以建立自己的一览表,这是一项费时的工。但建立一览表,能使风险经理考虑另外一些在公布的一览表中未包括的潜在损失。某些公布的一览表往往站在保险人立场上(设计的常常是容易保险或是个别保险人愿意承保的风险),而风险经理则要有具有宽阔的眼界。当然,从使用公布的一览表作为

出发点,风险经理能够避免遗漏任何较普遍的各种损失。自行设计潜在风险损失表的理由还有:风险经理可根据对自己怎样最有利而排列问题。在实务中,一般从管理要求的角度,将有关潜在损失的风险按适合保险的类型分类,如火灾保险、汽车保险、犯罪保险等。下面是一个可供选择的分类方法。

1. 财产损失

(1)直接损失。它涉及需要替换或修复损坏的或遗失的财产。

(2)间接损失。比如,需要拆除遭受直接严重损坏建筑物的剩余部分。

(3)净收入损失。比如,由于直接损失导致建筑物无法租赁而使经营中断。

2. 责任损失

产生于损坏或毁坏他人财产或伤害他人人身。

3. 人身损失

(1) 由于雇员、顾客或业主死亡、残废或年老而使企业本身蒙受的损失。

(2) 由于人员的死亡、残废、年老或失业,而使他们的家庭或他们自己蒙受的损失。

二、风险识别的方法

风险识别的第二步是利用第一步产生的潜在风险损失一览表,去发现和描述特定企业面临的各种损失。因为一览表上逐一列出企业面临的种种风险,所以在此基础上,风险管理人员就可将这些风险与企业的经营活动联系起来考察。密切注意一览表中的哪一种风险可能会出现,并引起何种损失,这样就可以直接采取种种对策来防止风险发生。如分析火灾或爆炸风险,就可通过考察厂房或场地内外有无引起火灾或爆炸的风险源,如电气风险、化学风险、发热风险和生产过程中的风险;厂房内的防止故意纵火的安全装置等。影响火灾蔓延和加剧的特殊因素主要有:建筑物的类型、是否安装灭火装置,其它灭火及警报设备。

风险管理人员需非常熟悉企业的财产、经营和人事,以致他能根据一览表中的每项潜在损失识别企业的风险,并找出企业面临这种潜在损失的各种原因。不过,由于大多数企业经营复杂化、多样化和动态化,所以一个研究特定企业所有方面的较为系统的方法极为有益。这些方法中有保险业、风险管理协会等机构设计的风险分析问询表格,如保险调查表、保单对照分析表;有企业自行运用的风险列举法,如财务报表法、流程图法;还有从预测和决策科学中借鉴的方法,如专家调查法、幕景分析法、决策树分析法等等。

在研究这些方法之前,需要强调三点。首先,没有一种风险识别方法或程序是没有缺陷的,或称得上是万无一失的。风险管理人员应根据企业的性质、规模和自身可利用的这方面的技术,选择最适合当前情况的那种方法或方法组合;同时风险管理人员不应当仅仅依赖任何一种方法,每一种方法都是另一种方法的补充;其次,由于风险是随时存在的,新科技、新产品、新道德观均可能改变原来的风险的性质,也可能增加了前所未有的风险,因此风险识别必须是一个连续不断的过程;再者,针对潜在损失一览表应用于企业的风险分析,可能会发现了一览表本身应当纠正的某些偏差。

（一）保单对照法

保单对照法是经常运用的一种保险调查法。它是由保险公司将现有各种保单与风险分

图 1.2.1 总体经营流程图

运用流程图,有助于揭示出企业生产流程中的薄弱环节,从而发现流程受阻时所造成的潜在损失。通过分析原材料供应、生产、销售等环节的流程图(图 1.2.1),有助于发现有关损失。

(1)潜在财产损失:原材料运到制造厂阶段是否受阻(车祸、塌方、路阻),制造厂生产过程中断、机器故障等造成种种损失,产品在销售阶段因包装或运输受阻而造成产品损坏等。所以运载工具、厂房和机械设备、在产品、产成品等都可能在生产或运输过程中遭受物质和人为风险事件而产生损失。

(2)潜在责任风险:因产品质量问题造成对消费者身体的危害;因锅炉爆炸引起周围人员伤亡和财产的损毁所负责任,以及其它过失行为所致的责任事故。

(3)潜在人身损失:经理和关键技术人员的死亡或伤残对企业的潜在损失,或雇员因家庭成员死亡、疾病退休、失业等所致损失。

(四) 财务报表法

任何单位的财务状况都是识别企业可能存在的各种潜在风险损失的重要环节。财务报表法就是由此提出的一种系统方法,它用于确定一特定企业会遭受上述潜在风险损失一览表中的哪些损失,以及在何种情况下会遭致这些损失。

具体地说,财务报表法是按照企业的资产负债表、财务目标、损益计算书等资料,对企业的固定资产和流动资产的分布进行风险分析,以便从财务的角度发现企业面临的潜在的风险和财务损失。众所周知,对一个经济单位而言,财务报表能综合反映其财务状况,经济实体存在的许多问题均可能从财务报表中反映和表现出来。企业的总帐和成本科目的帐面数据,不仅可以说明企业的业务类型、原材料供应单位和客户的详尽情况,而且可以说明资金融通、资金流向和资金运动的信息。通过对厂房、仓库的建筑等级、结构、易燃易爆物品的堆放处所设安全设备状况的分析,对各种物资的自然属性与经济用途进行分析,可以识别其内在、外在的风险,分析风险发生的可能性和风险事故对企业生产财务可能造成的损失。从财务报表中,也可反映出企业由于自身的种种原因,或原材料供应单位因种种原因,无法为企业

1. 集思广益法

2. 德尔菲(Delphi)法

故障树就是利用图解的形式将大的故障分解成各种小的故障,或对各种引起故障的原因进行分解。由于图的形状像树枝一样,越分越多,故名故障树,这是分析方法的有利的工具。与故障树相似的还有概率树和决策树等。

```
graph TD; A[放射性物质污染] --> B[天体或核爆炸影响]; A --> C[水质污染]; A --> D[火山喷射放射性物质]; C --> E[事故]; C --> F[地层岩石的压力与运动]; C --> G[浸蚀]; C --> H[钻井意外事故]; C --> I[放射物储藏的突然泄露]; C --> J[矿井传动装置的错误封闭];
```

(八)幕景分析法

当我们要进行长时期的决策时,或者当需要考虑各种技术、经济和社会因素的影响时,需要有一种能辨识关键因素及其影响的方法。同样在进行风险分析时也需要一种辨识能引起危险的关键因素及其影响程度的方法。幕景分析(Scenarios Analysis)便是这样一种方法。一个幕景就是一项事业或某个企业未来某种状态的描绘,或者按年代的梗概进行描绘。这种描绘可以在计算机上进行计算和显示,也可用图表、曲线等进行描述。由于计算复杂和方案众多,一般都应当在计算机上进行。研究的重点是,当某种因素变化时,整个情况会是

怎样的？会有什么危险发生？像电影上一幕一幕的场景一样，供人们进行研究比较。幕景分析结果，都是以易懂的方式表示出来，大致可分两类：一类是对未来某种情况的变化链。例如它可向决策人员提供未来某种投资机会的最好的、最可能发生的和最坏的前景，并且可详细给出这三种不同情况下可能发生的事件和风险，供决策时参考。

幕景分析法在识别风险的功能作用主要表现为：

- (1)提醒决策者注意某种措施或政策可能引起的风险或危机性的后果;
- (2)建议需要进行监视的风险范围;
- (3)研究某些关键因素对未来过程的影响;
- (4)在技术飞速发展的今天,提醒人们注意某种技术的发展会给人民生活带来哪些风险(如环境污染);
- (5)当有各种相互矛盾的幕景时,幕景分析就显得格外有用,一般常常在两个和六个幕景中进行选择,每端有两个幕景,中间有两个最可能的情况,通常把他们选作基本情况。

由上述关于幕景分析的论述可看出,幕景分析是增强精确分析未来的能力的一种思维程序,但这种方法也有很大的局限性,即所谓“隧道眼光”(tunnel vision)现象,即好像从隧道中观察外界事物一样看不到全面情况,因为所有幕景分析都是围绕着分析者目前的考虑、价值观和信息水平进行的,因此就可能产生偏差。这一点需要分析和决策者有清醒的估计,可与其他方法结合使用。

在风险识别中,采用幕景分析方法主要是对风险和有关损失事件进行全面筛选、监测和诊断,以便对风险有较全面的认识。一般而言,筛选、监测和诊断是密切相连的。筛选法是用某种程序将具有潜在风险的产品、过程、事件、现象及人员进行分类选择的风险识别过程。监测是在某种风险出现后对事件、过程、现象、后果进行观测、记录和分析的过程。诊断是对风险及损失的前兆、风险后果与各种起因进行评价和诊断,找出主要原因并进行周详的检查。

古德曼(Goodman)在 1976 年提出了一个描述筛选、监测和诊断关系的风险辨识各元素序列图。他认为上述三种过程都使用着相似的元素——疑因估计、仔细检查和征兆鉴别,但其顺序不同,如图 1.2.3 所示。

应用筛选法识别风险,可以分析潜在的种种不定因素,理清哪些因素明显地可能引起风险损失,哪些因素可以暂时排除,哪些因素对产生风险及损失的影响不甚明了,还可以对已经有所识别的潜在风险作更深入的分析,对风险发生的不同可能性,对风险不同后果进行筛选归类,以便风险管理者在筛选的基础上用不同的方式处理不同的风险。

在对引起风险的因素及各种风险事件进行筛选的基础上,对其进行监测,密切注意风险因素的变化和风险事件的发展,以便及时向人们发出警报;如地震监测、台风监测、环境监测等,对风险的识别都具有非常重要的意义。现在监测手法的范围已远远超越国界,形成全球性的风险监测网络。这对于及时传递、交流各种信息、准确监测各种风险事件,减少和消除风险发生的可能性有积极作用。

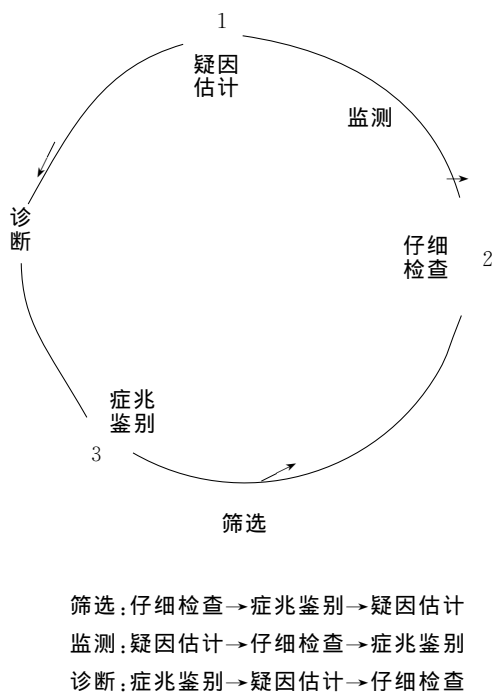


图 1.2.3 古德曼风险辨识序列图

诊断也是幕景分析法的一个重要环节,诊断技术长期和普遍地应用于医疗领域,近年来已迅速扩展到其他领域,在经济领域出现了企业风险诊断、投资风险诊断、银行贷款风险诊断、外汇风险诊断等。这些诊断方法的应用旨在制定和实施决策前了解风险的程度如何,哪些环节最容易发生风险,风险可能引起的最坏后果是什么等。因而,无论是企业,投资者,还是银行都必须重视进行综合诊断。

所谓综合诊断,是对企业经营活动从总的方面作出评价和分析,使经营诊断者能统观全局,为下一步更为具体的工作打好基础。诊断的方法很多,可以为企业自行组织进行,也可请外部专家或咨询机构进行,或两者相结合。就企业风险而论,综合诊断的主要内容是对企业一般状况以及企业收益性、生产性、成长性、安全性、流动性进行评价分析。对银行贷款的综合诊断主要是对安全性、流动性、盈利性进行评价和分析。

（九）风险识别中应注意事项

风险识别实质上就是应用有关知识、方法,对风险事件、风险起因和后果进行推断和认识的过程,随着科学技术的发展及经验的积累,风险识别的方法会越来越完善、科学和合理。下面介绍风险识别中未经系统整理的方法,它们也是风险识别中在运用前述方法的同时应注意的事项。

1. 现场视察

现场视察对风险管理者非常必要。通过直接观察企业的各种设施以及进行的各种操作,风险管理者能够更多地了解企业面临的各种风险。

2. 与其他部门相互配合

在识别风险时,风险管理者还应与其他部门进行系统地、连续地相互配合。这些配合包括:①风险管理者应全面了解其他部门的各种活动。在由这些活动产生的各种潜在损失期间,他们应与其他部门的经理和雇员广泛地进行接触。例如,采用流程图分析法时,最好能与部门的主管密切交换意见,相互讨论。了解详细的作业过程,才能有效地运用这种方法;②风险经理应经常从其他部门听取口头报告或阅读其书面报告,这些报告可以主动提交或根据正规报告机构的要求提交,以使风险经理了解一切有关情况。这些部门时常产生或注意到风险经理没有注意到的各种风险。实际上,风险管理者在风险识别上的成功,主要取决于其从其他部门得到的合作。

不幸的是,风险管理者常常是在新风险产生很久之后才听说这回事。例如,企业的某项新业务已进行了一段时间,而在这段时间里,企业就可能遭受未被风险管理计划所考虑的某些严重的损失。

3. 损失资料的统计整理

无论是现场视察,还是与其他部门相互配合,都说明一个重要问题,就是在复杂多变的风险环境中,经济单位必须对可能产生的潜在风险、引起风险的原因、风险的后果和严重程度等各方面有全面、深入的了解,才能真正识别存在的风险,才能作出科学的决策。这方面的工作还有:

(1)损失统计记录。参考损失统计记录,或者参考有可能在未来重复出现的相近损失,可以识别其他方法不能发现的某些风险:

(2) 注意外部公布的有关损失统计资料,所谓外界包括官方与非官方机构,这些机构公布的资料对风险管理者的工作是有益的补充;

(3) 注意国际性的动态变动资料。这些资料直接间接对企业会有影响,所以风险管理者也应经常留意。

通过各种途径收集到的资料都应予以适当的分类和保存。国外有的企业建立了自身的风险损失资料库,从而为风险管理的决策与分析奠定了良好的基础。

4. 安全审计

安全审计就是把各种认知风险和识别风险集中起来,找出其原因的一种方法。确切地说,安全审计是对工业企业的经营活动进行鉴定性的全面审查,以识别潜在的风险和风险程度。在各企业和经济实体中实施安全审计,是为了以最小的损失,把企业的各种活动都置于系统的、关键性的审查之下,揭示出企业的长处和弱点,从而发现企业存在的风险和薄弱环节。安全审计的第一步是了解企业的活动情况,了解所有与生产活动和产品安全有关的规章制度,然后细致地分析企业活动的各方面所遇到的风险。最后提出报告,报告的主要内容有:对企业所面临风险的分析,改进企业安全工作和应付意外事故的若干建议,并按照轻重缓急顺序列出实施建议的具体措施。安全审计是风险识别的一种综合方法。

5. 利用外部人员识别损失风险

风险管理者可依靠保险代理人或经纪人或风险管理顾问,做有关风险识别的细节工作。外部人员的优点是有更客观的态度,对具体问题有更好的专业能力,以及由于和许多企业共事而拥有更丰富的经验。但是,内部管理仍然要对企业采取的行动负责。内部人员可能比局外人更熟悉企业的特点,并且使用外部人员可能增加风险管理成本。

另外,完全依赖外部人员进行风险识别,还含有一些其他严重缺陷。首先,尽管许多代理人和经纪人显示出他们在识别损失风险方面远比大多数风险管理者更富有想象力,但有些代理人和经纪人的分析都局限于可保险的风险上,而风险管理顾问较少是这种情况,他们倾向于分析较少与保险有关的风险。而且,与风险管理有关的代理和经纪人的数量与日俱增;其次,由于准备一次综合调查花费时间和精力,尤其对大企业更是如此。所以,许多依靠保险公司支付押金的代理人和经纪人理所当然地不愿意承担此项任务,除非他们有适当机会使这种调查建议的保险至少有一部分成交。风险管理者在有机会对各种潜在损失以及处理他们的方法进行周密思考之前,可能不会打算限制本企业以任何方式接触保险人。然而,如上所述,像风险管理顾问一样,许多代理人和经纪人现在权愿意提供服务以收取费用,而不对安排保险承担任何义务。

一种较为满意的方法是,如有可能,风险管理者在较好地了解了企业的需要以及对损失风险问题的可能解决方案后,先自己进行分析,然后对照聘请的外部人员的调查,检查这一分析。进行独立的调查是一项既费时又困难的工作,但是没有更好的方法可使风险管理者利用其关于企业财产、经营和管理哲学方面的熟练知识,进行调查,还能使风险管理者对企业面临的潜在损失作出非常准确的评估,这是外部人员进行的任何调查所不能比拟的;风险管理者能够更好地注意潜在损失的变化,能够就可能的解决方案作出较为明智的决策。

二、三类主要风险的识别

按潜在的损失形态划分,风险分为财产风险、责任风险和人身风险。风险管理人员在实际工作中一般也按这样的划分来制订风险管理策略,实施风险管理。这三类风险中,财产风险所致之财产损失较为一般风险管理者所熟悉,而由财产损失所可能引起的营业收入损失和额外费用损失较易为风险管理者忽略;责任风险则随着近代侵权行为观念的改变,在风险管理中处于越来越重要的地位;至于人身风险的管理可以增加企业员工的积极性,因此越来越为企业重视。

下面将考察各类风险损失发生的原因,考察如何识别这些损失。

（一）财产风险的识别

一般的财产可以分为两大类:①不动产,即土地及其附属建筑或附属装置;②动产,即不附着于土地的,可以移动的财产。动产通常还可再分为使用动产和销售动产。

不动产有:空闲土地、办公建筑、制造厂、仓库、车库或其他建筑设施。动产包括机械、模具、家具和房间装置、原料、在制品和制成品、待销商品、存货、货币和证券等。除了制成品和待售商品以外,其他动产都属于使用动产。

1. 财产损失

按受影响财产的种类,财产风险损失可分为:①不动产损失;②动产损失;③占有或使用

权利的损失。

2. 财产损失原因

财产损失原因可分为：①自然原因；②社会原因；③经济原因。自然危险包括火、风暴、爆炸等可以损坏或毁灭财产的自然力量。社会危险有个人应有品行的背离，如偷窃、破坏、贪污、玩忽职守等；以及群众行为越轨，如罢工、暴乱等。经济危险是三种中最不寻常的，它可归咎于外部或内部力量，例如，因为经济出现不景气，或因为一个承包商管理不善，不能按期完成工程项目；债务人可能无力偿还债主的应收债。一起损失可能涉及两种以上的这类危险。例如，雇员玩忽职守的行为可能导致一场爆炸；经济衰退和风暴可能同时袭击一个债务人的百货商场，从而使债务人无法偿付所欠批发商的款项，罢工者可能在工厂纵火。

3. 财产损失类型

财产损失有直接损失与间接损失。当财产因自然危险或社会危险的作用而直接损坏或毁灭或消失,财产即受到直接损失。例如,建筑物被大火烧毁,室内墙壁被人破坏,汽车因撞车而损坏,钱和证券在保险柜中被盗等等。

当财产的价值因其他财产的直接损坏而降低,这些财产即受到间接损失。例如,如果影响环境变化的一些财产被直接损坏,如温度和湿度控制设备、空调机、加热器,或发电厂被损坏等,则其他财产如肉、酒、计算机、药物等,可能由于环境的变化而遭到损坏。

又如,某些财产由两个或更多的部件组成。如果其中某些部件受到直接损坏,财产虽未全部损坏,其他部件的价值可能由于受损部件不能替换而降低。典型的例子有一副耳环丢了一个;衣服由几部分组成,其中一部分毁掉了;机器由于某些部件损坏而不能工作。

再如,如果一座建筑物严重受损,虽未完全毁掉,但可能不得不全部重建。为此该建筑物未损坏的部分必须毁掉,这种损失就是间接损失。它等于毁掉未受损部分所需的费用和未受损部分的价值。

4. 财产中权益的性质

财产的含义比其仅仅是实物或有形资产要广泛得多。根据法律定义,财产是指有形实物资产派生的或作为其一部分的一系列权利,它独立地具有某些经济价值。这些权利采取的形式多样,人们可通过不同的途径得到它。为了识别和衡量企业所面临的财产损失危险,风险管理者应当清楚所存在的各种权益,以及如何评估这些权益。这些权益有所有权权益、抵押权权益、买卖契约权益、租赁契约权益、委托契约权益、代理权益及其他权益,它们产生的风险可能是财产风险或责任风险。

（二）责任风险的识别

在识别和衡量风险时,责任风险与财产风险有很大的不同。财产损失易于确定,但责任损失可能因诉讼的关系,时间不但拖得长,损失额确定尤为困难。近代以来,侵权责任的观念逐渐演化,以满足更高级、更复杂的社会文明需要。现代法律已将法律责任扩大到包括无意、或意外行为、或疏忽的后果。这一事实使企业或家庭可能面临的责任损失风险大大增加。

1. 法律責任的本質

一般说来,一个人由于道义或其他原因,可能对他人有做某事或不做某事的责任。然而

法律并不承认道义责任本身有法律强制性。法律责任定义为:法院认可和强制执行的诉讼当事人之间的责任。法律责任一般有两类:民事责任和刑事责任,两者的区别表现在诉讼的性质和形式上,还表现在强加的惩罚上。风险管理者的活动一般限于处理民事责任风险。

民事责任可按有可能导致民事责任的各种法律诉讼原因进一步分类(见图 1.2.4)。

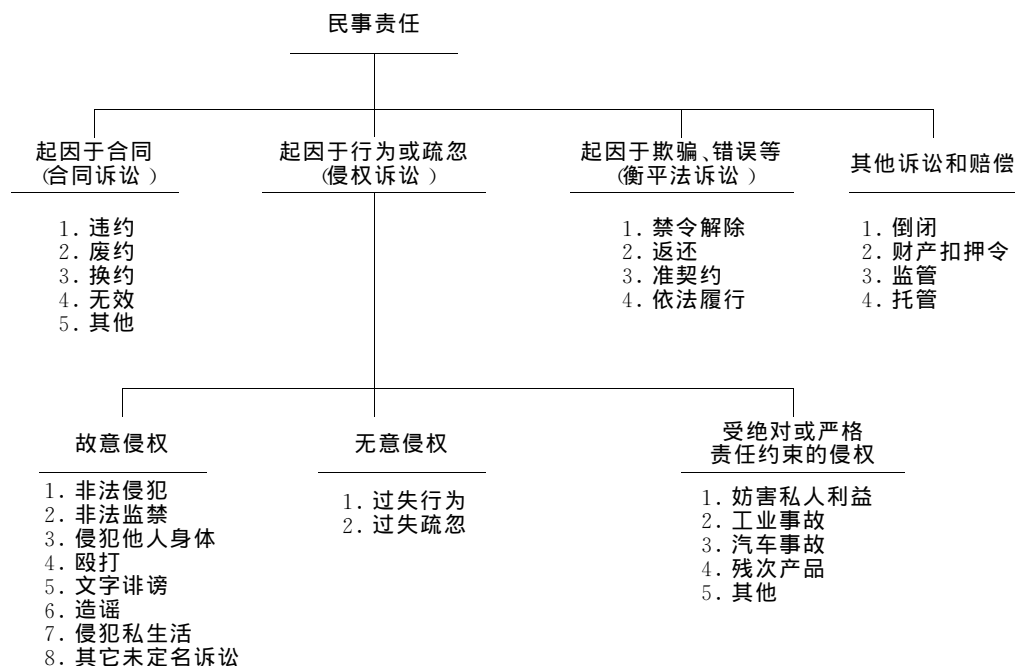


图 1.2.4 民事责任的法律诉讼原因

2. 侵权责任的确定与抗辩

侵权责任是民事责任之一,也是最重要的一种,它是由故意或过失侵害他人权利的行为引起的。一般法律对侵权责任的成立要素规定如下:

(1) 必须是自己行为:原则上任何个人仅就自己的行为负责,并不因别人的侵权行为而须负责赔偿。

(2) 必须行为不合法: 凡侵害他人权利的行为均属不合法, 但正当防卫、紧急避险或自助行为等虽侵犯他人权利但不认为不合法。

(3)必须行为出于故意或过失。故意是指行为人对于构成侵权的事实,明知并有意使其发生的情况。而所谓过失是指行为人并非故意,但按其情节应注意并能注意而不注意的情况。

(4) 必须行为已对他人有损害。此类损害包括财产及精神上的损害。

(5)行为与损害间有因果关系。

(6) 必须行为人有责任能力。

侵权形式基本上有三种：①故意侵权，其范围包括那种被认为是预谋或有计划的行为，但结果不一定能预见；②无意侵权或过失，它涉及该行动却未行动、或行动得不象一个合理而谨慎的人在类似的情况下会做的那样；③企业可能应负绝对或严格责任的那些错误。有意侵权或过失行为并不是一种绝对或严格的责任问题。

对上述侵权责任,被告人有可能证明其并无过失,从而不对原告遭受的损失负责。即使被告有过失,他仍可用下述理由提出抗辩:①自甘冒险。如被害人明知会有风险存在,或自己甘愿暴露在风险中,则由此发生的损害不能提出赔偿要求。这种抗辩一般适用于车辆行驶中的司机和乘客;②共有过失。在侵权责任第三个构成要素中指出加害人的行为必须有过失,但被害人必须能证明才行。而被害人常常自己也有过失,这可使加害人免除对指控的过失行为所要求的索赔。

3. 企业责任风险的责任源

每一个企业都面临由其财产和活动产生的责任问题。这些责任源可作以下分类：

- (1) 房产的所有权、使用权和占有权；
- (2) 妨碍公共利益或私人利益的活动；
- (3) 产品或服务的销售、制造和批发；
- (4) 企业管理、保管或控制他人的财产；
- (5) 受托责任，如受企业董事的委托管理雇员福利计划的资产或事务；
- (6) 职业活动；
- (7) 运输工具；
- (8) 因工作而伤病的雇员；
- (9) 未列入任何其他分类的所有财产和活动。

4. 几个重要的责任风险

下面我们介绍几个重要的责任损失风险：

(1) 雇主责任风险。雇佣关系给企业主和雇员带来了许多不确定性。例如,雇员要对其工作过失行为造成的损害负个人责任;雇员也会因工作事故遭受人身痛若和财产损失。

早期雇主对员工的责任是以“无过失即无责任”为原则,那时很少有雇员因工伤起诉企业主,这反映了自由竞争的工业革命时期雇员的低下地位。到20世纪初,企业主责任在很多地方得以确立;法院认识到雇主应该对雇员所负的特别责任,这种责任有别于其对一般公众所负的责任。虽然法院承认企业主不应该是雇员安全的承保人,但仍主张企业主有责任提供安金合理的工作条件,或提醒雇员注意他们可能没有发现的不安全条件,从而履行应有的谨慎。当时一些法律由此开始颁布,如美国联邦政府颁布了《联邦企业主责任法》,此法适用于州际铁路雇员;还颁布了《琼斯法》,此法适用于商船水手。这些法律对企业主的辩护作了一些限制;规定了最低限度的安全设施和工作条件,使工人能较为容易地证明企业主的违法过失。可是,依赖过失索赔这种制度上的基本缺陷仍然存在。后来终于产生了《伤病赔偿法》,该法彻底改变了大多数企业主和雇员对企业主负工伤责任的观念。在此法律下,有关企业主要对工伤和职业病给雇员造成的经济损失绝对负责。即无论雇员有无责任,雇员因

由此产生对一特定类型的损失的分类,即依据该损失是否超过特定的金额,再细分成两类或多类损失。例如汽车的碰撞损失可再分成两类损失:①碰撞损失在 1000 元(或其他数量)以内;②损失在 1000 元以上,第二类损失虽不经常发生,但却更重要。这种损失大小分类的方法,较之于按损失频率分类更重视损失的严重性,因而表现了明显的优点。

损失频率和损失严重性的资料不只是用于识别那些重要的损失,而且还在确定处理损失风险的最佳方案或方案组合方面极为有用。例如,平均损失频率与平均损失严重性相乘,等于平均每年预期的损失金额。这些平均损失可与企业为全面或部分投保而不得不支付给保险人的保险费相比较。损失频率以及损失严重性中的差异(即估计的风险),表明了损失的可预测性,从而可成为决策的依据。

（一）估计潜在损失频率

潜在损失频率的估计是对各种潜在的损失发生的可能性的分析与估计。一般而言考虑三项因素：①风险单位数；②损失的形态；③危险事故。三项因素的不同组合对损失频率的高低有很大影响。

衡量潜在损失频率最简单的方法是：估计一个单位因一种风险而遭受一类损失的概率。比如，一件建筑物由于火灾而受损失的概率，或者一件产品由于其制造厂家的过失而引起责任诉讼的概率。某些专家建议，估计这类损失概率，可采用定性方式，即用观念代替数值估计。如存在几种可能：①风险事件不会发生；②风险事件可能发生，但不大可能在现在发生，或许在将来某时发生，即轻度可能；③风险事件已经发生过一次，但预计在将来某时还会发生，即中度可能；④风险事件一直在有规律地发生，并且能够预期未来亦是有规律地发生。虽然这种衡量方法不如下面将讨论的概率那样准确，但它们仍有优点，即因为有时间考虑风险和过去的经验，大多数风险管理人员能够作出必要的估计。通过对风险事件发生可能性的分析，有助于促进对风险管理的系统研究。

在潜在损失频率的分析中,除了估计单一标的由单一风险事件导致损失的频率外,还应估计单一标的由多种风险事件导致损失的频率,如某一建筑同时受到火灾、爆炸、倒塌等风险事件的危害,导致损失的存在。在此情形下,由于致损原因增多,损失发生的概率将高于前一种情形。

潜在损失频率的再一种情形是,由于风险的发生会造成多种损失的后果。如房屋倒塌这一风险事件可能造成多种损失后果,如房屋自身的损失将造成人员伤亡的损失、不能使用房屋造成的损失、危及第三者的责任事故。但这种由单一事件引起多种损失后果的概率较小。即使如此也应引起注意,因为这种情况下,损失后果都比较严重。

分析潜在损失发生的频率,还应注意考察至少一个或多个标的因同一风险事件造成的同一损失的概率。比如,五辆汽车中至少有一辆汽车因碰撞事件受损的概率要明显地大于五辆汽车同时遭受碰撞事件而受损的概率。

以上只是损失发生频率的几种情形。给定有关单位、损失类型和可能危险的一切组合,能够估计的概率种类极其繁多,但并非所有这些概率都值得花费时间和精力去估计其概率类型。然而,在分析损失发生频率时,如果能够掌握较充分的信息,分析风险事件的种类、损失的种类、各种潜在损失发生的概率就容易准确计算。损失的概率越大,出现损失的可能性

越大。确定潜在损失发生的概率对风险管理决策的制定具有重要意义。

就一般而论,较之于损失的严重程度时,损失的频率较具有预测性。尤其对一些专门机构和 大公司,由于风险标的集中,因而对风险事件有较准确的预测,从而易发现损失发生频率的大小。但对一般企业来说,要准确地预测损失频率还是比较困难的。因为大多数严重的损失也并不是天天发生和时时发生,另一方面,单个企业的风险标的也并非多得足以准确地预测损失发生的频率。尽管存在着局限性,对损失频率的带有一定误差的预测也比不进行预测要好些,损失频率的估计是风险估计的一个重要环节。

（二）估计损失严重程度

损失严重程度的估计是风险分析的另一个重要方面。在风险管理中,损失严重性的估计往往受到更多的关注。

1. 损失程度估计的范围

估计损失的严重程度,风险管理者必须全面地分析可能出现的所有潜在损失以及最终对企业财务产生的严重影响。一般的情形是,人们的注意力往往集中于并不十分严重的损失,因为这类损失较易识别,也就有所防范。而对另一些损失不易识别,未能采取有效措施加以防范,可能造成的严重后果的损失却被人们所忽视。比如,对于潜在的间接损失和净收入损失(如当财产正在修复时的经营中断),由于不象潜在的直接财产损失那样易于评估,因而在其发生前常被忽视,损失所致的财务影响亦会为人们所忽略。因此在风险管理中,首先,损失程度估计的范围,既应包括频率很高、损失额小的风险损失,也应包括损失频率较低、损失额大的风险损失。风险管理人员必须注意同时考虑一个特定事件可能产生的所有类型的损失,以及它们对企业的最终影响。

在评估任何损失的货币价值时,损失对财务的最终影响更有可能被忽视。比较小的损失如果自留,只会引起微不足道的问题,因为企业能相当容易地用流动资产弥补这些损失。稍微大些的损失会引起资金周转问题,反过来又会使企业更难于或以更高的成本为各种目的的需要筹措资金。最后,特别大的损失会给企业的财务计划带来严重的不良后果,并且这些后果给某些企业造成的货币影响要比给能较顺利承受这些损失的企业所造成的影响大得多。最终这种损失能够置企业的继续经营于毁灭。

例如,一场火能够烧毁一座建筑物及其里面的财产,价值为 30 万元,致使企业停业 6 个月;从而可能引起另外 36 万元的损失。一共 66 万元的损失可能迫使企业终止营业。这种后果导致的最终损失,表现为企业的继续经营价值与能够变卖的剩余资产价值之差;比如说,前者的价值为 240 万元,后者的价值为 150 万元,则造成 90 万元的损失。

其次,损失的严重程度与遭受损失的单位的数量密切相关。如一个企业有三座毗连的仓库,一场火会使三座仓库同时遭到严重损失。又如,在紧邻的工业区和人口稠密区中的工业区,某家工厂的爆炸或火灾事故必定会影响邻近工厂和居民。所以,估计损失严重程序应该考虑这一因素。

最后,在损失严重性的估计中,很重要的是认清任何损失以及损失总金额的时间效应。例如,20年中每年损失5000元就不如当即损失10万元那样严重。这是因为:①货币的时间价值使损失的现值低于未来值;②企业有能力在较长的时间里分散支付费用。

如图 1.2.5 所示,由于房屋甲和房屋乙由一条河隔开,因而同时发生火灾的可能性几乎不存在。但如果不是发生火灾而是洪水,那么河岸边的两幢房屋都可能同时受损,此时的最大可能损失额可能是 160 万元。所以,最大可能的损失额亦可理解为最坏可能的损失额,而最大估计损失额则是在经过一系列防范措施后能够估计的损失额,其损失程度要低于前者。最大可能损失对风险管理者和保险人的意义在于有助于他们估计最坏可能发生的损失,然后采取不同的对策处置。最大估计损失额对保险人来说具有非常重要的意义,因为他们关注大多数风险标的平均影响。当然,它对风险管理者而言,也非常有用。

对最大可能发生的损失和最大估计发生的损失,还有一种意见认为,两者相异之处是前者强调的是单一风险单位在企业生命存续期间,单一事件发生下可能最坏的损失幅度。其特征是以企业生命存续期间为观察期间;后者强调的是单一风险单位,在单一事件发生下可能的最坏损失幅度,其特征并不以企业生命存续期间为观察期间。例如,某企业拥有一座价值 400 万元的价值物。那么,在某一风险事件发生时,最大可能发生的损失为 400 万元,也就是在企业存续期间该建筑物最坏的情况为遭致全部毁损。至于最大估计发生的损失则因风险管理人员主观认定的不同而有所不同。假如甲风险管理者认为该建筑物在 40 年中有一次损失金额会超过 300 万元,显然这种机会特别少,所以就甲风险管理者而言,这座建筑物最大估计发生的损失为 300 万元。而另一位乙风险管理者认为该建筑物在 40 年中有一次损失金额会超过 350 万元,同理该建筑物的最大估计发生的损失为 350 万元。所以,由于不同的风险管理人员估计的比例不同,他们可以对最大估计发生的损失有不同的看法,尽管他们估计的概率分布相同。

以上是估计损失严重程度的两种传统的方法。近年来,有些学者还提出一些修正或创新的新方法。

阿兰·弗雷德兰德(Alan·Friedlander)提出的一种理论框架是,用四种方法衡量每一建筑物因发生一次火灾遭受的实质损失:①正常损失预期值(Normal Loss Expectancy, NLE),即建筑物在最佳防护系统下一次火灾发生导致的最大损失。所谓最佳防护系统,指火灾发生时,建筑物本身自有的消防系统和外在的公共消防车或消防设施均能正常操作并且能发挥预期的功能。在此防护状况下,火灾发生的最大损失称为 NLE;②可能最大损失(Probable Maximum Loss, PML),指建筑物虽有良好防护系统和外在的公共消防系统,但当保护系统的一个关键设施,如自动灭火器,不能提供服务或无效时一次火灾中的预期损失金额;③最大可预期损失(Maximum Forseeable Loss, MFL),指建筑物自身保护系统的任何设施均失去作用时预期的损失金额;在这种情况下,这场火可以直到防火墙隔绝了火势,或燃尽了所有的可燃物,或者直到有局外人通知了公共消防部门才可能熄灭;④最大可能损失(Maximum Possible Loss, MPL),即当建筑物自身的防护设施和公共消防系统均不起作用或失效时一次火灾中的预期损失。一般说来,这些损失发生的概率由正常期望损失到最大潜在损失依次递减。这四种损失价值的大小取决于众多的因素,诸如建筑物的结构、房屋的占用密度、自身保护设施以及公共保护设施等。

然而如前所述,单一事件可以不只涉及一种损失。在以上的损失严重程度估计方法中,风险管理人员最好要考虑可能因于一特定危险的所有类型损失。例如,潜在的火灾损失

要包括可能的净收入损失、责任诉讼,以及对企业雇员的人身伤害。风险管理人员还应该认识到,即使这种概率可能很小,但单一事件可能涉及不止一个单位,从而造成损失的潜力增大。例如,一座建筑物和其中的财产毁于同一事件的概率很大。

最后,大卫·卡姆因斯(David Cummis)和雷纳德·弗雷费尔德(Leonard Frefeld)两教授在一系列风险管理的研究文章中,提出了最大可能年总损失金额的概念(Maximum Probable yearly Aggregate Dollar Loss,MPY)。这种损失是面临危险的单个单位或单位群体在一年内(或其他时间内)可能遭受的最大损失总量,它或者成因于单一危险,或者成因于多种危险。与最大可能发生的损失(Maximum Probable Loss)一样,这种损失量依风险管理人员选择的概率水平而定,并且两者探讨的损失形态可有多种。两者的不同之处在于:①MPY所涉及的危险事故可以是一种或多种;而最大可能发生的损失所涉及的危险事故仅限一种;②MPY所涉及的风险单位可以是一个,也可以是多个。而最大可能发生的损失所涉及的风险单位仅限一个;③MPY强调的是事件发生的次数和每次所致损失程序的总计,是总损失的概念。而最大可能发生的损失强调的是每一个事件发生所致的个别损失程度,是个别损失的概念;④MPY强调期间的概念,通常为一年或一个预算期;而最大可能发生的损失并不强调期间概念。

最大可能年度总损失(MPY)的估计包括对正常损失额的估计和灾害性损失额的估计。正常损失是指那些经常地、规则地发生的损失,使企业或单位能够有计划地提留一定的补偿金额以补偿这类损失。灾害性损失是指损失额远远超过正常损失额不规则地发生的对企业产生重大影响的损失额。估计灾害性的损失额,一般只能大致地确定这类严重损失可能至少每 5 年出现一次或每 20 年出现一次。与正常损失额不同的是,灾害性损失一旦发生,不可能即刻由企业财务解决,而需通过准备金、保险或其它方式预先准备专项资金方可解决。

国外的损失水平层次有助于估计正常损失和灾害性损失。如表 1.2.8 所示。

表 1.2.8 损失水平层次

季度损失规模	损失次数	损失总量(单位:元)
0 到 1000	159	76,200
1000 到 5000	32	61,412
5000 到 10,000	5	41,216
10,000 到 25,000	2	26,500
25,000 以上	0	0

从表 1.2.8 中可看出,损失规模越小,出现的次数越多;损失规模越大,出现的次数越少。但就损失总额而言,应非常重视小额的损失,它所造成的损失总额往往会超过不经常出现的较大程度的估计。

息量做出估计的一种方法。常用的定义是:根据对某事件是否发生的个人观点,用一个 0 到 1 之间的数来描述此事件发生的可能性,此数即称为主观概率。

例如,当我们准备生产一种新产品时,决策者必须估计竞争者在某个方面反应行为的概率。由于不能用统计的方法或分析的方法得到,只能进行主观估计。这种估计并不是不切实际的胡乱猜测,而是根据合理的判断、搜集到的信息及过去长期的经验进行的估计。这种将过去长期的经验与目前的信息相结合,通常就可得出合理的估计值。一旦概率估计出来,即使它的科学依据不足,其数值也可当作客观概率来使用。我们不应轻视主观概率的作用,也不应认为它不可靠而拒绝使用,可以将主观概率看作是客观概率的近似值加以使用,这总比完全不考虑好得多。主观概率的应用近年来愈来愈引起人们的重视,并在风险管理中以增加主观估计的准确性和客观性。

在下面的内容中,我们再介绍一下概率在风险衡量上的两种说法。

概率在风险管理中指的是损失的概率。比如我们说某座仓库某年(或其他预算期间)遭火灾损失的概率是 $1/10$ 时,是指这种损失发生的可能性。但这种损失概率在风险的衡量上有两种说法:

第一,时间性说法,此种说法侧重的是时间概念。也就是风险管理人员如果以一个月为一单位的话,那么这栋仓库遭受火灾的概率为 $1/10$ 个月。就长期而言,我们可以说这栋仓库遭受火灾损失的概率为每十个月有一次损失,这是在长期观察下所得到的平均结果。采用这种说法有两点值得注意:一是因时间单位的不同,则在直觉上损失概率的大小也不同。如十年一次和十个月一次损失,显然前者的说法损失概率较低。二是采用这种说法是在同一仓库并无许多同类风险单位的情况下。因为企业没有许多同类风险单位时,也就无法在短期中预测有多少单位受损,因此风险管理人员对损失概率的估计只能采用时间性说法。

第二种是空间性说法。此种说法侧重点在特定期间内遭受损失的风险单位数。当企业拥有众多独立的、同质的风险单位时,可依过去的经验正确预测出风险单位遭受损失的概率。例如一企业自己拥有很多独立的面临损失的仓库,企业可预期有 $1/10$ 的仓库要遭受火灾损失。以上所谓独立的,是指风险单位之间绝对地存在着差异性,如地点、某些建筑结构的特点和保管方式不可能完全相同。同时也指每一风险单位在面临同一风险事故时,在同一情况下会遭受相同的损失;而某一事故发生并不影响另一事故的发生,该一单位遭受损失也不影响其他风险单位。所谓同质的,是指来自特定风险事故风险单位所遭受的损失频率和损失严重性相同,并非指风险单位面临相同的风险。例如有十栋房屋,其中一栋值 200 万元而另九栋每栋 50 万元,如发生火灾 200 万元的房屋损失严重性大于另外九栋,我们说这一栋和另外九栋是不同质的。空间性说法是基于众多风险单位的平均结果。

上述两种说法对风险管理者来说都是有用的。在估计上述仓库遭受火灾损失的概率时,风险管理者应研究近年来大量相似仓库所经历的损失情况。如果这些仓库约 $1/10$ 遭火灾而损坏,那么风险管理者就有某种统计基础做出 $1/10$ 的估计。这表明,对过去经验的总结有助于对损失概率的估计。而第一种说法在决定如何处理风险事故时非常有用。对许多企业而言,在短期内不可能出现很多同样的风险事件,但考虑时间较长的情形,则可以估计企业在某一时期会产生的损失。

定 A 已发生时 B 的概率;或者 $P(A \cap B) = P(B) \cdot P(A|B)$ 。

例如,两座仓库 A 和 B,每座仓库受火灾的概率均为 $\frac{1}{40}$ 。假设没有独立性,任何一座仓库都会由于另一座仓库失火而使遭受火灾的概率增大至 $1/3$,则:

A 和 B 均失火的概率为: $(\frac{1}{40}) \cdot (\frac{1}{3}) = \frac{1}{120}$

A 有损失而 B 没有 $(\frac{1}{40}) \cdot (1 - \frac{1}{3}) = \frac{2}{120}$

B 有损失而 A 没有 $(\frac{1}{40}) \cdot (1 - \frac{1}{3}) = \frac{2}{120}$

A 和 B 均无损失 $1 - \frac{1}{120} - \frac{2}{120} - \frac{2}{120} = \frac{115}{120}$

最后一事件的概率值是根据这四个事件的概率之和必须为 1 的假定计算的。

注意,与涉及独立事件的情形相比较,两座仓库均失火的概率与两座仓库均不失火的概率都有增加。随着相关程度的增加,这两种概率将趋近于一座仓库单独失火或不失火的概率。

(3) 择一事件。择一事件是在给定时间内两个或多个事件至少会发生其一的概率。这种概率在互斥事件的论述中已经提到过。如果各个事件互斥, 则这些择一事件至少发生其一的概率是这些择一事件发生的概率之和。

如果各个事件并不互斥,计算稍为复杂。这里仅考虑两个事件中至少发生其一的概率。这种概率是两个单独事件的概率之和减去它们二者均发生的概率。即 $P(A+B)=P(A)+$

$P(B) - P(AB)$ 。设有独立性, 则或者 A 或者 B 失火的概率为: (如上例) $\frac{1}{40} + \frac{1}{40} - (\frac{1}{40}) \cdot (\frac{1}{40}) = \frac{79}{1600}$ 。在没有独立性假设的情况下, 任何一各仓库失火的概率为: $\frac{1}{40} + \frac{1}{40} - \frac{1}{120} = \frac{5}{120}$; 另一种方法是求与 A 或 B 损失有关的三个可能的共同事件概率之和, 得到 $\frac{1}{120} + \frac{2}{120} + \frac{2}{120} = \frac{5}{120}$ 。

在仅有两个风险单位面临损失的情况下,用 1 减去没有损失发生的概率,可以很容易地求出择一概率。然而,如果有三个或多个风险单位,并且我们关心的是两座指定仓库中至少其一将失火的概率,则这一公式仍能较方便地使用。

3. 概率分布

在风险估计中,运用概率估计风险不仅仅体现在概率的概念中,而且更重要的是体现在概率分布之中。在数理统计中,概率分布是指将同类事件的所有不同结果的概率记录下来的一系列事件的概率值,亦称随机变量的概率分布。

理论概率分布是用数学方法抽象出来的概率分布规律,可用数学式进行精确的描述。如果根据某些随机现象的性质分析或大量数据统计的结果,可看出这些随机现象符合于一定的概率分布或与它近似地吻合;然后便可由一、两个参数来确定整个变量的分布,用这一

理论分布来描述研究的随机现象。在一般概率论中都列有许多理论分布。在风险估计中常用的理论概率分布有正态分布、二项分布、泊松分布、对数正态分布数。其中二项分布、泊松分布属离散型概率分布,正态分布和对数正态分布属连续型概率分布。

(1)在数理统计中,离散随机变量的概率分布,就称为离散型概率分布。或者说离散型概率分布是指概率值的间断分布。离散型概率分布可用以描述可数或枚举的资料,如企业的职工人数、纺织机在一定时期内断头的次数等。

由于离散型随机变量 x 每一取值都存在一个确定的概率 $f(x_i) \geq 0$, 因此, 可把它的概率分布列表出来。例如, 将汽车公司一年内发生汽车事故的概率列表 (参见表 1.2.9)。

表 1.2.9 汽车事故概率

事故次数 (x)	发生概率 f(x)
11	0.4
12	0.3
13	0.1
14	0.2

该汽车公司一年内所发生汽车事故的次数就是随机变量。几种不同的事故次数 x_i 对应着不同的概率 $f(x_i)$, 其概率分布如图 1.2.6 所示。

离散型随机变量概率分布的期望值为:

$E(x) = \sum_{i=1}^n p_i x_i$, 方差为 $\sigma^2 = \sum_{i=1}^n [x_i - (E(x))]^2$, 在离散型随机变量的概率分布中, 有两种概率分布对风险估计具有重要的实用价值, 即二项分布和泊松分布。

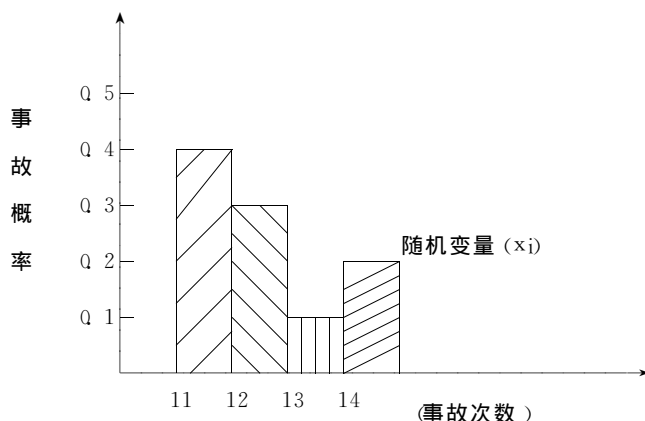


图 1.2.6 汽车事故概率分布

学期望值即平均值,而估计误差则与正态分布的方差有关。例如可将估计误差作为正态分布的标准方差。这种近似方法与误差理论是完全一致的。由于一般书中都有正态分布概率表中可查得, $x = \mu \pm \sigma$ 之间的面积即其概率为 $0.6827 \approx \frac{2}{3}$ 。

通过正态分布,有助于风险管理者分析一定时期内实际发生损失的数量,也可用于一定时期风险事件发生次数的预测。

(3)其他的概率分布。在风险估计中,还用到一些其他的概率分布。这是因为在研究概率分布时,要注意充分利用已获得的信息,有时,在获得的信息不够充分的情况下,也要用主观判断和近似的方法得出概率分布,这对风险分析是十分有用的。和连续型理论概率分布不同,这些分布的图形都是用分段直线描述的,如梯形曲线。但光滑曲线与分段直线都是实际情况的近似,要视具体情况(所获信息量大小、计算是否方便等)来确定。

①阶梯长方形分布。阶梯长方形的概率密度分布如图 1.2.7 所示。它是风险分析中常用的分布,具有很多优点。

这些优点是：

第一,在实际分析中,常需用主观概率,而主观概率的确定,常不能很精细,而是首先根据主观判断给出一个优劣次序,如某区间的可能性要大于另一区间等等,根据这样一个优劣次序即可大致画出概率分布图来。

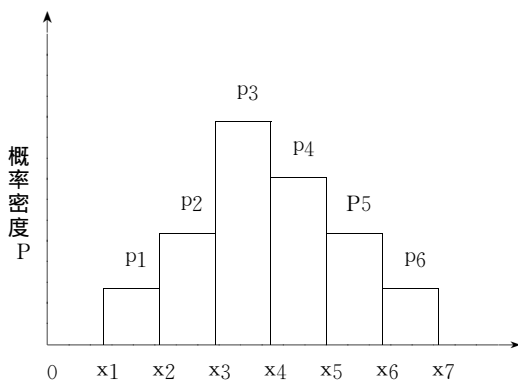


图 1.2.7 根据优劣次序的概率分布图

第二,作估计的人有很大自由度,可根据他自己的要求和所获信息的多少分成任意多少的区间,如果采用一般光滑曲线给出的曲型分布图,是没有这个自由度的。

第三,用这种分布可以充分利用所获得的信息,并且有多少信息就用多少信息,并不苛求更多的信息。假若当事人有把握和需要,可以分得更细一些,若认为没有必要,就不必再分下去。

由于这种分布分段取常值,均值 M_x 和方差 D_x 为:

均值和方差: $M_x = \frac{1}{6} P_i [(x_3^2 + x_3 x_4 + x_4^2) - (x_1^2 + x_1 x_2 + x_2^2)]$

$$D_x = \frac{P_1}{12} [(x_3^2 + x_4^2)(x_3 + x_4) - (x_1^2 + x_2^2)(x_1 + x_2)] + \frac{1}{2} P_1 [(M_x^2 (x_3 + x_4 - x_1 - x_2)) - 2(M_x)^2]$$

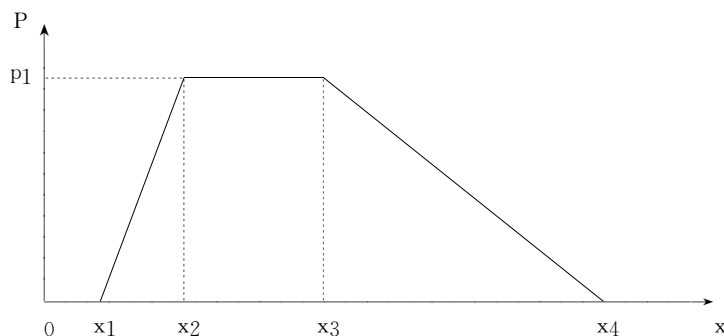


图 1.2.9 梯形分布

（二）风险的概率意义

按客观说的观点,风险是客观存在的事物并可以客观的尺度加以衡量。因此对风险可定义为,在给定情况下和特定时间内,那些可能发生的结果间的差异。如果仅有一个结果是可能的,则这种差异为 0,从而风险为 0;如果有多种结果是可能的,则风险不为 0。这种差异越大,风险就越大。

另外,风险也可指实际结果与预期结果的变动程度而言,变动程度越大,风险即越大。而且,风险程度与预测哪一结果将实际发生的能力成相反关系。如果风险为 0,则未来是完全可预测的;如果在给定情况下可以减少风险,则未来就是较能预测和较能控制的。

现举甲、乙两种情况来说明风险的大小(参见表 1.2.10)。

表 1.2.10 风险比较

甲概率分布		乙概率分布	
损失	概率	损失	概率
0	0.10	50,000	0.05
20,000	0.15	60,000	0.90
40,000	0.20	70,000	0.05
60,000	0.20		

(3) 损失额的分析与预测。通过摩托车碰撞事故的频率和损失严重程度的分析,有助于我们分析和预测总损失额以及在较长时期中的平均损失额。例如上表中的诸概率体现长期中每一损失预期发生的频率,所以期望损失就能通过求各可能损失与其概率之积的和而得到,即

$$0 \times 0.606 + 500 \times 0.273 + 1000 \times 0.100 + 2000 \times 0.015 + 5000 \times 0.003 + 10,000 \times 0.002 + 20,000 \times 0.001 = 321$$

这个平均损失额可作为企业决策者在预测企业下年可能存在的同类风险损失额的基础,也可将 165 元的平均损失额作为下年度的预期损失额。

需要指出,风险管理的一个重要原理是分析预期损失额与实际损失额的差异。因为预期损失额与实际损失额在许多情况下都会出现种种偏差,而这种偏差正是风险管理者着力捕捉的风险。预期损失额与实际损失额的差异越大,则风险越大;差异越小,则风险越小。如果风险很小,则每年损失可以很好地预测,而且企业经过周密思考可将这些损失作为一种经营费用处理。如果风险很大,并且某些不可预测的损失非常严重,那么将这些潜在损失转移给他人可能是明智的。总之,在风险估计中的风险着重是指预期损失与实际损失的差额,如何分析这种差额的大小,如何取舍,正是风险估计中分析总损失额的重要基础。

风险管理中,分析这种差额有两种方法:第一种方法是分析损失额是大于或等于企业保险费支出的概率。如果企业自留风险,则应分析引起严重财务问题的损失的概率。这种方法的实质是分析保费支出与预计总损失额的差额,以决定是购买保险还是自担风险。

我们仍以上例来说明这个问题。如果保费中纯保费(不包括保险业的各项经营费用)为60%,那么为每年321元损失额提供保险的保费则为 $321 \div 60\% = 535$ 。也就是说每年将平均损失321元通过购买保险转移给保险公司,企业要多负担保费 $535 - 321 = 214$ (元),这种方式是否经济,风险管理者需要认真分析。一方面,企业每年负担535元保费,超过预计损失额约214元,付出这种代价,可获得保险公司各方面的服务。另一方面,风险管理者必须随时注意可能发生的最大损失额的情形。我们举例中,可能发生的最大损失额为20,000,则其发生的概率仅为0.1%。如果损失大于或等于5000被认为是重大财务损失,则损失大于或等于5000的概率是0.6%,这个损失发生将会给企业带来较大损害。企业如何对可能发生的321元平均损失额和估计发生的最大损失额5000元作出决策,应根据企业的资产负债、资金及经营情况进行综合分析,选择最佳方案,以避免最大损失出现。

第二种方法是使用概率分布表。前面曾讲过,风险是特定时期内,某一结果发生的可能差异程度,在概率和数理统计上用变异系数表示。变异系数由标准差被期望值除而得到。标准差被表示为长期中平均值的百分数。因为一个值为 20 的标准差在期望损失值为 10 时,远比期望损失值为 2000 时重要得多,所以变异系数较之于标准差作为经济风险的一种量度更为显著。另外,期望值常常充当预测值,而变异系数则表明了预测中的相对错误,所以变异系数较之于期望值也是较为有用的一种衡量方法。

如果企业不愿以购买保险的方法转嫁风险而愿自担风险的话,一旦损失发生,企业能否承受损失的打击呢?通过将可能发生的最大损失额与企业的资产财务状况进行对比分析,就可以揭示出承受损失的最大界限,从而决定提供多少货币准备金以自担风险。如果损失

中 $P=1/10$ 即每辆车一年之内出现意外事故为人们的主观假定,容易受估计人的主观影响,必须修正偏差,应用标准差公式:

 $\sqrt{nP(1-P)}$ 计算。

然后,在此基础上找出概率发生的平均值,即 $\sqrt{nP(1-P)}/nP$ 以及全部考察单位情况下的概率 $\sqrt{nP(1-p)}/n_0$ 。

所以,当以平均值判断风险事件的情况:

$\sqrt{nP(1-P)}/nP=\sqrt{(1-P)/nP}$,从上式知当 P 越接近于 1 时,风险趋于极大。当考察全部单位的情况时,风险事件为:由 $\sqrt{nP(1-P)}/n=\sqrt{P(1-P)/n}$,可知当概率 P=1 或 0 时,风险=0,P=0.5 时,风险极大。

再考察可能发生风险事件的全部单位数 n 。一般情况下, n 越大, 风险越小。当全部单位数 n 增大时, 可计算出风险按其平方根比例减少。

所以,通过二项分布,可以计算和预测风险事件发生次数的概率;并且可以分析当概率为何值时,风险事件出现的可能性越大。并且,只要每个风险单位每年遭受一次事故损失,不论 n 值的大小,二项分布都是适用的。如果每个风险单位每年可能遭受多次事故损失,泊松分布更为适宜。

(2)运用泊松分布估计的风险事件次数的概率。这种方法可用于概率极小或时间、地点非常分散的对象,如飞机意外事故的发生,其概率是比较小的,因此估计和预测这类风险损失可采用泊松分布。

根据这种分布,事件发生 r 次的概率是:

$P = \frac{m^r e^{-m}}{r!}$, 其中 m 是期望值, 而且可计算出其标准差为 $\sqrt{m}$ 。当 $P < \frac{1}{10}$ 时, 利用泊松分布要比正态分布为佳; 并且如果每一单位发生的意外事故大于 1 时, 泊松分布仍比二项分布优越。

仍以某企业的 5 辆摩托车为例,并假定事件发生的概率为 $P=\frac{1}{10}$, $n=5$, $r=nP=0.5$,则摩托车碰撞事故 0,1……5 次的概率如表 1.2.12 所示。

表 1.2.12 摩托车事故次数概率

r	$\frac{m^r e^{-m}}{r!}$	概率
0	$\frac{e^{-0.5} (0.5)^0}{0!}$	0.607
1	$\frac{e^{-0.5} (0.5)^1}{1!}$	0.303
2	$\frac{e^{-0.5} (0.5)^2}{2!}$	0.076
3	$\frac{e^{-0.5} (0.5)^3}{3!}$	0.012

风险事件发生次数	0.5	1	2	3	5	10
3	0.013	0.061	0.18	0.224	0.140	0.0076
4	0.016	0.015	0.0902	0.168	0.176	0.019
5	0.002	0.0031	0.036	0.10	0.176	0.038
6		0.0005	0.012	0.05	0.1462	0.0631
7			0.0034	0.022	0.104	0.0901
8			0.0009	0.0081	0.0653	0.1126
9			0.0002	0.0007	0.0363	0.1251
10				0.0008	0.0181	0.1131

最后,如果使用泊松分布,则每个风险单位发生一次损失的概率应该都相同。如果这种概率对各个单位不同,则其他的分布可能更为适用。另一种复杂性是,泊松分布要求各个单位独立地遭受损失,而可能存在并不独立的情形,如一个车队有可能每夜都停留在同一车库里。当各个事件相关时,可用复合事件概率解决。在大多数情况下,如果相反性是暂时的,一种定性的调整即可解决问题。

3. 计算每个事件的损失金额

近年来,运用概率分布计算每一风险事件的损失额也是风险估计的重要内容之一。通过概率分布,可以求得在一事件中损失金额可能取各种值的概率。在我们所举的 5 辆摩托车碰撞事故的例证中,假定每次撞车事故的可能损失是 500 元、1000 元、5000 元和 10000 元,相应的概率分别为 0.900、0.080、0.018 和 0.002,损失的期望值是 640 元。

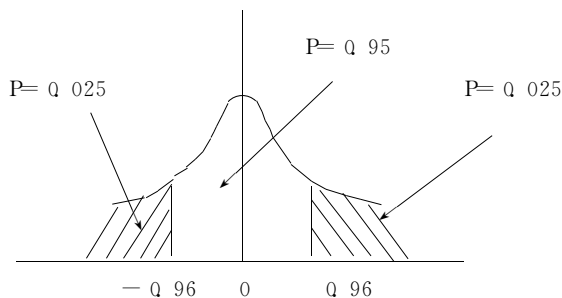
所以,每一事件的平均损失额为 640 元,但每年发生碰撞事故的概率为 0.5,故每次事故发生的损失总额为 $640 \times 0.5 = 320$ 元。与我们前面预计一年的平均损失额 321 元非常接近。

在风险估计中,对于大多数类型的损失来说,对数正态分布似乎能较好地刻划每次事件中损失的概率分布。我们前面曾介绍过对数正态分布,这里只指出,它是一种与损失的对数而不是与损失本身有关的正态分布。尤其是,我们利用这种分布,能够计算每次事件中损失金额超过某一给定数额的概率。

4. 分支分布与年总损失金额的概率分布

(1)总损失金额是风险估计中一个概括性的指标。因为每年的总损失是每年损失发生的总数与每次平均损失的乘积,所以我们如果有损失发生次数的概率分布和每次损失的概率分布,就能对每年的总损失金额作出一些判断。这种方法在风险管理中称为总损失分配法。风险管理者通常列出损失次数概率分布表和损失大小概率分布表,再依选定的概率水平求出每年总损失金额。

损失次数、每次损失大小和总损失金额的关系还表现在,每年的期望总损失金额等于损



在 91.5 元与 108.5 元之间。

5. 回归分析在风险估计中的应用

和统计推断一样,回归分析也是数理统计中的一种重要方法,也可运用于风险估计中。风险管理者的一项重要工作就是整理、分类大量的损失资料,并解释分析各种变量的相关性,以有效地实施风险的预防和控制。同时如已知某变量,如何预测另一变量?这些就用到统计学上的回归分析。

例如,某企业的损失资料如表 1.2.14 所示:

表 1.2.14 某企业损失资料

年度	理赔次数	汽车数量	每辆车的损失频率
1985	20	1000	0.020
1986	30	1250	0.024
1987	39	1500	0.026
1988	47	1750	0.027
1989	60	2000	0.030
1990	?	2250	?

我们运用一元线性回归方程式,假定:

$y = xm + b$, 其中 x 为各年度, y 为每辆车的损失频率。

回归得: $m=0.0023$ $b=-0.1517$

所以: $y = 0.0023X - 0.1517$

则此知:1990 年的损失频率估计为:

$$v = 0.0023 \times 90 - 0.1517 = 0.0323$$

理赔次数估计为：

$$2250 \times 0.0323 = 72.675 \approx 73 (\text{次})$$

相关系数

$$r_{vv} = 0.9789$$

可见汽车使用年数的长短与损失频率有高度的相关性。

再者, $r_{xy}^2 = (0.9789)^2 = 0.9582$, 可见每辆车损失频率高低的变动有 95.82% 来自于使用年数的长短, 而 4.18% 是其他原因所影响。

(四) 风险的主观估计

风险的估计就是对风险发生的概率及其后果作出定量的估计,因此也就是对风险作出定量的量度。

关于估计有主观估计与客观估计之分。客观估计是用客观概率对风险进行估计,同理,主观估计是用主观概率对风险进行估计。主观概率常用的定义是:根据某事件是否发生的个人观点,用一个 0 到 1 之间的数来描述此事件发生的可能性。主观概率是用较少信息量作出的估计。在前面,我们用了很大的篇幅介绍了客观估计,一般来说,风险估计指运用概率论和数理统计方法给出某一风险发生的概率及其后果的性质和概率。它是一种衡量潜在损失的高级方法。但是,实际生活中我们所遇到的大量的风险估计问题却是单纯依靠客观估计所解决不了的。

例如,当我们准备生产一种新产品时,决策者必须估计竞争者在某个方面反应行为的概率。由于不能用统计的方法或分析的方法得到,只能进行主观估计。这种估计并不是不切实际的胡乱猜测,而是根据合理的判断、搜集到的信息及过去长期的经验进行的估计。这种将过去长期的经验与目前的信息相结合,通常就可得出合理的估计值。一旦概率估计出来,即使它的科学依据不足,其数值也可作客观概率的近似值加以使用,这总比完全不考虑要好得多。主观概率的应用近年来愈来愈引起人们的重视,并在研究许多方法以增加主观估计的准确性和客观性。

在风险估计中虽然常用主观估计,但我们还是想方设法增加估计的客观性质,尽量向客观估计过渡。大量的估计是介于主观估计与客观估计之间的第三种估计,而关于事件发生的客观估计与主观估计实际上是两种极端情况。第三种估计是主观估计和客观估计结合使用,它不是直接由大量试验或分析得来的,也不是完全由某个人主观确定的,而是两者的“合成”。例如,有些是从特性相似的事件的客观概率外推而得到的(如外推法);又如,多数人的推测(如用德尔菲方法)的统计结果与个别人的推测有所不同,要更客观一些,或者说接近客观概率的可能性更大一些。再如对一个复杂事件,我们可由各组成部分的概率推算出整个事件的概率。总之,所有以上处于中间状态的概率,称为“合成概率”;用合成概率对风险进行的估计就是合成估计。

下面介绍几种风险估计的方法,它们都带有主观估计的性质。

1. 外推方法

外推方法是合成估计的一种方法,在预测和信号处理等学科中已大量采用。对于风险估计来讲也是一种十分有用的方法。外推方法可分为前推、后推和旁推,下面结合具体实例分别进行讨论。

(1)前推法。前推就是根据历史的经验和数据推断出未来事件发生的概率及其后果。这是经常使用的方法。例如要建立一个大型化肥厂,需要考虑火灾损失的风险。为此,可以根据这一地区火灾事件的历史记录进行前推,这里也有各种各样的情况,如下述:

如果历史记录呈现出明显的周期性,那么外推可认为是简单的历史重现,也就是将历史数据序列投射到未来作为未来风险的估计。

可以证明,个人的估计,由于忽略了关键影响,常导致估计过低。

结论是:进行风险估计的人员应当清醒地意识到他们的估计因忽略关联影响而可能带来偏差,并设法在决策时照顾到这一点。

应当说,考虑到有关联影响的估计方法比较困难复杂,还很不充分,很不成熟,下面进行一些初步讨论。

(2) 关联影响的估计。在风险估计的仿真计算中,一般将关联影响分为三类:①无关联,即各随机变量之间相互独立;②完全关联;③部分关联。

关于无关联的估计,风险估计者常辩护说这样的估计是可采用的,因为即便是对有经验的分析者来说要考虑各种关联的概率分布也是太困难了,另外,在考虑每个因素的概率估计时也可适当地照顾到关联的影响。

当实际上存在有关联,而我们又按无关联的情况进行计算时,常可以从计算结果中看出,如前所述,这会引起估计过高,即会增大输出量分布的标准差。

第二种完全关联的假设也是一种极限情况。完全关联可以有多种定义的方法。可能最强的要求是两个变量 x 与 y 之间完全正相关或负相关,也就是要求 x 与 y 的分布具有同样的数学表达式,这样假设的条件是太严了,实际上很难满足。实际上如 x 是对称分布;而 y 则可能是非对称分布。我们可以采用完全关联的另一种定义: x 与 y 同时取相应于概率密度最大的数值,当 x 变化一百分比时, y 也变化相应的某一百分比, x 与 y 变化的百分比可能不同,但却一一对应,此时认为 x 与 y 完全正相关。这种定义并不要求 x 与 y 具有完全相同的分布函数,而且模拟计算时也较方便。

三、风险估计中应注意的事项

在前面,我们曾强调过风险损失资料的收集对风险识别的重要意义。同样,在风险衡量中,除了正确使用定量分析技术,十分关键的问题是使企业对风险的评估建立在大量的原始资料上。因此,大量的、真实的统计资料是风险识别和估计的基础,只有做到资料的真实、准确、充足,才能保证风险分析和决策的科学性和准确性。

损失资料的收集与利用最好不要利用外部中介机构所建立的损失资料,因为依据外部中介机构的损失资料所求得的损失统计数,即使接近企业推算的结果,也无法显示出影响企业损失的各种变量的相对重要性,对企业风险管理决策就无所助益。因此,企业必须建立特定自己的损失资料库。

(一)统计资料的收集和调查

统计资料的收集是进行风险估计的前提条件。收集统计资料要求做到数字准、方向明、反映及时等要求。收集统计资料的方法主要有统计报表和专门调查,前者是以原始记录为依据,采用经常性的定期调查,按照一定的表格形式和时间程序形成制度,收集统计资料;后者则是对某些社会经济现象进行专门组织的登记和调查。例如某企业生产某种产品,需要寻找这种产品潜在的市场风险。企业调查者可以研究某地区一定数量消费者的需求欲望、市场心理和对新产品的态度。收集的资料包括收入水平、消费习惯、民族、文化程度等各种有代表性的变量。

(7)在建筑物和设备之间按国家的有关标准留有足够的距离,则受灾范围 a 较小;

(8)容易受到烟、臭味、潮气、水、热、暴风影响而使质量下降的物品和设备,其损失率 d 较大:

(9) 灭火设施完善,且维修保养好,则受灾范围较小;

(10)若工厂风险管理工作抓得好,工作人员风险意识强,则次数 f 、受灾范围 a 和损失率 d 都较小。

（二）概率风险评价法

有些新兴的工业、新技术、新工艺,如核电站,由于它们存在的时间很短,没有或者很少有损失资料,要对它们进行评价就得运用概率风险评价法,或称概率风险分析(PRA)。这种方法是分析和使用已发生的事故资料和实验研究结果,同时想象出各种可能的事故模型,用一套概率统计方法来评价各种可能的事故概率与损失大小。美国花了三年时间,投资300万美元所完成的《反应堆安全研究》,即 WASH-1400,是运用概率风险评价法预测核电站风险事故最成功最著名的例子。它解决了以下三个问题:

(1)研究和确定了各种可能的事故,这些事故引起向环境释放放射性的大小及其概率;

(2) 计算可能释放到环境中放射性在大气中的扩散和分布, 以及它们对人体健康和财产所造成的损害:

(3) 估测每一种损害发生的概率, 这些损害包括早期死亡、早期疾病、甲状腺疾病、晚发癌症死亡、遗传效应、财产损失和土地污染。

第三章 风险防范工具

通过前面章节介绍过的风险分析的方法,风险管理者已对存在的各种风险和潜在损失进行科学、全面的识别,并对损失发生的频率和损失的严重程度加以估计和预测。风险管理者应在风险分析的基础上,寻取有效的工具来处置风险。一般地,风险管理有两个基本途径;第一,风险管理者可以通过实施各种风险防范工具,力图在损失发生之前,消除各种隐患,减少损失产生的原因及实质性因素,力图在损失发生之时,积极实施抢救与补救措施,将损失的严重后果减少到最低限度。风险防范措施主要包括:①回避;②损失防范;③结合;④某些种类的转移。第二,当风险事件出现后,运用风险财务工具,对损失的严重后果及时实施经济补偿,促其迅速恢复,而免其遭受更大的损失。风险财务工具包括:①风险防范工具以外的风险转移手段,包括购买保险和财务型的非保风险转移;②风险自留,其中包括“自我保险”。风险管理的这两种工具中,前者称为风险防范工具,后者称为财务工具。这两种工具在实际应用中相互补充,有机配合,均成为风险管理的两大联系工具和重要的环节。本章着重分析风险防范工具。

第一节 避免风险

避免风险(Risk Avoidance)是指由于考虑到风险损失的存在或可能发生,主动放弃或拒绝实施某项可能引起风险的方案。这一方法包括:①拒绝承担风险,甚至不惜付出一些代价;②放弃以前所承担的风险,来避免财产、人身或活动的损失。避免风险的多数情况都属于第一类。例如,当一个企业打算避免一幢建筑或一个汽车队的潜在损失的影响时,可以采取不从这幢建筑或这个车队获取任何利益的办法避免这些风险。企业在承接一项工程之后,通过承担部分工程任务,发包工程或分配工作,可以避免与这项工程相关的部分风险,当然并非避免全部风险。

一家大化工公司曾计划在一个小城镇的郊区进行一系列实验。研究人员在准备这项实验时发现,这一计划可能造成该城镇巨大损失。这要求风险管理者能预防这种可能性,但只有少数保险公司愿意承保,而保险费用大大超过公司愿支付的费用。最后该公司只得取消这项实验。

一个经销家庭日用品的企业考虑进入药品行业,不久有人发现,有缺陷的小儿麻痹疫苗

(1)意义及性质。所谓系统制度分析法是把企业本身或企业中某特定部门视为人员(Person)、机器或配备(Machines)、处理程序(Process)的结合体,亦即把这一结合视为一“制度”(System),而每一制度下有许多分制度(Subsystem)。如果仅要控制某一制度,则该分制度可视为制度来观察。更具体地说,如果观察企业整体,那么整体是人员机器和处理程序的结合体;而如果要观察企业的电脑中心,则该中心可视为人员、机器和处理程序的结合体。下面用图形及表格说明上述概念的含义及性质。企业风险管理者首先将企业的整体目标和内外客观限制表示如图 1.3.1。

根据上面的企业整体环境图形的标示,我们这里假设要控制企业电脑中心面临的风险,则可分别就人员处理程序和机器设备表示其内容(参见表 1.3.1)。

表 1.3.1 电脑中心的风险分析制度

人员	处理程序内容	机器
1. 操作员	控制处理程序	中央处理机
2. 程序设计员	气压控制	磁带机
3. 服务员	资料转换	印表机
4. 系统分析员	印制资料	空调设备
5. 维护人员	组合和编译程式	灭火系统
6. 使用者	错误更正处理	预防系统
7. 审查员	教育训练及测试	湿度及气压控制系统
8. 访客		电路配置板
		电话

以上所述是为风险管理者在控制风险前的预备工作,根据前面所列再运用以下各种分析表格及方法可有效控制风险。

(2)具体方法。运用该方法,风险管理者第一张要用的分析表格是“制度”危险因素分析调查表,参见表 1.3.2。

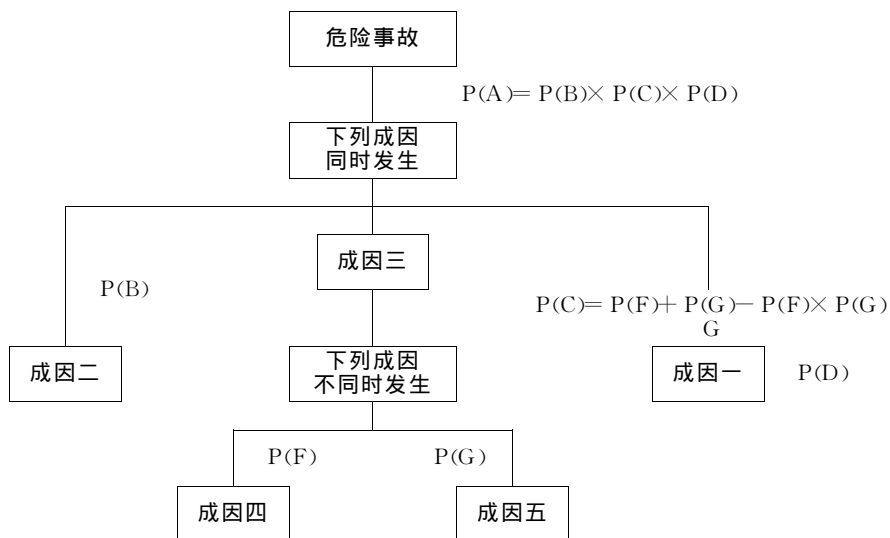


图 1.3.3 错误树分析图

图 1.3.3 分别以 $P(A)$ 、 $P(B)$ 、 $P(C)$ 、 $P(D)$ 、 $P(F)$ 、及 $P(G)$ 代表危险事故,成因二、成因三、成因一、成因四、成因五之概率,由于成因一、二、三同时发生,故事故之概率 $P(A)$ 为 $P(B)$ 、 $P(C)$ 、 $P(D)$ 之乘积。而成因四、五并不同时发生,故影响或成因三之概率为 $P(C) = P(F) + P(G) - P(F) \times P(G)$ 。

二、选择损失控制技术

（一）技术选择

损失控制的第二阶段指在损失与风险因素分析的基础上选择损失控制技术。也就是选择以什么为主导的损失控制工具,是以预防为主,在计划、设计、生产等整个过程均以损失的预防为主体;还是以抢救措施为主,亦或是几种工具的配合使用,综合处置风险及损失后果,对不同情况采取不同的措施,达到减少损失发生频率,减少损失严重程度的目的。

国外学者在分析实施损失控制技术时,又把预防措施与抢救措施分为四个环节,根据不同的情形来设计与实施。英国学者在《风险管理手册》中将可供选择的损失控制技术分为以下几种(参见表 1.3.4)。

接耗费,还应估算间接耗费。在这里,我们要介绍一下该领域具有重要意义的海恩里希的工业事故成本理论以及对该理论的各种评价。

根据海恩里希的观点,工业事故的成本,通常只表现为受伤雇员的时间损失和他的医疗费用。然而,实际成本远非如此。因为他发现“附带的”或“隐蔽的”成本往往是这种赔偿金的 4 倍。

如果承认海恩里希的观点,则无论有无保险,都应该大大加强损失控制。海恩里希的隐蔽成本包括:

- ① 受伤雇员的时间损失成本；
- ② 为帮助受伤者而停止工作的其他雇员的时间损失成本；
- ③ 主管或其他管理人员报告事故和训练替补人员的时间损失成本；
- ④ 由于机器、工具或其他材料和原料的损坏而发生的成本；

⑤向受伤的工人提供全部工资的成本,以及雇员们恢复后所提供服务的价值可能下降也要给予全部工资的成本;

⑥由于事故使士气过激或低落而发生的成本。

海恩里希并未强调 4 : 1 的比例适用于每一事故和工厂。他也承认这一比例在更广泛范围内的应用可能不同。

海恩里希认为“间接成本”非常大这一观点是正确的。但有许多专家不同意 4 : 1 的比例。格里麦蒂和西蒙兹用“已保险”和“未保险”的概念代替海恩里希的“直接”和“间接”概念。他们认为,在工业事故中,未保险成本与已保险成本的比例小于 4, 因为被海恩里希所囊括的某些未保险成本是没有确实根据的;同时,因为未保险成本和已保险成本之间有直接关系,所以对总的直接成本应用单一比例来确定间接成本将得到不准确的结果。

格里麦蒂和西蒙兹对普通种类的事故提出下述公式,来代替将未保险成本表示为已保险成本的单一倍数:

$$\begin{aligned} \text{总成本} = & \text{保险成本} \\ & + A \times \text{损失时间数} \\ & + B \times \text{看病数 (无时间损失)} \\ & + C \times \text{急救数} \\ & + D \times \text{未引起伤亡但造成财产损失超过一定数额的事故数} \end{aligned}$$

这里,A、B、C、D是每种情况下的平均未保险成本,各项中的“数”是所考查时间内各种情况的实际数量。

另两位专家博德和吉尔曼认为:这种经过修正的概念,从安全意义上讲,已经被证明是一种无效的方法。他们认为,获得和更新这些必要的信息是一项困难而费时的的工作。在各部门中分摊未保险成本带来许多技术问题,甚至比分摊保险成本更可能遭到反对。因此,他们建议使用“分类帐成本”概念。这样称呼是因为它只涉及出现在部门分类帐上的成本。政府部门称之为“生产事故成本元素”概念。这种事故成本会计的方法并不包括所有事故成本,但的确增加了非保险成本的准确性。这种会计方法所考虑的因素如下:

- ①人力：工人的伤病赔偿福利总额；在丧失工作能力期间除工人伤病赔偿福利以外所支

企业可以采用保险成本与非保险成本进行比较分析,而更常用的方法是通过预期的最低损失额来进行分析,以及在考虑货币时间价值因素情况下的损失与资本现值的分析等。在此基础上,决策人员首先应了解有哪些损失控制工具可以采用,然后判断哪些是最佳损失控制工具。

（三）损失控制工具的补充与调整

在选择损失控制工具之后,并非就一成不变了,在某些情形需按情况进行调整与补充,以便获得最佳效果。但另一方面,由于种种原因,损失控制技术有时其结果并不完全象人们想象的那样及时和有效,应该明确的是决策一般都是基于损失控制措施将怎样影响未来而制订。损失控制专家可能无法自信地估计所采用的措施将怎样影响每年企业事故的总损失额,但他们的确能够掌握一定时期损失发生的频率,以及损失控制措施是否会实质性地降低损失的频率。如果某些地方损失发生的频率因历史的原因或工业标准不同而高于一般水平的话,那么,损失控制措施将具有特殊的吸引力,通过损失控制能够使其恢复到可以接受的程度。

三、实施损失控制策略

在损失分析与选择工具的基础上,损失控制的第三个阶段是实施损失控制策略。在实施损失控制的过程中,明确各方面所应负的责任,具有重要意义。我们知道,损失控制作为风险管理中一个带有积极主动性的政策措施,得以有效实施并不仅仅只是风险管理部门的努力,而应靠全社会的各方面的力量,依靠各级政府、各部门、各单位的普遍重视和通力协作,因而,明确各部门对损失控制的职责,乃是实施损失控制的重要内容之一。

就全社会而言,要做好损失控制工作,必须依靠各级政府的努力。事实上,在损失控制之中,各级政府发挥着重要作用。因为只有政府有权威制订各种安全标准、安全制度和条例法规等,并依法强制实施。同时,各级政府能够直接控制与掌握军队、警察、消防系统、救护机构、气象部门。因而政府可以通过各种途径协助防灾救灾,减少损失的发生。再则,政府还可以通过各种大众传播媒介,广泛宣传损失控制、防灾防损、安全生产等方面的知识,不断提醒人们对各类灾害事故的警惕与预防。所以,各级政府对实施损失控制负有重要的责任。

就一般企业而言,应对损失控制负有更直接更主要的责任。西方有不少企业设有与生产供销部门、财务部门等同样重要的安全生产部门,专门承担损失控制的责任,履行损失控制职能。

在实施损失控制工具的过程中,企业及单位应该认真考虑各项措施的实施方式,权衡各种措施的利弊,使其相互配合,取长补短,获得综合的最佳效果。在具体实施过程中,即应发挥企业自身的力量,也应借助于其他方面如消防、保险、救护机构、风险管理机构的力量,使之能更好发挥其效果。各种损失控制专家应督促与指导这方面的工作,还将有利于损失控制措施的实施。

四、检查与评估

实施损失控制的最后一个环节是检查与评估损失工具及其效果。通过这一环节,人们

浓厚,也不易引起燃烧,只有在极高限与极低限之间的任何一处,易燃液体一接触到空气,才会很快燃烧。每种易燃液体或爆炸气体的极低限和极高限都不相同。对尘埃而言,极低限时常在改变,而实质上并没极高限,因此任何集中在极低限上的尘埃都会引起爆炸。

第二,易燃液体或爆炸气体虽极易引起爆炸,但燃烧少量的燃流体通常只带来火灾,所受损失有限;而尘埃造成的爆炸却会引发一连串的反应,如从天花板、墙壁或其他表面散落出更多的细灰,当碰到空气中的燃烧分子时,尘埃将因此而燃烧,或因受最初爆炸的幅射作用而引发燃烧,发射出比幅射能更强烈的压力波。但通常第三次或第四次爆炸带来的破坏力量较第一次的爆炸来得严重,而其爆炸源头只是一根火柴,一个焊接迸发出的小火花或一层小灰尘。

二、典型的尘埃爆炸损失案例

(1)在 1977 年的圣诞节,美国沿墨西哥湾地区发生脱谷机的爆炸事件,其中两处损失高达 600 万美元以上,谷仓屋顶全被炸毁。1978 年,有 3 起以上类似的爆炸发生,每次损失均在美金 50 至 715 万之间。据统计,从 1962 至 1977 年的 15 年间,发生过 150 次脱谷机爆炸。一位专家曾作过预测,以后将有更多的爆炸发生,且五架脱谷机中,就有四架会引起爆炸。

(2) 在一个晴朗的早晨,正当一家大麦粉厂开始作业时,一连串由于尘埃引起的爆炸从包装室及贮藏间里透出,炸毁了贮藏间外壁北、西、南三面,倒塌的碎石压及邻近建筑,自动洒水装置遭到破损,整个仓库付之一炬,地下室水管破裂引发洪水泛滥,爆炸来自金属板摩擦生热,燃及制麦粉机而引起,燃烧的火焰经由集尘系统蔓延至其他地区。麦粉厂的重建约一年时间,损失高达 130 万元。

(3)坚硬的树脂饼必须先磨成粉,才能混杂某种化学品铸成另一种植物粉。在一次制造过程中,操作者由于有事暂时离开,就先关掉原料补给的活门,但仍让制粉机继续转动,直到制粉机内原料几乎用尽才关闭制粉机。但在制粉机完全停止的片刻间,机器内的螺旋状零件及集尘系统的吹风机仍在运转,此时,一股强烈的爆炸发生了,炸裂集尘机的一面,毁坏了制粉机下方的漏斗形投入口,此座建筑的四面墙壁倒塌,自动洒水机破裂,倒塌的墙壁又毁及邻近的建筑物的屋顶;幸而消防队及时赶到,立即扑灭火势,并迅速处置残余物。

此次爆炸事件的原因,据调查为制粉机内有一个螺旋形零件松开,撞击到制粉机的架构,发出火花,燃烧到贮放机内的树脂。集尘机再携带着燃烧中的树脂进入制粉机漏形的投入口引起爆炸,然后整栋房子发生重大的爆炸。由于这一事件,使得树脂的生产事件停顿一年之久,估计损失有 110 万元。

(4)有一家制糖工厂,经过加工完成后的糖粒要用螺旋形状的输送机送进储藏室内贮存,运送途中,多多少少会产生糖渣,而一打开输送机的机盖后,糖渣就会飞扬在空气中。在凌晨3点45分,值班人员从值班室中发现隔离的储藏室着火,紧接着听到爆炸声响,检查结果发现输送机受到毁损,两辆载货的升降梯被炸毁,且储藏室的混凝土屋顶也被炸破个大洞。幸而这幢建筑装设有五个自动洒水器,及时发挥作用,在消防车抵达之前将火势控制住。这场爆炸的原因究竟是什么呢?在正常情形下,当储藏室装满了 $\frac{3}{4}$ 的糖时,输送机就

会开启转动,但这次却在储藏室空无一物的情况下,输送机意外的开动了,储藏室角落里遗散的糖被卷进输送机内,不断被旋转摩擦,而累积成一股强大的压力,导致爆炸的发生。此外,由于输送机上的旋转轴不断接触金属机器的架构,发生摩擦而迸出小火花,小火花引燃糖渣,造成大火。此事件损失近 60 万美元。

三、主要的损害防阻措施

在从事尘埃爆炸的损害防阻时,应先熟悉以下公式:尘埃+空气+热能=爆炸。清楚了尘埃爆炸的因素后,才能寻求有效的方法来控制爆炸危险,或减少爆炸引起的毁损程度。

(一) 尘埃的清除

如果能控制尘埃,就可以避免尘埃爆炸的危险,关键在于良好的管理方法。事实上,要清除尘埃非常简单,廉价且有效。首先应测量一下灰尘的累积有多快?多少数量的灰尘才算过多?在一般情形下,当从墙壁上的灰层堆中可以写下文字时,就是警报的先兆了,而当地板上或其他水平面上存积 8 厘米以上的灰尘时,就可能发生问题。因此,为避免尘埃过量而引起爆炸,应随时注意灰尘的散布,时时加以清除。此外,在机器运转当中,施加一点负的压力,可以避免尘埃飞进室内。

绝不要利用压缩空气来驱散灰尘,此法只会使灰尘成悬浮态,反而增加危险性,最好用真空吸尘器。

当尘埃在经过分离的过程中时,集尘器可以发挥连续的抽气通风作用,这个作用很重要,集尘器通常放置于室外,一旦发生爆炸时,不容易毁损建筑物及其设备。如果集尘系统发生故障,不能运转时,机内气闸可以代其发挥集尘的功能。此外,在集尘完全吸收易燃分子,且将其消释之前,自动洒水器应随时保持有效状态以应急需。

(二) 空气的稀释

氧气是燃烧过程中一个主要的因素。连续喷洒一种无活性、不易燃的气体,可以稀释空气中的氧气成份。二氧化碳及氮气是最常用的无活性气体。然而,无活性气体通常只限于使用在燃烧性的灰尘中,且价格昂贵。因此,如果要熄灭大量燃烧的灰尘,成本很高。

有时候,无活性的原料,如碳酸钨,可以加进危险性的尘埃中,阻止爆炸的发生,这种技术在煤矿爆炸的防阻中尤其有效。

(三) 热量的驱散

一般的燃源,如烟、飞散的火焰、焊接等,都是非常明显地具有危险性。但在尘埃引起爆炸的原因中,没有一个是由于金属板过热或摩擦引起火花,或由于烤箱、火炉、电热器等热度过高所致,这些通常都发生在内部设备中。

为防止电器设备发生火花、电弧及高温引起危险,电器设备应严格遵守国际电器法规第二级的规定,电器设备的范围包括内燃机、马达、电动机、电开关、电线管等。此法主要的内容为具有危险性的电器设备最好装置在建筑物外面。举例说,一个普通的马达最好设置在集尘器外面,而利用齿轮或滑轮来连结送风机,较安全。

磁性分离器或电屏,可以防止金属板或其他外界杂质混入研磨器、粉碎机及其他种制粉机种;除此以外,尚须定期地清洁这些机器,阻止爆炸的发生,维护安全。

转移的最重要形式。另一种形式的转移称非保险转移,即除保险转移外,旨在转移财务后果的方式。

四、转移与其他方式的比较

转移风险作为一种处置风险的方法,有别于避免风险、损失控制和保险。当转移风险是指将产生风险的有关活动转移出去时,它与避免风险密切相关,或者说,它是避免风险的一种特殊形式。对于风险转移者来说,将潜在的产生风险的种种活动转移出去,在事实上就能够避免由此活动带来的种种风险损失。因而也可以说这种风险转移是损失控制的组成部分。当然,转移风险与避免风险也有区别。这种区别在于:避免风险旨在停止或放弃某些计划或活动,于是风险不会发生也不会存在。但转移风险之后,风险以及有关引起损失的活动仍然存在。只是转移给另一些人承担,对全社会而言,损失后果仍存在。转移风险与损失控制的区别在于后者旨在采取积极防御与抢救措施,以减少损失出现的可能性和减少损失的后果。前者只将损失机会与损失后果转由其他人承担,只是绕开风险而行。

本章所讨论的转移风险方式,即控制型风险转移与保险同是风险转移,但也有根本的区别。前者属于风险控制形式,其转移的是可能遭受损失的财务及有关活动;后者属于财务型风险管理工具,其转嫁的只是风险损失的财务后果。

五、控制型转移的类别

控制型风险转移可以通过以下三种途径来实现：

(一) 担有风险财产或活动可以转移给其他人或转移给其他群体

例如,一个企业卖掉它的一座建筑,就将与这座建筑所有权相联系的风险转移给了新的所有者。一个承包商如果担心承包工程中电气项目所需的劳动力和原材料成本可能增长,那么他可能通过雇用分包商承接电气项目,以此转移这部分风险。这种转移很接近放弃性的回避,但由于它可以消除能使企业遭受打击的潜在损失,因而是一种风险防范措施。这种措施与放弃性回避的不同之处在于,它必须将风险转嫁给别人。

(二) 风险本身, 不是财产或活动, 也可以转移

例如,根据一项租约,承租人有可能将因自己疏忽而给宅主房产造成损失的责任转移给宅主,制造商有可能迫使一个零售商对产品离开制造商后所发生的任何产品伤害承担责任,甚至该制造商原可能是有责任时也是如此;一个企业还可能说服顾客,放弃他因产品或服务缺陷蒙受身体伤害或财产损失而可能必须起诉企业的权力。实现这转移的合同称为开脱责任合同。

（三）风险的财务转移使受让人产生了损失风险

受让人撤销这种协议可以被视为风险转移的第三种情况。这种协议撤销后,企业对它原先同意的经济赔偿不再负有法律责任。

风险之降低,另一为损失之分担。同时可通过保险把“不确定”且“大的”“损失”转化为“确定”且“小的”“保险费”支出。现以一个简例说明保险制度的基本操作。

假设某一住宅区有 1000 位住户,每位住户所拥有之房屋均价值 100 万元。如没有保险,很显然,房屋遭受火灾而受全损时,受损的住户必须另租房屋或花钱重建。此种突如其来的打击对住户而言是极大的财务负担。且由于此种打击事先无法预知,精神及心理上之压力也极为强大。同时受损之房主如动用以前之储备,在金额未累积形成前会有缓不济急、杯水车薪之感,此时惟有借货贷息之途。为了解决此种苦恼,有位聪明的屋主想出了一个方法,按照这位屋主的过去经验认为这个小区在过去年度中平均每年总有一栋房屋遭受火灾损失,于是他认为每位屋主只要事先摊付 1000 元,1000 位住户合计有一百万元,那么这项金额就可随时填补任何一位受损之屋主而得以解决上述精神和财务的双重压力。此种解决问题的方法可谓是已具“保险制度”的雏形,而此办法也说明了现代保险制度的基本操作。上例的“1000 元”相当于“保险费”,“100 万元”相当于“保险金额”,1000 位屋主的集合相当于“被保险人全体”,过去经验之显示,平均每年有一栋房屋受损亦即相当于保险人利用大多数法则统计原理来做损失的预测。因此把上述办法加以修正补充,势必成为现代保险制度的基本操作内容。

2. 保險的產生和形成

无论是以历史的角度来考察,还是从逻辑推理的角度分析,都可以清晰地发现,保险是一种通过多数人的力量分散风险并及时、有效地提供经济补偿的方法,是在人们与灾害损失斗争的漫长时期中总结出来的处置风险的非常重要的手段。完整意义上的保险随着商品经济的发展而日臻完善,已成为现代经济生活中不可缺少的重要环节和独特的经济补偿制度。这里先对保险产生的客观条件作一简略分析。

(1)自然灾害、意外事故是保险产生的首要条件。自人类文明史的发端,就已记载下人类在其生存繁衍的地球上所面临的种种灾害和损失。在与自然界的斗争中,人类不但顽强地生存下来,而且积累了抵御风险的种种经验与技术,人们可以依赖于自然规律和科学规律为人类造福。而自然灾害如火灾、台风、雷击、地震、海啸、洪水等,会给社会财富造成不同程度的毁损,会给人的生命、劳动能力带来各种伤害,严重的还会导致生产中断、人身伤亡,造成人们生活资料匮乏、社会秩序紊乱。同样,跟自然灾害密切相关的意外事故,如不慎失火、意外伤害等,也会引起各种经济损失。当然,对某些自然灾害和意外事故,人们可以采取一切措施,事先预防灾害事故的发生,灾后积极抢救,减少财富的损毁程度。随着科学技术的发展,人们认识自然、利用自然,以及防灾和消除灾害影响的能力会相对地增加。然而,也随着生产的发展、社会财富的日益集中,以及新的科学技术应用于生产和生活,各种危险因素也相对地增加,如电的发明和应用,就增加了电灾、触电等风险。因此,灾害和事故是不可能完全避免的,“天有不测风云”,这是人们从实践中得出的结论。自然灾害和意外事故的发生虽然不可能避免,但有很大的偶然性,这种确定性和偶然性,就构成了可承保的风险。因为自然灾害是意外事故,一旦发生,免不了造成物质财富的损毁,这就需要采取各种经济措施来进行补偿,使生产得以持续,使生活恢复正常。这种补偿是社会再生产的必要条件。补偿的形式主要有两种:一种是物质后备,一种是资金后备。保险是资金后备的一种形式。资金

后备的形式,是随着社会生产力水平和商品生产、流通的发展而不断完善的。

由此看出,正是由于风险给人们带来了经济上的损失和渴求得到补偿的迫切需要,人们对保险机制的最重要的需求,构成了保险的基本要素。没有风险、没有灾害损失则无保险的必要,即使风险存在,但发生的损失不足以引起人们经济上的忧虑,亦无保险存在的必要。所以,正是社会对补偿损失的普遍需求,构成了保险成立的第一推动力和最基本的要素。我们可以这样说,保险的存在和发展与这种需求及其需求的强烈程度密切相关,甚至这种需求从根本上决定着保险的发展。于是,提供以补偿经济损失、保障经济生活的安定为目的的保险机制,就能够在很大程度上满足人们在受损后及时获得经济补偿的需要。

如在资本主义社会,生产和贸易得到空前的发展,作为工业和贸易中心的城市也日益增多,担负商品交换的运输业无论从规模和工具来说都比以前发达,危险更加集中。灾害、事故对社会生产力的破坏变得更加突出起来。与此同时,资本主义的发展使更多的商品流通超出国家界限,世界市场逐渐形成;对外贸易日益扩大;远洋航运事业迅速发展;海上危险和运输事故的发生频繁而且集中,客观上对经济补偿更加需要,而由几个单位共同提存后备的形式、承担风险的能力有限,极不稳定。于是就出现了由要求保险的法人或自然人,按照所需保障付出相应的保险费,由保险公司集中起来,组成保险基金,专门承担风险的商业性保险形式。这种形式已经成为当今世界绝大多数国家和地区用经济方法组成后备基金,解决补偿的主要方法,是全部经济活动中不可缺少的一个环节。

(2)商品生产和货币制度是保险的经济基础。保险本质上体现了一种生产关系,是生产力发展到了有剩余产品以后才产生的,原始社会生产力水平非常低,人们的劳动主要是维持生活,可以说是身无长物,到了原始公社末期,虽然完成了第一次和第二次社会大分工,即畜牧部落从其他部落中分离出来,手工业从农业部落分离出来,生产有了发展,产品也有了剩余,部落之间有了产品交换,但只是极其原始的、偶然的物物交换,自然没有建立资金后备的经济条件。

奴隶社会初期出现了国家,这时生产力有了较大发展。由于劳动工具的改进,有了更多的剩余产品,可以进行互通有无的交换。随着商品交换日益频繁,产生了社会第三次大分工,出现了专门从事商品交换的商人。同样,在比较发达的国家形成了为交换而服务的市场,进而逐渐形成专门为交换而生产的商品,为交换作媒介的货币也应运而生。在这种情况下,为了预防意外,就开始有了资金后备。当然,在封建社会里,在自给自足经济占统治地位的社会经济中,这种资金后备,开始只是由各个经济单位本身自留。随着手工业的发展,运输业兴盛起来。作为手工业和商业中心的城市陆续形成。商品交换的频繁活动,将人们的生产联系到广泛的社会需求中来,自给自足的经济发生变化,一个经济单位自己留存资金后备不能解决问题,于是,一些经济上有共同利害关系的单位,一起提存资金后备的形式出现了。

进入资本主义社会后,正如前面所述,随着商品生产和货币制度的发展,保险得到了长足的发展。

(3)人们的生活水平的提高和生产的发展也促进了保险的发展,是它的催化剂。人们的物质生活和消费水平不断提高,相应地也需要保险水平有相应的发展,并用商业保险来增进

促进社会生产和经营持续迅速的发展,安定人民生活、增强社会稳定、增加社会福利;积累资金、增加非贸易外汇资金的收入、促进对外贸易和交流的发展、促进我国的经济改革和对外开放、加速经济建设。

我们可以把保险的作用分为微观作用和宏观作用两部分,微观作用即是对企业和家庭的作用。

(1) 保险的经济补偿作用。保险最直接的作用是为遭受损失的被保险人提供货币形式和其它服务形式的经济补偿。因而,作为被保险人的企业和家庭能够在保险的保障之下,迅速地恢复生产经营活动和正常的生活秩序。当发生巨灾风险事故时,通过保险免使企业或家庭遭受破产的灭顶之灾。在一般情况下,通过保险,可以使企业迅速、及时地恢复生产,并较快达到损失前规模;亦可通过保险,将其收益水平的波动限制在最低限度内,并能促使企业不断保持和创造新的增长势头。保险人一方面提供货币资金,使企业的厂房、设备得以修理和重置以恢复生产经营,另一方面,提供各种有效服务,为企业的修理和重置提供各种便利,从而可减少这些费用支出,间接地提高盈利水平。对家庭而言,保险能为家庭的财产和收支提供保障,一旦遭遇损失不致使家庭经济受到重创,不致使收入水平和生活水平急剧下降,以致无法维持家庭的各项最低收入。所以,保险能够保障家庭经济的安稳,如果不是通过保险,企业和家庭即使均能在损失后通过借款来补偿,但较大数额的借款会给企业或家庭带来种种的压力和沉重的负担,使其很难在较短时间里承担,远不如购买保险,将巨额损失的风险转化为平时少量的保险费的支付,因为后者不会对企业或家庭的财务状况带来很严重的影响。

(2) 保险具有减少不确定性的作用。与保险提供的经济补偿作用一样,减少不确定性是保险对企业或家庭的另一突出贡献。尽管只有少数实际遭受损失的被保险人可以获得及时的经济补偿,但对参加保险的全体被保险人来说,均因获得保险保障而消除或减少了风险带来的种种不确定性。损失赔偿的范围已在保险合同中明确规定下来,因而有关财务损失后果的种种不确定性就明显减少。

保险减少不确定性的作用,对企业和家庭的意义表现在:

①减少不确定性,有助于企业或家庭完成或延长生产、生活计划,无论保险事件是否发生,使之均能完成计划;

②不确定性的减少,企业或家庭能够在一个更确定、更安定的条件下从事各项活动;

③减少不确定性,能够消除企业或家庭的种种后顾之忧,促使人们发挥更大的潜能和创造更大的效益。从行为科学的观点出发,人在特定条件下所能发挥的潜能往往远远超越人们的预料:

④减少不确定性,有助于风险管理职能的较好发挥;

⑤减少不确定性,同时也大大减少了贷款者、客户和雇员面临的种种不确定性以及由此而引起的各种连锁反应。

(3) 保险还能提供其他相关服务。通过保险,即使没有风险事件及损失发生,但广大被保险人也能获得非常有用的各类服务。有一种偏见,认为如果被保险人未遭受风险损失,所缴纳的保险费均为保险人所得而对被保险人毫无作用。诚然,通过保险方式,一部分费用会

征以税收(自留风险则不存在),一部分用于业务活动开支和管理费用,但绝大部分保险费收入直接或间接地用于被保险人,除损失赔偿额外,保险人还提供下列服务。

①提供风险分析服务。从风险管理的角度看,许多被保险人期望从保险人那里获得风险分析服务,如识别企业或家庭面临的种种潜在风险,提供有关损失发生频率和损失严重程度的信息,估计损失后果。就一般企业或家庭来说,无力也无法对这些技术性很高的问题进行分析,通过保险及其相关的信息网络系统,就能获得这类服务,其有效程度远高于企业或家庭自身的分析。即使是建立有专门风险管理部门的大企业,在风险分析方面往往还求助于保险机构。对被保险人而言,提供这类服务应是保险人的义务,一般不专门付费或只支付少许费用。

②协助损失控制工作。无论是从减少损失发生后果及其严重程度,还是从自身业务开展来说,保险人都非常重视提供有关损失控制服务。例如,检查被保险人的业务活动、起草安全条文、协助制定安全法令法规、推荐安全生产方法、抢救受损财产、医治受伤工人等。在损失发生前,应尽可能地消除产生损失的不利因素,损失发生后及时实施抢救或补救,减少损失的灾害程度和不利后果,将损失后果限制在最低限度。实施损失控制服务的作用还体现在可以减少被保险人的非保险费支出及保险费支出。因为,即使是没有投保的风险,一旦出现损失,只能由企业或家庭自行承担,实施损失控制,可以减少这笔费用支出。对可保风险而论,保险费率的确定,一般与过去发生的损失相联系,损失频率和严重程度的减少或显著减少,亦可随之而降低保险费率。保费水平的降低,在某种程度上会减轻被保险人保费支出的负担。而且,由保险机构提供的损失控制服务,能够提供较之于其它机构更全面、更优质的服务,而且收费更低廉。所以保险人提供的损失控制服务能够发挥更大的作用。

保险的宏观作用主要是表现在对社会的作用上。

(1) 保险能减少损失发生的不确定性对社会的影响作用。就整个社会而言,损失的不确定性虽不能完全消除,但可以减少。即使是对保险人而言,仍然面临损失的不确定性。虽然在大数法则作用下,保险人所面临的不确定性相对而言比较低,但不能否认它们仍然存在。因为,即使是最准确地计算,仍然会出现预期损失额与实际损失额的偏差。更重要的是,影响损失发生频率和损失严重程度的环境和条件会不断发生变化。如预测汽车本身和责任损失时受多种因素的制约,如通货膨胀、汽车设计与制造、法律条文、公路建筑、交通等等,而这些因素均会经常发生变化。为应付可能出现的损失额,保险人必须根据不断变化的条件,根据以往的损失经验不断进行修正,以期获得更准确的预测。保险人面临的种种风险,都面临不断变化的情况。都需要进行不断地调查。但是,任何人也不能因此就否认保险在很大程度上减少了社会面临的损失的种种不确定性,这种积极的作用体现在以下几方面:

①更有效地利用社会资源。保险通过对单个企业的补偿减少了整个社会面临的不确定性,如果没有保险保障,某些特定的企业、特定的行业、特定的生产方式和分配方式将无法实施,或将无法有效地实施。如某些风险相对集中的行业,如果没有保险,就很难吸引人们去投资和开发,从而造成社会资源的浪费,而对风险分散的行业,人们会竞相投资。在保险保障的条件下,不确定性的减少则有助于社会资源的相对合理和有效的利用。其次,保险使不确定性减少不但使现有资金和劳动力等生产要素得到充分利用,而且促进新的社会资金的

积累和更有效的分配。同时,在保险保障的前提下,有助于社会各种机制和各个部门的有机结合和联合,并促使其更好地运行。保险有助于促使各种生产要素的最佳组合,促使企业计划的长期化、经营固定化,能为社会经济提供良好的生产生活环境,并获得较高的效益。

②保险有助于合理的价格结构的形成。保险对社会经济另一个贡献是它能为社会的产品与服务提供较准确、较合理的价格结构,在没有保险的情况下,企业在产品订价时必须包括预计损失额的扣除,但就单个企业来说,在估计和衡量损失时,受到诸多条件的限制,无法准确地预测。因而,这部分费用计入产品成本时的波动幅度太大。相反,通过购买保险,企业面临的种种损失的不确定性及损失后果都化为少量的、固定的保险费支出,从而使这笔费用成为预先能够确定的、计入产品成本的稳定的支出额,在此意义上说,保险有助于企业的合理价格结构的形成。

③保险有利于小企业的竞争。保险能够维持生产与经营的稳定和发展、降低生产成本和提供合理的价格结构,而且,保险有利于企业竞争,尤其是有助于小企业的竞争。假定没有保险,小企业由于自身财务单薄,预测和抗御风险损失的能力都很差,因而它们比大企业面临更大的风险,即使是很小的损失,也可能带来较大的灾害,这些条件限制,使之难以同大企业开展竞争。相对来说,大企业实力雄厚,在损失的预测与提供损失补偿能力方面都优越于一般小企业,保险为社会所有企业提供保险保障,特别有助于克服和消除因损失不确定性可能给小企业带来的种种劣势,有利于企业展开竞争和更有效地进行生产经营活动。

(2) 保险具有经济补偿与社会稳定器的作用。通过保险,使企业和家庭及时得到经济补偿,不仅直接为企业和家庭提供保障,而且,为社会整体提供保障。因为作为社会基本经济细胞的企业和基本细胞的家庭,能够获得最大限度的保险保障,实际上就为社会整体提供了一种稳定装置,使广大社会成员在遭到自然灾害和各种意外事故时,能够获得经济上的保障和增强安全感,从而服务于整个社会。再则,现代社会及社会生产是由各个基本细胞构成的相互联系的有机整体,社会化的大生产和与之相适应的社会生活模式,将人们的生产与生活连接成一个紧密相联、相互作用、相互影响的有机统一体,局部的风险损失往往通过各种先进的大众传播媒介,在非常短的时间内超越于地域和空间,在全球范围内迅速传播,引起人们的极大关注。如墨西哥城大地震、前苏联亚美尼亚大地震、美国挑战者号航天飞机爆炸、前苏联切尔诺贝利核电站泄漏等,人们都将这些损失视为是整个人类遭受的损失,在此意义上说,保险所能提供的保险保障与经济补偿,能够为社会提供一种稳定器的作用,保障社会经济和人民生活的安定。而且,以保险方式提供的服务,能够减轻单纯通过财政进行的社会扶持与社会救济的压力,保险提供一种更为经济的补偿手段。所以,保险为社会安定发挥着非常重要的作用。

(3) 保险的损失控制作用。前面,我们讨论了保险对单个被保险人提供的损失控制服务及其积极作用。不但如此,保险对全社会也发挥着损失控制的作用。从根本上说,通过保险机构实施的损失控制服务能够最大限度地防止和减少社会生产中人力和物质资料的损失。不仅被保险人能够直接从损失控制中获益,而且,就社会一般成员来说也能直接或间接地从损失控制活动中获得种种好处,损失发生频率的减少和损失程度的减轻,会减少或消除损失对整个社会的不良的物质损坏和精神方面的忧虑,而这对社会生产的潜力的充分发挥具有

保险是处理风险的一种有效机制,但保险的局限性、负效应也是存在的。所以我们应当一分为二地辩证地看待保险。

1. 保险费的支出

从某种角度考察,购买保险的主要代价在于获得保险保障时须以缴费为前提。当然,作为商品经济条件下的经济补偿制度,通过有偿的方式在保险人与被保险人之间建立起权利与义务的经济关系,是必需且必要的。但问题在于,保险费率是否合理。过高的保险费率会限制人们购买保险,即使必须购买也加大了被保险人的经济负担。

保险费一般由三个部分组成:①预计的损失额;②一般业务费用开支;③利润与应付紧急事件的提留额。

(1) 预计损失额。此部分是在大数法则基础上, 保险人根据被保险人大量的具有相同数量和质量的危险标的预计的可能发生的货币损失额。在一般情况下, 保险人向被保险人收取的保险费, 大部分是根据大数法则确定的预期损失额, 而这种预期损失额与实际损失额的差额很小, 如果保险人能够正确地估计预期损失额, 这部分费用应视为合理或比较合理的。因为, 在没有购买保险而由企业自留风险时, 如果损失发生, 企业必须支付这笔费用。但是, 如果预计的损失额一旦超过或大大超过被保险人的实际损失额, 这些超过的部分则为保险的代价, 即是被保险人在购买保险时所付出的较高代价, 而不只是合理的代价。另一方面, 这部分费用也不应过低, 不然就不利于保险业的经营的稳定。

(2)业务费用支出。业务费用支出是保险的一种附加费。这些费用一般用于从事保险业务所需费用以及向被保险人提供有关服务的费用开支。这种费用理应由被保险人的保费支出中扣除。如果这部分费用过高或用之不当,亦应当视为保险的代价。

(3) 利润额及紧急事件的扣除额。这部分费用开支旨在为保险人从事保险活动提供合理的利润额,并为应付紧急事件发生,提留一部分准备金,当出现实际损失额与预期损失额的偏差较大的运用。根据国外的经验,就财产保险和责任保险而言,利润及应付紧急事件的扣除额以约为 2.5%~5%为好。从理论上讲,未来损失发生的不确定因素越高,发生巨额损失的可能性越大,所应扣除的份额就越大。

2. 假报或高报保险金索赔

由于保险是与风险的不确定性相联系的,损失发生的时间、损失额等事先都较难准确地预测,这一特性的存在,使某些被保险人不是根据实际的损失额向保险人索赔,而是以某种方式高报损失额,甚至谎报损失额,从某种意义上说,这也是保险的一个局限性。这种局限性的克服,只有通过保险人的周密调查、检查索赔的条件和要求,对违法行为诉诸法律并加强对被保人的教育来解决。

从以上的基本的局限性上广而化之,可以看出,其在大的范围内的局限性通常表现为:

(1) 社会资金的净支出和社会资源的非生产性运用。从事保险活动,能够给社会经济和社会生活带来多种益处,但我们也应看到,着眼于全社会的角度,从事保险业要耗费一定的财力、物力和人力。因为并不是所有保费均用于损失赔偿,而通常 20% 左右的费用用来支持有关业务开支和盈利等。同时,办理保险,需要各种设施、各类人员以及极大数额的注册资金,如果不是用于保险,这为数可观的人力、物力、财力可投入生产性运用。

(2)导致心理风险因素的增加。保险的另一个副作用是容易增加心理风险因素。当然,心理风险因素不同于道德风险,它并不是人们故意的行为和不诚实的行为所致,而是因为参加保险,就产生一种疏忽大意,不求谨慎,从而导致一些损失的发生。最明显的表现是人们对已参加保险的风险标的放松必要的警惕和关注,从而导致不必要的损失。如油库周围吸烟,使火灾出现的可能性增大,参加汽车保险的家庭常常忘记外出锁车,因为参加保险者容易放松或丧失必要的小心和警惕。由于保险后,这种心理因素的增加,会对社会造成种种不必要的、本可避免的风险损失的产生。

(3)道德风险的引诱。上面提到了一个道德风险,它是较心理风险更加严重的社会代价,表现为以下几种情况。因为保险存在,一些人会故意造成损失以便从保险的赔偿中获利,如近年来火灾次数增加的一个主要原因是故意纵火犯增多,旨在获得保险赔付。另一种情形是,在投保时,谎报或高报风险标的价值,试图在损失发生后获得高于自身保险价值的保险金赔付。这些故意行为在开办保险的条件下比没有保险时要多得多,称之为由保险引起的道德风险。

当然,保险的这些局限性与保险的作用来说,是微不足道的。但对保险人来说,应当力求限制这些不利影响。为减少用于保险业务支出的费用,要求保险人以更有效的方式经营保险业,注重经济效益,提高人员素质,减少不必要的开支和浪费。同时对故意肇事者应当依法处罚,对疏忽大意者应加强教育,注意宣传,使人们懂得损失的发生对被保险人亦不利后果,使之以切身利益的角度考虑,有助于克服心理风险因素的影响。

3. 不利于损失控制的实施

根据风险管理理论,损失控制是一种积极主动的对风险采取措施的行为。它强调防患于未然和及时抢救以减轻损失的不利后果。但在购买保险的条件下,容易产生种种松懈的思想,认为自身的风险已转移给保险人,一旦出现损失则由保险人负责赔偿。而且,从事损失控制工作,也要花费人力物力,即使没有损失发生,对被保险人也没有多少好处,所以对损失控制工作不积极、不主动。这种态度不论对保险人还是被保险人来说都会带来一些问题,如果是因为对损失控制的忽略而引起的损失,保险人预计的损失额会增加,从而可能在一定程度上提高费率。如果由于参加保险而忽略损失控制,即便不影响费率的升降,也会使他们在今后获得保险保障方面遇到麻烦。对大中型企业来说,保险费率的制定在很大程度上决定于自身发生损失的情形。如放松损失控制,可能使保险费率有所上升。其实,保险人也并不承保一切可保风险和可保事件的财务损失后果。如某些工作事故可能产生一些非保险损失,因火灾造成的企业营业中断,可能会给被保险人带来长期的损失,但这些损失不可能通过企业参加财产保险而得到全部弥补。因而,要想减少这类损失,实施损失控制就是一个非常重要的方面,而不是购买保险就应该忽略损失控制。但客观的情况是被保险人在不同程度上都不十分重视购买保险后的损失控制,因为这类活动往往需要在保险机构的监督下才能奏效。

(三) 风险与保险

“无风险,即无保险”。显然风险是保险的“原料”。但并不是所有的风险均可作为保险所处理。亦即“保险”所能处理的风险是有一定的条件和范围的,而在此条件下和范围内,被

(5) 风险不是投机性的。保险人承保的保险,只能是仅有损失机会并无获利机会的风险。例如,自然灾害或意外事故造成财产损毁的危险,他会遭受经济上的损失,但如不发生火灾,他并无什么得益。而投机危险就不一样了,它既有损失的可能,也有获利的机会。例如,股票或黄金的买卖,购进股票或黄金的人,可能因股票或黄金上涨幸运而赚钱,也可能因股票或黄金下跌而亏本,对这种投机风险,保险人是不承保的。

2. 可保风险并非总是理想的

理想的可保风险应该满足以上要求,但是可保风险并非总是理想的,近来由若干保险人承保的风险,很少有能够具有所有这些特点。那些被认为是可保险的大多数风险,或者是因为其本身固有的属性,或者是因为引进了某些安全措施,才逐渐变为可保风险。某些按这些标准衡量其可保险性有风险的风险仍然被承保,这是由于提供保障,免遭一定的危险对公众具有重要性,或由于社会的压力,或由于这种风险在未来将变得可保,或由于其他原因。保险人对许多风险的评价大不相同。一些保险人渴望承保一些其他保险人会断然拒绝承保的风险。一些保险人会承保只有少量风险单位面临的风险,因为他们仅仅追求自己总保险额的可预测性,下面可通过一些例子来阐明这些观点。

死亡风险影响到大量的在实际当中独立地面对风险的人和对保险保障感兴趣的人,这种损失是时间和地点上都明确的。而且由于赔偿额在合同中有规定,所以损失数额也是明确的,期望损失是可计算的。如果排除自杀,这种损失从被保险人的角度看纯属意外。早些年的保险合同中都将自杀除外,但在美国后来各州的法律、法规要求对自杀予以补偿。因为:①补偿保险受益人使社会受益;②准备一两年后自杀的人不大可能购买人寿保险,这是与理想状况略有不同的一种合理情况。

另一种情况是疾病保险。疾病在时间和地点上都是不确定的,并且有些保险人提出了疾病风险是否可保的问题。疾病损失保险是增长最快的保险形式之一,尽管对疾病的可保性还有疑问,但至少有三个因素有利于这种增长。首先,疾病风险是人类所面对的最重要的风险之一。如果有可能,就应该有这种保障;其次,疾病保险的市场巨大,如果能成功地引进承保保障,疾病保险就会大大推动保险业的增长;第三,保险人有可能因提供健康保险而出售更多的人寿保险。

早年的航空业务曾出现过许多使保险人望而生畏、不愿保险的风险。其主要原因是保险人没有确定保费的依据。但是,婴儿时代的航空业需要保障,于是航空保险便应运而生。现在,由于已经积累了航空损失的经历,航空保险人的境遇已经有了改善,尽管航空保险仍然是充满风险的,尤其是对喷气式飞机保险和空中劫持保险更是如此。这种情况说明,可以承保预期变为可保但目前不可保的风险。许多新种类的保险都是来自这种思路。

3. 可保风险并非一成不变

应当注意,今天一般不可保的风险在未来某个时候可能被认为是可保的,这是由于风险本身的某些变化,由于科学技术的进步或者保险人其他能力的提高,或由于在承保的风险中引进了某些强制性较强的因素。

用美国的两种保险单可以说明可保风险的概念是如何不断扩大的。第一种保单是卖给单个投资者的,它保证这些投资者在指定市政债券上的利息和本金按期如数收回(一种类似

的险别是卖给市政债券发行人的,它保证被保险的市政当局向所发行债券的买主给付利息和本金。这种保险比较类似担保证书。)第二种保单是一种住宅担保契约。它卖给不动产经纪人,使之不受约束地批发旧住宅给买主;保险人在这种保单中承诺,在获得住宅所有权的头六个月或头一年内,对管道、暖气和电气系统的重要结构性缺陷和机械故障的修理费用,将向买方予以给付,不动产经纪人则负责监督对旧住宅的检查,并在这种住宅出售前负责监督卖主作必要的维修。

另一个例子说明,有时可保概念的扩大却令人遗憾。1974年,伦敦保险业公会推销一种计算机出租保单,此保险业公会在该保单中承诺,如果承租人在租约到期之前中止租约,它将根据租约继续支付租金给出租人。结果,损失远远超过了预期的损失,因为国际商用机器公司(IBM)的产品发生了巨大的变化,这使许多现有的计算机在技术上被淘汰。许多租约纷纷解约,使伦敦保险业公会出乎意料地蒙受了巨大损失。这里的主要问题是无法预测计算机在技术上的迅速更新换代。

下一个例子是回溯责任保险。1980 年底,拉斯·威格斯的米高梅高级旅馆(MGM Grand Hotel)发生严重火灾,84 人在这场大火中丧生,700 多人受伤。米高梅公司受到起诉,损失远远超过了该公司在发生火灾时有效的责任保险单的限额。然而,这场大火后不久,该公司就获得了加保的保险额,避免了这些责任诉讼以及这场大火为所引起的其他问题。保险人认为,尽管某种损失几乎是确定的,但该损失的大小却相当不确定。根据他们的观点,已支付的保费当时足以补偿这一损失的现值加上他们的费用与合理的利润。一些观察家认为,回溯保险不过是增加了这样一种保险业务:某个保险人有时可以将他已经认定的但尚未理赔的索赔责任转卖给另一个保险人。其他观察家则指出,对于该保险人来说,这些情况年代已久,而且最终结果比较容易预测。有些人否认这种险别是一种保险。目前,只有少数保险人承保这种险别。

追溯责任保险有别于回溯责任保险,但与之有密切的相互联系。追溯责任保险也提供回溯责任保障,但不补偿据知已经发生的损失。有可能产生追溯责任保险要求的情况有:①已经售出的定额保单现在被认为不能足以承保可能在将来提出索赔的事件;②对那些现在看来十分需要保险的事件根本没有保障。这两种情况之所以可能出现,原因很多。例如,法律环境发生了变化,使潜在损失不断增加;企业间出现的合并或兼并使两个参加过不同保险的企业结合在一起;或者某个风险经理不过是认为他过去做了错误的决策。这种保险比起回溯责任保险要普遍实用得多,但是大多数保险人仍然不承保这种险别。

（四）保险的选择与购买

前面已经说过,保险是风险管理中非常重要的风险财产工具,尤其是人们对运用损失分析技术存在的种种限制,对损失发生频率和损失严重程度的估计与衡量,对潜在风险的识别等都不能也不可能达到非常精确的情况下,在风险管理的其它风险控制工具和风险财务工具的运用具有种种局限性的情况下,因而不可能成为最主要的处置风险的方式时,运用保险方式处置风险在目前的条件下仍然构成风险管理的核心环节。

1. 保险方式的选择

一般来讲,人们选择保险处置风险,常常是考虑到这种情形即风险是如此之大以致于人

福利等事项提出建议。

第三,处理赔款的业务。当损失发生时,保险人根据有关保险的类别提供各种各样的服务和建议。在理算财产受损的大赔案中,保险人聘请的损失理算师常常就施救受损财产提出意见,安排重置设备和供应品的可能来源,以便协助被保险人尽快恢复营业。如果在被保险的损失方面,赔款涉及向第三者追偿的问题,保险人往往可以具有追偿权利。如投保人已选择部分投保,保险人或经纪人对未保险的损失也可能愿意代为追偿。

(2) 购买保险的限度。人们在购买保险时,不但要考虑购买保险的原因,即所面临的、难以由自己承担的风险转嫁给保险人,而且要考虑购买保险的限度,即全部风险都通过保险转嫁还是保险只转移一部分风险。如果考虑完全用保险方式作为风险的财务工具,则须考虑所应支付的保险费标准及数量。如果只是将保险方式作为一种风险财务处理工具,则须考虑其它方式尤其是自留风险方式。在此情况下,应考虑部分保险的安排,部分保险的安排分为三类,即共保(Co-insurance),第一损失保险(First Loss Insurance)和超额损失保险(Excess of Loss)。

共保是指保险单持有人(投保人)自己承担一定比例情况下的保险,例如,保单持有人在80%的共保单下,则他应承担不足额投保时的部分损失责任。

第一损失保险,如果保险人在订明的数额以内对任何损失负全部赔偿责任,而由保单持有人负责超过这一订明数额的任何超额数额保险。这就是第一损失保险。第一损失保险是保险人承担一定数额的风险,超过这一数额,超过的部分由投保人自己解决,即通过自留风险的方式解决。这种方式多见于保险人规定承保上限的情形,超过部分只能通过自留风险方式处理。

超额损失保险,如果保单持有人自负任何损失的第一个数额(或规定数额),就是超额保险。超额保险包括两种方式:相对免赔额和总损失的超额保险。相对免赔额是指保单持有人自负全部损失到某一规定的数额为止,但如损失超过了规定的那个数额,保险人负责全部损失(保单持有人不再负担损失)。总损失的超额保险,常称为最高损失保险(Stop Loss Cover),保险人对在任何一年以内的损失累积额,提供保险保障。也就是说,保险人对损失的积累额超过双方商定的货币值那一部分负赔偿责任。同时,这一保险还要规定一个上限,即保险人负责的超额损失部分有一个最高限额,而且规定保单持有人必须在这个限额内负一定的责任比例。

安排部分保险的主要原因在于,当保费的附加部分的大小业已确定,人们用自负一部分被保险的风险来降低其保险费用。部分保险的安排,多见于下述情形:其一,对绝大多数风险而言,即使最大可能的损失额很大,而实际发生的大多数损失倾向于相当小时,完全在保单持有人自留风险的能力以内,存在着用内部应付意外风险基金来处理的可能性,这些小额损失常常在纯保费和保险人的处理赔款费用中占很大的比重。因而,按超额损失保险可以达到节约大量保险费的目的。

其二,当一个企业在几个分散的厂房内生产,由于在它所有厂房里同时发生全损的概率几乎是零。因而,它不愿意按其资产的全部价值来投保。在此情形,设法按第一损失来保险,将保险额根据它所估计的最大损失来承保。

其三,当人们如已积累了很大一笔应付意外损失的内部基金,认为已有能力通过共保自己负担一定数额的风险,亦或用一个总损失的超额保险来保护其内部基金一年内不受发生损失积累额非常大时所导致的不利影响。

但是,应当指出的是,以某一风险单位仅投保一部分风险有两大不利之处:其一,损失的实际自负额可能与预期的损失经验出现较大的偏差。例如,人们对过去损失经验的分析表明:几年内每年的损失总额在某个数额内相当稳定,可以通过预算来解决。但是,人们很难确保共同预期损失与实际损失不发生偏差。在某些情形下,损失集中发生在某一时期的可能性不能说没有,但也较难准确预料。而且,一些企业选择部分保险方式,有时通过购买总损失超额保险来保障任何一年内损失经验特别快的风险。然而支付这类保险的费用又会在某种程度上抵销采用自留风险的益处。

其二,双方在制定合理的费用方面很难达成一致的意见。而最后产生的数额将是双方通过价还价过程的折衷的结果。

2. 实施购买保险的决策

一旦企业或家庭决定选择用保险的方式全部转移风险,就应着手实施这一决定,实施购买保险决策一般包括以下几个方面。

(1) 选择保险人。在有数家保险公司办理各类保险业务时,风险管理者应选择保险公司投保某些特定的风险。首先,风险管理者应明了保险机构的分类及其特点。如在美国,保险机构一般分为私人保险公司、股份保险公司、相互合作保险机构等各种类型,保险事宜的办理大多通过经纪人制度和代理人制度来实施。应考虑各类保险公司的订价策略,即由单个保险人还是由多个保险人组成的董事会决定保险价格。了解这些信息对选择保险人具有一定作用。如保险人单独制定价格就比通过董事会共同决定的价格要灵活;某些得到特定许可的保险机构要比一般保险机构提供更广泛的服务等。但这也要灵活掌握。有时,保险人的业务和经营方针由于各种原因与其所属的保险类型有很大不同,这就需要风险管理者认真调查,以期更切合实际。除此之外,选择保险人更应考虑保险人的财务能力,保险人所能提供的服务,费率如何等因素,然后决定实施购买。

①保险人的财务实力。保险人的财务实力是选择保险人时的最重要因素。如果保险人无财务实力,无法赔偿被保险人所遭受的损失,显然,一切承诺将变得毫无意义。保险人的财务实力一般可以通过以下几个方面了解。保险人的资产(如股票、债券、地产等)估计;保险人的盈利能力及水准;负债情况(指对已发生损失赔款额和根据合同将要产生的赔款额)及评价;自留风险的份额;一旦资金紧缺,保险人是否有权向保单持有人征收;未来盈利的潜力和被保险人的质量;分保份额。通过上述几个方面,可以较全面地评价保险人的财务能力。

②**保险人提供的服务。**风险管理者在分析保险人财务能力基础上确认保险人具有较好的财务实力应付被保险人索赔。然后,看他所需要的各种服务。保险人能否提供,以及能否在较合理费用基础上,提供更好更全面的服务。风险管理中,风险管理者一般需要保险人提供的服务主要有:提供损失分析服务,即识别风险和估计衡量潜在损失频率及严重程度。对单个被保险人而言,从某种意义上说这种服务的重要性并不亚于选择保险人。在无法识别

风险、确定损失后果的情况下,也说不上合理地选择保险人;提供有关保障服务,特指除损失补偿以外的其它保障;损失控制,通过有效的损失控制,能够减少损失程度自身和被保险人的保费支出。损失控制的运用范围很广,例如检查房屋建筑情况,检查安全生产措施的落实,提供安全设备、器材,实施抢救措施等;理赔处理是保险人提供的另一种主要的服务。评价这种服务,一方面要考察理赔是否及时,理赔数量是否合理,理赔过程中有多大一部分由风险管理者处理。另一方面要考察能否在国内和国际理赔中提供服务等。

(2) 保险费率的制定。选择保险人是实施购买保险决策的重要方面,但还必须考虑保险费率的制定以及费率是否合理。

保险费率是指每固定单位保险金额的保险费用百分数或千分数来表示的数值。保险费率是以保险对象的客观环境和主观条件形成的风险程度和整个保险内部经营状况为参照物,运用数理方法来制定的。

保险费率的制定以“公平、充分、合理”作为三大原则。

公平原则是指在同一风险分类的范围内取价应相同,在不同的分类范围间取价应不相同。同时不能将某一分类的费率特别提高来填补某一特别抑低分类的费率。

充分原则指保费应足以支付各项赔款成本、费用成本及维持合理的利润。

合理原则指费率不应过高或过低。过高则超过合理的竞争范围,过低则将危及保险公司的清偿能力和形成独占或抑制竞争。

保险费率通常由纯费率和附加费率两部分构成。

纯费率亦称基础费率,它完全用于建立赔偿基金。纯费率是根据财产平均损失率来确定的。确切地说,财产保险中的纯费率是各类财产在一定时期内的保险金额和总赔款支出的比率,这是制定纯费率的基础。

其公式为: $\text{保险额损失率} = \frac{\text{总赔款支出}}{\text{总保险金额}} \times 100\%$

保险额损失率的计算必须依据相当长时期的大量统计资料。在获得保险额损失率之后,保险人为了保持财务稳定性,需要加上一定的偏差系数,作为稳定因素。在实际工作中,通常根据以往的资料来预定偏差系数,此偏差系数大致在 10%~20% 之间。

附加费率是根据一定时期弥补业务上的各项开支需要求得的。主要用于：

- ① 业务费用:处理赔案费用、宣传费用、行政管理费用、干部培训费用及职工工资;
- ② 防灾支出:用于帮助地方及消防部门购置消防器材、建立防灾防损设施等;
- ③ 奖励费用:奖励在防灾防损工作中有成绩的单位或个人,给予减免保险费等;
- ④ 保险公司的盈利及税金;

⑤预备准备金:是为了保持财务稳定性而建立的预算性基金,以应付重大灾害和事故。

附加费率的计算,可按统计资料求出的各项开支总额与保险金额总额之间的比率作为附加费率,并可在纯费率基础上附加适当的百分比,作为附加费率。

在购买保险时,风险管理者应该分析比较所支付的保险费率是否合理,纯费率和附加费率的比例是否合理,盈利部分是否过高,按所订费率所交保费是否会影响企业的正常资金周转等。费率是否合理是购买保险时应考虑的一个重要问题。

理由之一,无非是为了能在损失发生后,迅速确实地获得保险的保障,可维持企业的继续生存和发展。损失金额的理算由于各险种性质之不同而有所不同。总的来说,就金额的理算,人寿保险较财产及责任保险为简单易行,客户与保险人的争议也较少。这是因为人寿保险属于“定额保险”的性质,财产保险属于“补偿保险”的性质的原因。在损失发生后,企业与保险人应采取的程序有所不同,现分别简要说明如下:

(1)企业在损失发生后索赔时应采取的措施。

①企业应做损失发生的通知。通常“通知义务”保险契约均会明确规定。有的保单用“立即通知条款”,有些保单则用“尽快通知条款”。

损失通知的目的在于:促使保险公司立即做损失的调查;可使保险人采取适当的措施防止损失的扩大,对企业和保险公司均极为有利。至于通知的方式口头或书面均可。风险经理要知道通知的期限,否则将损及企业的权益。

②企业应设法避免损失的扩大。保险制度是否良好?是否能发挥功能?是保险人和投保客户双方的责任。而且保险是属于公益性较强的事业,所以防止损失的扩大是企业应尽的义务。

③企业应保持损失现场的完整性。保险事故发生后,损失现场是否完整会影响损失金额的理算和保险人责任的确定。

④提供必要的索赔文件。索赔文件因各种险种的不同而有所不同。如企业在“火灾保险”，应提供的索赔文件一般有：损失清单；赔偿金申请书；火灾状况报告书；起火原因证明书；保险标的物有其他保险时，其有关保险事项的清单；保险人认为有必要的证物。

以上四种基本措施大体上适用各类保险,如果保险契约中另有规定者应依其规定。

(2) 保險人理賠的程序。

① 保险人接到损失通知后,首先需要就保单作必要之审核,此种审核目的在于确定保险人的责任。通常审核有如下几个要点:保单是否尚有效力;损失是否在承保范围内;已损失的财产是否为被保险的财产;保险事故发生的地点是否在承保范围内;损失发生时,“保险利益”是否存在;请求赔偿的人是否有权提出。等等。

②理赔责任确定后需确定调查损失的事实,以便估算损失金额。

③损失金额如双方无异议,保险人应尽快给付理赔金额。

以上三种程序大体上也适用于各类保险,然而人寿保险由于为定额保险的原因,手续及程序上较为简便易行。

四、非保险的转移风险

非保险的转移风险除了控制型的方法之外,另外还有一种财务型的非保险的转移。控制型的转移风险的强调在于损失的法律責任,而财务型的转移风险则强调损失的财力负担(Financial Burden)。

而财务型的非保险的转移风险与保险同为风险转移的财务方法,但两者有下列的差异:

第一,就法律观点而言,财务型的非保险的转移不被视为保险。

第二,财务型的非保险的转移并非由保险人所经营。

第三,财务型的非保险的转移风险通常要附着于他种契约才得以完成。

第四,财务型的非保险的转移并不强调风险单位的结合。

下面就非保险的转移风险作一简要的介绍和阐述。

（一）非保险转移的含义、形式及作用

1. 非保险转移的含义

财务型的非保险的转移是指受补偿的人(Indemnitee)将风险所致损失的财务负担转移给补偿的人(Indemnitor)(其中保险人除外)的一种风险管理技术。

尽管风险转移者的原因和手段各异,但都试图达到同一目的,即将可能由自己承担的风险损失、转由其他人来承担。在现实生活中,人们时常会碰到类似的情形:如何将自己面临的损失转移出去,以谋求避免损失、转移损失。如在通货膨胀率很高时,人们纷纷抛出手持现金而购置商品,以转嫁因通货贬值而遭受的损失。又如在人们从事的各类经济活动中,经济活动当事人经常会面临转移风险的问题,在某些情形下他作为风险转移者,在另一些情形,他又可能作为被转移者,被动地接受风险。总之,在纷繁复杂的经济生活中以及人们的日常生活中,转移风险的技术广为人们采用,不论是有意识还是无意识,主动还是被动,合理还是不合理,它总是客观存在的。如果人们能够主动地、有意识地、自觉地运用转移风险技术就可使自身免遭种种风险损失。当然,这里的转移风险是指通过正当、合法的手段而非无限制地、任意地、带有欺诈性地转移,如投保人投保房产后,故意纵火烧房,以获得非法保险金,这就是不合法的,尽管这也属于转移风险,但已超出了合法转移的范围。

大部分的非保险的风险财务转移,是通过主要针对其他事项的合同中的条款来实现的,但有些却是通过专门为此目的而签订合同来实现的。这些合同中多数是要转移直接财产损失或净收入损失的经济责任;有些则处理人身损失;大多数是转移对第三者所负的经济责任。这些转移在所转移的责任范围方面不同。一个极端是,转让人只转移他对受让人过失行为所负的经济责任(归咎责任)。另一个极端是,无论谁(受让人、某个第三者或不可抗力)造成合同中规定的各种损失,转让人都被免除赔偿。

几个特例足以说明这些合同的性质。根据一项租约,一个房地产主可以将没有这项租约时他对第三者遭受的财产损坏与身体伤害的经济责任转移给承租人。根据另一项租约,此承租人反过来可以将他的潜在损失转移给房地产主。根据一个建筑合同,建筑所有人可以将他对公众在建筑物附近受到伤害的部分或全部责任转移给建筑承包商。企业如果空运集装箱,或在某个仓库里存放设备,或把自己的原料送交给其他企业进一步加工,都可通过一个特别合同,使受托人有责任赔偿企业在成文法责任或普遍法责任之外的各种损失。零售商可以在其购货合同中签定转移责任协议。这种协议规定,制造商补偿因产品缺陷使零售商承担的责任,除非这种缺陷完全是由零售商的过失造成的。

2. 非保险转移的形式及作用

我们知道,转移风险的方式有两种主要形式:一种是风险控制型转移,另一种形式是风险财物型转移,其中风险财务型转移又分为非保险的转移和保险转移。

非保险转移的实施方式大致有：

(1)中和。所谓中和是将损失机会与获利机会平衡的一种方法,是为投机风险的主要处

理对策,由于纯粹风险并无获利机会,所以无法适用。

“中和”利用在商业价格风险(Price Risk)时,称之为“套购”(Hedging)。所谓套购,系透过买卖双方交易的进行互相约定以使可能的价格风险彼此抵销的一种程序。

例如,甲与乙打赌约定,赢时甲赚一元,输时甲亏一元;此时甲唯恐受损可再与丙打赌约定,条件恰与前者相反;亦即输时甲赚一元,赢时甲亏一元,如此安排对甲而言输赢均无损失,此即为“中和”。如果把此种考虑应用在商业价格风险上即称之为“套购”。例如有一个麦粉商于某年十月一日购买小麦一批美元 1000 元,小麦制成麦粉预期于次年二月一日可出售美金 1000 八百元以赚取合理利润,然而小麦价格的波动会影响麦粉的价格,所以利润是属于不确定的,亦即麦粉商可能蒙受损失。此时麦粉商可在十月一日同时订立于次年二月一日亦以同样价格出卖小麦的契约,如此得以中和未来的价格的风险而免于受损。此时于二月一日出售麦粉的损益将因小麦出售的损益得以抵消,此种安排即谓之套购。

(2)免责约定。此种约定是指约定的一方将于契约下所产生对他人的体伤财损责任损失转移给另一方承担。此种约定与责任保险契约似乎无太大的区别。然重要的是免责约定转移的对象并非保险人,而且所谓的体伤和财损责任损失是对契约责任下的损失为限而非如控制型辩护协定下的法律责任。其主要形态有:不动产租赁约定、工程契约、委托契约等。

(3)保证。所谓保证是指由保证人对被保证人因为行为的不忠实或不履行契约义务所致权利人的损失予以赔偿的契约。严格言之,有些保险市场所出售的“保证保险”,名称似乎有待商榷,盖因“保证”与“保险”是两项不同的风险管理技术。而从法律契约观点言,“保证”有保证人、被保证人和权利人三位当事人;但保险仅有保险人和投保人两位当事人。从契约目的言两者也不相同。“保证”的目的在于担保被保证人对权利人的忠实和契约的履行,如予违反由保证人赔偿;而“保险”则依或然率原理填补被保险人因特定事故所致的财务损失为目的。两者性质既不相同,如称之为“保证业务”或许较妥当。

(4)公司化。凭借企业公司的组织发行股票,而将企业经营的风险转移给多数股东承担。

非保险转移的作用一般表现为:企业可转移某些无法透过保险转移的潜在损失;此法的成本也许较投保便宜,节省企业的成本开支;将损失转移比直接予以控制也许较好,提高企业抗风险的能力。

(二)非保险的转移的方式及途径

作为一种转移损失后果的方式,非保险的转移主要是通过合同条款转移风险,通过变更、修正、承诺合同条款,可以将某些损失后果巧妙地转移给合同的另一方来承担,这也是转移风险的一种形式。

非保险的转移是将由各种原因产生的赔偿责任以及由此赔偿责任所造成的财务损失(人身伤亡和财产损失)通过合同条款从合同的一方转移给另一方。

比如,在销售商品或劳务供应中,由于下列原因造成的人身伤害,财产损失而引起的责任:如商品自身的缺陷、专利版权的侵犯、商品供销环节的失误等;财产的销售、出租或租赁,承包人或其他人员破坏雇主的房屋或伤害雇员、伤害第三者或其财产、污染等所引起的责任等,都可以通过合同条款的种种处理而将风险损失转移给另一方。

扫修理等服务。受托人对委托人财产的损坏是否负责及怎样负责取决于委托合同的实质。如果这种合同仅仅对委托人有利,那么受托人对此无须加以特别关照。如果委托合同仅仅对受托人有利,受托人则应对此财产加以特别关注,以避免损失。在典型的商业委托合同中,通常是有益于双方。受托人对委托人的财产因各种原因所受损失负有责任,因疏忽或过失致使委托物发生损失时,应对委托人负赔偿责任。通过某些合同语言,委托人可以将委托物的潜在损失转移给受托人,受托人在一定情况下,也可将委托的损失转移给委托人自己。所以,在委托合同中,非保险转移方式仍然存在。

4. 产品供给和服务合同

这是买卖双方为出售商品和有关服务而签订的合同。这类合同可以转移因重置和修理产品与提供服务而引起的有关责任,以及产品质量所引起的有关责任。通过合同可使有关责任从卖方转到买方,可由制造商转移给销售商。

就买卖双方而言,卖方经常提供服务及维修协议。根据合同条款,如产品或服务在一定时期内出现质量问题,卖方应提供修理服务及质量服务。从而买方可能免受一些损失。当然并非所有供给合同都涉及到卖方和买方的关系,也有涉及到处理制造商与批发商、批发商与零售商之间关系的合同,区别只在于买方是否还会将商品转卖给其他人。但它们都存在通过合同转移风险的可能性。

5. 保证合同

保证合同是指保证人与债权人达成的一种协议,规定当债务人无法按期偿还债权人债务而使债权人蒙受损失时,由担保人员负责赔偿。保证人履行合同后,有权向债务人请求偿还。就一般而论,保证人有对债权人负责担保债务人全部或部分履行债务的义务,如债务人未能按时履行债务,债权人有权向保证人请求履行或赔偿损失的权利。在保证合同中,保证人通常执行第三者(债务人)承担的义务。于是,债权人就将由债务人造成的潜在损失转移给保证人。

保证可分为单独保证与集体保证。由于单独保证人的财力有限,无力承担较大数量的保证,因而集体保证更常用和更重要。再则就补偿的程度而论,集体提供的担保比单独担保更有效。通过保证合同,能够将某些潜在风险转移出去。但这种转移仍然有别于保险转移。

(1) 保证合同中通常有三个当事人, 债权人、债务人和保证人, 而绝大多数保险合同只包括保险人与被保险人。

(2) 保证合同是由担保人提供保证,使债权人获得保障转移风险,保证人之所以如此,是因为他在其它方面从债权人那里获益。而保险合同中,由被保险人缴纳保费并获得保险保障。

(3) 保证合同中,担保人在某些情况下不要承担因债务人故意造成的某种损失,而在大多数财产和责任保险合同中,保险人不承担由被保险人故意造成的损失,虽然保险合同与保证合同都具有转移风险的作用,但如此转移则有所不同。

保证合同一般分为合同保证和忠诚保证。根据合同保证,如果委托人答应为债权人承担一些工作但工作尚未完成,保证人可以自行处理。这类合同包括建筑合同、产品供给合同。为确定是否签订合同,保证人将考虑委托人所做的工作、价格、内容、能力及财务状况。

根据委托人的缺陷,保证人负责安排实现委托人的义务及付给债权人有关费用。这类保证亦称确定保证,它是保证被保证人因不履行其应承担的义务,致使对方遭受损失时,负赔偿责任。另一种是忠诚保证或信用保证。忠诚保证是保证被保证人如因发生不诚实行为如盗窃、诈骗、隐匿、伪造、违背职守等,致使对方遭受损失时,由保证人负责赔偿责任。所以,保证合同是一种特殊的非保险的转移方法。

(三) 非保险的转移与实施

1. 非保险的转移风险应考虑的问题

作为一种风险财务工具,非保险转移的选择与实施应考虑一些问题,诸如经济可行性问题、与其它工具一道配合运用的问题。概括起来,这些问题包括:经济可行性;通过损失防范而获得的节约;损失自留的效果;保险费的节约;有关潜在的诉讼费用的支出等。

经济可行是选择与实施非保险转移产生的重要问题,在选择风险管理的工具时,都应围绕以最少费用支出获得最大安全效益这一原则。离开这一原则,风险管理的整体效果就要受到很大的影响。因而,在考虑了转移风险的所有费用基础上,什么是最经济、最有效的财务处理方式?其经济可行性怎样?当采用的财务处理工具的利弊已被识别与权衡时,安全措施及降低有关不确定性的货币支出数量,也应是一个重要方面。

在实行非保险转移的同时也应考虑损失控制问题。也就是说,转移与损失有关的财务责任应与风险的实际处置联系起来一道考虑,因为局部的损失控制能够降低整个损失的支付费用。而且,在转移风险时,应考虑转移者的损失控制能力,因为很明显,如果被转移者具有较强的损失控制能力,也就具有了较强的财务处置能力。

另一方面,被转移者财务能力的好坏,还直接取决于自留风险的能力。因为这种能力既取决于被转移者的经济动力,包括总资产、流动资产与固定资产、现金收益等,同时,也取决于被转移者能够预测其财务需要的自信度。所以,非保险转移方式的运用,也涉及自留风险技术的应用。所以,非保险转移工具的选择与实施,既要考虑其经济可行性,又要考虑与其它工具的配合。

2. 非保险转移的实施

在具体实施非保险转移措施时,应首先考虑是采用积极型转移还是防御型转移。积极型转移是指合同一方坚持在合同中写入于自己有利无害的条款,或坚持确实保证以使自己置于主动的地位。防御型转移是指当合同一方坚持有关合同条款时,另一方根据这些条文的内容提出一些防范性措施或设法增加某些条款,以便将上述条款中存在的潜在损失转移给其他人。

一旦决定采取积极性转移,就应着重研究各种法律条文。一般都把焦点放在困难的、容易引起争论的条文上,以便采用巧妙或不易为人察觉的合同条文,迫使对方就范,使对方处于被动的接受转移的地位。当然,草拟条文仅仅是一个重要部分。条文还须与合同的另一方协商。所以,合同条文最后以什么面貌出现在很大程度上取决于争议双方的力量和谈判的技能。这一点很重要,即使在防御型转移中,谈判与争议也是非常重要的技术。

与实施损失控制技术一样,风险管理者必须依靠企业的其他人员来实施这一技术。首先,应该关注的是教育与人才的培养,不断地提醒和培训生产者和其他人员经常地、有意识

是通过各种经济合同来实现的,因此,在人们从事大量广泛的经济活动中,伴随着各种经济合同的签订及实施,也就能够体现非保险转移的重要作用。

(3)非保险转移在一般情况下,较保险合同的费用要低得多,而且,往往不需支付专门的费用,只是在合同条款及语言上下功夫。所以,这是一种经济易行的方式。

(4)在某些情形,通过非保险转移,将潜在的损失机会及损失后果转移到那些能够更好地实施损失控制的一方那里,以便更好地处置风险。这对全社会而言,有助于损失的消除,而不只是转移给另一方来承担风险。

（五）非保险转移的局限性

尽管非保险转移具有其积极意义,但在实施过程中,也应注意其局限性。

(1)非保险转移受法律、合同条文本身的限制。非保险转移的主要特征是通过合同语言的巧妙运用,将风险转移给对方。但对法律条文而言,合同条款有自身明确的法律意义与标准。违背法律的种种行为不应视为正当的非保险转移。必须是在双方严格遵循法律及合同条文基础上,寻找合同条文上的不明确性和漏洞,使风险合理合法地转移给对方。因而,非保险转移受法律条款、合同条款本身的限制。同时,由于对合同语言理解上的差异,解释上含混不清,可能使合同一方在转移风险时,蒙受一些损失。再则,由于各国的法律、各种合同条文的规定不同,人们的习惯不同,伴随着涉外经济活动产生的各种合同在对合同语言的解释和习惯上有明显的区别,这种情况下,运用非保险转移的局限性很大。

(2) 尽管通过非保险转移转嫁了一些可保风险的责任,但转嫁者并不会按同一比例减少保险费的支出。在某些情形下,由于条款的效力和对方的财务状况而实际上并不完全依赖于这类转移,也就不会减少保险费的支出。另一方面,被转嫁者在合同中承担了更多的责任,因而支付的保险费相应增加。所以,对被转嫁者来说,也应谨慎地对待非保险转移。

(3)在某些情况下,非保险转移须支付较大的费用。在某些情形下,利用法律和有关合同语言转移风险,一旦损失发生后,对方不可避免地依靠法律程序解决争端,相应需支付一笔为数可观的法律诉讼费。于是,费用支出会很大,有时远远超过损失本身的费用。

(4) 由于在非保险转移中,不存在大量风险单位的集合,以及合理地平均分摊损失的情形,因而接受转嫁者所面临的风险损失往往较大且波动不定。

(5)非保险转移具有一定的盲目性。在转移风险时,往往从自身利益的角度出发,可能使一些损失转移到那些很少从事或根本无法从事损失控制的人或单位身上,这将势必产生更多的致损机会,不利于损失的消除和减少。

所以,非保险转移既有优点,又有不少局限性,在具体运用这一技术时,应与其它处置风险方式结合使用,以获得更好的效果。非保险转移风险是一种补充手段,而不是主要手段。

(六)非保险转移风险的适用情况

这一技术较适用于下列情况:

- (1)承担者与转移者之间损失的划分很清楚时；
- (2)承担者能够且愿意承受适当的财务责任时；
- (3)每位承担者有承担损失的能力时；
- (4)应用此法的成本低于其他方法时；

无意识自留风险,如果条件允许的话,应尽量限制在一个较小范围内。因为被动的、无意识的自留风险往往会造成很坏的财务后果,在某些情况甚至危及企业的生存和发展。

有些风险则经合理的判断、审慎的研究分析才承担下来,此即为计划性的自留风险,又称为主动性的自留风险。它的特点在于,已经了解风险及其可能出现的最坏损失后果,并比较了其它方式的利弊,尤其是分析了经济可行性之后采取的宁愿自己承担损失后果的方式,而不愿意采用其他方式。就风险管理的总体效果而言,主动自留风险的效果要优于采用其它方式的效果,或更经济合理,或及时有效。否则,便不会轻易采用主动自留风险的技术。当然,自留风险技术通常是作为一种明智的策略而被人采用,但在某些情况下,它也可能导致由自己承担较大损失后果而成为愚蠢之举。所以,主动自留风险较之于被动自留风险,无疑是一种明智之举,但它应是在反复权衡,比较基础上作出的慎重决策。

在计划性的自留即主动性的自留中,其方式又可分为二类:一种是以准备金的方式来承受风险所致的损失,此项准备金是来自当期收入。另一种方式是以提取基金方式来承担风险。

全部自留和部分自留风险是在具体实施自留风险技术时采用的一种分类。全部自留风险是主动采取某种决策,全部承担某项计划可能出现的损失后果,并有充分的财力准备,以应付损失的发生。全部自留风险通常是对损失发生频率和损失严重程度有较准确估计的基础上,预计损失一旦发生所可能出现的最大损失额,并能为对付最坏损失后果准备充分的财力,只有当全部自留风险已接近于购买保险后的保险保障时,全部自留风险的决策才可能是明智的,否则就得不偿失。在实践中,有些财产损失可以通过全部自留风险的方式来处理。

部分自留风险是指根据不同情况,决定部分自担可能面临的风险。部分自留风险通常是在有保险、损失控制、非保险转移等方式共同参与的情况下,企业或单位决定自留一定数量的风险,依靠自身的财务承保风险。实际上,在风险管理中有相当数量的风险标的与损失数量是通过自留风险方式处置的。因为保险并非无所不保,各类保险均存在不可保风险、除外责任、自留额及其限制等,这些均促使部分自留风险成为非常普遍和重要的风险财务处理工具。

二、自留风险的利弊分析

自留风险作为一种为人们普遍采用的风险财务处理工具,有必要认真仔细地分析一下这一技术的积极性与局限性。

（一）自留风险的作用

正是因为自留风险在许多方面发挥着积极作用,尽管在保险相当发展的今天,人们还仍以自留风险的方式作为一种风险财务处理工具。它可以补充保险或其它方式的不足,尤其是损失控制技术日益发展,人们对风险损失的预测能力增强,对损失频率和损失严重程度的把握提高,以及竞争的需要等,促使企业寻求最经济合理的方式处置风险,于是自留风险的技术得以重视和推广。保险虽然是非常有效的方式,但不是唯一有效的经济的处置风险方式。是购买保险、自留风险,还是采用其它工具,人们需要比较、权衡、分析,然后综合加以应用。自留风险的作用主要可以归纳为以下几点:

动幅度很大。

(3)节约潜在费用开支。如果在实施自留风险的情况下,企业或家庭能够节约并比在支付保险费或其它开支水平之下获得安全保障与补偿,显然,自留风险就能够节约潜在费用开支。

由投保人缴纳的保险费一般包括:

- ① 损失补偿或给付费用；
- ② 损失控制费用；
- ③ 一般管理费用；
- ④ 经纪人和其它费用；
- ⑤ 盈利。

如果企业对某些风险标的采用自留风险技术而不是选择购买保险,因而企业就可以节约其中相当部分的费用。进一步说,在上述费用支出中,一旦损失发生必须由自己承担损失补偿,如果损失不发生,费用即可节约。损失控制的费用的支出是必需的,无论是保险还是自留风险者是如此,总会有益于被保险人。在自留风险的情形下就更加重要,损失控制的效果愈好意味着风险发生的可能性愈小,自留风险的效果也愈好。所以,在考虑自留风险的计划时,应对损失控制计划及费用支出予以充分的重视。对于其它有关费用,在自留风险的情况下均可得到节省。

(4)有利于货币资金的运用。如果是选择购买保险决策,企业按期缴纳规定数量的保险费。这笔货币资金,保险人在需要赔偿之前可将其投资而获得额外收益。对财产保险投保人而言,如果不发生损失事件,就丧失了对这笔货币资金的所有权和使用权;即使在一个时期以后发生了损失事件,投保人获得了经济补偿,虽然不会丧失所有权,但在一定时间内也会丧失对货币资金的使用权。而在采用自留风险的情况下,则可使这笔货币资金得到较好运用。尽管自留风险要求事先准备一定数量的货币资金,但在损失发生之前,可以不必支付这笔费用,直到需要补偿损失、重置、修理时。所以自留风险可以在一定程度上灵活运用这笔货币资金并取得一定效益。即便采用自留风险支付的损失补偿费与保险费支出一致或略大于保费支出,由于投资和资金营运灵活给企业带来的效益亦会使自留风险技术具有吸引力。

(5)有利于企业提高经营管理水平。在采用自留风险技术的情况下,人们更注重损失控制及其它各种服务,尽可能减少损失发生的频率和损失的严重程度。企业一旦决定自留风险,就必须以高度的警觉来实施这一计划,力求获得各种最好的服务,任何疏忽大意都可能给企业带来不利的甚至灾害性后果,所以,对于防灾防损以及提供有关服务均予以高度重视。相反,在购买保险的情况下,企业往往并不十分注意损失控制及有关服务。所以,有人将被保险人投保后的松懈、疏忽过失酿成灾害的情形概括为保险的社会代价之一。这对社会而言是一种净损失。一旦人们决定自留风险,由于经济利害所系,促使企业不得不关注于损失的可能性及损失程度。如采用尽可能好的损失控制设备,不断改进服务质量,并聘请保险专业人员和风险管理专业人员提供有关咨询、分析、检查和业务指导,并注重风险管理教育与培训,就有助于减少损失,从而减少损失补偿费用。总之,在自留风险的情况下,人们关

时,可通过基金进行补偿。这种意外损失的专项基金从长时期考虑,可视为自保基金。企业可将一大笔货币资金转为准备金来建立这种自保基金。建立自保基金,对于应付损失出现不寻常波动时是非常必要的。一般说来,准备金越大,发生基金不能应付巨额损失的概率就越低。

由于预期损失额与实际损失额可能存在差异,因此应对意外损失基金实施某些保护措施。如果一个企业一年内所支付的自留损失总额超过预期损失额,则证明完全按预期损失确定的分摊额所形成的基金有不恰当的地方。在购买保险的情况下,损失赔偿波动的不利冲击则由保险公司来承担。但当用内部基金来解决时,损失额超过已积累起来的基金部分,就只能由企业自行负担。一般采用的保护措施有:

- ①增加一定时期内的分摊额；
- ②用一笔大额准备金来建立基金；

③购买某些类别的保险,使自留损失保持在可以承担的限额以内。前者是指以一次事件的发生为基础,超出一定数额的损失由保险人承担,后者是指保障基金在任何一年中损失额不超过所能承担的数额,超过数额则由保险公司负责。

另外,在实行自留风险技术时,如果不是通过内部财力筹集风险补偿资金,另一种可供选择的方式是当损失一旦发生时,临时向外借款。但就实质而言,借款方式是用纯收入来支付损失额,因为还款是来自纯收入。需要指出,近年来组建专业自保公司已成为自留风险的一种十分引人注目和具有广阔发展前景的形式。这种资金安排的一个主要优点是,自保保险公司可以向再保险人购买保障,再保险人专门与保险人打交道。从性质上和传统上看,再保险人在其保险方法上较为灵活。因此,再保险人有可能愿意向自保险该公司提供它的母公司无法从直接为公众服务的保险人处获得的保障。再保险人还可能愿意以较低的成本,提供保险市场中可直接得到的保障。近年来,这种资金安排的第二个主要优点表现为,当企业确定它的税款时,可以将付给自保保险公司的保费扣除。例如,在美国,尽管企业仍必须为自保保险公司的利润纳税,但是保险公司被课税的规则则不同,特别是这些规则允许保险人扣除两种情况下的准备金:①旨在抵偿业已发生事件的将要理赔的估计成本;②旨在抵偿尚未发生损失的那部分已付保费。

然而,1978 年底,美国税收法院同意美国国内税局的意见,认定付给自保保险公司的保费不再是纳税扣除项目。他们认为,购买自保保险公司的保险不是购买保险。

组建自保保险公司的第三个原因是,借助规则的保费扣除来减少企业损益表中的波动。

自保保险公司的可能缺点包括:组织和经营自保公司的资金和人事问题;保险人必须特别交纳的特别税款等。

自保保险公司一般购买再保险来保障自己免遭异常损失。有时,根据一种“出面”安排,母公司从一个保险人那里购买保险,然后此保险人再从母公司的自保保险公司那里购买再保险。

在实施自留风险技术时,通过各种方式提留或聚集相应的风险基金是自留风险的非常重要的环节,一旦损失发生,就得由这笔风险基金及时给予补偿,否则就会给企业造成被动局面,甚至会产生灾难性后果。

（三）有效地实施损失控制

有效地实施损失控制直接关系到自留风险的效果。损失控制做得越周密、细致,损失出现的频率可能越低,损失的后果越不严重,自己承担的实际风险越小。风险管理一再强调与其损失后的补偿和补救,不如损失前的防范和控制更合理和有效。而且损失控制的实施在自留风险的情况下往往更受重视,比在购买保险时更具吸引力。在自留风险实施的全过程都应带着损失控制。例如,自留风险决策的制定,需要采用损失分析技术,估计潜在损失发生的频率和损失的严重程度,损失分析是自留风险决策的重要基础。一旦自留风险的决策已经做出,就应对已自留的那些风险损失标的进行全面检查和安排,及时发现问题并采取预防措施,添制有关设备,作好损失控制工作。

(四)分散自留风险费用开支

在实施自留风险时,最后还应考虑有关费用在企业的各职能部门中合理分摊。这种合理的盈利水平,而不致于使费用仅由少数部门承担。同时,这种分摊也有助于损失控制的全面实施。但是这种费用的分摊有很大的难度,因为损失的出现很大程度上是受偶然性支配的,因而很难准确确定某一部门的损失额有多大,提留多大份额的资金等。每一部门运用预期的损失额来支付费用开支,也许是一种较好的途径。一旦这些损失无法根据部门或企业确定时,通用的方法是每个职能部门收取一定费用,费用的多少参照在购买保险时的保费支出,并根据实际情况上下浮动,使自留风险的费用较合理地分摊在各部门中。

（五）自留风险效果的检查与评估

自留风险技术一旦予以实施就应进行不断地检查和评估。这一阶段包括四个步骤：①建立评价标准；②运用标准分析与检查已自留的风险；③评价自留风险决策；④在情况允许时调整和改变自留风险的决策及实施。

(1) 订立实施标准。评价自留风险技术的效果, 首先应确定一些赖以遵循的标准。这些标准的订立在很大程度上取决于特定的风险管理目标, 以及最初决定采用自留风险时的利弊权衡。实施标准主要包括: 遭受的最坏损失情况, 年度损失中出现波动的情形, 平均损失额、各种费用开支, 有关服务的质量及效果等。

如果确定自留风险的最大损失额和每年自留的一般损失额的标准,在很大程度上是根据所选择的目标决定的,确切地说是由损失后目标确定的。能够自留风险的大小,是出于维持企业的生存和经营的持续进行考虑呢?还是出于保证利润稳定持续增长考虑?如果目标仅指前者,那么对中等程度的损失额和较大波动幅度的年损失额,则被认为是可以接受的。如果目标是后者,最坏可能的损失额不应过大,而且每年的损失波动幅度也不宜过大。此外,这类标准的制定还取决于人们对损失及其后果的忧虑程度,如果人们对损失及其后果非常忧虑,那么自留的最坏的损失额和损失波动的范围就会受到较严格的限制,确定的标准也就愈发严格。

一旦人们认为在较长时期中,自留风险技术可以取代或部分取代保险转移,就应充分比较自留风险所承担的平均损失额与保险费用于补偿损失的扣除部分。就平均损失额而言,标准是高于、等于或低于保险费中用于损失额的扣除。应该考虑有关因素,如将实施自留风险的费用开支同保险费中业务费用支出与盈利进行比较。如果自留风险的实际费用支出与

表 1.4.2 损失的概率分布

损失额	概 率		保险后的累计概率
	保险之前	保险之后	
0	0.14	0.14	0.14
500	0.081	0.081	0.221
1000	0.220	0.22	0.441
2500	0.25	0.25	0.691
5000	0.11	0.309	1.00
10000	0.089	—	
25000	0.075	—	
110000	0.010	—	
275000	0.008	—	
550000	$\frac{0.001}{1.00}$	$\frac{\quad}{1.0}$	

在自负额保险的情况下,如果火灾损失是 5000 元,一旦发生则由企业自己承担,因而 5000 元损失的概率要高些。在购买保险之后,发生 5000 元损失的概率为 30%,如果企业年平均损失额为 8500 元,则企业平均要自己承担 2430 元。在此情形,企业每年支付 9000 元保险费与每年平均承担 2430 元损失,总费用支出是 11430 元。其中 2930 元(11430 元 - 8500 元)要高于企业完全自留风险的年平均损失额。由于企业面临两种选择。其一、风险管理者是否愿意支付 2930 元,尽管略高于企业自留 8500 元损失时的平均费用支出,但这一选择却消除了年损失额 5000 元的损失机会,减少了不确定性并能获得保险服务。在完全自留风险的情形下,企业虽然面临很大损失的可能性较小,但对未来的结果更带有不确定性,也无法得到保险服务。

在损失控制的情况下,企业可能接受较高的预期损失费用,即保险费 9000 元,加上平均自留损失额 2430 元,再扣除损失控制时的费用支出 7333 元即 4097 元,支付这笔费用,风险管理者能够保证所遭受的损失额决不会超过 5000 元,并可获得有关保险服务。

比较全额保险,风险管理者则要考虑是购买自负额保险节约 3000 元保险费支出,自留 2430 元的平均损失额,并且还可面临可能遭受 5000 元损失的不确定性,还是多支出几百元购买全额保险,以获得安全性和有关保险服务。当然,对一般风险管理者来说,如果自负额与保费支出的节约有一个较大的幅度,会使自负额保险更具有吸引力,使之更能节约保险费又能获得安全保障。

在风险管理中,风险处理对策主要分为两大类,即风险控制对策和风险财务处理对策。前者包括避免风险、损失控制、控制型风险转移等,是在损失发生前力图控制与消除损失的工具,后者包括自留风险和保险及财务型风险转移,是在损失发生后的财务处理和经济补偿工具。

避免风险是指直接回避、产生风险的事项和活动。这种方法简单易行,经济安全。从某种意义上看,避免风险的方法是一种最彻底的风险管理方法,因为它将损失出现的概率控制到零。如航空公司因气候恶劣等原因取消了某次航班,于是就消除了该航班出现机毁人亡风险的可能性,从而也就避免了风险。再如,取消某项投资计划,就完全消除了因该项投资可能出现的风险。但应该看到,避免风险的方法有其自身的局限性,它不是积极的预防措施,而是消极的预防措施。如投资计划的放弃,固然避免了可能遭受损失的风险,同时也将该项投资获利的可能性一同回避,可见该法在采用时应尽量少用。

损失控制工具是预防措施与减少风险的方法。预防措施是采用各种措施消除或减少风险因素,以降低风险事件发生的可能性及发生频率,做到防患于未然。如运用有关预防知识和技术,直接改进预防措施。减少或控制风险,是指风险事件发生时,运用各种可能的手段,将损失减少到最低限度。损失控制是积极主动地直接对风险采取行动,具有积极处置风险的性质。但其局限性在于要么技术上难以做到,要么技术上可行,但又不经济。

自留风险是风险管理中的财务处理方法。当某项风险无法避免或由于可能获利而需要冒险时,就必须承担和保留这种风险。自留风险就是指发生的经济损失,由单位的内部资金、资产来进行补偿。自留风险分为主动自留风险和被动自留风险。前者是预先知道某种风险存在,但如果采取某种风险处理的方法,其费用支出会大于自担风险所需费用,所以也就决定主动自留风险。通常对于频率很小、损失程度也很小的风险通过自留风险的方式来处理。后者是预先并不知道风险的存在,或虽已知道,但由于预测不准确或忽略所致损失后果不得不动地由自己承担,自留风险是风险管理中经常运用的风险财务工具。

财务型转移风险旨在采取各种方式将风险转移出去。转移风险包括非保险转移和保险转移,非保险转移方式是通过转让、转包、转租、保证等形式将风险转移出去。保险转移是最常见、最有效的转移风险的方式。通过保险,将已识别的风险予以承保,根据保险合同约定,由被保险人缴纳一定数量的保险费,当一旦发生风险事件时,则由保险人承担损失赔偿责任。保险虽然是风险财务处理工具之一,但保险作为一种传统的处理风险、控制风险的手段,在风险管理中仍占有特殊重要的地位。

选择什么样的风险管理工具和方法,必须以风险管理的目标和宗旨为基本出发点。如前所述,风险管理的目标分为损失前目标与损失后目标,如何根据这两个目标选择不同的工具并对各种工具进行最佳组合以实现用最少的费用开支获得最大安全效果,这是风险管理的中心环节,具有非常重要的意义。因此,我们在决定采用的风险管理工具时,务必遵循安全可靠,经济合理的原则。

风险管理者确定其具体目标,再据此选择风险管理工具,并在对各种工具的利润分析、效果分析、经济可行性分析等基础上制定风险管理计划。企业的风险管理方案包括以下的一些内容。

（一）损失控制

安装自动防火器材,注意车间的保护、门卫及夜间值班,实施安全检查制度和定期举行的安全会议等。

（二）自留风险措施

自留风险范围:超过保险限额的损失额;确定一定数额的自负额。主要有:

- ① 汽车本身险中的自负额；
- ② 地震风险；
- ③ 水损损失；
- ④ 一个除现金或债券以外的财产损失；
- ⑤ 洪灾损失；
- ⑥ 战争损失；
- ⑦ 因罢工或保单规定的其它风险所引起的营业中断所致利润损失及其它费用；
- ⑧ 企业关闭后给顾客带来的损失；
- ⑨ 保险合同中的其它除外责任所涉及的损失。

(三) 非保险转移(略)

(四) 保險

(1) 基本保險保障.

- ① 工伤保险；
- ② 团体人身险、个人年金计划；
- ③ 对自有厂房或租用厂房购买企业财产保险；
- ④ 火灾所致企业营业中断保险；
- ⑤ 主要商业忠诚保证保险；
- ⑥ 收入帐款保险；
- ⑦ 机器保险（包括经营中断保险）；
- ⑧ 一般综合责任保险；
- ⑨ 综合汽车责任保险；
- 10 雇主人寿保险。

(2)必要保險保障:

- ①故意损坏财产保险；
- ②汽车综合险及碰撞保险；
- ③交通运输保险；
- ④忠诚保险；
- ⑤折旧保险；
- ⑥保证保险；
- ⑦火灾法律责任保险；
- ⑧伤残保险；
- ⑨主要工程技术人员的人寿保险和伤残保险。

金融行业不仅向社会提供信用服务,而且在很大程度上还为社会创造信用。它在保证向所有的存款人能够支取存款的同时,还可以将一定量的贷款的转存款再次放作贷款,这种“一女二嫁”式的经营,创造出大于其实际“原始存款”总量的贷款,而金融风险发生并扩展到这个机构的时候,其影响力因为这种创造信用的机制而加以放大了。

(六) 金融风险的发生呈一定的惯性和“溃堤”特征

一个金融机构一旦发生一笔金融风险损失之后,其经营者往往不愿意看到或承认损失的存在或损失的必然,而是想方设法采取措施进行补救和弥补,最经常的办法就是继续注入资金,或者继续采取同样的行动,以期注入新的活力和寻找新的机会来挽回损失,形成一种惯性损失,或者像江河“溃堤”一样一泻而不可收拾。因此,对金融风险的防范,要特别强调对风险损失的及时识别和尽早识别,要特别强调对已经发生的金融风险损失尽早采取控制措施。

(七)金融风险既可以表现为突发性,也可能表现为潜伏性

更多的情况下,传统的金融风险表现为潜伏性,新兴的金融风险表现为突发性。如传统贷款中的信用风险,对一个有问题的客户的贷款,可能一开始这笔贷款就是有风险,但由于贷款期长,需要3~5年的时间这笔贷款才被提取完毕;或者用款还款期长,要到5~10年或者更长时间以后才能发生还款困难的问题,而使这笔风险可以潜伏很长一段时间。另外,现代金融产品风险如外汇交易头寸风险可能因为一笔极度的外汇交易敞口使一个银行在一夜之间由巨额盈利变为亏损;或者由于电脑等现代技术直接参与交易,发生技术故障使一家银行在几秒钟之内遭致崩溃。

有时这两种性质甚至融合在一种风险之中。致使一家银行瞬间内遭致破产的原因是一个早已存在并潜藏了很多年的金融风险。这一性质使得要完全控制所有金融风险,或者想让任何金融风险都不会发生几乎不可能。

三、金融风险的种类和特征

金融风险可以表现为很多形式,对金融风险根据不同的标准也可以进行很多种划分。如根据风险发生的方式可以将金融风险划分为信用风险、市场风险、操作风险、技术系统风险等;根据风险发生的环境可以将金融风险划分为利率风险、汇率风险、政策风险、政治风险、经济风险、国家风险、地区风险、自然环境风险等;根据风险发生所在的层次可以将金融风险划分为经营性风险、决策性风险、管理风险和监督风险;根据风险的传导、渗透和扩散力可以将金融风险划分为对一笔业务发生影响的风险,对一类业务或一个银行发生影响的风险,对一国金融系统或全球金融体系发生影响的风险。此外还可以进行其他各种各样的划分。

下面,根据当前金融业务和金融监管中经常遇到的各种金融风险,选一些主要形式作简单介绍和分析比较:

（一）信用风险与市场风险

信用风险是由于交易对象或者叫授信对象因各种原因而不能偿还金融机构或称授信者的交易本金和利息的风险。它是最普遍、最基本、最传统的金融风险形式。与之相对的是市

场风险,它是由于市场的变化而给金融机构的资产或金融交易商的交易带来损失。它是随着金融业务不断发展和市场化不断加强而逐步成为现代金融风险的最重要、最具破坏力,因而也是最有影响力的现代金融风险形式。可以说“巴塞尔协议”的第一个主要内容就是为了解决金融机构的信用风险,而最近发展的第二个主要内容是为了有效地解决金融机构的市场风险,这种市场风险有时也被称作金融交易风险。

金融机构对信用风险的管理,主要通过金融产品的价格行为即制定不同标准的利率的方式来进行。由于竞争的激烈和市场的成熟,在这一领域已经没有多少可竞争的余地,其实际表现就是传统金融产品的利率水平趋于基本稳定,各金融机构的利息水平基本趋于相同。而金融机构对市场风险的经营则目前还处于刚刚开始阶段,尤其在我国,目前,金融监管当局和许多金融机构对这种事实已经存在的金融风险形式——市场风险还缺乏足够的认识,还没有树立起对金融市场风险的经营意识和管理意识,我们的监管在这方面甚至有些因噎废食,其结果是我们的国家和我们的金融机构不是每时每刻至少也是十分频繁地在默默地承受着市场风险的损失。如我国的外汇储备以某一外国的货币形式保存,其价值就随时都受到该货币在国际市场上价格变化的影响,金融机构的资产也是如此。而在国际上,尤其是在一些世界上著名的国际性商业金融机构里,对市场风险的经营已经成为其必不可少的一种经营业务和一种很重要的金融盈利方式。甚至在有些金融中心已经出现了专门经营市场风险的专业性经营机构。这种经营活动主要就是衍生金融产品的交易。

（二）流动性风险与操作风险

流动性风险是指金融机构的资产流动性不能应付流动性需求的风险。它是对金融机构的资产结构状况的一种风险界定,在一定时期内,它是一种客观风险,即在一定的时限范围内资产流动性是一定的,其流动性风险也是以一定的形式存在的,是一种随时可能发生的风 险,它存在于资金的状况当中;操作性风险是金融机构的业务经办人员和管理人员由于有意或无意的操作上的错误而造成的一种难以完全排除掉的损失,这是对金融机构的人员结构状况的一种风险界定,在一定时期内,也是一种客观存在,是一种随时可能发生的风险,它存在于金融机构的业务经营者当中。

流动性风险由于不恰当的使用资产会造成无力支付存款或其他债务；操作性风险由于错误的支付资金会导致不能支付正常的债务。

(三)政策风险与国家风险

政策风险是指金融业务由于有关经济金融业务政策的变化引起经营的不稳定性,无法实现收益的目的的风险。它存在于金融机构之外,不受某家金融机构经营决策的影响。国家风险是一国的政治、经济、文化状况使该国的借款人、机构或政府不能按期偿还其对外债务,从而使该国境外债权人遭受损失的可能性。简单地说,就是因为国别因素导致的信用风险。国家风险和一般的企业、个人因经营不善、收入减少或失信造成的商业性违约有根本性区别。它包括政治风险和经济风险。政治风险源于政权的更迭,文化、宗教等因素对还款意愿的影响;经济风险指一国借款人由于国家外汇管制、外汇持有量的匮乏等国家性经济原因而无法按期偿还外币债务的危险。

在一定程度上说政策风险和国家风险的影响力要远远大于金融业务风险的影响力,但

部或部分的实力对该笔贷款的还款能力作的一种权力抵押。担保企业对外提供的全部担保能力不应超过其实际的偿付能力。

企业的经济状况是衡量一个企业发展潜力和发展趋势的一项重要内容。它包括企业所在的行业在整个经济中的地位 and 作用,借款企业面临的竞争环境和生存环境,宏观经济环境和经济周期、市场的发育和生长程度,企业产品的市场、替代品潜力以及企业合并、被兼并的可能性。

信用风险分析除了表现为经营层即银行对企业的各种信用风险的分析和控制外,还表现为银行自身对其全部信用风险的分析和控制。如一个银行要避免该行的信用在单一客户或单一客户群或单一行业的信用集中风险,同时避免该行的风险在时间、地域、行业上过于集中于某一领域。此外,信用风险分析还有必要为监管当局合理确定监管的目标、方向、重点提供良好的支持。

有些比较大的国际性商业银行,甚至以对该行在全球的各地风险分布情况来统一执行和分配风险监管的人力、物力和财力资源。

（二）系统风险分析方法

系统风险分析的方法是对风险在一个金融机构内的分布状况、特点、大小进行分析和控制的一种方法。

具体地讲,系统风险分析方法是各种不同性质、不同形式的风险加以量化后,根据其原始存在的地理位置、业务领域等分别进行汇总和比重分析,得出一个机构在一定时间内其风险存在的主要区域、主要业务领域等,从而使银行风险监督和管理者可以有针对性地采取措施,对其加以有效控制和防范。

比如,对一个国际性商业银行,可以将其机构划分为发达及成熟经济国家,新兴发展中国家、欠发达国家等,同时将业务分为投资、外汇交易、信贷放款等,放款还可以分为房地产贷款、商业贷款、项目贷款等。对不同的地区或国家给以不同的风险系数,对不同的业务和种类也评定不同的风险等级,然后用不同地区不同业务的业务量乘以该地区的地区风险系数、业务风险系数,从而可以算出该行的全部业务的各种风险分类的和综合的分布情况,可以使管理者明确地、有效地掌握一个机构的全部业务风险情况,便于管理层对各个地区各种业务的风险总额进行有效控制。

（三）机构风险分析方法

这里讲的机构风险分析方法主要是针对金融机构而言的,因为由于经济环境等客观因素的影响和管理水平等主观因素的影响,各个不同的金融机构自身的风险是不一样的,机构风险分析主要是对这些机构按不同的风险等级加以划分,从而对不同风险程度的机构制定不同的管理标准和管理目标。这是一种更高层次的风险分析方法,主要用于监管当局对各个不同的金融机构的风险状况和程度进行分析和判断,得出结论后制定一些有所区别的不同要求的监管措施。比如不同的风险等级的金融机构要提取不同比例的风险呆帐准备金,要接受监管当局不同频率的稽核检查,要更加频繁地向监管当局报送有关报表资料,以及向监管当局和检查部门缴纳不同标准的监督检查费用。机构风险分析的一种基本方法就是对该机构过去几年的业务发展和风险损失发生情况进行比较和做一些回归分析,得出这些机

我国监管领域的另一典型风险回避措施是目前非常重视和强调的限制金融衍生产品交易,这是因为我国各金融机构以及金融监管机构对这一业务的风险控制还没有充分的认识和足够的把握。

（二）风险分散

风险分散是抑制风险过程中得出的一条经验,进而成为抑制风险的一条原则和一种手段。它是为了控制风险过于集中而将风险组合多元化的一种措施。风险分散包括资产在行业、地区、对象、币种、期限、利率条件等方面的结构分散化。风险分散不仅适用于一家银行而且适用于一个金融体系,即除了单个银行要注重将其风险分散到多方面多领域外,一个国家的金融体系也需要不让该体系的风险过于集中于某个行业、某些或某个企业。如德国就有具体措施控制整个金融体系对某个企业的过度授信的措施。

（三）风险抑制

风险抑制是对所承担的风险总额的一种控制措施。如银行对某一类行业的贷款设定最高限额,贷款总额不得超过这一限额的措施就是这一行业贷款风险的一种抑制。再如各国商业银行目前普遍适用的业务限额授权就是一种风险抑制措施,随着授权制度的复杂化,商业银行从董事会到行长,从行长到各个业务部门,从总行到分行,从业务总量到每笔具体业务都建立起一套业务授权机制,从而使得一个银行体系当中每一个部门和网点可能带给这家银行的风险损失总额都能在其能够控制的范围之内,这就是一种全面的风险抑制措施。

(四) 风险转移

风险转移也是一种事前控制,即在风险发生之前,通过各种手段和交易活动,把可能发生的风险转移给其他人承担。具体手段包括担保、抵押、银团贷款、与浮动利率或利率挂钩、从事期货及衍生产品交易等。其中金融衍生产品交易是一种最新的风险转移交易方式。它是把基本风险以上的部分风险出让出去而保证其对基本风险进行经营所应得的收益的一种交易方法。

四、风险损失的控制和弥补

无论怎样完善的风险控制机制都控制不了所有风险损失的发生。风险发生是有惯性的,因此,一旦一个风险损失发生以后,很重要的就是要进行风险损失的控制和弥补或者叫补偿。

风险损失控制的最重要原则就是立即止损。金融风险损失的止损过程中一个十分困难和重要的过程是发现和暴露发生的损失。正如前面讲的金融风险的性质具有潜伏性和隐蔽性。因此即使风险已经发生,损失已经存在,要发现和暴露这一风险还需要有一个过程。现代金融风险防范中一条十分重要的原则就是及时发现和立即暴露已发生的风险和损失,越早采取措施越能最大限度地减少损失。

风险损失控制的第二个措施就是损失的弥补或者叫补偿。现代金融风险防范中另一条十分重要的原则就是任何风险损失的发生最终都是要有分担者的。一笔贷款的损失由担保单位承担,或者由抵押品变卖,或者由银行提取的特殊和普遍呆帐准备金来弥补,这是有控制的风险经营损失的弥补方法。另外就是在以上这几类方法都不可能情况下的被动解决

括支付系统的风险(如由于技术故障不能在规定的时间内完成支付,而因时间的延误、市场价格发生变化造成的损失等)、系统安全风险(如非法进入和操作该系统造成银行和客户的资金损失)等。

二、管理类的金融风险防范

管理层的第一个重要的金融风险防范就是防止决策失误造成的金融风险。它不同于经营类的风险,经营类的风险大都表现为发生的单个风险,管理层的风险表现为决策失误造成的风险,是全局性的、大面积的。防止决策性风险的措施包括以下几方面的内容:

(1) 决策的程序和过程的控制。首先要防止无根据的主观决策行为,更要防止无规范程序的个人决策行为。它要求大的决策有经过客观分析和研究后制定的决策依据和可供决策的方案,以及每种方案的后果和条件等,它要求有一套规范的决策程序,包括要求每一个有决策权的人都要参与决策并充分行使决策权,要求使每一个决策者对需要决策的内容都能十分清楚地了解和对其决策的后果都十分清楚。因此它要求有专门负责准备决策资料 and 提供决策方案的人员,并把这些资料和方案的内容传达到决策者,要求方案的提供者不得代替方案的决策者,更不得隐藏和片面提供供决策使用的信息来诱导和误导决策。

(2)决策依据的准确和决策目标的合理。决策的依据应该对风险环境做出充分准确的分析,并对每个有影响的因素都进行充分的考虑。对决策结果的预测应该有一定程度的可靠性,选定的决策目标从已掌握的决策依据中分析应该是合理的。

(3) 决策的内容和结论应该是详尽的、可控的。它应该包括所有该由决策层决定的内容,所定的决策目标必须可以有效地控制。

(4)决策必须保证能够定期地进行调整或者校正。

第二个需要由管理层控制的风险是所谓流动性风险。流动性问题涉及一个机构全局的资产和负债的每一个方面,一个金融机构的流动性管理可以再交给一个专门的部门管理,但它更多的是一个管理层决策的内容,更少一些操作性内容。因为一个良好的有管理的银行资产负债结构应该是该行决策层主观希望的结果,而不是各个业务部门实际经营后的被动结果。因为后者情况下,流动性风险几乎是很难进行有效控制的,对于越是复杂和庞大的机构来讲,这种结果就越难控制,流动性风险就越大。

因此,对流动性风险的防范需要管理层制定统一的流动性控制目标、控制措施和手段。

第三个需要由管理层防范的金融风险是信用集中或风险集中。信用集中是单个业务行为结果汇总后的一种现象,必须在直接业务经营的高一级层次上进行。因此管理层必须制定防止全行业的信用风险过于集中于某一行业、产业、某一客户或客户群的风险分散政策。必须能够全面掌握银行的所有部门的业务结果引起的信用和风险集中的范围和程度。

具体的防止风险集中的措施有制定对单个客户和最大十户贷款单位贷款的限额等。或者制定对某个行业、某个产业贷款比例限额等。

第四个需要由管理层防范的金融风险是对内部贷款的风险控制。所谓内部贷款即银行对自己的职员、经理层或股东及其关系人员发放的贷款,这些人无论是作为特殊的贷款客户对象,还是作为一般的客户对象,从该行取得贷款往往都有一种特殊的最容易发生的风险。对这一风险的防范和控制的重点、着眼点都应放在管理层上。

具体的措施有两种,一是直接限制给内部人员发放各种贷款,任何给内部人员的贷款都是一种违规;二是明确规定内部贷款的条件、优惠内容和责任与义务。

三、监管类的金融风险防范

监管层进行的金融风险防范不同于经营层和管理层的风险防范。经营层和管理层风险防范的目的是直接为了减少损失,获得利润。监管层防范风险更多的是在于对风险的一种预防性控制措施,目的是为了金融系统的安全性,为了从更大范围内控制更巨大的损失,因而微观上容易被看做是为了安全的目的,不仅没有通过控制这类风险获得更多的利润,反而限制和缩小了应获得的利润。但事实上从更大范围讲,它是帮助获得了利润。就如同两年大盈一年大亏不如三年中等稳盈的道理一样。

监管层首先是要对单个银行的风险进行控制。这种控制不同于该银行自身的风险控制。自身控制的目标是最大化利润,监管层控制的目标是安全,即单个机构的安全引起的系统的安全问题,因此,它对单个银行的风险控制是保证该机构安全的最低标准和要求。具体措施比如银行向单个客户发放的贷款金额不得超过该银行资本金的 25%。作为一项硬性规定,要超过这一规定的特殊项目必须经过监管者审批。再比如要求单个银行除了根据贷款总额提取普通借款呆帐准备金外,还要求提供特殊的呆帐准备金。这种特殊的呆帐准备金一般根据监管者识别出来的有风险发生的贷款总额及其已发生风险的程度来提取。还有就是向单个银行或金融机构提出最低流动性要求。

其次,监管层要对金融体系的系统风险进行防范。几种主要表现有:一是对大额贷款的控制,即规定超过一定金额的贷款均定为大额贷款,所有的大额贷款都必须向监管者申报,监管部门将所有的大额贷款按贷款对象进行汇总,从而掌握整个金融系统中存在的对某一客户的过度贷款情况,并对此加以监测和控制。二是指出统一的最低资本充足率要求。如巴塞尔委员会提出的8%的最低资本金要求,可以保证一旦该银行实际风险损失发生时,能有最低的实际资本作为补偿损失的手段。三是建立存款保险制度,即一旦银行发生大的损失导致银行无法继续生存和经营而倒闭时,银行的存款人利益不会因此而受到损失,其在银行的存款由存款保险公司负责对其利息和本金予以赔付,全社会的普通存款人也不会因此而丧失对金融系统的信心。

最后是全球性金融风险的防范和控制。这主要表现为风险防范的一种国际合作。它涉及在金融国际化大发展的今天,各监管当局在风险监管的责任和权利分担方面存在的分工与合作,以及责任的界定和对监管“真空”的控制。包括对一些跨国银行的风险状况的总体掌握和控制。这方面的典型例子如几年前发生的国际商业信贷银行倒闭的事件,它就是由于跨国性银行在世界任何地方都很难得到有效监控而造成的。

监管层为控制风险扩散和传导的另一个风险防范措施就是建立国际清算银行,负责保护国际间的清算体系和职能的稳定。同时也以此来保护成员国的支付能力的临时需求和整个支付体系的安全。

以上三个不同层次的金融风险的防范分别有着不同的目的和任务,防范的目标和手段也有所不同,但从大的范围上来理解,防范风险的结果是一致的。至今为止人们在这三个层次上都作了很多很重要的努力。

(2)民间或新闻机构举办的金融风险或信用风险评级机构或咨询机构。它们以不同指标对不同的金融机构、金融产品、国家风险、地区风险等进行风险评级或信用评级。如穆迪评级公司、标准普尔公司等。它们根据各种不同的风险指标对世界上各种投资和金融风险进行评级,为金融机构有效识别风险和防止风险提供有效的咨询和指导。它们进行股票评级、债券评级、国家风险评级,以及对未来风险发展进行预测等,并以此作为其盈利和生存的方式。

二、几种有创造性的金融风险防范手段

(1)建立金融机构存款保险体系。所谓存款保险即金融机构吸收存款人的存款,必须向存款保险公司交纳保费,一旦该金融机构发生大的风险造成损失,无力支付存款人的提取要求时,由存款保险公司负责向存款人支付存款。目前,美国、加拿大、德国等已经建立了这种存款保险机制。其具体的操作方式和法律要求有所区别,但基本内容是一致的,主要目的是保护中小存款人的利益,防止发生全面性挤提存款的金融风潮和系统性金融风险。

(2) 进行贷款重组和企业重建。这是处理信贷损失的一种有效途径。当一笔贷款发生部分的风险损失时,最直接的办法就是进行重组和重建。因为一笔贷款之所以发生全部和部分损失,总有一些目前贷款人所无法处理的困难,在这种情况下,如果不进行贷款重组而继续不断地往里面投入追加贷款,只会造成损失的继续和扩大。贷款重组要么是对贷款人进行新的约束,要么对贷款计划作出新的调整,要么对贷款偿还条件作出新的保证。另外一种情况是对贷款企业进行重建,这是由于企业陷入困境后无法继续经营和运转下去,为减少贷款风险而采取的一种措施。重组的重要方法之一是寻找新的资金注入。企业重建的重要原则之一是准确计算并暴露已发生的损失,并明确地进行损失分担和企业组织重组。

(3)特殊的风险分散和风险转移措施。当一家金融机构面临的风险总额超过其所能承受的范围时,采取的方法之一就是进行单项风险分散,如组织银团贷款或者俱乐部贷款,或者进行贷款发割出售等,将超过其承受能力的部分分散和转移给其他机构。

另外一种转移就是当一笔贷款或者其他业务既承担信用风险又承担市场风险时,银行为了稳妥地获得某一种风险经营的收益,而主动放弃对另一种风险的经营。如一笔用不同币种作还款来源的长期贷款就既面临贷款人能否偿还贷款的信用风险,又面临到期时这两种货币之间的汇兑市场风险,银行为了稳定获得可靠的信贷收益,而以一笔远期掉期业务将汇率风险转移出去。

(4) 专业的高风险经营。随着市场风险经营业务的不断更新,新的衍生金融产品不断产生,变得更加灵活方便,同时也使交易的风险更加扩大了,随之产生了专门从事衍生金融产品交易的业务和部门。它们从事其他机构和部门从事不了或不愿从事的风险经营活动,代替其他机构控制新的风险,成为金融风险防范的热点。

国际上对金融风险的防范从组织体系到专门技术、从认识到实践都有了十分完善的发展。对于正在逐步重视金融风险防范的中国金融界,还有很多任务需要我们用实际行动去完成,去研究,去创新。

还搭上了生命,可谓损失惨重。因此,吸取这些教训,现在的股民就理智多了。随着经济的不断发展和竞争的加剧,商业银行竞争日益剧烈,面临的风险日趋增多,如果现存的商业银行再不对金融风险加强管理,它们的发展前景会很不好,利润减少自不用提,最后倒闭也未尝不可能!所以,现在各个商业银行都对金融风险开始加强管理。

第二,基于整个国家社会安定、经济发展的角度,国家政府要求一些经济主体对金融风险进行管理。由于金融活动在国民经济中的重要性,金融风险存在的广泛性,一旦由于金融风险造成损失,牵涉面将很大,小则会引起一部分人由于经济损失而暂时生活出现困难,公司经营无法正常进行,大则会引起企业倒闭,失业人数增多,经济衰退。因此,政府基于整个国家的社会安定、经济发展,要求一些经济主体对金融风险进行管理。例如,各国政府都根据巴塞尔协议要求,检查本国的经营国际性业务的国际性银行,要求其资本对风险资产的比率必须达到 8%,其中核心资本(即第一级资本,主要包括股本和公开准备金)不得少于 4%,附属资本(主要包括有价证券未实现收益的 45%、呆帐准备金、次级债务等)不得超过核心资本。另外,各国政府还从本国实际出发,对各类金融机构的各种经营活动都作了种种规定,督促它们加强管理,以减少对社会的震荡。

金融风险管理属于经济主体管理功能的一部分,它与其它管理功能尽管都是为了经济主体 的发展,但它还是与其它管理功能有别。它是一门完全崭新的管理科学,它不仅需要吸收一些其他管理科学、祖先的先进经验,而且还结合了许多近代科学知识,它是人们在不断追求安全、收益的前提下发展起来的,现在已开始渗入社会经济生活的各个领域,涵盖范围博大而精深。

尽管对货币资金的管理思想雏形可以说起源很早,自从有商品经济,进入奴隶社会后,有剩余货币资金或其他实物财产的人便开始考虑如何运用这些财产。但是,长期以来,由于受到社会政治、经济条件、社会历史发展的限制,人们对风险的认识很少,更谈不上从风险的角度来管理金融。而到了近代,自从有了保险制度,人们则一直以为保险是管理风险的主要手段。只是到了近代,随着金融活动在整个社会中地位的提高,各种金融风险的加大加剧,人们又不可能通过保险来减轻由各种金融风险造成的损失。于是,金融风险才在一些金融业比较发达的西方国家引起重视,才开始慢慢有所发展。

由于风险管理所涵盖的范围非常广泛,对它的意义至今仍众说纷纭,其实我们从最广泛的意义上而言,风险管理就是为了减少不定事件的影响,计划、安排、控制各种业务活动和资源。而对于金融风险管理而言,其意义如下:所谓金融风险管理,是指各类经济主体透过对各种金融风险的认识、衡量和分析,以最少的成本达到最大安全保障、获取最大收益的一种金融管理方法。对于这项定义,我们有三点需要说明的地方:①金融风险管理所涉及主体的范围非常广泛,这里所说的各类经济主体包括个人、家庭、企业、公用事业单位、国家及其政府单位;②在金融风险管理中,我们以通过对金融风险的认识、衡量而最终选择的最佳的金融风险管理技术为中心;③我们对金融风险进行管理,最终要以最大的安全保障、最大的收益为目标。没有安全保障,收益目标无从谈起;但是没有收益目标,经济主体无法发展,最终也是要在竞争中被淘汰的。

我们已认识到了金融风险管理的重要性,那么,对金融风险进行管理到底有哪些作用

呢？对这个问题，我们可以从对金融风险进行管理的不同的经济主体的角度出发来研究这个问题。

(一)对社会而言

金融风险管理对个人、家庭或企业都有效益,可以减轻其所受损失,也可使其在受到损失后得以迅速恢复,从而也可使社会成本降低因而增进经济效益,这样,整个社会的福利水准也自然增加了。另外,我们从宏观经济角度出发,也可看到对金融风险进行管理的巨大作用。首先,它可以加强国家的信用程度,正如一个企业的信用程度一样,一个国家的信用程度对于其国际金融活动中的地位具有重大意义,对于其对外贸易等外事活动也有影响。另外,它可以促进一国的政治稳定、经济发展。如果国家不对金融风险进行有效管理,对于企业的金融风险管理行之有效的监督措施,那么国家的经济生活就会出现混乱,进而会影响到经济的发展甚至于政治的稳定。

（二）对于个人、家庭而言

个人或家庭进行金融风险管理,首先可以使个人或家庭免于巨大经济损失的影响,使其仍能维持一定的生活水准。例如,在当前股民中流传的一句话:不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里。通过投资分散,投资三分法(把剩余资金分别放在存款、债券、股票上)等,这样可以分散风险,不至于使投资者一次受到巨大损失的影响。另外,通过个人或家庭的金融风险管理,可以使家庭中负担生计者因获得保障,而可努力于创业或投资使生活水平提升。例如,对于那些忙于工作者,就可以通过购买基金的方式来进行金融资产管理,省时又省心,可以致力于别的工作而不至于整日操心金融风险。

（三）对于企业而言

企业是经济活动的主体,在金融活动中占据着重要的地位,企业进行金融风险管理,便也显得尤为重要了。企业对金融风险进行管理,可以说有以下几点作用:①可以使企业的经营发展有一个安全、稳定的基础。企业在各种各样的金融活动中面临着许多金融风险,若不对这些金融风险进行有效的管理,企业的生产、经营处在一个不稳定的环境中,就很难谈发展的问题。②它可以在一定的限度内使企业的利润和现金流量的变动达到预期的目标,增加企业决策的正确性,最终增加企业的盈利。企业通过对金融风险管理,不仅可以降低发生损失的频率、损失所带来的经济损失,而且还可以使损失发生后所花费的各种费用降到最低。这样,就可使企业更容易达到所订的各项指标,增加盈利,增强企业进一步发展、开拓新业务的核心。③它可以增强企业的信用地位,使企业在未来发展中处于有利地位。我们知道,在筹资活动中,那些信誉好的企业可以以较低的成本筹得资金;而对于那些信誉不好的企业,即使以较高的成本也很难筹集到资金。所以,企业通过加强金融风险管理,可以提高企业的信用地位,有利于企业未来的发展。通过以上三点分析我们可以看出,金融风险管理对企业的作用非常大,它有时甚至是决定企业成败的关键。

二、金融风险管理的目标

一提起金融风险,人们便会联想到各种由于对金融风险的管理不善而引起的损失,确实,损失和金融风险管理的联系非常密切。可以说,没有损失就没有风险管理,若不是各种

各样的金融风险给各类经济主体带来了许多损失,引起了人们的注意、恐慌,也就不会有人对金融风险管理进行了研究。正是基于这点,人们认为金融风险管理的任务是控制损失,把损失降低到最低点。因此,金融风险管理的目标便可以简单地说是安全。

但是,我们知道,金融风险管理具有不同于其它风险管理的特殊性。金融风险管理的对象直接指向货币资金,它和会计部门、财务部门具有密切的关系,如何使这些资金增值,也是金融风险管理的一个目标,所以说金融风险管理的目标有两个:收益和安全。

对于非金融风险而言,诸如火灾危险、水灾危险等,对于这些风险的管理,即是防止火灾、水灾等灾害的发生,以及发生灾害后如何处理,使损失控制在最小的范围内。所以说,安全即是非金融风险的首要目的。但对于金融风险,正如我们前面所说的,对它进行管理的目标有两个:收益和安全。火灾风险、水灾风险,无论其发生是否,都不会给经济主体带来什么收益;而金融风险则不同,他既可能给经济主体带来损失,也有可能给经济主体带来收益。所以收益也成了金融风险管理的一大目标。

另外,我们认为,在金融风险管理的两大目标之间,应当把收益目标放在首位,作为最终目标;而把安全目标放在第二位,做为中间目标。所谓安全目标,即是指避免、减少损失的发生,保证经济主体金融资产的安全。而所谓收益目标,则是指在对金融风险进行管理的时候,最大限度地实现经济主体的收益目标,获得尽可能多的盈利。

安全和收益,二者之间似乎存在着一定的矛盾。从字面上看,要实现安全目标,则收益必定很少;而要实现收益目标,获得较高的盈利,则风险必定很大,则很难实现其安全目标。其实,二者之间的关系是辩证统一的。尽管二者之间从表面上看存在着矛盾,但实质上并无矛盾。安全目标是收益目标的前提,没有安全目标,收益目标便无从谈起;另外,收益目标是安全目标的归宿,安全目标是为收益目标服务的,若没有收益目标,安全目标也就无意义了。因此,二者之间的关系非常密切,一方离不了一方。

让我们来看看不同的经济主体对金融风险管理的目标。

从居民家庭的角度来说,居民家庭只有在解决了基本的生存需求、有了剩余资金后才可能有机会去进行投资(当然不排除一些人为了谋取高利而借钱投资)。对于居民家庭来说,相对说来最安全的“投资”方式便是手持现金了,但是居民何以要去“投资”于银行储蓄、债券、股票,而且花费一些时间、精力来管理,承受着一定的风险?答案是显然的,为了收益。现金没有利息,而且受到购买力风险(通货膨胀造成的币值下降)的威胁,去进行投资,不仅可以获得一事实上的收益,而且诸如股票还能避免购买力风险。

从企业的角度出发来说,在商品经济条件下,企业进行生产经营,从自身的角度出发,可以说是为了获得最大的盈利。企业各种管理活动,都是为了这个目标服务的,当然,金融风险的管理也不例外。大家都知道,丰田公司是一家跨国汽车公司,素来标榜“有路必有丰田车”。但近几年来,由于美国贸易保护主义抬头,限制日本向美国出口汽车,加之日元升值和韩国汽车工业的竞争,日本汽车工业的日子并不好过。丰田公司就在“金融战略”上想办法,它把自己暂时不用的资金用各种方式贷放出去或从事有价证券投资,而且还通过下属的一些财务公司做低利收进、高利投出的金融生意,通过加强金融风险管理,从中赚了不少钱。从1983年到1989年,丰田公司每年的利润总额中,有1/8是资金交易和投资的收益。这

样,丰田公司通过金融风险管理的加强,保证了丰田公司在汽车业不景气、竞争激烈的情况下仍然大量盈利与发展。

我们再从国家和公用事业的角度来看看这个问题。我们知道,国家和公用事业单位从事金融活动是不以盈利为目标的。所以,在这里,国家和公用事业单位对金融风险进行管理,就不把盈利作为首要目标了。国家和公用事业单位所从事的金融活动,一般是那些企业不愿或无法做到的,而且是从宏观上对整个经济起到一种补充、调节作用。因此,国家和公用事业单位所进行的金融风险的管理,其目标是维持经济秩序稳定,促进经济发展。例如,一国之所以对国债进行有效的管理,在国内是为了保护投资者利益,维持国债市场及至整个金融市场的稳定;对外则是为了维护、提高国家的信用程度,以利于今后进一步的对外经济交往。

另外,我们对金融风险管理目标的论述,还可以从对金融风险进行管理的过程来论述。

美国学者 Robert I Mehr & Bob A Hedges 两位教授在其合著的《风险管理——概念与运用》(Risk Management: Concepts and Application)一书中指出:风险管理的目标为在损失发生前作经济之保证而于损失发生后有令人满意的复原。依据这个含义,我们也可将金融风险管理的目标分成两部分:一个为损失发生前的目标(Pre-Loss Objectives);另一个为损失发生后的目标(Post Loss Objectives)。

（一）损失发生前的目标

我们知道,由于金融风险给经济主体带来的损失无论大小,它都会影响到经济主体今后进一步的生产、经营以及其它经济活动。因此,在损失发生前对金融风险进行管理具有重要的意义。它的目标简单地说是防止损失的发生。若我们实现了这一目标,则我们就无需考虑损失发生后的各种情况了。

防止损失的发生,只是一个大的目标,具体地说:它还包括以下一些小的目标。第一,克服人们的畏惧心理。我们知道,金融风险的存在具有广泛性,而且几乎随时存在,这就使得一些人在金融活动中畏手畏脚,反而受到了损失。我们要通过对金融风险和管理,使各种经济主体对于金融风险有一明确的认识,减轻人们的畏惧心理,从而得以放手大胆地去开创经营一些新的业务。第二,节省经营成本,谋取最大盈利。获利是我们进行经济活动的最终目标,在金融风险管理中如何实现收益的目标便集中体现在这一阶段。因为待损失发生后,只是如何控制损失、使损失最小的问题。只有在这一阶段,既有损失的机会,又有盈利的可能。所以在这一阶段,我们就要通过加强对金融风险管理,降低经营成本,使经济主体获得最大收益。第三,增加经济主体对外的信用程度和知名度,完成社会义务,以利于今后的进一步发展。我们知道,企业并不是独立存在的。对国家来说,它是社会的工具或叫做社会的一个组成部分。国家为了维护整个国家的安定,必然要对企业进行管理,并要求企业自身对它的金融风险进行管理。对企业来说,它们是平行存在着的,他们之间并不是单纯的竞争关系,同时它们之间也相互存在着合作的关系,任何一家企业不可能离开其它企业而存在。对于居民家庭而言,他们既是企业劳动力的供给者,又是企业产品的最终消费者。所以企业离不开社会,它应通过对金融风险管理,满足外界的要求,达成社会责任。

（二）损失发生后的目标

分析评估需要考虑很多动态事项,而且要运用一些高等数学知识。

一般说来,对于业务风险分析评估有两方面的内容:一为关于金融风险所致的损失频率或次数;二为关于金融风险所导致的损失的幅度。

1. 损失频率或次数

金融风险所引致的损失频率或次数是指经济主体由于某种或某几种金融风险而使经济业务发生损失的次数或在某个经济业务活动中可能带来损失的概率。如人们经常说债券市场上发生利率风险的可能性很大,就是指损失频率而言的,它表明了以往债券市场上由于利率风险而发生损失是经常的事,而且在每个债券投资活动中都有很大可能遭受利率风险带来的损失。

损失频率衡量的角度有多种,一般而言要考虑以下二项因素:①金融风险种类数;②风险事故。

在经济活动中,以上二项因素都具有多样性。风险事故、风险种类不止一种,一种风险事故也可能引起多种金融风险,如一国巨额财政赤字,既可能引起利率风险,也可能引起汇率风险或其它风险。一种金融风险也可能是由不同的风险事故造成的,例如汇率风险既可能由于本国的风险事件造成,也可能由于对方国家的风险事故造成。这两项因素的不同结合,就形成了不同的损失频率指标。我们既可考虑由于一种风险事件引起的损失频率;我们也可以考虑由于某种风险事件引起的某种金融风险所发生损失的频率。显然,这几个损失频率指标的高低是不同的。运用哪种指标视不同经济主体、不同情况而定。

不论采取哪种指标来衡量损失频率,我们根据管理风险的目的把损失频率分为四类:①不可能事件:即是指这种损失发生的可能性几乎没有或可以忽略;②小概率事件:指这种损失发生的概率较小,一般不会超过 50%;③大概率事件:是指那些发生频繁,在每次经济活动中都极有可能发生的损失;④肯定事件:指那些损失肯定发生的事件,它具有一定的规则性。这样做,是为了便于我们对不同的金融风险进行系统的分类,以有利于我们的管理。

2. 损失幅度

金融风险的损失幅度是指某一种或几种金融风险的发生给经济主体带来损失的范围和大小。由于它直接表现为经济主体经济上的损失,所以在对金融风险的估计中更引人注意,我们平时总讲的某种金融风险带来的损失很大,一般都是从这个角度来讲的。

各种不同的金融风险可能给经济主体带来程度不同的损失。为了管理上的需要,我们常将金融风险分成不同种类:①无损失的金融风险:这是指某种金融风险可能带来的损失极小,或对它采取管理的费用要超过它带来的损失,则此损失可以忽略不计;②损失较小的金融风险:这是指某种金融风险给经济主体可能带来的损失比较小,不会给企业的正常生产经营活动带来太大的影响;③损失较大的金融风险:这种金融风险一旦给经济主体带来损失,一般是经济主体很难承受的,将对经济主体正常的生产经营活动产生巨大影响,甚至可使一些企业走向倒闭。

虽然金融风险所带来的损失是客观存在的,但是由于各类经济主体的一些主观特征,诸如对风险的偏好程度不同、自身的素质不同、经济基础不同,划分损失的标准也就不同。如一家大的外贸公司对几万元人民币可能并不在意,而对于一家小公司,几万元人民币的损失

则可能中断公司的发展。

另外,我们有必要澄清最大可能损失和可能最大损失两个概念。最大可能损失是一客观的量,它对各种经济主体而言都是一样的;而可能最大损失则是一个主观的量,它对不同的经济主体而言是不同的。例如,对于投资于某企业债券的投资者来说,他们的最大可能损失就是连本金也收不回来。即使企业倒闭他们也不会负连带责任,这对任何投资者来说都是一样的。而对于可能最大损失则不同,乐观的人觉得本金是肯定能偿付的。即使有损失,最大损失也只可能是利息损失;而悲观的人则时刻担心本金的偿还,他们可能认为最大损失连本金也收不回,即达到了最大可能损失。一般来说,可能最大损失是小于最大可能损失的。

（二）损失频率和损失幅度的估计过程

前面我们已经讲了对于业务风险的分析评估的重要性,为了确定金融风险相对的严重程度,估计损失频率和损失幅度都是很必要的。但是一般人们总是侧重于对于损失幅度的估计。诚然,金融风险的严重性主要与损失幅度有关,这是因为一次巨大损失的发生要比一些小额损失发生多次更为重要。但是,我们也不能认为损失频率不重要。在损失幅度相同时,则损失频率高的金融风险就要比损失频率低的风险重要多了。所以,我们在对金融风险的估计过程中,虽然要重点估计损失幅度,但也不可忽视了损失频率的估计。

各种不同的金融风险有其特殊的性质,下面我们从整体的角度来看一看对损失频率和损失幅度的简单估计过程。

1. 建立损失资料库,熟悉各种金融风险的损失幅度和损失频率的大致情况

现在各国的商业银行都在推行资产负债比例管理,都设立了一系列的指标,如对同一客户的贷款余额不得超过银行资本余额的 15%、流动性资产不得超过流动负债的 25%、资本金与加权风险资产的比例不得低于 8%……

再如,一些国家的银行都对其客户按信用程度进行分级、一些信用评估机构对上市公司进行评级……

以上这些数字、级别由何而来,是决策者凭空想象出来的吗?显然不是。它们是决策者根据以往的一些损失资料、再加些经济业务的分析总结而来的,由此我们就可以看到建立损失资料库的重要性。

我们知道,任何一个经济主体的业务活动一般来说都是连续的。由于金融风险的特性,发生损失也是经常的。这样,我们就可以通过对各种损失的记录和加工整理,对于最大的损失幅度、损失发生的频率都有一个大概的范围认识,这对于我们正确分析业务中的潜在的金融风险发生损失的频率和幅度都是很有帮助的。

2. 结合损失资料库,采用各种方法,具体分析经济业务,估计潜在金融风险

我们知道,在利用损失资料库时,它虽然能给我们提供一些有用的信息,使我们对以往的损失幅度和损失频率有所了解,但是,我们在利用这些资料对未来的损失作估计时,常会遇到以下两个问题:

(1)基本风险因素可能有所变化,我们知道,金融风险是时常变化的,这样,作为指导未来损失估计的过去资料的价值就降低了。

(2) 相对于那些中小幅度的损失而言,那些发生频率小但损失幅度大的金融风险,样本损失资料往往显得不足。

正是由于以上两个原因,我们在对金融风险进行估计的时候,不能只仅仅靠损失资料库所提供的信息,我们必须具体情况具体分析,利用概率这一基本工具,通过各种具体方法来估计潜在的损失幅度和损失频率。必要时我们还可以求助于外部的一些专家、咨询公司。

三、金融风险管理的技术选择

经济主体经过业务分析、业务风险的估计,明确了它所面临的各种金融风险以及所产生损失的严重程度后,就应该进一步分析各种金融风险管理技术的成本和效益,作为选择金融风险对策的依据。为了能够比较各种技术的成本和效益,我们就应该对各种管理技术的优劣和适用情况比较了解。

其实,在现实生活中,各种经济主体对不同的金融风险都采用过或正在采用一些管理技术,只是未对它们加以正视和研究。我们这里介绍以下几种金融风险管理技术:①回避;②损失控制;③非保险之转移——防范型;④非保险之转移——财务型;⑤自留。

其中,前三种可以归为一类——防范法;而后两种可归为另一类——财务法。前者的目的在降低损失频率、缩小损失幅度或改善损失的不利差异;而後者的目的则以提供基金的方式消纳发生损失的成本。两者的目的不同,故具体方法亦不同。

下面我们就简要讨论一下这五种最常用的金融风险管理技术。

（一）回避

我们知道,人们对于风险的偏好程度是不同的,那些讨厌风险、惧怕风险、不愿承担风险的人,在金融风险管理技术中常采取回避这种管理技术。其实,回避是各种金融风险管理技术中最简单亦为最消极的一种,其意义在于企图设法回避损失发生的可能。

例如,由于看到有人因股价下跌赔了很多钱,某个投资者深感股市风险太大,便庆幸自己未涉足股市,并打算今后也不进入股市。这种对股市风险的管理技术,便是一种回避技术的运用。

一般说来,最适合采用回避的情况有两种:第一,某种特定风险所导致的损失频率和损失幅度相当高时;第二,应用其它管理金融风险的技术所耗成本超过其产生的效益时。在这两种情况下,采用回避的方法可以使企业遭受损失的可能为零。

虽然回避风险管理简单易行,但不见得有实际的利益。经济主体进行业务活动的最大动机一般都是为了赚取利润,如果不承担一定的金融风险,也就可能丧失一些有巨大利润的机会,风险与收益是成正比的。另外,如果人人都不愿承担一定风险,都采取回避的手段,金融市场则不可能存在,这个世界也不会发展到今天。

另外,经济主体在采取回避来处理金融风险时,也受到了很多限制。所以,若采取回避来处理金融风险,需要考虑以下几点要素:

第一,系统性的金融风险是无法回避的,正如我们前面介绍系统性金融风险时所讲的那样,诸如由于我国宏观经济政策变动而产生的金融风险对单个经济主体而言是无法回避的。

第二,采取回避措施在经济上也许不适当;某些金融风险可以回避,但就经济效益来说

根据这种契约,从事某项业务活动的经济主体只要尽了某种义务,便无承担损失责任。最典型的例子莫过于信托了。信托是指接受他人的信任与委托,代为管理、营运、处理有关钱财的活动。在这种活动中,只要受托人按照合同规定办事,则不承担什么损失责任。

(四) 非保险之转移——财务型

前面,我们讲了防范型的非保险之转移。在非保险转移中,除了防范型的方法以外,另外还有一种叫财务型的非保险之转移。

所谓财务型的非保险的转移是指一经济主体(受补偿的人)将金融风险所导致的损失的财务负担转移给另一经济主体(补偿的人)的一种金融风险管理技术。它与防范型的非保险转移虽然都是对于金融风险的转移,但二者所强调的对象是不同的。防范型非保险转移强调的是法律责任的转移,而财务型非保险转移则强调损失的财务负担的转移。

在现实生活中,我们经常采用以下两种具体的措施:

1. 套头交易

所谓套头交易,也叫作套期保值、对冲、衡抵,它是交易者为了配合在现货市场上的交易,在远期市场或期货市场上设立与现货市场方向相反的头寸(或称作交易部分),以便将现货市场上的金融风险转移给他人。

我们可以举一例子来说明这个问题。一个在汇率为 1 英镑=2 美元时将其价格定为 2 万美元的美国出口商,在三个月后到期按这个价格付款时,将因汇价跌落到 2.4 美元=1 英镑而遭受 1,666.7 英镑的损失。因此,该出口商可以做一笔套头交易,即通过与外汇市场的投机商签订一个远期合同来防止这种风险。用这个远期合同,以 2.03 美元=1 英镑的比价,卖出三个月期的 2 万美元,并可将其换成 9,852.22 英镑($20,000/2.03$),从而将损失限制在 147.78 英镑以内。

套头交易是在处理与某些价格变动有关的金融风险时常采用的一种方法。

2. 保证

所谓保证,是指保证人承诺当被保证人遭受某种金融风险而使权利人遭受损失时,对损失给予赔偿的一种契约。

保证这种方法常被那些比较新的、资本比较小或信用程度不是很高的经济主体所采用。例如，一家小型加工企业，欲贷款购置一批最新的生产设备。但因其规模很小，资本金很有限，银行为了防止收不回贷款，则令这一小企业找一信用好、规模大的企业作为担保，保证在银行收不回贷款本金时由它来归还贷款本息，这样，银行就把这家小企业的信用风险可能产生的损失转给了这家大企业。

(五) 自留

所谓承担是指经济主体本身自己承受金融风险所产生的损失。这种损失一般具有以下特点:第一,金融风险所导致的损失频率和损失幅度都比较低;第二,这种损失在短期内可以预测;第三,最大损失对于经济主体来说并不是很严重。这三个特点,也是自留这种方法所适用的情形。

那么经济主体为何要自己自留金融风险呢?一般说来,主要有以下几点原因:第一,基于财务成本的考虑,对某些金融风险自留的成本比其它管理技术处理金融风险的成本更低。

些,所以常为经济主体采用。第二,基于管理政策上的考虑,有时经济主体基于管理上的方便常采用这种方法。第三,有可能其他金融风险管理技术处理无效。

由此我们可以看出,自留具有以下两个基本性质:第一,自留是一种重要的财务型金融风险管理技术;自留与其他两种财务型金融风险管理技术的性质不同,它并不是将损失转移而是企业自己承受。而此种承受也不是企图改变金融风险的损失频率和损失幅度,所以它与控制法也不同。这种技术除了回避法外,对于特定的金融风险而言可与其他技术同时并用。第二,自留是一种残余技术;自留之所以被视为一种残余技术,是因为在其它金融风险管理技术无法有效处理金融风险时,也就是说在无法回避、转移和加以控制的情况下,经济主体只好自己承担该金融风险,所以称之为残余技术。然而这并不是说自留是一种不重要的金融风险管理技术,相反,它在风险管理中的地位已逐渐受到经济主体的重视。

对于金融风险的自留,与对其它风险的自留一样,我们可以把它分为两大类:一为计划性自留,另一为非计划性自留。可以表示如图 1.6.1:

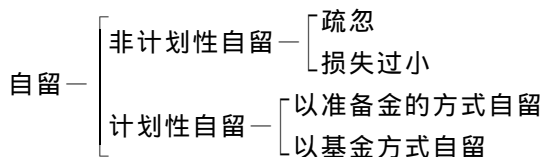


图 1.6.1 自留金融风险的分类

所谓非计划性自留,也称为被动性自留,由于对某些金融风险不知道其存在的重要性自留下来,或由于懒惰或没兴趣去探讨金融风险的存在而自留下来,也可能是因为损失过于微小而自留下来。

而计划性自留,又称作主动的自留,是经济主体对有些金融风险经过合理的判断、审慎的研究分析才自留下来。它的方式有两种:一种是以准备金的方式来自留金融风险所导致的损失。这项准备金来自当期收入。另一种方式是以提取风险基金的方式来自留金融风险。设立一特别的风险基金来应付金融风险所导致的损失与准备金的方式来自留风险是不同的,前者会影响一个企业的流动比率,而后者则不会。

从以上对各种可供选择的金融风险管理技术的介绍我们可以看出,有些是在损失发生前应用的,而有些则是损失发生后的管理措施;有些从控制损失的角度出发,而有些则从挽救损失的角度出发……这些不同的管理技术,各有利弊、各有自己的适用范围。各种经济主体在对此做出选择时,要根据自己的实际情况,既可使用其中某一种技术,也可以同时采取其中某几种措施,搭配使用。

四、金融风险的损失控制

前面我们介绍了几种金融风险管理的技术,这里,我们再详细介绍一下另一种最常用的金融风险管理的技术——金融风险的损失控制。

所谓损失抑制,是从另一个角度即损失幅度而言的,它是指在控制损失的过程中为缩小损失幅度所采取的各项措施。由于损失幅度直接表现为经济主体的实际财务上损失,因此损失抑制便成了各类经济主体研究的重点。而损失抑制在那些损失幅度高而风险又无法避免和转移的情况下更为适用。

我们也可以举一例子来说明这种方法。

人们都知道,股市中的风险是相当大的,它既有可能使人一夜之间成为富翁,也有可能使人一下子破产。股市中的投资者都是希望能获得收益,降低损失。因此在股票投资中有一方法——分散法就是用来降低损失幅度的。

所谓分散法即是指在股票投资中,要尽量选择那些不同行业、不同地区、不同种类的股票,以达到分散风险、降低损失幅度的目的。这样,投资者通过分散法,降低了损失幅度,就进而达到了控制损失的目的。

（三）损失控制的实施

经济主体如若决定以损失控制来处理金融风险,那么首先必须对损失和危险因素做出详细、正确的分析和认识。在这一过程中,人们经常运用系统制度分析法并定期地检查。

系统制度分析法是一项科学的、制度的控制经济主体的风险——当然也包括金融风险的一种技术。它可以适用于任何经济单位,也可以适用于经济单位中某一特定部门或某一特定经济活动,而且不论经济单位规模的大小均可达到风险管理的具体目标。这种分析方法也考虑了影响经济单位内部以及外在的各种变动因素,所以运用这种方法对于任何不利的变动因素都可自动的修正调整以达到预期的目标,所以目前被广泛地使用。

所谓系统制度分析法,是把经济主体的经济活动或某一特定部门视为:①人员;②金融工具以及一些设备;③处理程序的结合体,也就是把这个结合体视为一种“制度”。而每一“制度”下当然又有许多“分制度”。如果仅要控制某一“分制度”的风险,那么该“分制度”又可视作“制度”来考查了。例如,对于一家投资公司,它的人员、投资对象、分析所使用的各种软件、程序以及计算机就成了需要考察的综合体。

这样,我们通过对各个不同层次的结合体的考察,考察影响这些结合体的各种内在的和外在的各种变动因素,对于潜在的发生损失的原因、发生损失的潜在幅度的大小、损失频率的大小做出较准确的估计,然后根据各个不同经济主体的不同特点运用各种分析表格和方法就可以有效地控制金融风险。

不过,在运用损失控制这种措施时,我们还必须对这项控制措施的成本和效益进行比较。

在损失控制的具体实施过程中,要发生许多费用,这些费用就是损失控制措施的成本。它一般包括以下一些费用:涉及风险管理的所有工作人员的工资、奖金等费用;为风险管理而进行的资本支出(如购买一些计算机软件等)和购买计算机等机器设备的折旧;印制一些有关的文件以及对职工培训费用;咨询费用……

对于损失控制的效益,我们可以从不同的角度来衡量。我们可以直接以它带来的收益来衡量。在这种时候,我们应先选定一个参照系即选定一个标准。例如,我们以银行存款收益为标准,则对金融风险实施损失控制后经济主体的收益与银行存款收益之差则为损失控

用各种数量分析方法,比较各种金融风险管理技术的成本和效益后,才加以选择最佳的金融风险管理技术。

下面我们通过一个例子来说明对金融风险管理决策的过程以及期望值这一在决策过程中广泛使用的重要工具。

假定一投资者,现有手持现金 5000 元,准备投资于股市,那么他应怎样对这一投资行为作为决策呢?

首先,要先考虑能否入市。

假设此投资者对于金融风险的偏好适中,对于此 5000 元,他所能承受的损失最高为 2500 元。

对于此投资者来说,他有三种进入股市的方式:

第一种:不经过任何分析、咨询,直接进入股市。

第二种:经过对股市风险的分析、咨询,然后再进入股市。

第三种:通过购买基金的方式间接地进入股市。

对于第一种情况而言,不需要花费任何成本,但相对来说风险较大。假如损失在 4000—5000 元之间概率为 20%,3000—4000 元为 30%,1000—3000 元为 40%,0—1000 元 10%,则对于第一种方案而言,他的预期损失期望值 = $(\frac{4000+5000}{2}) \times 20\% + (\frac{3000+4000}{2}) \times 30\% + (\frac{1000+3000}{2}) \times 40\% + (\frac{0+1000}{2}) \times 10\% = 2800$ 元。

对于第二种情况而言,投资者需要对股市进行一定的分析,甚至向一些专家或投资公司进行咨询,但相对来说风险较小。假如损失在 4000—5000 元之间为概率 10%,3000—4000 元之间为 15%,2000—3000 元之间为 20%,0—2000 元之间为 55%,则对于第二种方案来说,他的预期损失期望值 = $(\frac{4000+5000}{2}) \times 10\% + (\frac{3000+4000}{2}) \times 15\% + (\frac{1000+3000}{2}) \times 20\% + (\frac{0+1000}{2}) \times 55\% = 2025$ 元,另外分析、咨询费用少于 100 元可忽略。

对于第三种情况而言,投资者也无需对股市进行分析,风险相对来说也小。假如损失在 3000—5000 元之间概率为 10%,1000—3000 元之间为 20%,0—1000 元之间概率为 70%,则对于投资者来说,此时他的预期损失期望值 = $(\frac{3000+5000}{2}) \times 10\% + (\frac{1000+3000}{2}) \times 20\% + (\frac{0+1000}{2}) \times 77\% = 1550$ 元。

我们可以以表 1.6.1 来说明上述情况。

表 1.6.1 投资者成本—收益分析表

损失额 方案 概率	0—1000	1000—2000 2000—3000	3000—4000	4000—5000	预期损失 期望值
方案一	10%	40%	30%	20%	2800

方案二	55%	20%	15%	10%	2025
方案三	70%	20%	10%		1550

很显然,方案一的预期损失期望值超出了投资者的承受能力,显然不能以此种方式进入股市。一般来说,在诸多行动方案中,应选择预期损失期望值最小的行动方案,但我们前面讲过,此投资者对金融风险的偏好适中,所以他选择了第二种方式。

投资者决定进入股市后,那么第二步便是对“质”的决策,选择哪一种或哪几种股票组合?在这里为讨论方便,我们假定投资者只购买一种股票。

假如经过对各种情况的分析,未来有可能出现四种情况:①由于高利率而引起的衰退,概率为 0.20;②衰退和低利率并存,概率 0.25;③伴随着高利率的经济繁荣,概率为 0.03;④经济繁荣和低利率并存,概率为 0.25。

假如投资者面临 A、B、C 三种股票,三种股票在种种情况下的报酬率如表 1.6.2 所示。

表 1.6.2

事件	概率	报酬率(%)		
		A 股	B 股	C 股
1. 衰退和高利率	0.20	-18	-13	-4
2. 衰退和低利率	0.25	+16	+16	-2
3. 繁荣和高利率	0.30	+12	+32	+21
4. 繁荣和低利率	0.25	+40	+10	20

现在,我们计算各种股票的预期报酬率期望值 E:

$E(A)=0.20\times(-18\%)+0.25\times16\%+0.30\times12\%+0.25\times40\%=14\%$

$E(B)=0.20\times(-13\%)+0.25\times16\%+0.30\times32\%+0.25\times12\%=13.5\%$

$E(C)=0.20\times(-4\%)+0.25\times16\%+0.30\times21\%+0.25\times20\%=10\%$

显然,为了追求最大收益,这位投资者最后选定 A 股。

另外,当我们计算出两种股票的预期报酬率期望值相同时,我们对它的精确衡量是标准差。显然,某种投资的标准差越大,则说明该种投资的报酬率越具可变动性,从而该种投资的风险就越大。

六、执行过程及结果的检查和信息反馈

我们知道,对于金融风险的管理,即使我们经过各种分析,制定出了对于金融风险管理的决策并执行,这也并不意味着对金融风险进行管理的结束。金融风险管理是一个连续循环的过程,在这个过程中,还有一个不可缺少的环节——对金融风险管理执行过程和结果的

第二篇 政治风险防范与管理

第 二 篇

第一章 政治风险概述

第一节 政治风险定义

60年代以来,世界经济发生了很大的变化,它不再是简单的各个民族国家经济的组合,而是改变了其民族国家的个体属性,更趋向于国际化。国家之间的交换——商品贸易、资本流动、技术转让等——促成了我们这个时代的经济全球化的潮流。在过去的40几年中,国际贸易规模扩大了30倍,国际资本流动规模的扩大也相当突出,仅从1970——1985年间,银行界的国际贷款额就扩大了13倍,同业贷款额为13倍。在这股经济全球化的巨大洪流中,所有参与其中的个体都无一例外地遇到国境之外的各种风险,在世界经济稳定增长了20年后,1982年8月19日墨西哥政府宣布无法履行800亿美元的债务偿还合同时,这些风险全面爆发了。随后一些拉美、亚洲国家也都纷纷加入到这场债务危机中来,使整个金融体系濒于瘫痪的境地,工业生产受阻、劳动者失业、经济结构面临崩溃。于是政治风险及其估计与防范对策的分析被提到国际金融领域的重要位置上来,从此成为各国经济学者研究的一个首要课题。

一、政治风险的内涵和外延

(一) 政治风险的特性

政治风险是由于一国宏观经济和(或)政治因素的变动可能造成的潜在的金融损失,是与国家主权行为相关而无法为个人或企业行为所左右的并导致投资、信贷经济损失的变化。它与一般商业风险相比,有鲜明的特性:

(1) 政治风险源于东道国的法律和法令,具有强制执行性。非合同或契约条款所能改变或免除;

(2) 政治风险存在或产生于跨国的金融经贸活动中,属于国际之间经济交往的风险;

(3) 政治风险是指一国的个人、企业或政府机构作为投资者或债权人所承担的风险,这种风险是由于不可抗拒的国外因素所形成的;

(4) 政治风险是和国家主权有密切关系的,表现在东道国有关法律、法令对外国投资者(债权人)或外国参与经营者的不利规定或歧视性待遇;

(5)接受投资国或接受贷款国为私人企业,但由于其所属国家的政策措施、外汇短缺或其他特殊规定或决定所造成的风险或损失或消极后果,也属于政治风险。

(二)政治风险发生的领域

一般来讲,政治风险发生在三个领域中——国际贸易、国际贷款和国际投资。从所发生过较严重的政治风险观察,表现为以下几种情况:

(1)货币大幅度贬值。如印度尼西亚、巴西等;

(2)政策急剧变化导致的营业停滞;

(3)战争、内乱导致营业停滞。如两伊战争、柬埔寨战争、埃塞俄比亚内乱等;

(4)对方国家经济衰落和外汇匮乏等致使企业无法或延迟收回贷款。如土耳其、苏丹、加纳等地区所发生的;

(5)政权变更导致没收或冻结外国资本。如扎伊尔、埃塞俄比亚、秘鲁、越南等国。

(三)未来的政治风险

以上是一些企业在现实中曾经遇到过的风险。今后,政治风险将更为各国重视,分类也更加详细、涵盖面也更为广泛,表现为以下几点(此为企业抽样抽查结果):

(1)战争风险;

(2)经济环境急剧变化风险(急剧的物价上涨导致营业困难);

(3)政策急剧变化的风险(停发入境签证,中止建设工程、或限制进出口等导致营业停滞);

(4)没收风险(政策变更等导致资产和权益的国有化);

(5)逐步国有化的风险(根据当地政府政革而进行的经营权逐步转移过程中的混乱);

(6)转移风险(当地外汇匮乏等导致外国企业无法或延迟收回贷款、及利润等);

(7)汇率风险(汇率大幅度波动)。

(四)企业中的政治风险

根据人们的研究与经营实践,企业股中的政治风险大体分布在这些方面,按照政治风险存在的领域可划分如下:

(1)国际投资上。投资者财产被当地政府无偿征用、没收、实行逐步国有化;合营企业投资者利润无法付汇回母国,正常营业受当地政府任意干预;投资地国家政府与投资国国家政府发生对抗战争等严重事变,导致投资人财产损失;投资地政府动乱、革命或政府倒台等政治事件,造成投资人营业中断或利润损失。

(2)国际贸易上。贸易对方国单方面破坏契约,并拒绝赔偿本国企业、银行及政府的经济损失;贸易对方国强制关闭市场,限制本国商品进入;贸易对方国强制管制,税率变化无常;战争、革命及政变等导致对方经济利益的损失。

(3)国际贷款上。债务国否认债务,拒绝履约还款;债务国随意中止还款,造成债权国损失;债务国政府单方面要求重议债务;债务国国际收支困难,随意实施严格的外汇管制。

当然除这三个领域之外,国际间技术转让、劳务流动等活动中也存在着产生政治风险的因素,只是不够突出,不够鲜明,在这里也就不加累述了。

二、政治风险的内容

在上一个问题中,我们已经详细地介绍了政治风险的定义及其表现形式。这都属于政治风险内容,这里我们只就易混淆的概念相比较,从另一个角度了解政治风险的内容。

(一)主权风险

主权风险是指国际经济往来活动中与参与国国家主权行为密切相关的特殊风险。它是一种政府在某种情况下不能或不愿偿还其债务的风险。所谓主权行为即是指国家从其自己利益的需要出发所采取的不受任何外来法律约束的行为。

如定义所述,不难看出,这种风险与经济往来活动的参与者无关,或者说与企业无关,关键在于:①政府是否有外汇可供支付;②政府是否愿意支付。主权风险是以一个国家的经济、政治和社会机构中对债务偿还可能性具有影响甚至起决定作用的因素为基础的,是政治风险的一个重要内容。如在国际贷款中,当政府作为债务人,或作为债务担保人时,就构成了拒绝还款的主权风险。首先,在经济上,国家不同于一般企业,作为主权代表者,它不能破产,因而债权人无法采用债务人破产清偿债务的方法弥补损失;其次,政府可以在任何时候,任意根据本国的经济需求,单方面采取行动停止还债或延期还款;再次,当两国处于战争或敌对状态时,债务国可以随时以敌对为理由冻结或没收债权国的资产。前两者的情况如 80 年代拉美和非洲的部分债务国,债权银行不得不听任这些国家一再延期还款付息的行为。后者的情形由发生在 1979 年的美国和伊朗敌对状态下,双方政府都宣布冻结对方在本国的资产。

主权风险是政治风险的一个重要内容,但并不是全部。债务国内部的社会骚乱、罢工、债务国与第三者的战争等都会为债权国企业造成无法抗拒和弥补的经济损失,如两伊战争中,日本、西德等国在当地的合营企业都纷纷撤回,造成营业损失。此外,主权风险往往含有严格地区别风险主体与客体的归属涵义,即将主权国家确定为风险行为者。这就将大量非主权行为者导致的风险排除在外,如宗教冲突等。

(二)转移风险

转移风险是指投资的对象或借款者获得足以偿还债务的收入,但政府却无法使之兑换成相应的外汇的一种风险。实际上,在不考虑金融因素的情况下,主权风险分析和转移风险分析是完全相关的,但这种情况只是假设。而在如此频繁的国际投资和国际信贷活动中,大多是以资金转入国以外的货币计价的,因此转移风险也是政治风险的主要内容,是发生频率最高的政治风险形态。

(三)一般政治风险

一般政治风险所涉及的范围较广,影响因素较多,包括经济、政治方面等,都是直接影响投资者或贷款者行为意向的主要因素。这里我们将一般政治风险对国际信贷和国际投资的影响分开来讲。

1. 国际投资中的一般政治风险

国际投资中的一般政治风险比国际信贷中的风险要复杂和具体化得多。之所以复杂是因为银行首先关心的是转移风险,其次才是一般风险的考虑,而公司却正相反,它首先考虑

的是一般政治风险。之所以更具体化,是因为各个公司经营的业务各不相同、多种多样的,所以所涉及到的风险也就具体得多。

进行国际投资的公司都要计算两种预测的收益。一是有关的国内经济变动的预测,例如销售、价格、劳动力成本、汇率、能源价格等。二是制度、规则的预测。诸如各种规定和税收都在预测的范围之内。这些由于经济危机、政治变动或规则游戏的一般政治风险主要表现在:

(1)不允许或不能预期利润收益;

(2)无法获得预期收益。这里有经济因素,还有政策、法规,诸如税收状况以及政治力量的影响;

(3)资产所有权被没收、收归国有。

2. 国际信贷中的一般政治风险

在许多发展中国家,银行只贷款给政府或需政府作担保的企业。这种情况下,主权风险是主要风险。在一些较发达的发展中国家里,巨额的金融贷款或商业贷款没有政府担保,这一点在工业化国家更为显著,其绝大部分的贷款对象是非官方的。这时,一般政治风险所占的比重就大于主权风险和转移风险。

一般政治风险在国际信贷活动中表现为如下6个方面:

(1)经济衰退。通常外国银行只借款给发展中国家里实力雄厚的大公司,但结果常常是,它们的合作伙伴是那些被熟悉了解情况的当地银行挑选后的企业;

(2)经济政策的变迁。一些依赖出口的借款者经常受到低汇率的打击,使其商品在国际市场上缺乏价格竞争力;另一些借款者即因如保护性壁垒作用减小而蒙受损失。例如,某借款者严重依赖能源进口,当能源价格上涨,或该国不再供应其所需能源,这中间的损失就为经济政策变动产生的政治风险;

(3)货币贬值。由于借款国货币贬值,使外债额增加或进口成本增加,无形中增加了借款人的债务负担;

(4)国内银行业的危机可能拖垮本来稳健的地方银行业或导致衰退;

(5)借款者为跨国公司,可能受到来自本国的某种压力;

(6)民众或政治动乱,也可能摧毁一国的经济秩序。

从此上的介绍中可以知道,进行一般政治风险分析,即要考虑主权风险,又要考虑转移风险,同时兼顾具体业务的特殊性,在这个前提下,结合具体的经济活动确定风险转让的措施与方法。

第二节 政治风险类型

政治风险的类型根据不同的标准可分为不同的种类,而且政治风险的分类是识别风险

的有效办法。

加拿大银行家 P·J·纳吉对政治风险提出了六种分类方法,较为全面:

(1)按融资用途分类。如贷款风险、出口融资风险、项目风险、国际收支风险、开发投资风险等;

(2)按地理位置或国别分类。即将政治风险衍化为各个国家的风险,如墨西哥风险、新西兰风险、印度风险等。政治风险首先作为一个地理概念而存在;

(3)按结果分类。如拒付风险、否认债务风险、债务重议风险等;

(4)按触发因素分类。如政治风险、社会风险、经济风险等;

(5)按风险程度分类。如高风险、低风险、一般风险等;

(6)按借款者分类。如主权风险(政府风险)、私营部门风险、企业风险、个人风险等。

随着分类标准的增多,政治风险还有其他分类方法。如按能否得到商业性保险,政治风险可分为可保政治风险和不可保政治风险,前者如战争、国有化和转移风险等,后者如债务危机、某种主权风险等。再如,按政治风险实现的范围与性质,政治风险可分为局限在某个或若干个国家的具有特殊触发因素的特殊风险以及有广泛国度和同样诱发因素的基本风险,前者包括某国政府造成的拒付风险、战争导致的外国企业被没收的风险等;后者如两次石油价格上涨造成多数发展中国家进口国的债务重议风险、经济大萧条造成一些国家广泛拒付债务的风险等。

政治风险分类的细分与完善的过程是随着人们对政治风险这一国际经济新状态的认识逐步深化的。随着人们认识的加深,政治风险的分类将更臻完善。

目前,金融普遍采用风险产生的触发因素为分类标准,将政治风险分为国家政治风险和经济风险两种。国家政治风险,视其性质不同,可分为国家制度变革风险和国家政局动荡造成的风险。经济风险涉及面较广,类型也较多,而对国家经济影响巨大,它包括国家政策调整造成的金融风险,通货膨胀或经济衰退造成的金融风险和国家偿债能力造成的金融风险。下面分别就这几种不同类型风险做详细介绍。

一、国家政策调整造成的金融风险

国家政策是与国家政治制度 and 经济状况紧密相关的。前者是国家政策制定的主体和基础,后者是国家政策制定的外部条件和原因。由于本节中有对政治制度和经济状况的详细介绍,所以这里只对几个能够引起金融风险的政策加以介绍。

(一)税收政策

国际投资活动必须遵照东道国的各项经济政策。几乎每个投资者在投入资本以前都要仔细研究东道国的政策条例和政策意图。在没有搞清这些意图和政策以前,投资者不会轻易行事。而且,东道国维护政策的延续一贯性是十分重要的。如果东道国随心所欲地变更自己的政策,就很难达到利用外国资本的目的。税收政策就是这些经济政策的一部分,它涉及的面十分广泛。东道国鼓励或限制外来资本的有效措施之一是在各个方面制订各种税收政策。

加速折旧的资本税能使东道国引进高技术的资本项目,而折旧税可以对不同行业实行

区别对待的政策。

收入税的累进方法可以限制过大或过小的企业。

在土地税方面,投资引进国为了吸引外国资本,在土地政策方面总是先用各种优惠措施给予照顾,在开发区以若干年减免土税等。

投资者分析税收政策主要是为长期投资作打算,有时一项有利的税收政策只是在若干年适用。这以后政策变化到何种程度都关系到投资者的利益,关系一政治风险的产生。税收的影响在于跨国公司汇回利润的增减变化,优惠的税收政策、一般的税收政策和歧视性的税收政策的影响力是巨大的,投资项目的经常情况、纳税情况和盈利情况是密切相关、紧密相连,最终,利润第一,这也是税收造成政治风险的根本之所在。

(二) 外汇政策

外汇政策是经济政策中的另一项主要内容。它包括两方面——外汇管制和汇率政策。这两方面是产生政治风险的重要因素。

1. 汇率政策

自从 70 年代初期国际货币体系崩溃以来,捉摸不定的、大幅度的国际汇率波动为国际资金活动提供了机会,但同时也带来了烦恼。美国大众汽车公司经营者说:过去总是提醒销售员怎样才能搞好销售,而现在却总是要求财务人员必须密切注视汇率的变化情况。世界经济一体化在现代社会已经达到了前所未有的程度,并成为一大特征。当一国经济发生一些变化,这种变化便会立即传导到它的贸易伙伴国以及其它国家,这种传导的反映就是货币汇率。所以跨国公司的跨越国境的生产经营活动,总是不断地遭受到世界上这个或那个国家货币汇率骤升或猛降的冲击。一般说来,一个国家的公司企业在其对外生产经营活动中,任何一个对方国货币汇率发生波动,必将带来经济上的损益。尤其对一个跨国公司来说,它遍布国外的子公司的资产和负债的评估,会因东道国货币的贬值而遭受贬值的损失;同时,国外子公司本身的经营结果、收益或利润汇回投资国时,也会带来汇率上的损失。汇率风险是一个普遍存在的风险,它包括两个方面:

(1) 经济上的汇率风险。一国企业在国外投资开办合资经营企业、合作经营企业、跨国公司子公司、附属企业等,其目的是为了获取高额的利润,而这些外资企业的资产、负债、损益等必须折成投资国货币才能确定其最终的价值。上述外资企业既然开设在国外,它们的财会核算都是以东道国的货币表示的。因此,投资国与外资企业所在的东道国两种不同货币之间的汇率波动,不仅影响外资企业资产、负债和损益的计算,而且使外资企业的外国投资价格的确定、外国股权及其收益的确定都承担着汇率风险,这些风险称之为经济上的汇率风险。

(2) 贸易上的汇率风险。当一个国家的出口公司同另一个国家的进口公司签订一笔合同时,付款条件可以规定为出口国货币或进口国货币,也可规定为第三国货币。如果规定为出口国货币,对进口方来说,就存在进口贸易的汇率风险。反之,如使用进口国的货币,出口方就要承担汇率风险。

2. 外汇管制

外汇管制是投资者另一个比较重视的问题。所谓外汇管制,就是一国政府为了平衡国

际收支和维持汇价对外汇交易实行一定的限制,以便集中外汇资金,根据国家需要加以分配。

从历史上看,外汇管制始于第一次世界大战期间,当时整个国际货币制度陷于崩溃,外汇行市极为混乱,于是各国纷纷实行外汇管制,以借此将汇率维持在旧平价的水平。这是战时实行的保护性措施。当然非战争时期外汇管制仍然存在,它可以限制资金外逃、防止国际储备枯竭和汇率下降以保护本国经济。二战以后,外汇管制最为严重,但在国际货币基金组织的努力敦促下,各国逐步取消了外汇限制,恢复货币的可兑换性。但外汇管制仍然在一些国家中存在,这对于政治风险的分析者来说,是个应予以重视的问题。总公司(国际投资中的)一般都设在投资所在国即母国。分公司所赚利润一般总按一定的比例往回寄送。这一要求多少不利于东道国的引进外资的目标,因此,东道国对于企业的外汇收入总要给予一定的在东道国再投资的比例。投资者权衡这个比例,决定投资的重心。这样,外汇寄出的比重变化往往被作为国际投资中的一个风险。对于大部分不能自由把东道国货币兑换成外币的国家还有一个市场开放度与外币转换量的问题。市场开放度大于外币汇出的比重,就使投资者积存东道国货币,而东道国货币对于投资者并无其它作用,这是另一种形式的损失。即货币不能尽快投入总公司的预算方案。外汇管制的政策和措施在一些发展中国家常常会有变动。这些变动是出于这些国家的外汇需求而被迫的,但对于导致政治风险产生的作用却是不可忽视的。

通过上面的介绍可以看出,汇率政策的变动和倾向会给国际投资和贷款造成相当大的影响,既有有利的,也有不利的,而产生不利影响的时候,我们就认为政治风险的损失出现了。

(三) 财政货币政策的调整

1. 双紧政策

实行双紧政策后,会导致整个经济运转不灵,经济衰退,缺乏活力,投资萎缩。实行双紧政策只适用于总量失衡、社会需求膨胀、物价持续上涨的非常时期,是一种应急的、短期的、不得已的权宜之计,负作用较大。对金融方面造成的风险主要表现在:在信贷市场上,银行会管紧信贷、控制贷款数量和结构,控制企业上期结余存款,使得生产领域设备更新缓慢,生产能力下降。在利率市场上,提高利率,吸收储蓄,紧缩银根,货币回笼使社会总需求下降,物价不再上涨甚至有可能轻微降低。票据贴现市场上,提高贴现率、降低票据变现能力、减少流通中的货币量,使投资萎缩。在证券市场上,由于银行利率提高,资金会从证券市场流出一部分,转为储蓄,使证券市场繁荣程度降低,投资资金减少,造成市场疲软和部分资源闲置。在长期利益和短期利益的选择上,使国家的长期利益受损。总之,在双紧政策下,短缺是经济中呈现出的主要症候。在恶性通货膨胀压力即将释放时,实施双紧政策也是勉强可取的,因为政策实施到发生作用有一个时间滞后问题。

2. 双松政策

这一政策适宜用于经济增长的低谷阶段,这时社会中存在有大量的可利用闲置资源,放松了财政和货币政策后,货币总量增多,财政支出增大,投资旺盛,但它带来的风险也是很大的,在信贷市场上,银行放松信贷,贷款数量增多,使社会投资过热,容易引起基建规模过大,

社会生产总效益降低。在利率市场上,利率降低、使得实际利率低于名义利率,甚至利率为零,使银行储蓄额减少,人们不再愿意将多余的钱存在银行,而用于投资和消费,使社会总的货币流通量增加。总需求膨胀,物价上涨,通货膨胀率提高。在票据贴现市场上,贴现率降低、票据变现能力增大、流通中的货币增多、使投资和贸易活跃。在证券市场上,由于存款利率低,流向证券市场资金增多,使证券市场交易活跃,出现过度繁荣,价格暴涨。在外汇市场上,由于货币总量增多,会使对外汇率贬值、购买力下降。总之,实行双松政策容易出现投资过热、投资结构不合理、物价上涨、通货膨胀居高不下。

3. 一松一紧政策

是指实行松财政、紧货币,或是紧财政、松货币的政策,这两种混合模式是在综合评价了双松双紧优缺点和利弊之后采用的一种减少风险、提高政策有效性的方法。80年代初,美国里根政府面对“滞胀”现象,采用了松财政、紧货币的政策,有效地治理了通货膨胀问题,使经济复苏并开始增长。然而,它也带来了一些问题,比如政府巨额的财政赤字,外债额的增大等等。

(四)国有化

国有化是“由国家来改变或继承私人财产的管理或所有权”(《简明不列颠百科全书》)。国际经济中的国有化,即是将外国投资及资产收归投资地国家所有。严格地讲,国有化本身并不构成政治风险,只是当受到损失的国家和企业未能得到相应的赔偿时,其经济损失是政治风险的实现。

在国际投资和国际贷款中,投资者和银行都会将其在投资和贷款中获得的巨额利润汇回国家。当这些负债的发展中国家独立以后,发展中国家利益与发达国家跨国公司利益的冲突加剧。国有化的行为开始纷纷出现。

在分析政治风险的国有化问题上,首先必须了解一国国有化的可能性。所谓国有化的可能性是指东道国政府是否会有可以预见的未来将外国投资收归国有。如果国有化政策是补偿性的,则外国投资者的政治风险较低;如果属于完全不补偿性的则外国投资者的政治风险较大;如果一国政府对外国投资者有不实行国有化的保证,也只是降低风险,并不能排除将来会有这种可能性;如果一国政府声明在若干年后实行国有化,则投资者可根据所给予的年限,估计其可能获得的利润或收益决定是否投资。一般说来,国有化风险的发生在发展中国家。

国有化是政府的强制措施,它严重威胁投资者的利益,同时使投资者对向发展中国家的投资决策也有了顾虑。自70年代以来,为了缓和这种矛盾冲突,那些直接的、一次性的国有化逐渐被使外资“当地化”的“逐步国有化”所代替,但是其目的都是要将外资收归国有。1975年美国国务院将这些导致本国的跨国公司在国外被迫撤回投资的威胁分为五种类型:

(1)强制出售。政府威胁外国公司向当地企业或政府以低于市场的价格出售一部或全部资产;

(2)正式征用。它是由政府接管企业财产,无论是否给予补偿;

(3)重议契约。重议契约是指政府强制修改和变更与外国公司合作、合营企业的协议,而不予赔偿;

(4) 干预。其内容是政府对企业经营予以非经济的管制；

(5) 限制。政府出于某种目的而对企业经营作出暂时的管制。

根据美国学者 S·J·库布其对跨国公司在发展中国家 15 年经常状况的研究, 第一类情况发生占考察企业总数的 50%, 第二、三类为 9%, 第四类为 32%, 第五类为 8%。

(五) 法规建设

法规建设指东道国的法律健全程度和法律条文的公正性。具体包括: ① 法律健全程度。即东道国是一个“法治”社会, 还是一个“人治”的社会。对“法治”社会来说, 基本上有法可依, 有章可循, 在跨国投资活动中一出现问题, 可依照有关法律予以解决。相反, 在“人治”的国家里投资, 往往需要承担因人事变动而引起的风险。法制的健全程度还表现在法律, 尤其是有关经济方面法律是否完全, 是否符合国际惯例和通行的做法。下面列举一些制定对外国投资保护和管理的国家(如表 2.1.1 所示); ② 法律条文的公正性。即法律条文中对外国投资者的权利、义务的规定, 是否与本国企业平等; 外资企业是否享有国民待遇; 是否与本国企业享有同等的居民权利(不包括政治权利); 是否对外国企业有歧视性的限制规定等等。

表 2.1.1 制定法律对外国投资进行保护和管理的国家简表

国 家	立法 年份	法律、法令、条例的名称
一、发展中国家		
(一) 亚洲地区		
巴基斯坦	1947	外汇条例法令
印度	1973	外汇条例法令
印度尼西亚	1967	外国投资法, 1970 年增补
马来西来	1968	投资鼓励法
新加坡	1967	经济发展鼓励法
菲律宾	1973	外资企业管理法
越南	1977	关于外国投资条例
伊朗	1955	对外国人在伊朗投资鼓励和保护法
伊拉克	1973	工业发展与投资法
科威特	1965	科威特工业法
约旦	1972	投资鼓励法
沙特阿拉伯	1964	外国投资法典

国 家	立法 年份	法律、法令、条例外的名称
叙 利 亚	1952	外国投资法
	1962	外侨和阿拉伯人在叙利亚的资本开发法
(二)非洲地区		
贝 宁	1972	投资法典
加 蓬	1967	投资法典
加 纳	1973	投资法典
	1970	商业法
象牙海岸	1959	投资法
肯 尼 亚	1964	外国投资保护法令
毛里求斯	1971	投资法典
尼日利亚	1971	工业发展(所得税减免)法令
	1972	尼日利亚企业鼓励法令
塞内加尔	1972	投资法典
喀麦隆	1965	投资法典
扎 伊 尔	1969	投资法典
阿尔及利亚	1969	投资法典
埃 及	1974	阿拉伯与外国投资法
突尼斯	1969	投资法典
利 比 亚	1968	外国投资法
	1970	关于对商人和商业公司及其监督的一般规则
(三)拉丁美洲地区		
阿 根 廷	1972	技术转让法,1973 年外国投资法
巴 西	1964	外国投资法,1971 年工业产权法
智 利	1974	外国投资法

国 家	立法年份	法律、法令、条例的名称
安第到斯条约	1970	对待外国投资共同条例(成员:玻利维亚、哥伦比亚、厄瓜多尔、秘鲁)
墨西哥	1973	鼓励墨西哥投资及管理外国投资法
	1972	技术转让与使用专利、商法登记法
中美共同市场成员国	1962	对发展的财政鼓励协定(其成员国:哥斯达黎加、多米尼加、萨尔瓦多、危地马拉、洪都拉斯、尼加拉瓜)
加勒比共同市场成员国	1974	协调工作的财政鼓励协定(其成员国:巴巴多斯、圭亚那、牙买加、特立尼达和多巴哥、格要纳达)
二、发达国家		
澳大利亚	1972	外国投资接管法令
加拿大	1974	外国投资审核法令
日本	1950	外国投资法
西班牙	1974	外国投资法
美国	1975	外国投资法

(六) 其它的政策影响

一些国家,尤其是发展中国家,为了发展本国经济,加快经济腾飞,大多愿意利用其它国家资本,为了吸引资金流入,制定了多方面的优惠政策,除上面的税收、汇率之外,还有土地政策,涉及到土地的购买、拥有时间的长短、土地税等内容,并采取各种优惠措施给外资以照顾。市场的开放政策也是相当重要的。在一些发展中国家,70年代以后,东道国市场逐渐成为投资者的重心。投资者为了打开市场可以作出一些利益上的短期牺牲,而东道国等为吸引更好技术也会适当开放国内市场。这当中投资者既要施展策略,又要冒得不到足够市场的风险。

所有这些政策归根结底就是一国的投资政策导向问题。即东道国政府及投资国的地区政府在政策上是否欢迎外国投资;是否有优惠鼓励措施;是否允许外国公司进入工业部门;是否允许有外国独资企业;是否限制外国公司扩张;是否允许外国公司的资金和利润自由汇出;是否规定企业的经营期限等等。如果在投资之前政策里有利于资金流入的,在投资过程中或经营过程中,政策发生了变化,那么先前的预期利润,甚至投资贷款本金都会损失,这就更加强了分析政治风险的重要性,也加强了分析国家政策变动风险的重要性。

二、国家制度变革造成的金融风险

分析政治风险,首先就要分析该国的国家制度,这是一个前提,因为它是一个国家的基

的结果才有说服力。

要想使汇率有竞争力,可以通过自由进口的方式降低汇率,使国内成本相同的商品的国际市场价格通过本市的贬值而降低,但与之相伴随的是债务增加,国内工业衰退。

再一点值得我们注意的是,一国是否愿意使其政策从进口替代向出口增加方向转移,要看政府实际执行的政策以及一系列相关的迹象,不能简单地信认政府的公告来判断。

最后,在一些商品生产国中,值得分析家们注意的是国内的市场情况。例如,国内消费者以本市购到的商品低于出口价格,这其中的差价就被政府获得,而起作用的是税收。如果税收作用适中、差价适中的话,效果会非常好的,但如果差价过大,收益过高就会使投资和生产减少,而黑市和走私活动将会盛行。在一些非洲国家,这是一个最为严重的阻碍经济发展的问题。

(5)国家领袖。尽管个人在历史上的作用始终是有争议的问题,但熟悉国际经济的人都不会否认一国领导人的气质、信仰、作风会对经济和政治政策产生很大的作用,甚至直接缓和或恶化政治风险。例如菲律宾的马科斯总统在 80 年代初期无力控制国内政治局势,国内各种社会矛盾日趋尖锐化,国内形势更趋动荡,各国银行家纷纷抽回本国的投资与贷款,日本银行业称之为“马科斯风险”。

(6)管制程度。任何支持一个政府的团体和个人,都在政府法规的管制范围之内。管制越严格,政府的地位就越不稳固。这里的管制与其它正当干预是不同的,它涉及到人权问题,如利用监视、窃扣等手段去压制反抗。这样虽然控制了少数异议者,但有时却会鼓励游击队的发展壮大。总之,广泛实行管制,也就是管制程度过高,将会导致暴乱。

从上面的介绍分析中可以看出,国家制度在一国的分析中占有很重要的地位,它反映的情况也是影响政治风险的基本要素,所以如何进行好这一课题的评估、预防和控制工作,必须先从国家制度开始,这一点是可以肯定的。

在政治风险分析中,另一个经常遇到的问题是:从风险的制度来说,军事政府或民主政府究竟哪一个更好。答案是,这主要看该政府和所采取的经济政策。例如,从许多方面来看,土耳其的军事政变是相当有利的,恐怖分子基本上消除了,经济进行了一次大规模的调整。这些都是非常有益的。从改变的方式上看,近年来最为常见的是在军队支持下的西方导向的独裁者所建立的政权。

与上述情况成鲜明对比的是,在西班牙和葡萄牙,由民主选举出来的政府在大众的支持下推行了经济调整计划,这些机构能够顶住经济紧缩压力的能力是很令人自豪的。

在秘鲁,左翼政府在 70 年代末能使得经济增长,故被民主选举出来的中右翼的政府所替代,该民主政府制定了经济松绑的措施。这也是一个民主政府工作有利的例子。例子可以继续举下去。总的来说,军事或军队支持的政府通常有比民主政府更多的权力来改变经济政策。但是,如果他们采取了错误引导的政策,结果就是消极的了。民主政府的好处是立足于团结一致。但从另一方面说,民主政府可能从长期的角度上看是软弱的,无法在议会里形成联合阵线或无法面对强有力的利益集团。

(二)宪政体制造成的政治风险

民主制度下,国家的政策意图、决策方式等的透明度较高,了解其风险环境状况较容易,

这给分析政治风险带来了许多的方便条件,但并不意味着该国的政治风险程度低。

独裁专制的国家与上述成对比,其政治风险分析十分困难,尤其是其对待外国资本的态度往往反复无常,令人难以把握。

在政治风险中,如何对一个长期由一个独裁者统治的国家进行评估的问题经常出现。比较典型的情况是:由于该独裁者不鼓励其他任何人去建立强有力的政权基础,所以对于该独裁者的接班人来说,没有什么固定的、一成不变的程序。由于该独裁者的支持基础(在人民大众中称为小团体或阶级)和他制定的政策在某种程度上说是个人的,所以他的接班人的政策是否相同几乎不可确定。一旦个人统治崩溃,很可能会建立一个完全不同的政体。这一点与民主制度相比有非常鲜明的区别。这里我们举些前者的例子。

在埃及,继1981年塞得总统遇刺之后,副总统穆巴拉克继任。虽然不是正式的接班人,但他毕竟是指定的继承者。情况很快澄清了:塞得总统遇刺一案不是一个孤立的事件,而是不断增长的强有力的反对派运动的一部分。观察家认为,穆巴拉克总统的地位在开始的时候也不是很安全的。塞得本人当年在那塞尔死后(死于疾病),也曾花费了将近一年的时间才完全巩固了他的位置。穆巴拉克总统在权力基础和基本政策方法上与塞得总统基本上保持了一致。但是,他果断地将外交政策的重点转向阿拉伯国家,经济战略上改变的也较少。

在韩国,1979年的总统遇刺事件激起了多年来前所未有的政治活动的高潮。在几个月内,一个有军队支持的政权建立起来了。虽然从某种意义上讲,新总统都不是指定的接班人。在韩国,有军队支持的政府势力很大:来自北方的压力以及对政治稳定的愿望都是很重要的原因。此外,军队本身感到它在本国的发展中负有保护人的责任。与此相反,民主呼声的压力主要来自学生以及知识分子和部分中产阶段(中产阶级本身势力很小)。

无论是埃及还是韩国,从权力及利益等专门的角度来看,它们的政权却相对未变。在韩国,经济政策已经发生很大的变化。70年代前总统遇刺后所隐藏的一系列经济问题都被认为是错误的经济政策的结果。所以经济工作的重点转移到较为保守的宏观经济政策和较为自由的总体战略上来。

在政治风险的分析中,不能完全孤立地看待每一个问题和现象,就像在上述的分析中那样,政治的、经济的混在一起,只有综合起来考虑问题,结果才会更完善。

(三)政党制度

多党派的国家往往存在着对政府的经济政治行为多方制约的因素,一党制的国家则有不同情况。西方认为,社会主义国家的一党制存在着成熟的指导思想,坚定的政治路线和始终不渝的社会目标,国家领袖之间的承继性较大,政局稳定。但在许多发展中国家的一党制,有的是党内不同派别勉强维持一体的产物,有的是对在野党实施军事压制的结果。它往往预示着社会矛盾爆发的倾向构成风险因素。而多党制的国家,由于各种因素的影响,尤其是民主程度较高的发达国家,其政策的制定、战略的选择都缺乏严谨的统一性,甚至经常左右摇摆。

三、国家政局动荡造成的金融风险

国家政局动荡包括政府更替、革命、战争、内乱等,由这些原因造成的国家政治、经济行

影响。第三,通货膨胀率超过某一限度后,便会产生预期作用,造成物价与成本不断螺旋式上涨边种自动累积的通货膨胀,轻则触发国内各阶层的经济斗争和社会动乱,重则沦为恶性通货膨胀,最终导致政治和社会制度的崩溃。第四,通货膨胀经常地和长期地高于国际平均通货膨胀水平,该国的国际收支必将恶化,在浮动汇率制度下,该国货币必将贬值,产品出口成本增加,外国商品进口相对便宜,这样其他国商品冲击本国商品市场,使投资利润的收回和贷款项目经济效益的保障都会有困难。同时,通货膨胀经常和长期地增长,使该国的黄金外汇储备外溢,当投资者汇回利润或贷款利息和本金时,外汇储备状况是否允许不能不令人担忧。

鉴于通货膨胀上述的危害,在国家投资和贷款前的评估时,一定要认真衡量一国的通货膨胀率,并且尽可能地减少由于膨胀带来的经济损失,这就是我们分析通货膨胀的立意之所在。

经济衰退的情况与通货膨胀大致相同,其风险程度相仿。由于投资(这里将贷款视为一种投资)环境的恶化、经济疲软、市场乏力,投资项目的经济效益也不可能顺利实现,投资者的预期利润在经济衰退中飘摇不定。这种风险,我们也称之为政治风险。

第二章 政治风险分析

70 年代末到 80 年代的全球性的债务危机以及所带来的巨大损失和影响,使许多经济学家的目光投入到政治风险分析的领域中来。从经济学上说,在某种程度上,风险和利润是成正比的。风险的本身就蕴含着非凡的机会。当政治风险日益扩大的同时,发达国家的贸易投资、贷款额也呈持续的增长,这进一步说明了对政治风险进行分析的重要性。

政治风险种类较多,其中较重要的几种在前面一章已经有所介绍。实际上,由于金融在国家整个生活中所产生的影响越来越大,很多政治风险最终也往往转嫁给金融机构,同时金融机构还面临着一些特有的风险,除政治风险外,还有信用风险、利率风险、犯罪风险、汇率风险、流动性风险、通货膨胀风险、财产风险、人身风险,风险存在对于国家、小至金融机构来说,无处不在,无时不有。因此对政治风险的分析不能只局限在其中一点或几点上,而应进行全面的风险分析和控制,在风险转化为损失之前采取适当的防范措施。这一章里,我们介绍一下政治风险的识别、政治风险估计、政治风险承受能力的衡量、政治风险的损失估计等内容。

第一节 政治风险的识别

识别政治风险,可从不同的角度、不同的侧面来进行,这里,简要介绍一下识别的原则和方法。

一、识别的原则

识别政治风险,可从不同的角度来进行观察。从金融角度来看,金融市场从基本性上来说是有风险的,因此,有轻微的波动现象是正常的,但金融市场波动不能没有一个合理的限度,识别金融风险的大小主要是看价格的波动、幅度。国家政治、经济风险增大反映在金融市场上,就是金融产品的价格暴涨暴跌,波动频繁剧烈,这不但会使投资者望而却步,而且会给整个金融市场以及整个国家的经济和社会生活带来混乱,从而使原有的风险进一步加大。

金融产品的性质不同,在风险来临时做出的反映程度也是不同的。如果说公司股票在一天之内涨跌 10% 以下尚属正常的话,那么短期国库券在官方利率没有大幅度变动的情况下涨跌 10% 就肯定发生了非经济的风险。为了减少这种金融市场风险的危害,有关当局可

以规定每天之内金融产品价格波动的最大幅度,如果价格波动超过这一限度,可以中止有关证券的交易,迫使市场“冷静”。

(一)国家经济风险的识别原则

国家经济风险涉及的内容很广,这里重点分析目前和今后债务水平和通货膨胀程度。

(1)识别一国的偿债风险,应分析债务国的经济结构和经济发展的历史状况与趋势、外汇储备和各种外汇资产的流动性和清偿情况、国际收支以及外债的政策和管理等。

①经济结构的分析主要包括国民生产总值实际增长率(Real GNP)及经济增长对本国投资、借款需求和进口需求的函数作用;货币与财政政策的实施情况,即政府是如何平衡其预算和弥补其财政赤字的;中央银行及整个银行体系的作用如何;外汇政策及通货膨胀与外汇汇率的关系。此外多种产品的经营结构、先进的生产技术也是与债务国在国际市场的竞争力和创汇能力息息相关的。

在经济风险中,经济衰退自然包括在内,因为它有可能使行业萧条、企业倒闭、发生拒付外债的问题。但应该区别的是,如果经济衰退是全球性的,而且政府采取有效的措施来减少经济周期对本国的影响,那便不算一国的政治风险;如果只是一国出现经济衰退,而且由于政府的错误政策使国家经济衰退愈加恶化,那么就应算做政治风险。

②清偿能力的分析主要涉及三个方面:一是官方外汇储备的充足情况,它相对于该国的进口所需外汇、债务还本付息额以及短期债务的比例如何;二是债务国的海外资产负债状况;三是该国银行金融制度和银行业的发展程度以及从国际资本市场筹资的难易程度。此外,中央银行作为最后贷款人的职能如何也是不可忽略的

③国际收支状况反映一国对外支付能力的强弱,因此是衡量一国外债偿还能力的关键。当一国国际收支经常项目持续出现大量逆差时,就有可能发生还本付息的困难。如果经常项目出现大量顺差,其偿还债务就有可靠的物质基础。对国际收支的分析主要了解两方面的问题:一是该国政府或有关当局对防止和调整对外收支不平衡所实施有力措施的能力。二是该国对外贸易对国内和国际经济活动的反应程度,也就是说,对外贸易的行业结构和产业结构是否分散、均匀、合理;在国际收支经常项目的分析中,着重于进出口贸易的结构及其地理的分布。出口方面主要看出口的增长速度、稳定程度、占国际市场的份额以及商品的多样化程度。如果保持一定水平的进口,必须达到相对稳定的出口增长来满足对外支付的需要。而出口的稳定增长又受到该国出口商品供求变化的影响。一国出口愈是多样化、市场越分散,稳定增长的可能性越大。对进口分析的重点则在进口商品对价格和国内经济活动变化的反应程度以及与此相关的国内经济对进口的依赖程度和压缩能力。通常,一国经济愈开放,进口商品对国内需求增长变化的反映愈大。此外,能源供求、旅游收入、劳务汇款以及利息支付等方面也视各国国情不同进行有侧重的分析。

对国际收支的资本项目,着重分析因经常项目逆差需求而对短期债务展期和到期长期债务再安排的能力,明确该国筹资的主要来源。如一国经济前景光明,鼓励外国投资,实行多种优惠政策,伴随稳定的政治环境,便可能大量吸引外国的长期投资。这样,即使经常项目出现大量逆差,也无需或少动用国家外汇储备,该国的外债偿还能力依然很强,发生债务危机的可能性较小。

国家对国际收支不平衡而进行的政策调整所产生的结果,反映了一国政府是否具备较强的宏观调控能力,这种调整通常需要伴随较大的社会和经济的代价,以牺牲某些利益或效益为代价,或者影响政府既定目标的实现。

④对一国外债负担的分析是经济风险分析中较困难的一部分,限于债务数据的缺乏和来源的不同,常常不能确切地分析出一国的实际外债负担。外债数额本身并不绝对说明问题,而需要与其他国家的债务进行比较,分析该国的债务结构与国民生产总值的关系以及与出口额的关系,分析该国的债务结构和债务管理的政策,才能得出一国偿债能力的正确结论。外债的规模不仅是政府直接借入的和担保的长期贷款,还应包括短期债务和企业借款。因为一些国有企业的对外借款尽管未经政府和有关部门担保,但一旦无力偿还,还要向政府申请代为偿还,因此,这部分债务也应计入政府的外债之中。

(2)识别一国的通货膨胀程度,主要是看物价上涨幅度。通货膨胀的识别除了分析价格指数外,人们的心理预期也不应被忽视。比如说,在通货膨胀率未上升之前,如果人们预期物价要涨,就会减少储蓄,抢购商品,使得某些商品销售旺盛,人为地抬高了售价,结果带动了其他商品价格的上涨,使通货膨胀率真的提高。在国内这样,国际上也是如此,通货膨胀在国际上也是有传递作用的,其原理与国内的情形是一样的。

(二)国家政治风险的识别原则

识别国家政府风险的大小,所应分析的指标有:①政府的类型;②政府的权力基础;③反对党以及反对党表达不同意见的机制;④其他政治团体如宗教、少数民族、工会和学生联合会等的地位;⑤权力转移的方式;⑥受外部压力的程度;⑦与美国、西欧的关系。上述这些指标,实际上是在不同程度上测量一国政治的稳定性、独立性。应当指出的是,政府不稳定不总是高政治风险的必要条件。例如意大利被认为是政治极不稳定的国家,但意大利的政治风险并不高。此外,跨国银行不能按西方的标准评价政治风险。只要某一国的经济发展,人民生活水平提高,尽管该国仍由独裁者统治,政治风险也不一定高。但一般说来,经济发展水平越低,国家越容易受政治因素的影响,政治风险就越高,反之亦然。

识别国家政治府风险,除了上述一些指标外,还要考虑一些具体问题,比如一个国家的政府决策人的构成、高级领导人的决策意向、国内重大事件和社会环境以及该国的对外关系,都决定着该国的政治风险程度,影响该国的经济发展前景。

一些国家政变频繁、政府机构的组成经常更迭,这表明其政局不稳,有可能在新的政府上台时宣布拒付政府所欠外债或加强外汇管制,或因政治动乱导致经济生产停滞而无力偿还外债。政府决策人的错误或激进政策也可能造成国家的混乱和经济的不平衡,从而削弱一国的外债偿还能力。

社会环境主要是指社会的稳定。这既包括经济因素又包括非经济因素。经济因素包括人均收入、财富的分配、失业率或潜在失业率这些有可能导致社会不稳定的变量。非经济因素如人口增长率、人口的密度以及民族矛盾等都是可能造成紧张局势并决定政治稳定的潜在因素。另外,一国的城市化水平、受教育程度也是测量社会稳定性的要素之一。

一国的对外关系对其政治风险程度起决定性的作用。对外关系包括两方面的内容:一是该国的安全程度,如与邻国的关系,与邻国关系友好还是有边境冲突,还有该国在其区域

内的地理、政治作用等;二是该国与其它国家的经济联系及依赖程度和参与、世界经济活动
和世界组织的情况。

二、政治风险的识别方法

(一)国家经济风险的识别方法

1. 筛选—监测—诊断方法

这种方法也可以用来对经济风险进行识别,它的一般过程分为筛选、监测、诊断这样三个紧密相连的环节。

(1)筛选:它是指风险管理者对国家内部和外部的各种潜在的危险因素进行分类,确定哪些因素明显地会引起风险,哪些因素明显地不重要,哪些因素还需要进一步地研究。通过筛选过程,使风险管理者能排除干扰,将注意力集中在一些可能产生重大风险的因素上。

(2)监测:它是对某种风险及其后果涉及到这种风险的产品、过程、现象或个人进行观测记录和分析的复杂过程。当筛选结果想出来以后,必须对这些结果进行观测、记录和分析,掌握它们的活动范围和变动趋势。比如对通货膨胀产生的原因进行分析。可从国家的财政政策、货币政策、价格政策等方面进行研究,提出可能引致通货膨胀率提高的根本原因。

(3)诊断:它是根据风险的症状或其后果与可能的起因关系进行评价和判断,找出可疑的起因并进行仔细检查的行为。只有对经济风险进行了正确的诊断,才能真正达到风险识别的目的。在筛选、监测、诊断过程中,一般都要按照一定的思维逻辑进行考察。

2. 市场预测

这是一种识别政治风险和经济风险通用的方法,也就是参考有关权威的评估机构的意见对风险进行识别。目前最著名的风险评估杂志是《欧洲货币》。其评估方法是邀请一些专家对每一个指数提出自己的看法,给出百分比,几个主要的因素分别是分析指数,占40%;信用指数,占20%;市场指数,占40%。每一个指数再分解成更细的因素。例如分析指数由经济指数15%,经济风险(10%)和政治风险(15%)组成。经济指数表明偿付债务的能力,它又分解为外部债务与GNP的比率、国际收支与GNP的比率和债务与人口的比率这样三个比率。经济风险的评估则由一些经济学家提出评估意见、信用风险根据国家重议债务的能力和过去支付债务的能力评估。过去支付债务的能力所占比重大于重议债务能力所占比重,因为重议债务的某些因素包括在经济指标内。市场指数根据金融市场上某一国债务的溢价、短期证券和代收折扣(forfeiting)三个因素决定(参见图2.2.1)。

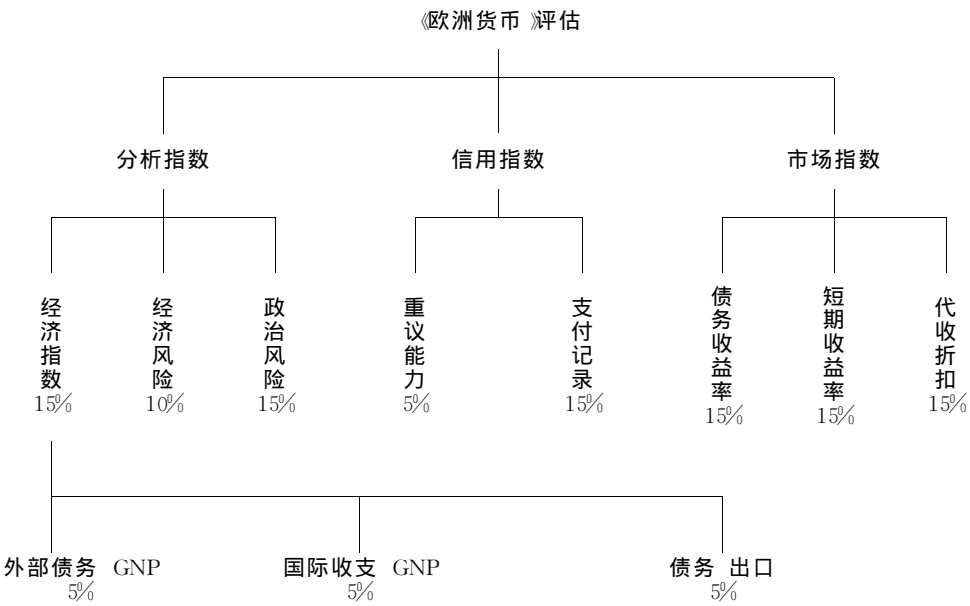


图 2.2.1 《欧洲货币》的风险评估

根据这一杂志的评估,1990 年我国风险在 133 个国家中列于第 37 位。

3. 风险树

它是利用图解的形式将大的风险分解成各种小的风险,或对各种引起风险的原因进行分解,由于分解后的图形呈树枝状,分解越细,树枝就越多,因而称风险树。这种识别方法的优点是简单、明确,能够比较迅速地发现问题。它可以将国家的经济风险所产生的原因一层又一层地分解,排除无关的因素,从而准确地找到对企业和国家真正产生的风险及最主要的原因。

(二)政治风险的识别方法

政治风险的识别,可采取一些有针对性的办法。为了从整体上进行把握,可能制定风险清单,或者列出风险一览表,并一一找出引致风险的原因,然后将风险与国家的经济活动联系起来考察。这样一些有针对性的办法对识别风险是有帮助的。在许多比较复杂的情况下,风险并不是直观地就能识别的。因此,在风险识别的过程中,也可能采用一些比较定型的分析方法,按照规范的程序来进行考察。下面介绍几种常用的识别政治风险的方法:

1. 调研

调研又称核对清单法(check—List method)。调研的基本步骤如下:①找出与政治风险相关的变量清单;②根据变量的重要性配上相应的权数;③根据变量的权数构成政治风险的合成指数;④根据合成指数确定各国政治风险的程度,最后根据风险程度排列各国的次序。

指数能否正确评估国家的政治风险,取决于能否找出某一所在国政治风险的影响因素,

功的数学模型叫政治风险稳定性指数(The Heandel—West—Meadon H—W—M)。指数稳定如图 2.2.2。指数由相同权数的三个基本分指数组成。这三个分指数是:①社会经济特点;②社会冲突;③政府干预。其中社会冲突由三个子指数构成:政治不稳定、内部骚乱和暴力。

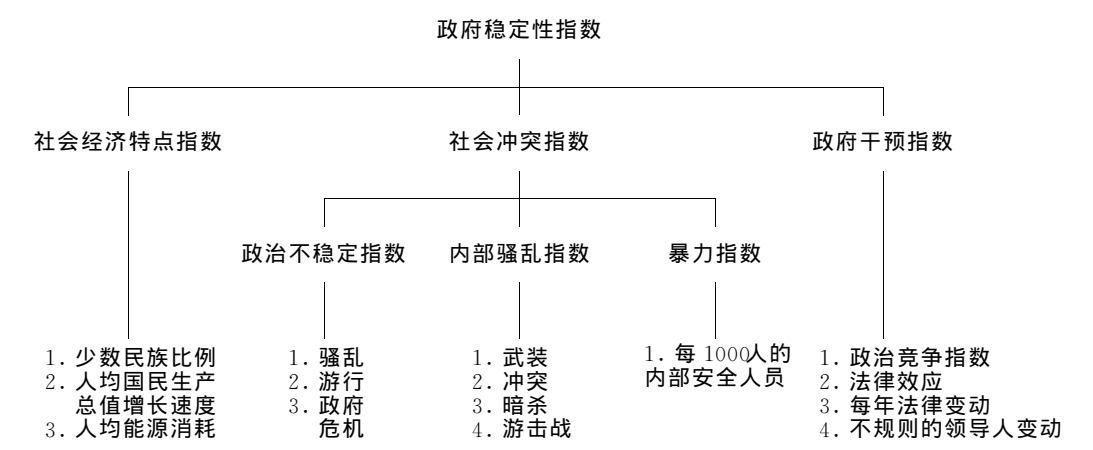


图 2.2.2 政治稳定性指数的构成

三、政治风险的分类识别

分类识别就是按风险的大小程度不同分成不同的类别,然后列入相关的指标和评估标准,各个国家可根据这些标准对号入座,找出政治风险的严重程度。国际上一些有名的商业银行和金融机构都制定了自己的风险分类识别标准,以下提供美国化学银行(该银行是美国第五大商业银行)近年来使用的指标比较和风险确定图表,并以此为例来说明分类识别的原理和操作。

表 2.2.1 中 1—9 级的划分,是根据风险的高低程度,1—3 级为最好至较好;4—5 级为一般又略有区别;7—9 级为较差到最差。级别的决定在有些方面是按照绝对的指标,有些方面则是与其它国家的比较而定。

对于风险的级别确定,风险分析部门还根据一国的经济规模和发展程度来定,化学银行对级别的分配大致如表 2.2.1 所示。

表 2.2.1 化学银行对风险级别的划分

相对水平	毫无风险	无风险	低风险	有风险	高风险	绝对高风险
风险级别	1—2	3	4	5	6	7—9
经常项目	顺差	顺差	逆差	逆差	逆差	逆差
占 GDP%	2%以上	2%左右	2%左右	2%—6%	6%—10%	10%以上
外债占经常项目收入%	30%以下	30%—50%	50%—70%	70%—100%	100%—150%	150%以上
在商业银行拥有一年以上资产占一年以上到期负债%	150%以上	100%—150%	70%—100%	55%—70%	40%—55%	40%以下
外债占 GDP%	低于 10%	10—15%	15—20%	25—50%	50—80%	高于 80%
债务还本付息占出口收入%	10%以上	10—20%	20—30%	30—50%	50—80%	高于 80%
债务还本付息占经常项目收入%	低于 5%	5—15%	15—25%	25—40%	40—60%	60%以上
债务还本付息+短期债务占出口(FOB 价)%	20%以下	20—40%	40—70%	70—120%	120—180%	180%以上
一年内到期的对银行负债占全部负债%	15%以下	15—25%	25—35%	35—50%	50—70%	70%以上
短期债务占进口%(FOB 价)	10%以下	10—20%	20—40%	40—70%	70—100%	100%以上
对 BIS 资产占负债%	100%以上	70—100%	50—70%	35—50%	25—35%	25%以下

一级:相当发达的工业大国。

二级:较小的工业发达国家。

三级:出口商品较单一的其他发达国家,制成品大量出口,出口前景以及外债管理很好的发展中国家。

四级:具有某种程度政治风险的发达国家和东欧国家,出口前景很好,原材料大量出口的发展中国家,且外债管理很好。此外,制成品出口较少,金融指标又达不到三级标准,但在借债方面很谨慎的发展中国家。

五级:具有某种程度政治和经济风险的发达国家和东欧国家,出口情况与三级和四级国家相似。但具有较大的政治不稳定性,金融指标不很理想。

六级:不可能进行债务金融安排的较小国家和其他信誉一般的国家、国内生产总值低于 200 亿美元,出口收入低于 30 亿美元的小发展中国家和出口前景不好的发展中国家。

七级:曾被划为一级至六级之中,但其外债偿还能力明显受到破坏,这类国家较难从商业银行获得长期资金。曾被列为八、九级的国家,如其政治和经济的紧张局势有所缓和,也列在这类里。

八级:由于持续的政治与经济问题而严重影响偿债能力的国家。

九级:由于政治、经济和社会问题而不能偿债,并使债权银行遭受损失的国家。

中国一般被评为四级,但在某些时候也滑向五级。

风险的分类识别除按上述政治、经济、债务偿还能力等风险的性质来划分以外,还可以从下述的形式进行判断:

1. 地理的概念

如个别的国家,新加坡、菲律宾等,也就是按国别分类。按国别分类识别风险可从一些国际商业公司杂志的评估中获得,比如国际商业公司和弗罗斯特和沙利文公司的风险系数,二个公司都按分数排列出风险最高和最低的国家。还有其他一些资料,比如《单位投资者》(Institutional Investor)杂志的国别风险排列;富兰德指数(Forland Index);国别风险国际指南(ICRC)等等。

2. 借款人的行为

拒付、违约、重新谈判还款条件,或者重新安排债务偿还等等。

在分析、确定、识别债务国的风险时,对与债务国偿债有关的风险国家也不能忽略,因为偿债可能涉及最终风险国家(A country of Ultimate Risk)的问题,即当直接借债国不能履行其偿债义务时,有关的国家应有义务担负直接债务国的债务偿还,这些最终风险国家按其对于直接债务国承担义务的程度顺序被债权国追索:

(1)债务人长期居住并持有其金融资产的国家;

(2)债务人资产分布的国家;

(3)与债务国签有定期租船契约的国家,或转让收入来源的国家,比如提供背对背信用证的国家;

(4)为债务国公共部门提供保险的国家;

(5)为债务国无条件提供债务担保的国家;

(6)拥有债务国的有价证券,即以金融资产作抵押的国家。

掌握最终风险国家的情况,对于估计和识别一国的偿债风险是很重要的。

3. 借款人的类型

政府、私营部门风险、公司风险、个人风险。

4. 贷款的目的

出口融资、信贷额度、项目融资、发展基础设施贷款等。

第二节 政治风险的估计

一、国家通货膨胀的估计

对通货膨胀的估计,一般采用反映各类商品和劳务价格变动的综合价格指数。依据研究和观察问题的角度不同,又可分别采用这样几种不同的价格指数:

(一)实际工资指数

通货膨胀有个极其重要的后果就是使实际工资降低。因此,可以用实际工资指数来估计通货膨胀率,实际工资指数是反映职工在不同时期用同样数量的货币工资所换得的商品和服务数量变动情况的指数。工资可分为名义工资和实际工资,名义工资是指以货物数量表示的工资,实际工资则反映工资的货币额能实际交换到的商品和服务的数量。考察职工实际工资率的变化,能较好地反映职工实际生活水平变化趋势,分析通货膨胀的程度。其计算公式为:

$$\text{实际工资指数} = \frac{\text{货币工资指数}}{\text{职工生活费用物价指数}} = \frac{\text{计算期实际工资}}{\text{基期实际工资(即基期货币工资)}}$$

$$= \text{货币工资指数} \times \text{城市居民货币购买力指数}$$

当指数小于1时,说明实际工资下降;指数大于1时,说明实际工资上升,而实际工资下降时,在其他条件不变的情况下,说明通货膨胀率在上升。

(二)货币购买力指数

因为通货膨胀的第一个反映就是货币贬值。所以,我们可以从币值方面去测定通货膨胀率,其主要指标有如下几种:

1. 货币贬值率

它是用百分比表示的货币贬值的程度。货币贬值是指单位纸币实际代表的金属货币量低于名义上所代表的金属货币量的现象。在讲纸币贬值时,其原因就在于纸币发行过多,而相应的社会财富却没有增多。就是说,在社会总财富不变的情况下,只是纸币的数量增多了,这样,每单位纸币所代表的实际财富量就减小了。由于货币贬值有对外贬值和对内贬值两种基本形式,货币贬值率的计算方法也不相同。衡量一国的通货膨胀程度,一般是看货币的对内贬值程度,它表现为货币购买力下降的幅度。

2. 用货币供应增长率减去以不变价格计算的国民生产总值实际增长率去测定

这一方法直接起源于货币主义的理论,货币主义认为,名义货币存量增长率—实际货币余额增长率=通货膨胀率。在假设每单位国民生产总值占用货币量不变的情况下,一旦名义货币供应增长超过实际需要的货币供应,就会产生通货膨胀,从而通货膨胀率能用两者之间的差额来表示。

3. 货币购买力指数

货币购买力是指单位货币购买消费品或换取服务的能力。货币购买力指数是反映货币购买力变动情况的相对数。它综合反映各个时期币值的变动情况,一般来说,物价和货币购买力是两个密切联系的概念,相互之间成反比例关系。如果价格上涨,单位货币所能购买到的商品和服务的数量就会减少,这就表示货币发生了贬值,货币的购买力下降。反过来说,就是货币升值,其购买力提高,所以货币购买力指数与物价指数是互为倒数的关系,用公式表示出来,就是货币购买力指数 = $\frac{1}{\text{物价指数}}$,假设 1990 年为基期,1993 年的消费物价总指

数为 150%,则 1993 年单位货币的购买力 = $\frac{1990 \text{ 年的单位货币 } 1}{150\%} \approx 0.67$ 单位货币,也就是说,如果 1990 年是 1 美元的话,到 1993 年其购买力就只相当于 1990 年的 0.67 美元了。这在一定程度上反映了通货膨胀的态势。当指数大于 1 时,表示货币购买力提高,物价下降;而在指数小于 1 时,则表示货币购买力下降,物价上涨。从实践来看,物价上涨有一个刚性的问题,就是说物价一旦上涨,再下降是很困难的。所以,在大多数情况下,物价水平是保持稳定或上升的趋势。

(三) 物价指数

物价指数是目前各国估计通货膨胀程度的主要指标之一。通货膨胀必然会通过不同形式的物价变动表现出来,而比较通用的反映物价变动情况的概念又是一般物价水平,所谓“一般物价水平”就是指各类商品和劳务的价格加总在一起的加权平均数。如果一般物价水平在上升,这就可以确定通货膨胀的态势。

反映物价变化的指数有多种,其中以批发物价指数、消费物价指数和国民生产总值折算价格指数最为重要和常用。许多国家也是主要用它们来估计通货膨胀率。

1. 一般物价指数

(1) 批发物价指数,指反映不同时期商品批发价格水平变动情况的指数,又叫生产价格指数,它通过对比基期计算出价格变动的百分比。由于这种指数与产品出厂价格紧密相关,且代表规格品的范围较广,既有消费品,也包括生产资料,但不包括劳务价格。所以该指数比较适合于度量和估计通货膨胀率。

(2) 零售物价指数,反映不同时期商品零售价格变动的指数。它是市场稳定与否的标志,也是了解一国城乡居民支出和生活状况的重要依据。可以按全部商品综合编制零售物价总指数,也可以分别编制城市和农村的零售物价指数,还可以按各类商品的不同编制零售物价指数,比如服装、燃料、粮油、副食品等等。许多国家都以零售物价指数的上涨幅度来估计和衡量通货膨胀率,该指标的优点是资料容易收集,能直观地反映价格趋势。但是,该指标的范围较窄,生产资料不在其估计范围之内。

(3) 全社会零售物价总指数,全面反映市场零售物价总水平变动情况的指数。

(4) 分析商品零售价格指数与批发价格指数之差。资料表明,二者之间的差距总是存在的。于是,一些经济学家认为,这表明需求变动与供给变动之间的差距,因此他们喜欢用这一指标来分析和估计通货膨胀的变动趋势。

除了上述四个方面的物价指数可以估计出通货膨胀率之外,还有综合物价指数、定基物价指数、环比物价指数可以在一定程度上反映通货膨胀的程度。综合物价指数,又叫物价综合指数,它是反映不同时期某一类商品或全部商品价格水平的变动趋势和程度的动态相对数。定基物价指数,是根据各个时期商品价格同某一固定时期的商品价格对比而编制的指数,它反映物价在较长时期的变动趋势和程度。环比物价指数,又称连比物价指数,根据各个时期的商品价格同它前一期的商品价格对比而计算的指数,它反映物价逐期的变动情况。

2. 消费者物价指数

消费者物价指数也叫消费物价指数,是反映一定阶层居民所购买的商品和劳务的价格动态的相对数,其权数是根据居民若干户的家庭消费支出构成而确定。它既是通货膨胀的经济晴雨表,又可为工资、津贴的调整提供依据,其反映通货膨胀率的计算公式是:

$$\text{通货膨胀率} = \frac{\text{本期消费物价指数} - \text{基期消费物价指数}}{\text{基期消费物价指数}} \times 100\%$$

因此,许多国家均采用消费者物价指数来衡量通货膨胀率。不难发现,消费物价指数已把国家消费和集团消费排除在指数之外,有它本身不可克服的缺陷。

3. 国民生产总值折算价格指数

它是按当年价格计算的国民生产总值对按固定价格或不变价格计算的国民生产总值的比率。其公式为:

$$\text{国民生产总值折算价格指数} = \frac{\text{按报告期价格计算的报告期产量}}{\text{按基期价格计算的报告期产量}} \times 100\%$$

报告期与基期相比的物价上涨或者说通货膨胀率 = 国民生产总值折算价格指数 - 1。还有一种方法是,相对于基期的不同报告期的国民生产总值折算价格指数之比减去 1,就是不同报告期之间的物价变动情况。例如,某国 1993 年的国民生产总值按当年价格计算为 5000 亿美元,而按 1983 年的国民生产总值价格计算为 2500 亿美元,则 1993 年的国民生产总值折算价格指数为 $5000/2500 \times 100\% = 200\%$,也就是说,1993 年同 1983 年相比,物价上涨了 $100\%(200\% - 1 = 100\%)$ 。再如 1988 年的折算价格指数为 125% ,则 1993 年与 1988 年相比,物价上涨了 $60\%(200\%/125\% - 1 = 60\%)$ 。国民生产总值折算价格指数也称国民生产总值平均指数,由于它的统计范围包括一切产品和劳务,也包括进出口商品,所以它能反映社会总物价水平的趋势,不少经济学家认为它是最适合于估计通货膨胀率的指标,但是编制这一指数的资料很难收集,多数国家通常为每年一次,不能迅速地反映和估计通货膨胀的程度和动向,故并不常用。

(四)生活费用指数

物价指数尽管是当前世界各国普遍使用的估计通货膨胀率指标,但是由于物价指数在计算时撇开了消费结构以及产品结构的变化,从而使它不能准确地反映通货膨胀的实际情况。于是,从 80 年代开始,一些国家开始重视对家庭生活费用指数的统计,并以此来表示通货膨胀率。生活费用指数是反映一定阶层的居民在吃、穿、住、用、行等方面所购买的消费品价格项目和服务项目价格变动趋势和程度的相对数。它和消费品价格指数的区别在于:生活费用指数的对象是城乡居民购买的全部商品价格,而消费品物价指数则只限于消费品价

格。同时,消费品价格指数只包括商品部分,而生活费用指数不仅包括商品支出而且还包括劳务支出,包括的范围全面。生活费用指数一般区分为职工生活费用指数和农民生活费用指数两大类,前者的反映对象是城市职工家庭,后者的反映对象是农民家庭。通过生活费用指数,可以反映出消费品价格和劳务价格的变化对居民生活水平的影响。因此,生活费用指数比消费品价格指数更准确地反映通货膨胀率的实际水平。

(五)利率与“理想财富指数”

由于通货膨胀总的说来是由货币的超量发行引起的,利率的高低又与货币供求相联系,因此利率和通货膨胀之间有密切的关系,降低利率必然会鼓励增加货币和信贷供应量,导致通货膨胀;另一方面,通货膨胀由于使货币贬值,从而又使实际利率下降。

在分析利率与通货膨胀的关系时,我们涉及的是金融资产,金融资产是以货币或证券形式表示的财富,它显然受货币币值变动的影响。因此,有的经济学家主张用“理想财富指数”来估计通货膨胀率。他们认为,以上关于物价指数的指数只计算当年生产的各种商品、劳务和资产的价格,遗漏了以前生产的资产价格的变动,并且不包括金融资产(股票、证券等)。而在通货膨胀期间,人们出于保值心理,使得一些实质资产和金融资产,如房地产、宝石、优良公司的股票、古董等的价格以更大幅度上涨,因此,他们主张采用一种理想的财富指数,能表示出一切与居民生活福利水平有关的财富的价格指数。其计算公式为:

$$\text{报告期对基期的理想财富指数} = \frac{\text{以报告期价格计算的全社会所有财富价值总额}}{\text{以基期价格计算的全社会财富的价值总额}} \\ (\text{或财富的价格指数})$$

从理论上说,“理想的财富指数”确实在全面反映一个时间序列上社会的通货膨胀程度上是相当理想的,但在实际应用上,许多资产的统计资料无法收集,编制难度较大,目前只有个别国家在试验编制这种指数。

总之,衡量和估计通货膨胀率的指标多种多样,它们可从不同角度和层面反映一定时期、一个国家或地区的通货膨胀率。

我国通货膨胀的现状:

1992年我国居民生活费用价格指数上升6%,其中城镇上升8.6%,35个大中城市上升10.9%,农村上升4.7%,表明我国城镇尤其是大中城市在1992年已经出现温和的通货膨胀。1993年上半年,价格上升的速度加快,居民生活费用价格上涨10.5%,城镇居民生活费用价格指数上升13%;其中35个大中城市的生活费用价格涨幅高达17.4%,与此同时,生产资料价格猛增了40%以上。

根据前面的估计方法,我国物价上涨高于10%,是严重通货膨胀类型、增势较快,如果控制不慎,很有可能走入“不可承受”的范围。伴随物价迅猛上涨,经济生活中已日益暴露出一些问题,今后在各项改革措施的相互衔接和配套上应有所重视。但是,对于我国现在的通货膨胀问题,不能单纯地从数字上加以分析和判定,而主要应该看人们的实际收入和生活水平是提高了还是降低了,即工资的增长幅度是否超过了物价的上涨幅度。如果工资增长超过了物价上涨水平,说明实际工资增加了,人民生活水平提高了,在这种情况下,即使有一定的通胀率存在也是可以理解的。但是,如果工资的增长低于物价上涨幅度,等于实际工资收入下降,生活水平也下降了,这时通货膨胀就不容忽视。国家应通过适当的宏观政策进行调

整和治理。

二、国家偿债能力的估计

发展中国家与发达国家在偿债能力上是不同的。

(一) 发达国家偿债能力的估计

对于发达国家偿债能力的估计,条件要宽松得多。首先,从国民经济生产总值来看,发达国家的基数都比较可观;其次,从发达国家的出口能力来看,由于其工农业发展水平较高,科技比较进步,出口能力也比较强,出口创汇能力高。同时,由于发达国家的货币多为自由兑换货币,可多发货币来偿还债务。因此,发达国家的偿债能力还是比较强的。除了发生极特殊情况外,是不会陷入债务危机困境的。但其增发的货币应控制在一定的数额内,发得过多会影响国内金融市场,导致通货膨胀、物价上涨,只要通货膨胀率不超过国民生产总值指数的2%,就是可接受的,但应注意不得超过界限,否则就有通胀率过高的风险。

(二) 发展中国家偿债能力的估计

发展中国家利用国际负债的方式来加快经济发展,这一方面给发展中国家带来了新的技术和生产力,一方面又使发展中国家背上了国际债务。国际债务的状况直接影响到经济发展的前景和经济的稳定,不少发展中国家由于对偿债能力估计不准确,盲目利用外资,深深陷入了国际债务之中,出现债务危机。因此,正确估计偿债能力就成为经济发展的重要问题。

国际上,一般都采用偿债率作为衡量一国偿债能力的标志,其经济含义是指一国吸收外资的规模应受其近期出口能力的制约。一些经济学家认为,在连续借款的条件下,由于本期还本付息额会被本期新借入的贷款所抵消,偿债率是一个现金流量的指标,而不是一个收益率或收益率的指标。作为现金流量指标,它把本金摊还作为支出。但是,无论是企业还是国家,债务总是在周转的。不论何时偿债,都不能设想要在一年收入中,去偿还总债务中的这样一大部分金额。因此,在分析和估计国际负债的偿还能力时,偿债率指标已失去了意义。

这种观点忽视了国际借贷与国内借贷之间的区别。在国际借贷中,贷放人分别来自不同的国家,他们进行资本输出实质上是为了促进本国产品的出口,因此,不同的贷款人提供的贷款往往代表着不同的货币,并以商品和劳务的形式表现出来。在连续借贷中,从货币形态上看似乎可以用新债还旧债,各次贷款和偿还之间具有完全的可替代性。但从这些货币后面的实物形态来看,国际借贷资本之间的可替代性是十分有限的。债务国在连续借款过程中常会遇到这种情况:尽管新借入的贷款在货币数量上等于本期的债务偿还额,可这笔新贷款还以另一种类型的商品与劳务的形态进入债务国。并不是直接的现汇,因此它不可能直接用来作为本期的债务偿还。债务国必须从自有的出口外汇收入中,拿出一部分来履行还本付息义务。所以,一国经济的出口换汇能力最终决定着它的外债偿还能力。偿债率指标正是把出口收汇状况作为偿债能力的基础,它反映了国际借贷的主要特点。

发展中国家在举借外债时,更要受到这个指标的限制。因为发展中国家由于吸引外资的能力较差,因此一般不可能在国际资本市场上连续大规模地吸收高利率的自由外汇贷款。

流入发展中国家的资本中,很大一部分是官方资本,然后是出口信贷和与具体项目有关的商业性贷款。只有很少部分属于真正的自由外汇。这些指定项目、指定用途、指定商品的所谓指定贷款根本就不具有可替代性。这就更加决定了对发展中的债务国来说,必须主要以本国出口收汇来承担偿还债务的压力。正如世界银行在一份报告中指出:“尽管从总量上看,日益增长的还本付息额已由不断增加的外资所抵补;但是,发展中国家债务偿还问题却变得越来越难以管理。因为外资中的大部分是与具体国家相关联并限定了商品。”

事实上,在连续借款的条件下,偿债率指标的作用不但没有消失,反而变得更加重要了。连续借款的一个重要特点就是:偿还额要比新债的金额高,因为偿还的除本金之外还要加上利息。所以,倘若借款国不制定十分慎重的借款政策,就有可能出现这样的局面:尽管每次借款规模都没有超过本国的出口创汇能力,但债务偿还负担的迅速增长却超过了本期的出口创汇能力,从而陷入债务危机。有些发展中国家用短期出口信贷来为他们的长期投资筹措资金,结果恶化了他们的偿债能力,被迫在加速发展的道路上停下来。为了确保利用外资型发展战略的成功,负债国在确定其国际债务时,必须把偿债率作为一个重要指标,自觉地使债务偿还额与本国的出口收汇能力保持一个恰当的比率。

仅仅考虑到借款目的偿债能力还不够,还要注意债务目的流动性问题。偿债能力是指一个较长时期内支持一定量债务的能力,一个国家偿还债务的能力取决于国民收入的增长和长期的出口能力。而流动性问题是债务与债务偿还的时期结构,也就是说短期债务与长期债务的结构同近期偿债能力与远期偿债能力的结构是否相吻合。如果不吻合,那就会出现流动性问题,尽管这个国家不存在偿还债务的能力问题。因此,一个正在成长中的经济虽然能够安全地支持日益增长的债务,不存在偿债能力问题,但由于债务时期结构与偿债时期结构不一致,进口和出口价格的波动,而出现偿债的流动性问题,陷入债务困境,许多发展中国家,包括一些中等收入的发展中国家都遇到了这一流动性问题。从80年代开始,发展中国家的债务期限结构越来越不利,各项贷款的平均到期期限已经缩短,短期债务在商品和劳务出口总额中的比重逐步上升。值得注意的是,发展中国家如果采取不适当的财政金融政策,短期流动性问题处理的不好,或者进一步加剧,也将会演变为长期偿还能力的问题。

综上所述,对于发展中国家偿债能力的估计,除了要考虑偿债率指标外,还要注意债务国的流动性问题,两者结合在一起,综合评价分析,才能对一国的偿债能力有一个全面的估计。

(三)我国偿债能力的估计

90年代初我国面临着偿债高峰。从总体上来看,我国外债规模并不太大,为什么会出现偿债高峰?主要原因在于流动性问题,即流量和存量问题。据统计,债务存量只增加了8.7%,但债务流量减少了45%。持续的融资虽然使净流量保持了正值,但绝对额下降了65%,负的净转移意味着还本付息总额超过了总流入额,而弥补负净转移额的外贸逆差增大。由流量引起的根源在于长短期的债务结构配合欠佳。偿债高峰自然不是一件好事,但高额的国际储备净增长额保持了我国对外财务上的健全。这是我国能够平稳地渡过偿债高峰的物质基础。因此,我国偿债能力问题不大,但在以后的借债中应注意存量与流动性问题。

(四)对偿债能力进行估计的具体指标

在分析债务国的偿债能力时,可根据以下一些项目制成一张外债表,显示债务国的资产和负债的分布以及期限和币种。分类大致如下:

1. 债务国的资产

- (1)对国际清算银行成员银行的债权;
- (2)对非国际清算银行成员银行的债权;
- (3)经保险、担保或者出口国家公共部门直接提供的与贸易有关的非银行信贷;
- (4)未经保险、担保的与贸易有关的非银行信贷;
- (5)不包括银行在内的外国非银行存户,即非银行的跨境银行存款;
- (6)官方军用贷款;
- (7)国内公司对外国公司的贷款。

2. 债务国的负债

- (1)政府的直接债务或担保的债务;
- (2)其他公共部门的债务,这里不包括商业银行;
- (3)银行负债,不包括中央银行;
- (4)私营部门的债务。

3. 债务期限

- (1)短期债务(1年内到期)加上所有私人存款(不论期限);
- (2)本年内到期的长期债务;
- (3)1年以上到期的长期债务,不包括本年内到期的长期债务。

4. 债务币种

- (1)美元;
- (2)日元;
- (3)所有其他货币。

此外,还应区别以固定利率和浮动利率计息的外债,这对于分析估计还本付息对利率变化的敏感程度是十分重要的。

如果上述有关债务或经济的最新数据不足以致使债权方不能了解债务方的详细情况,就会削弱债权方对债务方能否还债的信心,使债务方的风险级别升高。

风险等级不仅仅建立在对历史数据和当年数据的分析上,还得根据历史的数据预测出债务国在今后5年内的发展。如果被分析对象国家的经济对外开放程度高,其经济发展与世界经济发展紧密相关、不可分割,那么它承受风险的能力与世界经济的总体发展趋势也是密不可分的。因此,除需掌握一国的有关经济金融、国际收支及债务等方面的历史数据外,还应对今后5年世界经济的主要指标进行预测,这些指标主要有:

- (1)西方主要工业国家的平均经济发展率;
- (2)西方主要工业国家的平均通货膨胀率;
- (3)世界贸易的增长率;
- (4)利率(主要是3个月的Libor利率);

果一项比率出现不规则的较低值,这并不能排除该国存在着严重的债务风险;②如果一国有三项指标达到临界值的60%。则该国被定义为债务负担适中;③其他情况则被视为债务风险较低。

我国外债规模的临界值应为多少?是维持现有水平,还是按世界银行的标准,或者是其他的某一个水平?我们的基本观点是:①在指标设置上,原则上赞同世界银行提出的4项关键指标。因为它们具有直观、简洁、重点突出以及实际部门便于操作的基本特点;②在临界值水平的确定上,参照世界银行的标准,但持一种比较慎重的做法,将临界值订在低中度水平的方案上比较适宜。

(三)国家制度变革风险承受能力

国家的制度发生了变化,除了建立起一整套新的经济、政治体系外,还会有领土、主权、宗教、民族等各方面的变化、协调阶段,还有外交方面的问题,新的制度能否很快理顺这些关系,早日完成战略调整,是一件大事。风险承受能力强的,就要快些,它就会很快地将国家经济建设摆到合理的位置,致力于生产力的发展,使居民的生活水平有所改善和提高。风险承受能力差的则正好相反。

(四)政局动荡风险的承受能力

政局动荡对任何国家来讲是不利的,频繁的动荡形势且持续时间较长的,无不会对整个社会的各个方面带来巨大影响。在经济领域,通货膨胀率增长快,物价涨幅大,如果市场承受能力差的,国内形势会陷入一片混乱之中,待政局稳定之后,经过一段时间的调整才能恢复到一定的水平。

(五)对政策调整的承受能力

国家在进行政策调整时期,基本上都会进行配套的改革,如果这些相关措施执行得力、迅速,为调整政策提供了良好的外部环境,那么两种政策之间就能顺利过渡。这是外因的作用,从内因来看,国家内部的金融体系如果一直有序地运转,也会为政策调整提供良好的基础,这里有一个前提条件就是国家只对金融系统起宏观调控作用,两者之间不能有太多的依存依赖关系。比如说,照一般的规律,经济启动之前应有一个财富积累的阶段,这个积累的过程,各国经历的道路是不同的,很多发展中国家靠的是引进外资、借取外债,这又会引发偿债能力问题,发达国家中有个别的国家就没有经过这种资本积累的过程,比如德国,它靠的是完善的银行系统,借以聚集起资金,完成产业政策的调整。

二、风险承受能力的衡量

市场是现代经济的核心问题,研究政治风险承受能力、衡量风险承受能力也应从市场入手。这里我们仅从金融市场的角度,对风险承受能力的衡量进行分析,别的方面不作涉及。

(一)衡量标准之一:市场成熟度

市场成熟度是综合反映金融市场发育程度的重要指标。市场成熟度的评价主要通过市场竞争幅度、市场秩序和市场运行机制灵活程度以及市场的操作成本等方面予以反映。

1. 市场竞争程度

金融市场竞争程度主要是从市场参与者的市场占有率来衡量市场的垄断程度或竞争激

烈程度。

在资金拆借市场上,如果竞争程度高,垄断程度低,会形成一个统一的市场,再加上市场参与者都实行企业化经营,有相应的物质基础作后盾,不易产生地区垄断和行业垄断问题,承担风险能力较强。在票据贴现市场上,如果形成全国性或区域性的大市场,竞争程度会高,在外汇市场上,如果一国外汇管制严格,汇价不能反映市场供求状况,与国际金融市场联系不密切,这种竞争程度是很低的,不易形成统一的国内市场。伴随国家政策的调整,汇率会有不同程度的变动,这种变动不是由于供需关系造成的,而是政策性的。在证券市场上,西方国家的统计资料证明,持有证券,即债券和股票比例最高的是各种金融机构,其次是企业法人,最少的是个人股,这三者之间的比例保持在一定的水平,才能维持一定的竞争性,避免垄断程度过高,提高抵御风险的能力。

2. 市场有序度

金融市场的有序度主要是指受市场内部运行规律制约的市场运行的有序性。评价金融市场的有序性可以从以下两个方面进行:其一是市场环境的规范化、条理化、完善化;其二是各经济活动主体对国家宏观调控和市场规范化准则的接受和反映程度。

金融市场有序度较高的表现主要是:首先,要有明确的金融市场管理机关。要规定其职责,即拟定金融市场管理的法规、制度、办法,并组织实施;审批有关金融机构的设立和撤销;参与审批、管理债券、股票等有偿证券的发行转让工作,并制定发行的年度计划和中长期计划;采用现代化通讯设施,建立高效的计算机网络,迅速、准确地集中和反馈信息;提高金融市场管理人员和操作人员的素质;完善监督体系,检查和处罚违反金融管理规定的行为和有关责任人。其次,金融市场的经营机构、服务机构、行业组织机构趋于规范化、完善化。再次,是市场主体日趋完善,参与者来自不同的领域、行业,来自不同的阶层;最后,市场规模应有一定的层次,有一级市场不够,还要有统一的二级市场。

3. 市场灵活程度

金融市场的灵活度是监测市场运行机制的自动平衡与自动调节功能的主要指标,金融市场运行过程中供求关系变化以及其它市场条件的变动能否及时、灵敏地反映出来并能迅速的得到调节与平衡,是衡量金融市场灵活度的重要标志。市场灵活度高的、本身的自动平衡与自动调节能力强,能够及时灵敏地反映市场变化情况,为国家政策的调整提供良好的条件。

4. 市场操作成本

从国际金融市场的操作成本来看,成本由大到小依次为:股票市场、债券市场、资本金拆借市场、票据贴现市场。

(二)衡量标准之二:市场可控制程度

金融市场的可控制程度主要表现在市场运行的稳定性、接受控制信号的反映灵敏程度两个方面。稳定性是指金融市场不萧条也不因投机因素而过于繁荣,而是稳定发展,不会出现大起大落;接受外部控制信号的反映程度则是指因国家货币政策的变动而引起的金融市场上的供求关系变化的反映时效。西方发达国家的金融市场的稳定性要强一些,因为西方中央银行货币政策中的公开市场业务本身就是依靠买卖有偿证券来调节货币供应量,其货

第四节 政治风险的损失估计

政治风险的损失估计是风险管理的第二阶段。风险管理者通过对风险识别、了解各种风险的类型及其产生的原因,进一步的问题便是,这些不同的风险将会产生多大的损失。只有解决了这一问题,才有可能根据不同情况正确地选择处理风险的方法。在许多情况下,风险管理的失败,并不是由于未能正确地识别风险,也不是由于处理风险的方法未能落实,而是由于处理风险的办法选择失当。而这种选择失当往往又是由风险损失估计的错误引起的。因此,对政治风险的损失估计就显得特别重要了。只有正确地估计风险可能带来的损失,才能选择针对性强的风险处理办法。

一、政治风险可能造成的损失

(一) 偿债负担

引进外资以弥补国内经济发展所需资金不足,是许多发展中国家谋求经济高速增长的一条重要途径。在七十年代以前,发展中国家的外债虽然增长较快,但由于总额不是很大,所以并未引起足够的注意。从七十年代开始,发展中国家的外债增长速度惊人,而且债务的利率逐渐升高,债务期限缩短,这使得发展中国家每年还本付息数额大量增加,使得他们不得不借新债还旧债,而且从 1980 年起,还本付息数开始超过新债净流入数,一直持续到今于。沉重的债务负担远远地超出了本来就已十分虚弱的发展中国家经济的承受能力,导致了债务危机。1982 年,墨西哥宣布暂停偿还外债,标志着拉美地区,从而整个发展中国家债务危机的爆发。人们有时将这次引发债务危机的因素归结为国际资本市场的利率大幅度上调和发展中国家浮动利率债务占总债务比率不断提高这两个事实。确实,由于利率上调,债务负担便会加重,首当其冲的就是拉美国家,因为其浮动利率债务所占比重在 80 年代以后一直超过 50%。例如,1983 年拉美国家支付外债利息 391 亿美元,其中约 90 亿美元是属于利率上调造成的额外支付。然而,这些并不是引发债务危机的最主要原因,最主要的原因在于不同国家政府执行的不同经济政策导致生产与出口实绩的巨大差异。在亚洲的一些新兴工业化国家,长期注意执行稳健的宏观经济政策和外向型贸易政策,引导国家资本大量流入生产率较高的部门和出口创汇成效较好的部门,及时进行了政策调整。结果是 80 年代世界经济开始复苏后,这些国家的出口立即呈出连年剧增的态势,经济增长率亦达较高的水平,债务清偿加速,摆脱了可能发生债务危机的风险;相比之下,可以看出,拉美国家则长期推行过度扩张性经济政策和进口替代贸易政策,将大量国际资本引入众多的与出口创汇无关的企业,加之非生产性投资过多,投资效率低下,管理不科学,资金浪费严重,致使这些国家难以摆脱对传统产品出口的依赖,偿债能力没有提高多少;此外,拉美国家的高通货膨胀破坏了物价、利率、汇率正常发挥指导资源有效配置的功能,造成国内资本外逃严重;并一次又一

次地错过了国际上出现的各种有利于国内政策调整的机会。所有这些造成拉美国家经济出现了投资不振、生产力萎缩、工业化水平相对落后,投入大、产出少、产品国际竞争性差等缺点,使其出口创汇能力没有一个根本的提高,这是导致拉美国家的债务偿还能力无从提高、债务无法偿还的最根本原因。非洲国家的情况亦大体相似。但因为其债务绝对量少,问题的解决相对简单一些。为了缓解债务危机,这些发展中国家不得不纷纷进行经济调整,寻求解决办法:一方面是对内实行紧缩,削减进口,减少投资,压缩政府开支,扩大非传统产品的出口;另一方面是对外寻求双边、多边的债务重新安排,以便尽量削减债务偿还密集度。从实际结果来看,80年代发生的债务危机并没有给严重债务国带来源于债权国可能对债务国实行直接金融控制或插手债务国金融管理的危险,尽管有个别国家对此做了某种防范,比如将海外资产转移到更安全的地方。同样,这一债务危机也未给世界金融行业带来灾难性的后果,国际金融体系并未崩溃。原因在于,借贷双方均被庞大而又复杂的债务链紧紧地捆在一起。从发展中国家的角度来看,倒帐虽然可以暂时缓解因债务偿还给国内经济增长带来的种种压力,减轻可能产生的国内社会与政治经济各方面的矛盾,但倒帐毕竟是下策,其最大的损失就是导致已经建立起来的对外经贸关系的突然中断,以及日后国际融资的困难。因为债权国随时可以没收其海外资产与在途出口商品用以抵消债务,这只是目前的危险,从长远的角度来看,它应该保持住国际资本继续流入本国的生产过程,使其成为对经济复苏起积极作用的因素。

从发达国家的角度来看,作为债权国,大宗款项一旦贷放出去,其回流便取决于债务国的偿还意愿和能力。换句话说,现在是债权国在某种程度上受制于债务国,而不是相反。由于不存在使债务国破产来强行进行债务偿还的条件,那么,唯一保证贷出资本金安全回流的办法就是继续促进债务国的经济增长。如同美国对墨西哥政府所采取的措施。而破坏债务国经济增长的必要条件,不仅会进一步削弱其债务支付能力,而且会削弱它们的进口能力,反过来也不利于发达国家的出口、国内就业和经济扩张。基于以上考虑,特别是债务危机涉及国际商业银行、发达国家政府的切身利益问题,这里既包括贷款回收的利益,也包括未来经济增长的利益。在国际经济组织的配合下,债权银行积极地参与了有关解决债务危机的各项活动,并作了一些有益的工作。其中最主要的是在敦促发展中国家进行经济政策调整、改革的同时予以更多的融资方便。比如1988年日本的宫泽方案建议发达国家直接提供一部分资金用于减轻重债国的债务压力,日本为了支持部分重债国的中期结构调整,决定由日本输出银行按不同情况逐一提供无条件贷款。此外,该方案还表示积极支持IMP的第9次增资活动。1989年的布雷迪计划要求苏、日银行降低拉美债务国的贷款利率,由IMF和WB(国际货币基金组织和世界银行)直接向债务严重的国家提供必要的资金,并就债务国实施经济计划、促进国内资本回流和防止资本外逃等提出原则性措施建议,供这些国家参考使用。

(二)通货膨胀的损失估计

经济学界关于通货膨胀程度的界定,大致有三种不同的看法:

第一种看法是把通货膨胀区分为可接受和不可接受两种类型。即把通货膨胀率高于国民生产总值增长率1~2个百分点,列为可接受通货膨胀,大多数发达国家即是这样划分的;

超出这一界限,则认为已进入病态,社会不可接受,对经济增长和改革将构成威胁。

第二种看法是把通货膨胀划分为温和的通货膨胀、中度的通货膨胀和恶性通货膨胀,其数量界限分别为低于 4%、4~7%、高于 7%。

第三种看法是把物价上涨 10% 看作安全临界线。超过了这个临界线,国家就应采取必要的措施进行干预,以使通胀率退回到临界点以内,而不致对国家经济产生太大的冲击。

不难理解,我们所说的通货膨胀率就是用百分比来表示的一定时期内通货膨胀幅度,如果通货膨胀率在 10% 以上就称为两位数的通货膨胀,10% 以下便称一位数的通货膨胀,超过 100% 就达到三位数的通货膨胀。

事实上,世界上发展中国家的通货膨胀率历来比西方发达国家要高得多。60 年代,世界通货膨胀率还不高,但发展中国家的年通货膨胀率已达二位数;70 年代,西方国家由于两次石油危机的冲击,通货膨胀率也达二位数时,发展中国家的通货膨胀率已经翻了一番,达 20%。80 年代,西方工业化国家通货膨胀率呈不断下降趋势,而部分发展中国家的通货膨胀却如失控的野马,越来越无法收拾。90 年代初期,世界上发达国家的经济逐渐走出衰退的低谷,发展速度已缓慢地回升,而在发展中国家中,除了有限的几个新兴工业化国家和发展中国家外,整个形势仍然不甚乐观。通货膨胀的后果,表现在:

财政赤字增大。在发展中国家的财政支出中,最大的开支是经济发展支出,这反映了发展中国家谋求改变其贫穷落后面貌的愿望,但由于发展中国家财政收入来源有限,主要依靠关税和外援。财政支出,特别是为了刺激经济发展而扩大支出,必然导致通货膨胀,财政赤字也扩大了。此外,近些年来发展中国家国内政局动荡,军事政变频繁发生,内战和局部战争不断扩大,因而财政预算中的军费开支普遍增加,这又使财政赤字的规模进一步扩大。发展中国家弥补财政赤字的主要手段是印发钞票。这种财政性货币发行的结果是货币的发行量大大超过流通的货币需求量,从而导致管理急剧贬值,物价猛烈上涨。

经济衰退。从 80 年代开始,发展中国家的经济增长率不断下降,与发达国家的差距越来越大。因此,从实证的角度来分析,很难得出通货膨胀必然促进经济增长的结论。通货膨胀虽然可以刺激需求、启动闲置的生产要素,但它必然会加剧经济“瓶颈”,因为通货膨胀首先刺激加工工业的增长,然后才影响到基础工业,从而使加工工业和基础工业的矛盾更加尖锐。此外,在短缺经济的条件下,通货膨胀往往会加剧居民的货币贬值幻觉和恐慌心理,导致抢购,造成社会经济生活的动荡,阻碍经济的增长。

二、政治风险损失的估计方法

政治风险损失的估计方法,实际上就是使用一定的方法,对各种政治风险带来的损失进行估计和测量,为风险管理者制定相应的政策提供一个有力的依据。政治风险损失的估计方法,包括两个方面的内容:一是给出某一风险发生的概率,即风险发生的可能性的多少;二是揭示这一风险可能带来的损失规模。下面我们介绍两种在估计风险损失时常用的具体方法,即概率、统计方法和损失模拟方法,以及所需的数据来源。

(一) 损失模拟方法

这是在无法获得完全的数据时建立起损失总额分布的一种重要方法。如果风险管理者

对损失的次数分布和规模分布作出了估价,利用模拟方法便可以使这两种分布结合起来,下面介绍这种方法的实际运用。

假定风险管理者根据以往的损失记录,或者根据理论损失分布,如普阿松分布等,估计出了国内动乱、政策调整等风险损失的次数和规模,如表 2.2.2 所示。

表 2.2.2 损失次数的估计

每年损失发生次数	概率	累积概率
0	0.10	0.10
1	0.50	0.60
2	0.25	0.85
3	0.14	0.99
4	0.01	1.00
	1.00	

上表中,预计在一般状况的十年期间,有一年无损失发生,有五年每年将发生 1 次损失,其余四年每年将有 2 次或 2 次以上的损失发生。累积概率栏表明,在任一给定的时期,发生 3 次或 3 次以下损失的机会为 99%;发生 2 次或 2 次以下损失的机会为 85%,如此类推。

下面看损失规模的估计表格(参见表 2.2.3)。

表 2.2.3 损失规模的估计

损失规模(美元)	概率	累积概率
100 美元	0.30	0.30
500 美元	0.5	0.8
1000 美元	0.10	0.90
2500 美元	0.07	0.97
10000 美元	0.02	0.99
50000 美元	0.01	1.00
	1.00	

上表说明,当某一损失发生时,它将以第二栏所列的概率,等于或小于第一栏所列的损失规模中的数额。累积概率表示损失规模等于或小于所列金额的机会。例如,某一损失发生时,其规模有 90%的机会等于或小于 100000 元。

将表 2.2.2 和表 2.2.3 组合起来,通过模拟,便能估计出每年全部损失的总和。风险管理者先利用随机数字表或利用电子计算机获得一个随机数字来确定损失的次数。这个数字须以相同的概率在 0 至 1 之间选择。假定随机数为 0.3,在表 2.2.3 的第 3 栏中,找到第一个等于或大于 0.3 的累积概率值,即 0.6,与之对应的是该年损失发生次数为 1。在这次复

现中,模拟过程将记录该年已发生一次损失。假定下一个随机数为 0.9,第二次复现就表明发生 3 次损失,因为 0.9 是属等于或小于表 2.2.3 第 3 栏中的 0.99 的数字。

损失规模也以相同的过程来确定。在 0 到 1 之间随机选择一个数字,然后与表 2.2.4 中的累积概率相对照。假定选择 0.2,那么这个复现中损失为 100 美元。假定下一个随机数为 0.4,那么,第二次复现中损失规模为 500 美元。

损失次数的复现和规模的复现可以结合起来进行估算。例如,前面对损失次数的第二次复现表明将有 3 次损失发生,这时便可选择 3 个随机数字来模拟各次损失的金额。假定 3 次损失金额均为 500 美元,那么,模拟的损失总额如下:

	损失数	金额	损失金额
第一次复现	1	100 美元	100 美元
第二次复现	1	500 美元	1500 美元
	1	500 美元	
	1	500 美元	
	1	500 美元	

如果模拟过程到此结束,损失总额的分布为:

损失总额	概率
100 美元	0.5
1500 美元	0.5

显然,仅仅进行 2 次复现不足以得出可靠的结果,因为损失总额为 100 美元和 1500 美元的两种情况不可能以相同的概率出现。但是,如果进行几千次反复复现,所获得的结果则与实际状况非常接近,有人作过比较,当复现超过 1000 次时,模拟损失规模与用其他方法,比如理论数学损失分布、实际经验等方法得出的结论没有多少误差。

经过很多次数的复现,便可得到各种风险每年损失总额的分布。如表 2.2.5 所示还可以得到每年损失总额的期望值。

损失模拟方法在风险管理中有一定的实用价值,使用这种方法进行损失模拟的估计,可获得一定的科学效益。

表 2.2.4 模拟损失总额分布(1000 次复现结果)

总计损失(美元)	概率	累积概率
0	0.10	0.10
0—100	0.15	0.25
101—500	0.40	0.65
501—1000	0.17	0.82
1001—2500	0.12	0.94
2501—10000	0.05	0.99
10001—50000	0.01	1.00
	1.00	

表 2.2.5 损失期望值

损失范围(美元)	中间点	概率	总计(美元)
0	0	0.1	0
0—100	500	0.15	7.5
101—500	300	0.40	120
501—1000	750	0.17	127.5
1001—2500	1750	0.12	210
2501—10000	6250	0.05	312.5
10001—50000	30000	0.01	300
			合计 1077.5

(二)概率和统计方法

在估计风险损失时常常用概率统计的方法来对风险进行数量分析。风险管理者掌握了以往风险损失的大量数据后,便可以通过平均数中位数、众数等来度量风险损失的集中趋势。其中平均数是一种最常用的方法,它可表示为:

$$\bar{X}=\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i$$

中位数是一组按大小排列的数的中间的数,众数则是一组数中出现频率最高的值。当风险损失分布十分匀正对称时,中位数、众数与算术平均数是一致的。但风险损失分布倾向于一个方面,中位数和众数在度量损失的集中趋势时就很重要了。

在估计风险时除了需要度量损失的集中趋势外,还需要描述损失围绕中心值的离散程度。为了达到这个目的,通常是计算所考察的数据集合的标准差和方差。标准差的计算公式为:

$$S^2=\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n\left(X_i-\bar{X}\right)^2}$$

有时为了方便起见,常用标准差的平方来进行计算。标准差的平方 S^2 称为方差,其计算公式为:

$$S=\frac{1}{n}\left[\sum_{i=1}^n\left(X_i-\bar{X}\right)\right]^2$$

通常这些计算方法,测定了国家以往风险损失的集中趋势和离散程度,便可以在此基础上预测未来风险损失的状况。

概率分布也是估计风险时常用的一种数量分析方法。概率分布是将测量值与概率联系起来的函数,它是根据某些随机现象的性质分析或大量数据统计的结果建立起来的。在估计风险时,我们可以根据某种风险损失本身的特点,或者根据以往这种风险损失的统计资料,观察风险损失的发生是否符合或近似地符合一定的概率分布,如果符合的话,便可以由

对贷款国家和地区的债权》。该刊物数字统计时差约为 8 个月,它提供 OECD 国家官方贸易信贷担保机构的直接贷款及其所担保的债务汇总数字。

(4) BIS 每季出版的《国际银行业与金融市场发展报告》,它提供 25 个国家报告银行对各个发展中国家的资产与负债方面的详细资料,并对外汇流动每季进行评估。

(5) BIS 每半年发表的《国际银行贷款的期限分布》,它不仅提供债权余额的期限(按 1 年、2 年或以上分),还提供债权在借款部门的分布,比如银行业、公共部门及非银行私人部门,此外,还表明未支用信贷承诺的规模。

(6) 世界银行每年出版的《债务报告体系》提供 108 个借款国的公共部门或由公共部门担保的长期外债。但数字统计时差通常为 2 年。

(7) 国际货币基金组织每月出版的《国际金融统计》包括几乎所有国家的银行借款,其统计时差约为 4 个月左右。

(8) 美国联邦金融机构审查署每季发行的《国别贷款风险概览》,提供美国银行国外债权,包括借款人类型、贷款期等。

(9) 美国福斯特·沙利文政治风险服务部的报告。

(10) 英国伦敦出版的英格兰银行季度通报,包括《英国货币部门与其他金融机构的对外债权及外债》。

(11) 美国国际金融研究所的《国别报告》。

此外,还有美国“国际金融研究所”对具有一定外国资产规模的银行提供 50 个国家的《国别报告》等。

随着对外投资和贷款业务的扩大,一些发达国家为了减少因政治风险而带来的损失,建立了政治风险保险机构,以对本国机构在较不发达和不友好的国家或地区的投资项目和贷款提供保险。如美国的“海外私人投资公司”就是这一类保险机构。

一般来说,这种政治保险公司对下列方面的政治风险提供保险:

- (1) 由于战争、暴动而使债权人或投资人受到损失;
- (2) 本国投资者或债权人不能将其投资收入或利润换成本国货币的汇回;
- (3) 由于外国政府采取没收及国有化行动而使投资项目受到损失。

由于政治风险涉及的范围很广,相对于国内信贷风险和本币贷款风险要大,美国银行管理机构决定:经营国际贷款业务的大商业银行,对一国的跨境贷款超过该银行全部资产的 1% 时,就必须在年报上列出。根据对几家美国银行年报分析,他们的国际贷款多集中于发达国家和石油输出国及人均收入很高的发展中国家。对经济发展水平较低、人均收入在一定水平以下的国家的贷款比较少。因为这些国家的偿债能力令人担心,政治风险远远大于前者,尽管他们很需要外汇资金,但却很难从国际商业银行获得足够贷款。

我国市场经济的建设已逐步走上正轨,国际金融业务已逐步与国际金融制度对接,涉外金融业务日益增多。我们不仅要进行国别风险分析,提高贷款的回收率,还要了解国际银行界进行国别风险分析的方法和风险评级,以便提高我们的经济管理效益和外债管理水平,把风险降至最小程度。

第三章 政治风险的防范与控制

第一节 政治风险概况

政治风险是国际投资、国际信贷和国际营销中的最大风险,它既可以滋生于欠发达国家,同样也存在于发达国家,其影响之巨大、后果之严重都使所有的从事国际经济领域工作的人引以为重。让我们先来看两张表(表 2.3.1 和表 2.3.2)。

表 2.3.1 发展中国家外债规模(亿美元)

	1979	1982	1986	1988
外债总额	5334	8496	10949	12229
短期	1072	2035	1772	1875
长期	4263	6461	9177	10354
按地区				
非洲	848	1222	1563	1753
亚洲	1144	1842	2723	3139
欧洲	810	1068	1382	1493
	1979	1982	1986	1988
中东	652	1028	1448	1665
西半球	1880	3335	3832	4179

资料来源:国际货币基金组织《世界经济概览》(华盛顿:1987 年),第 181 页。

表 2.3.2 向美国银行借款的主要国家和地区

1988 年 3 月(单位:10 亿美元)

国家(地区)	补债额
新兴工业化国家(地区)	
墨西哥	21.6
巴 西	20.6
阿根廷	8.8
南朝鲜	4.1
台 湾	3.9
西班牙	3.0
希 腊	1.9
南斯拉夫	1.9
中等收入国家(地区)	
智 利	5.8
菲律宾	4.6
哥伦比亚	2.0
OPEC	
委内瑞拉	8.3
厄瓜多尔	1.8
印度尼西亚	1.4
离岸银行中心	
英属西印度群岛	8.6
香 港	8.5
新加坡	5.4
巴哈马	3.6
巴拿马	1.3

资料来源:联邦金融机构检查局《国别贷款情况调查》统计公布(华盛顿:1988 年 6 月)。

从表 2.3.1 中不难看出,整个发展中国家,无论是什么地区,其外债规模连年呈绝对增长的趋势。从表 2.3.2 中也可以看到这许多国家(地区)近年来国际负债的现象,像墨西哥或巴西这样的大债务国,一国拒付全部债务极有可能导致全球金融危机。这严重的危险因素,使近些年来,许多国家都开始了对政治风险的分析、评估、预测和防范工作,力图未雨绸缪,或尽可能地减少风险损失。70 年代,美国进出口银行对该国 37 家大型商业银行进行政治风险分析的调查,其结果表明,只有 5 家银行尚未系统地开展这项分析工作,它们资产数额较小,仅占全部调查银行资产总额的 7%。1978 年 11 月,美国政府指定财政部、联邦储备银行及存款保险公司等三方 9 人组成“政治风险评估联合委员会”(ICERC),专门监测主要

借款国的经济变化及美国贷款银行的资产经营状态,不断提出“问题国”及“问题银行”名单,予以警告。

1983年,日本的“国际金融情报中心”也开始工作,收集政治风险情报并进行分析。通产省的出口保险三课专门针对贸易中政治风险因素进行研究,产业政策局也开展海外投资风险的调查工作。

英国出口信用保证局(ECGO)的国别政策部负责收集各国的政治风险情报,进行分析并制作国别报告。

国际清算银行(BIS)在70年代初就设立了由各主要国中央银行、银行管制当局等成员所组成的“银行监督管制委员会”和由主要贸易国的出口和投资保险机构所组成的“信贷及投资保险者国际同盟”,都是专门从事政治风险情报交流及分析的常设国际组织。

第二节 政治风险的管理

政治风险的管理是政治风险分析中最为重要的一环,也是政治风险分析工作的目的,前面已经说过,政治风险的分析分为三个环节:识别——评估——管理。政治风险管理是指通过各种技术、经济手段将风险减小、分散和转移。一般来讲,将风险管理分为四大方法:风险回避、风险转移、风险抑制和风险自留。

一、风险回避

风险回避是指事先预料风险产生的可能性程度,判断导致其实现的条件和因素,在国际投资活动中尽可能地避免这些风险或及时改变投资的流向。风险回避是风险控制中最彻底的方式,采取有效的风险回避措施可以安全清除某一特定风险,而其他风险控制手段仅在于通过减少风险概率和损失程度,来减轻风险的潜在影响。风险回避手段的实际运用,要受到一定的限制,因为它往往牵涉到放弃某种投资机会,从而相应失去与该投资相联系的利益。

在国际投资和国际贷款活动中,经常采取的政治风险回避的方法有如下几个:

(一)投资的可行性研究

关于投资和贷款的可行性研究,其目的就在于在资金、人力投资之前,对投资对象及投资收益进行一个综合全面的评价,以避免因为风险程度高而造成的不必要的损失的产生。随着政治风险的广度和深度的提高,投资、贷款项目的可行性研究的重要性也提高了。

1986年5月出版的《中国经营手册——与中国往来的实务与战略》一书是由日本各界中国经济专家集体写成。该书向对中国投资的日本企业提出一份可行性研究的要点建议,可以作为我们考察来华企业全面的风险管理的着眼点。

可行性研究要点:

(1)投资动机——投资目的、预期利润、合资期间。

我们将各类评估系统之类的大环境政治风险分析视为宏观可行性研究,将上述 19 条分析要点视为微观可行性研究,一个海外投资企业政治风险分析的中心便是将两者同时展开加以结合。显然,单独一个方面不足以说明任何事情。政治风险的宏观方面分析表明投资地所具有的客观风险状态,这对多数外国投资者都是一样的,如尼日利亚债务危机、黎巴嫩内部冲突、伊朗——伊拉克战争风险等等。但政治风险的微观分析表明某投资企业适应风险的能力,或者说对该投资企业的特殊风险状态如何。如尼日利亚债务危机将使某投资企业无法汇出所得外汇收入,但同时却不影响另一投资企业收回当地货币投资。同样,两伊战争固然为大多数外国投资者造成损失,却未能影响美国在 1985 年暗中向伊朗出售军火。

2. 法律监管

国际商业银行贷款的潜在问题在 70 年代后期就已相当明显。因此,美国管理机构进行了包括成立跨机构国别风险评审委员会(ICERC)在内的各种努力,以便更加有力地监督美国商业银行对有潜在偿还困难国家的贷款活动。

以美国为例,美国国会试图对美国商业银行的海外放款实行更为严格的管理。为了确保国际货币与资本市场不会受到“不谨慎贷款政策或监督不力”的冲击,美国国会于 1983 年 11 月通过《国际贷款监督法》(the International Lending Supervision Act,简称 ILSA)。根据《国际贷款监督法》,国会授权政府在 IMF 中增加了 5318000000 特别提款权(相当于 84 亿美元)的份额。同时要求美国管理机构颁布有关制度来强化银行经营的安全性和管理银行的海外贷款。该法规的主要条款可以概括如下:

(1)如果银行资产已经或正由于贷给外国借款者而引起亏绌,那么联邦银行管理机构就必须要求银行从本期收入中拨款建立特种准备金。

(2)联邦银行管理机构有权规定商业银行拥有资本额的最低限。

(3)超过 2000 万美元的项目贷款必须进行可行性评估。

(4)不允许银行机构在重新安排国际贷款时收取超过管理成本的费用,除非该费用在整个贷款期分摊。

(5)美国的银行管理机构应和其他国家的管理当局进行磋商,以便在如何对国际贷款活动执行有效的和一致的监督政策方面达成协议。

为了更好地贯彻《国际贷款监督法》,管制条例也发生了变化。1984 年,联储对债务重新安排作了两条规定。第一,银行不可收取超过重新安排债务实际管理成本的费用。第二,与国际贷款相关的其他收费要在整个贷款期内分摊,而不能作为一次性收入。其他一些规定都与提供更多的国际贷款信息有关。另外,美国管理机构已经和其他国家的管理当局在对金融机构实行统一的资本充足标准方面进行了合作。

对贷款活动相关的收费与成本的会计处理方法还发生了其他变动。所有的这些法律监督与国家管理,都使美国的银行业避开高风险的损失。

1962 年,针对巴西政府征用美国企业这一事件,美国国会通过《对外援助法》的“希康卢泊修正案”,修正案规定:凡所在国对美国公民所有或享有 50% 以上股份的公司、合伙等企业的财产所有权或支配权实行国有化、征用或类似措施时,而没有即时、有效、充分补偿者,总统有权停止对该国的援助。此后,美国采用国内法律手段相继对巴西、秘鲁、古巴和智利

等国采取了停止外援、进行经济制裁的措施。这种以国际法的姿态保护投资的行为虽一直是有争议的问题,但它仍然起到了一定的保护作用。

各种法规,尤其是《国际贷款监督法》在保护、管理本国银行业的同时,也鼓励美国管理当局与其他国家的同行进行合作,以便对国际间贷款活动实行更有效的管理。《巴塞尔协议》(The Basle Concordat)是银行监督国际合作的基本框架。该协议规定,银行管理当局应在流动性、偿还能力和外汇头寸这三个方面对银行活动进行监督。对国际放款的监督主要在于偿还能力方面。

3. 转移定价策略

转移定价是跨国企业对付东道国对其资本及盈利转移限制的较好方法。所谓转移定价或称转移价格,是指跨国公司内部母公司与子公司、子公司与子公司之间相互约定的出口和采购商品、劳务和技术时所规定的价格。这种价格在一定程度上不受市场供求关系法则的影响,它不是独立各方在公开市场上按“独立竞争”的原则确定的价格,而是根据跨国公司的全球战略目标和谋求最大限度利润的目的,由总公司上层决策者人为确定的。根据商品的形态,转移价格可分为有形商品的转移价格和无形商品的转移价格。前者指公司间相互提供设备、零配件等的价格,后者指公司间支付技术使用费、贷款利息、佣金及管理费用等的价格。

转移定价的跨国企业的一种战略价格,是跨国企业的一种经营策略。总公司可以通过调高或调低公司间商品的劳务转移价格的方法,来逃避各子公司东道国对企业的种种限制,以达到其全球资本合理配置、实现全球战略目标的目的。当某子公司受到其东道主国对其资本盈利转移的限制时,总公司可以调高向该子公司输入的商品或劳务的价格,巧妙地调回资本和盈利;当子公司资本不足,需要投资时,总公司又可以调低向该子公司输入商品或劳务的价格,增强该子公司产品的竞争力。同时,转移定价也是跨国企业避税的一种较好的方式。

跨国企业利用转移定价的形式很多,比较常用的有:

(1)权利金、劳务费及母公司管理费的摊付。如果子公司东道主国对股息汇出加以限制,则母公司还可以权利金、劳务费、管理费、研究与发展开支等各种方式将资本自子公司调拨。

(2)货物价格转移。这是跨国企业内部转移定价的一个主要方面,也是企业进行系统内部资本转移的有效途径。例如,某跨国公司在 A 国的分公司,由于其东道主国实行外汇管制,股息难以汇出,因此总公司决定,将运往 A 国分公司由其销售的一批货物由正常价 4,500 万美元,提高到 5,500 万美元。假设这批货物成本为 3,000 万美元,经营费用母公司与子公司均为 300 万美元,所得税税率均为 30%,则这一转移定价的结果可如表 2.3.3 所示。

这样,总公司通过调高向 A 国子公司供货价格的方法,达到了利润汇回的目的。

表 2.3.3 转移定价对跨国企业利润的影响

金额单位: 万美元

项目	母公司	子公司	全公司最后总计
正常价			
销售收入	\$ 4,500	\$ 6,000	\$ 6,000
销售成本	3,000	4,500	3,000
销售毛利	\$ 1,500	\$ 1,500	\$ 3,000
经营费用	300	300	600
应税利润	\$ 1,200	\$ 1,200	\$ 2,400
所得税	360	360	720
税后利润	\$ 840	\$ 840	\$ 1,680
高价策略			
销售收入	\$ 5,500	\$ 6,000	\$ 6,000
销售成本	3,000	5,500	3,000
销售毛利	\$ 2,500	\$ 500	\$ 3,000
经营费用	300	300	600
应税利润	\$ 2,200	\$ 200	\$ 2,400
所得税	660	60	720
税后利润	\$ 1,540	\$ 140	\$ 1,680

至母公司。国外子公司为专利权的获得而付出权利金,为劳务的获得而付出劳务费,向母公司支付分摊的管理费等,一般不受东道国限制。跨国企业可以利用抬高劳务费用、管理费用和权利金的办法,来达到资本汇回的目的。这些费用标准本身很不好确定,因此,为企业实行转移定价创造了条件。例如权利金,因为专利本身具有独占性特点,缺乏可比性,大此,要想确定其价值不是件容易的事。

(3)通过增加开支方式转移资本。例如,国外子公司通过聘请当地的建筑工程公司为母公司在世界其他地区的工程服务,付给当地的货币作为报酬,或者代母公司安排在当地举行会议以当地货币支付会议费用等,都不失为较好的资本转移方式。从而技术地回避了一部分政治风险。

(4)通过贷款方式转移资本。对于资本抽回限制甚严的地区,应减少直接投资额,而以

母公司或其他子公司向该地区子公司贷款的方式提供部分资本,并按高利率收取利息,以便在短期内将资本调回本国。因为即使对资本抽回加以严格限制的地区,一般对贷款本息的偿付也会加以限制。另外,还可以通过国际性银行出面贷款给在国外的子公司,实际上是母公司先将资本存入国际性银行(回收存款利息)然后由银行贷款给在国外的子公司。东道主国为顾及本身形象(而且该东道主国很可能也是该国际银行的顾客),因而不限制当地的外国子公司向国际银行支付本息。母公司的资本通过国际银行贷款给国外的子公司,除了可避免或减少政治风险以外,还可因借款的子公司将借款利息列作费用,减少应纳税利润,少交一部分所得税。

4. 分散化

对国际贷款来说,分散化可以分为贷款对象的分散化及贷款者的分散化。前者是指国际放款按国别分散化。降低贷款风险的一个重要方法是将款项分别投向众多的借款者,避免政治风险较大的国家或行业。当银行将自己的贷款按国制分散化时,他们就能减少这些款项的国别风险——该银行资本额中一国未到期贷款所占的比重。在处理国别风险的问题上,完全可以利用国制风险检测制度,这种制度是鼓励和促进银行在各国间实现充分的投资分散化,以达到降低贷款风险的目的。通过每年公布一次的《国别放款调查统计公报》,以供国别风险趋势的评估,公报中汇集美国所有的海外业务达到相当规模的银行(约 185 家)的有关数据。大约有 75 个债务国在借款者种类(银行、公众和其他私人)、期限结构(1 年和 1 年以下,1 年到 5 年和 5 年以上)、及担保者等方面的情况在该统计公报上都有反映。美国“跨机构国别风险评审委员会”在上述公告形成以后,通知承担政治风险的银行,以采取相应的措施。虽然这个统计公报一般并不公布,但是一些债务国被评估的信用等级在 1988 年为人们所获知。有 9 个国家属于存在转移风险类,他们是阿根廷、智利、象牙海岸、墨西哥、摩洛哥、菲律宾、南非、委内瑞拉和南斯拉夫;有 6 个国家属于存在偿付困难,又没有努力解决的迹象,他们是哥斯达黎加、多米尼加共和国、厄瓜多尔、阿尔及利亚、巴拿马和罗马尼亚;玻利维亚和秘鲁两国属于持续拖欠债务、偿还希望不明类。因此,根据各种评估、检测系统,贷款人可以选择多个国家。贷款分散化比集中化更为重要,这是由于它们对一种或几种初级产品的严重依赖可能会造成外汇收入的不稳定以及可能的政治动荡等其他因素。

另一方面,分散化还包括贷款者的分散化。这是利用参加辛迪加贷款(Syndicateloan)的方法,共同承担风险,辛迪加贷款又称银团贷款,它是指由一家银行牵头,联合几个国家的多家银行参与,组成一个严密的贷款银团,按共同贷款条件向借款人(银行、公司、企业、政府部门、国际组织)共同提供长期的巨额贷款。参加辛迪加贷款,可以使一国风险由诸家参与贷款银行共同分担。对中小银行来讲,参加辛迪加贷款,好处尤为多,对于潜在借款者的风险情况由一个实力雄厚的牵头银行负责收集,可以免费很多力气。

对于一个特定的银行,分散放款原则要求银行着眼于整个放款组合,不仅考虑地理分布和行业分布,而且还要考虑到期限的分布。尤其重要的是,贷款组合应符合综合收入最大化、风险最低化和资产流动性的要求。

对于国际投资来说,分散化还包括通过“避税港”,可以逃避跨国企业子公司所在国的歧视性税收限制。所谓“避税港”是指那些对外国投资企业给予种种优惠税率或对企业营业所

得征收较低所得税或部分免税的国家(地区)。这些国家(地区)的特征是:

(1)这些国家(地区)除了税率很低以外,当地主管当局对外国公司的法律管制也较松弛,公司的资本调拨和利润分配相当的自由。

(2)国境(地区)甚小,政府无巨额开支(如国防及福利等),所需税收不多,因而税率低。

这些“避税港”从利率的优惠程度来看,可以分为三类:

(1)对当地和国外的利润或资本课征某些直接税,但对外国经营者给予特别税收优惠的国家或地区。如瑞士、新加坡、澳门、牙买加、黎巴嫩、巴林、巴巴多斯、塞浦路斯、列支敦士登、荷属安得列斯等。

(2)个人所得税、公司所得税、资本所得税、财产税、遗产税和赠与税全免区。如百慕大群岛、巴哈马、开门群岛、瑙鲁等;

(3)对来自境外的收入全部免税、对来自本地的收入按低税率征税区。如香港、巴拿马、马来西亚、哥斯达黎加、利比里亚等;

除上述三种之外,在正常纳税的国家中,有些国家和地区还有一些较宽大、可被跨国企业用于避税的规定。凡是按美国法规注册成立的公司,若其实际管理机构设在美国境外,且在美国境内无营业收入,则可免于征税。又如,荷兰税法规定,跨国企业若将总部设在荷兰,则境外分公司汇回的利润及子公司汇回的股息一般均可免税。世界上还有不少国家对外国投资者来本国投资给予税收、折旧等诸方面许多优惠,特别是在税收方面,常常给予一定的减免优待。

通过“避税港”避税的通常做法是:跨国企业在避税港设置象征性的分支机构,或称挂牌公司,把大量在其他地方的经营所得归在它们的名下,“避税港”的独立管辖权,能使纳税人突破所有主要工业化国家奉行的全球范围收益(财产)原则的制约。其手段是在避税地建立一个有资格代替居住在高税国中的纳税人处理有关国外收益或财产的法人实体。这类挂牌公司虽是法人实体,但实际上不过是投资的“户头”而已。例如,百慕大群岛土地面积仅 53.3 平方公里,人口仅 6 万多,如果要真正地设立工商企业,仅美国一国的百余亿美元的投资就容纳不下。

跨国企业利用挂牌公司将其他地方的收益转移到“避税港”的具体做法主要有以下几种:

(1)以挂牌公司作为虚设的中转销售公司。例如,某跨国企业在 U、P 两国均设有子公司,现 U 地子公司欲将一批价值 USD500,000.00 的货物送到 P 国子公司销售。这批货物成本为 USD350,000.00,卖出后可获利 USD150,000.00。现假设 U 国对外国企业实行歧视性税收政策,将公司所得税率提高 60%,这样,若由 U 国子公司直接销售这批货物给 P 国子公司,应交纳所得税 USD90,000.00。为了达到避税目的,该跨国企业在某“避税港”Z 地设立一个子公司,把上项交易虚构为由 U 国子公司先以低价 USD400,000.00 售给 Z 地子公司,再由该子公司以正常售价 USD500,000.00 销售给 P 国子公司。事实上,货物是由 U 国直接运到 P 国,货物并不曾经由 Z 地的子公司,但这样通过 Z 地子公司的虚构的中转销售,使 U 国子公司的 USD100,000.00 利润(US\$ 500,000.00—US\$ 400,000.00)就转移到了 Z 地子公司的帐上,在 Z 地按很低的税率纳税。这样,U 国子公司的帐上就只获利

USD50,000.00,此时应交纳所得税 USD30,000.00 比原来纳税减少 USD60,000.00 (US\$ 90,000.00US— \$ 30,000.00)。

(2)挂牌公司作为信任公司,所信托的资产实际上在千里之外,资产信托人与受益人也不是避税地的居民,但信托资产的经营收益却归在挂牌公司的名下,从而减少或免于纳税;

(3)以挂牌公司为收付代理,由它们收取利息、特许权信用费、劳务费用和贷款本金。而事实上,款项的借出、许可证的发放、劳务的提供和货物的出售均在别处。从这一意义上讲,这种挂牌公司实际上是跨国企业的一个内部银行。

投资国别分散化,可以利用东道国的各种优惠政策或有利条件,将政治风险尽可能地回避掉。

5. 国别风险数量化

尽可能仔细地评估政府或私人借款者获得还贷所需外汇的可能性,或许是银行所能采取的最重要的防范措施。对私人借款者进行全面评估所需的资料可能不容易获得;对政府或政府机构借款者评估其经济和政治因素对其国际收支可能产生的影响则是必要的。在贷款的投资之前,对东道国所作的可行性研究是非常重要的工作,也是回避政治风险的方法之一。

在项目可行性研究中,有些因素易于定量分析,但也有一些因素——政治动荡、财产国有化、该国被施以制裁等可能性,以及其他相关因素,虽不易定量分析,但也同样重要,因此也要进行考察。如何进行考察?方法之一是利用市场来反映国际贷款活动中出现的不确定因素。这种为欧洲货币率迪加服务机构(the Euromoney Syndication Service)所创,并在《欧洲货币》中定期刊登的评估方法。对各国贷款的规模、利差和偿还期等方面的情况进行综合考察。

$$\text{加权平均利差}(\%) = \frac{\sum \text{贷款量} \times \text{利差} \times \text{偿还期}}{\sum \text{贷款量} \times \text{偿还期}}$$

利差是指适用的利率与某一同业利率间的差额,它是衡量贷款风险程度的一个指标。利差大(或小),反映借款者信用品级低(或高)。

《欧洲货币》已经对其风险评定的方法作了修正,其原因是仅对贷款成本进行分析不足以反映一国信用品级。修正后的国家信用评级在前面章节已详细介绍,在此不再重复。

另外一种关于国别信誉和债务拒付可能性的评估由《机构投资者》(Institutional Investor)进行,每半年进行一次。从性质上讲,《机构投资者》所作的国别信誉等级排列更切合实际;因为其基础是对世界 75 到 100 位大银行进行秘密调查,他们被要求在 0~100 的范围内给各国评分。《机构投资者》按照自己的公式对评分结果进行加权平均,从而计算出国家信用等级。

在 1987 年初对 109 个国家的评估中,日本、西德、瑞士、美国、荷兰这五个国家被《机构投资者》评为低风险国家;苏丹、北朝鲜、尼加拉瓜和乌干达则被评为高风险国家。

投资者和放款者根据这些统计资料,将政治风险数量化,变得可以测量,使政治风险的回避途径更清晰。

二、风险抑制

风险抑制是指采取各种措施减少风险实现的概率及经济损失的程度。风险抑制是国际投资者在分析风险的基础上,力图维持其原有决策,实施风险对抗的积极措施。其通常采取的抑制方法有如下几种:

(一) 债务重新安排

一般来说,存在国际收支困难的债务国,在偿还外债本息时,并不希望中断对债权国的支付,而是希望延期偿还或新安排其债务。贷款机构为减少损失可能接受重新协商和贷款重新安排以改善债务国状况,使其得以继续履行债务。

美国银行在发展中国家债务偿还问题中承受最沉重的负担,其他国家的银行尤其是西欧和日本的银行,也受到不利的影响。债务问题使许多债务国的投资项目受阻,同时导致了金融动荡和保护主义倾向。由于事关全球处理债务问题的多边行动已经开始。最常见的措施是债务重新安排,通常在国际清算银行、国际货币基金组织或巴黎俱乐部的主持下进行。

根据联储的定义,重新安排国际贷款必须满足下列标准:(1)债务人无法对现存的贷款偿本付息,债务人是由于缺少外汇而在总体上丧失了还本付息能力的外国居民;(2)贷款条件可以修改以降低原来的利率,也可以延长偿还期限,或对债务人发放新贷款,使债务人有能力偿还现存的债务或重新融通其债务。

越来越多的发展中国家不得不延迟债务偿付,以及要求债务重新安排。已经进行债务(包括对商业银行和政府的债务)重新安排的国家的数目从 70 年代的年平均 2~3 个增加至 1983 年的大约 30 个,虽然从 1983 年以后有所下降,但重新安排的债务数额从 70 年代早期的年平均大约 20 亿美元增加到近几年来 1000 亿美元以上。

重新安排政府和商业贷款的做法并非新鲜事。第二次世界大战后,重新安排的做法可以追溯到 50 年代末。这一处理方法在 70 年代末和 80 年代初引起了更多的关注,因为它涉及到三个与美国有大量商业联系的国家——阿根廷、巴西和墨西哥。此外,无论从绝对量和相对量,这些国家的大部分外债都由美国商业银行持有,因此便有债务不偿还还会导致一些金融机构破产的担心。

许多债务国存在着偿付问题。债权银行觉得有必要重新安排对玻利维亚、智利、哥伦比亚、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、土耳其、委内瑞拉和南斯拉夫等国的贷款。由于采取了贷款重新安排,至少到 1987 年初避免了完全拒付,债权商业银行避免了二战后的重大损失。

官方的和官方担保的贷款重新安排,常常由设有严格组织的巴黎俱乐部(因为由法国财政部主持而得名)会议来解决,即由受到影响的债权国政府之间联合协商处理。官方债权人以此解决债务问题可以追溯到 1956 年,当时一些欧洲国家的代表在巴黎聚会重新协商阿根廷的外债问题。自那时以来,已经进行了 60 次债务重新安排。其他多边债务的重新协商也在世界银行或经济合作与发展组织的主持下进行。通常情况下,债务重新安排是通过延长宽限期和延长贷款本金的偿还期限来缓解债务国严重的流动性问题。

虽然巴黎俱乐部的重新协商因国家和条件的不同而异。有些做法虽然未正式定形,但已经成为惯例,为国际金融体系所接受。例如,巴黎俱乐部要求 IMF 提供备用贷款协定

——国际货币基金组织(提供金融援助的协议作为债务)国债务重新安排的先决条件。

第二个做法是因为各债务国经济结构和金融要求不同,债务重新安排按个别情况进行。但是,也有共同的准则,即相类似债务的重新安排条件一般相差不大。

在巴黎俱乐部的构架内,致力于缓和债务问题的重新协商和致力于协助发展之间是有区别的,因为重新协商是缓和债务与国际收支问题而不是提供发展性援助的手段。但是,重新协商也同样要求债务国实行紧缩和稳定措施。如制定促进未来还本付息的货币、财政和国际收支政策。在某些情况下,紧缩措施是较难实施的。

在许多的债务重新安排中,美国政府的作用和影响是重大的。美国政府一般通过巴黎俱乐部参与一系列重新协商。美国对偿还困难的特别情况的做法是由国家咨询委员会制定的,参与者包括作为债权人的主要政府贷款机构,并涉及延长本金偿还期限。国家咨询委员会只在一定的条件下考虑官方贷款的重新安排;债务国必须处在临近拒偿点,商谈必须通过债权人俱乐部(巴黎俱乐部),债务国必须同意修订国内政策。任何债权人,无论是私人和官方债权人都不能得到差别待遇。美国的观点是,债务重新安排不是发展性的帮助形式,而是一个使偿还可能性的数额最大化的金融措施。

美国于1964年参与巴西的债务重新协商,那一次重新安排了大约4500万美元的欠美国的债务。自那次以后,与其他国家的重新安排越来越经常发生——从每年1~2次增加到每年8~9次,大部分重新安排的债务是拉丁美洲国家的债务,但也有几次土耳其、印度、印度尼西亚、巴基斯坦和波兰等国的债务。据美国财政部统计,美国政府在1974到1981年间缓解的债务达23亿美元。

美国政府对存在国际收支困难的国家的官方债务的重新安排政策对商业银行债权人具有重要意义。在一些情况下重新协商包括政府债权人和商业债权人。更重要的是美国政府的措施在一定程度上缓解了债务国偿债困难,债务国最终偿付商业银行债权人债务的可能性大了。

债务重新安排表明债权政府为了缓解债务国的国际收支困难进行了足够的让步吗?在多数情况下,其他国际收支因素必须考虑在内。债务国要增强创汇还债的能力,要求债权国方面执行允许贸易逆差存在的政策。例如,1982年和1983年间,美国与一些拉丁美洲的债务国,如巴西、墨西哥和委内瑞拉三个最大的债务国存在双边贸易逆差。在一定程度上是由于拉丁美洲国家限制进口,保留外汇以调整外债状况。然而,较大贸易逆差的持续存在是美国无法接受的。因为逆差对国内的就业产生不利的影响,因此,美国减少其贸易逆差可能会造成债务国更大的国际收支困难,因为这些国家的出口市场减小了。

虽然近几年来债务的重新安排大多数与官方债权人有关,自1982年越来越多的债务国与商业银行和其他债权人(有时称为“伦敦俱乐部”)商讨债务缓解问题。从数额上看,经重新安排的银行债务从70年代末的年平均10~20亿美元增加到1984年的1000亿美元。

商业银行债务重新安排的程序没有官方债务重新安排的程序正规。债务国政府通常主动向债权人银行要求减轻偿债负担。通常要建立一个代表重要银行(通常是发放原始贷款的辛迪加的一部分)的咨询委员会,以订立协商的规则和程序、最大限度的减少商业分歧,向所有债权银行提供协商进展的信息以及保障债权银行得到平等的待遇。他们决定哪些债务

是有待考虑的,通常不包括短期贷款、已担保债务、银行间存款和贷给多边组织的债务。实际重新安排是在现有的政治经济条件下,制订出债务国政府按其恢复债务还本付息的能力可接受的一揽子措施,它必须也能为希望债务最终得到偿还的参与银行所接受。协商的目的是缓解中短期困境以促进债务的最终偿还。通常,协商的结果是延长宽限期和总偿付期,也可能包含追加银行贷款。

虽然商业银行协商重新安排债务不是巴黎俱乐部的一部分,但在某些情况下,它们是同时进行的。在另一些情况下,债务重新安排在没有巴黎俱乐部参与下进行。通常情况下,重新安排过程必须解决多达 300 家不同国家的银行的艰难的组织问题。特别在需要新增贷款时,协商持续时间可能在 1 年以上。国际货币基金组织常常在一些程度上参与,在某些情况下,债务重新安排在国际货币基金组织支持的调整项目范围内进行。国际清算银行也可能参与。通常,银行提供补充贷款,以防止出现短期分裂局面。

最终债权银行必须接受并实施新协议的条件。有时,较小的地区性银行不愿意支持新协议,特别是新贷款增加了它们的风险时更是如此。有迹象表明,这些银行在协作进行重新安排时受到来自货币中心银行和联邦管理当局和其他组织的相当大的压力。

下面让我们看看墨西哥债务的重新安排:墨西哥是近年来债务重新安排的一个例证。由于墨西哥政府在 1982 年中决定停止支付累计达 800 亿美元外债的利息,导致了一场“债务危机”,这引起了特别的关注。稍后,美国政府和其他一些工业化国家的中央银行通力合作向墨西哥提供金融援助。墨西哥曾经经历了几年的繁荣,政府和私人部门举借的外债从 1975 年的 180 亿美元增加到 1980 年底的 600 亿美元,但国内通货膨胀、世界性的衰退,以及国际上对石油需求的减少使墨西哥出口下降,减少了外债还本付息所需要的外汇。

在多方协议下,美国同意提供各国政府、国际清算银行、国际货币基金组织和主要的国际银行向墨西哥提供的总数为 18.5 亿美元贷款的一半。墨西哥则建立双重汇率体系,其一是允许其货币自由浮动以期促进出口,同时采取货币措施控制通货膨胀和货币增长,以恢复该国金融体系的稳定性和信誉。

涉及商业银行 110 亿美元贷款的墨西哥 债务重新安排在 1993 年中达到高潮。总计有 500 家债权银行接受了重新安排的协议,将短期债务转变为 8 年期并有 4 年宽限期的债务。

另一项大的重新安排发生在 1984 年。经过一段时期,墨西哥似乎在增强其偿债能力方面取得了成功,由于国内的调整和其他有利的进展,该国已从 1981 年经常项目的赤字转变为 1983 年和 1984 年可观的盈余。但是,情况再一次恶化。到 1986 年墨西哥债务危机重新出现。1987 年,墨西哥再次完成了与商业银行的债务调整。主要的安排包括延长债务到期日、降低利率。墨西哥政府对占出口收入 3/4 的原油出口依赖性极大。因此该国的国内发展大大依赖高石油价格的对其有利的国际经济形势。

在 1982 年的随后几年,当债务出现拒付的可能性时,美国和其他政府帮助墨西哥和许多其他国家的措施产生了官方责任问题。银行在多大程度上可以或必须依赖政府措施来解决债务国际收支及债务偿还问题呢?这些措施最终能否将债权银行“解脱”出来呢?就墨西哥的情况而言,工业化国家商业银行被欠的债务数额大约为 570 亿美元。墨西哥的拒付将严重影响许多私人银行,不仅包括直接的债权行为,也包括和债权行为有银行间存款和往来

关系的其他银行。然而,私人银行认为政府帮助以避免全面拒付的行为也许会导致银行执行较不谨慎的贷款政策。

许多议员认为银行常常设有执行适当的银行准则,它们指责美国政府机构或国际金融机构的措施是用于保释债权银行。例如,根据 1983 年的美国《国际贷款监督法》,国会强调:“将来美国 and 世界上其他国家的经济健康和稳定将不受到盲目贷款行为或缺乏监督的不利影响或威胁”。而新增的“反保释银行”条款,要求美国在国际货币基金组织的行政官员反对贷款给某些国家,若这些贷款用作为偿还金融机构的盲目贷款。

(二) 债务——权益调换(Debt—To—equity Swaps)

近年来,另一个引人注意的做法是债务——权益调换。这一做法各国有所不同。尤其取决于债务国对这些交易的限制。菲律宾、智利、委内瑞拉、阿根廷和墨西哥已采取了债务权益调换的作法。预计其他一些国家也将同意采取类似的作法。

调换的一种做法是银行将有问题的贷款打折扣出售给债务国或其他第三者,调换成在债务国的股权投资,银行或其他第三者获得债务国的公司股票,它们收取有关公司的股息分红,而不是收取偿还的利息和本金。例如,据报道,汉华实业银行参与了将债权调换成巴西的一家造纸公司股份的交易。

另一种做法是,债务国的居民用折价购买外债,并将其近于面值的价格卖给国内中央银行,以通行的汇率换取本国货币,然后再用本国货币购买国内公司的股权。

虽然,债务——权益调换使债权商业银行处理了有问题的贷款,但这意味着他们必须接受其债权的比原有价值要低得多的市场价值。如果这些债权将来升值,目前这种做法带来的损失则可以推迟或甚至可以避免。

至少在刚开始的时候,管理规则限制了美国银行参与一些形式的债务权益调换,联储《K 号条例》限制银行持股公司及其附属公司只能拥有非金融公司的 19.9% 的股权。但是,联储 1987 年 8 月的修订和 1988 年 2 月的再修订,放松了这些限制,允许银行机构为进行债务权益调换,在债务国私人部门和非金融公司拥有约 40% 的股权。但是,证券一般只能由持股公司总部拥有,而不能由银行本身或其附属行持有,这一限制是为了从法律的角度上限制银行从事风险较大的商业活动。银行对长期资产拥有权受限制,银行必须在 2 年内放弃这些证券。

债务权益调换为债权银行和债务国解决债务问题提供了一个途径。然而,一些不利之处限制了这种方式的广泛使用,至少使它不能作为安全解决问题的途径。债权银行放弃了有问题的资产,从而在资产管理方面取得灵活性。但是如果投入到市场的债务过多,折扣率也随之上升。银行尚未转手的贷款的市场价值会进一步降低。债务国停止了定期支付利息,只在股息分红宣布时才有义务支付股息。因此,如果债务销售的市场价值大幅度降低,债务国将来出售证券(权益)会更加困难。

债务权益调换成了美国债权银行处理第三世界债务的重要方法,联储放松了管理规则,越来越多的债务国批准这种做法,以及银行倾向于更现实地估价其资产的状况,使债务权益调换的运用更加广泛。

(三) 贝克计划

虽然债务重新安排是解决偿债问题的主要方法,但也采用其他方法。贝克计划,有时也称为维持增长计划,就是一项需要广泛合作和首创精神的解决债务问题的措施。贝克计划是1985年10月由美国财政部部长詹姆斯·贝克提出的,建议债权商业银行、世界银行、美洲开发银行(IADB)和主要债务国的政府联合采取行动。

贝克计划是美国首创的,由三个基本和相互联系的部分组成:

- (1)国际银行社会在3年之内增加200亿美元的新贷款;
- (2)世界银行和美洲开发银行在3年内向各个主要债务国增加90亿美元的贷款;
- (3)债务国主要调整政策以市场为导向促进经济增长。

贝克计划有可能得到主要债权银行的支持。例如,代表来自38个国家的100多家商业银行的国际金融协会指定,贝克计划为债务问题提供一个合理的解决办法,商业银行预期在对发展中国家融资方面会继续保持活跃。在美国国内,当时的联储主席保罗·沃尔克敦促美国银行另提供70亿美元与商业银行一道为实施贝克计划作出贡献。

贝克计划的结果比预期的差一些。主要障碍来自贝克计划开始执行以来,全世界的经济条件并不特别有助于偿债活动。贸易条件恶化、债权国家经济发展缓慢、一些债务国在创造适当的投资环境方面困难重重等都是产生障碍的因素。此外,商业银行未能对解决债务问题提供广泛和主动的支持。特别是许多地区银行和较小的银行,由于对债务最终偿还持怀疑态度,所以不愿意继续提供贷款。

(四)其他建议

除上述三种解决、处理风险的方法之外,还有一些建议也已经提出。古巴卡斯特罗坚持一个极端的建议是债权国取消所有第三世界国家的债务。保持主义和低商品价格将加剧债务危机。

大约30家主要日本银行建立了一家特别的公司——日本银行家协会投资公司收购部分贷款。特别是那些贷给墨西哥和其他拉丁美洲国家的款项。参与行将贷款以折价方式售给这一新公司,有时仅为面值的40%。公司将这些贷款再次出售给投资者或持至到期日。

人们也提出在国际上建立一家公司,专门进行类似的经营活动。这种公司可以由任何国家的银行拥有,购买任何债权银行的折让债务。1988年美国《贸易竞争综合法》敦促财政部长与其他国家磋商建立特别机构以收购第三世界债务。

另外,加强对本国派出的技术人员、经理和劳动者驻地和工作场所的警戒,防止当地宗教冲突和内乱的骚扰。

当东道国发生战争或骚乱时,为避免人员伤亡,投资国将其本国人员撤回,或拍卖撤回企业的资产,减少风险损失。

当某种风险严重危及投资企业生存,难以采取有效缓和措施时,从东道国全面撤退是唯一的选择。撤退无疑会给投资者带来很大的经济损失,因此,应当做到有步骤、有计划地撤退,使损失尽量减少。投资者全面撤退时通常采取以下措施:

- (1)立即停止母公司对该子公司的进一步贷款,撤消对它的担保义务,切断母公司与子公司的经济联系;
- (2)以企业自身资产抵押,向当地银行借款以取代母公司的资助,并提前偿还母公司的

贷款;

(3)清理、减少库存和半成品数量,招聘当地人员顶替外国技师,以当地原料同国外企业进行易货贸易,避免外汇转移风险;

(4)将半成品以低于成本的价格返销给国外母公司,通过转移价格来补偿投资者的利益损失。

三、风险转移

风险转移是指某风险承担者通过若干技术和经济手段将风险转移给他人承担。风险转移分为保险转移和非保险转移两种。保险转移是指海外投资企业可以用购买投资风险保单的方式将战争风险、国有化风险和外汇收入转移风险大部分转移到保险人身上。保险期间,投资人定期应交纳相对很少的保险费,一旦发生风险事件,保险人必须按合同(保险单)规定补偿。

投资人的经济损失。此外,投资者在风险较大国家进行投资时往往要求当地信誉好的银行、公司或政府为之担保,万一发生意外损失,担保者须给予投资者一定的补偿,称为非保险转移。

美国的海外私人投资公司(Overseas Private Investment Corporation,简称 OPIC)就是一个非常好的转移风险的媒体。它是由政府所属,为解决美国商业银贷款拒付的风险太高的问题,提供某种担保,以达到转移风险的目的。美国的银行以及其他行业的公司只要交纳相当于新投资额 0.3~0.6% 的保险费,就可以避免可能由于通货停止兑换、没收财产、战争、革命或暴动而造成的损失。投保银行在外国政府禁止将外币收入兑换美元,或它的海外财产被没收,或遭受战争损失时可以提出索赔。

自 1948 年“经济合作法”(the Economic Cooperation Act)实施后,该保险方案在美国各种公司里施行,但保险范围仅限于美国公司在约 100 个低收入国家或地区的经营活动。大多数 OPIC 的投保者不是银行,但至少有几个拥有巨额海外资产的美国大型金融机构,如美洲捷运银行(American Express Bank Limited)、美洲银行(Bank of America)、花旗银行(Citicorp),已经向该公司投保。此外,由于多米尼加共和国国内战争,菲律宾和越南禁止外币兑换成美元和智利政府没收财产,美国银行所受损失得到 OPIC 的赔偿。

英国进出口银行也为美国商业银行发放的旨在促进出口的贷款提供担保。但只有在偿还可能性较大时,出口贷款才能得到担保。美国进出口银行支付了由美国私人银行 1983 年提出的索赔要求,以弥补这些银行墨西哥买主拖欠贷款而发生的损失,这些贷款不是不归还,而是因墨西哥政府贬值其比索的措施和实行严格的外汇管制而拖欠了 30~90 天。

提供这种类似的担保,许多政府都有执行,它在各贸易国之间广泛存在。也是一种广为认可的转移政治风险的方式。

四、风险集合

风险集合是指大量同类风险发生的环境下,行为人联合行动以分散风险损失并降低防范风险发生的经济成本。比如,债务偿付困难是普遍存在的风险现象,所有参与国际贷款的

银行都为之苦恼,世界银行和国际货币基金组织一直在为建立一些国际合作性的多边担保机构而努力。这种机构可拥有一定紧急贷款基金,在债务国偿债困难时或由于债务未及时偿还使债权银行陷于困境时,提供“搭桥贷款”帮助该国或该银行渡过难关。这种机构的存在可以大大降低所有国际银行的坏帐准备金水平。同时,专门机构从事债务状况分析,提出预测等情报工作也会大大降低各个银行防范政治风险的经济成本。此外,目前国际上盛行的“联合融资”(co Financing)和“辛迪加贷款”(Syndicated Loan)等也是多个风险承担者共同协作,通过风险集合手段减轻风险损失。

国际货币基金组织在政治风险控制和债务管理中的作用也是不可忽视的。

首先,1979年国际货币基金组织制订可对国际收支有问题并纳入国际货币基金组织稳定计划的国家发放新贷款数量的准则。

其次,在成员国有必要就其现存的债务和官方债权人重新协商的情况下,国际货币基金组织成为各方能接受的解决方案充当中间人。在这种协商过程中,该组织常常向债务国提供资金援助以促进债务重新安排计划的实施。

国际货币基金组织设立了 31 亿美元的贷款项目以帮助最贫穷的债务国重整经济,1986 年设立了结构调整贷款业务。某种程度上是对贝克计划的响应。它是与世界银行的一项合作措施,汇集资金贷款给大约 60 个最贫穷的国家。人均年收入低于 790 美元的国家都有资格获得利率为 0.5% 的短期贷款。

1987 年国际货币基金组织建立了另一援助手段——扩大的结构贷款。扩大结构调整贷款业务是优惠中期贷款,主要向大约 60 个最贫穷国家发放。该贷款有国际货币基金组织成员国贷款或援助的相当 60 亿特别提款权的周转金。贷款条件与结构调整贷款相似。有资格获得这项资金是那些存在国际收支困难并致力解决这些问题的国家。

国际货币基金组织对它们的国际收支和国内紧缩措施作不现实的预期,调整计划常常被认为是太严格以致于政治当局无法实施。也有这样的指责,避免债务拖欠不应是发展中国家的短期目标,国际货币基金组织应该全力支持增加目前出口收入的经济增长项目。

当然,反驳这些指责并不容易。有人认为要使国际货币基金组织改变目前做法,其结构和目标都需要改变。同时,优惠发展援助由世界银行或国际发展协会提供更为合适。国际货币基金组织应按有效的方式经营,最有效地利用世界稀缺资源。然而,在目前世界人均收入不平衡的情况下,也存在一个平等问题——世界资源的使用和分配的公平问题。特别从短期来看,效率和平等的目标不大可能一致。国际货币基金组织新提供的结构调整贷款的公正使用也可能平息一些批评。

世界银行也认识到潜在的国际收支问题,目前,世界银行提供结构调整贷款以及传统的项目贷款。结构调整贷款用于必要的进口融资。受款国必须同意进行内部结构调整,根据国际收支逆差的要求改变其贸易形式,即可以用通常的资本输入弥补。不像某一特定项目贷款,这种新形式的贷款要求贷款国更广泛和更全面地改变其生产结构。

此外,1983 年初,世界银行还与产业银行共同为发展中国家的长期项目提供融资以鼓励资本从私人部门按相对优惠的条件向低收入的国家流动。例如,在联合贷款计划下,商业银行提供第一年的贷款,到期日较早。世界银行的其余资金可在贷款期限的最后一年偿还。

五、风险自留

风险自留是指对一些无法避免和转移的风险采取现实的态度,在不影响国际投资者根本或大局利益的前提下承担下来。风险自留实际上是一种积极的风险控制手段,它会使投资者为承受风险损失而事先做好种种准备工作,修改自己的行为方式,努力将风险损失降到最小的程度。在国际经济活动中,参与者,包括国家和企业,都在不同程度上承受各种风险,有意识地加以控制,可以增强自身的安全性。投资者自身承受风险的能力取决于它的经济实力。经济实力雄厚的大企业,其承受能力可达几十万或上百万美元。常见的风险自留的措施有:

(1)在某国内乱或战争刚刚停止,其政治经济尚未稳定但有稳定的趋势时,投资者迅速恢复对该国的投资,捷足先登,占领投资市场。

(2)当某一大型跨国公司的某一子公司面临国有化威胁时,继续保持正常的生产和经营等。

(3)贷款损失准备金。贷款损失准备金是商业银行为预防不能收回而采取的措施。贷款损失储备水平和资产估值决策是相当重要的,因为到期拒付和要求债务重新安排的债务国越来越多。当贷款拒偿的可疑因素出现的时候(通常为债务人不能支付利息后的 90 天),美国银行将其应收贷款列于“非正在偿还”(nonperforming)类,对非正在偿还类贷款利息,只有在已收到时才能作帐。

贷款的重新安排也会影响到资产价值和流动性。贷款在重新安排通过重新融资的形式(以较优惠条件借新还旧)或重定还款期(即延长原有贷款的还款期)进行。对债务的重新安排,包括各种贷款条件的修改,目的在于减少短期内的偿还数额,以帮助债务人改善其经济状况,从而在长期内履行基偿还债务的义务。延长偿还期限,可能会降低银行资产的流动性。与本息定期支付的贷款相比,重订偿还期的贷款可视为次级贷款。因此贷方银行必须确定非正在偿还和已作重新安排的贷款的实际价值。在资产负债表中对它们作怎样的处理,是否应将其视为呆帐;以及弥补可能的损失所需的贷款损失准备的水平。

成立于 1973 年的美国财务会计准则委员会(the Financial Accounting Standard Board, 简称 FASB)旨在制定为全美所公认的会计制度。该委员会对美国企业,包括银行和其他金融机构的会计实践具有极大的影响。处理债务重新安排和困境债务(troubled debt)的会计制度,则在“财务会计准则”第 15 条中。如果由于与借方财务状况有关的经济原因或其他合法原因,贷方向借方提供在正常情况下不可能提供的优惠,就可确认进行了债务重新安排。贷款者应按照 FASB 详细规定的方法处理困境债务,以精确地反映资产质量和潜在收入。FASB 对处理与困境债务有关损失的会计程序也作了规定。

曾有一段时间,美国法律允许商业银行从收入中拨出适当比例作为贷款损失准备金,这部分收入免于纳税。建立免税准备金的做法已引起了争论。银行认为这反映了谨慎策略和对其中有些贷款得不到偿还而能够认真加以对待。另一些人则提出了批评,他们认为贷款损失准备金是用于避税的,贷款损失应在损失实际发生时才从收入中扣除。

长期以来,银行可以保留免税的坏帐准备金,该准备金占未偿贷款的比例,1970~75 年

为 1.8%,1976~81 年为 1.2%,到 1982 年降为 1.0%,1983~87 则降为 0.6%。银行也可选择持有相当于前 5 年和当年实际损失总额的准备金。自 1987 年起,银行坏帐减免须以其 6 年实际贷款损失为基础;也允许银行保持更高水平的准备金,但是过量部分不能免税,只能视为自有资本向坏帐准备金的转移。这些银行也须保留特别损失准备金,以防国际贷款发生价值亏绌。

1986 年,美国“税制改革法”(the Tax Reform Act)使坏帐损失的计算有所变化。自 1987 年 1 月 1 日开始,资产超过 5 亿美元的大型商业银行机构必须使用特别冲销方式,而不是准备金方式。只有坏帐的实际冲销才能减税。新税法也将现存准备金余额列入了应税所得。

第 三 篇

第三篇 利率风险防范和控制

第一章

利率风险综述

第一章 利率风险综述

第一节 利率概述

一、利率的含义

利率是利息率的简称,解释利率,首先要了解什么是利息。

利息是资金的借入者在他所借用的资金期满后偿还给借出者的资金中超过原借入金额的那一部分,即资金的使用费用。

利率是资金的价格,指一定时期内资金借出者所得的利息与所借出的资金额的比。如果用 R 表示利率, I 表示利息, Q 表示借出额,则有:

$$R = \frac{I}{Q}$$

由此可见,利率与利息额成正比,与借出额成反比。

二、利率水平的影响因素

对这一问题需要从直接影响利率水平的因素和决定利率水平的因素两个方面来分析。

(一)直接影响利率水平变动的因素分析

基准利率在金融市场上不是固定不变的,而是围绕其上下波动,引起利率在一定水平基础上上下波动的因素主要有以下几个:

1. 金融市场上的资金供求状况

借贷资金是所有权和使用权相分离的运动形式,因此它是一种商品,在供贷运动中的价格即利率,从总体上说受平均利润率的决定与约束,但在某一时刻的市场利率则像其他商品一样,由供求关系决定。市场上借贷资金供应紧张,利率就上升,反之则下降。这一规律在自由利率条件下能够得到充分体现。但在控制利率或者计划利率条件下也仍起作用,因为在制定利率时虽然不是由资金市场供求状况决定,但它毕竟是一种经济行为,也必须把它作为一个要素予以考虑,可以说这时的资金供求状况间接对利率产生影响。

2. 社会经济运行周期

社会经济运行状况由于受到各种复杂因素的综合作用,不可能长期不变地进行。尽管有政府和有关部门采取各种措施,防止经济波动发生,但是经济波动还是不可避免地重复出现,且有周期缩短,频率增加之势,经济波动,引起相关条件的变化,对利率波动产生重大影响,以典型的经济运行周期状况来说明对利率的影响。典型的经济运行周期是顺序地经过危机、萧条、复苏和繁荣四个阶段。在危机阶段,生产过剩、商品积压,物价低落,工厂停业或倒闭,工人失业,社会各方面对借贷资本的需求和对支付手段的需求都极其强烈,另一方面,由于借贷风险加大及借贷资本的所有者所受到的损失,而使得借贷资本的供给量明显减少。资金需求的增加与供给的减少,两者相互作用使得利率上升,且幅度很大。在萧条阶段,物价已降至低谷,企业由于对预期利润的悲观,投资信心锐减,投资欲望低迷,工资成本明显下降,经济界对借贷资本需求急剧下降。同时,借贷资本的所有者又急于将其资本贷借出去,以求避免因长期闲置而遭受更大的机会成本损失。这样,借贷资本借大于求,利率下降并降至周期内最低点。在复苏阶段,工厂复工,投资扩大,就业增加,对借贷资本需求开始呈上升趋势,但此时资金供给仍处在大于需求的状态之下,因而利率已不再下降,而是有所回升,但升幅有限,即停留在低点与小幅变动之中。在繁荣阶段,投资急速增加,物价上涨,利润增加显著,对资本需求加大,开始呈现供给不足,利率便从缓慢回升转至大幅度的上涨,以致达到一个新的高峰。

3. 价格预期变动水平

纸币是现代货币制度中的“天然货币”,在纸币流通情况下,就不可避免地存在通货膨胀的可能性,通货膨胀的最终结果是引起物价上涨,物价上涨必然引起纸币贬值。在这种情况下,就会给借贷资金造成损失。弥补这种损失的唯一办法(对于借贷人来说)就是提高利率标准。同时,物价上涨不仅会给借贷资金本金造成损失,而且还使正常利息额的实际价值下降,造成利率贬值。所以,为了保证物价上涨不至于造成借贷资金的实际利息的贬值,在决定利率水平时,就要考虑价格预期变动水平。既要考虑对借贷资金本金的影响,又要考虑对利息的影响。

4. 国家宏观经济政策

利率主要是由客观经济因素决定的,但作为一个重要的经济杠杆,对经济有重大的调节作用,这种调节作用有自发调节和人为主动调节之分。自发调节可主要在微观领域发生作用。在宏观领域,这种调节作用就主要靠人为主动调节来进行,即国家根据国家的宏观经济政策,产业政策及其它相关的具体情况,适时、适度地调整既定的利率水平,使利率引导资金,促进国家宏观经济政策和产业政策的实现。

5. 税率水平

税率水平对利率水平的影响可从两方面来分析,一方面是税率与存款利率之间的关系,一方面是税率与贷款利率之间的关系。就税率与存款利率之间的关系而言,税率的高低直接关系到实际存款利率的大小,同时,存款利率的高低也影响税种的设置和税率的调整。存款利率与税率的关系是存款利率决定率,前者是自变量,后者是因变量,而不是相反。这种实践,我国在建国初期曾经实行过,对促进社会主义改造起过积极而有效的作用,随着利率的逐步调低,到 1959 年停征税息所得税。美国政府在 60 年代初期为了抵制资金外流,改善

风险收支状况,曾实施利息平衡税法(Law of Interest Equalization Tax),曾收到一定效果。

6. 历史利率水平

利率作为一个经济范畴,与诸多的经济范畴一样,具有明显的历史继承性,在确定一定时期的利率水平时,特别是调整利率的时候,历史利率水平是一个重要参考数据,历史上流传下来的利息率可以作为以后利息率的一个重要借鉴依据。

7. 同业利率水平

这一因素影响的主要是在一国金融体系中居次要和服从地位的,无力确定利率水平的金融机构。在一国的金融体系中,最终决定利率水平并由其行为影响利率变化的是那些居主导和优势地位的金融机构,一般来说主要是中央银行和规模庞大、实力雄厚的商业银行,对那些小银行和许多非银行金融机构来说,他们并不主动地决定利率,只是随中央银行和大商业银行走。大商业银行利率确定后,他们的利率也就相应地比照确定下来,当大商业银行利率发生变动时,他们也不会固定不动,而是随之作出同步变化。

8. 国际利率水平

随着现代经济的发展,国际市场逐步形成、壮大和发展,各国之间的经济往来愈来愈频繁,经济越来越紧密,故国际利率水平及其变化趋势不可避免地对本国利率产生较强的“示范效应”。马克思在 100 多年前就曾指出,不以一个国家的生产条件为转移的世界市场,对确定利息率的直接影响,比它对利润率的影响大得多。所以世界市场上利息率或大或小的,近似的平均化了。100 多年后的今天,这种趋势就越加明显了。所以在决定和调整利率水平时,对国际利率水平必须给以足够的考虑,国际利率水平及其变动趋势对本国利率的影响表现在两个方面,一方面是其他国家的利率对本国利率水平,如就我国而言,我国利率受美国国内利率、英国国内利率、日本国内利率的影响就较大;另一方面是国际金融市场上的利率对国内利率的影响。如欧洲美元市场,亚洲美元市场等,尤以欧洲美元市场最为典型。欧洲美元体系的出现,造成银行业之间的竞争。又由于欧洲美元具有国际性,每个国家的大的借款人可能不通过当地银行直接取得国外贷款,所以不仅引起当地银行相互竞争,更要与国外银行竞争。这样,当地的贷款利率就容易受到压力,其压力程度随着欧洲美元贷款数量的多寡而不同。

以上比较详细地分析了影响利率变动的因素,这是就一般情况而言。由于各个国家的具体情况不同,各不同时期的社会经济状况也不一样,因此上述各个方面在不同国家、不同时期所起作用亦不一样,有的作用大,有的作用小,甚至有的不起作用。

(二)决定利率水平的因素分析

1. 银行成本

银行是经营存、放、汇等金融业务的特殊企业。利润最大性是其追求的最终目标。要获取利润,就必须讲究经济核算,成本的补偿要通过收益来实现。银行成本包括两部分,一是借入资金的成本,即吸收存款所付的利息,二是业务费用,包括设备折旧,劳务费及其它相关的费用。银行利率尤其是贷款利率主要依靠成本来确定,并且只有贷款利率高于存款利率,银行才有赚取利润的可能。当然,银行成本不一定必须完全靠贷款利息来弥补,因为银行收入除利息外,还有一些中间业务的手续费等收入。但我国银行界中间业务目前还十分有

限,银行成本主要靠贷款利息去弥补。

2. 平均利润率

无论在资本主义制度下,还是在社会主义制度下,利息都是利润的一部分,利息率要受到平均利润率的约束。约束利率的是一定时期内一国的平均利润率,而不是单个企业的利润率。这是因为利率具有一种统一的特征,即便是市场利率,也还存在有趋向的走势。

3. 借贷期限

利率与借贷时间成正比例函数关系,即期限越长,利率越高,反之则相反。这是决定利率的一个“真理”性法则。之所以如此,这是因为从存款方面看,存款期限越长,资金来源越稳定,银行就越能较长期、有效地加以运用,赚取的利润就越多,银行就应该也有条件支付给存款人较多的利息,使利率趋高。从贷款方面看,贷款时间越长,借用款者使用时间越长,期间的不确定因素就会增多,银行所承担的风险就大,所受到的机会成本损失也更多,所以银行按照风险与利润成正比的原则,理应按更高的利率向借款人收取更多的利息。可见,借贷期限是银行确立利率水平时必须考虑的因素之一。

4. 借贷风险

借贷资金的借出是以偿还为条件的暂时让渡,而不是所有权的转移。资金从借出到收回,完成一个循环过程,需要一定的时间。在这一运动过程中,由于各种或有因素的存在和出现,可能出现多种风险,威胁贷款的安全性。其中主要有:①商业风险:因借款人破产、逃避或其他原因使借贷资金收不回或不能按期全部收回的违约风险。②通货膨胀风险:因物价上涨而使借贷资金贬值的风险。③机会成本损失风险:在贷出期内出现更有利的投资机会时,因未到期而不能收回资金进行投资,失去更大的获利机会的风险。这些风险,有的可以预测,有的则无法预测,所以在确定利率水平时应应对风险因素给予考虑。尤其是违约风险更为重要。

以上四个因素是直接决定利率水平的因素。这些因素综合作用,把利率确定在一个基本的位置上,即基准水平。

三、利率的类型

利率是调节经济的一个重要杠杆,一个国家的利率无论在任何时候都不止一种,而是多种多样,有国家决定的利率,有银行决定的利率,银行决定的利率中又有中央银行决定的利率和专业银行决定的利率之分;有控制利率(计划利率),有市场利率(自由利率)等,所有这些利率可以按两个体系来划分。

按利率所依附的经济关系划分,利率主要分为两类:存款利率和贷款利率。无论存款利率还是贷款利率,都按不同存款对象和期限分成若干类。

按借贷主体划分,利率主要分为银行利率、非银行金融机构利率、债券利率和市场利率等,银行利率又分为中央银行对专业银行和商业银行存贷款利率;专业银行、商业银行对企业的存贷款利率;非银行金融机构存贷款利率有农村信用社利率、城市信用社利率、信托投资公司利率、财务公司利率等、债券利率有国家债券利率、金融债券利率、企业债券利率、公司债券利率等;市场利率有民间货币市场利率、城市借贷市场利率、高利贷利率等。

以上对利率的划分是比较一般的划法。一个国家所采取的利率体系是从复杂还是从简单,固然有国家主观因素的作用,但最主要,也是最根本的是由各国、各不同历史时期的经济条件、经济环境所决定的,如建国后我国利率体系的变化,便可见经济条件对利率体系的决定作用。建国初期,由于多种经济成分并存及平抑物价,打击投机,扶持生产等多种因素,利率体系比较复杂。1956年完成社会主义改造后,经济成分呈单一化,国家计划经济普遍推行,利率体系也随之变得相对简单。改革开放以后,经济结构,经济形式发生变化,多种经济形式并存的局面又再一次出现,利率体系又随着变得复杂起来。

四、利率的作用

利率作为重要的经济杠杆之一,无论对宏观经济运行,还是对微观经济运行都有极其重要的调节作用。

(一)对宏观经济运行的作用

1. 调节宏观经济

利息和利率对经济的制约关系是很强的。据此国家根据宏观经济运行状况及所要达到的理想状态,采取调高或调低利率的手段来进行。利率调节,一方面增加对闲置资金的吸引力,增加资金的聚集度,另一方面,借款人因利率变高需多付利息,增加成本而减少利润,因此而产生的利益约束机制会迫使经济效益差的借款人减少借款,更差者放弃借款,从而使有效的资金按价值规律运动,流到效益好的行业、企业和产品上来,实现资金与其他要素的优化配置。当资金供求呈供给小于需求状况时,可采取调高利率的办法,使二者达到均衡。相反,当供求呈供给大于需求时,采取调低利率的手段使两者达到均衡。

运用银行利率杠杆,有机调节国民经济结构,实现国家产业政策,促使整个国民经济协调稳定发展。例如制约国民经济发展的能源、电力、交通运输等行业,国家急需扶持,可实行低利优惠,促其发展,对于国家限制的行业则可适当使用高利,从资金上加以限制,从而限制其发展,即所谓根据国家经济政策和产业政策,对不同的行业和部门实行差别利率,通过利率引导,实现产业结构合理化。

2. 披露信息

利率作为借贷资本的价格,它在金融市场上的变化可以真实地反映出信贷资金运动状况和国民经济发展的有关比例结构。如通过利率的升降反映出资金供求的变化;通过国家控制的利率的变动反映国家的宏观经济政策导向;通过行业间利率的变动反映出产业结构、企业结构、产品结构的协调程度和变化趋势;通过地区间利率的变动反映出地区之间的资金布局及流向状况;通过国际间的利率比较反映出国际经济发展趋势和本国之间差距,等等。这种信息披露作用,还为它的宏观调节作用提供了前提和必要的基础。

3. 聚集资金

当商品经济条件下,资金短缺常常是困扰、制约一个国家经济发展的重要因素。在国家经济建设的资金缺乏的同时,由于资金本身运动的规律性,生产变化的季节性,相对于收入来源的个人消费滞后性等原因,在全社会范围,无论何时都存在着一定数量的闲置资金和个

人收入。由于资金的闲置与资金要求增值的本性不一致,个人收入的闲置则使个人遭受机会成本损失,故二者都有重新投入流通的本能愿望。正因为如此,闲置的资金和个人收入的重新使用不能无偿而必然有偿。这种有偿使用的手段就是利率。利率是收取利息的基础,利息收入的诱惑作用,会使资金闲置者主动让渡闲置资金,从而为社会积聚更多的资金。

4. 调节国际收支

当国际收支发生失衡时,可通过利率杠杆来调节。例如国际收支逆差严重时,可通过调高本国利率的办法来进行平衡。当利率调至高于其他国家的程度,既可以防止本国资金外流,又可以吸引外国短期资金流入本国。从而使逆差缩小。当然,采取此法,有时会出现左右为难的窘境,但只要针对具体情况,采取切实措施,还是可以收到令人满意的效果的。

(二)对微观经济的作用

1. 制约作用

利率调高使借款人成本增大,利润减少,从而会使那些处于盈亏之间的企业走向亏损。这样,一方面借款人可能会作出不再借款的决定,另一方面也会压缩资金需求,减小借款规模,并且会使其更谨慎地节约使用资金。

2. 激励作用

利息对于借款人来说,始终是一个减利因素,是一种经济负担。借款的数额越大,借款的时间越长,利率水平越高,需要支付的利息就越多,生产或经营成本就越高,利润就越少。所以,为减轻利息负担,增加利润,借款人就会尽可能地减少借款,通过加速资金周转,提高资金使用效益等途径,按期或提前归还贷款。

第二节 利率风险的形式

人们往往把风险解释为不确定性。实际上,人们所说的风险一般是指损失的可能性。利率风险是指由于预期利率水平和到期时的实际市场利率水平产生差异而形成的损失可能性。如果预期利率水平高于到期时的实际利率水平,在借入资金的条件下,有可能会预先确定较高的偿还利率水平,从而造成利率风险;同样,在贷出资金条件下,对预期利率的高估会使到期资金的实际收益价值降低,增大了机会成本,也会造成利率风险。

由此可以知道,形成利率风险必须存在下列条件,即利率风险的形成要素。

一、信贷关系的发生

利率是资金的价格,这种价格只有资金在信贷活动的运行中才能得以体现。也就是说利率是资金信贷活动的产物,与信贷活动相始终。同样,利率风险也只有在信贷关系发生时

才有产生风险的可能,即利率风险形成的第一个前提条件是信贷关系的发生。如果没有货币资本转移的这种信贷关系的发生,就无所谓利率和利率风险问题了。

二、利率的波动

当然是指在浮动利率条件下而言。只有利率产生波动时,才有可能产生利率风险。如果没有利率的浮动,而是固定在一个统一的水平上,那么利率预期就没有什么意义,也就没有所谓的利率预期与实际市场利率的差异,利率风险也就无从谈起了。那么引起利率波动的因素又有哪些呢?

(一)社会经济运行状况

经济运行的最佳状态莫过于持续、稳定、协调发展。但这只是人们一种良好的愿望。在实际经济运作过程中,由于客观规律的作用和种种主观因素的影响,总是呈现一定周期性。这种周期性的经济运行过程中的不同阶段无论是借贷资本的供给,还是需求都会发生很大的变化,从而引起市场利率的波动。以典型的经济危机周期加以说明。

(二)借贷资金的供求状况

在金融市场上,借贷资本是所有权与使用权相分离的资本,因而是作为商品的资本。这种商品是一种特殊商品。马克思指出:“生息资本虽然是和商品绝对不同的范畴,但却变成了特种商品,因而利息也就变成了它的价格,这种价格,就像普通商品的市场价格一样,任何时候都由供求决定。”这里马克思道破了市场规律作用的机密。这一市场规律,无论在资本主义制度下,还是在社会主义制度下,只要存在借贷资本市场,就会表现出来,即市场上借贷资本供应紧张时,即供不应求时,利率就会向上浮动,使借贷资金的成本增加,从而限制对借贷资本的需求,使供求关系在高于基本利率水平上达到均衡;当借贷资本供应宽松,即供大于求的条件,利率就会降低。

典型经济周期包括危机、萧条、复苏和繁荣四个阶段。四个阶段中借贷资本供求变化及利率升降列表如下:

表 3.1.1 经济危机四个阶段中借贷资本供求变化及利率变化表

阶段	借贷资本的供求变化	利率变化
危机阶段	生产过剩、产品积压,物价下跌、工厂倒闭、工人失业、社会各方面对借贷资本的需求和对支付手段的需求都极其强烈,但另一方面,由于借贷风险突然变大及借贷资本所有者所受到的各种损失,而使得借贷资本的供给量明显减少。	大幅度上升

阶段	借贷资本的供求变化	利率变化
萧条阶段	物价已跌至低谷,企业预期利润不看好,投资信心严重不足,投资欲望极低,工资成本也明显下降,经济界对借贷资本的需求也急剧减少。但同时,借贷资本所有者又急于将其资本贷放出去,避免因长期闲置遭受更大的机会成本损失,导致供大于求。	下降直至最低点
复苏阶段	工厂复工、投资扩大、就业增加,对借贷资本需求增加,但资本供给仍很充裕。	不再下降,或停留在低点或小幅度变动
繁荣阶段	投资看旺,物价上涨,利润明显增加,对资本需求加大,资本供给开始出现不足,并逐渐趋于紧张。	从缓慢回升到较大幅度的上跳

(三) 税收政策与税率

税收政策决定税种的设置和税率的高低。税率水平影响利率水平可以分两个方面分析,一是存款利率与税率之间的关系,另一是税率与贷款利率之间的关系。就税率与存款利率而言,税率水平的高低影响到实际存款利率的大小,同时,存款利率的高低也要影响到税种的设置和税率的调整。以我国建国初期到 60 年代初期的税率、利率的几次调整来加以说明两者之间的关系。

建国之初,在我国经济组成中,私营经济占主导地位,社会上存在大量的向银行、钱庄和工商户存款、垫款生息现象,针对这种情况,在 1950 年颁布的《全国税收实施要则》中就规定了要征收“存款利息所得税”。同年 12 月,政务院公布了《利息所得税暂行条例》。其中规定,征收对象包括存款利息所得、公债、公司债券以及其他有价证券的利息所得和股东、职工对其所在企业垫款的利息所得等,按 5% 的比例税率计征,并以利息的所得者为纳税人,以利息所得的支付者或预付者为税款扣缴人,随着社会主义改造的完成,利息所得税的征税范围逐步缩小,主要只有银行存款利息一项。1959 年银行存款利率调低后,国家随就停止了征收利息所得税。由此可知,税收比率与存款利率之间的关系为存款利率决定税率,而不是税率决定存款利率。

就税率与贷款利率而言,二者之间成反比例关系,即当企业税率低时,投资获利的可能性大,机会多,投资兴趣就会增加,引起借款需求增大,在供给不变或供给增加速度与幅度低于需求增加的速度与幅度时,就会迫使利率向上浮动,相反,当企业税率高时,投资获利的可能性变小,机会变少,投资兴趣会减弱,引起借款需求减少,最终导致利率下降。可见,企业税率与利率之间的关系为税率决定利率,而不是利率决定税率。

(四)通货膨胀率

货币制度到现代成了纸币一统天下的时代,纸币流通有其自身规律,其中之一就是只要是纸币流通,就有产生通货膨胀的可能,通货膨胀最终结果引起物价上涨,物价上涨的结果必将引起纸币贬值,纸币贬值毫无疑问地给货币持有者带来损失,借贷资金也不例外。为了弥补这种损失,贷款人就只有通过提高利率的手段来进行。由此不难看出,物价上涨不仅会给借贷资金本金造成损失,而且还会使正常利息额的实际价值下降,造成利息贬值。所以为了保证实际利息不致于贬值,因此利率的升降既要考虑物价上涨对本金的影响,又要考虑对利息的影响。上升幅度的大小,一般说来会与物价上涨幅度相一致。这里既决定于现实上涨率,又决定于对通货膨胀率上涨水平的预期。

(五)国家政策

无论什么性质的国家,也无论哪一种经济,国家都会运用可利用之经济杠杆进行调节,以求得经济发展得以顺畅进行。其中可运用的经济手段之一就是利率。根据国家宏观经济政策和背景的需要,适时适度地调整利率水平。这种调整可以直接操纵利率的升降,也可以通过其他手段的运用,间接地达到提高和降低利率的目的。

(六)国际利率汇率水平

开放型经济是当今世界经济的一个突出特点,国际市场逐步形成、国际经济联系日益加深,所以国际利率水平及其变动趋势对本国利率水平具有很强的“示范效应”,国际利率水平的传导对本国利率水平的影响,引起利率变动的频率和幅度也呈扩大趋势。

汇率对利率的影响如下:当外汇汇率上升,本币贬值时(如人民币与美元的汇率从 $\$1 = ¥8.7$ 变化为 $\$1 = ¥9.07$,国内居民对外汇的需求就会降低,从而使得本币由紧张变为充裕,国内利率于是趋于稳定,并在稳定中逐步下降。相反,当外汇汇率下跌,本币升值时(如人民币与美元的汇率从 $\$1 = ¥8.7$ 变化为 $\$1 = ¥8.4$),国内居民对外汇的需求就会增加,本币供应由相对充裕变化为相对紧张,从而使国内市场上的利率上升。

三、预期的利率与到期的市场利率的差异

只有当利率预期与到期实际利率产生差异时,才能产生由于这种差异而形成的损失的可能性。如果利率预期是准确的,它与市场实际利率完全吻合,那么,也就没有什么风险了。因为风险是在不确定的情况下产生的,对于十分确定的情况,是涉及不到风险问题的。但在实际中,无论预期考虑的多么周到、细致,最后结果总是与实际市场利率发生差别,总有风险存在,只是有大小不同的区别而已。这是因为预期中包含有很大的主观因素,加之客观经济运行中又受到多种因素的综合作用,运行之中出现难以预料的情况也应属正常情况。应该说所有的利率风险都由利率预期与到期市场实际利率不一致而产生的。

总之,这里谈了利率风险存在的前提条件——借贷关系的存在和利率风险的形成要素——利率波动和利率预期与到期实际市场利率的差异。这里所涉及的只是最基本、最主要的要素,至于其它次要原因在此省去不述。

第二章 利率风险的评估

风险是一种不确定性,在某一特定客观情况下,特定时间内就某一结果发生之可能差异程度而言,变动程度越大,风险就越大;反之则越小。就利率而言,利率风险则是指在未来资金筹集或使用的单位和个人对资金的价格——利率结果的不确定性,从而使最终结果与预测的有所变化而造成某种损失。在利率长期稳定的条件下,由于利率保持不变,人们对利率的水平已有固定的认识,因而不会有什么利率风险。反之在利率经常反复变动的情况下,人们对将来的利率水平的预测是各不相同的,总会有一些人对未来的预期与现实不一致,那么他就面临着利率风险。

利率风险的概念,可以通过举例的方法来描述。例如,一个公司在12月份重新修订其偿债能力预算后,发现由于已安排好的一项新的工程计划从下一财政年度的6月份开始的今后12个月中将出现1000万美元偿债缺额。假设在过去的一年里美元的年利率在8—12%之间浮动,如果在未来的一年中利率具有类似的变化,那么该工程的现金流量计算将显示出40万美元的利息损失,这严重威胁着该工程的利润率。与远期利润率挂钩将给该公司的工程利润率一个清楚的轮廓。

又如一商业银行延长对其客户美元浮动利率贷款的期限,该银行以美元计价的固定利率的欧洲债券,以筹借其美元资产,但银行资产是浮动利率而其一部分负债是固定利率。在这种资产与负债之间利率差价的结合下,美元利率的下跌会使该银行的远期利润水平陷入危险的境地。以上两例都是出现利率风险的例子,解决这种利息差额最有效的办法就是将资产与负债的利率差价进行匹配,以后我们还会论及此点。

总之,利率风险只能存在于利率经常变动的经济环境中,美国及主要西方国家战后都经历了从利率长期稳定向剧烈变动的变化,而目前我国的主要利率是由国家规定的,利率基本稳定,因而也就不存在利率风险,因此我们的分析将以外国为主。当然我国利率正朝着自由浮动的方向迈进,不久利率风险也会成为人们关注的对象,这里的分析也将有助于未来我国利率风险的管理。

在这一章,我们主要论及利率风险的原因分析,利率风险的评估及预测。

表 3.2.1 1970—1982 年的金融创新

类 型	外 部 原 因							
	1			2	3	4	5	6
	(a)	(b)	(c)					
现金管理								
1. 货币市场互助基金	✓							
2. 现金管理/斯韦普帐户	✓			✓				
3. 货币市场证书	✓				✓			
4. 借方卡	✓				✓			
5. 可转让提款单帐户	✓							
6. ATS 帐户	✓							
7. 零售店顾客购货记帐卡系统				✓				
8. 自动化清算所				✓				
9. 清算付款制度(同日结算)				✓				
10. 自动出纳机				✓				
投资合同								
(1)初级市场								
1. 浮动利率票据		✓						
2. 大幅度折价(零利息)债券	✓		✓	✓				
3. 无息债券								
4. 出售债权选择权或许可证债券	✓			✓				
5. 浮动优惠利率贷款				✓				
6. 可变换利率抵押贷款				✓				
7. 商品(白银债券)				✓				
8. 欧洲货币债券	✓					✓		
9. 利率期货			✓					
10. 外币期货								✓

类 型	外 部 原 因							
	1			2	3	4	5	6
	(a)	(b)	(c)					
11. 现金结算(股票指数)期货						✓		
12. 期货期权		✓	✓					
13. 通转抵押证券						✓		
(2)消费型								
1. 广用人寿保险	✓							
2. 可变人寿保险单		✓						
3. 个人/自营职业者退休金储蓄帐户		✓		✓				
4. 市政债券基金		✓		✓				
5. 储蓄者通用单据	✓			✓				
6. 家庭内计算机化银行业务	✓	✓						
市场结构								
1. 交换—贸易择权						✓		
2. 证券的直接公开销售绿山电力公司		✓						
3. 简化登记		✓	✓					
4. 全国证券商自动报价协会			✓					
5. 政府债券交易	✓							
6. 贴现经纪行		✓						
7. 州际存款机构		✓	✓					
机构组织								
1. 投资银行家	✓		✓					
商品经销商索罗门/费布罗,古德曼·萨克斯/J·艾容,DLJ/AGLI								
2. 经纪人/一般筹资						✓		
布尔森/美国股票交易所,								

类 型	外 部 原 因							
	1			2	3	4	5	6
	(a)	(b)	(c)					
巴克/普路丹谢尔								
施瓦布/美洲银行								
3. 商业银行的储蓄机构		✓	✓		✓			
4. 金融中心(西尔斯·茭巴克)						✓		

资料来源:威廉 L·赛伯《金融革新的进程》。美国经济周刊,1983 年 5 月第 91 页。

1=通货膨胀;(a)=利率水平;(b)=一般价格水平;(c)=税收效应;

2=差别利率;3=技术;4=始创立法;5=国际化;6=其它

表 3.2.2 1985 年的金融创新

工 具	描 述
国际市场	
1. 浮动利率有息证券	
• 带帽	重定股息率时有上限。
• 极小/极大	最高和最低限均固定。
• 不对称	股息调整和股息支付以不同的频率进行。
• 部分支付	购买者在初次支付了某一发行证券的第一部分后,必须订购将来发行的证券。
2. 非美元标价浮动利率票据	西德马克和日元标价的浮动利率票据。
3. 非美元标价无息债券	西德马克、瑞士法郎及日元标价的发行。
4. 大将军债券	在日本发行的美元债券。
5. 料里债券	日本实体发行的欧洲债券,不作为对外国证券的持有进行计算。
6. 日元标价扬基债券	美国市场上发行的日元债券
7. 欧洲货币单位标价证券	在美国市场上的使用有所增加;开始在西德和日本市场上发行。

工 具	描 述
8. 双币种日元债券	利率以日元支付,本金以另一币种支付,以特定汇率计算。
9. “对距地”债券	欧洲—澳元和欧洲—新西兰元债券发行有所增长。

国内市场

1. 灵活期限债券	持有人在付息日可选择受息或以同样条件接受更多的债券。
2. 可转换无息债券	可转换为普通股票的无息债券。
3. 抵押保证券	
• 多户商业抵押转递证券	以多户的抵押为担保的商业抵押转递证券。
• 租约抵押	以厂房或设备租约为抵押担保。
• 汽车抵押	以汽车购买贷款为抵押
• 利得指数化抵押贷款证券	以抵押做担保的证券,其利息率随发行人利得的一定百分比增长。
4. 商业不动产	
• 固定期限不动产投资信托	不动产产权有价证券,在规定的期限内必须变现。
• 商业抵押转递证券贷款	以商业抵押为担保的转递证券。
• 交叉抵保集合证券筹资	证券的集合,其中的证券可有助于同集合中的抵押。
• 分级、无追索权商业抵押贷款总库	公开定级、无追索权、以不动产为抵押的债券。
5. 免税证券	
• 利息每日可调免税证券	有看跌期权的长期债券,息率可每日调整。
• 无息证券	无息免税证券。
• 资本升值债券	以面值或高于面值出售的无息债券。

工 具	描 述
• 股息步增证券	起始阶段无息,之后转为生息证券。
• 看跌期权可择市政债券	看跌期权可另行处理的债券
• 利息阶段性可调信托证券	基于免税商业抵押贷款的参与者证书。
6. 期货与期权	
• 市政债券合同	期货合同被引入免税市场。
• 欧洲美元期货期权	收益曲线中短偿还期期货外汇交易期权。
• 财政部中期债券期权	收益曲线中中偿还期期货外汇交易期权。
• 日本政府日元债券期货	日本金融期货合同问世。
• 欧洲货币单位股权证书	欧洲出现公开出租和挂牌的欧洲货币单位期权。
• 欧洲式期权	在美国开始的一种期权,只能在期满时行使。此外,币种议价以欧洲的条件,而不是以美国的条件为准。
• 汇率范围固定远期合同	汇率范围固定的远期交易合同,合同满期时币种根据该范围进行交换。
• 美元指数	基于美元贸易加权值的期货合同。
• 五年期财政部债券现金期权	收益曲线这一部分的期权。

金融创新使信用标准下降,并以微妙的方式促进债务的增长。通过浮动利率发行,金融机构可以把利率变动引起的资金来源的增加迅速地转向他们借款的人,从而把风险转嫁出去。然而借款者并看不出浮动利率筹资中存在的风险,当短期利率低于长期利率时,短期借款具有相当大的诱惑力,短期借款大大增加了,因而增加了信用的不稳定性。

(二)金融管制的放松

金融管制是在 30 年代经济大萧条阶段树立起来的,金融业务实行分业管理,并对存款利率规定上限,这就遏制住了利率的上涨。放松管制是在六、七十年代发生的,当时的市场利率突破了联储规定的利率上限。金融脱媒(非中介化)成为普遍现象,存款者发现,由于条例,他们的存款不能得到高于 4% 或 5% 的利息,而短期国库券的市场利率却高达 9% 或 10%; 因此存款者纷纷取出存款,投向收益较高的金融工具,银行则不得不提高利率来吸收存款。

放松管制的另一方面,就是分业的界线趋于不清。更多的储蓄机构进入金融中介。金

金融机构之间的竞争加剧,使得金融机构比以前更加虚弱了,银行倒闭增加,风险加大了,作为补偿,利率也随着提高了,利率上升会提高金融中介的成本,因为它们必须支付更多的资金,而金融机构以前持有的资产只能给他们带来在原有的利率上产生的收益。但在利率可变动的情况下,机构贷款者毫无顾忌地接受更高的利率,让自己的利率随负债的利率同步上升,于是过去的固定利率对它们的限制已不复存在,及条例上限规定的解除和金融市场中其他摩擦性障碍的取消遏制了联邦储备管理利率的能力。

金融管制的放松促进了浮动利率筹资,这往往使利率的周期性摇摆严重化。浮动利率筹资使金融中介能够迅速地将资金成本转移到最后借款人身上。传统的利率风险从金融中介中消除之后,中介的贷款再也不受上升利率的限制了。因而金融管制的放松并不能普遍降低利率。它使不同地区的利率趋于一致,来自地区或区域的资金现在都要受到美国和国际货币市场投标的影响。管制的放松,使得金融中介的成本上升,作为替代的办法,金融中介要求更高的贷款利率,从而推动了利率的上升。

三、经济周期对利率的影响

人们一般认为,利率上升和经济扩张相联系,利率下降和经济紧缩相联系。实际上利率的变动,相对于经济周期是滞后的,但总的来讲,利率的变动与经济周期的走势是基本吻合的,表 3.2.3、3.2.4 比较收益涨落发生的时间和经济活动涨落发生的时间之间的关系。

表 3.2.3 利率周期性高峰先于(+)或
滞后于(-)经济活动高峰的月数

	经 济 活 动 高 峰						
	7/53	8/57	4/60	11/69	11/73	1/80	7/81
短期							
国库券	+3	-2	+5	-1	-9	-3	+2
商业票据	+1	-1	+3	-2	-9	-3	+2
长期							
美国政府债券	+1	0	+3	-7	-9	-1	-2
公司证券	+1	0	+6	-8	-11	-3	-2
市政债券	+1	-1	+8	-8	-8	-3	-2

上表说明,收益高峰发生在:1953 年经济状况高峰之前,1957 年经济高峰之后,远在 1960 年繁荣结束之前,远在 1969、1973 年经济活动扩张结束之后和 1980 年短暂的周期之后。1981 年 7 月的经济高峰之前,短期利率上升,而后是长期利率上升。特别是长期债券市场上,利率往往在经济萧条开始之后达到高峰。

表 3.2.4 利率周期性低点先于(+)或滞后于
(-)经济活动低点的月数

	经 济 活 动 高 峰						
	5/54	4/53	2/61	11/70	3/75 ^a	7/80	11/82
短期							
国库券	-1	-2	+6	-15	-21	+1	-6
商业票据	-2	-1	-3	-14	-21	+1	-6
长期							
美国政府债券	-3	+3	-4	-12	-21	+1	-6
公司证券	-3	+2	+2	-24	-2	-21	+1
市政债券	-3	+3	-21	-41	-21	+2	-6

^a 可能为不完整周期

上表显示了周期性的低落,在二战后初期的周期里,大多数部门中的收益恰好在经济萧条结束之前达到最低点;然而从那以后,情况总的来说正相反,利率在经济复苏之后仍持续下跌,在某些阶段(1961年和1975年),利率在经济上升后持续下降近两年之久。

四、迅速增长的微观主体的债务是造成利率变动的一大原因

美国的信贷市场债务主要是微观主体即居民户、政府和企业的债务从1964年的不足10000亿美元激增到1984年底的71000亿美元。1969年以前的10年中,债务每年增长7.3%,之后的10年中增长率为11.1%,到1984年增至14%的最高纪录。而且债务的增长超过了名义GNP的增长速度。1984年的名义GNP为37000亿美元,信贷市场债务与GNP之比几乎达到2:1。1974年的比例是1.7:1,而1964年是1.6:1。在近几年,信用债务和GNP之间的差距明显扩大了。

自从60年代以来,各大类借款人的负债水平当然提高了。特别值得提及的是,在过去的10年里美国政府的借款率增长得最快。政府未偿债务在60年代每年增加3%,1970—1974年约增长6%,1974—1979年增长11%,1979—1984年约增长13.5%。1981年后,美国决定大幅度减税和大规模增加军事开支,结果出现了破纪录的预算赤字。在1950年到1966年的平静日子里,联邦赤字平均为不到GNP的1%,从1967—1974年,相应数字是1.2%,1975—1981年上升为2.4%,从1982年到1986年,平均赤字高达GNP的5%。此外,1982—1986年的结构性赤字,按6%的失业率计算,平均每年为1050亿美元,或GNP的2.6%,相比之下,70年代的结构性赤字平均每年不到GNP的1.5%。

私人部门,特别是企业公司的短期借款明显增长,这就意味着负债企业必须随时准备清偿债务,它们时刻都冒着丧失变现能力的危险。而且私人部门也越来越愿意进行浮动利率筹资,并把长期债务转化为中期债务,人们对利率变动的预期也愈来愈明显。

信贷市场上的庞大的债务,给政府、企业居民户造成了沉重的利息负担。他们都倾向于削减债务。通过立法削减赤字,那么作为对赤字削减的反应,股票和债券价格就会发生激烈的变化,造成猛跌猛涨,影响到利率的同样变动,对经济的发展会造成严重的影响。削减债务也不容易做到。因为这关系到一种既得利益。银行和金融机构沉浸在无风险的“利差”银行业务中,把利率风险转给了借款者,借款者则希望在比较自由的条件下弄到贷款而不遭受拒绝,存款者希望获得高利率的好处。

五、国际金融的影响

第二次世界大战结束时,主要贸易国建立了名为布雷顿森林体系的固定汇率制。这一制度实行得一直不错,直到 70 年代初,由于美元估值过高,美国国际收支逆差和黄金外流造成的压力,这一制度才宣告结束。自从 1973 年以来,主要贸易国实行浮动汇率制,汇率相对于供求开始不断浮动。汇率浮动的结果,也对利率造成压力,也不得不变动起来。

在浮动汇率制下,资本市场不断国际化。比如国际银团贷款 1972 年不到 70 亿美元,1985 年该数字上升为 500 亿美元。1972 年,欧洲货币存款 2 亿美元,1985 年增至 25 亿美元。国际债券发行 1972 年不足 100 亿美元,1985 年约 1750 亿美元,流入美国的私人资本总额 1972 年仅 200 亿美元,到 1985 年增至 1250 亿美元。

80 年代,金融国际化加速了,汇率和利率波动一直处在历史最高水平,国际间的资本流动规模更大,速度更快,资金的国际流动变得对利率运动,并对那些可能影响利率的国家政策的预期越来越敏感了,相反又加剧了利率的变动。

资本的更自由的流动带有一定的风险,浮动汇率制和放松了管制的资本市场把汇率和利率的风险从传统的金融中介转移到贷款人和借款人身上。新筹资技术和管理利率风险的工具的出现,在转移风险中并未减少风险总量,相反加剧了风险。

六、影响利率风险的微观因素

以上叙述了影响利率风险的宏观因素,然而只有暴露于利率风险下的企业、居民户等才会意识到利率风险,风险的大小也与暴露的程度有关。一个发放固定利率贷款的商业银行就将面临利率变动的风险,而对于发放同样贷款的政策性银行,利率风险可能起不到多大作用,原因在于二者的期望目标不同。因此影响利率风险大小的微观因素有:

(1)该资金行为过程的时间的长短。一般的讲,资金行为时间越长,利率变动的机会就越多,各变量发挥作用的机会越多,初始估计与和最终结果的差距就越大,风险就越大。

(2)期望目标的选择及切实程度。人们在开始某种资金行为之初,一般要确定一个目标或期望值。如果这一目标比较符合客观实际,则最后结果就可能与之相差甚微,否则悬殊就可能很大。显然,要减少程度利率风险,一个重要措施就是尽可能制定出切实可行的目标。

(3)该资金行为涉及变量的数量及各变量的性质。一般来说,涉及变量越多,变量的可控性就越差,变量的变动幅度就越大,对行为的影响也越大,开始时对行为过程及结果的估计与实际情况的差异就可能越大。

表 3.2.5 100 美元各期间的权数及现值

(1) 现金流量期间 (年)	(2) 现金流量	(3) 现金流量的现值 按 10% 折价计算	(4) 权数 (3) 栏除以总现值	(5) 加权期间 (4) 栏 × (1) 栏
1	\$ 12	\$ 10.91	• 1004	• 10
2	12	9.92	• 0913	• 18
3	12	9.02	• 0830	• 25
4	12	8.20	• 0754	• 30
5	12	7.54	• 0685	• 34
6	12	<u>63.22</u>	<u>• 5818</u>	<u>3.49</u>
总计		\$ 108.71	1.0000	4.67

期间是以时间为单位衡量的,既然它是平均到期日的尺度,那么它总是要比到期日小,而零息债券和折价债券则是例外,他们的期间和到期日是相等的。

运用期间方法评估利率风险,可以分别计算资产和负债的期间。如果资产超过负债的期间,当利率上升时,负债的市值就会下降。这当然意味着这家机构在利率上升时会亏损而利率下降时则会盈利。因此当资产和负债期间相等时,利率风险就消除了。因而在这种利率风险管理中,期间配比代替了资产负债配比。

另外期间分析可以弥补缺口分析之不足,期间分析提供的只是一个数据,而且设定一个清楚、实用的能回避利率变动造成风险的目标,同时,期间分析还为机构提供不同期限的存款和贷款,满足客户的需要而不必承担不希望的风险。资产和负债的期间差距是衡量利率风险很方便的指标。但是与缺口分析同样,期间分析也有其不足。

显然,期间分析源于这样一种假定,应用标准麦考利期间公式防范利率风险要求利率变动为各种期限利率的某一比例的变动。换句话说,收益曲线按连续的百分比上升,比如是 10%。如果短期利率为 8%,收益率就增为 8.8%,如果长期利率为 10%,收益率就为 11%,在利率变动周期中,短期利率通常比长期利率上升得快,因此为不同的利率变动环境下构造不同的期间尺度是可能的。实际上,人们希望能提前知道哪种类型要变化以便采用期间尺度。

二、缺口分析

(一)对缺口分析的分析

我们以一个例子说明这种分析技术。假定一家金融机构的平衡表中的项目按到期日分析,资产和负债置于不同的栏下。这家机构假定共有 300000000 美元的资产,其中有 2 亿美

元的资产在第3年初到期,为了便于分析,再假定所有资产与负债最长期限都是3年。缺口分析可以根据使用者的愿望按照期限分成几列。缺口分析就是分析资产与负债在某一分类栏的差额,如果负债超过资产,缺口就是负项。总缺口可以把各个缺口相加而得到。见表3.2.6。

对于第一个到期栏,个别缺口和总缺口都是负5千万美元,对第二个到期栏,总缺口是负1亿美元,表示前两个个别缺口都是负5千万美元。

表 3.2.6 缺口分析表

	期 限			
	1 年	2 年	3 年	4 年
资 产	■50	■50	■200	■300
负债与净值	■100	100	100	■300
缺 口	-50 -50	0	0	
总缺口	-50-100	0	0	

假定:

- (1)第一年开各各种期限的资产负债利率增长5%;
- (2)所有的资产与负债在它们到期的年份开始重新购入;
- (3)差价变动,利率变动,提前支付和所有影响收益的因素都忽略不计;
- (4)对净值不付息以便简化计算,这样净值就视同负债。

$$\Delta I = TG \times \Delta i$$

其中 ΔI 表示利率变动期间银行的净收益变化。 TG 表示每期末总缺口, Δi 表示利率的变动。

上述的公式的应用已在上表中说明,这个公式可以用来检验利率变动5%的影响效果。这家银行拥有1亿美元的负债,这笔负债在第一年开始要以较高的利率重新获得。这会导致利息费用增加5百万美元,这笔费用将由以5千万美元资产中获得的收益中部分冲销掉。其中5千万美元的总缺口表明负债超出的数量。

250 万美元的净收益下降可以通过两种方法计算,就像上表所示的那样。第二种方法,即套用给出的公式,显示出“总缺口”的重要性。总缺口表明有多少更多的负债或资产要更新。如果利率上升,具有负缺口的银行就面临损失;如果利率下降,这类银行就能获得额外的收益,这就是所谓的利率风险。

表 3.2.7 利率上升 5% 的影响

第一年的结果：		
收益变动：		
资产×利率变动		
50×0.50	=	+2.50
支出变动：		
负债×利率变动		
100×0.50	=	$\frac{-5.00}{-2.50}$
净收益		
根据公式计算的净收益：		
总缺口×利率变动		
-50×0.5	=	-2.50
第二年的结果：		
收益变动：		
资产×利率变动		
100×0.50	=	5.00
支出变动：		
负债×利率变动		
200×0.50	=	$\frac{-10.00}{-5.00}$
净收益		
根据公式计算的净收益：		
总缺口×利率变动		
-100×0.5	=	-5.00
第三年的结果：		
没有变化,因为总缺口为零。		

第四节 利率风险预测的技巧

利率风险的预测是指人们对利率变动造成的风险进行预测,预期未来某一时期将出现的实际结果,包括预测影响利率变动的原因,风险的大小,选择预测模式等。

进行利率风险的预测,可以帮助资金行为者有效地运筹资金,对利率变动造成的风险进行事先的防范或保值,从而能够最大限度地减少风险。利率风险的预测,可以自己的经营战略目标为基础,分析各个风险因素对目标影响的大小,重点控制影响大的因素。

影响利率变动的基本因素如经济周期、货币当局的行为,通货膨胀,政府赤字,汇率。当然国内或国际的政治因素变化,国家宏观经济政策的变动以及资本市场的投机活动都能对利率的变动产生一定的影响。以上这些因素就是进行预测时采用的基本变量。对这些因素的分析、提炼和整理,为建立预测模式和实际预测利率风险提供了原始素材,奠定了基础。

一、经济计量预测方法

经济计量预测方法是采用经济计量模式把预测者认为影响利率变动的各种主要经济变量集中预测利率的变动,从而分析其变动对经营造成的风险。这种预测方法一般用于对长期利率变动的预测上,可以从理论上推断长期利率变动的方向。一般把分析的重点放在货币当局的行为上,观察货币政策制定、操作的变化情况,分析其未来发展趋势。也可以渐渐把其它变量如通货膨胀、经济周期、政府赤字等因素加进去考虑。

二、判断预测方法

判断预测方法是指预测人凭自己的经验和看法对影响利率变动的经济变量进行分析,进而得出预测结果。预测人主要集中各方人士的意见,寻求具有代表性和共性的意见,企图把握利率,从而控制利率风险。

判断法是一种主观推断利率的预测方法,也是经常用于短期利率变动的一种方法。一般可采取抽样调查和民意测验手段,汇集银行、公司、居民户对利率变动的意见,然后具体分析产生这些看法的原因,最后综合各种意见,寻找具有代表性的结论,以此作为预测利率的依据。这种方法的优点是,在金融市场各种因素交织变动激烈时,能够充分考虑各种非定量因素的作用,使预测结果更趋现实。

当预测出现最大值、中间值和最小值三种情况僵持不下时,可采用最大值和最小值的概率与中间值的概率均等的原则解决,即最大、最小值的概率都为 0.25,中间值的概率为 0.5,计算如下:

$$Y = \frac{0.25A + 0.5B + 0.25C}{3}$$

式中:

Y 表示平均推断值

A 表示最大值

C 表示最小值

B 表示中间值

如果抽样调查人数众多,预测值看法不一,可采用平均数或中位数计出预测方案,中位

数计算公式是: $\frac{n+1}{2}$

式中 n 表示项数即预测方案数。

三、技术预测方法

技术预测方法又称图表法,主要是指采用图表方式把利率的历史变动规律记录下来,用以分析预测利率的未来变动趋势。这种方法通过图表分析,对各种数据进行统计分析,在图表上标示出其变动规律,从而对利率进行预测,西方采用技术方法预测利率的人员,通常有股票和商品市场分析知识。他们认为,利率变化图表可能显露利率的变化规律,产生重复形式,所以是简单实用的最佳预测工具。技术预测法采用图表对利率变化趋势、变化周期进行分析,对趋势的预测进行衡量,对时间序列模式进行研究。

第三章 利率风险的防范与管理

第一节 利率风险的防范

一、利率风险防范的必要性

利率源于借贷活动,借贷活动是社会经济活动中不可缺少的重要活动。而社会经济活动又是一个多种因素共同作用的活动,在这个复杂的社会活动中,存在着诸多的不确定因素,这些不确定因素成了利率风险产生的源地。无论从借贷资本运行的本身规律来看,还是从借贷双方利益来看,都希望通过借贷活动实现资本升值,并均要求在可能的情况下,获得最大收益。在很多情况下,借贷双方确实能够如愿以偿,达到预期目的。但是由于客观和主观原因的双重作用,很多时候会出现事与愿违的情况,即由于利率风险的存在使预期收益的一部分被冲减掉。从这个意义上来说,无论是借方,还是贷方,为了减少利率风险带来的损失,实现预期收益,采取必要措施,对利率风险进行防范,具有重大意义。

二、利率风险的防范手段及其不完全性

利率风险防范就是指通过采取一定方法防止利率风险的发生。前文已经讲过,利率风险产生的根源在于借贷资本市场上的利率波动,导致预期利率与到期实际市场利率发生差异而造成的,引起利率波动的原因很多,既有经济的,也有政治的;既有主观的,也有客观的,即利率的波动是由多种因素综合作用的结果。因此,对利率风险的防范期限,无论采取哪种措施,都必须建立在对整个市场情况的周密调查、分析、预测基础上,这种调查分析和预测既包括宏观的,也包括微观的。力求使预期利率与到期市场实际利率一致。但实际上这种情况很少发生,因为整个经济活动是一个极其复杂的综合体,任何一个因素的变动都会对市场产生影响,都可能成为引起利率波动的因素。因此,可以说利率风险在这个意义上是不可避免的,那么防范利率风险的措施主要是:利率保值(包括短头利率保值和多头利率保值),利率期货保值,利率期权保值和利率店头交易保值等。由于各种利率保值方法的含义和作为在本章第三节中还要详细论述,在本节只是概括地提及,不作详述。

应当承认,任何一种保值方法都不是完美无缺的,总是既有优点,也有不足,存在一定局

限性,如何利用优点,克服不足,也是进行利率保值必须考虑的问题。最好的办法是多种工具组合使用,这点在以后的章节中会有述及。

第二节 利率风险的损失控制

一、利率风险损失控制的含义

利率风险的损失控制是一种极其重要的利率风险控制工具。利率风险控制的基本意义是指在利率损失发生前全面地清除利率损失发生的根源,并尽力减少导致损失事故发生的可能性。在损失发生后减轻利率损失的严重程度。因此,利率损失控制的基本点是预防损失发生和减少损失的严重程度。

利率风险损失控制包括预测利率风险损失和减少利率风险损失两个方面,而且包含着对意外事件的原因进行分析。通过分析原因,有助于发现利率损失发生的直接原因与间接原因。通过对偶然事件发生的其他原因分析,考虑能否通过改变某一条件而消除利率风险损失发生的潜在可能;通过分析利率风险损失发生的时间等因素,可以做好防范和应急的准备。所以说,使用必要的控制工具,采取合适的控制方法,对于防止和减少利率风险损失有极其重要的意义。凡参与涉及利率范畴的经济活动的参加者,无论是企业还是个人都应该予以特别注意的。

二、利率风险损失控制的意义

利率风险损失控制手段运用的核心在于利率风险损失发生前采取种种措施减少或消除利率损失发生的直接原因和间接原因;损失发生后,采取种种措施减轻损失程度。无论对于个人或企业,只要进行涉及利率的经济活动,在浮动利率情况,就有利率风险。对利率损失风险的处理方法有损失控制,避免风险和风险转嫁和自担风险,三者比较,利率风险的损失控制为最佳。因为它具有其它三种方法无法比拟的积极主动性,相对于其它方法而言,利率风险损失控制具有更积极、更合理、更有效的特点。主动预防和积极采取措施进行补救比单纯地采取避险、转嫁风险和自担风险具有更为积极的意义,它可以克服避免利率风险的种种局限,从全社会角度讲,利率风险损失控制优于利率风险的转嫁。利率风险转嫁,只是利率风险从一些个人或企业手中转到另一些个人或企业帐下,并没有在全社会减少或消除利率风险损失。利率风险的自担则是利率风险损失后的财务补偿手段,与利率风险损失控制相比,它是一种被动地承受利率风险及其后果的方法。利率风险损失控制虽然不可能完全消除利率风险损失,但它还是一种积极主动地预防与减少损失的方法。

三、利率风险损失控制的措施

利率风险损失控制的措施主要包括下面两种:

(一)利率风险损失控制的预防措施

利率风险损失预防措施是指在利率风险损失发生前为了消除或减少可能引起利率风险损失的各项因素,从而减少损失发生概率的具体措施。

利率风险损失的预防措施有纯粹预防性措施和保护性或半保护性之分。纯粹预防性措施是指在消除造成利率风险损失的原因。保护性或半保护性措施指保护处在危险或可能伤害中的人或物。

从企业风险管理角度看,利率风险损失预防应贯穿于所及的整个活动过程。自始至终严格注意利率风险防范措施的实施与监督,对于预防利率风险损失,增加收益是至关重要的。

(二)减少利率风险损失的控制

减少利率风险损失的措施是指在利率风险损失发生后所采取的各种措施。减少损失的严重程度和不利后果。减少利率风险损失措施的实质在于尽可能地保护受损失的利率资产,从而减少损失的程度。

减少利率风险损失的方案可以分为最小化方案和挽救方案。这两种方案都试图限制损失额。最小化方案旨在将损失控制在尽可能小的范围之内,使损失程度减至最低。而挽救方案则旨在尽力保存受损的金融资产。两种方案的区别在于最小化方案在利率风险损失之前或损失发生时就起作用,而挽救方案则在损失发生后起作用。

在利率风险管理中,减少损失的措施还应该包括为应付实际的或严重的损失环境而制定应急措施,应急措施应包括若干挽救措施及利率风险损失发生后如何继续进行各种活动业务活动的计划。

四、利率风险损失控制的实施

利率风险损失控制作为一种重要而积极主动的风险控制工具,在利率管理中具有重要的作用。通常利率风险损失控制效果的好坏,直接从根本上影响着风险财务工具的运用。如何实施利率风险损失控制技术,有效地预防和减少损失,则是利率风险管理决策的重要组成部分。为有效地实施利率风险损失控制,一般分为四个步骤:第一,利率风险损失和风险因素分析;第二,选择利率风险损失控制工具;第三,实施利率风险损失控制技术;第四,检查与评估。

(一)损失与风险因素分析

利率损失控制的第一阶段是运用风险识别与估计的种种方法,识别与分析已经存在并发生的种种利率风险损失及其后果。识别与分析可能不起或在将来可能引起损失的种种利率风险因素,应该看到利率风险损失和利率风险因素的分析对利率风险损失控制至关重要,它是利率风险损失控制的基础。

(二)选择利率风险损失控制工具

即以一盎司黄金 35 美元的价格进行兑换,其他国家货币的币值均与美元挂钩,并规定汇率的波动幅度为 $\pm 1\%$,这一体系行至 50 年代末,它对在二战后稳定汇率,促进国际贸易和投资均发挥了重要作用。但到了 60 年代,情况开始发生变化。随着时间推移,欧美经济实力对比发生了变化,美国经济实力相对衰落,欧洲经济得到恢复和发展,实力相对增强。于是这种固定汇率制度开始发生动摇。原西德等先进工业国家经济实力大增,积聚了大量的美元外汇,由于担心美国无能力实行自由兑换的承诺,纷纷向美国挤兑黄金,造成美国黄金大量外流。1971 年 3 月美国又与主要西方工业国家签订了旨在重新确定汇率并扩大允诺汇率波动幅度的史密森学会协议。但这一协议未能奏效,黄金价格节节上扬,而美元价格却持续下跌,1973 年 3 月史密森协议崩溃,各主要工业国货币均实行自由浮动汇率制度。其次,这一时期,各国货币政策目标从主要直接控制利率水平逐步向更加侧重控制货币供应量转化。在此之前,西方主要国家政府经济政策的制定以凯恩斯主义宏观经济学为主导,强调依靠政府的引导,刺激消费和投资需求。为这一目的,就要设法将利率维持在一个较低水平,如果利率偏高就采取扩大货币供应量的办法降低利率。这种做法到了 70 年代已使西方各国经济陷入困境,出现了严重的滞胀。70 年代以后,货币主义经济学渐为各国政府所容纳,它强调通过控制货币供应量抑制通货膨胀,使经济发展有一个相对稳定的环境。这种做法的结果是使利率变化趋于频繁,从而使大量金融资产所承担的风险增大。

随着国际金融市场上汇率和国内金融市场上利率变动的加剧,市场对风险管理工具的需要越来越迫切。金融期货在此条件下应运而生。它可以使企业或金融机构在制定长期计划时,能把成本和费用以收益固定在现时的利率和汇率水平内,而免受其波动造成的不利影响。

从时间先后上看,最先出现的是外汇期货。1972 年 5 月,芝加哥商品交易所(CME)首先推出包括英镑、加拿大元、联邦德国马克、法国法郎、日元和瑞士法郎在内的外汇期货合约。1975 年 10 月,芝加哥期货交易所政府有关部门协助下,经过数年的周密调查研究之后,率先推出第一张利率期货合约—政府国家抵押协会抵押证券期货合约(GNMA)。

金融期货是应企业和金融机构为适应变化了的世界金融体制,消除经济生活中不确定因素的干扰而产生的,所以一经出现,就得到迅速发展,在芝加哥期货交易所,1976 年,绝大部分成交的合约均属农产品期货和金属期货,金融期货在总交易量中所占比例不到 1%,然而时隔 4 年之后,金融期货交易量已占到总交易量的 33%,到 1987 年已上升到 77%,可见发展之迅速。

从地域上看,金融期货在其发源地美国最先得得到普遍应用,并迅速将范围扩大到其他国家。世界各地主要金融中心先后开办期货交易所,如悉尼、伦敦、新加坡、东京、香港等分别于 1979 年、1982 年、1984 年、1985 年和 1986 年开始金融期货交易。

目前,美国的期货交易机构在世界上堪称一流,主要有:芝加哥期货交易所(CBOT)、芝加哥商品交易所的国际货币市场分部(IMM)和指数期权分部(IOM)、堪萨斯市期货交易所(KCBT)中美洲商品交易所(MIDAM)、纽约棉花交易所(NKCE)的金融交易分部、纽约期货交易所和(NKFE)和费城期货交易所(PBOT)。美国以外最重要的金融期货交易所是伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)。其次还有澳大利亚金融期货市场(AFFM)、新加坡国际

货币交易所(SIMEX)、悉尼期货交易所(SFE)等。

近年来,随着世界经济的相互依赖性日益加强,金融期货市场也越来越国际化。以美国为中心的国际性金融期货市场已初步呈现。金融期货市场的交易品种不断增多,交易量越来越大。越来越多的人选用金融期货进行投机获利或转嫁风险以求保值。

二、利率期货保值

利率期货是在交易所内对未来某一时点的标准规模的债务工具的交易。通常以债务工具命名,如短期国库券利率期货,商业票据等。

(一)债务工具

所谓债务工具是一种声明债务人保证按期偿还其债务的具有法律约束力的书面承诺,所载内容包括利率、票面价值、到期日及还本付息的方式等。

债务工具有不同的分类方法。

按发行人不同可分为中央政府债券、市政债券和公司债券。中央政府债券由中央政府的财政收入作还本付息的担保,几乎没有违约风险,因此又称无风险债券或叫“金边债券”。公司债券以该发行公司的盈利作为还本付息的担保,一旦公司经营状况不佳,就有不能按期还本付息的危险。

按期限长短的不同可分为短期债券(期限在1年之内),中期债券(期限在1—10年之间)和长期债券(期限在10年以上)。

利率金融期货所应用的债务工具有许多种,如美国政府短期国库券、中期国库券和长期国库券、GNMA抵押证券、90天期定额存单(CDS)、商业票据、3个月欧洲美元存款、90天期英镑定期存款、英镑金边债券和法国、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本以及德国政府发行的债券等。

利率是可贷资本的价格。从借方角度说,利率代表了借款者原意在今后一段时间内承担一定比例的利息支出以换取从目前起使用贷款者资金的权力;从贷款方看,利率则是贷款者在一定期限内因贷出货币而从借款者那里获得的贷款投资收益率。

金融市场上存在着各种高低不同的利率,利率之间的差异是由债务工具的风险结构和期限结构不同造成的。

对同一偿还期不同风险的债务工具来说,风险越大,债权人要求的投资报酬就越高,利率就越高;风险越小,债权人要求的投资报酬就越低,利率就越低。对风险级别相同,偿还期不同的债务工具来说,其利率一般与期限成正比。

受金融市场可贷资金的影响,市场利率是不断变化的。因此,对于固定利息收入的债券来说,就存在着利率风险。如果在持有期内市场利率上升,意味着所持债券的价格下降,债券持有者的投资收益就下降。同样,当利率上升时,承诺在远期以固定利率贷出一笔款项的贷款者,也会受到损失。

利率期货可以帮助克服利率风险。如果在事前购买一定数量的利率期货合约,那么利率上升时,保值者可以用在期货市场中的获利抵补现货市场损失。

(二)利率期货合约

三、利率期权保值

(一) 期权及其相关概念

期权(Options),又称为选择权,是指一种可以买卖的资产权。这种权利的购买者在支付一定数额的权利金之后,就拥有在一定时期内以一定的价格出售或购买一定数量的相关商品合约所要求的资产的合约,但不是一定要买进或卖出这项资产。

1. 期权的分类

按期权合约所标明的资产可以分为:商品期权和金融期权。金融期权分为:货币期权、利率期权、债券期权等。

按买进和卖出行为划分为看涨期权和看跌期权。看涨期权(call options)又称买权或买入选择权。买入期权的人以事先敲定的履约价格,在合约有效期内,买入某一特定数量的相关合约所标明的资产。看涨期权赋予其购买者以权利,而不是义务。看跌期权(put options),又称卖权或卖出选择权,指买入期权的人,有权利以敲定的履约价格,在合约有效期内,卖出某一特定数量的合约所标明的资产。同样,看跌期权也是赋予其购买者以权利而不是义务。

2. 期权的权利金与买卖双方的权利与义务

期权的权利金指期权买入或者卖出的价格(Premium),又称保险金。期权买方在购买看涨期权或看跌期权时,必须支付给期权出售者(Option—seller Writer or granter)一笔权利金以换取期权所赋予的权利。期权权利金的多少取决于整个期权合约、期权的到期日及双方所选择的履约价格。期权的买方在付出权利金后就获得该期权所赋予的一切权利。期权的卖方在收取了买方的权利金后,也就必须承担起履行该项期权的义务,即看涨期权的卖方卖出期权标明的相关商品合约,看跌期权卖方买进相关的商品合约。也就是说,只有期权买方有权要求履约。除非买方放弃行使期权,卖方就必须履行期权合约,即使是在使他遭受一定程度的亏损的情况下也必须这样做。

3. 期权的履约价格

看涨期权的买者得以依据合约规定买进相关资产,或者看跌期权的买者得以依据合约的规定卖出相关资产的价格,称作履约价格,也称敲定价格(exercise price or strikeprice)。

4. 期权的到期日和履约日

履约日是指期权买方实际履行其买入(指看涨期权)或出售(指看跌期权)的权利的日期;到期日则是指可以履行期权的最后日期,它一般是先于期权标的资产的交割月份的某一具体日期。它界定了可以有效履行权利的界限,超过期权所约定的到期日后,期权买方被赋予的全部权利均告消失。

5. 期权的履约保证金

这里的保证金,只针对期权交易的卖方而言。因为,对于期权的买方而言,他所面临的最大损失是预先可测定的期权保证金,故买方所面临的风险是有限的,所以期权买方不需要开立保证金帐户。对于期权的卖方,情况则很不相同,他在期权交易所面临的风险与期货市场的参与者一样大,且一般说风险损失事前很难准确测定。因此,期权卖方无论卖出的是

看跌期权还是看涨期权,都必须存入一笔保证金,以表明其具备应付潜在的履约义务的能力,保证金水平的高低由交易所确定,且根据市场价格变动情况及时对期权卖方的交易部位进行亏盈计算调整。其确定时所依据的原则是既要确保市场财力的完好性,又不使交易者过分增加投资费用。

(二) 期权交易

所谓期权交易,是在事先确定的商品交易日期或期间内,以事先确定的价格进行“卖的权利”或“买的权利”的买卖的交易。交易中,被买卖的是货币时,亦即将一种货币作为权利等价物买(卖)成另一特定的货币,这种交易的权利可以进行买卖,买卖这种交易权利的交易,称为货币期权交易。买卖对象为利率时,称其为利率期权,买卖的对象为债券时,称其为债券期权,买卖对象为股价指数时,称为股指期货。

(三) 期权价格

期权价格,即期权在市场上的买卖价格。它是一种权利买卖的价格。一般说来,期权价格是由市场供求决定的,它反映出期权的买卖双方对这一权利作出的价值判断。而从理论上来说,期权的价格是由内涵价值叫固有价值(Intrinsic Value)和时间价值(Time Value)两部分构成。

内涵价值,是指立即履行期权合约时获得的总利润。它反映了期权的履约价格与相关期货合约的市场价格之间的差额。

时间价值,是指当期权买方希望通过随时间的延长,相关期货市场价格的变动有可能使期权增值时愿意为购买这一期权所付出的权利金的数额。它是期权价格的另一个主要构成部分,可以反映出期权卖方所乐于接受的期权的出售价格。

影响时间价值的主要因素有三:

1. 到期日前的时间

这也叫剩余有效时间。这是影响期权时间价值的最主要因素。一般来说,剩余有效时间越长,其时间价值越大。这是因为,对于买方来说,期权有效期越长,其获利的可能性越大;对于卖方来说,期权有效期越长,则意味着风险也越大,从而期权的售价也就越高。当期权即将到期时,其价格所反映的只是内涵价值部分,这时的时间价值完全丧失。在其它情况不变的条件下,随着时间的缩短,期权的时间价值将不断衰落。

2. 相关期货市场价格的波动

这种波动是指在某一既定时期内的价格变动,通常以年利率计算的每日价格波动幅度的百分比表示。相关期货合约价格的波动增加了使期权向实值方向移动的可能性,这会使得期权的卖方所承担的风险增加,因此期权的权利金也应该相应等增加,也就是说,价格趋势出现逆转的可能性越大,期权买方也就更乐于接受期权卖方所提出的更高的期权价格。

3. 短期利率

由于投资者在购买期权时以现金形式支付期权的权利金,所以他必须考虑其现金无法做其它用途的损失,也就是说要考虑他购买期权的机会成本。如果短期利率上升,则这种损失上升,期权的权利金支出将增加。期权的时间价值下降。反之,如果利率下降,无法进行短期投资的损失下降,则期权的权利金降低,与此同时,期权的时间价值也将上升。

(四) 利率期权交易

所谓利率期权交易,是指把将来的利率这一商品的权利作为交易对象而进行买卖的交易。利率的经常变化,使变化的利率同其原来利率之间发生差额,利率期权交易就是为了获取这种差额而产生的。一定的利率称为协议价格。超过一定利率水平以上时,支付利率差额的一方是期权卖方。期权的买方获得行使期权的权利;期权的卖方对期权的行使负有义务。在期权交易的授受中,买方需向卖方支付费用(即权利金),这是构成交易的基础。利率期权交易双方的损益关系可以列表如下。

表 3.3.2 利率期权的买方与卖方在损益上的关系

	买 方	卖 方
费用	支付	收取
交易关系	取得权利	给予权利
利益	无限大	限定 (费用范围之内)
损失	限定 (费用范围之内)	无限大
期权种类	长期购买 长期出售	短期购买 短期出售

利率期权的费用(权利金)由固有价值(内涵价值)和时间价值构成。决定利率期权的主要因素有:①利率的市场价格。市场价格对费用产生较大的影响。以购买期权为例,当市场价格上升并超过协定价格时,期权费用增加;反之,当市场价格下降并低于协定价格时,期权费用减少。②利率期权的协定价格,协定价格是有关执行期权交易的权利的价格。与市场价格一样,协定价对费用也产生较大的影响。例如市场价格为 100,当购买期权的价格为 120 时,费用则小;相反,当购买期权的价格为 100 时,费用则大。③利率期权的行使期限,指买方可以行使利率期权的期限,期限越长,费用越大。④价格波动幅度,是表示利率在一定期限内变化幅度的数值。其中,有根据已发生的情况计算出的历史性波幅和考虑将来的变化因素计算出来的或然性波幅。波幅的大小对费用产生影响,预测将来价格变动的幅度越大,费用越高。⑤非风险利息率,是用来把将来价值转换为现值的贴现率。以购买期权为例,非风险利息率的水平高,则协定价格贴现为贴值的价值就低,因此费用也要相应增加。

(五) 利率期权合同保值

进行期货交易可以抵销在价值发生不利变化时持有现货商或证券的风险。进行期权交易可以改变交易者所承担的风险的性质。也就是说,利用期权交易可以改变交易所面临的风险与收益的结构,更重要的是,套期保值者可以利用期权来修正潜在的结果,进行价格预测和风险管理。所以,套期保值是利率期权交易的一个基本功能。

1. 利率期权交易(封顶)

利率封顶交易,简称封顶,是封顶买方向卖方支付一定费用,由此在合同期内的各利率更换日,当基准利率超过利率上限时,封顶买方可以从卖方收到利率差额的交易。由于这一交易是买卖双方的交易,因此,合同中的各有关条款均由双方当事人协商确定。协商的内容一般包括:①合同期限。②利率更换日期,是更换基准利率的日期,将基准利率与上限利率相比较,由此确定利率差额。③基准利率,是作为上限利率比较对象的浮动利率。④上限利率,是与基准利率属于同一种类的,预先约定的利率,只有当基准利率超过该利率时,才发生利率差额的收付业务。⑤费用,是作为封顶的等值代价,由买方向卖方支付的一种具有保险费性质的补偿;在支付方法上,一般是签约时一次预付,也有分期支付的。⑥利率差额,在每个利率更换日依据下述公式计算确定:

利率差额 = 合同余额 $\times$ (基准利率 - 上限利率) $\times$ (到下次利率更换日止的天数) $\div$ 360 或 365,值得注意的是只有当基准利率大于上限利率时,才可运用此公式计算差额并有收付业务。

交易过程图示如下:

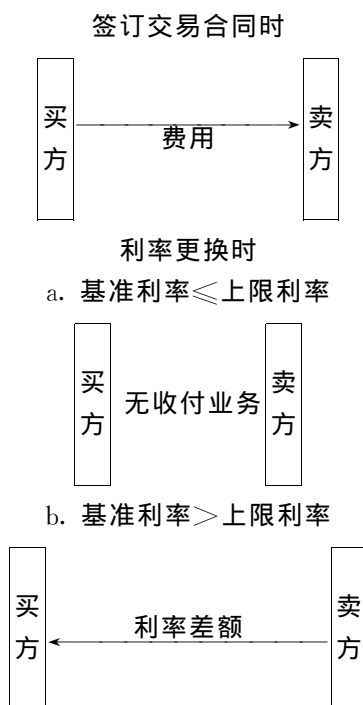


图 3.3.1 利率期权交易(封顶)过程图

由上述可知,购入利率封顶交易时的要点为①封顶对于那些预测将来利率上升,拟对利率上升的风险进行套期保值是最为理想的商品。②上限利率设定的越低,则费用越高,因此,在确定上限利率时,必须对费用的核算和将来利率变化趋势进行充分地研究。③贷款附

合同所强加的限制。店头交易服务是以交易所交易的期货和期权合同的出现为条件的,因为提供店头交易服务的金融机构必须将它们自己进行的净交易额进行保值;并且,在店头交易发展过程中,也出现了一些通用的交易准则和合约形式。下面对店头交易加以介绍。当然店头交易的金融保值包括:远期协议(包括货币远期和利率远期)、期权协议(包括货币期权和利率期权)、利率协议(包括最高利率协议、最低利率协议、最高利率与最低利率结合的协议、利率货币互换和超长期远期协议)。这里只介绍与利率店头交易保值有关的协议。

(一)利率远期

几家商业银行现在应客户要求将提供美元、英镑和其他货币的远期利率协议(FRA, forward rate agreement),使借款人或贷款人可以按照有关货币的最长期限将贷款和存款远期利率固定一段时间,直至几年。提供远期利率协议的中介机构可以通过在现货市场上相反的交易抵补其交易。下面通过举例加以说明。

假如我们要想创造一个3个月以后的3个月期1000000美元的远期利率,可以借入1000000美元后,再将其存入3个月。

货币市场上银行同业利率如下

	买	卖
3个月期(%每年)	$10\frac{3}{6}$	$10\frac{5}{8}$
6个月期(%每年)	$11\frac{7}{8}$	$12\frac{1}{8}$

我们将以 $12\frac{1}{8}$ 条件借入6个月美元,以便使我们在3个月以后留有 $10\frac{3}{6}$ 条件的3个月期存利率1000000美元资金。3个月后的3个月期贷款收支平衡利率应用年率 $13.52\% [400/1000000 \times (1033810.54 - 1000000)]$ (如图3.3.4)。

远期利率协议 (资产保值)

即期 974718 2美元	974718 2美元
借入 ($12\frac{1}{8}\%$) 3个月	贷款 ($10\frac{3}{8}\%$) 1000000美元 贷款 ($\times\%$)
6个月 1033810 54美元	1033810 54美元

图 3.3.4 远期利率协议(资产保值)

假定我们想创造3个月以后的1000000美元3个月存款远期利率,我们将以 $10\frac{5}{8}\%$ 的

条件借入美元,3 个月后还要偿还 1000000 美元。美元将以 $11\frac{7}{8}\%$ 存入 6 个月,3 个月后的 3 个月期存款的收支平衡利率计算为 12.78% 。 $[400/1000000 \times (1031963.4 - 1000000)]$ (如图 3.3.5)。

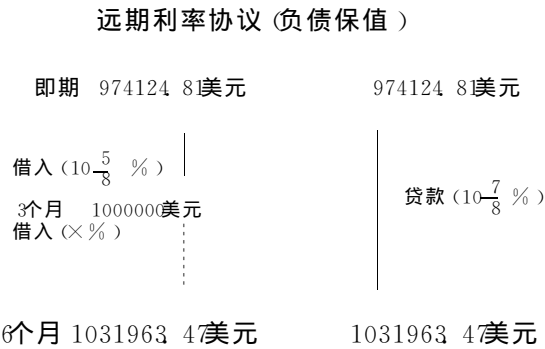


图 3.3.5 远期利率协议(负债保值)

提供远期利率中介的另一途径是在金融期货市场上直接对交易额进行保值。在这种情况下,提供远期利率的机构假定在远期期间的过程中期货交易额有差价风险。提供远期利率协议的银行将在整个远期期间收取启用费或年差价。这一佣金费用不仅被用于抵销银行的交易费用,而且还抵销由暗含的现货市场交易额引起增长的资本需要。如果交易在金融期货市场上抵补,佣金就被用于抵补了由期货交易额所附加给银行的差价风险。

购进远期利率协议的机构在不产生任何风险的情况下,可以不通过涉及管理金融期货保值的程序,固定贷款或存款的远期利率协议的金额和期限是很灵活的,保值者通常可以在接受交割或不在到期日交割之间选择。如果该机构决定不接受交割,所交换的只是在到期日支付合同利息金额之差。

下面通过列表详细区别一下交易所交易与店头交易的不同。

表 3.3.4 交易所期货合同与店头交易远期协议的比较

期货交易	店头交易远期
交易在包括合同买卖双方的交易大厅内进行,合同价格决定于开盘减价	交易通过电话进行,双向标价由银行给出
交易在作为交易所成员的经纪人之间进行,即可为自己买卖,也可受托为第三者服务	交易由银行与客户之间直接进行

期货交易	店头交易远期
市场参加者互不相识, 结算通过交易所的清算公司完成	市场参加者相互认识, 交易意味着接受参加者的对方风险
所有参加者需支付初始保证金, 现金结算在每日市场标价的基础上进行, 交易所经纪人向第三者收取经纪人费用, 以抵偿手续费	不要求保证金, 但对方风险是通过变化双向远期价格差额而承担
有关商品的交割是可能的, 但很少发生	大部分交易导致交割
合同具有标准的金额和标准的到期日	合同的金额和到期日都是灵活的
期货交易额把“差价风险”强加于交易额持有者	远期合约购买者没有差价风险。这是由提供远期协议的机构假定的

(二) 利率期权

利率期权的店头市场在国际性的主要银行间继续发展。许多金融机构都提供利率的期货购买权和期货出售权期权。

店头交易利率期货购买期权协议给持有者以事先决定的利率, 在限定的期间内获得某一期限的资金的权力而不是义务。下面举例予以说明:

如果期权在未来 3 个月内结算, 期货购买权可能提供给持有者以年率 12% 的固定结算 5000000 美元的 4 年期贷款。

相反, 利率期货出售权期权协议给持有者以事先决定的利率在既定的期间内获得某一期限的资金的权力而不是义务。仍以举例来说明。

如果期权在未来 3 个月内结算, 期货出售权期权可以提供给期权持有者以年率 $11\frac{1}{2}$ 的固定利率结算 10000000 美元的 1 年期存款。

(三) 最高利率协议

最高利率协议提供给持有者在不发生资金实际交割的情况下, 对利率水平的上升进行保值。协议的这一类型将保证直到 10 年期的最大借款利率。对于这一类型的保值, 企业性客户将支付以合同金额年百分比标价的启用费 (有时延期每季支付)。协议经常是每季结算。即, 如果每一季末实际借款利率超过同意的利率, 银行将向客户支付利息金额的差额部分。如果实际利率低于约定利率, 就不发生任何事情。

最高利率协议的保值服务不仅计划筹资并寻求降到远期利息支出最大限度的机构感兴趣, 而且那些担心已经存在浮动利率债务受到预期利率上升影响的机构也有吸引力。

(四) 最低利率协议

最低利率协议提供给持有者对投资利率的下降进行保值。即, 持有者直到 10 年期间对某一投资结构的最低收益得到保证。该协议也是按季结算, 每季结算一次。如果在季末实

动自留利率风险效益大,风险也大,尽管在决定自留时作了充分的分析、判断,但是到期前仍存在许多不确定的因素,一旦判断失误,将会造成较大损失。这时利率风险的主动自留就无法收到预期效果,而是相反。

第五节 利率风险防范与管理案例分析

一、利率期货套期保值

利率期货套期保值方法一般包括多头利率套期保值、空头利率套期保值和加权套期保值三种。下面分别举以实例(注:假定基差在套期保值期间不发生变化)。

(一)多头利率套期保值

多头利率套期保值是在预计利率会下跌时采用。运用此法可使贷款者和投资者固定其贷款和投资收益。

例如,某公司在8月份预计9月将有价值10000000美元的长期国库券到期,经理打算到期后投资于3个月期国库券。为防止到时利率下降,国库券价格上升,他在期货市场上以89.50(年利10.5%)买进10份10月份3个月期国库券期货合约。9月长期公债到期后,出售10份10月份3个月期的国库券期货合约,同时买入国库券现货。

到9月份利率果然下跌到10.2%,这时国库券期货利率必须下跌到10.3%,即价格上升到89.80。否则,市场上将有套期现象存在,套利者抛出现货,购买利率较高的期货,使期货价格上扬,直到与现货价格一致。

在现货市场上,由于利率下降,要多支付0.30元的价格;但在期货市场上则多赚取0.30元的价格,这样,可以用期货市场的盈利减购买国库券现货的成本。

表 3.3.5 现货市场与期货市场对应表

时间	现货市场	期货市场
8月	持有10000000美元9月份到期的长期国库券	买进10份10月份3个月期国库券期货合约价格89.50,总值9745000美元
9月	买进10000000美元3个月期国库券	卖出10份10月份3个月期国库券期货合约价格89.80,总值9745000美元

在期货市
场上获利=9745000-9737500

=7500 美元

实际购买
国库券成本 = 9745000 - 7500 = 9737500 美元

实际
收益率 = $\frac{10000000 - 9737500}{1000000} \times \frac{12}{3} = 10.5\%$

如此,利用多头利率保值,把收益率固定在 10.5%。

如果公司经理判断有误,9 月份国库券利率反而上升到 11%,在期货市场上就要受到损失,而现货市场的投资成本下降。

表 3.3.6 现货市场与期货市场对应表

时间	现货市场	期货市场
8 月	持有 10000000 美元 9 月份到期的长期国库券	买进 10 份 10 月份 3 个月期国库券期货合约价格 89.50,总值 9737500 美元
9 月	买进 10000000 美元 3 个月期国库券价格 89.00,总值 9725000 美元	卖出 10 份 10 月份 3 个月期国库券期货合约价格 89.80,总值 9745000 美元

在期货市
场上损失 = 9725000 - 9737500 = 12500 美元

实际购买
国库券成本 = 9725000 + 12500 = 9737500 美元

实际
收益率 = $\frac{10000000 - 9737500}{1000000} \times \frac{12}{3} = 10.5\%$

因此,无论利率水平上升还是下降,收益率总是被有效地固定在年利率 10.5%水平上。

2. 空头利率套期保值

空头利率套期保值是在预计利率会上升时采用。运用此法可使借款人固定其筹资成本。

例如某公司 5 月份得到从 9 月份到 12 月份为期 3 个月的 10000000 美元贷款承诺。5 月份的 3 个月期贷款年利率为 10%,借款者担心利率将上升,于是以 89.00 的价格卖出 10 份 9 月份 3 个月期国库券合约,将远期筹资成本固定在 11%。

9 月份,3 个月期贷款利率上升到 12%。借款者以 88.00 价格买进 10 份 9 月份 3 个月期国库券期货合约,将手中的空头头寸平仓,所得收益用以抵销贷款利率上升的成本,使贷款利率实际保持在 11%。

表 3.3.7 现货市场与期货市场对应表

时间	现货市场	期货市场
5 月	得到 9 月份 3 个月期 10000000 美元贷款承诺	买进 10 份 10 月份 3 个月期国库券期货合约价格 89.00, 总值 9725000 美元
9 月	以 12% 的年利率得到货 款	卖出 10 份 9 月份 3 个月期国库券期货合约价格 88.00, 总值 9700000 美元

期货市场
上获利 $= 9725000 - 9700000 = 25000$ 美元

贷款实际
购支付利息 $= 300000 - 2500 = 275000$ 美元

实际收益 $= \frac{275000}{1000000} \times \frac{12}{3} = 11\%$

3. 加权套期保值

以上两个例子是假定套期期间基差不变。因此一个市场的盈利可以完全弥补另一个市场的亏损, 达到 100% 的保值。但在实际中, 长期债券的基差很可能不同。那么要做到完全的保值, 仅靠上述办法是不行的, 必须运用加权套期保值法。先算出长期债券的名义价值, 再以此确定相匹配的期货合约份数, 期货合约份数的计算公式是:

$$\text{期货合约份数} = \frac{\text{债券的名义价值}}{\text{拆算系数}} \times \left(\frac{\text{需保值债券面值}}{\text{期货合约面值}} \right)$$

例如, 某投资基金经理 1 月初投资于 15 年期的长期国库券 10000000 美元, 年利率为 10.25%, 该债券 1 月份现货市场价格为 89.00, 年底 12 月份, 基金经理或出售这笔债券, 或者将其现货市场价值记入资产负债表中。基金经理担心年底利率可能会大幅度上升, 导致债券价格下跌。于是他决定进行利率长期保值。

首先要确定所需期货合约份数:

期货合
约份数 $= 1.2495 \times \left(\frac{10000000}{100000} \right) = 124.95 = 125$ 份

以 83.00 价格卖出 125 份 12 月份长期国库券期货合约。

到 12 月, 利率果然上升, 该债券价格下跌至 80.00 的水平。基金经理以 75.00 的价格对冲手中的期货合约空头头寸, 并以此期货市场获利弥补现货市场中的亏损。

表 3.3.8 现货市场与期货市场对应表

时间	现货市场	期货市场
1 月	持有 10000000 美元长期 国库券价格 89.00, 总值 8900000 美元	卖出 125 份 12 月份长期国库券期合约价格 83. 00, 总值 10375000 美元
12 月	长期国库券价格 80.00, 总值 8000000 美元	买进 125 份 12 月份长期国库券价格 75.00, 总值 9375000 美元

现货市
场亏损

=8900000-8000000=900000 美元

期货市
场盈利

=19375000-937500=1000000 美元

二、利率期权合同保值

利率期权合同保值类型有三：利率期权交易（封顶）、利率期权交易（保底）和利率期交易（封顶保底）下面分别举例说明。

（一）利率期权交易（封顶）

假如某企业以浮动利率筹集资金，企业为了避免因将来的利率上升时借入资金所引起的成本增加，决定购入封顶。具体借款内容：借入金额 10000000 美元，期限 3 年，利率为 6 个月 LIBOR+0.5%，封顶内容：约定金额 1000000 美元，期限 3 年，基准利率 6 个月 LL-BOR，上限利率 10.0%，费用 0.5%。（每年分两次支付）。

表 3.3.9 实际筹集资金成本表

6 个月 LIBOR	浮动利率筹资成本 (6 个月 LIBOR+0.5%)	购 入 封 顶		封顶贷款 筹资成本
		支付费用	收取利率差额	
8.0	8.5	0.5	0	9.0
9.0	9.5	0.5	0	10.0
10.0	10.5	0.5	0	11.0
11.0	11.5	0.5	△1.0	11.0
12.0	12.5	0.5	△2.0	11.0
13.0	13.5	0.5	△3.0	11.0

由上表可知,基准利率(6 个月 LIBOR)超过上限利率(10.0%)时,可以收到其利率差额,即便利率暴涨,也能将筹资成本固定在 11.0%的水平上。另外,当利率下降时,筹资成本与当时利率发生连锁反映,封顶购买方又能享受到成本降低的好处。

(二)利率期权交易(保底)

假如某企业以浮动利率将闲置资金 10000000 欧洲美元作 3 年期存款运用。为避免因将来利率下降而使资金运用收益率降低,决定购买保底。

欧洲美元存款明细:
 本金金额:10000000 美元
 存款期限:3 年
 利率:6 个月 LIBOR-0.5%
 保底明细:
 预定本金:10000000 美元
 商定期限:3 年
 基准利率:6 个月 LIBOR
 下限利率:8.0%
 费用:0.30%(每年分两次支付)

表 3.3.10 实际筹集资金成本表

6 个月 LIBOR 利率	欧洲美元存款收益率 6 个月 LIBOR-0.5%	购入保底		保底存款 收益率
		支付费用	收取利率差额	
6.0	5.5	△0.3	+0.2	7.2
7.0	6.5	△0.3	+1.0	7.2
8.0	7.5	△0.5	0	7.2
9.0	8.5	△0.3	0	8.2
10.0	9.5	△0.3	0	9.3
11.0	10.5	△0.3	0	10.2

由上表可知,基准利率(6 个月 LIBOR)降至下降利率(8.0%)以下时,可以获得由此而产生的利率差额,所以即使利率下降也可以享受到资金收益率上升的好处。

(三)利率期权交易(封底保底)

假设某企业以浮动利率筹资资金,一方面为避免将因利率上升导致借款成本增加的风险,另一方面尽可能降低套期保值所需的成本,决定购买封顶保底。

借款明细:
 借款金额:10000000 美元

期限:3 年

借款利率:6 个月 LIBOR+0.5%

封顶保底明细:

预定本金:10000000 美元

约定期限:3 年

基准利率:6 个月 LIBOR

上限利率:10.0%

下限利率:8.0%

费用:0.2%(分期支付)

其中:

封顶费用:0.5%

保底费用:△0.3%

表 3.3.11 实际筹集资金成本表

6 个月 LIBOR 利率	浮动利率筹资成本 (6 个月 LIBOR+0.5%)	购买封顶保底		封顶保底 筹资成本
		支付费用	收付利率差额	
6.0	6.5	0.2	2.0	8.7
7.0	7.5	0.2	1.0	8.7
8.0	8.5	0.2	0	8.7
9.0	9.5	0.2	0	9.7
10.0	10.5	0.2	0	10.7
11.0	11.5	0.2	△1.0	10.7
12.0	12.5	0.2	△2.0	10.7

由表中可知,不管 LIBOR 如何上升,筹资成本均不会超过 10.7%,当然,当利率下降时也就失去了在一定程度上减少筹资成本的机会。

第四篇 金融诈骗风险与防范

第 四 篇

第一章 金融诈骗概况

第一节 金融诈骗在中国

一、金融诈骗智能化趋势明显

近几年,乘改革开放之机,经济领域中出现了形形色色的犯罪现象,其中危害性极大的金融诈骗犯罪,呈迅猛增长之势,金融诈骗逐渐成为一种智能型犯罪,它正从城市向农村,从沿海向内地蔓延,呈国内、国际联网化的发展趋势。

来自权威部门的一份报告指出:

1990 年全国已知的诈骗大案比 1980 年增长了 33.4 倍。

诈骗犯罪的侵害目标从过去的个人、个体户、小公司、小企事业单位发展到国家或集体的大公司、大企事业单位和银行部门。

在报告中,专业人员预计:盗用银行汇票、联行密押和利用联网电子计算机进行诈骗犯罪的案件将会增多。……国际性的巨额金融诈骗案及其它涉外诈骗犯罪仍有可能增多。

以银行为侵害目标的诈骗案,有增多趋势。

金融诈骗是为了骗取财产或银行信用而恶意利用来自被害人自身的弱点,通过虚构事实、掩盖真相的各种方法,使金融机构或开户单位、个人陷于错误认识,自动向骗犯交付财产或提供银行信用的行为。

与政治诈骗、体育诈骗、性诈骗、其它经济商业诈骗不同金融诈骗的骗局在角色扮演、骗局的载体、被骗要因和骗局的标的等方面都有些独特之处。例如,在性诈骗中,骗犯所利用的被害要因,常常是被害人的虚荣心。而在金融诈骗中,银行业务规章制度不健全、外贸企业不熟悉融资活动的特点、急于引进外资的心理等因素是主要的被害要因。对消费领域中各种诈骗来说,商品是主要的骗局标的,而对金融诈骗来说,骗局的标的不仅包括企业的货物,更多的是银行资金、银行信用。可见,专门研究金融诈骗在骗局上的特征十分必要。

越来越多的金融诈骗,已逐渐引起业内人士的惊恐。从目前的情况来看,现阶段的金融诈骗,已表现出许多不同以往的特点:

第一,涉外诈骗增多,被骗资金常被调往国外,追索困难,造成国家资金的巨大损失。

第二,金融机构职员参与的骗案日渐增多,许多是金融系统内职员监守自盗。

第三,诈骗手段已向高科技领域前进。金融电子系统出现的诈骗已屡见不鲜。诈骗手段翻新,周期缩短,每推出一种新业务,随之就有对应的诈骗手段出现。

二、中国金融业的新变化是金融诈骗产生、发展的基础

(一)专业银行向商业银行的过渡,使得新旧体制之间容易留下空档,给诈骗分子以可乘之机

金融新行业、新业务的不断出现,也使得金融机构自身的监管体系不甚完善,让某些利令智昏的内部职员“见机而动”。

工、农、中、建四家国有专业银行向商业银行的转变,近年来已取得巨大的成果,但是,以完全的计划体制向自负盈亏、自主经营、进行资产负债比例管理的市场体制的转化,本身就是一件极其艰巨的事情,在这一转变中,与整个经济体制一样,这样那样的漏洞是不可避免的。与此同时,适应新体制的内部监管体系尚未建立,旧的体系又逐渐不再适用,就难免为诈骗者留出空白。

保险、证券、信托等新的金融行业,都是在改革开放以后逐渐恢复或另起炉灶的,对于这些新行业来说,由于没有以往经验可以借鉴,其运营体系、监管体制自然也不能尽善尽美,因此,诈骗由此而起,也是可以理解的。

(二)世界范围的金融工具的创新,以及中国金融与国际金融的日益密切,使得金融诈骗呈现内外勾结和花样翻新的特点

传统的金融工具主要是存款、现金、债券、股票和商业票据。本世纪 70 年代,伴随着国际金融市场结构的调整、规模的扩大,资本的供求矛盾更加突出。特别是 70 年代中后期,金融投资利率与汇率风险大大增加的形势下,国际金融市场上出现了金融工具不断创新的浪潮。国际金融市场广泛使用的金融工具,大体上可划分为三种:

(1)为套期保值以减少或转移利率或汇率波动风险而创新的金融工具,如浮动利率债券、浮动利率贷款、利率上下限保险、远期利率协议、金融期货、期权与期权合约交易、股票价格指数交易、利率调换等。

(2)为增加金融资产的流动性,降低融资成本而创新的金融工具,如贷款股权对换交易、股权贷款等等。

(3)为扩大投资和进行产业投资的机会而创新的金融工具,如可转换为股票的贷款,可转换为股票的债券等等。

金融工具的创新是发达国家经济、金融发展到一定历史阶段的必然产物,对西方金融制度与金融宏观调节乃至整个世界经济都产生深远的影响。在中国,曾经出现过的国债期货以及目前远期外汇买卖、证券回购等,都是金融工具创新的产物。金融工具创新对金融体系的影响主要表现在以下两方面:

①金融工具的创新,在西方迫使政府放松了过去严格的金融管制措施,以适应新的形势之需。但金融管制当局为了保障银行的稳健经营并维护整个金融体系的稳定,在放松管制的同时,又普遍地在其它领域加强了对商业银行和其它金融机构的监督与管理。管制——

反管制(金融工具创新)——再管制(实施新的管制)的辩证发展过程深化了金融体制的改革。但是,对于尚处于转轨体制的中国金融业金融工具的创新,也就给监管不断地提出了难题,诈骗分子就有可能借机得逞。

②金融工具的创新,模糊了金融业内部原有的分界线,西方商业银行和其它非银行性金融机构以的业务逐步走向综合化、一体化。而金融业本身也重新与其它产业融合,形成综合性金融公司。金融工具的创新,使金融业的竞争全面激化,金融业兼并过程大大加快,银行资本集中的趋势日益增强。对于尚要严格分业管理的中国金融业而言也使得一些金融机构领导者在复杂形势下,饥不择食,从而上当受骗。

金融工具的创新反映了经济发展的需要,反过来也对整个经济的发展起着有力的推动作用。同时,金融工具的创新,金融手段的高科技化,又使得诈骗,犹其有内部职员参与的诈骗,变得更为隐蔽,损失更大,发觉更难。当前仍存在着有一股强大的力量如技术、金融市场的全球一体化和金融创新的制度化,将推动金融业从工具创新到整个金融产品创新,到金融服务全面创新不断前进。这也对金融诈骗防范提出了更高的要求。

随着中国经济的不断发展,西方资本要到中国来寻求高回报与中国经济对资金的需求正日益强烈,这推动了中国金融与国际金融的融合。目前,中国金融机构在海外的分支机构正与日俱增,国际金融机构也正在中国大陆纷纷抢滩,在这样的背景下,一些不法分子看准了国内一些人的崇洋心理,企图利用国内金融机构的机制空档大捞一把,使得涉外金融诈骗层出不穷,造成了国家资金的大量流失。

(三)计算机在金融领域的广泛运用,使得金融诈骗也开始高科技化,其行为更趋隐蔽,破坏力也更大

金融是国民经济的核心,对科学技术的发展和运用极为敏感。在现代化科学技术高度发展和金融业竞争日趋激烈的新形势下,金融机构面临着降低成本、增加收益和提高服务质量的三重压力。自从1958年第一台电子计算机进入美国银行以后,各国金融机构以惊人的速度先后踏上了银行经营管理和业务的电子化之路。计算机化处理金融技术,适应了新技术革命条件下经济发展的需要,增强了银行的竞争能力。银行计算机应用的推广,从根本上改变了银行业务的处理手段,加快了处理速度,开拓了新的业务领域,改变了人们生活消费观念,成为提高社会资金流动速度、促进经济发展的重要因素。但是,它也使得利用先进计算机技术进行的诈骗更难察觉。

西方商业银行应用电子计算机的历史大体经历了以下阶段:

(1)50年代末至60年代初,采用单机处理的方法,处理核算数量大,计算简单,重复性强的日常记帐、编制报表、数据统计和支票往来业务。

(2)60年代末至70年初,经济发达国家开始实行联机实时处理,即通过通讯系统将终端与中央处理机联结起来,对银行的支票、储蓄、汇兑和信贷业务进行综合联机处理。

(3)70年代后期,在银行经营管理中全面使用计算机,实现了以银行管理系统和电子资金转移为特征的综合联机分时处理。

商业银行电子化的历史起源于联机作业,经过装置自动出纳机(ATM),最新阶段是电子资金转帐。

一些犯罪心理学家提出了气质论,即诈骗犯的气质类型通常为多血质型气质,人的气质类型分为两种,多血质与胆汁质,不少犯罪心理学论著都指出,如果将欺诈型犯罪人与暴力犯罪人的气质相比较,胆汁质型气质,更容易表现为情感活动强烈、易怒,因而更容易陷于暴力犯罪。

当然,这只是部分犯罪心理学家提出的想法,其科学性尚待论证,但不论怎样,这种理论在解释个体在违法犯罪形式的差异方面,具有一定意义。

二、法制与制度原因

近年来,大部分金融诈骗案件的行为人是来自国外及港台地区,至少与国外及港台地区有关,我国的改革开放,给各种不同文化的交融、汇集、对话带来了越来越多的机会。对长期封闭的国人而言,门户大开后,不可能在很短的时间内创造一个成熟的法制环境,以规范形形色色的行为方式,这当然给来自外部世界的糟粕提供了栖身之地。

在西方,市场经济发展历史悠久,在长期的实践中逐渐形成了相对比较健全的法制体系,积累了一些反诈骗的立法、司法实践经验,能够比较有效地预防、减少一些经济诈骗行为,而我国则在以下几个方面存在漏洞:

(一)长期计划经济的不良影响

在实行市场经济的初期,我国“权大于法”的现象仍然普遍存在,正常的银行业务常受到行政干预及外来压力。某些地方领导干部并不熟悉银行业务,却或出于发展地方经济的好心,或因收受贿赂而陪同骗犯到银行游说,强令银行予以放贷,把银行处于不利的两难处境,而提高骗犯得逞的概率。

(二)缺乏防范金融诈骗的法律保障

我国虽然刚刚颁布了比较健全的银行法,但它的全面贯彻执行尚需假以时日;95年6月30日全国人大常委会颁布的关于惩治金融犯罪的决定也还仍在推行过程中。由于长期缺乏足够的法律保护,使国内金融机构的生存条件明显不如国外同类金融机构。

(三)“崇洋媚外”的心理作怪

对我国有些企业和银行主管人员而言,容易轻信外商的承诺是一个致命的弱点,由于某种传统文化的影响,崇洋媚外的心理仍是一种社会流毒,一些西方国家或港、澳、台骗犯仅凭一纸假巨额存单,就能充做与我方合作投资的信用依据,如此低劣的诈骗手段却屡屡得逞,不能不引人深思。

(四)内部制度的不完善

我国的金融机构,在职员的业务水平与道德培养、规章制度的完善、技术设备、信息传递等方面都与国际水准相差极远,从而对诈骗行为不能作出有效、迅速地预防或制止,最终造成重大损失。

(五)多种经营形式并存体制下,个体、私营经济的消极性

在“公司热”、“经商热”中,有的不法个体户、“皮包公司”,为获取经营资金,总是用吃请行贿,甚至用色情手段拉拢腐蚀银行干部。有的企业以搞活经济为名,在业务交往中滥用财权,违反规定乱支回扣费、手续费、应酬费等,给行业不正之风提供了“资金来源”。

(四) 骗局的标的

骗局的标的是行骗的目的所在,如银行财产、公司财产等。

在金融诈骗中,骗局的标的有直接和间接之分。金融骗局的直接标的是银行或第三者的财物。金融骗局的间接标的是银行信用。

二、金融诈骗的防范对策

防范金融诈骗是一项系统工程,需要实行综合治理,领导要抓,纪检监察部门协管,业务部门配合,并着重抓好思想教育、制度建设、监督检查、健全信息监测网络四方面的工程。

(一) 加强思想教育

坚持教育为主,预防为主的方针,加强思想教育,不断提高金融职工队伍的政治业务素质,以教促廉。重点抓好职业道德、职业责任和职业纪律教育,增加职业道德意识和遵纪守法观念,增强做好金融工作的光荣感和责任感。

(二) 加强监督检查

监督就是对权力的制约。金融纪检、监察、稽核等部门要紧密配合,发挥整体优势,大胆履行职责,进行有效的监督。要把信贷、结算、现金收付、外汇管理等极易产生不正之风的重点部位工作人员作为监督重点,要运用信贷、财务、现金大检查等形式,主动出击,及时发现问题,及时进行查处。同时,还要从社会各界聘请一定数量的义务监督员,定期听取他们的意见,发挥群众监督的作用,把内部监督与外部监督结合起来,使金融工作人员置于人民群众的有效监督之下。同时,要加强基层监督部门的力量,健全机构,配齐人员。对纪检、监察干部领导要多关心,在待遇方面从优,以利于队伍稳定,并将更多的优秀人才吸引到纪检监察部门来,加强监督部门的力量,更好地发挥其职能作用。

(三) 加强制度建设

进一步加强制度建设,强化制约机制,建立和完善严格的规章制度和保证制度执行的制度,这是防范金融诈骗的保证。一是要抓现有各项规章制度的落实,坚决纠正有章不循,违章不究的现象。二是要针对金融诈骗的新情况、新特点,积极探索、制订、完善一些新的制度和措施。“两公开一监督”、“贷款审贷分离”、“信贷人员岗位轮换”、“信贷几不准规定”、“设立举报箱、聘请义务监督员”、“党风和廉政检查”等,这些制度对制止不正之风和经济案件具有重要作用,要不断充实,使之配套、完善。同时,要运用法律手段,严厉打击那些采用请吃、行贿等非法手段骗取贷款的不法分子,以保证国家信贷资金的安全。

(四) 健全信息监测网络

提高各金融机构的设备水准,完善金融电子化业务,建立健全银、贸、警联防体系和险情监测通报制度并将其纳入银行业务范畴,既能防止已着手的诈骗行为进一步蔓延,又可遏止其它人行骗动机的形成,还能使可能的受害者时刻保持戒备。

第二章 商业银行实务中的诈骗防范

第一节 商业银行与中国银行商业化改革

一、商业银行的产生与发展

商业银行最早的起源应为早期的借贷业务。在公元前的巴比伦王国,就已经开始了借贷业务,公元前 400 年,希腊许多城市的商业迅速发展,货币流通不断扩大,货币经营业有了很大发展,信贷业务由一些高利贷者控制,私营的银行业者在雅典有显著的发展。罗马时期,已经有了银行和信用的法规。

数百年后的中世纪时期,欧洲的威尼斯出现了银行机构,这是最早的银行机构,史称“威尼斯”银行,其后的几个世纪中私营银行事业由兴至衰,16 世纪末私营银行事业逐渐衰落下去。

但是随着商业的发展,货币流通范围日益扩大,迫切需要货币经营业为其服务,于是产生了许多公立汇划银行,这些被称为“划拨银行”的公立转帐银行的发展,完善了货币经营业务,孕育了信贷业务萌芽,为现代意义上的商业银行的产生开了先河。

真正现代意义上的商业银行是随着西方资本主义生产关系的产生而产生,关系的发展遵循两大主流传统而发展起来的:第一是英国式融通短期商业资金的传统,第二是德国式综合银行的传统。

二、商业银行的职能

商业银行是一种信用受授的中介机构,以获取利润为目的,唯一能提供“银行货币”(活期存款)的金融机构。总体而言,商业银行是以经营工商业存、放款为主要业务,并以获取利润为目的的货币经营企业。

商业银行的职能由其性质决定,主要有四种:

(一)信用中介

这是商业银行最基本、最能反映其经营活动特征的职能,其实质是把社会闲散货币集中到银行里来,再通过资产业务,把它投向经济各部门,商业银行作为货币资本贷出者与借入

者的中介,来实现资本的融通,并从吸收资金的成本与发放贷款利息收入、投资收益的差额中,获取利益收入,形成银行利润。

(二)支付中介

商业银行在经营中,通过存款在帐户上的转移,代理客户支付;在存款基础上,为客户兑付现款等,成为工商企业、团体和个人的货币保管者、出纳者和支付代理人。支付中介职能的发挥,大大减少了现金的使用,随着金融市场的发展,人们对使用支票和信用卡依赖程度不断提高,支付中介职能的重要性显得越来越大,对促进市场经济的发展和社会再生产的扩大有着重大意义。

(三)信用创造

商业银行能够吸收各种存款,并能够利用其所吸收的款发放贷款,在支票流通和转帐结算的基础上,贷款又转化为存款,如果这种存款不提取现金或不完全提现,就会增加商业银行的资金来源,最后形成数倍于原始存款的派生存款、当然商业银行也不能无限制地创造,它要以存款为基础,要求有贷款需求,并要受到中央银行存款准备率、自身现金准备率及贷款付现率的制约。

(四)金融服务

商业银行联系面广、信息比较灵通,特别是电脑在银行业务中的广泛应用,使商业银行能够为客户提供多种金融服务,这些服务包括:对企业的经济决策进行咨询服务;代企业进行自身的货币业务;为个人消费提供转帐结算;提供各种信托业务;提供贵重物品保管业务;经纪人业务等。

商业银行的存在与发展无论是在经济发达的西方国家,或是在市场经济初建的我国,都至关重要,其行为关系到经济的发展、物价的稳定以及顾客资金的安全和效益,如果一家商业银行出了问题,往往就会产生“连锁”效应,使社会震荡不安。正确认识商业银行的重要性与地位,充分发挥商业银行的职能,有利于加速金融以至整个经济的发展。

三、我国专业银行商业化改革

(一)改革历程

我国的金融体制改革从1979年开始,已历时15年,金融改革采取的步骤是,先逐步分设专业银行,为向中央银行体系的建立过渡而打好基础。

1979年中国农业银行重建;3月中国银行总管理处从中国人民银行中分设出来成为中国银行总行,同时成立国家外汇管理总局;1981年12月,成立中国投资银行,成为国家指定向国外筹集资金的专业银行;1983年中国人民保险公司脱离财政部,加入金融体系;1983年9月国务院决定中国人民银行只执行中央银行的职能,另设中国工商银行办理工商信贷和城镇储蓄业务,1984年,中国工商银行正式成立,1986年重新组建交通银行;1987年以后,相继成立中信实业银行、中国光大银行等全国性商业银行和深圳发展银行、广东发展银行、招商银行和福建兴业银行等区域性商业银行;城市信用社与农村信用社也逐渐恢复、建立和发展;全国各地还陆续设立各种信托投资公司和租赁公司、财务公司;外资银行、中外合资银行在经济特区和一些沿海开放城市开始设置。至此中央银行体制逐步完善,一种新的金融

第二节 商业银行实务中金融诈骗分析与防范策略

一、新时期商业银行实务中金融诈骗的特点

随着金融体制改革的不断深入,银行业获得了巨大的发展,其重要性越来越被人们所认识,信托投资、租赁、发行债券等融资领域成为我国对外开放、引进外资的重要渠道。

然而,大潮涌来,难免泥沙俱下。随着金融活动的日趋活跃,社会上形形色色针对银行诈骗资金的经济犯罪有所增加,而且手段不断翻新,纵观其种种表现,诈骗手法大概可归纳为以下几点:

(一) 利用各种票据行骗

票据作为一种重要支付凭证,在国际上使用十分广泛,但由于票据种类繁多,性质各异,加之国内居民极少接触到国外票据,缺乏鉴别能力,因而国内外诈骗分子常利用假票据进行诈骗,其手法多为:

(1) 开空头支票。

空头支票一般有以下疑点:①没有出票行地址;②来人非收款人且票已经转手;③出票行票据确认电无密押。

(2) 伪造票据。

伪造票据一般有以下特点:①附有出票行给付款行的付款授权书并要求在票据提示时需随附运输单据副本;②票据金额巨大;③伪造瑞士联合银行有权签字人的签字;④票据金额有涂改痕迹。

此类假票据主要来源于印度尼西亚。

(3) 偷窃有效票据,侨装冒领。

(二) 伪造或使用过期失效的信用证

随着我国对外贸易的迅速发展,国外不法商人利用假信用证进行诈骗活动时时有发生,该诈骗活动有以下特征:

(1) 先发无押电开信用证,后寄证实书;

(2) 开立远期信用证,辅以优厚利率,既可透使出口商出运货物,又可使收货人提货后不付款;

(3) 信用证中申请人与出面交涉的收货人分属异地;

(4) 信用证规定受益人装船后立即用快邮将正本单据寄给收货人。

(三) 以引进资金为饵,骗取银行文书

这类诈骗行为的特点是:

(1) 贷款人身份神秘,一般都为“某财团”,从不露面;

法权益与对外信誉的角度出发,主动配合、互相协作,避免更大的损失发生,保障对外经贸事业健康稳步发展。

(6) 严格各项规章制度和操作规程:

① 各行所必须按照保密要求和有关规定,指定专人保管、使用联行章(钢印)、密押(压数机)和空白报单(银行汇票),并实行专人专库三人管理,分别使用,印、押(压)、证、机不得交叉兼管,严把用印、用押(压)与微机操作关。本着实事求是的原则,对目前人员暂未配齐而业务量又较少的营业所、储蓄所,实行印押分管与印证分管的制度。

② 健全银行汇票管理制度。要加强对银行汇票管理人员的安全防范教育,防止银行汇票被盗或冒领问题的发生,严把保管、领用、登记、销号关,做到有帐有实,帐实相符。

③ 健全复核制度,除密押可采取自我复核的办法外,其它行所发生业务的有关凭证、报单、密押、电报、总分户帐、对帐单、报告表都必须换人复核,未经复核的业务,不准入帐、出行、严禁经办人员兼任复核员。

(7) 建立一整套防范体制。

面对越来越多的金融诈骗案件,作为一家国际化大银行,建立一套完善的防范体制是十分必要的。这一体制应包括三个部分,一是建立有效的风险防范网络,各商业银行应在行长室的领导下,成立由专门办公室把关牵头,根据业务不同性质,召集各主要部门经理成立反欺诈业务协调小组,共同参加研究,并责成有关业务部门负责查证,鉴别真伪,以澄清事实,是自上而下的防范体系。总行收到国外行的止付、挂失的本票、汇票、假证的通知后,尽早通知各管辖分行,管辖分行在自己防范的同时,通知各有关支行。二是各分支行要建立良好的防范制度:① 认真登记国内外挂失票据及其特征,这种登记应有连续性,不因人员更换而残缺不全。② 各有关部门,包括印、押部门及业务受理部门均需登记。经过多道关口把关,最大限度地堵住假票证。③ 根据不同情况分别登记。国外通知已注明出票日期的止付票据,至票据有效期一年后即可存档。对于国外行止付的空白票据,则须专门登记,随时翻阅。对假证则由印押、审证部门专门登记,备查。三是自下而上的反馈体制,各分支行在工作中遇到假冒票据后,须及时上报总行,以便总行通知各有关单位,共同防范。

任何经济案件的防范,都必须采取几管齐下、综合治理的办法,将治标与治本相结合才能奏效、积极防范,从设防的角度去考虑问题,立足于防患未然,有备无患,才能从被动的局面中解脱出来,把问题消灭在萌芽状态之中。

第三节 票据诈骗类型及其防范

票据有汇票、本票和支票三种,每一类的欺诈手法及防范都各不相同。下面,分别对其进行介绍。

一、汇票欺诈及防范

汇票是在国内经济活动和国际结算中使用数量很大的票据。单从票面金额计算,汇票结算量占票据总结算量的 60% 以上。正因为汇票使用广泛,单笔汇票的金额可大可小,并且汇票出票和流通的环节、程序比较繁杂,故汇票欺诈也是票据欺诈中常见的一类。同时,汇票还具有一个特点,就是它的票式由各出票人自己设定,国与国之间、一国之内个人与个人或银行与银行之间,所出的汇票样式都不尽相同。这也为汇票欺诈带来可乘之机,并为欺诈防范带来一定的困难。

经过对实际中大量欺诈事件的分析总结,这里将汇票欺诈分成以下共十种不同类型。

(一) 伪造整张汇票欺诈

伪造整张汇票欺诈是指整张汇票票面均属伪造或指明的出票人根本不存在。应该说,这是一种较为拙劣的欺诈,但实际中这种类型的欺诈案很多。

近年来,以伪造汇票为手段进行商业金融诈骗活动越来越多,原先常见于沿海地区,因为沿海使用票据结算较早,现在已经向内地甚至内陆边疆的一些省份发展。并且诈骗的金额一般都比较大大。

这些伪造汇票诈骗中,有的作案手段比较低劣,如我国河北省邯郸市某银行南桥支行 1992 年 11 月 20 日收进两张面值为 5 万元人民币的汇票,持票人是邯郸市某百货商场。初看之下,即发现这两张汇票纸质粗劣、字迹印刷不清,且字体大小不一。从外观即可判定此汇票属伪造。但有些汇票伪造得比较精致,主要的手法是运用高科技,根据一些银行的汇票方式制作相同的伪造汇票,使用该银行名称或虚构一根本不存在的银行。这在国际结算中,由发达国家寄送来的伪造汇票中居多。这类汇票单在外观上并没什么问题,纸质很好,印刷也精美。要判断这一类伪造汇票,必须从其内容入手,查看其具体记载是否与第二节中所记汇票要式相符?出票人、所记付款银行是否存在?资信用如何?选择性条款的记载是否自相矛盾?等等。

世界上有几个地区是伪造汇票的多发地区。尼日利亚商人票据是一个典型例子。从 1989 年初我国广东省收到第一张尼日利亚商人寄来的汇票开始,至今已有二十多个省、市、自治区发现有这类汇票。尼日利亚商人汇票诈骗的通常做法是寄函声称从中国出口企业名录上面了解到该公司名称、地址,对该公司经营的出口商品很感兴趣,并随信附购买样品的汇票作为预付货款,要求公司尽快空运形式发货。汇票表面一般完全正常,背面有“将空运提单附在该汇票后办理托收”的字样。在公司按对方要求空运发送货物后,将汇票交某银行托收时,才被对方银行告知属伪造。尼日利亚商人作案的基本点是“广种薄收”,散发的假汇票面很广,但每张金额都不大,在几千美元上下,收票单位易丧失戒备。

印度尼西亚也是伪造汇票的泛滥地。但印尼的伪造汇票金额较大,均在 100 万美元以上。如 1990 年广东省某银行发现的首张印尼伪造汇票,由 P、T、BANK GUMA SWADAYA、JAKARTA 出票,以印尼土著银行 BANK BUMI DAYA、JAKARTA 为付款行,票面金额 300 万美元。印尼伪造汇票的出票银行大多为 BANK BINA HARTA JAKARTA,但经查实该出票行仅是一家注册才一个多月,只有一间办公室,几个雇员,且无外汇业务经营

权的小银行。

香港和一些非洲小国也是伪造汇票的多发地区。

针对以上分析,有关单位和银行应采取以下措施防范伪造汇票欺诈:

(1)收到汇票时,应就汇票的纸质、印刷、文字、记载项目等方面进行仔细检查。若出现纸质过厚过薄与常见汇票用纸不一致、印刷不清楚、文字有明显错排、记载项目前后自相矛盾或不符合汇票要求规定时,应提起注意,及时送检,以免上当受骗。

(2)收到汇票而不知晓汇票上记载的出票人、付款人详情的,应迅速行动致电该出票人或收款人,或出票人和收款人所在地的自设的分支机构,就汇票签发人和付款人的资信、规模、业务范围以及汇票的有关情况进行询问。判断汇票真伪。询问速度一定要快,并在询问前一定要告知持票人暂时等候,不要贸然以汇票为保证发运货物。国际贸易中收到票据不等于收到现金,单纯一纸汇票,在无法确定其是否真实有效前,保证作用是很弱的。

(3)收到伪造汇票多发地区寄来的汇票时尤其要当心。这些汇票包括尼日利亚、印度尼西亚、香港及其它一些小国家。常见的付款银行名称中往往包含“NIGERIA”“INDONESIA”“HONGKONG”等字样,这是判断的依据。收到这类汇票,除按(1)、(2)步骤查询出票人或付款人外,还可从其常见的欺诈手段判断:尼日利亚伪造汇票金额不大,且同时寄发各公司的汇票号码也完全相同,并在背面都印有“凭空运提单及票据办理托收”;印度尼西亚伪造票据面额较大,且付款行多为不出名的小银行。

(4)加强对银行结算人员和有关贸易业务人员的票据知识培训,帮助他们了解正常汇票的格式、记载项目、汇票的不同种类,以及汇票伪造的常见形式、如何鉴别、怀疑是伪票后,该采取何种行动。许多业务人员对票据签发、流通转让方面的知识不了解,如在尼日利亚伪造票案中,有些公司的贸易部业务人员以为尼日利亚商人采取的方式为国际上流行的跟单托收结算方式,有的人以为收到票据就等于收受货款,因而贸然发货,以致货款两空。更有一些银行业务人员连汇票的基本知识都不知道,见着上面写有“汇票”字样的就以为是真实的票据,将伪造的汇票进行付款,特别是在内陆某些省区。这一切暴露了我国银行业务专门教育的不足,有待于我们提高认识,在这方面加强工作。

(二)伪造出票人或承兑人签章欺诈

伪造出票人或承兑人签章即是我们第一节基础知识里面提到过的票据的伪造,但这是广义的票据伪造。前面讲的整张汇票的伪造是指票面的伪造或虚构一个不存在的发票人或承兑人。这里的伪造指伪造者假冒真实的有资格的出票人或承兑人的签名或印章。

伪造出票人或承兑人签章的欺诈伎俩要比伪造整张汇票为高,对其进行防范也较难,因为这些汇票单从票面看很不容易直接发现问题。这些汇票一般都印刷与真票无异且要式齐备,尤为伪造承兑人印章的更为隐蔽。业务人员也许在经过一定训练后对伪造整张汇票的情况有较深入的了解,但对隐蔽性强的伪造出票人或承兑人印章就疏于防范了。

对伪造出票人或承兑人印章的欺诈进行防范的要点就是提高自己识别假冒印章的能力。

识别伪造印章与识别伪造的整张汇票相比难度更大。识别整张票据时,其格式是很重要的方面。绝大多数整张伪造的票据都可从格式中判断出与正常票据的不同,如大小不

万一票据被盗,原持票人应及时登报说明向有关出票人、背书人及承兑人发出通知。若汇票金额巨大,行动更应迅速。

银行在收入外地或国际上诈骗多发地的汇票时,应先与有关出票行、付款行联系,告知汇票号码、金额,请求对方协助查明。

(五)利用骗取的汇票欺诈

这也是比较常见的汇票正常票据欺诈方式之一。骗取的汇票也是票面上毫无缺陷。有时已无法从票据欺诈方面处理,而只能援引民法或刑法上的条例。原持票人在受骗后往往还不知情,给欺诈分子利用这一段时间提供了便利。更有甚者,可能帮助犯罪分子将票据作了有利于其进行欺诈的更改。

国际结算中,骗取汇票后进行欺诈的现象更为常见。当代世界贸易中大多采用信用证结算。信用证是由进口商请求,对出口商发出的授权出口商签发以银行或进口商为付款人的汇票,保证在出口商交来符合条款规定的汇票和单据时必定承兑和付款的一种保证性文件。即期付款信用证不用汇票,但远期付款信用证就必须以汇票为支付凭证。由于实际工作中信用证及其项下的汇票与贸易合同是分开的,故在信用证及其项下的汇票单独运行的过程中,比较容易受不法分子诱骗。汇票是贸易付款的最终单据,更是犯罪分子首要关注的目标。

对于利用骗取的汇票进行欺诈的事件,可采取的防范措施有:

(1)缩短汇票的流通过程,减少流通环节,并注意在各环节、各程序上把关。在背书转让及暂时交付中都要小心谨慎。

(2)出票人在签发票据以及合法持票人在转让票据时一定要调查清楚对方的身份和资信度。在不了解对方的真实情况时不要轻易背书转让或交付。

(3)银行在收到汇票要求贴现或抵押时也应先审查汇票的来路,向有关出票人和背书人询问,在票据证实为骗得时坚决拒绝其利有汇票骗取资金。

(六)有关汇票工作人员利用职务之便欺诈

银行的结算业务主要是指转帐结算,即经济往来中付款者与收款者使用银行规定的结算凭证,通过银行划转资金结清债权债务的过程。票据是重要的结算凭证。银行结算中离不开汇票的结算。某些汇票工作人员利用职务之便进行欺诈,这种欺诈常与变造汇票相联系,通过修改票据金额达到骗取金钱的目的。但也不完全是这样,也有的为自己开出整张空白汇票然后自行填写有关项目。另外,有关工作人员还常与境内或境外其它不法分子相勾结,联合起来进行欺诈。

对于此类欺诈,可采取的防范措施有:

(1)加强对有关工作人员的职业道德教育。配合自查和专项清理,开展反对有章不循、利用职务之便套汇的活动,提高其严格执行各项规章制度的自觉性。

(2)加强对规章制度执行情况的监督检查,提高经办汇票业务的合规性。严格执行各项规章制度,解决汇票业务经办过程中的不合规现象,是防范这类内部与外部勾结诈骗活动的基本条件。

(3)在对外经济交往中,要时常保持警惕。对各种信息,包括所谓银行出具的证明都应

该认真调查核实、去伪存真,绝不能盲目轻信。同时,对业务进行中的某些异常现象,如客户对信息的过早了解要注意思索,从中发现问题,防范诈骗。

(七)利用无商品交易基础的汇票欺诈

这类欺诈可简略地归为是“骗立”,一般发生在商业汇票的签发上。我国票据法规定商业汇票的签发必须以真实商品交易为基础。但有些个人和企业则利用汇票签发后的流通独立性,先以虚假合同为基础,在签发汇票后又违反合同条款不履行原定义务,以此诈骗。

很难将这样的欺诈加以界定,一方面欺诈活动离不开汇票的存在,另一方面,汇票的整个签发流通过程又毫无问题。也有人建议不将其列为票据诈骗,为将有关票据的欺诈作全面、详细的介绍,这里还是将其列入。

要防范这样的汇票欺诈,显然只能在经济合同签订前就必须做好有关的工作。象在本例中,制造有限公司就应对正远实业有限公司的生产工艺、制造技术加以了解,并实地考察其厂房、机器设备和雇员状况。在确切了解对方后再签订合同。

在合同签订后,也须时时注意对方的进程与合同规定是否相符?适当监督对方的行为。

只是这样的调查、监督都需要经济成本,若经过可行性研究认为这上面的成本花费超过了经济回报,则可放弃此家公司,另找合作伙伴。

另外,汇票的签发可持谨慎态度。即使在例中制造厂商需要融通资金的情况,也可先签发部分金额支持其样品生产,在确定对方产品质量后再全面加以支持。

(八)利用已过期无效的汇票欺诈

已过期无效的汇票应该由付款人或最终使汇票债权债务关系消灭的人收回、销毁。但有时由于疏漏或某些不法分子出于故意,仍然留在某些人手中,被其利用,进行欺诈。

对于采用过期无效的汇票欺诈,可采用以下防范措施:

(1)在企业经营人员中,特别是在外贸企业人员中广泛、深入地宣传票据的基本知识和流通过程,讲清识别汇票是否有效的审核要点。并尽可能以实例为样本,引导识别。

(2)充分发挥银行的作用,在对票据有疑问时及时向银行咨询,对有怀疑的汇票进行检验。银行的分支机构多,便于密切联系,且获得的信息可靠。另外,银行经验丰富,见过的各类票据多,并且技术力量强,易于发现问题。

(3)事实上,只要能对有关汇票各记载项目的内容有所了解,即可有效地防止这种类型的欺诈。

(九)利用汇票委托书欺诈

在我国,客户申请签发银行汇票前,应向签发银行填写“银行汇票委托书”,详细填明兑付地点、收款人员及款项用途等项内容。需要在银行汇票兑付地支取现金的,须填明兑付银行,并在“汇款金额栏”里填写“现金”字样,然后再填写金额,签发银行受理汇票委托书,经审核无误,收受款项后可据以签发银行汇票,加盖规定的印章并用压数机压印汇款金额。

随着近年银行票据业务的发展,银行工作人员对汇票本身的办理程序熟悉,欺诈防范的能力也越来越强。欺诈分子利用汇票直接进行欺诈的骗局往往被经验丰富的银行工作人员识破,于是,有些不法分子就把注意力转向审核较松的汇票委托书。

对于此类欺诈,可采取的防范措施有:

该联合企业从 1984 年就开始发行本票诈骗资金,当旧的本票到期要偿付时就用发行更大数额的新本票来补偿。仅 3 年时间,该企业就发行了 17861 张无担保的本票,总金额达 12149.36 亿第纳尔,按 1987 年 8 月底南斯拉夫社会簿记局查出此案时,美元兑 782 第纳尔计算,金额也有 15.5 亿美元,从 1987 年 4 月到 12 日,共有五千多张本票无法兑现,总值约为 3029 亿第纳尔,折合 3.87 亿美元。

除“阿格罗科梅尔茨”农工商联合企业外至 1987 年底,南斯拉夫社会簿记局还查出了有 230 多家企业发行了 7406 张本票,总值为 3230 亿第纳尔,折合美元为 4.13 亿。

这些企业发行空头本票,给南斯拉夫的社会、政治和经济以及国际声誉都造成了很恶劣的影响,原南联邦主席团哈·波兹代拉因为卷入此案而被迫辞职。

企业的信誉度较之银行要差许多,所以以企业信誉为担保的企业本票的安全性也差了很多,极易被一些不法企业利用进行欺诈。这就是各国限制企业签发本票的原因。

由于本票流通环节少,签发又受到一定的限制,故利用本票欺诈的案件远不如利用汇票的多。本票欺诈最常见的是伪造和变造本票欺诈,也不存在利用委托书欺诈。前者因为本票大多为银行信用、不需要有真实的商品生产或贸易为根据。后者是因为本票签发以申请书代替了委托书。

因为本票与汇票中间有诸多不同,实际的欺诈方式也就有很大的差别。

(一)以引进外资为由利用本票进行欺诈案

我国经济建设不断发展形成对资金的紧迫需求,在国内资金供给不足的情况下,引进外资成为一种重要的筹资渠道。但在引进外资的过程中一定要注意不可让引资的热情冲昏头脑,盲目相信某些实际并不存在的“外资”。尤其是途径非常不正式的票据引资,一定要先将票据鉴别真伪后再作决定。自己可根据本章第一、第二两节中介绍的本票知识加以判断。仍有疑问时可送交银行请其代为向出票行查询。

另外,可以看出,欺诈分子在伪造变造票据进行欺诈的过程中,同时也根据各种信息完善伪冒票据。但是欺诈分子毕竟大多为一些对银行业务、票据业务不了解的人,伪造变造的票据总有可疑之处。即使欺诈分子做得表面上样式完善、记载齐备,只要掌握了本票实际的记载规定,即可比较容易地判断出票据属伪造,明显的违反之处就是在票面上附加条款。

(二)团伙伪造本票进行欺诈案

由于伪造票据是一项较为复杂的犯罪活动,故其做案人员往往不止一个。他们采取分头行动,同时以伪造票据欺诈的方式做案,且到处流窜,寄希望于在某一个地方成功。在发现伪造票据的时候,有关的银行工作人员一定要坚决把其正本扣留下来,防止伪造票据又被欺诈分子携往别的地区进行诈骗。另外,对于这种不止一张的同类伪造票据欺诈,各银行间应该加强合作,发现伪造票据的银行工作人员应将伪票复印,传真到各相关银行,提起其它银行注意,防范欺诈分子再度以同样的伪造票据做案。

(三)控制银行出具本票进行欺诈案

在实践中,许多国外不法商人利用一些小国放松金融监管的机会,设立一些“虚构”的银行,开出完全无破绽的票据。这样的票据很难说是“伪造”票据,可将其归为类似于汇票欺诈中“无实际交易或资金来源”的欺诈类型要防范这样的欺诈,单靠客户已力不能及。本票本

身毫无问题,又附有保证书,若不经向出票行直接查询或向有关权威机构间接调查,是根本不知道这些本票是不能兑现的。另外,欺诈分子还采用同国内不法公司勾结,以提供投资贷款的方式,进行欺诈,并精心准备贷款协议书、意向书等。

要防范这样的欺诈,首先需要急于吸引外资投入的公司、企业在接到外商或国内一些资信不明公司的票据担保投资时,不能盲目相信,一定要请有关银行对本票真伪加以鉴定,确证是真票后再签订合同。其次要求有关银行在收到这类票据时一定要向出票行或有关权威机构查明本票是否真实,并且一定要全面、仔细。事实上,像这样精心策划的本票欺诈,只要客户或银行任何一方稍有疏忽,就可能导致欺诈成功,乙方受损。

(四)利用贸易融资以伪造本票进行欺诈案

随着对外开放,国内企业与国外机构有越来越多的接触。但是由于我国票据使用时间不长,范围不广,大多数人对票据知识不了解,或知之甚少。国外一些不法分子正是利用这一弱点,通过以一些伪造单据为保证答应提供贸易融资为手段,向国内客户骗取手续费和申请费。但是,“疑似之迹,不可不察”,不论什么样的票据欺诈,总会有漏洞之处,只要有关人员在遇到这种情况时谨慎、细致,一般是可以抓住马脚的。具体识别可参阅本章第二节内容中关于本票记载要式的部分。

另外,有关部门在防范欺诈时一定要注意各银行、各部门、各机构密切配合,争取在最短的时间内识别出欺诈分子真面目。不法分子实施票据欺诈,要在多方面活动,涉及的环节多、人员复杂。防范工作仅仅由一家银行的业务人员独立地进行是不可能有很大成效的,一定要各银行、各部门、各机构间都互相配合。

(五)银行内部人员参与伪造本票进行欺诈案

这类欺诈问题的根源在于出票行内部,说明出票行本身的监督管理应该改进,对本行内部人员应加强职业道德教育,并注意检查行内有关电传、电报、传真等通讯设备。这是最根本的防范。

对于我国国内客户来说,收到这种情况本票必须先送请有关银行检查,方可据票据内容行事。

对于受客户委托的银行来说,首先要在验票时认真仔细,其次必须与国内外的银行同业保持密切联系。查证时不要只听从一家金融机构的信息,而要多方咨询,综合考虑。并且在收到回复时也要细加揣摩,不可贸然轻信。

三、支票欺诈及防范

支票是出票人签发,命令指定银行无条件付款给持票人的支付命令书。一般出票人应在付款银行有足够的活期存款,可据以开出支票支付现金或转帐。支票兼具本票和汇票的特点。若是付款银行自己开出支票支付,则支票为银行为票。不过通常情况下出票人和付款人是同一人,这时支票类似于即期银行承兑汇票或即期银行汇票。有的国家票据法甚至直接规定支票为汇票的一种,如英国。

支票使用范围非常广泛,不仅在国际结算中使用支票的场合很多,在日常的购买支付或劳务交易中也经常使用。支票面额可大可小,签发简便,携带、兑付方便,这是其得以广泛的

③美国财政支票曾数次改版,并且新版投入流通后旧版支票即不再签发。案中的伪造支票出票日大部分为1990年初,而同版的支票最迟在1989年10月已停止签发。

④美国财政支票初期一般不能超过1000美元,后此限额加大到100万美元,但本案中有些支票额远超过了100万美元。

要对这种来路比较特殊的支票进行防伪,首先必须要了解有关这一类票据的背景知识,这样,在出现很多不符点后即可判断应属伪造。其次,国内银行在办理兑付业务时一定要审核支票来路是否正当,即收款人是否与美国政府有直接债权债务关系,是否从美国政府机构或驻华大使馆直接取得票据。最后,由于利用这种伪造支票欺诈的常用手法是:用假名开一银行帐户,然后将伪造支票存入,声称该款为贸易用款,再以生意未成为由提走现金。故银行在业务过程中,对异常的帐户活动应提起注意,特别是注意突然存入大笔款项不久又试图全部转走的情况。

美国财政支票空白支票在邮寄途中曾丢失数批,港商票据很可能来自于此途径。

2. 伪造变造香港银行支票进行欺诈案

(1) 案例介绍。

1990年8月21日,住某某市某宾馆的“海南国际中山工贸投资集团”副总经理程某某,在付帐时出示一张24万美元面额的支票,付款行为香港上海汇丰银行北角分行。某某银行某某市支付在收进此支票时发现有不少疑点,认定支票有问题,于是将支票正本扣留。并将支票传真到香港上海汇丰银行请其确认。上海汇丰银行回电:支票所列帐户已于今年初关闭。

其后,于9月12日,某银行某某市支行又收到由某某市物资公司业务员刘某某提示的一张面值500万港元的支票,付款人为交通银行香港分行深水埗支行。该行工作人员发现该支票也有不少疑点,即将支票正本扣留。随后向交通银行香港分行发电确认时,对方答复此支票属伪造。

此两案中发现的伪造变造支票有如下疑点:

①香港地区使用的汉语字体为繁体字,而24万美元支票受益人一栏的“万”字和大写金额栏的“贰”“肆”“万”“美”“元”均为简化字,且书写潦草。这很不符合香港地区书写习惯。

②24万美元支票的“万”字明显系后加进去的,字体比其它四个字小且上面一横仓促涂改时不慎涂为两横。支票是出票人对付款银行的支付命令,填写时必须字迹工整、清晰,有规则,并且很重要的一点是不能涂改和添加。

③24万美元支票的大写金额栏及小写金额栏印的是“HKDOLLARS”和“\$”,但欺诈分子却又在“HKDOLLARS”后填写“贰百肆拾万美元”,在“\$”前加写“USD”,画蛇添足,错误百出。

④五百万港币支票无出票日期,而出票日期是支票的一个必备项目,没有记载的话整张支票也就无效。

⑤“向中国购贷款”及大写金额栏的“伍百万元”几个字是铅字,都有一个特点就是上下排列不齐,间隔大小不一,明显是用铅字模拼起来印的。

(2) 分析及防范。

4日,鸿达有限公司派人带一名专家前来验货,提出包装箱规格不一,牢度欠佳,要求更换包装,并改为空运。开远外贸公司当时同意商定于5月15日最后交割。但5月7日,开远外贸公司不慎将已查出支票有问题的信息泄漏给了鸿达有限公司。次日鸿达有限公司的代办人员即故离全部去。开远外贸公司更换货物包装后准备空运,通知鸿达有限公司前来验货。但鸿达有限公司人员一直未来,只是指责开远外贸公司定价太高,声称不能接受这笔生意。

某银行山东省分行将支票传真至出票行后电话查询,出票行告知:支票号码、出票日期、签字及收款人全部无误,只是实际出票金额要比传真金额小得多。因规定限制,无法告诉具体开出额。

(2)分析及防范。

开远外贸公司未对鸿达有限公司的资信做详细调查就贸然签订大额销售合同,并着手发运货物,这种轻率的作法一定程度上为港商的欺诈创造了条件。

信用证是通过第三世界国家一家银行开出。这些国家的银行出于加强自身竞争性的考虑,对保证金的交纳比例要求不高,对信用证条款审查不严,故信用证开出晚于规定时间,金额也少了一部分,并且多了不少限制性条款,这些条款都很难履行。港商这样做的目的正是让受益人失去银行信用保障,以便最终逃避付款责任。另外,结算方式改为支票后,港商又用涂改,增加支票金额的手法进行欺诈。因为支票大写金额系打字机打成,故涂改很容易。该支票除金额外,其余一切正常,用平常的鉴别方式不易发现,尤其是港商只提供影印件或传真件,不提供支票正本,使鉴别更加困难。

要防范港商的这种欺诈,需要在各个环节和多方面都做好工作:

①外贸公司应在签订销售合同前详细了解贸易伙伴资信情况。尤其是与不法商人比较多的地方如香港、印尼等国家或地区进行贸易往来时更要小心。不能只听信某一公司的介绍,盲目信任。

②准备发货一定要等到对方发来有正当条款的信用证后方可进行,并且一定要坚持符合合同规定。

③在发现对方提供的票据有伪造嫌疑时,万不可心存侥幸,希冀对方还会提供真实票据。一定要与银行合作,予以查清。另外,在查证过程中应采取必要的防范措施阻止消息外泄,不可随便泄露给外部人员,特别是有欺诈之嫌时。若因疏漏,致使不法商人逃脱,则无法采取必要的手段迫使其履行合同义务并承担由此引起的一切责任和后果。本例中虽然货物未发出,但在这一过程中的更换包装、租用仓库、转移货物都支出不少且占压了不少资金,已给开远外贸公司造成不小的损失。

④在查验对方提供的支票时一定要支票正本,而不能是影印件或传真件。尤其是在对票据有变造时,以影印件或传真件很难加以判断,必须依靠正本核查。这也提醒我们,在对方只能提供非票据正本的影印件或复印件时一定要提起注意。

⑤外贸公司在与国外客户,尤其是首次发生业务往来的客户,进行贸易时,一定要事前进行资信调查。否则,等到问题已经出现时再查,往往已经遭到了一部分损失。

4. 尼日利亚不法商人利用伪造支票进行欺诈案

1991年6月25日,河北省某银行省分行营业部结汇科收进一张由河北省某进出口总

公司提交的一张银行支票。据持票人介绍,这张支票涉及的业务是国外尼日利商人主动与我国内一厂家联系的,厂家委托某进出口总公司负责货物出口。由于买卖双方未签订贸易合同且双方在以前没有业务往来,故某进出口总公司决定先将支票送交银行以确定是否能兑付。

该支票票面金额为 10407.56 美元,付款行为纽约大通曼哈顿银行,出票行为沙特阿拉伯黄金银行,出票日期 1991 年 5 月 26 日。某银行河北省分行工作人员检查后发现下列疑点:

- ①没有出票行的具体地址。
- ②支票上的有权签字为印成的字体,而不是盖章或手签。
- ③支票背面注明“凭货运单据副本电汇款项给持票人”,这样的记载不符合支票是无条件支付命令的特征。
- ④在银行年鉴上查不到有关出票行的任何资信状况等资料。

鉴于以上问题,某银行河北省分行的经办人员为慎重起见,于 6 月 29 日将支票正反两面传真给某银行纽约分行请求协助鉴定。7 月 3 日,某银行纽约分行回电告知,经与付款行联系,付款行称不知有出票行沙特黄金银行存在。建议河北省分行与付款行直接联系。7 月 4 日银行河北省分行改电纽约大通银行请其对支票加以确认。7 月 6 日,纽约大通银行回电称,沙特阿拉伯黄金银行出具的向大通银行支票的支票纯属欺诈行为。沙特阿拉伯没有什么黄金银行,建议某银行河北省分行将支票原副本寄大通银行交其安全部处理。至此可以断定,此又系尼日利亚不法商人利用的伪造支票欺诈案例。

此案又为尼日利亚不法商人利用伪造票据欺诈案。河北省某进出口总公司收到支票后与银行及时联系,请求鉴定,没有仓促发货,避免了可能发生的损失。

在前面我们已经讲过尼日利亚不法商人利用伪造的汇票或本票进行欺诈案件。可以说,尼日利亚不法商人欺诈已成为票据欺诈里面地域性很强的一种。故在此做一个简要总结,帮助大家认识这类欺诈。

(1)尼日利亚不法商人在我国进行欺诈的客观条件是:随我国改革开放的发展,可以进行对外贸易的公司越来越多的,原先几个外贸公司一统天下的局面已被打破。多家外贸进出口公司间相互竞争,都考虑积极扩大出口、促销产品、多创外汇,特别是在市场疲软、产品积压时更是如此。对不法商人利用票据进行欺诈的防范意识不够,在保证安全收回货款方面考虑较少。

(2)国内许多外贸工作人员对金融知识尤其是关于票据方面知识所知甚少,这也在一定程度上为尼日利亚不法商人利用票据欺诈创造了机会。有些人认为尼日利亚商人采取的方式是国际上流行的跟单托收结算方式,有的人以为收到了票据就等于收妥货款,因而贸然发货,遭致了损失。

(3)尼日利亚不法商人在欺诈时常见的程序是先寄函至国内某公司或企业,声称从某处了解到该企业或公司,对其产品很感兴趣,需要先寄一部分样品或先发少量货物以试探市场销路。随信附有伪造的汇票、本票或支票做为预付货款,希望我方公司或企业尽快以空运方式发货。收款时票据须付货运单据方可办理托收。来信中答应的贸易条件往往很优厚,如

预付货款,对商品规格、质量不做过多要求,不讨价还价甚至出价较高、购买的多为滞销积压商品,许诺样品符合规格则将大批订货等等。这就抓住了我国一些外贸公司和企业急于成交的心理,为其欺诈成功提供了保证。

(4)尼日利亚不法商人采用“广种薄收”方式欺诈,每次购买货物价值在几千到几万美元之间,但散布的范围很广。已经发现的伪造票据有几百张。大部分公司和企业经向银行先行咨询后未上当,但也有一些被其所骗。

应该说,尼日利亚不法商人进行欺诈可以成功的直接原因是我方人员对金融、贸易和票据知识的缺乏了。事实上,这种欺诈有不少明显的漏洞:

(1)尼日利亚不法商人送来的票据,包括汇票、本票和支票,背面均注明“凭空运提单和票据办理托收”,表面上类似于国际结算方式中的跟单托收。但是,从实务中的做法看。跟单托收包括即期付款交单、远期承兑交单和远期付款交单。在即期付款交单中,进口商的付款是即期的,无法要求“凭货运单据提示票据”,并且只有在付款后才能得到提货单。远期承兑交单必须有一张远期汇票,进口商必须承兑交单条件严格一些,只有在规定的到期日付款,进口商才能得到提货单。由于本票大多为即期,两支票全部为即期,故在远期承兑交单和远期付款交单条件下,不太可能以本票或支票为托收票据。综上所述,只有在远期承兑交单和远期付款交单中,汇票才可能符合尼日利亚不法商人的做法,本票和支票则一般不可能。再说,在跟单托收中,出口商是应该先验明票据真伪才发运货物中的。

(2)正常的国际贸易,进口方应该先收到货物或样品后再付部分或全部货款。在这之前最多只能预付百分之十几的定金。像尼日利亚不法商人这样未看到样品和货物就先把货款以票据形式寄过来,实在不是正常的商品交易方式。看来根本不怕预付货款后我方公司、企业不发货。我国公司和企业在国际上并没有像这样高的信誉度。并且,有可能因为种种缘故在规定期限内无法办成货物空运。故其寄过来的票据的可兑现性很值得怀疑。

(3)尼日利亚不法商人提供的货物条件也是不合常理的。通常都应该在看到样品后再确定是否大量订货,且样品价格一般要被压低,这也可算是出口商提供的优惠。另外还有购进滞销商品、预付货款等等。尼日利亚不法商人反其道而行之,应该是说明他们根本无意进行正常的贸易,而只是在进行欺诈。

(4)票据的签发行、承兑行和付款行都是虚构出来或未经授权而伪造签章。票据表面虽一切正常但只要向签发行、承兑行或付款行进行查询,一般即可发现票据属伪造。

国内的公司或企业可参照以上分析进行防范。除了从一些不正常现象推断外,向国内银行进行咨询,请求它们帮助鉴别票据真伪也是很有用的。

(二)空头支票欺诈

空头支票是指发票人超过其银行存款余额签发的支票。在第二节中已讲到,存款人在签发支票时必须有足够的存款帐户余额,或根据与开户行的协议可以透支。若签发的支票超过存款余额或超过透支限额,所签支票即为空头支票。空头支票以商业信用套取银行信用,托延付款期限,已构成票据欺诈。各国的票据法和其它法律制度都规定了对空头支票诈骗的制裁措施。法国 1935 年 10 月 10 日支票法统一法令第 64 条规定,对签发空头支票者处以 6% 的罚金。西德经济刑法规定:签发空头支票的处 2 马克至 1000 马克罚金;达到

扰乱金融秩序的,处5年以下徒刑,并课以10万马克以下的罚款。在我国,支票不允许透支,故票据法规定:出票人签发的支票金额超过其付款时在付款人处实有的存款金额的即为空头支票,禁止签发空头支票。

另外,空头支票还有两种变形形式。一种是空白支票,这种支票上应有的出票人签章和银行付款章已具备,但金额款填写。一种是据已关闭停用的帐户开出的支票。前者可以任意定义票面金额,很明显极有可能会超过存款帐户余额成为空头支票。后者因帐户停用后存款余额为零,所保留的支票理应做废,若再开出支票,只要有金额记载,已是空头支票。

1. 案例介绍

(1) 港商签发空头支票进行欺诈案。

河南省某国际贸易公司于1989年底开始同自称是香港全发实业投资有限公司大陆代理人的周某某做自行车生意。最初由于省轻工业品进出口公司与该国际贸易公司相互竞争,争相对周某某提供出口,被迫接受了周某某以商业支票付款的方式。

从1990年开始,周某某付款总不及时,所签发的支票也有一部分被付款行拒付,原因是香港全发实业投资有限公司支票帐户存款额不足支付。后经某银行河南省分行提醒,某国际贸易公司改变了对香港全发实业投资有限公司的结算方式,并通过经贸部委托一家美国商业帐务管理公司追帐。某银行河南省分行工作人员大办协助,查找香港全发实业投资有限公司授权周某某开出的支票托收档案留底及付款行的拒付通知作为证据,河南省某国际贸易公司最终回了应得的款项。

(2) 港商利用已作废帐户签发空头支票进行欺诈案。

1991年10月6日,四川省某市轮船公司财务人员与其北京联络员到中国某某银行四川省分行营业部,提示一张由香港上海汇丰银行旺角分行开出的支票,金额为360万港币,受益人为某市轮船公司,开票时间为1991年10月3日,支票号码为NO.067259。由于此票金额巨大,并且开票日期很近。中国某银行四川省分行的工作人员向持票人作了询问。答复是:此支票系香港某投资有限公司东南亚金融组织来某市合作投资的款项。

中国某银行四川省分行的工作人员一面对持票人作解释,让其留下支票以进行确证,一面同香港上海汇丰银行联系,查询支票事项。次日,香港上海汇丰银行回电:此支票帐户已于1989年底停用。

另外,尼日利亚商人也曾利用已过期帐户签发空头支票进行欺诈。1991年2月,江西省两家外贸公司先后收到尼日利亚两客商寄来的采购样品的支票,金额分别为10000英镑和25000美元,付款行分别为英国巴克莱银行和美国花旗银行,并附有尼日利亚公司的介绍。来函要求空运货物并以空运提单为凭托收支票。两公司都曾听说过尼日利亚不法商人欺诈案,为安全起见,持票至某银行江西省某市支行查验。后经查询,得知尼日利亚客商在美国巴克莱银行和美国花旗银行的支票户早已取消,两张支票都是空头支票。

(3) 欺诈分子利用空白支票进行欺诈案。

1992年8月4日,某银行云南省分行收到顾客交来的私人支票一张,出票人开户行为STANDARD CHARTBANK HAINAN RANCA,号码为001268。支票除出票人黄某某的签名外,其余均为空白。

(1) 案例介绍。

① 尼日利亚不法商人利用此种支票进行欺诈案。

1990年初,浙江省某外贸公司为了开拓西非市场,通过函电往来方式向尼日利亚商人介绍了自己的产品,尼日利亚商人随即来函表示愿意合作,附两张尼日利亚非洲联合银行出具的支票为预付货款,希望先发送一批样品,并表示以后可发展长期贸易关系。两张支票中一张是以伦敦国民银行为付款行,面额 1500 英镑;一张是以加拿大皇家银行为付款行,面额 900 美元。某外贸公司运货物后向某银行浙江省分行提示支票进行光票托收。后被两付款行均以“支票签章与预留印鉴不付,属诈骗行为”为由拒付。

② 港商利用此种支票进行欺诈案。

1991年1月7日,北京某工程有限公司持一张以香港南洋商业银行为付款行的支票至某银行北京市分行处要求托收,并问能否给予资金融通。支票金额为 232 万港币,持票人称此支票为香港某贸易运输公司(出票人)购买一批货物的预付款。某银行北京市分行工作人员审查支票后发现,票据本身票面不平整,说明已在外流传很久,另外出票人签字不流畅,有仿签之疑。为确保安全,某银行北京市分行一面向香港南洋商业银行办理托收,一面提醒某工程有限公司在支票未兑现前不可轻易发货。

在托收过程中,香港某贸易运输公司曾托人找到某银行北京市分行托收科,称收款人有急用,望先给予资金融通,被银行工作人员拒绝。

两日后,某银行北京市分行接到香港南洋商业银行退票和回电,告知不仅此支票帐户存款不足,且签字与预留签字也不符。

(2) 分析及防范。

对于印章与预留印鉴不符的支票,受票人一般是无法明了其底细的,只有委托银行办理收款时方能真相大白。因此,一方面在接受支票付款时最好先确定出票人资信。另一方面,发运货物也最好在支票收款无误后再进行。

从外贸公司和企业的角度讲,应做到:

- ① 贸易成交前先了解客户资信状况,防患于未然。
- ② 贸易成交时一定要签署经济合同以做约束。
- ③ 在货款未收妥之前,不要轻易发货,以免钱货两空。

从银行的角度讲,应搞好宣传工作,提醒外贸公司和企业不要与资信不明的客户打交道。对新客户尤其是像尼日利亚、香港这些欺诈骗多发国家和地区的新客户一定要通过各种渠道先调查其资信状况。并在自身业务中严格把关,对各公司交来托收所支票都认真了解背景,检查真伪。

2. 利用有关支票凭证进行欺诈

(1) 案例介绍。

1992年4月12日,一外商在某市物资公司一行数人陪同下来到某银行某市支行。据陪同人员介绍,该外商业与市物资公司洽谈一项投资事宜。外商为表诚意,当场开立了一张以美国纽约花旗银行为付款行的支票交给某银行某市支行办理托收,支票金额为 1000 万美元。银行按正常业务程序受理了这笔业务,在客户填写的托收申请书上加盖银行业务章后

交给客户做为回执留储备查。随后该银行考虑到支票金额巨大,又是个人支票,故采取稳妥的托收方式将支票单独制单于当天直接寄给付款行。过了两天,该支票因存款不足被退回,某银行某市分行按业务程序将支票退还给原客户。但又过几日,某银行某市分行发现有人将支票托收回执大量复印并列处招摇撞骗,声称有 1000 万美元托收存款在银行。后又发展至用私刻的银行业务章伪造银行托收回收,金额也任意扩大。

(2) 分析及防范。

有些公司和企业人员不明白银行回执的作用,只看到上面有银行业务章即相信确有此款。本例中的欺诈分子就吸引了不少这样的公司和企业,借允诺以此款投资之名,骗取钱财,欺诈分子利用了人们对银行的信任心理,但最主要的是公司和企业有些人员对银行业务凭证像本例中办理支票业务的托收回执作用不熟悉,要知道,银行业务凭证不一定代表一定数额的资金,即使是代表一定资金的凭证,也有可能因故无法兑现。故广大公司和企业人员应明白在与别的人员进行往来时,一定要调查其真实情况,不要只看到其手中持有多少多少数目的凭证。遇到有迷惑时应向银行及时咨询,不能自以为是。

3. 签发远期支票进行欺诈

支票一般是不允许签发远期性质的,尤其是近年来随票据理论的发展,各国普遍都规定禁止签发远期支票。远期支付应该用汇票或本票进行,支票只允许是即期的。

之所以不允许签发远期支票,是因为若可以签发规定一定时间后才能提示兑现的支票,即远期支票,则会给一些不法分子造成很好的欺诈条件。他们只需在支票必须等待有效提示日前的时间将存款全部提走,持票人就无法在支票到期时兑现。

鉴于现在无远期支票,大家只要看到有限制在一定期限后付款的记载,即可判断此支票有不是错签,就是有意欺诈,总之不能接受,即可防止上当受骗。

案例就不再赘述。

我国票据法也规定支票限于见票即付,不允许记载另外的付款日期。

(五) 与支票欺诈相关的几个问题

1. 支票票式问题

支票票式与汇票、本票有所不同。汇票、本票票式一般由出票人自己设定,花样、格式都比较多,支票一般是统一印制,花样格式都完全相同。这样,一方面使支票识别真伪的容易进行,只需与规定的票式相比即可。而汇票和本票在根据票式鉴别时,经验难以查到其原版的票式,另一方面造成支票在遗失或被盗后,无法像汇票和本票那样可以根据特殊的票式报银行挂失,若被不法分子所得,则一般可以非法兑得现金或转移到别的帐户上。尤其是在支票已进行复签后,转移到了持票人手中被盗或遗失时。

2. 支票不能等同于现金

在正常的结算和支付行为中,可以将支票等同于现金(转帐支票在收妥转帐后可从帐户提现,从这个意义上讲,只要能确保收进款项,即可视为现金)。但是,现实中存在诸多形式的支票欺诈,欺诈分子利用的心理战术之一,就是人们把收进支票视为收进现金的心理。欺诈分子无论采用伪造,变造支票的方式、还是采用开出空头支票的方式,都利用人们的这种心理,使人们乐于接受支票并疏于防范,不象对待汇票和本票那样谨慎。但是事实上,欺诈

分子的这些支票是无法兑现的,除非有可能向原出票人(大多为欺诈分子,也有可能是另外的受害者)追索回支票金额,否则这些支票就只是废纸一张。

3. 有关支票挂失问题

支票遗失或被盗后,可能转移到一些不法分子手中,因为这样的支票票面完全正常,故很容易被不法分子利用。在涉及到如何防范这样的欺诈时,不少人认为只要原支票开户人将遗失或被盗的支票挂失即可。但实际上,支票是办理资金结算或支付信用工具,是一种无条件支付命令书。并且它没有汇票中的承兑行为。因此,只要支票印鉴相符、大小写金额一致、用途正当、其它印载也齐全,即可直接向付款银行提示要求兑付。持票人无须证明自己的支票是正当途径取得,付款银行也不必进行其它方面的额外考证。因此,挂失实际上对冒领遗失或盗取的支票是不起作用的。

我国对支票挂失的规定是:对于已签发的现金支票遗失,可以向银行申请挂失,由签发人出具公函或有关证明,加盖预留银行印鉴,向开户银行申请挂失,银行查明未支付时方可办理挂失手续,收款人如遗失已受理的现金支票,应请求付款单位财务人员协助到付款单位开户银行办理挂失手续。对于空白现金支票和空白转帐支票以及已签发的转帐支票遗失,银行不办理挂失,付款人可请求收款人协助防范。但丢失支票一经支付,银行、收款人不承担法律责任。

另外,空白支票遗失后,遗失人不能申请公示催告程序以宣布遗失支票无效。因为在本章第一节中已提到过公示催告必须有确定的对象和范围,即申请人应当向法院提供票面金额、发票人、持票人、背书人等要据主要内容。空白支票一般只记有付款银行,唯一知道的还有出票人,别的信息均无法提供,故无法行使公示催告程序。若可以行使,法院通过该程序宣告无效,势必对善意取得该票据的持票人及其它票据关系人产生不利影响,引起票据关系紊乱。这也不利于防欺诈的工作。

认识清楚在支票遗失或被盗挂失无济无事,可以提醒我们在支票的保存上要更加小心谨慎,防止可能由此引起的支票欺诈。

四、票据欺诈及其防范综述

前面章节中,我们已对票据基本知识和汇票、本票及支票等各类欺诈及防范作了介绍。本节介绍一些票据欺诈及防范的综合知识。其中有一部分是对前面内容的归纳与总结,有些则是从另外的角度介绍一些新的东西。

(一) 票据欺诈的特征

1. 票据欺诈作为金融欺诈而具有的特征

票据欺诈是金融欺诈的一种。金融欺诈是指所有与货币、金融有关的欺诈,包括了贷款欺诈、信用证欺诈、股票欺诈、债券欺诈、票据欺诈,信用证欺诈等多种欺诈。这许多欺诈有一些共同特点,票据欺诈也同样具备:

- (1) 金融欺诈是需要凭借一定的脑力和特殊技能完成的一种智能型犯罪。
- (2) 金融欺诈往往经过事先的精心策划和周密安排方才付诸实施,是一种预谋犯罪。
- (3) 金融欺诈是由一定社会地位的人实施的白领犯罪。

(1)对印刷制成的伪造票据,一般采用比较法:

①对印刷特征进行比较检验。印刷特征包括印刷的版型、版面的内容、版面的尺寸、图文相对位置、图文细节、图文暗记特征等。譬如,就印刷的版型而言,采用凸版、平版、凹版或孔版制造出来的票据,其墨渍、纸面压痕、脏版现象等都有所不同。再比如,从图文相对位置来看,如果真票中图案、花纹、文字、数码之间的距离、角度等间隔、排列等与要检验的票据有很大不同,即可断定后者为伪造票据,值得注意的是。图文暗记特征可以作为识别伪造票据的主要标记,但并不是唯一标记,暗记一旦被欺诈分子所知,也可加以伪造。若仅以暗记为唯一的识别依据,就可能上当受骗。

②对票据印刷材料进行比较检验。为防止伪造,真本票据在印刷过程中都采用特殊的纸张和特别的油墨配方。只要配方未被欺诈分子所知,他们就不可能以完全相同的纸张和油墨制造伪造票据。在没有专门仪器设备的情况下,可以用紫外线灯,蓝光灯对被检验票据和真本票据的印刷油墨荧光进行比较,看它们是否一致。还可以用清水或酒精涂于被检验票据的局部,若该处颜色很快发生溶解,说明票据的印刷根本不是油墨而是水溶性颜料,必为伪造票据,此外,还可以从纸张的质地、色泽、厚度、花纹、裁切等方面鉴别票据真伪。

(2)对复印制成的伪造票据,也可以以油墨和纸张方面加以比较,但现代彩色复印机复印的伪造票据非常逼真,从这两方面检验比较困难。对付复印伪造,最好是采取加水印或加特殊材料等复印机无法复印的识别材料,这样容易识别,并且比较可靠。

3. 识别伪造票据的经验总结

经过对大量伪造票据进行欺诈案例进行分析,可以得出一些经验性的判断方法。在此介绍给大家,以供参考。

(1)根据出票人所在地区识别。

①从尼日利亚开出的票据。前面已经讲很多,这是个欺诈多发地区。

②从香港地区开出的票据。

③从印度尼西亚开出的票据。

④从一些小国家如瓦努阿图、英属蒙特塞兰特群岛等地区开出的票据。尤其是在象香港这样金融发达地区的商人。不利用本地发达的金融服务却偏要舍近求远以这些小地方开出票据,基本上可断定票据有问题。

(2)根据票据金额识别。

①当票据金额为特别整齐的整数时,票据值得怀疑,这是因为涂改成整数的金额变造票据较容易。另外对于信用证顶下的汇票,由于它是建立在某一笔特定的商品贸易基础上,故金额一般为货物价格加上运费、保险费等,不太可能一恰好为一整数,除非巧合。

②支票帐户通常作为日常支付的往来帐户,一般不计息,开户人若将这笔资金存于支票帐户会造成利息损失。故支票金额很大时,便值得怀疑了。

③尼日利亚不法商人进行票据款诈时金额总在几千至几万美元之间。

(3)根据相关时间识别。

①若支票上记载有指定付款日期,那么即为远期支票,属无效票据,并极有可能是欺诈分子签出。

② 欺诈分子常选择星期六或星期日银行停止营业时提交票据,使公司或企业无法通过银行进行核查,故在这段时间内收到票据时要引起注意,看对方是否有不良企图。

(4) 根据票据条款识别。

如尼日利亚不法商人进行票据欺诈时总在票据背面注明“凭空运单据办理托收”。

(5) 根据票据携带方式识别。

若交易对承无票据真本而只有影印件或传真件,那么即使有银行证明书,也应小心从事。

(三) 防范票据欺诈的协同措施

1. 从银行的角度出发,应该采取如下措施

(1) 教育银行工作人员熟练掌握有关票据防欺诈基本常识,树立防范票据欺诈的意识。

(2) 密切与公司、企业的联系,了解交易情况并帮助他们分析情况,加强对他们的防欺诈宣传。

(3) 同有关银行,包括海外银行积极主动配合,提高查询的效率,缩短鉴别伪造票据的时间。

(4) 银行工作人员应提高自己的业务能力,做到遇上客户送检可疑票据时能快速、准确地加以核查。

(5) 银行应有针对性地制订一些防欺诈措施,在发现伪造票据时一定要将伪票正本扣留,并将伪票传真至其它有关银行以利防范。

(6) 银行内部监督不能放松。警惕票据工作人员与外部人员勾结作案。

2. 从客户的角度出发,应做好如下方面

(1) 掌握有关票据的基本常识,了解识别伪造票据的一般方法,争取做到自身即可进行初步判断,不能过分依赖于银行。

(2) 进行交易往来前先了解合作对手的资信状况,尤其是在初次交往时。

(3) 遇到有疑问的票据时一定要查核清楚是真是伪再做行动。特别是在国际贸易当中,万不可轻易发货。

(4) 相信银行,在票据业务中有不明白之处时应尽快找银行咨询清楚。

(5) 加强对本公司或企业内部人员的监督尤其是结算和出纳人员,防止内部作案。

3. 从社会的角度出发

(1) 全社会要宣传、普及和提高票据知识水平。

(2) 全社会都应普遍树立防票据欺诈的意识,并坚决同其做斗争。

(3) 以法律手段威慑欺诈分子。发现有票据欺诈案件,公安机关可依法行使权力,对欺诈分子进行惩罚。

(4) 票据防欺诈要想取得显著效果,需要银行、客户和社会三方面共同的努力;需要三方面积极行动,密切配合。票据欺诈产生的原因是多方面的,所赖以存在的环境也是复杂多变的,这决定了不能单靠某一公司或某一部门的行动,而必须靠全体有关人员和部门、机构联合行动,才有可能真正防范票据欺诈。

第四节 银行信用证业务诈骗分析及其防范

一、信用证业务诈骗类型与内容分析

(一) 犯罪学家看融资活动中的信用证

在贸易,尤其是国际贸易中,买卖双方互不信任,买方如何预付货款,担心卖方不按合同规定发货,甚至不发货;如果卖方先发货或提交货运单据,也担心买方不付款。因此,需要两家银行做买卖双方之间的保证人,代为收款交单,以银行信用代替商业信用。其中,银行担当这一角色所使用的工具就是信用证。

信用证是一种银行开立的有条件的承诺付款的书面文件。按照这种结算方式的有关规定,买方先把货款交存开户银行,由银行开立信用证,通知异地卖方开户银行通知卖方,卖方按合同和信用证规定的条款发货,银行代买方付款。

1. 信用证结算方式的主要当事人

(1) 开证申请人,实际上是买方,付款人,进口商。

(2) 开证行,即付款行,是买方的开户银行。

(3) 通知行,即卖方的开户银行。

(4) 受益人,即卖方,收款人,出口商。从当事人的构成来看,信用证方式就是申请人与受益人双方通过各自银行了结清算收付关系的结算方式。

2. 信用证方式的特点

(1) 信用证是凭单据付款,不以货物为准。只要单据与信用证相符,开证行就应无条件付款,它是一种银行信用而非买主的信用,在信用证付款的情况下,银行处于第一付款人的地位,以开证行自己的信用出付款保证;

(2) 信用证不依附于买卖合同,银行在审单时强调的是信用证与基础贸易相分离的书面形式上的认证,即使信用证指明可援引该合同的有关规定,银行也不受其约束,开证行和参与信用证业务的其它银行只受信用证约束。

了解这些专业知识,对弄清什么是信用证诈骗十分重要。显然,作为一种融资活动,信用证方式本身并不足以消除欺骗行为的所有成因,也不是防止经济贸易活动中各种欺骗行为的唯一手段。事实上,信用证诈骗中虚构事实,掩盖真相的欺诈行为,都是围绕着信用证方式的某些特征而展开信用证方式结算主要保护的是卖方,只要受益人或其指定的人提交了表面上完全符合信用证的单据,开证行就有义务付款,而不论单据真伪。买方开立信用证时,所需支付的货款一般都已备妥,如果卖方制造了表面上完全符合信用证规定的假单据,如提单等,并向银行议付,银行根据信用证上述特点有向卖方付款的义务。假如一旦买方赎单后发现货物不符合合同的规定,欲据合同索赔时,卖方早已人去无踪了。可见,在以信用

证方式结算的情况下,一旦出现欺诈,受害人一般是买方,按《跟单信用证统一惯例》第 17 条规定:“银行对任何单据的形成,完整性、准确性、真实性以及伪造成法律效力或单据上规定或附加的一般和/或特殊条件,概不负责。”

(二)信用证诈骗概述

改革开放以来,我国涉外经济领域中的金融欺诈活动日趋猖獗。国内外不法分子互相勾结,利用各种伪造的金融凭证或资信文件对国内的企事业单位,金融机构及政府部门进行诈骗。不仅使国家、集体大量的资财蒙受损失,而且严重地干扰了我国的金融秩序,污染了整个社会的经济环境,成为一大社会公害。对此中央、国务院予以高度的重视,并指示有关部门配合社会各界严厉打击此类诈骗活动。

我国涉外经济领域中的金融欺诈活动大体始于 80 年代初期,从利用挂失、偷盗、涂改的外币旅行支票、信用卡等低级欺诈形式发展到目前伪造银行大额支付凭证或资信文件等高级形式;诈骗范围由若干沿海城市扩大到全国各地;涉及金额从数百美元、几千美元上升至百万、千万、甚至上亿美元,譬如去年披露的农业银行一百亿元备用信用证的巨额诈骗案是近期金融欺诈数量急剧增加,数额日趋巨大的一个典型案件。诈骗分子也由个别流窜犯发展到据点团伙作案;行骗对象从少数的个人转向国有企事业单位、金融机构和政府部门。

1. 信用证欺诈方式的分类

目前发现查获的不法分子利用信用证诈骗的方法,按手段不同分类主要有:

(1)伪造信用证。

伪造的信用证有两种形式:一是无密押电开信用证;二是假印鉴信开信用证。某些诈骗分子在伪造电开信用证时使用第三家银行密押,而第三家银行的确认电又没有加押,实行上所谓的“第三家银行”纯属虚构。在伪造的信开信用证中,有的签字无从核对,有的随证附假冒印鉴样式,或者开证行名称、地址不清,或者要求单据寄往不存在的第三家银行,等等。在此类诈骗分子活动中,如作为卖方,其后果往是丢失货物,却得不到货款。

(2)“软条款”信用证。

这种较新的诈骗方式目前国内已出现多起。所谓的“软条款”信用证是指开证行可随时,单方面解除保证付款责任的信用证。如开证行不通知生效,不发修改书,开证人不出具证书或收据,不来验货,不通知船公司、船名、或者迟发证书和收据等。这些因素均可造成中方出口商不能如期发货,信用证不能生效,或单证不符而遭开证行的拒付。所以此类信用证实质上是变相的可撤销信用证。由于“软条款信用证”是真证(不同于伪造),有些开证行又是海外中银集团机构,因此其手段更隐蔽,欺骗性更大,造成的损失也十分严重。

(3)伪造假提单。

这种诈骗方式中,买方开立的信用证真实可靠,而卖方在根本无货或有少量货物,或虽有货物但价值远远低于合同规定的货物的价值时,却可根据信用证的规定,制造相应的表面上完全符合信用证规定的提单等单据从开证行提取合同规定的货款。

信用证诈骗是一种金额较大方式隐蔽、揭穿骗局难度较大的诈骗方式。根据骗局的要素构成,也可以把信用证诈骗按扮演角色的不同,分为申请人诈骗、申请人伙同开证行诈骗、受益人诈骗、申请人伙同受益人诈骗等形式。

银行对外偿付信用证项下的款项,而后果则是外方到伦敦海事法院或其它有中国金融机构的当地法院起诉中方并通过法院冻结中方驻当地金融机构的资金,从而导致旷日持久的法律诉讼。因此,在通过法律手段处理这类案件时必须慎重,充分了解国内外有关法律,并严格按照国际统一惯例办事,处理好本国法院、警方、仲裁机关和外国司法机关的关系,采取及时、有效的法律手段处理好各类性质不同的欺诈案。

(4)加强银行内部稽核工作,内部稽核是防止问题发生或问题发生后及时采取补救措施并堵塞漏洞的有效方式。近年来国内金融业发展较快,许多银行扩建和新建了不少分支机构,这些机构内部运作机制有待于完善,人员素质有待于提高。即使是有多年经营历史的老的金融机构也有内部管理疏忽,以及内部人员作案的可能性。通过内部稽核制度的建立,能够有效地制止各种欺诈性犯罪活动,尤其能遏制内部勾结做案,以及某些经办人员违章操作而使诈骗分子有机可乘的情况。另外,如果银行内部稽核制度完善,即使发生了金融欺诈案,也可及时发现,并迅速采取措施,避免事态扩大从而挽回损失或将损失降至最低限度。

(三)申请人诈骗

申请人诈骗是行骗人扮演开证申请人的角色,用伪造假冒信用证或“软条款”信用证,行骗通知银行和受益人的信用证诈骗。此类骗局的欺骗性在于,使出口商,即受益人及其开户银行相信骗犯的开证申请人合法身份。此类诈骗在目前的信用证诈骗案例中所占比例极大。诈骗分子的真实身份,有的来自国外,有的出自国内,还有的是内外勾结。诈骗的主要手法是通过伪造信用证,用无密押电开信用证或假印鉴信开信用证骗取受益人货物。

在此类诈骗活动中,不法分子以伪造印尼、卢森堡、瑞士银行的信用证居多,行骗对象主要为国内一些业务不熟、缺乏国际贸易经验的进出口单位,以骗取质押金、佣金为目的。

收益人银行在审查时,如若发现信用证有伪造嫌疑,应采取如下防范措施:

1. 及时提醒受益人注意

银行首先应将这类伪造信用证及时通知公司,如果密押没有核符,应当书面通知受益人暂缓出运货物。

2. 积极调查开证行的资信

收益人银行应当通过查阅银行年鉴或通过海外分行的协助积极调查开证行的资信如何,也可以通过国外的代理行调查开证行的资信情况。

3. 力图直接与开证行取得联系

在通过其它方式仍然对开证行资信不明的情况下,通知银行可直接利用电话、电传与开证行联系,请求其通过第三家银行加押证实该信用证。

(四)申请人伙同开证行诈骗

申请人伙同开证行诈骗系指行骗人以开证申请人身份,与开证行勾结在一起,通过制造信用证条款障碍,行骗通知行和受益人,或申请人与开证行经办人员相互勾结,以假合同骗取开证行信用证项目款项的信用证诈骗。

在这一类信用证欺诈活动中,开证行与申请人两者会极力配合,企图瞒天过海、蒙混过关。由于有开证行的参与,骗局被害人对骗犯的合法身份往往坚定不疑,从而丧失了应有的警惕性。

在此类诈骗案中,银行与受益人应注意以下几点;

(1)在信用证密押、印鉴未核符之前,出口公司不可贸然将货物出运。由于现在许多国际贸易都是通过电传成交,且不了解对方。由于许多外贸公司在签订合同后,为追求缩短仓储时间,减少资金占用,怀着侥幸的心理,在印押未符甚至信用证未到就先把货物发出,但这种做法极具风险。

(2)随着世界高科技的发展,不法商人的诈骗手段也越来越狡猾。这就要求我们加强审证力量,提高业务素质,严格审证把关。从蛛丝马迹中发现疑点,堵住漏洞。

(3)加强银贸配合,及时互通信息。通知行可向公司提供一些与其有代理关系、信誉好、支付能力强的银行供外贸公司在签约时参考,公司在成交前,应及时对客户资信进行调查。在成交后若发现异常情况需迅速通知银行,以便银贸双方共同采取防范措施。

(五)受益人诈骗

受益人诈骗是行骗人以受益人或第二受益人身份,用假单或假货,行骗开证行、通知行、申请人的信用证诈骗。和申请人诈骗案件一样,此类案件在信用证诈骗案件中是发案率极高的一种,危害也较大,给受骗人带来的损失也较为严重,需要谨慎防范。

诈骗的手段有两种:一是利用空头提单诈骗;二是伪造清洁提单诈骗。因此,银行与买方应保持高度警惕。

(六)申请人伙同受益人诈骗

申请人伙同受益人诈骗是申请人与受益人相勾结,以“空”信用证,行骗通知行的信用证诈骗。

在此类诈骗中,骗犯是同时扮演了基础贸易中的买卖双方,即扮演了申请人角色,又扮演了受益人的角色。而按照信用证方式的基本特性,信用证不依附于买卖合同,银行在审单时强调的是单证相符,是信用证与基础贸易相分离的书面形式上的认证。这样,如果受益人和申请人相互勾结,其欺骗性极大,有关银行应当倍加警惕。不但在审单时要严格把关,强调单证相符,而且在办理打包贷款时还必须仔细审核信用证的有效性,并且注意防范申请人和受益人伙同起来骗取银行贷款。

二、假冒信用证诈骗分析与防范

假冒信用证是缺乏成为有效信用证的必备条件而表现出自身虚假性的信用证。用这种信用证进行诈骗,是在信用证诈骗中属手段较为拙劣的一种。

假冒的信用证有两种形式,一是无密押电开信用证,二是假印鉴信开信用证。某些诈骗分子在伪造电开信用证时使用第三家银行密押而第三家银行的确认电又没有加押,实际上所谓的三家银行纯属虚构。在伪造的信开信用证中,有的鉴字无从核对,有的随证附假冒印鉴样式,或者开证行名称、地址不清,或者要求单据寄往不存在的第三家银行,等等。

在此类诈骗活动中,不法分子以伪造印尼、卢森堡、瑞士银行的信用证居多,行骗对象主要为国内一些业务不熟,缺乏国际贸易经验的进出口单位,以骗取质押金、佣金为目的。

按假冒信用证的识别特征,可以将假冒信用证诈骗方式分为以下电开信用证无密押、假借国际大银行名义开立信用证、借用第三家银行密押等七种方式。以下针对这七种方式一

此类诈骗,诈骗分子手段巧妙,诈骗手法多样,但无不会留下蛛丝马迹和疑点。有的电开信用证无密押,有的虽有密押但并未加列与我方银行密押(密押不全),有的密押不符,这类诈骗手段主要是企图钻银行结算程序的空子,企图利用银行工作人员的疏忽骗取货物及各种预付金、定金,而且也利用我国一些外贸企业进出口业务经验缺乏,急于出口创汇的心理,妄图瞒天过海。

从上述分析中可以得出,只要采取以下防范措施,便能使诈骗分子无机可乘,防患于未然。

1. 坚持规章制度不动摇

严格的密押制度是保卫银行信用文件不被伪造的“门神”,坚持核符密押是银行结算工作的基本准则。我国银行规定,对于加押电的转递(包括代核密押)转递行必须在原电密押核符的基础上再行加押,以确保所转电讯的真实性。该规定不仅适用于我国银行系统内的转报,原则上也适用于我国外汇结算银行接收和处理代理行和国内同业转来的加押电。这一规定也符合国际统用证统一惯例 UCP500 对通知行的要求,在上述的一起密押不全的案例中,正是由于我方银行人员坚持了这一规章制度,才使犯罪分子最后露出马脚,因为他们无法获得纽约 C 银行对我方银行转报所必须的密押。所以,坚持了严格的结算制度,规章,才揭穿了诈骗分子的骗局。

2. 处理特殊问题要善于综合分析

信用证是纸面上的业务,它不依附于买卖合同,银行在审单时强调的是信用证与基础贸易相分离的书面形式上的认证。同时,信用证是凭单付款,不以货物为准,只要单证相符,开证行就应无条件付款。由于信用证业务这一特性,就给诈骗分子进行诈骗活动创造了一定的条件。

但是,这并不妨碍银行工作人员了解多方面的情况,在一定条件下,银行业务人员了解掌握有关开证人、开证行的资信情况,贸易背景以及签约过程对于正确地分析和处理问题十分有益。

3. 正确执行国家规定的代理行政策

正确执行代理行政策,对疑点颇多的信用证,积极的和代理行联系、开证行、传递行联系,辨以真伪,是反伪造信用证诈骗的重要手段。

(六)制造信用证“软条款”进行诈骗

随着我国国民经济的发展,对外开放政策的进一步落实,我国对外金融、贸易活动取得了巨大的发展。但在国外金融团体和外商纷纷拥入中国这个大市场投资,做生意同时,极少数国外金融掮客和投机商也趁机混水摸鱼,利用我国对外开放,部分省市外向型经济起步较晚,对国际金融与贸易业务还比较生疏、金融风险意识淡薄之时,进行金融诈骗,严重干扰了我国经贸,金融业务的工作秩序及社会治安,而且给我行工作造成了许多麻烦和经济损失。

通过制造信用证“软条款”的伪造信用证诈骗是一种比较巧妙的诈骗方式,其目的是通过一系列不符合国际惯例的条款,给受益人制造困难,丧失主动权,而给诈骗分子骗取货物创造有利条件,便于其提货潜逃或无端挑剔,拒绝付款,骗取我方的预付金、定金。此外,制造信用证“软条款”进行诈骗往往和盗用密押、借用国际著名银行开证等诈骗方式结合起来,

给我银行工作人员识破骗局造成一定的困难。

此类诈骗给予我国银行结算部门的启示是：

(1) 国外不法商人伪造信用证，一般选择一些与我行无代理关系的银行，而且用押方式较多采用第三者银行的密押，在我方银行查询时也不积极答复，以便为贸易诈骗提供可乘之机。对此类信用证，我方银行应小心谨慎，特别注意，及时联系受益人，以防止经济损失。

(2) 国外不法商人通过制造信用证“软条款”伪造信用证的目的，就在于骗取货物。所以，信用证规定的运输路线与方式均比较特殊，一般以租船运输及转船运输，并指定收货人，发货人作为其诈骗的一个部分，此类信用证，受益人在发货后，不易掌握货权，容易造成钱货两空。

根据该类诈骗活动的特点，银行结算人员应针锋相对，对症下药，采取以下防范措施：

(1) 认真审核单证条款，仔细分析。单单相符、单证相符是国际结算人员办理信用证时的基本准则。结算人员应不断吸取经验教训，掌握制定信用证条款的国际惯例和通常做法，逐项分析，切忌马虎从事，让诈骗份子得逞。

(2) 严格按照规章制度办事，核实信用证的真实性。在上述分析是提到利用自相矛盾的条款进行诈骗和其它方式的诈骗手段往往结合在一起。因此，银行也就采用前文介绍的那些防范措施，如核符密押等发现、识破假冒信用证。

(3) 在遇到可疑的信用证条款时，应及时与国内受益人联系，共同协商，联合起来，分析其对我方受益人会有何不良后果，为开证申请人诈骗提供的便利程度，综合分析，作出正确、全面的判断。

(七) 伪造印鉴的信用证诈骗

印鉴是银行结算工作中防伪的重要武器。因而，许多信用证诈骗行为也离不开印鉴、印文的伪造。

在检验印鉴印文中，同一认定是印文检验，核对的主要目的，而比较法是对不同印文进行同一认定的主要途径。银行国际结算工作人员在核符印鉴、印文时，应当了解以下识破假印鉴印文的知识。

在比较合法印鉴的印文与所检验的可疑印文是否出于同一枚印章，首先应比较两者的规格性特征。如果两个印文的规格性特征具有明显的不同，则两个印文肯定不是出于同一枚印章。印文的规格性特征主要包括以下要素：

- (1) 印文内容，即印文文字，图案内容。
- (2) 印文形状，是圆形、椭圆形、方形、长方形，还是菱形。
- (3) 印文尺寸。
- (4) 印文内容布局，是环排、横排，还是竖排；是从左到右还是从右到左。
- (5) 印文边框，是单边还是双边；是粗边还是细边。
- (6) 印文字体，是楷、宋、隶、篆，还是行；是简体还是繁体。

在大多数情况下，狡猾的诈骗分子不会在印鉴印文的规格性特征上露出破绽。因此，对印鉴印文的比对来说，更主要的是看印文的细节特征。

- (1) 字间距、图文间距，即字与字之间，字与边框之间、字与图之间的相对位置及距离。

(2)线条相交位置,即笔画、线条之间交叉连接、搭配的部位。

(3)相邻笔画、线条的比例,包括长短、粗细的比例关系。

(4)相邻笔画、线条之间的角度。

(5)印文其它形态,即笔画、线条的粗细变化、弧度变化、缺损、附着物痕迹,暗记等特征。

如果相比对的两个印文在规格性特征上相一致,在细节特征上也看不出十分明显的差异,仍不能肯定出于同一印鉴。从某种意义上说,印鉴、印文真伪判定的肯定性程度,要低于指纹等同一认定结论的肯定性程度。这主要有几方面的原因。

上述印鉴印文的两类特征都可以视为印文的结构性特征。也就是说,印文检验的主要依据就是出于同一印章的印文,应当具有相同的结构性特征。目前,用特征标志法测量比较法,现线比较法,拼接比较法,重叠比较法等方法检验印文的真伪,就是依据这一原理。

但是,从伪造印章、印文的方法手段来看,雕刻法和描绘法不是伪造的唯一方法。所谓雕刻法,就是照真印文再雕刻一板印章。描绘法伪造印文,就是将伪造的文件覆盖在真印文上透光描绘;或将真印文覆盖在伪造文件上,造成压痕后加以描绘;或将真假文件之间放入复写纸,描出轮廓后再用所需颜色加以描绘。

这些方法的共同特征就是难免留下手工痕迹。不要说不同人刻制的印章很难完全一样,就连同一个人在不同时间刻制的两枚印章也不可能绝对一样。因此,对这些手段伪造的印文进行比对,比较容易作出结论,真印文与所检验的印文是否出于同一枚印章。问题在于,在伪造印章印文的方法决非这两种。例如,照相制版法、复印法等方法伪造的印文,仅仅靠结构性特征的识别,就不易发现其中有诈。

照相制版方法伪造印文和复印法伪造印文,在内容、形状、尺寸、布局边柜、字体、图文间距、线条比例、角度、弧度、粗细等方面,甚至暗记、缺损等特征,都与真印文之间无明显差异。因此,除了比对不同印文之间的结构性特征外,还应检验可疑印文的其它特征。

例如,如果是照相制版伪造的印文,纸面上就没有凹入的压痕,印文化学物质成分也不是印泥、印油。如果是复印法伪造的印文,纸面上也没有印章的压痕,甚至还会表现的印文的反象,或留有蜡屑,因此,印文检验,不能满足于结构性特征。

以上叙述还暗含一前提,即认为只要同一枚印章在任何情况下都应当留下相同的印文。其实,这样说在大多数情况下可以,但没有考虑到印文本身的变化这个因素。加上这个因素后,不仅结构性特征相同的两个印文也可能出自一真一伪两枚不同印章,而且一些特征看上去不同的印文,也可能是出于同一印章。这就使印章印文的鉴别变得更加复杂。

首先,受材料、外界温度、湿度的影响,印章本身的尺寸,形状会发生一定程度的变化。其次,由于盖印时的压力偏斜方向不同,也会出现不同效果。第三,盖印时所用颜料的成分多少,衬垫物的不同,也会使同一印章留下不同印文。第四,作为比对依据的真印文,随着时间、温度、湿度、折叠等因素的变化影响,有可能发生变化。

如果忽视这些因素,就无法肯定不同印文之间的差异是本质差异还是非本质差异,可能将真印文误认为假印文,影响到正常融资业务活动的效率。这正是要求对印鉴、印文进行综合评判的主要原因。

对印鉴、印文进行综合性评判,首先要求审查单证人员时刻保持高度的防伪意识和敬业

精神,不轻易放过任何可疑点。其次全面熟悉伪造印章、印文的各种方法手段,不以结构性特征的同一为识别真伪的唯一标准。第三,坚持各种检验手段的综合运用。第四,在不断总结经验的基础上,积极利用各种可能的现代科技手段,开发出技术含量高的专门检验设备,尽量减少检验工作对具体检验人员经验因素的依赖。

三、信用证“软条款”诈骗及其防范

(一)“软条款”的含义

所谓“软条款”信用证是指开证行为可随时、单方面解除保证付款责任的信用证,如开证行不通知生效,不发修改书,开证人不出具证书或收据,不来验货,不通知船公司船名,迟发证书和收据签字不符都能造成出口商不能如期发货,不能使用信用证或造成单证不符遭开证发货,实质上这类信用证是变相的可撤销信用证。我国银行已经发现多起以软条款信用证等手段,骗取国内出口商质押金、佣金或内外勾结骗取货款为目的的案件。

“软条款”又称“陷阱”条款,主要有:①规定船公司、船名、装船日期、目的港、起运港、验货人等需开证人以修改书形式通知受益人;②规定品质证书须由开证人出具,或须由开证行核实或与开证行存档的签样相符;③同时规定相互矛盾条款,置受益人于被动地位;④开出暂不生效的信用证,这类信用证常常有这样的条款:本证暂不生效,待进口许可证签发后通知生效,或待货样经开证人确认后再通知信用证生效。

“软条款”信用证诈骗的标的也是受益人的货物以及各种预付金。可是“软条款”信用证诈骗实现这一目的的手段,并非是通过假冒信用证,而是依靠其生效方式中埋藏着的危险性条款。这些条款的直接后果是可能造成受益人不能如期发货,不能使用信用证,或因单证不符、签字不符而遭开证人行拒付等。而正值受益人为收取货款而忙碌时,货物和预付金已经出手,受益人失去了控制权,造成钱货两空的恶果。因此,“软条款”信用证诈骗比假冒信用证诈骗手法更高明、更巧妙。

(二)“软条款”信用证诈骗的主要特点及防范

“软条款”信用证诈骗方式与假冒信用证和伪造单据的信用证诈骗,后两者在客观上具有伪造信用证或单据的行为,因而只要银行审证人员坚持按规章制度办事,密切银贸联系,不难粉碎诈骗分子的阴谋。然而“软条款”信用证诈骗中的“软条款”,不是就过去或现在的某种事实的虚假,而是依靠其生效方式中埋藏着的危险性条款。这些条款的直接后果是造成受益人不能如期发货,不能使用信用证,因单证不符或签字不符遭开证行拒付等。而当受益人正为这些麻烦奔波时,货物或预付金已经出手,失去控制。这也正是“软条款”信用证诈骗比假冒信用证诈骗技高一筹之处。

从软条款信用证诈骗特点来看,通知行和受益人应从以下方面积极防范:

第一,出口商如选择信用证作为支付工具,首先要做好客户资信调查,慎重选择交易对象,切莫以中间人的资信代替交易对象的资信。

第二,作为信用证的受益人,出口商应要求买方尽快开立信用证,为必要的修改留下充足的时间。也就是说,如果受益人到临近装船时才发现收到信用证与买卖合同不相符,或者其中具有无法履行条款,又没有足够的时间修改条款,那么,违反信用证或买卖合同规定的

责任就落到受益人身上,使受益人承担了不必要的风险。

第三,由于通知行有责任审查来证的表面真实性,因此应严格审核信用证内容与买卖合同是否相符。信用证审核的要点是:

- (1)信用证是否经过通知行,是否是由信誉卓著的银行开出的不可撤销信用证;
- (2)信用证有无限制在其它银行议付或付款,如限制在其它行议付,应先确认该行愿意接受“再议付”,方可受理;
- (3)信用证是否有效,货物是否在最后装船日期以前装运;
- (4)信用证有效金额,是否是以支付汇票金额;
- (5)信用证内容是否符合外汇、外贸管制条例;
- (6)信用证是否经过修改;
- (7)电开信用证,其规定凭证实书是否有效、信用证金额,币种是否是可自由兑换货币。

信用证内容与买卖合同不相符的后果是,受益人要么只能遵守买卖合同而不得不违反信用证有关条款的规定,要么只能遵守信用证规定,而不得不违反合同有关条款。结果,要么遭到银行拒付,得不到货款,要么是被开证人以违反合同为由索赔。可见,银行结算人员审核信用证条款时对于防范不法分子进行“软条款”信用证诈骗极为重要。

第四,如果来证具有预付佣金、履约金,或大宗货物一次装船等条件,应予以拒绝。以防预付金被骗,风险过于集中。

第五,审查信用证本身的有效性。从某种意义上说,“软条款”信用证也是一种不具有有效性的信用证。因此,对信用证本身有效性的审查既是假冒信用证诈骗的被害预防,也是“软条款”信用证诈骗的被害预防。这方面银行结算审查的要点包括:1. 审查开证行自身的信用可靠程度;审查信用证是否有“不可撤销(irrevocable)”字样,也就是说是否为不可撤销信用证;审查是否买方和开证行保证付款的条款;审查是否有暂不生效的“软条款”;审查效期是否适当等。

四、伪造单据的信用证诈骗及其防范

(一)单据的概念与种类

在国际贸易法结算中,不论采取何种结算方式(汇款、托收、信用证),买方和卖方之间,都要进行单据的交接。根据每笔交易的具体情况,单据的交付方式,交付单据的种类和内容,交付单据的条件又有所区别。因此,为了在国际贸易结算中防范国际不法商人利用各种单据进行诈骗,有必要了解关于信用证项下各种单据的基本知识和防诈骗手段。

国际贸易中的单据代表着货权,也就是说谁掌握了单据就等于掌握了货物。经过单据的转移就达到了货物转移的目的,并使得货物的转移合法化。

货物的单据化,大大便利了货物买卖付货权的转移或让渡,使得银行作为国际贸易的桥梁,为国际结算提供保证作用和结算服务。假如货物没有单据化,不能被单据所代表,银行在买卖双方的货物交割、支付货款中发挥保证作用是无能为力的。因为无法掌握、控制和转移货物,而且银行由于自身业务活动的特点,也不愿被卷入实际货物交易之中,所以无法介入贸易结算中。因此,只有在国际贸易中做到货物单据化,银行才有可能介入贸易,通过掌

握单据,控制货权,转移单据,转移货权,提供信贷,保证付款,促进贸易的发展。

单据的正确与否是受益人顺利、及时收到货款的基本保证。这就使得单据在国际贸易和国际结算中占据了重要地位和作用。

国际贸易中所用的单据大体可分为货运单据(Shipping Documents)和辅助单据(Additional Documents)。所谓货运单据主要指提单(Bill of Lading),保险单(Insurance Policy)和商业发票(Commercial Invoice)。近年来,随着运输方式的发展及技术改进,出现了多种运输工具联合运输方式下开出的联合运输单据(Combined Transport Documents),这种联合运输单据也构成一种重要单据。以上四种单据也称为基本单据(Basic Documents),在实际交易中,除上述四种单据之外,还常要求其它单据作辅助,这类单据称为辅助单据。辅助单据因名称不同的货物,不同贸易法规而异。种类繁多,不胜枚举,常见的有:

领事发票(Consular Invoice)、海关发票(Custom Invoice)、检验证明书(Certificate of Inspection)——主要包括品质(Quality)、质量(Weight)、数量(Quantity)、分析(Analysis)、兽医(Veterinary)、产地证明书(Certificate of Origin)、箱单和重量单(Packing List and Weight List)、电抄(Cable Copy)。

由于国际贸易中有相当一部分为转口贸易,要由代货商提供货源,因此中间商往往要求真正的供货商提供中性单据(Neutral Documents)。所谓中性单据一般指装箱单、重量单。中性单据一般仅描述货物的情况,而不出现供货商的名称、地址和国籍等供货商的情况。

此外,在国际贸易结算中所使用的跟单汇票也被称为必要单据,尤其是以信用证和托收方式结算时,国际上称汇票为金融单据(Financial Documents),称上述的基本单据(货运单据和辅助单据)为商业单据(Commercial Documents)和官方单据(Official Documents)。根据国际惯例,信用证和托收业务都可以不要求汇票,但是凡要求汇票的,汇票就必须与信用证相符,托收汇票要与所附单据相符。在这种情况下,汇票也视为单据。

(二) 伪造单据的信用证诈骗的特点及防范

这种诈骗方式是信用证受益人或出口商在货物根本不存在或者货物与信用证项下规定的不符情况下,以伪造的单据企图骗取开证行因形式上单证相符而无条件付款的信用证诈骗所。作为付款的书面承诺,信用证的条件就是单证相符,单单相符。由于信用证结算方式特有的特点,只要受益人提供了与信用证相符的单据,开证行就应承担付款责任。换句话说,银行只凭单付款,不对货物负责。这也正是伪造单据的信用证诈骗倚仗的主要条件。

尽管不法商人诈骗方式各异,手段巧妙,但只要我方银行和公司积极采取防范措施,识破骗局、粉碎诈骗分子阴谋并不困难,具体措施如下:

(1) 提高银行人员的银贸知识水平,不仅要熟知信用证各种条款规定以及国际惯例,此外还要对各种单据的基本内容和规定了熟于胸,掌握审核各种单据的审核要点,做到单证相符,单单相符。及时发现疑点,随时识破变幻莫测的欺诈骗局。

(2) 进口商应当慎重选择贸易伙伴,在初次与资信不明的外商做生意时,应采取适当途径调查客商的资信;必要时银行可出面帮助调查,做到心中有数。

(3) 公司应尽量少签可转让信用证合同,如确实需要转让,则应限制仅转让给某某,或某某出具的单据可接受。同时还应及时进一步了解受让人的资信情况,以确保贸易安全。

(4)公司在签定进口合同时,一定要收受益人提供由一流商检机构出具的商检证书,确保货物质量。

(5)进口业务中尽可能争取 FOB 成交价格,防止外商派船、保险,利用假保单,或不符合规格的保单进行欺诈,应力求自己派船、自己保险,防止故意沉船、纵火等方面的诈骗行为。

(6)进口开证或修改时,银行应慎重审核每一条款,对于那些对我进口方不利的条款规定如果属于我方融资业务项下,应力劝公司修改。

(7)进口单据审查时,如发现不符点或可疑点须严格按国际信用证统一惯例在合理的时间拒付,从而争取主动权,赢得时间以谋求适当的解决办法。

总之,防范利用伪造单据的信用证诈骗是关系到国家财产安全的大事,需要银贸双方密切合作,共同把关,以使我国在对外贸易中立于不败之地,促进我国经济的发展。

五、信用证反诈骗综述

综上所述,国内外不法分子利用信用证诈骗方式多样,手法越来越巧妙。信用证诈骗手段按诈骗手段可分为伪造单据信用证诈骗,“软条款”信用证诈骗以及伪造信用证诈骗。按信用证关系人诈骗又分为申请人诈骗,申请人伙同开证行诈骗、受益人诈骗以及申请人伙同受益人诈骗。在实际工作中,银行国际结算人员往往面对的不是某种单纯的信用证诈骗,国内外不法商人往往将不同手法的诈骗方式结合在一起,使我方银行以及外贸公司识破骗局、防范诈骗的工作越来越困难,任务也越来越艰巨。因此,银行必须和外贸公司联合起来,密切联系,共同防范,才能收到良好的反诈骗效果。

总的说来,信用证反诈骗可分为两个部分:一类是银行在结算过程中防范不法商人的诈骗,另一类是外贸公司或进出口商的防范诈骗,以下将分别阐述这两个部门在防范诈骗时应采取的措施和手段。

(一)银行在出口贸易中对信用证诈骗的防范

银行在办理信用证业务时,主要包括以下六个环节,即受理和通知信用证、审核信用证、审单议付、索汇寄单、出口结汇及收汇考核。在六个环节中,银行应采取不同措施对信用证诈骗进行防范。

1. 受理和通知信用证中的防范措施

信用证的受理和通知是办理出口信用证结算业务的开始,一定要正确地、有序地进行,为以后各业务环节,如货物出运、交单、议付、寄单和结汇打下良好的基础。对国外银行开来的信用证要完整、准确、及时地通知受益人,以便公司备货出运;同时要妥善保管信用证副本,及时记录信用证的修改,使用情况,以供随时查考。

(1)核对印签、密押。

对于信函开立或修改信用证,通知行必须核对印鉴;电报开立或对信用证进行修改,必须核对密押;简单电报开立或修改信用证,无密押者,应于接到电报证实书后,核对印鉴;对于重要的电报修改信用证,如无密押,应视具体情况,要求对方追加密押。对于印鉴或密押不符来信、来电开立或修改信用证,可一面向对方查询,一面通知外贸公司。

(2)通知信用证。

通知信用证指银行根据国外寄来或发来的信开或电开的信用证,缮制信用证通知书,审核内容条款,加盖通知章,然后咨送通知受益人。

信开证或电开证常常表示是否要求通知行在通知信用证时加具保兑,这里有三种类型,①通知时不加具保兑;②通知时加具保兑;③通知时被授权加具保兑,在这种情况下,通知行有三种方式可以选择:第一,立即加上保兑;第二,不加保兑逕行通知;第三,先通知信用证,以后在受益人的请求下加具保兑。

通知行在被国外开证行授权或要求加具保兑时,应当根据开证行的资信状况区别对待。如果开证行资信较好、该笔收汇有把握,那么通知行可以加具保兑,并在正常信用证上加盖“保兑”戳记。反之开证行资信不好,该笔收汇没有把握时,通知行可以不加具保兑,并将未予保兑之事通知开证行。

开证行寄来的开立信用证的面函中,如规定有偿付,寄单办法及其它特殊内容等,通知行应将面函附于信用证正本上面,连同信用证及时送交公司,同时应复制副本,附于信用证副本上作为留底。如偿付、寄单办法仅是在信用证正本或副本上表示,则应相应补齐,不能互有短缺,信用证修改通知书正、副本应按时间先后顺序附于信用证正、副本之后,务必作到齐全。

信用证在开出后,由于经济情况变化或有其它情况发生,需要修改证内所列的条款时,开证行应根据进口方的申请,以电报、电传或信函方式通知通知行。通知行在接到通知后,应当缮制修改通知书,通知外贸公司。电报修改可以不寄证实书,应注明 Mail confirmation of cable sent on……以免重复通知。假使外贸公司拒绝接受信用证的修改,通知行应及时转告开证行,此项修改视为无效。

(3) 转让与转通知。

信用证的转让是国外银行开来的以我国某外贸公司或分公司为受益人的信用证,而该信用证项下的货物须全部由另一个或几个异地外贸公司办理出口者,此种信用证必须是可转让的信用证,如果信用证为部分转让,必须规定“可分批装运”。

外贸公司如须将信用证转让给异地公司,应填制转让委托书,连同信用证交银行代转,部分转让时,公司还应缮制信用证复本两份,一并交银行,代转异地银行和公司各一份。银行在原证及转出的信用证复本上背书批注转出金额后,将原证退还给公司。

转通知是国外银行委托我国银行通知以异地外贸公司为受益人的信用证,由我国银行转给该地银行通知受证公司。一般来说,电开信用证以电报转通知,信开信用证以信函转通知。

(4) 信用证档案的管理。

信用证及其修改的副本应留档,以备日后随时调阅查核。信用证档案的管理,既要保持齐全完整,没有遗失,也查保证存放有条不紊,便利查阅、核销等工作的进行。

2. 审核信用证中的防诈骗措施

审核信用证是银行反信用证诈骗工作中极为重要的一环。银行在接到信用证后必须审核该证政治上是否符合我国对外政策,对安全收汇有无保障。审核的重点,银行侧重于议付、收汇方面,外贸公司应侧重于交货、履约方面,但是双方必须密切联系,一致对外,在保障

(12) 审核信用证修改书。如果根据修改通知书的证号无从查找原信用证,应向开证行查询。修改书必须准确地附于原证上,此外在修改增加金额、数量时,如原证已经议付并规定允许分批运,则此项修改应有“允许分运”的规定,否则即应提出补加。

3. 审查议付中的防诈骗措施

信用证虽以买卖双方的贸易合同为基础,但却是一种独立于贸易合同的银行信用保证文件。开证行的付款责任是以单证相符,单单相符为前提的。我方出口公司在接受国外开来的信用证后,就必须严格按照信用证条款的规定办理出运,备妥各种单据。议付行应认真审核出口公司交来的单据,把好单证相符这一关。切实提高审查工作质量和效率,以保证安全及时收汇。倘若我方议付行寄出的单据与信用证条款不符,遭到开证行拒付,则我方不仅在经济上受到损失,声誉也受到影响。当然如若国外开证行对单据无理挑剔,我方应视具体情况据理力争。

银行接受外贸公司送来办理议付的信用证单据,应当及时处理,不要积压。审单时,首先检查信用证正本所附修改及有关批注是否齐全。然后将单据与信用证逐条对照,全面审核。单据上必须能够反映信用证的要求和规定,做到单证一致。此外,应以发票为中心,与其它单据相互对照,内容正确一致,达到单单相符。

在审核单据时,银行结算、审查人员应注意以下几个问题:

(1) 数量、金额问题。

信用证上货物和金额若有“大约”二字,则可以解释为增减不超过 10%。如果数量处有“大约”而金额处没有,则应理解为只能少装不能多装,因为多装将超过金额数。

在发票总金额不超过信用证情况下,对于按长度、重量、面积计算单价,数量的货物允许有 5% 以内的增减。但此规定不适用于按包装单位或按个体计算单价,数量的货物。

(2) 分批装运问题。

如果信用证没有写出是否允许分批装运条款的,则银行可以接受分批装运货物的提单。同一船只,同一航程,多次装运的货物,即使提单表示不同装船期或不同装货口岸,将不视作分批装运。

信用证规定在指定时期内,分批装货,其中任何一期均未按期装运,信用证对该期和以后各期货物皆告失效。

(3) 关于装运时间、日期的名词解释。

使用“迅速”、“立即”、“尽速”的词句,银行应视为从信用证开证之日起 30 天内装船。

“上半月”和“下半月”分别应理解为自该月 1 至 15 日和 16 日至最后一天。“月初”、“月中”、“月末”应理解为自该月 1 至 10 日、11 至 20 日和 21 日至该月最后一天。

“于或约于”及其同义词,应解释为要求在规定日期前后 5 天内装运,起讫日期均包括在内。

(4) 常见的单据不符,有以下几项:

- ① 附加条款或批注(不清洁)的提单;
- ② 租船提单;
- ③ 装卸单与信用证规定不符;

- ④无“货物确已装船”的证明；
- ⑤货装舱面；
- ⑥提单未注明运费是否已付；
- ⑦保险限制与信用证要求不同类型的保险单据；
- ⑧保险货币与信用证货币不同；
- ⑨保额不足；
- 10 保险生效日期迟于装运单据日期；
- 11 汇票付款人名称不符；
- 12 汇票付款是在一个无确定的日期；
- 13 发票的货物叙述与信用证规定不符；
- 14 发票的金额与汇票金额不一致；
- 15 提单、保险单或汇票单未经正确背书；
- 16 单据之间互相不一致；
- 17 单据之间容量不同；
- 18 单据之间标记与号码互不相同；
- 19 超支信用证金额；
- 20 信用证逾期；
- 21 交单不及时；
- 22 迟期装运；
- 23 短装；
- 24 缺少信用证要求的单据；
- 25 未按信用证要求在单据上签字。

如果在审查后银行发现单据不符，国际上通常的处理方法是：

- (1) 将单据退给受益人修改，改正后在有效期内可以往来。
- (2) 寄单托收。
- (3) 将单据退给受益人，让受益人通过其往来寄单。
- (4) 经受益人授权，函告或电告开证行，要求授权付款，承兑或议付。

(5) 在受益人或另一银行担保的条件下，办理付款、承兑或议付，即担保如果开证行以单据不符为由拒绝偿付时，担保人负责退款并负担利息和所有费用。

(6) 征得受益人同意后，办理保留追索权的付款、承兑或议付，即开证行如果不根据不符单据拒绝偿付时，保留向受益人追索的权利。

我国银行除了可以参考以上的国际通常作法外，还可以和外贸公司密切联系，相互配合，共同解决单据不符的问题。如在银行发现单据不符时，如果外贸公司可以修改，则退回公司进行修改，改妥后银行再行审查。如果外贸公司无法修改，应从维护国家信誉，减少经济损失出发，与外贸公司协商采取以下措施：

(1) 用电报向开证行提出单证不符之点，征询开证行意见。如果开证行同意接受单据，我议付行即可以办理议付；如开证行拒绝接受银行应将全套单据退交公司，由公司设法采取

补救措施。

(2)对单据中一些细小问题,应视交易的具体情况,灵活掌握,与公司研究解决办法。

4. 索汇寄单中的防诈骗措施

索汇是审单之后的一道工序,也是安全迅速收汇的一个关键环节。银行结算人员在办理索汇时,要正确理解各类偿付条款。不同的偿付条款决定不同的索汇路线,只有正确地理解信用证中所规定的偿付条款,才能保证采用正确的索汇方法。此外,银行还要根据信用证中的规定找准谁是索汇对象,是开证行、付款行还是偿付行,然后再根据信用证中的偿付条款,确定索汇路线。在确定索汇路线时,还应考虑我在哪些代理行开有哪些种货币的帐户,以便合理使用各有关帐户,避免索汇路线迂回,影响及时、安全收汇。

近年来由国际金融市场动荡,利率汇率波动频繁,风险增大,西方银行多已采用速度较高的通讯工具和措施,如专用电传、纽约银行电汇清算系统(CHIPS)、速递服务(Courier SERVICE)等以提高清算效率,较高速度的通讯工具和措施是从普通的电报进展到专用的电传现在又向电脑化的“自动数据处理系统”(ADP 系统)发展。世界各地的电网络系统一个接一个地出现,如 1977 年在布鲁塞尔成立的“环球银行间金融电讯协会”(SWIFT),已有世界各国一千家以上的银行,包括我国的中国银行参加了 SWIFT。1976 年成立的“纽约票据交换所银行间收付系统”(CHIPS),已有一百多家在纽约的银行包括中国银行纽约分行参加了 CHIPS。1982 年成立的“伦敦票据交换所自动收付系统”(CHAPS)。国际结算中的索汇,收帐还有信用证管理,汇票等逐步实现了电脑化管理。在寄送单据方面采用了快邮速递等以提高清算率加速收进外汇。我们的索汇工作也必须尽量利用快速的通讯工具,在可能条件下,把凭单索汇逐步转向发电索汇,从电报传递转向国际电传和专用电传机传递,对方那些迂回的索汇收帐路线尽量设法拉直,加速收汇。

银行在办理索汇的同时,办理寄单。如果银行采用的是电报索汇方式,发电后必须立即寄单给开证行。

凭单付款方式,审单无误后必须立即寄单,因为开证行收到单据才能付款。寄单之前,银行要缮制寄单通知书,要求内容完整、正确、各项手续费、货币折算、索汇寄单路线必须准确无误。

寄单通知书制妥后,应将单据分成两套,分别附在寄单通知书正副本上,然后审核寄单通知书。审核时应注意:寄单通知书上的议付金额加上各项费用应为索汇总金额;寄单种类、份数应与所附单据相符;寄单路线应与信用证规定相符。审核后,根据信用证规定,将单据一次或按正副本分两次寄开证行,以便进口商付款赎单,凭以提货。如向付款行或偿付行索汇,应将索汇证明信和单据分别寄给付款行和开证行。

5. 出口结汇中的防诈骗措施

我国银行议付外贸公司的出口单据,采用收妥结汇和出口押汇两种方法。所谓收妥结汇是指由议付行寄出口单据向外索汇,接到国外银行将票据收入议付行帐户的贷记通知书时,按当日外汇牌价,折成人民币收入外贸公司帐户。出口押汇是指在审单无误,单据相符,开证行在资信可靠,索汇路线合理的情况下,议付行不待票据收妥,先行垫付外汇,议付行取得跟单汇票当作买入汇票,向开证行索取票款。倘若遭到开证行拒付,有权处理物权单据,

并有权向外贸公司追索要款。

银行在办理出口押汇业务时,要求单证严格相符,议付行不应接受下列单据:①单证、单单不一致;②信用证有限制议付流通的条款;③开证行或付款行所在地、货运目的地的政局动荡;④付汇、开证地区或国家外汇短缺或发生金融危机;⑤索汇路线迂回曲折;⑥开证行资信作风不良、挑剔频繁。

6. 收汇考核

信用证项下单据以议付行寄出后,是否及时收妥外汇,银行应该进行催放和考核工作,以保证安全、及时、如数地收进外汇,与此同时,还可以借此考查国外代理行的态度,办事效率和经营作用以及我国银行和公司内部工作存在的问题。这对改进银行内部工作,协助公司改善经营管理,都能起到促进作用。

(二) 银行在进口贸易中对信用证诈骗的防范

银行办理对其它国家进口信用证结算业务主要包括五个环节,即开证、修改、审查、付款或承兑和进口结汇。

1. 开证中的反诈骗措施

外贸公司对外签订进口合同后,便将开证申请书及合同副本送银行开证,银行应对开证申请书加以审核,审核要点如下:

(1) 进口外汇保证金和人民币应双落实。

我国银行规定,凡是使用现汇申请开证的单位,其外币存款户开在我国银行的,按信用证金额将外币存款转出,存入保证金户。凡使用我国外汇贷款申请的,应先办妥外汇贷款手续。

(2) 国外转递行。

在选择信用证的转递行时须根据不同情况区别采用不同的措施。对于我方没有联行的地区开证,应贯彻“区别对待、重点使用”的原则。对发展中国家开证,尽量选用当地国有化银行或民族私人资本银行。对于发达国家开证,尽量通过当地本国银行。对于信誉好,作风正派、资信强、经营能力高、向我开证多的代理行,应重点使用,在一定限度内,适当多分配业务,对我方设有联行的地区开证,则应贯彻联行、代理的“分工分利”原则,在通过我联行转递信用证的同时,要适当委托代理行办理。

(3) 价格条件。

价格条件在外贸公司对外成交时已经确定,多为离岸价格(F·O·B),由我国派船运输,并由我方保险。使用成本加运费(CFR)和到岸价格(CIF)的较少。银行审核价格条件时须注意与其相适应的运输单据和保险单据,以使信用证条款前后吻合。

(4) 海运提单。

提单一般作成空白抬头,经空白背书后,银行持有提单,掌握了物权。对国外进口开证常规定随船携带正本提单一份,以便外贸公司在船到时可以提货。

(5) 付款条件。

付款条件均应为不可撤销信用证,一般不需要国外银行加具保兑。除特殊要求外,一般开立不可转让信用证,因为可转让信用证第二受益人的资信我方很难了解。

(6)到达港或目的港。

到达港或目的港应为我国口岸。有时开证申请书上列为内地城市,则应改正。唛头上的目的港,应与到达港一致。

(7)开证申请书所列的各项开证条款前后不得有矛盾之处。

银行在审核开证申请书后,应即缮打和开出信用证。开证时应注意,凡是合同内容需要在信用证上列明的,如货名、规格、单价等都应在信用证上明确规定,因为信用证是不依附于贸易合同的一个独立文件。

进口信用证一般均要求受益人提交汇票作为支付凭证。如果外贸公司要求不用汇票,则须在信用证特别指标条款中规定:“议付时须提供受益人致开证行的函件,授权开证行将信用证项下的货款付给交单的银行”以代替汇票条款。

2. 修改信用证中的反诈骗措施

信用证在开出后,外贸公司认为需要修改证中某些条款,可以向开证行提交信用证修改申请书,其内容应包括:所修改信用证号码,原证受益人全称及地址,原证转递银行和修改内容。

银行在接到申请书后,调出存档的原信用证副本,对照审核以下要点:

(1)修改书所列证号,受益人名称等必须和银行留档的原证所列相符,以避免造成串证,也避免有关内容的重复修改。

(2)修改后的条款与原信用证条款有无抵触。

(3)修改后的条款对我方有无不利。

(4)修改的内容与原证有关条款应同时修改使改后信用证各条款之间相互吻合,衔接得当。

银行在审核后,应以函电通知国外转递行然后将通知书副本附贴于信用证留底备查,同时将一副本送交外贸公司。

3. 审查中的反诈骗措施

开证行在接到议付行寄来的单据,连同寄单通知书,应立即清点单据份数是否齐全,单证、单单之间有无不符之处。如发现单证不符,银贸共同研究可采取一系列方法:

(1)拒绝接受单据,拒付货款;

(2)部分付款,部分拒付,即对有问题的部分货物,拒付货款;

(3)提出货到经检验后付款;

(4)凭议付行担保付款或付款后保留追查索取;

(5)发货人同意在扣减货价后,接受单据付款。

在对方尚未答复时,银行必须掌握单据,公司不能提货。此外拒收单据和拒付货款均须以开证行名义,根据单据不符的问题提出,不应涉及货物及开证申请人。

4. 付款或承兑中反诈骗措施

开证行通常在收到单据审核相符后,立即偿付国外议付行的索汇。这时进口商还没有付款赎单,开证行是替进口商预先垫付款项,以其跟单汇票作为质押。开证行将此跟单汇票视为垫付汇票并送进口商要求付款赎单,进口商付款归垫,从而结束了一笔开证业务,体现

了开证行对进口商的资金融通。

我国进口信用证的即期付款,应对外办理付款手续;如远期付款,应办理承兑手续确定付款到期日,发出承兑通知书,等到到期日付款转帐。

为了维护开证行对外付款的信誉,开证申请人若在收到进口单据后的三个工作日内不向银行表态,也不提出正当理由,则开证行有权对外付款,并主动从申请人帐户内扣款。

5. 进口结汇中的反诈骗措施

我开证行在根据信用证的付款条款规定,对外履行付款,同时给外贸公司办理进口结汇,由外贸公司支付等值人民币,连同各项费用,经银行结成外汇,以供支付。

(三)外贸进出口公司对信用证反诈骗的措施

在防范信用证诈骗中,外贸公司承担的角色和银行一样重要,只有银贸双方联起手来,共同努力,才能做好反信用证诈骗的行为。具体说来,外贸公司可以采取的措施有:

1. 选择资信情况好的交易伙伴

要防止信用证欺诈,最主要的是选择资信情况好的客户作交易伙伴。因为不论哪一类信用证诈骗,几乎都是由于对交易伙伴的资信情况没有进行很好的调查和了解,仅凭熟人介绍或贪小便宜与欺诈者成交造成的。所谓资信情况好,包括两层涵义:一是其资产情况好有相当的客观资产,且经营状况良好,有履约能力;二是能在诚实信用的原则上履约,不会故意撕毁契约。

寻找交易伙伴有许多渠道,但从各方面介绍和招来的交易伙伴往往良莠不齐,应深入了解,不可掉以轻心,防止上当受骗。因此在交易之前,外贸公司必须对他们开展资信咨询调查工作。

(1)咨询途径。

对资信的咨询和调研工作,一般公司可通过下列途径进行:

①通过银行调查,这是一种较常用的办法。按国际习惯,调查客商的资信情况属于银行业务范围。向银行查询客商资信,一般不收费或只收很少的费用。在业务联系时,如果客商提不出往来银行或不愿提供往来银行,就不宜和其进行业务往来,亦不必调查资信,因为资金充裕、信用好而稳健的厂商为了促成或尽快达成交易,都积极主动提供往来银行以获取对方的信赖。

银行的资信报告,内容有详有简,一般而言对资本及企业的负责人等均能提供,对信用方面,多属提供一般的情况,外贸公司可根据实际情况是否结交该交易伙伴。

②通过有关国家的工商团体或专业性的资信机构调查,如商会、同业公会、贸易协会等,一般都接受委托代以调查所在地企业情况。

③通过驻外机构和在实际业务活动中调查。委托我驻外机构就地调查和通过实际业务往来活动中对交易伙伴进行考察所得的材料,一般比较具体可信,对业务的开展有较大的参考价值。此外,外国出版的行业名录,厂商年鉴等刊物,对了解客户的经营范围和活动情况中也有一定的作用。

④改革开放以来,经济建设成为全国工作的重点。为适应这一新形势我国许多外资公司都在尝试国际化经营,不仅把本国商品打入国际市场,甚至从事跨国贸易和第三国贸易,

逐步建立了一系列经济贸易联系网络。调查客户的有关资信,可利用这一系列的经济贸易联系网络进行。目前中国化工进出口公司、中国远洋运输总公司与中国五矿进口总公司等公司的经济贸易网络也是遍布世界各地。

(2)对交易伙伴资信调研的内容和范围。①厂商企业组织情况,包括厂商企业组织性质,创建历史,主要负责人及其担任的职务,分支机构等等。在对厂商进行调查时,要弄清厂商的中、英文全称、详细地址,防止搞错,以免结汇和交易中出现不应有的麻烦;另外一定要对交易伙伴的企业性质有所了解。例如,厂商组织是独资、合伙还是合资,公司是有限公司还是无限公司。②政治背景,主要指企业负责人的政治背景,和其与政界的关系,以及参加的党派和对我国的政治态度等。③资信情况,交易伙伴的资信包括企业的资金和信用两个方面。资金是指企业的注册资本、实收资本、公积金、其它财产以及资产负债情况等;信用是指企业的经营作风、履约守信等。④经营范围,主要是指企业生产或经营与服务的范围。⑤经营能力,包括每年的经营金额、销售渠道、贸易关系、经营作法等。

交易伙伴资信经咨询和调研后,应建成卡卡立档,以备随时查阅。

在有华侨、华商经营贸易的海外地区,广大华侨、华商一方面有使用祖国产品的习惯和经营祖国产品的积极热情,因而他们有可能是国货在当地市场的不可低估的销售力量,但要调查他们的资信状况和经营能力,对他们不能盲目依赖,避免和资信状况差,经营管理不善的华商企业作交易。

总之,搞好资信调查,选择资信情况好的交易伙伴是搞好进出口贸易,防止一切信用证诈骗的关键。

2. 了解基本信用证结算知识和有关国际惯例,提高防范信用证诈骗的意识

改革开放以来,我国对外经贸获得了空前的发展,各省、市、地区也纷纷建立了自己的进出口公司,从事国际贸易。一方面他们为扩大我国出口,密切与国际经济联系,促进竞争发挥了极大的作用,一方面由于他们从事国际贸易时间比较短,国际贸易结算知识缺乏,在实际业务操作中也暴露了不少问题,甚至成为国外不法商人进行诈骗的重点对象,因此,当前进出口外贸公司首要的任务就是要掌握国际结算的基本知识,信用证结算方式的特点以及国际惯例,提高防范金融诈骗的意识。

第五节 银行保函诈骗分析及其防范

一、保函欺诈类型分析

保函诈骗原是指受益人欺骗贸易伙伴及其开户银行,使银行为含有“陷阱”条款的合同及交易开立保函,以实现保函项下索赔目的的行为。保函诈骗与“软条款”信用证诈骗有相似之处,二者都是在“软条款”或“陷阱”条款上做文章,都是预先制造条件,使他人处于绝对

（一）借款保函诈骗

借款保函诈骗是保函诈骗的一种主要形式。境外公司（主要是香港公司）以与内地建合资项目但自有资金不足为名，要求内地银行作为担保人为其向国外贷款银行借款出具借款保函。但这笔所借款项并没有投入到合资项目中而是被境外公司擅自挪作它用，从中赚取利差收益。

由于资金不到位，合资项目产生不了收益，或者本身就是皮包公司，借款骗到手后，立刻溜之大吉。借款到期时外国贷款银行收回本金及利息，便要求我担保银行代为偿付。因境外公司提供的担保抵押往往远低于所借款项。我担保银行一般蒙受较大损失并无法向境外公司追偿。

借款保函诈骗有三个特点：

（1）境外公司往往利用内地地方政府急于上项目的迫切心情，通过地方政府向我地方银行施加压力，迫使其在不利的条件下开出保函。担保银行不得不在对境外公司的资格审查及担保抵押品的审核中放松要求。

（2）境外公司多是些信誉不好，其注册资本很少的皮包公司。有些甚至有多次欺诈记录。这类公司经常在凭保函借到贷款后便消失得无影无踪，再也联系不上。

（3）部分国外贷款银行信誉不好，与境外公司互相勾结，共同欺诈我担保银行。这类贷款银行对境外公司不按合约规定提取款项进行隐瞒，有些甚至伪造境外公司的存贷款明细帐进行欺骗。在向我担保银行索赔时则态度强硬，把责任全推到我担保银行头上。

针对借款保函诈骗，担保行在开立借款保函时，最重要的是要实事求是，认真做好对申请人的资格审查及担保品的抵押工作，不屈服于其它部门的压力，同时注意调查贷款银行所信誉情况。

（二）投标保函诈骗

无论是国际商品市场还是国际劳务市场现在一般是买方市场。招标人往往利用其作为买方的有利地位在投标保函中设置较为苛刻的，不利于投标人的条款，并经常确定投标保函的格式和内容且不容修改。如果招标人本身信誉不好，便会利用保函的一些条款对投标人和担保行进行欺诈。

招标人惯用的手法是在保函中设置“效期敞口”条款，通过拖延定标时期达到其利用国际市场价格变化降低成本的目的。当保函“效期敞口”时，如果迟迟无法确定中标选择，在招标人用保函进行索赔的威胁下，投标方将被迫延展其报价，必将承受国际市场价格剧烈变动的风险。国际贸易中由于保函延期，投标人（卖方）将享受不到商品价格上涨带来的好处。国际劳务项目中，由于招标人的故意拖延，投标人将蒙受项目成本大幅度上升的损失。防止投标保函的欺诈最主要的方法是确保投标保函应有明确的效期。

（三）付款保函诈骗

由于经营管理不善，一些企业通过出具付款保函购进货物设备后，到付款日期时则无力支付，担保行不得不承担全部付款。更有少数企业信誉不好，其开具付款保函的目的就是想把银行“拉下水”，银行替其付款。实质上是变相骗取银行贷款。部分国有企业有恃无恐，凭借政府主管部门的压力，在无充分的抵押品和反担保情况下，让银行开出付款保函并最终成

为受害者。这同样是一种诈骗,与其它诈骗没什么两样。银行最重要的工作是做好对保函申请人的资格能力审查和抵押品及反担保的落实。

(四)履约保函诈骗

随着我国对外贸易和国际劳务合作的不断扩大,国际金融犯罪分子利用履约保函进行诈骗的案件也日益增多。履约保函是卖方(投标方)向买方(招标方)提供的一种担保。如果买方(招标方)信誉不好的话,会想方设法利用各种手段使卖方(投标方)无法履约,从而通过保函进行索赔达到其诈骗钱财的目的。履约保函的诈骗主要有国际贸易中履约保函的诈骗和国际劳务合作中的履约保函诈骗两类。国际贸易中,卖方向买方提交的履约保函往往成为买卖合同的前提。卖方面临着提交履约保函作出肯定性的承诺后,买方因为国际市场上合同商品的价格下跌而拒绝开出信用证致使卖方或履约但货款无保证或不履约但面临买方无理索赔的两难境地。国际劳务合同中,招标方因为资信不好,为了利用保函欺诈故意阻挠我施工单位按期完工。在我单位因招标方的不予合作延期完工后,又无理向我施工方和担保行提出索赔。防止履约保函的诈骗主要是加强对招标方的资信调查,并在履约保函中设置单据化条款对无理索赔进行制约。

(五)来料加工保函诈骗

来料加工保函的诈骗有两个特点,一是在我方加工后产品的质检条款上设置对我方较为苛刻的条款,如产品须经外商加以确认等。外商对产品多加挑剔拖延我交货时期,并在期满后提出无理索赔。二是外商提供的原材料一般质量非常低劣,经常不符合合同的规定,我方理所当然地拒绝接受,不法外商会借机提出索赔。担保行为了防止此类诈骗的发生,必须在保函中设置对申请人一定的保护性条款,修改给受益人提供欺诈可能性的条款。

(六)补偿贸易保函诈骗

补偿贸易保函与来料加工保函较为类似,两者的诈骗手法也有许多类似之处。国际不法商人在补偿贸易合同下提供的设备质量一般较低劣,使我方无法按期生产出规定的产品并趁机向我方提出索赔。补偿贸易保函诈骗的另一个重要特点是在成品的回购条款上设置“陷阱”,方便外商在国际市场该产品价格下降时不履行回购义务。担保行在防止补偿贸易诈骗时最重要的一点是使保函项下支付发生的前提与设备提供方所发运的设备质量好坏及设备提供方回购产品的保证充分联系起来。

二、银行办理保函业务审查及反诈骗要点

随着我国经济的发展和对外贸易交往的不断扩大,保函在经济生活中发挥着愈来愈重要的作用。甚至有人断言,保函将取代信用证成为最主要的国际结算工具。与此同时,利用保函时行诈骗的案例也日益增多,我国专业银行向商业银行过渡时,一定要重视保函的反诈骗工作。

保函作为银行的一种或有负债(contingent liability),担保银行在其项下承担着一一种付款的或有义务,面临着发生支付的可能性——在付款类保函项下,只要受益人完成了所规定的义务;在信用类保函项下,只要申请人出现违约行为,都可能导致担保银行为履行自己的诺言而作出支付。因此,尽管凭借着其与保函申请人事先签订的协议,或根据申请人所提交的

付,导致担保行本身受到利益损失。这一案例的关键在于,在无条件的“见索即付”的独立担保项下,担保银行只要收到受益人所提出的满足了保函索赔条件后,即应立即付款而不能提出异议,即使索赔是由与事实可能不符,甚至系无理索赔,担保银行都将无权拒付。而保函规定的支付前提含义比较模糊,申请人在委托申请书中作的付款补偿承诺与要求银行开立保函具有的独立担保的特性不相吻合。银行针对类似案例相对应的措施包括银行应拒绝申请人作出类似上述案例中的补偿承诺,或者建议将保函本身改成有条件的担保,或从属性的担保(受益人可能拒绝接受这种保函)。最好的方法是要求申请人将其授权改为诸如“一旦你行收到受益人所提出的符合保函要求的索赔文件后,你行将有权从我公司的帐款中主动扣款进行支付”。如申请人拒绝更改,银行应拒绝其发保函的申请。

(二)对保函开立方式的审查及对国外受托行的选择

保函的开立方式一般分为直开和转开及直开后加保、加签或背签等几种。“直开”又分所谓“直交”和“转交”两种。保函的开立通常需根据合同或标书的有关规定,受益人的要求以及受益人所在地习惯做法和有关法律规范加以确定。伊拉克、科威特、沙特阿拉伯等只接受由本地银行转开的保函,而禁止外国银行直接开给本国受益人。

银行应国内申请人的要求委托国外银行开立保函时,应注意把握以下两点,以减少银行承担的风险。

(1)不能简单照搬申请人提交的合同或标书中规定的格式,因为这并非我反担保行向国外受托行出具的反担保的格式。应根据所委托的国外担保行的习惯做法和所在国的有关规定在审核保函条文是否对我方风险太大的前提下,比照保函格式中的相应条款与条件,另行拟定一份反担保格式。或采用所掌握的国外担保行已事先函告知之固定格式出具反担保。

(2)银行接受国外银行委托为其转开保函或委托国外担保行转开保函时,应注意反担保的效期应略长于保函本身的效期,作为担保人对反担保行的索赔期限。反担保书的效期一般长于保函的效期 15—30 天,或者在规定反担保与保函的效期相同的情况下,采用在反担保书中另加到 15—30 天的索赔期。对于比较特殊的保函业务,如海事纠纷保函,保释金保函与延期付款保函等,应视具体情况分别将这偿期延长至 2—6 个月不等。

因为各国对 Confirm, Endorse 和 Counter—sign 的做法理解不同。担保银行在签发保函时要慎重。如果合同标书中规定我方开具的保函须经受益人所在地银行 Confirm, Endorse 或 Counter—sign 时,银行首先应要求申请人向业主或招标方去了解其在合同或标书中作此规定的确切意图,然后根据不同的意图进行分别处理,并在我方对受益人本地银行所作的委托其对保函的 Confirm, Endorse, Counter—sign 的指示中明确其意图,以减少由于指示不清而造成我方的额外风险和额外的费用开支。银行承担额外付款性质的加保行为产生的费用远远高于仅要求代为核实保函印鉴并通知受益人所作出加保费用,如业主或招标方意图要求得到其本地银行对保函承担的实际付款责任,我银行一般可采取两种方式处理:或是仅仅在对收益人本地银行的指示中作出要求其 CONFIRM 的委托而不另行予以限制。因为国际担保业务中对 CONFIRM 的理解承担额外的付款责任。更为妥当地明确的是将合同或标书中要求经由受益人本地银行 CONFIRM, ENDORSE 或 COUNTER—SIGN 的做法改为委托这些银行的受益人转开保函,指示他们的受益人和承担付款责任,并使他们凭

银行在反保函失效后一定时间的索赔期,以免因受益人在银行保函规定的有效期内未提出索赔而银行却未及要求反担保人进行补偿情况的发生。

(8)接受财产抵押时,担保银行应与其签订抵押协议,并办理公证,以期在法律上获得认可和保证。

(9)查明有无在受偿顺序上有优于担保人权益的其它债权人的请求权。

(10)如果反担保人的资信不佳,担保行要求反担保人在其出具的反保函中明确规定:一旦担保银行在其保函项下收到符合保函条款要求的索赔时,其享有从反担保人在担保银行开立的帐户中主动扣款的权利,或享有冻结反担保人在担保银行的任何资产,或冲销担保银行对反担保人的任何债务的权利。

(11)该担保权益是否必须登记,法律上对担保权益人出售担保物有无限限制条款。例如是否必须采用公开拍卖方式。

(12)确定抵押权人在实现其抵押权益时,是否能够没收担保物并把它据为己有,并收取担保物的收入,直到他得到的收入足以清偿期债务为止。这一点在项目融资中很重要。

(四)对项目可行性及效益的审查

对项目可行性、盈利性以及经济效益的审查是银行出具保函前必须完成的前期审查的主要任务之一。可以保证银行的资金安全,保证银行在发生索赔时能有足额的资金支付。

担保银行应着重围绕资金的来源与应用展开评估,把项目实施工程中影响资金运动的各种因素都考虑进去。要将资金的取得条件与保函项下付款时间接合起来,避免银行以自有资金进行垫付的可能性。

担保银行一般从下面几个方面对项目进行审查:

(1)买方或业主的资信情况,经营记录和经营作风。

(2)买方或业务主的财务状况,资产负债表下各项目的合理程度,资产的构成及可流动资产在全部资产中所占比重。项目支付的资金来源,营运资金的占用等。

(3)合同的结算方式,支付保证形式,信用证开立行的资信情况及能力大小、支付币种及外汇汇率和导致的风险。

(4)进出口产品的货源,产品的性能、质量,产品的销路,市场行情及对价格的预测。

(5)卖方或承建方的资信状况,履行能力、经营管理能力、技术能力、施工队伍的状况、项目所需的流动资金情况、货运工具及其它运输方式的安排。

(6)项目所在国或地区的地理位置、经济条件、政治局势,外汇管制情况。

(7)影响项目实施的种种因素:如项目必需的水电、原辅材料,通讯交通设施。

(8)项目必需的资金投入、资金来源情况、预计的支出情况,预期的利润收入及收入的预期时间、预计的成本核算。

(9)项目预期的产出情况,产出品销售价格,支付、行情。

(五)对保函格式的审查反诈骗要点

保函格式体现了保函项下担保人所承担的职责任和义务及责任范围的大小。不同的保函格式反映担保人在每一类保函项下不同的风险程度和不同的赔付承诺。担保银行通过保函文字的阐述明确自己的支付或赔付的条件并以此来约束自己的行为。在独立担保项下,对

保函格式审查是银行办理保函业务维护自身利益,降低风险,防止欺诈最为关键的一个环节。

1. 对申请人的审查

一般来说,保函中有关申请人这一要素的审查相对较容易。但由于我国政策上的一些规定,国内银行应避免保函时应注意以下两上问题:一是国家规定一些项目的外贸必须有对外经营权。这样,国内一些企业或公司就必须通过其它经批准可以经办外贸业务的公司代理。代理企业因其并不亲自参与业务的洽谈和项目实施,无法掌握合同的履行情况,不愿意承担开立保函的责任和风险及由此产生的费用。因此,只能由实际供应商或施工企业到银行申请办理保函义务,以代理公司的名义向国外受益人出具保函。担保银行必须明确申请单位和代理单位各自在保函项下的地位和责任,避免发生因法律关系上的原因引起的纠纷。银行应要求实际申请单位和作为名义上之申请人的代理单位共同签署担保协议书,或要求代理单位在实际申请单位提交的保函申请书上盖章以示确认,并表示同意实际申请单位借用其名义对外出具保函。申请单位还应保障在保函项下发生索赔时承担全部风险及支付由引产生的银行费用。二是我国外汇管理局曾规定未经外管部门批准,国内企业不得为其在国外的机构提供担保。但在实际业务中,国内企业或公司驻外机构本身资金有限,可又需以其名义签署并执行企业或公司的对外合同所以国内机构往往以其驻外机构的名义委托国内银行开立保函。银行应要求申请单位,将此情况上报国家外汇管理部门核批,核准后才可办理保函的开立。

2. 对保函种类的审核

保函是一种具有一定法律效力的文件,它可以明示条款即明文规定的形式来限定担保人在其项下所承担的责任,还具有尽管未明确予以规定,但根据保函的种类或名称就可以推断的默示条款。不同种类的保函具有不同的默示条件,因而使不同的保函含有不同的担保责任。例如预付款何函是保证卖方或承包方收到预付定金又出现违约情况时,向买方或业主返还其已得到之预付款项。这种担保责任只要明确保函的种类即可以实现。因此银行应特别重视签发保函的种类、名称,因为保函的种类关系到担保银行本身在开立保函项下的担保内涵,责任、范围及风险,关系到担保银行在何种情况下在本保函之下作出支付或赔付。

3. 对受益人的审查

受益人是保函项下权益的享有者,只有受益者才有权动用保函,凭以向担保银行提出索赔或提出支付的要求。受益人动用保函,提出索赔的真正依据是受益人完成了一定的合同义务后享有一定的合同权利。没有这种权利的支持或不拥有这种合同权利的第三者于保函项下作出的索赔可能就是无理索赔。办理保函业务时,必须分清真正的受益人是谁。这样才能保护申请人的正当权益不受侵犯,避免第三者可能的无理索赔。商业银行必须以申请人提交的合同文件为依据对保函申请书或担保协议书中填列的受益人名称进行详细的审核。

受益人的认定与审核在实际业务中可能会发生下列一些问题:

(1)当前在国际劳务承包市场上存在着激烈竞争。在分保合同下,总包商经常要求分包商将其应出具的履约保函或预付款保函,按照主包商应向业主承担的负险、责任、金额和

条件以主承包商的名义直接开给业主,由分包商不通过主承包商直接向业主承担履约责任。实质上是总承包商将各种风险转嫁给急于得到项目的分包商。分包商出具的保函的担保金额往往大于分包合同中本来规定的担保数额,同时增加了分包商本应按工程量分摊的风险。更危险的是,保函系直接以非属分包合同当事后的业主为受益人,如果总承包商违反主包合同或因其它分包人的过失导致总承包商违约,总承包商可能千方百计地设法不予赔付,而由出上保函的分包商去面对业主方提出的索赔而承担赔付责任,无端遭受损失。因此审核时应坚持分包商只承担自己分包的责任风险,只向总承包商而不是业主开立保函的原则。

(2)有时,总承包商在分包合同下并不要求分包商直接向其出具保函,而是要求分包商向总承包商的往来银行开立一反担保,目的是为了使银行可凭借此反担保以总承包商的名义向业主出具保函。这种做法的实质仍然是总承包商企图转嫁自身的风险给分包商,由分包商承担了总承包商的担保责任。分包商没有任何理由和义务替总承包商承担这种责任。如果总承包商违约导致业主凭保函索赔,因为总承包商系以分包商的反担保作为抵押申请其往来银行签发主合同的反担保作为抵押请其往来银行签发主合同项下的履约保函或预付款保函,所以总承包商的担保银行必然会凭借分包商开立的反担保向反担保行索付,最终由分包商赔偿业主损失的责任。(分包商无力偿付时损失由银行承担,银行与分包商此时应属于同一位置)

(3)一些大的项目在由某个财团或某家银行提供资金时,该项目的承包者经常会被要求开立以出资方为受益人的履约保函或预付保函。或者规定以及目的业主方为受益人,但在保函中却规定出资方同样享有在保函项下提出索赔的权利。这给承包人带来一种风险,即使承包人已全部履行了合同义务,但由于业主方无力偿还其所借贷的资金(不能由于业主方本身的原因造成),也可能被出资方以保函的名义要求索赔。因此在实际业务中,必须坚持在开履约保函、预付款保函质量维修保函等信用类保函时,以项目的业主方为受益人而不能以项目的出资人为受益人。而且只有在承包人违约的前提下才能由业主提出索赔。这样申请人才能只承担在承包合同项下其应予承担的履约责任,而不是还贷责任。在出资人对资金安全提出需要的特别保障时,保函中可附注下列条款,即承诺一旦出现承包人未能履约的情况,只要受益人(即业主)提出了索赔,我方担保行可将保函项下的款项直接付给提供资金的财团或银行。

(4)申请人在保函中要求经国外银行为受益人。通常来说,银行并非商务合同的当事人,无权作为保函的受益人。但是有时国外的买方或业主方为了取得银行的贷款,坚决要求申请人在保函中规定该贷款银行成为受益人。此种形式的保函,将成为贷款银行的函贷抵押,这不利于申请人,担保银行应该拒绝此类要求。但在下列几种情况下,也可以接受银行为保函受益人。

在委托受益人所在地银行向受益人转开保函时,我方的反担保行须向转开行签发;

在双方或多方联合承包下,联合中的某一方均开申请开立以某银行作为受益人出具的保函。在联合承包中,承包人之间的关系是伙伴关系,是平等的,彼此都应对其它各方的行为负责。若其中任何一方发生违约行为时,其它承包人连带受损;

申请人向国外银行筹借资金或申请给予透支便利时,我方出具的还货担保或透支保函等开以贷款银行或帐户透支行作为受益人,因为此时的贷款银行及帐户透支行是以借款合

同当事人的身份享受该种保函项下的正当权益的。

需提醒的是,在商业银行反诈骗斗争中,商业银行与申请人的利益是一致的,保函应是利益均衡的,如果保函对申请人过度不利,对作为担保行的银行也是不利的。银行保护好申请人的利益是反诈骗工作的一项重要内容。

4. 对保函中提及的有关合同号、协议号、招标号及有关工程名称的审核

保函依据其与所凭以产生的合同之间的关系可分为从属性担保与独立性担保两大类。从属性担保的效力依附于基础交易合同,独立性担保的效力独立于基础交易合同。两者都原于基础交易而产生。保函中载入基础交易有关的合同号、招标号及工程名称是保函必备基本要素之一,以区别于同一担保人在其它基础交易项下各向一受益人所作出的相同类型的担保承诺,以及便于在受益人滥用权利无理索赔时申请人可向其反诉提供充分的依据和理由。即使在独立担保下,受益人依据其它基础交易项下所获得的索赔权而进行欺诈和无理索赔时,申请人可以以受益人欺诈或滥用权利为由提出诉讼而追回损失。

担保银行应保证合同号、协议号、招标号及相关项目名称清楚明确,尽可能对基础交易作出精确的描述。银行应该在保函中写明申请人所承担履约义务的那部分项目的具体名称,例如,写上 ITEM1 或 ITEM2 等,而不应该单单注明某大工程的名称,以避免因申请人可能在同一大工程下接若干分项目而产生的责任不清所带的风险,保障申请人的正当权益下受损害。

5. 保函金额的审核

因为保函中有关金额的条款不清而导致诱发的欺诈行为与日俱增。金额是保函的核心要素之一,对担保银行来说意义重大。

(1)保函的金额必须规定得十分明确,应该用一已确定的固定数值表示,避免仅表示以一个基础合同价款的百分比的表示方法。这对独立性担保与以局性担保来说是同样重要的问题。担保银行在签发保函时收取反担保的大小及抵押物的多少取决于这个方面。同样在发生支付赔款时,担保银行是否需要垫款及能否得到补偿也取决于这样一个因素。如果保函金额规定为合同价款的一定百分比的话,随着合同金额的增减变化,从属性担保的实际承保数额也将变化。担保银行在担保效期内无法了解实际承担的责任,无法适时提取充足的保函备付资金与保函准备金。当申请人破产倒闭违约时,担保行将陷入困境。另一方面,独立担保实际上无法具备其完整的独立性,当索赔发生后,担保银行必然要涉及基础交易合同本身检验合同金额是否变更以明确应承担的付款责任。实际业务中,担保银行很难对交易双方就合同,协议所作的修改有全面的了解,且保函开立行承担的责任限度和支付的最高数额由保函的金额所规定。因此银行一般应拒绝采纳申请人要求以合同或标书之一定百分比表示担保金额的保函开立方式。

(2)银行应明确担保银行自身的范围及付款限额,防止保函项下的赔付责任实际超过了保函的金额限制。因此银行应对保函的格式予以特别注意。我方应加保函的金额前予以一定的限制如:“我们在此担保支付你方不超过……的款项”(WE HEREBY UNDERTAKE TO PAY You A Sum OR Sums NOT EXCEEDING……)或“此保函的最大金额为……”。(THE MAXIMUM AMOUNT OF OUR UNDRTAKINGH THIS GUARANTEEDis)担

保行不应同意下边的保函格式：“我方同意赔付由于申请人未能圆满地完成其合同义务而给你方造成的，或因发生诉讼或仲裁招致力的一切损失、损害、费用和开支 D”(WE AGREE TO HOLD YOU HARMLESS FROM ANRLOSSES, DAMAGES, COSTS , FEESAND EXPENSES , YOU MAY OR MAY HAVE SUSTAINES ARISING FROM THE IMPROPER OR UNDUE FULFILLMENT OF THE CONTRACTUAL OBLIGATIONS BY THE APPLICAM, OR FROM THE COUT LITIGATION OR ARBITRATION THEREABOUT)。这种条款对担保人非常不利，因为担保人在此条件下，承担了对受益人可能遭受的一切损失和费用的赔偿责任，这种损失费用是无法估计和没有上限的，有可能突破保函最高金额的限制。这种条款同意为利用保函对担保行欺诈开了绿灯。

(3)担保行应确保保函中使用的货币是与合同或标书中使用的货币是一致的，避免因赔付时不一致的货币产生的汇率风险给担保行造成的损失。担保行应避免使用诸如“保函赔付货币将参照合同有关规定”之类的条款。这类条款将使担保银行在保函项下的赔付金额产生不确定性下，担保银行因此承担了汇率变动的风险。保函本身在某种程度上丧失了共独立于商务活动之外的自主性和完整性。

6. 应注意对担保人地址的审核

银行对这一要素的审核主要是审核银行是否明确表明自己的详细地址，特别是国别问题。这主要是涉及到保函本身适用的法律问题及保函效下诉讼各辖地之归属问题。国际商会《见索即付保函统一规则》(即 458 规则)规定保函或反担保适用于担保人或反担保人营业所在地的法律的管辖及处理纠纷。如担保人或反担保人具有多处营业地点，应以开立保函和反担保的那个分支机构所在地的法律为准并作为诉讼管辖地。尽管“458”的规则尚未正式生效，上述条款的规定反映了国际银行界普遍的看法。

另外，由于担保行在保函项下的责任为凭单付款，在保函中对担保人的详细地址予以明确，可以限制受益人的交单地点，确定保函本身的到期地点，防止受益人向担保行的联号交单索款。特别是当担保行在世界上具有多家网点更应注明担保行的详细地址。

7. 对保函效期的审查

担保行所担保的是合约项下某种责任或义务的发生或不发生，履行或不履行的问题。合约是有一定期限的，担保行的责任也应该有期限限制。保函是担保银行的一种或有负债，开立的保函多、期限长、金额大，在资产负债表上反映的负债数额就大。这将损害银行对外形象，降低其信用等级，影响其筹资、还债能力。更重要的是，保函效期愈长，受益人对银行欺诈的风险就愈大。无效期的保函将使银行的风险达到了极点。因此，银行在办理保函业务时要详细审阅合同、标书，根据不同交易及工程项目的具体情况拟定出各种保函不同的当期时间，以明确承担责任的期限，降低意外风险带来的损失程度。

保函的到期时间通常有两种不同的表示方式：一种是失效时间的表示，即规定明确的日历年月日，如下述条款：“该保函有效期直至 1995 年 7 月 10 日”(THIS LFTTER OF GUARANTEE IS VALID UNTIL JULY10,1995)；或“它最迟于 1995 年 4 月 15 日失效”(IT WILL BE NULL AND VOID NOT LATER THAN ARRIL15,1995)；另一种是失效事件的表示即以某事件的发生标志失效。“此保函将与我们从合约任何一方当事人处收到

项目的最终完工证明之日起失效。”(THIS LETTER OF GUARANTEE WILL EXPIRE ON THE DATE WHEN WE HAVE RECEIVED FROM EITHER OF THE CONTRACTUAL PARTIES A FINAL ACCEPTANCE CERTIFICATE OF THE PROJECT……)失效事件即可以为交易本身导致保函可因之撤销的事实的发生如合同执行完毕、支付完讫、施工完毕、验收合格等,又可以为某种表明保函可因之而失效之单据的提交。从属性担保的效力基于基础交易合同,这两种含义的失效事件规定都可以使从属性担保具有明确的失效时间。独立性担保的效力独立于基础交易合同,即使合同已经完成,保函已无保留的必要,但保函尚未到期,则独立性担保的效力依然存在。事实条件不构成独立担保的一个失效事件,只有单据条件才能构成独立担保有效的失效前提。

保函效期的计算非常困难且十分复杂,应针对不同种类的保函进行不同的计算。投标保函要依据标书的规定,及报价(OFFER)有效期的长短计算;履约保函计算时应该考虑参考合同的支付方式、支付时间,是否有维修保函的开立和尾欠款的规定;借款保函重要考虑到货的时间安排;预付款保函则要研究预付款项的扣返时间,发货的批次数和工程款的支付等情况。因受益人可能不愿接受担保行计算出的效期。担保行只能计算出一个期限,再加上一定的浮动范围或者采用规定失效事件的方法加以补救。例如“本履约保函将在我行从卖方或(买方)收到表明合同项下的货物已全部装船内提单副本及相关的发票后失效。”[(THIS PERFORMANCE BOND SHALL EXPIRE UPON OUR RECEIPT FROM THE SELLER (OR THE BUYER) OF COPIES OF B/LADING AND THE RELEVANT INVOICE WHICH SHOW THAT ALL THE GOODS UNDER THE CONTRACT HAVE BEEN SHIPPED ON BOARD……]担保行不应采用下列格式:“本履约保函将与卖方发运了合同项下的所有货物后到期……”(THIS PERFORMANCE BOND SHALL EXPIRE AFTER THE SELLER HAS DELIVERED ALL THE GOODS UNDER THE CONTRACT……)。

8. 对保函索赔条款的审查

保函的索赔条款,即有关担保人赔付条件的条款,它具体规定了受益人在索赔时应履行的手续和应予提交的单据和文件的种类。它决定了保函的性质,决定了受益人在保函项下得到支付承诺的可能性和担保人风险程度大小。是保函的主体和核心要素,是担保银行审核保函格式的着重点,也是担保人反诈骗最主要的武器。

保函的索赔有有条件的索赔条款和无条件的索赔条款两类。有条件的索赔条款是指担保人在保函中设立了若干条件限制受益人的索赔和对该索赔的处理,保留了一定的抗辩权利。无条件的索赔条款是指担保人在保函中完全放弃了对自己及申请人的任何保护,仅凭受益人自己签发的书面索赔(WRITTEN DEMAND 或 SIMPLE REQUEST)即行付款,不要求受益人提交反映客观事实的单据,也不管受益人其理由是否属实。

国际担保业务中流行的保函基本上是无条件“见索即付”的保函。这是因为银行为了维护其声誉和对外形象,不愿转入复杂的商业纠纷中去,愿意出具独立性担保;受益人为了维护自己的利益也不愿接受有条件索赔的保函。

我国国内法律对担保采取“从属性”之说,尚无明确独立担保的法律地位。我国的银行

不愿开立无条件的保函,希望开立有条件的保函。这与国际惯例不相符,给反诈骗工作增加了难度。为了减少风险及抑制欺诈行为的发生,我方的银行在办理对外担保时,应着重于索赔条件的单据化,而不能简单地通过对事实条件的设定达到促使保函具备条件性质的目的。

实际业务中,我方规定的有条件的索赔条款一般有四种类型:

(1)在保函中担保人规定:受益人的索赔只有在申请人核实和同意,或签字确认后才能予以受理。例如,在付款保函中,规定“当我方(担保行)收到被合同的卖方加签的贵方(受益人)的书面索赔时,我们承诺付款……”(WE UNDER TAKE TO PAY YOU THE AMOUNT OF USD. × × × WHEN WE HAVE RECEIVED YOUR WRITTEN DEMAND OF THE CONTRACT……)。这种条款降低了银行担保付款的可靠程度,使保函应有的银行信用又转化成了申请人的商业信用,难以为受益人接受。但在我国这种索赔条款成为保护我申请单位和担保银行合法权益不受侵犯的方法之一。

(2)保函中规定:受益人在提出索赔时,必须随附可用来证明其已履行合同义务,或表明申请人未能履约的证明文件来作为对其索赔理由的支持,否则担保行不予受理。这种条款类似法律上“无罪推定”原理,即索赔只有在受益人证明其已履行合约或申请人违约才能发生。这种证明文件包括发运货物的提单副本、合同双方的往来函电、第三家检验机构的商检证明或检验报告、项目鉴理工程师出具的证明或签字认可的其它文件等。例如付款保款中规定:“只有在附上提单的副本表明合同下的货物已被发运,我们才能受理您的支付申请”。(YOUR CLAIM WILL BE ENTER TAINED BY US ONLY WHEN TIHAS BEEN ACCOMPAINEI BY A COPY OF B/L WHICH SHOWS THAT THE GOODS UNDER THE SAID CONTRACT HAS BEEN SHIPPEO ON BOARD)或者,在履约保函下规定:“我们支付贵方索赔的金额只有在我方收到贵方的索赔声明并附上清楚地表明申请人无力或拒绝履行合约规定义务的一定文件如电传、申请人的信函、项目监理工程师出具的证明等。”(WE UNDERTAKE TO PAY YOU THE GUARANTEED AMOUNT ONLY WHTN WE HAVE RECEIVED YOUR DEMAND ACCOMPANIED BY CERTAIN DOCUMENTS SUCH AS ATELEX , A LETTER FROM THE APPLICANT, A CERTIFICATE FROM THE ENGINNEER OF THE PROJECT, ETC WHICH DEFINATEIY SHOWS THAT THE APPLICANT HAS FAILED OR REEUSED OF DUTY PERFORM THE CONTRACTUAL OBLIGATIONS。)

(3)保函中规定:当其收到受益人的索赔后,只有在申请人一方无法提出相反的证明,来表明事实上已经履行,或反过来证明正是受益人本身违约的情况下,担保人才会履行其赔偿支付责任。这种索赔条款采用的是类似“有罪推定”的原理,即只要申请人对受益人的索赔无法作出与索赔理由相反的事实陈述并提供相应的证明,则推定受益人的索赔成立,并即行付款。例如履约保函中银行设置这样条款:“我方保证在收到索赔声明时即付只要卖方无法提供可以表明契约下的货物已经交割的提单的副本和相关的发票。”(WE GUARANTEE TO MAKE PAYMENT OF THIS BOND UPON OUR RECEIPT OF YOUR WRITTEN DEMANND PROVIDED THAT THE SELLER COULD NOT SUBMIT A COPY OF BL-LADING AND ITS RELEVANT INVOICE WHICH SHOWS THAT THE GODS UN-

DER THE CONTRACT HAS BEEN DELIVERED)

(4)保函中规定担保银行对受益人支付索赔的前提是受益人能够提交仲裁机构或法院签署的仲裁书或判决书。例如下列条款:“THE PAYMENT OF THIS GUARANTEE WILL BE EFFECTED BY US UPON OUR RECEIPT OF YOUR WRITTEN OR MANDATORY ORDER TOGETHER WITH AN ARBITRATION AWARD OR A JUDGEMENT ORDER JUSTIFYING YOUR CLAIM AND CERTIFYING THE AMOUNT WE OUGHT TO PAY……”。这种条款一般出现在保释金保函中。另外,在一些大型机电产品、成套设备、飞机、船舶等的大项出口合同项下的保函中也经常出现。

上述四种类型的索赔条款,可以有效地防止受益人的无理索赔和欺诈行为。既能维护我申请人的正当权益,又能避免银行卷入商业纠纷,维护担保银行的形象和声誉。国内银行在起草审查保函格式时,在条件许可时应尽可能加以选择运用。

担保银行应特别注意使保函索赔条款在意义表达上应十分明确,不应出现对银行赔付责任模棱两可的表达,导致受益人和担保人或申请人产生分歧。特别是考虑到国内对保函的法律属性采取“从属说”这一理论,而国际上当无对银行担保业务的办理准则和实施规则形成统一的惯例,从而国内外,银行和客户之间对保函的性质的较大的分歧。为了避免纠纷和预防欺诈行为,银行在保函措词上应十分小心谨慎。

我国担保银行面临的困境是,依据现行国内法律,担保合同是商务合同的附属合同。刚刚公布自 1995 年 10 月 1 日起施行的《中华人民共和国担保法》对此问题作出了含糊的规定。《担保法》中总则第五条规定:“担保合同是主合同的从合同,主合同无效,担保合同无效。担保合同另有约定的,按照约定。”按照对现行法律的理解,如果受益人未基于合同项下获得索赔权利时提出无理要求,担保银行是应该拒付的。若担保银行执意付款,申请人将有权拒绝补偿担保行因此而垫付的款项。担保银行出具了有争议的赔付条件的保函后,对外无法在独立担保下拒付受益人作出了理由表达的索赔,对内又因不可能证明受益人索赔理由的真实性而不能凭借其与申请人之间的担保协议获得补偿。可能会使担保银行的经济利益或信誉受到损失。如果银行在实务中遇到较含糊的索赔条款,首先应该向申请人解释这种索赔条款的利弊及客观效果,要求申请人洽谈受益人进行修改。如果申请人不愿修改,银行必须拒绝开立保函。

(六)区分付款类保函与信用类保函及审核要点

保函业务反映在担保银行的资产负债表上是作为或有负债出现的。因此,保函可以按照担保行对申请人承担的是既定债务的担保还是或有债务的担保。这两类保函在付款性质和担保前提大相径庭,担保银行承担的风险也不同。担保银行应根据付款类保函与信用类保函不同的特点和风险程度,制定出不同的审查方法,风险管理手段和抵押规则。

付款类保函是指银行为其种一旦其发生后,合同的一方的支付行为将不可避免的经济活动提供的担保。付款类保函通常包括买卖合同及劳务承包合同项下的付款保函,延期付款保函、补偿贸易名函;借贷合同项下的借款保函、透支保函;租赁合同项下的租金保付保函,以及诸如费用保付及佣金保付保函等。

信用类保函,是指银行对那些只有在合同的一方出现违约行为而使其在合同项下承担

自动递减。业务实践中是这样规定的:“本保函将依据每次递交给我们的单据之金额按比例自动减额。”(THE AMOUNT OF GUARANTEE SHALL BE AUTOMATICALLY AND PROPORTIONALLY DEMINISHED ACCORDING TO (OR SUBJECT TO) THE VALUE OF SHIPPING DOCUMENTS PRESENTED TO US FROM TIME TO TIME)。或者“本保函金额将随着发票上显示的每批发货值比例自动递减。”(THE GUARANTEED AMOUNT SHALL BE AUTOMATICALLY REDUCED IN PROPORTION TO THE VALUE OF EACH SHIPMENT (OR DELIVERY) AS SHOWN IN EACH RELEVANT INVOICE) 卖方可以避免定金转化为货款一部分而损害其本身权益这种风险。

上述四种保函均为卖方向买方提供的卖方担保。

(五) 付款保函

付款保函是由买方向卖方提供的一种付款保证凭证。付款保函既可以是第一性的付款保函,可单独成为国际结算的支付工具,又可以是第二性的付款保函,可以与其它支付方式如汇款,托收等联用,作为商业信用的补充。付款保函对单据的要求比较松散,一些非实质性的差错不致于导致担保行的拒付。付款保函审核中最主要的问题是区分其第一性或第二性的付款性质,从而决定保函项下受益人应予提交的单据种类。对于第一性的付款保函,担保行承担首先付款的责任,因此可以把正本装运单据规定为卖方在索取货款时应向银行提取的单据之。卖方不应直接将货运单据寄至买方。对于第二性的付款保函,买方拒付后担保行才给予支付。卖方应首先向买方提交正本单据并索款。因此,此时不应规定索赔单据中包括装运单据的正本。卖方索赔时只需提供卖方签发的表明买方未能按合约规定进行支付的声明(STATEMENT)和汇票。为了避免卖方的无理索赔,担保行可要求卖方在索赔时须随付提单付本或其它装运单据的付本。以证明其确已履行了发货的义务。

(六) 延期付款保函

延期付款保函便于买方灵活的安排其资金,使远期贷款结算不致于过于琐碎。

对于担保金额数额较大且延付利息过低的保函,为防止买方故意拖延付款,将资金进行拆借坐吃利差,应要求在买方开来的延付保函的条款中对此有所限制。在使用汇票作为付款凭证时,可在保函中加列“ACCELERATION”条款,防止买方拖延到期付款。这种条款规定,如果任何一期汇票到期后未能得到偿付,则以后的其它各期汇票将自动提前到期。

(七) 补偿贸易保函

补偿贸易保函审核中最重要的一点是使补偿贸易保函项下支付发生的前提与设备提供方所发运的设备质量好坏及设备提供方回购产品的保证是否充分联系起来。而不能仅仅关心申请方是否有足够的资金偿付其所引进的设备款。补偿贸易保函不应成为对引进设备货款完全无条件的支付保函,否则会使补偿贸易保函实际上变成单纯的延期付款保函。

为了维护设备引进方在补偿贸易合同项下的正当权益,避免无理索赔和欺诈行为的发生,银行在开立保函时应作详细的项目可行性研究,并需要注意以下几方面问题:

(1) 因为设备出口方提供设备的性能、规格、质量关系到设备引进方引进设备后的生产能力及对设备的抵付或产品外销对得资金进行偿付的问题,所以保函中应规定设备出口方提供设备的性能、规格和质量必须符合合同中规定的标准。这样可以避免由于设备本身的

缺陷和不足影响到对设备的抵偿和设备款的支付。担保行和设备进口方可以采取下列措施保护自身的利益:在保函中限制设备出口方提出索赔的随意性,要求其在索赔时必须出具某一为双方接受的独立检验机构签发的质检证或质检报告等支持性文件。

(2)注意产成品的回购问题。要求设备出口方为回购产品出具信用证或保函。并在补偿贸易保函中制定一旦出现相反情况时我方可凭以拒付引进设备款的有关条文。

(3)注意使保函项下的支付时间适当晚于产品形成外销的时间,以便使设备引进方(申请人)能通过外销获得外汇以进行支付,避免担保银行为设备的引进而垫款。担保银行应该调查和落实设备引进方的资金安排。

(4)避免使用汇票、本票等商业票据作为付款凭证,更不能由保函申请人或我担保银行在设备出口方发运设备后即行承兑汇票并且保证汇票到期付款。该保函项下使用汇票、本票易使补偿贸易设备款的支付与补偿产品的回购相分离,给设备引进方带来极大风险。汇票、本票经承兑后即可在市场上流通,经过背书可以反复转用,而“HOLDER IN DUE COURCE”对前手的任何贸易纠纷不承担任何责任,而且法院对票据的善意持票人的正当权利一般予以特别保护。即使设备出口方违约如设备的质量与合约不符等,我方作为付款人是无法以各种理由对已向设备出口方或其后的各方给付了对价的善意持票人提出抗辩和拒付的。

因此制定合理、明确的索赔条款是对我方设备引进方保护的关键。担保银行应避免以事件条件是否成立作为支付前提,而应将拒付理由以单据化的条件写入保函中明确万一设备出口方提供设备不合质量要求或无法回购生产的产品时我方可以拒付。实际业务中的下述条款可以有效保护我引进设备方的正当权益。“我方(担保行)承诺在收到贵方(受益人)的索赔声明时依据支付安排支付保付款项,条件是申请人不能提出任何表明贵方提供的设备质量与规格不相符已签合同的证据,或申请人无法提供他们未能从贵方收到可接受的信用证使他们能够出售用在此保函项下提及设备生产的产品的证明文件。”(“WE UNDERTAKE TO PAY YOU THE GUARANTEED AMOUNT ACCORDING TO THE PAYMENT SCHEDULE HEREWITH ATTACHED UPON OUR RECEIPT OF YOUR WRITTEN DEMAND, PROVIDED THAT THE APPLICANT COULD NOT SUBMIT ANY EVIDENCE TO SHOW THAT THE QUALITY OR SPECIFICATION OF THE EQUIPMENTS PROVIDED BY YOU ARE NOT IN CONFORMITY WITH THE CONTRACT STIPULATION, OR PROVIDED THAT THE APPLICANT COULD NOT SUBMIT ANY STATEMENT CERTIFYING THAT THEY HAVE NOT RECEIVED FROM YOU A LETTER OF CREDIT ACCEPTABLE TO THEM ENABLING THEM TO SELL THE PRODUCTS MADE WITH THE EQUIPMENTS MENTIONED IN THIS GUARANTEE)上述七种保函是经常在贸易往来中使用的保函。下面介绍承包工程项下的银行担保及反欺诈要求。

(八)承包工程项下的银行担保及反欺诈

1. 投标保函

承包工程项下的投标保函与贸易项下的投标保函基本相同。承包工程项下的各种保函

风险一般都要大于贸易项下的同类保函。这是因为承包工程下投标保函的效期长于贸易合同项下的投标保函,且保函的担保金额往往大于贸易项下的投标保函。

2. 履约保函

实际业务中,承包公司往往以无法知晓最终完工日期为由要求银行出具效期敞口的保函。因为承包工程项下的履约保函一般比贸易合约项下履约保函的风险要大,所以担保银行应计算出履约保函的效期并加列到保函中。效期可以以合同中规定的工期加上所预计的收取预付款需要的时间,再加上所需的工程动员时间来估算,估算时可以稍微宽松。注意区分“初步完工”(PROVISIONAL COMPLETION)和“最终完工”(FINAL COMPLETION)。前者指工程项目营建结束、业主对工程实施了初步验收之日,后者在项目交付使用了若干时间后,业主对工程完成最终验收之日。履约保函的效期通常只到初步完工和初步验收为止。在承包合同的履约保函项下,担保行难以找到一个合适的为业主和承包方共同接受的索赔文件,且在承包工程中,业主和承包方更容易发生相互扯皮的纠纷行为,担保银行在业务处理上应格外谨慎。在投资人中标后出具履约保函和与业主签订承包合同的先后顺序上,如业主有明确规定先交保函,若无此类特殊要求尽量先签约再开保函。这样做是为了避免业主拒签合约而又无理索赔的风险。担保银行在保函中也可加下列生效条款,“此履约保函将随着基础合约的生效而自动生效。”(THIS PIRFORMANCE GUARANYFE SHALL COME INTO EFFECT AUTOMATICALLY WITH THE SAME STEP OF THE CONTRACT BEING VALID)承包项下的履约保函亦要申请人须诚信、善意地、及时地履行合约。担保银行在开立保函的前期审查中,应该把重点放在申请单位以往的履约记录上。而且在处理承包工程履约保函项下的索赔时,切不可偏听偏信申请单位的辩解,仅以工程质量的好坏作为确定是否违约的唯一依据。工程质量即使再好,但如果未能按期完工,担保人在受益人完全符合保函规定的索赔前必须付款。

3. 预付款保函

预付款保函中预付款通常随着工程的进度逐步返还业主。承包工程项下预付款保函的减额手续往往采用以工程进度款的支付清单作为凭证,表明相应的预付款已在进度款的支付中扣返。但业主经常拖延工程进度款的支付,从而预付款在表面上无法得到递减。下列情况可能会发生,当申请人完成项目施工后,由于业主方无故拖延付款,致使预付款无法在进度款的支付中全部打销,使得预付款保函难以撤销,在业主索赔时,合同双方在预付款保函项下余额的认定上会产生矛盾,使我担保银行面临遭受损失的风险。业务实践中对于承包工程项下预付款保函的减额应以施工进度作为其递减的条件,工程量完成多少,预付款金额就相应减少多少。承包方在完成全部施工工程时,预付款保函即告失效。可以凭借由项目监理工程师签发的月工程进度表,或由承包方和业主所会签的工程量核对表及其它类似的文件作出减额手续。

4. 维修保函

维修保函首先要注意维修保函与履约保函在效期上的接给。不要在履约保函的效期已包括维修期的情况下再出具维修保函,避免双重担保工程的维修责任。其次应在工程行将施工完毕时开具维修保函,不能在项目未开工以前,与履约保出,预付款保进等一起签发给

业主。再次开立维修保函时必须明确其担保的责任范围仅限于承包方在维修期内的合同义务,而不是整个合同的履约义务。

维修保函计算效期时一般是至业主签发最终验收证明为止,或以项目初步完工为准另加一不维修期所需时间(通常为一年)来核定。担保行还要考虑到分包合同项下维修保函的效期计算问题。

5. 海关免税保函

开立海关免税保函时第一要注意保函的受益人应为工程所在国的海关,并注明设备材料通关的那个海关的详细地址。第二是要注明有关的工程项目名称,指明保函所担保的设备材料等进口物品的用途,否则海关可能拒绝接受。一般来说,海关保函尽管金额巨大,但风险较小。

四、无条件保函与有条件保函的区别及业务实践

保函的付款条件分为两类即事实条件(FACTUAL CONDITION)与单据化条件(DOCUMENTARY CONDITION)。前者指列明了诸如“如果申请人未能履地某种职责”或“如果受益人已经完成了某种义务,担保行将予付款”的以某种客观事实或某些事件的发生与否为前提进行付款的文件。后者指只有受益人提交了某种表明某事实或某事件已经/或尚未发生的单据或其它书面文件,或者只有在申请人无法提供能说明某种事实或事件已经/或尚未发生的相反证明的情况下担保行才能付款,以提交表明事实的发生与否的单据作为前提进行付款的条件。这两类付款条件对不同属性(从属性与独立性)的保函起着不同的作用,在不同类型的保函项下对担保行构成不同的责任和风险。

就从属性担保而言,事件条件将对担保银行付款责任的成立起决定作用,事实条件能够使保函项下的支付构成有条件的性质,使保函成为有条件的保函。然而目前国际上独立担保更为流行,其项下支付的是否发生只取决于是否符合保函本身条款的规定,而并不取决于基础合约的履行情况。事实条件对担保行并无约束力,不能作为担保行抗辩受益人索赔的理由。单纯的事实条件不能使保函具有有条件的性质成为有条件的保函。

要使保函有条件,仅有单据是不够的,必须使单据成为条件化的单据。这对保函的担保行来说是至关重要的。条件化的单据是指那些能够体现出对受益人的索赔行为产生某种先决条件约束的单据,能够真正客观地反映出基础合同履行实况的单据,基本身的获得或产生即可代表了索赔合理性的单据,并不是那种受益人所随意签发的,无任何条件限制的书面索赔而已。在这一点上,担保行与申请人的利益是一致的。这样,保函才能成为有条件的保函,因为这种保函中所规定的单据的取得与否成为合同及保函中陈述的事实条件的满足与否,履约事实的发生与否及索赔合理与否的唯一标志,任何无理索赔都将因为得不到保函所规定的单据而失败。这种单据不能为受益人一方无条件获取或出具的单据比例索赔声明(WRITTEN DEMAND, WRITTEN STATEMENT)。这种单据必须为受益人于基础交易合同项下真正获得索赔权利——即在付款类保函项下,受益人已完成了某项义务;在信用类保函项下,申请人确有违约行为时才能获得的单据。或者是在基础交易合同所规定的某种事实已客观存在,某一事件真正发生,某一条件已经满足之后才能获得的单据。

因为我国开展保函业务还不久,经验不够丰富,国内企业不了解有条件保函与无条件保函的区分,不了解独立担保的特点,片面强调事实条件的保护作用,无视保函本身的付款条件仅为凭简单书面索赔即可的客观事实。在出具保函时较为盲目加上银行办理保函业务经验不够丰富,造成我担保银行面对无理索赔和欺诈时束手无策,蒙受了信誉及经济双面的损失。

为防止无理索赔和欺诈行为,维护我担保行及申请人的正当权益,担保行应在保函条款中有意设置一些可用来限制受益人无理索赔的单据化条件,把合同中确定的只有其一旦发生时受益人才能索赔的事实条件在保函中用文字转化成合理的单据化条件,以维持当事人利益之间的横衡。既保护了申请人的正当权益,又满足了国外受益人的合理要求。例如,1988年,福建省厦门市某外贸企业进口法国汽车零配件,在出具的付款保函中有这样的条文:“只有在卖方完成了发货义务之后其才能有权动用保函。”后双方发生贸易纠纷,法国出口商向我担保行索赔,我进口商则以法出口商未完成发货义务为由拒绝向担保行支付款项。我担保行向其指出,保函中的索赔条件为一事实条件,它不能使独立担保成为有条件的保证文件。出口方即使是无理索赔,我方也无任何理由抗辩。如果我方将索赔条件改为“只有在卖方提交了货运单据后才有权动用保函”,把事实条件改为单据化的条件,在拒付出口方无理索赔时其理由更强有力一些。又如八十年代中期我某担保行出具一质量保函,规定“如果卖方所发运的货物与合同规定不符的话,买方将有权在保函项下提出索赔。(“WE SHALL PAY IF THE GOODS ARE NOT IN CONFORMITY WITH THE CONTRACTUAL SPECIFICATION”)。此担保行后遭致无理索赔,系因索赔条件亦为事实条件,又改为单据化条件。“我们将付给买方担保金额只要买方向我方出具索赔声明并随附由某出具的能证明卖方提交的货物与合同所载不一致的检验证明。”(WE SHALL PAY TO THE BUYER THE GUARANTEED AMOUNT WHEN THE BUYER HAS PROVIDED US TOGETHER WITH HIS CLAIM WHICH SHOWS THAT THE GOODS DELIVERED BY ×××, WHICH SHOWS THAT THE GOODS DELIVERED BY THE SELLER ARE NOT IN CONFORMITY WITH THE CONTRACTUAL SPECIFICATION……”)这样改动可以有效抑制无理索赔的发生。受益人对单据条件(要求受益人出具单据)化是极力反对的,我方也可采用由我们所担保的申请人一方在受益人提出索赔时出具说明这种索赔不能成立的反方向证明的方法或规定只有在申请人未能或无法对受益人的索赔和指控表示意义或提出相反证明的情况下银行才予付款的办法加以处理。如上述质量保函由事实条件改为单据化条件亦可作如下更改。“我方将不付给买方担保金额只要卖方向我方提供能够显示卖方提交的货物在所有的方面与合同所载完全相符的由×××签发的检验报告。”(WE SHALL NOT PAY TO THE BUYER IF THE SELLER HAS PROVIDED US WITH AN INSPECTION REPORT ISSUED BY×××, WHICH SHOWS THAT THE GOODS DELIVERED BY THE SELLER ARE IN ALL RESPECT IN CONFORMITY WITH THE CONTRACTUAL SPECIFICATION……”)。业务实践中通行的能使保函构成有条件性质的做法是在保函中规定,银行凭以付款的书面文件必须是由某个既非保函又非合同当事人的独立第三者出具的单据。这些单据包括航运公司签发的提单等运输单据、第三家检

验机构出具的检验报告或检验证书、承包合同项目下工程师签发的工程结算单、仲裁机构的裁决书、法院的判决书等。这些单据的出具是在一定的事实条件成立后方可获得的,并非受益人随意出具的,因而代表了一定的公正性。例如在一些大型合同,特别是成套设备、机电产品、船舶、飞机等的出口合同项下的担保函中往往有下列条款,既规定在保函的受益人和申请人之间就合同的执行、索赔人合理与否发生争议而提起仲裁或诉讼之时,担保人将有权暂停付款直至仲裁裁定或法院判决之后再依裁决的结果、凭裁决书进行付款或拒绝付款。

最后需提醒的是,随着世界经济的一体化,各种潜在的交易风险日益增大。大多数银行及客户为谋求自身利益的保护都希望无条件的“见索即付”的担保,实际业务中争取到有条件的保函十分困难。公司企业在对外洽谈保函格式时只能尽可能争取一些有利条款,但绝不能强求。作为担保人的银行应根据保函的具体条款分析自身承担风险的大小,落实好反担保措施,抓好抵押物,防止不必要的损失。

五、保函的附加条款在反无理索赔与欺诈行为中的业务实践

担保行在反无理索赔及欺诈行为时,除在开出保函前进行严格审查并在可能的情况下争取到有条件(条件单据化)的保函外,还可通过选择附加条款维护其本身合法权益。

附加条款对担保人的担保责任起着补充、完善和附加说明的作用。

(一) 保函的生效条款

前已提及,保函中加列生效条款目的是为了更准确地限定担保人的责任起讫时间。通常情况下,保函若未作出规定,一般应理解为自开出之日起生效。但对于预付款保函、履约保函、借款偿还保函、补偿贸易保函和预留金保函而言,保函开出即生效的做法可能意味着某种风险。受益人可能凭借其已掌握生效之保函的优势,在其本身拒不履行属于其应先予履行的某种合同的义务情况下,以索赔要挟申请人,胁迫申请人单方履行合约并蒙受损失。因此,担保银行签发扣函时会加上一定的生效条款,规定只有在受益人已履行一定的合同义务之后,或在某种单据及证明文件提交时保函方可生效。对于履约保函,可以规定:“只有当申请人收到了其可予接受的信用证后保函方可生效。”对于预付款保函,可以规定:“此保函将与申请人收到第一批预付款之日起生效,其项下的有效余额将与申请人从你方所收到的预付款总额相等。”

(二) 减额条款

这种条款规定担保人的保付义务随着某一事件的出现或根据某种单据的提交而相应减少的条款。减额条款在预付款保函、付款保函、延期付款保函、贷款归还保函、补偿贸易保函、来料加工保函中使用得较为普遍。例如预付款保函中规定,“本保函金额将随着卖方逐批发运货物,按照发票中显示的金额等比例自动减少。”

(三) 自动延展条款

自动延展条款是由于受益人担心在保函的预计到期日工程仍未完工申请人不愿延长保函效期这种情况的发生,用以约束申请人不致于因此而中断其履行合约的义务。自动延展条款可以这样表示,“如果到本保函效期、或任何延展期届满之日,担保人尚未收到受益人有关担保人责任解除的通知的话,此保函将自动延展三个月。”该条款使得保函可能成为“敞

口”的无效期担保,对申请人风险很大。在涉外担保实务中应予以避免。若保函格式中已有此类条款,担保行应要求申请人接洽受益人予以删除,或要申请人出函明确承担由此引起的全部风险。

(四)利息条款

利息条款是对担保人的一项惩罚性规定。例如:“我们在此担保向贵方支付保函的本金及利息,该利息将以年率百分之××的利率从贵方索赔后的第三天起,直计我方的实际支付为止。”这种罚息性质的条款是对担保人的品行和信誉的不信任,担保行在出具保函时应拒绝接受。但对于预付款保函及贷款归还保函下的利息条款,担保人应予接受。这加大了担保行的支付责任和风险,担保行可以要求申请人适当增加资金抵押或落实好反担保。

(五)鉴定条款

鉴定条款如下列形式,“为了鉴定的目的,你方的索赔要求须经由×××银行证实其签字后转交我方,或该行以加押电证实后方可得到处理。”这样做可以防止他人非法动用保函而损害申请人的正当权益,也可使担保银行难够核实受益人的索赔文件是否确系该受益人所出具。

(六)法律条款

国际担保业务中对保函纠纷的诉讼问题尚无统一规定。担保行在保函中,特别是大额保函中附加条款限制该保函须以担保行所在国法律或以担保行熟悉的、对其有利的第三国法律为准,并以该地法院作为诉讼或仲裁的排他性管辖地的文字条款。中东某些国家规定保函必须受受益人所在国法律的管辖,如伊朗、伊拉克、阿尔及利亚等国。另外在约旦、泰国等国的法律中往往有保函到期后受益人仍可保留保函项下索赔权的规定。因此,在业务实践中,就避免接受以这些国家法律为准的条款,尽量采用以第三国法律为准的做法。

(七)不可转让条款

信用类保函项下的保函面临因转让而使申请人面临保函受让人无理索赔的风险。担保银行可以在保函中注明,“此保函既不准议付、也不能办理转让,只有来自保函所指定之受益人的索赔——如果发生的话——才会得到我们的受理。”意在强调保函不可转让的性质。

(八)权益转让性条款

该条款强调在受益人保留索赔权利的前提下,同意将保函项的权益,即接受款项支付的权利转让给某一第三者。这种做法常见于由银行或财团提供资金资助项目下的保函。常见的条款为“在我行收到贵方符合本保函条款的书面索赔的前提下,×××将有权从我行获取所索取的款项”。或者为“我们在此不可撤销地承诺,受益人可能提出的索赔项下之款项将被转让于×××”。

(九)金额保全条款

该条款指在保函中规定其项下的支付金额不是因任何其它的因素,或出现其它的情况而随意减少,其实际支付总值永远等于保函已承诺之数额。这是受益人为了预防因法律、外汇、税收等的原因而对索赔金额进行某种扣除情况的发生。虽然我国法律尚无对外赔付或付款时必须作出某种款项强行扣除的规定。但担保行可能面临两种风险。其一是受益人对我担保行有债务时,在其提出索赔后又破产倒闭,则我方担保行将丧失资金抵扣或债务冲销

的权利。其二在受益人索赔之后发生受益人与我方申请人在其它商业交易项下诉讼纠纷时,法院判决担保行扣款以进行财产保全时,我担保银行面临两难选择。所以担保行对此类金额保全条款应慎重对待,应要求予以删除。

(十)担保责任不变条款

该条款明确担保人的职责将不受基础合约本身之效力的影响,也不随基础交易条件的改变而变化。如下列条款,“贵方与申请人之间对任何合同条款所作出的放弃、展期、修改及其它相类似的行为及方式无论如何都不能减少我行在此保函项下的责任,也不能使保函生效。”该条款进一步说明了保函效力对合同的不依附性。担保人对受益人希望在保函中加列类似条款的要求应予接受。但担保行在开立之前应将独立担保的特点及这类条款的内含向申请单位说明,取得共识。不过应该慎重处理某些具有明显不合理性质的条款或者一旦发生无理索赔时申请人必定会对此提出异议的条款。如公开承认受益人有意无意的违约行为也将不影响和不解除担保行职责的条款。申请人和担保行应警惕类似的责任不变条款,防止信誉不好的受益人利用类似条款进行无理索赔和欺诈。

(十一)无条件付款条款

该条款确保担保人在担保项下仅能凭单付款,而不能以事实依据提出抗辩。例如:“受益人作为唯一和最终的裁决人,以判定申请人是否按时履行了其合约项下的义务。我们在此担保:一旦收到贵方索赔后,不管申请人对此是否持有异议或反对,将立即向贵方付款,贵方不必提出任何证据,也不必通过司法或行政的诉讼手段支持贵方的索赔行为。”或者:“由贵方总经理或董事会首席执行官或其它成员代表上述受益人向我行提出的索赔将构成一确凿的证据,足以证明我行有义务向贵方支付所要求之款项。”对于上述无条件性质的承诺条款,国外银行在只要有足额的反担保和资金抵押的情况下愿意接受,因为这种措辞和写法能够使担保银行避免牵涉到申请人与当事人之间复杂的商业纠纷中。国内银行的态度则不一样,不愿出具这种无条件“见索即付”的保函,一方面是因为国内法律对担保业务采取从属学说,担保银行担心无条件保函项下的无理索赔会遭到申请单位的拒绝偿付而使自己蒙受损失。另一方面是作为社会主义国家的银行,又负有尽力保护国内客户,防止其正当利益遭受他人无理伤害的责任,认为上述条款风险过大不愿办理。这样做不利于担保银行业务的扩展和信誉的提高。担保银行在办理无条件保函之前,银行应审阅保函的格式及有关的合同条文,彻底分析可能发生的风险。尽力劝说申请人接洽国外受益人删除其中的不利条款,或适当加以修改,用设立单据化条件的方法来约束受益人的行为,防止其无理索赔的发生。在交易情况不允许对保函的无条件条款作出较大修改时,只要银行收取了足够的风险备付资金,或者落实了充足的担保行,并在提请申请单位全面考虑风险及利弊,且由其作出了承担由此而产生之全部风险的承诺之后,银行应根据申请单位的意愿,按此苛刻条件出具保函,以防业务的流失和导致商业交易的流产。

六、办理保函转开业务中反无理索赔与欺诈行为的要点

随着对外开发的不断扩大,外国银行同业机构委托我银行向国内招标单位或购买单位出具保函的现象愈来愈多。目前我国尚无统一的要求国外银行采用之反担保格式的强行规

定。因此我国银行应通过业务实践总结经验教训以降低我国银行自身的风险。

反担保是指一家银行应其客户的申请而向另一家银行作出的一种要求其开立保函的委托授权以及该受托银行按其指示出具了该项担保后招致受益人所提出的符合保函条款规定的索赔时保证予以偿付的付款承诺。反担保是反担保人对担保人的或有负债。在为国外银行同业办理保函转开业务时,我受托银行持有的抵押物仅仅是国外委托行开来的反担保(COUNTER GUARANTEE)。因此,担保银行应做好下列审核工作。

(一) 审核反担保行的资信情况

审核反担保行的资信,主要是对反担保行的资本、资产、负债、经营、信用等的审查。可以借鉴国内机构采取的对国外来证按开证行资产一定比例的尺度掌握的方法。为保险起见,只能为资信非常可靠,又能按国际惯例处理保函业务的大银行办理转开保函。对那些资信一般的小银行的委托业务则应该在采取一定的安全措施(抵存资金或委托大银行加保等)的基础上才能接受办理转开。

目前世界正处于旧格局已经打破,新格局尚未建成的时期,政治经济形势动荡不安,金融危机频繁发生。一些中小银行纷纷倒闭,甚至较大的银行也会破产,如国际商业信贷银行和霸菱银行危机。为防止国外反担保银行因某些突发事件的出现而丧失支付能力的风险,我国国内银行不能凡有委托即转开。应分配给每一反担保银行一定的授信额度,在该授信额度的限度之内才能为其转开保函。

(二) 审查反担保的内容

对反担保的付款承诺(UNDERTAKEING)的审查是审查反担保内容的关键,目的是使我担保行能够得到反担保行明确的付款承诺。反担保中应具有诸如“我方愿支付……”(WE UNDERTAKE TO PAY)或“考虑到贵方代表我方开具保函,我方愿使贵方免于一切的损失、损害、费用、开支。(IN CONSIDERATION OF YOUR ISSUING ON OUR BEHALF THE SAID L/G, WE HEREBY HOLD YOU HARMLESS OFF ALL LOSESS, DEMAGES, COSTS, EXPENSE……”。至少反担保中应具有“PLEASE ISSUE YOUR GUARANTEE UNDER OUR FULL RESPONSIBILITY……”之类的表述。如果反担保行不愿作此明确表达,我国内机构应拒绝受理此类转开保函的要求。

我担保银行还应将反担保中的有关要素与我担保行受委托转开函的有关要素对照起来进行审查,注意反担保中的责任允诺及范围不能小于我担保行转开保函中所承担的责任范围。审查的主要方面有:

(1)对金额的审查,金额是否相吻合,避免在我转开保函中加列有利息保护条款及其它赔款承诺而在反担保中却无相应规定的情况。

(2)对效期的审查;效期是否对应,是否有合理的衔接。反担保的效期一般来说应长于我方所转开保函之效期。避免国外担保为有效期而我方保函为无效期及反担保中无可展期的条款规定而我方保函却有类似条款规定的情况发生。通常做法是规定反担保的效期比保函本身的效期长 15—30 天,或者担保行可要求反担保行在反担保中于效期之后加列索赔期(MAILING PERIOD)。

(3)在预付款保函下,若反担保中有生效条款、减额条款的,则我担保行转开的保函中必

须有相应的规定才能处理。

(4)如果国外要求我转开的保函为无条件“见索即付”的担保,则国外反担保的条款中必须有类似的性质。

(5)国外反担保其受益人必须是我国内办理保函转开的银行而不是国内的客户。明确区分转开保函与转递保函。

(6)注意对保函格式本身文字的审查,确保其意义清晰,遇有难以理解的条款,必须先洽反担保行予修改后才能接受办理。

(三)审查反担保中索赔条件

担保行在于其自身开立的保函项下收到受益人的索赔后,即可对反担保行提出索赔,并非需要等到索赔款的实际支付之后。这样避免担保行先行垫付资金可能造成的利息损失。为了避免反担保行以法律、税收等的借口扣减其应付予我担保行的款项,可以要求在反担保中加列下列条款。“一旦收到贵行以加押电提出的索赔,我方将立即以电汇方式将索赔的款项汇交贵行在所指定的银行开立的帐户,并请其以电通知贵行。如果由于法律或税务、外汇管制的原因而不得不从保函金额中作此项扣除的话,则在发生支付时,我行将自动增加保函金额,以便使贵行最终收到款项之总值等于我行在本反担保项下实际应予承付的全部金额。”这种条款可以避免反担保行借故施延付款的情况。

(四)审查对及担保适用的法律条款

国际商会目前提倡反担保适用于反担保人(即指示方)所在地法律。因为我们对海外法律了解不多,国内法律与国外法律又不相吻合,且诉讼管辖地在于反担保人所在国,给我反担保行在一旦发生业务纠纷时提起诉讼直接造成困难,所以我方在这个问题上应十分慎重。

国际商会“458”规则有下述的规定:“除非保函或反担保中另有规定,担保人与受益人之间就保函或反担保人与担保人之间就反担保产生的任何纠纷,应由担保人或反担保人(视具体情况而定)营业所在国家的有关法院,或如担保人或反担保人有一处以上营业地点,由开立保函或反担保的分支机构所在国家的有关法院专属管辖解决。”

根据上述条款,为了避免国外法律给我们带来的风险,我们必须坚持:不能接受明确以反担保人所在地法律为准的条款,应利用我们在转开保函业务中处于受托银行的主动地位,按照国际惯例,接受代理行转开委托时,主动去电要求其认可适用我国法律或其它为我所知第三国的法律。避免法律风险。

总之,商业银行应加强对保函业务的重视。在对反担保条款未作最后审定,或反担保内容仍有缺陷、文字还有矛盾之处,或反担保人资信不佳或资信不详的情况下,决不能贸然接受国外委托,特别是付款类保函。这样才能维护我银行的合法权益防止无理索赔及欺诈行为的发生。

第六节 银行资产抵押业务诈骗分析及其防范

一、抵押欺诈的法律界定

抵押这种担保形式在我国现阶段不论是法律规定,还是实际运用都处于初级阶段,很多方面不是没有规范,就是规范不明确或不具体,这就给抵押的欺诈行为提代了很多可趁之机,给金融企业造成很大经济损失,因此有必要加深研究抵押欺诈行为,制定和完善这方面的规范,采取相应的反欺诈措施,以保护债权人的合法权益,保证借贷工作的顺利进行。

抵押的标的物包括动产和不动产,但是禁止流通和禁止强制执行的财产,比如土地、金银、珍贵历史文物等,不得作为抵押物。抵押物归谁保管应在能够担保抵押人的债务前提下,由双方正当当事人约定,可以由抵押权人保管。抵押权人保管抵押财产期间,对于抵押财产的损失、灭失应承担全部责任。抵押人保管抵押物时,必须妥善保管或按规定使用,不得变卖或再作抵押,并应对抵押的任何损失承担全部责任。

抵押的标的物是抵押欺诈的核心内容,了解可作抵押物的范围,是反欺诈的必须部分。可以作抵押物的财产有:

(1)抵押人所有的房屋、林木、土地等不动产;

(2)抵押人所有的或者国家授予国有企业经营管理的用于生产经营的机器、仪器、交通运输工具及其它设备;

(3)国有土地的使用权;

(4)国家授予国有企业经营管理的房屋;

(5)其它依法可以设定的财产;

抵押人是企业的,可以将前款所列财产一并抵押。

不可以作抵押物的财产是:

(1)法律禁止转让的财产;

(2)所有权、使用权不明或有争议的财产;

(3)国家、集体所有的学校、医院、幼儿园、敬老院等教育设施和公共福利设施以及水库、农田水利设施;

(4)依法被查封、扣押、监管或者采取财产保全措施的财产。

所谓抵押的欺诈就是行为人以虚构事实或者隐瞒真相的欺骗方法将财产持作抵押,骗取金融企业一定数额资金贷款的行为。

在抵押人的欺诈行为方面有三种:一是抵押人将产权不清甚至产权已丧失的财产持作抵押物,获得贷款。二是债务人以不动产抵押向金融企业借款,金融企业将其产权证收存后,债务人利用金融企业没在房产管理局进行他项权利登记的漏洞,以申请挂失方式,重新

获得产权证,并另行转让出去。三是抵押人以银行前期贷款购置的财产向其它银行申请抵押贷款,一旦抵押人出现经营风险,抵押贷款就难以收回。

抵押欺诈和诈骗的对象为动产和不动产。动产包括流动资金、外汇、出口信用证、有价证券、船舶等。不动产包括土地、房屋、林业及其它在法律上分类为不动产的财产,本篇主要指国内所熟悉的房产和地产的抵押。

抵押中欺诈和诈骗侵犯的客体为我国法律所保护的公私财产所有权关系即金融企业的财产,包括银行、信托投资公司、信用社等的财产。

二、金融企业反抵押欺诈的实务操作对策

由于欺诈和诈骗罪在银行抵押贷款中经常出现,而且所涉及的金额一般都比较。所以银行等金融企业抵押贷款活动中的反欺诈是整个社会反诈骗斗争中的一个重要组成部分。我们认为银行抵押贷款中的反欺诈对象主要包含以下几个方面的内容:

(一)由于银行抵押贷款一般都要签订合同,所以银行在签订抵押合同之前,必须做一系列的调查工作

(1)必须调查抵押人是否具有签订抵押合同当事人的资格。我国《经济合同法》规定签订贷款合同的当事人应该是法人、其它经济组织以及个体工商户、农村经营承包户。只要调查得知,即将发生的抵押人不具有签订抵押合同的当事人资格,就一定不能与之签订抵押合同,因为即便签订了抵押合同也是无效的。而且,当前我国存在着的众多的“皮包公司”虽然具备法人的一些特征,但是,由于“皮包公司”没有固定资产,没有固定的工作人员,所以经调查得知抵押方是“皮包公司”,也应取消与之即将签订的抵押合同。这样,就可以非常有效地制止无效抵押合同的签订,从而预防诈骗犯罪的发生,当然这个预防只是一定程度上的预防。还有不少利用有效抵押合同进行的诈骗当不属于此例。进行这种调查的方法很多,可以派专人对抵押的当事人进行实地调查,也可以通过别人对抵押当事人的看法的收集从而得出某些情报,而且由于银行系统直接在政府的管辖之下,有监督人的资格,所以银行对当事人进行调查比较方便,具有天时、地利。

(2)银行在和抵押当事人一方签订抵押合同之前,还必须对抵押合同书面形式进行认真的审查,一般抵押合同必须具备以下几个主要条款:①必须注明抵押种类、借款用途和金额。国家批准下达的抵押贷款计划中,对以上三项都作了明确具体的规定,当事人双方在签订抵押合同时只能商定具体的办法,不能超越计划规定的范围随意订立。②抵押贷款利息率。抵押贷款的利率由国家统一规定,由中国人民银行统一管理。一九九一年十月二十八日中国人民银行发布《关于统一执行抵押贷款利率有关事宜的通知》如下:

①抵押(含质押)贷款按国际惯例应低于一般信用贷款利率,其利率水平按低于同期同档次流动资金贷款利率一个百分点以内,由专业银行根据不同情况自行确定,报当地人民银行备案。

②企业定期存款不能提前支取,如企业临时需要资金,可将存款作抵押品办理抵押贷款,其贷款利率水平按上述规定执行。抵押贷款的期限如果超过了法定定期存款的到期日,那么存款作为抵押品不得支取,直到该抵押贷款到期归还为止。

协商、调解解决或者协商、调解不成的,可以依据合同中的仲裁条款或者事后达成的书面仲裁协议,向仲裁机构申请仲裁。当事人没有在经济合同中订立仲裁条款,事后又没有达成书面仲裁协议的,可以向人民法院起诉。”

仲裁作出裁决,由仲裁机构作仲裁裁决书。对仲裁机构的仲裁裁决,当事人应当履行。当事人一方在规定期限内不履行仲裁机构的仲裁裁决时,另一方可申请人民法院强制执行。

对于欺诈行为已对当事人一方造成经济损失的,《经济合同法》第四十五条规定:“对利用经济合同危害国家利益、社会公共利益的违法行为,由县级以上各级人民政府工商行政管理部门和其它有关主管部门依据法律、行政法规规定的职责负责处理;构成犯罪的,依法追究刑事责任。”

对于抵押欺诈后引起当事人一方(主要是金融企业)经济损失的,一九九一年十月二日最高人民法院审判委员会第五零二次会议讨论通过的《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》第十条明确规定:“一方以欺诈、胁迫等手段或者乘人之危,使对方在违背真实意思的情况下所形成的借贷关系,应认定无效。借贷关系无效由债务人的行为引起的,除返还本金外,还应参照银行同类贷款利率给付利息”。第十八条规定“对债务人有可能转移、变卖、隐匿与案件有关的财产的,法院可根据当事人申请或依职权采取查封、扣押、冻结、责令提供担保等财产保全措施。被保全的财物为生产资料的,应责令申请人提供担保。财产保全应根据被保全财产的性质采用妥善的方式,尽可能减少对生产、生活的影响,避免造成财产损失”。对欺诈人转移、变卖、隐匿被法院强制要求执行财产的,可以通过人民法院对不动产和特定的动产(如车辆、船舶等)进行财产保全。

三、不动产抵押贷款业务中的欺诈防范

不动产抵押贷款,是以不动产为抵押,设定抵押权来融通资金的一种贷款方式,通常亦称之为不动产金融。它在国外是一项比较成熟的贷款方式,且以风险小为世人所知。在国内,因开办不久,人们对它的认识不足,在管理上又存在很多漏洞,因此引发出利用不动产抵押欺诈的问题。

不动产金融是以抵押不动产所具备的交换价值为基础,如果行为人采用虚构交换价值,或采用隐瞒真相的方法将产权不清甚至产权已丧失的不动产持作抵押,将导致金融企业的信贷资金受损,这就构成了不动产抵押贷款的欺诈。

在债务人的欺诈行为方面有三种:一是债务人将产权不清甚至产权已丧失的不动产持作抵押物,获得贷款。二是债务人以不动产抵押向金融企业借款,金融企业将其产权证收存后,债务人利用金融企业没在房产管理局进行他项权利登记的漏洞,以申请挂失方式,重新获得产权证,并另行转让出去。三是债务人以银行前期贷款购置的不动产向其它银行申请抵押贷款,一旦债务人出现经营风险,抵押贷款就难以收回。债务人偿还能力严重不足导致的风险主要是在债务人出现经营危机和债务危机时,被迫宣布破产,在债务清偿顺序中,税收需优于抵押权的清偿,而使抵押贷款出现损失。

对于上述的不动产抵押贷款欺诈行为可采用以下措施:

(一) 进行不动产抵押估价, 确定查定价格、决定融资限度

不动产金融并非以处理抵押的不动产来收回债权为主要目的, 偿还财源通常是依赖使用该不动产所产生的企业收益或个人所得为主, 抵押不动产, 只是在贷款期间的一项保证而已, 所以在决定可否融资之前, 仍要对申请人的偿债能力进行充分考察, 然后才进行不动产抵押估价。估价时, 首先估定抵押不动产的正常价格; 其次, 决定查定价格, 也就是从正常价格中扣除抵押可能发生的风险; 最后, 再按查定价格决定融资限额, 一般是以查定价格的几成为准。在这三种中最关键的是决定查定价格, 它是充分考虑了抵押不动产本身具有潜在的风险和可能发生的欺诈。一般做法是将风险率规定为 20%、30%、40% 等几种, 然后根据不动产的优劣、债务人的信用、资金用途、贷款期的长短等条件, 综合评定; 分为信用等级、由承办者判断使用哪种风险率, 融资限度一般要考虑为收回贷款行使抵押权时, 必须收回利息, 行使抵押权所需费用和管理费, 这些成本都需要从查定价格中扣除。整个工作一般都委托专门机构办理。

(二) 建立不动产抵押的产权管理, 办理抵押登记手续

不动产价值量大, 使用期长, 且具有固定性, 所以在抵押过程中, 出押人和抵押权人对抵押物的确认是通过不动产权属来实现的。产权管理中, 抵押权按他项权利来设定。因此, 抵押贷款时, 必须到不动产权管理部门办理抵押登记手续。在不动产抵押期间, 不动产不得买卖、赠予、交换、转让、分割、继承以及翻建、改建、扩建, 停止一切产权变动。但在特殊情况下, 房屋需要翻建时, 必须经受押人或受押银行同意, 并签订协议, 向产权管理机关办理手续后, 方可向城市规划部门申请批建手续。

(三) 进行不动产抵押品保险, 对债权人的债务受偿提供安全保障

不动产抵押贷款期一般都比较长, 在美国, 一般为 20 至 30 年, 更长的可达 40 年。在这么长的时间内, 抵押不动产又是由抵押人自行管理, 这就进一步加大了抵押不动产的风险性, 如果不进行抵押不动产保险, 一旦出现人为或自然的灾害, 受损失的将是金融企业, 这与开办抵押贷款的初衷——增强信贷资金的安全性相违背。所以不动产抵押品必须进行保险, 以保证抵押物的价值在任何情况下不受损失, 为债权人的债务受偿提供安全保障。

(四) 建立拍卖公司, 实现抵押品的货币转化

金融企业采取抵押贷款的形式, 目的之一是为了减小其贷款风险, 确保信贷资金的安全。其安全性在于借款人到期不偿还债务, 金融企业可以处理其抵押品作为补偿。金融企业经营的是特殊商品——货币, 它最终需要的仍是一定数量的货币资金, 而不是抵押物。如何实现抵押品向货币的转化呢? 只有靠拍卖公司, 在公开市场上出售抵押物。1988 年, 《宪法修正案》第 10 条第 4 款中规定“土地使用权可以依照法律规定转让”。《民法通则》第 89 条第 2 款规定: “债务人或者第三人可提供一定财产作抵押物, 债务人不履行债务的, 债权人有权依照法律规定, 以抵押物折价或者以变卖抵押物的价款优先得到偿还”。这就为建立拍卖公司提供法律依据。建立拍卖公司应由中央银行——中国人民银行组建。在行政上由地方政府领导, 业务上受人民银行指导, 为商业银行共同使用。拍卖公司应是独立核算、自主经营、自负盈亏、自我发展的企业。其利润收入来自买卖差价, 或转让, 拍卖服务费。业务范围主要是经营各商业银行的抵押品, 同时可受托拍卖社会委托的其它业务。同时, 建立定

点、定时的拍卖市场,及时处理拍卖品,实现抵押品的货币转化。

目前,我国尚未制订统一的抵押法,这对房地产市场的形成,不动产的转让及金融机构企业化发展都很不利。管理层尽快地制订抵押法和与之相关的法规。为不动产抵押贷款的开拓完善和发展,从法律上提供保障。

四、房地产抵押业务中的欺诈防范

(一)抵押合同中的欺诈

一九九四年七月五日第八届全国人民代表大会常务委员会第八次会议通过了《中华人民共和国城市房地产管理法》,并于一九九五年一月一日起施行。该法第四章第三节第四十九条规定“房地产抵押,抵押人和抵押权人应当签订书面抵押合同”,欺诈行为人首先就必须以欺诈的手段骗取与当事人另一方签订房地产抵押合同,所以理解房地产抵押合同的法律特征,熟悉其条款,对保护当事人的合法权益具有重要意义。

1. 房地产抵押合同的法律特征

房地产抵押合同是指抵押人与其债权人签订的以其合法的房地产以不转移占有的方式担保债务履行,在其不履行债务时,允许其债权人依法就抵押的房地产拍卖所得的价款优先受偿的协议。该合同性质虽为民事合同,但较之一般民事合同具有以下法律特征:

(1) 房地产抵押合同为从合同。它的从属性主要表现为以下四方面:

① 房地产抵押合同以其应担保的主合同存在为前提条件。当其所担保的主合同尚不存在时,房地产抵押合同亦不会成立。

② 房地产抵押合同成立后,当其所担保的主合同内容发生变化(如债权人权利的增减或减少等)时,房地产抵押合同的内容亦随之而变化。

③ 主合同的权利人发生变更时,房地产抵押合同的当事人亦随之变更。

④ 主合同的债权消灭时,房地产抵押合同亦随之消灭。

(2) 房地产抵押合同的主体具有特殊性。这是指合同中可能涉及第三人,即主合同债务人以外的第三人充当了抵押人。

(3) 房地产抵押合同的标的具有特定性。标的特定性涵义有二:一是意味着房地产抵押合同的标的物是特定的;二是意味着房地产抵押合同所担保的债权亦是特定的。

(4) 房地产抵押合同为要式合同,即房地产抵押合同必须采取法定的形式,方可成立。

所谓采用欺诈手段签订房地产抵押合同,是指签订合同的抵押人故意制造假相或者掩盖真相,致使抵押权人形成错误认识而签订了合同的行为。

2. 房地产抵押合同欺诈的分类

一般情况下,房地产抵押合同的欺诈分以下三种:

(1) 主体不合格。主体不合格有两层涵义:一是合同的当事人不具有相应的行为能力,即订立合同能力。如当自然人作为房地产抵押合同的主体时,应根据其民事能力的状况来确定其合同的效力。依照我国《民法通则》之有关规定,年满 18 周岁,智力发育成熟的成年人,为完全行为能力人;16 周岁以上不满 18 周岁,以自己的劳动取得收入,并能维持当地群众一般生活水平的人,也视为完全行为能力人。具有完全行为能力的人,仅在法律上赋予他

们可依其行为订立合同的资格;而限制行为能力人超越其能力范围或者无民事行为能力人,除法律另有规定外,一般不能依其行为订立合同;二是合同的当事人须不具有订立房地产抵押合同的缔约能力。即抵押人不是合法的土地使用权人或者房屋所有人。如以属于国有资产的房屋设定抵押时,未报国有资产管理机关备案,以共有的房地产设定抵押的,抵押人事先未征得其它共有人同意。抵押人隐瞒抵押的房地产存在共有、产权争议或被查封、扣押等情况的,抵押人应当承担由此产生的法律责任。

(2)合同当事人的意思表示不真实。意思表示真实是房地产抵押合同产生预期效力的又一要件。意思表示的真实性通常应从两方面来考察:一方面应审查当事人的意思表示是否属于自愿作出;另一面在看当事人内在的意愿与外在的表现是否一致。凡一方当事人故意告知对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人作出错误意思表示的;或以给公民及其亲友的生命健康、荣誉、名誉、财产等造成损失或者以给法人的荣誉、名誉、财产等造成损害为要挟,迫使对方作出违背真实的意思表示的;或一方当事人乘对方处于危难之机,为牟取不正当利益,迫使对方作出不真实的意思表示的,严重损害对方利益等情况,均可以认定为当事人意思表示不真实。此外,合同当事人如果因对行为的性质、对方当事人、房地产抵押标的物的品种、质量、规格和数量等错误认识,使行为的后果与自己的意思相悖,并造成较大损失的;或一方当事人利用自己的优势或利用对方没有经验,致使双方的权利义务明显违反公平、等价有偿原则的,当事人均可在法定期限内,请求人民法院依法予以变更或者撤销。

(3)以不能作为抵押标的物的房地产作抵押。①权属有争议的房地产;②未设定租赁期限的出租住宅房屋;③已依法公告在国家建设征用拆迁范围的房地产;④用于教育、医疗、市政等公共福利事业的房地产;⑤列为文物保护的古建筑;⑥被依法查封、扣押或采取其它诉讼保全措施的房地产;⑦其它依法不得抵押的房地产。

(二)房屋抵押的欺诈防范

房屋抵押贷款是指抵押人将其合法拥有的物业作为抵押物抵押予抵押权人,保证抵押权人为第一受益人并保证履行房屋抵押贷款合同项下的全部义务,从而从抵押权人处取得的一定数量和期限的贷款。

房屋抵押欺诈是指抵押人明知自己并无履行合同的实际能力或担保,采取欺诈手段以抵押物抵押予抵押权人,从而从抵押权人处骗取一定数额的贷款。骗取数额较大的,应以诈骗罪追究刑事责任。

按抵押物分类,房屋抵押欺诈可分为楼花抵押诈骗和现楼抵押诈骗。

抵押人的欺诈行为有三种:

- (1)是抵押人将产权不清或不是本人的合法房屋以欺诈的手段抵押。
- (2)抵押人将抵押期内的房屋产权转移给他人,想逃避以抵押物受偿的行为。
- (3)同一房屋两次或多次投押的欺诈行为。

五、动产抵押业务的欺诈防范

动产抵押业务的欺诈是指抵押人故意隐瞒真实情况或采取欺骗手段故意告知对方假情

爱国之心欲图造福桑梓,贷款条件中规定借方必须提供中行总行出具的每年还息用的空白期票,由借贷双方协商后,填上每年还息金额。另外,还需由中行提供本金担保。

如此巨额的融资便利本身就令人生疑,而贷款条件中对借方要求苛刻极为不利,当贷方取得期票、提保后就等于得到资金保障,而对贷方无任何实质性约束,这样,实际上把责任、风险完全转嫁给了中国银行。

据查,东南亚该企业集团纯属子虚乌有,这一融资欺诈案很有代表性,此类事件常有发生,其社会原因是众多国人“崇洋”心理,另外很多企业容易被“巨额投资”的诱惑给逮住了。其实对于这样的“远来和尚”是否会“念经”只需对其资信情况进行深入调查,即可辨明真伪,避免上当。面对“巨额投资”的引诱要求企业领导人冷静处事,不能被冲昏头脑。

三、利用各类经济合同进行的诈骗及其防范

(一) 贷款合同诈骗

1. 合同、借款合同和贷款诈骗

合同,也称契约,是两个或两个以上当事人关于确立、变更或者终止民来法律关系的协议。

借款合同:借款合同是贷款方将货币贷给借款方,借款方按规定用途使用贷款,并按规定期限,将本息付给贷款方的协议。

贷款诈骗是欺骗或者买通银行经办人员,获取由正常程序无法获得的信贷资金的行为,是合同诈骗的一种。

2. 利用借款合同,骗取信贷资金

要明确利用借款合同,骗取银行信贷资金首先必须了解借款合同所具有的法律特征:

(1) 借款合同当事人要有特定资格。

贷款方必须是有此项贷款业务的专业银行。借款方必须是有权使用此项贷款的企业、农业集体经济组织,还包括有营业执照、经营正当、有还款能力的个体工商户、农村承包经营户。属于财政拨款的、无经营收入的实行预算制的单位,不得作为借款合同的借款方。

(2) 借款合同必须严格按照国家信贷计划的要求签订,各专业银行和信用合作社,在信贷业务上受中国人民银行的领导和监督。专业银行是从事信贷业务的金融组织,它们在借款合同中,作为贷款方以当事人身份履行义务、享受权利、承担责任;监督借款方对贷款的使用,并可对借款方的违法和违约行为采取直接信贷制裁措施。

(3) 借款合同的标的是货币。借款合同属于转移财产的经济合同,但借款合同转移的不是一般财物,而是转移作为一般等价物的特殊的商品。

(4) 借款合同应为诺成合同,自当事人双方达成协议之日起生效。借款合同也是双务、有偿、要式合同。

(5) 借款方要有适用适销的物资或财产保证,或有能连带承担经济责任的担保人。

针对借款合同的这些特征,可以产生如下的诈骗:

(1) 个人明知自己并无履行合同的实际能力或担保,以骗取银行贷款为目的,采取欺诈的手段与银行或信用社签订借款合同。

(2) 国营单位或集体经济组织, 不具备履行合同的能力, 而其主管人员和直接责任人员以骗取贷款为目的, 采取欺诈手段同银行或信用社签订借款合同。

从实践来看, 利用借款合同实施诈骗在当前金融系统案件中有相当比例, 而且大多数表现为皮包公司的诈骗, 这一方面暴露了工商企业登记的弊端, 同时也反映了银行“三查”制度的不力。

3. 利用无效合同诈骗银行贷款

经济合同订立之后是否有效, 这一点当事人必须明确, 否则, 就有可能产生利用无效经济合同进行诈骗的行为。

经济合同有效条件是:

(1) 当事人要具有合法的资格。

指签订经济合同的法人, 其它经济组织及个体工商户, 农村承包经营户, 要具有以自己的名义对外签订经济合同的能力, 没有资格的当事人签订的合同无效。另外, 法人签订经济合同也不得违背自己的成立宗旨和超越自己的经营范围, 否则, 签订合同也无效。

(2) 订立的经济合同的内容必须合法。当事人必须在法律规定和许可的范围内订立经济合同, 经济合同的条款, 必须遵守法律和行政法规的规定。

(3) 当事人的意思表示必须真实。意思表示是否真实, 是确认经济合同是否有效的原则界限之一。根据平等自愿的原则, 只有意思表示真实的经济合同才具有法律约束力。

(4) 经济合同的形式要符合法律要求。经济合同的形式是反映当事人之间确立、变更或终止相互权利义务关系意思表示一致的外在表现形式, 这种外在表现形式应符合法律的规定。

如果银行工作对上述经济合同有效条件不清楚, 就可能产生因借款合同无效而产生的骗取银行贷款的现象。

(二) 利用购销合同进行的诈骗

购销合同, 是当事人一方(借方)将其生产或经营管理的产品交付当事人另一方(需方)所有或经营管理, 需方付给供方约定价款的协议。利用购销合同进行诈骗在金融体系中的表现主要是不法分子伪造的购销合同、涂改过期购销合同或利用已作废的购销合同骗取银行贷款。

(三) 利用加工承揽合同骗取银行贷款

加工承揽合同是承揽方按照定作方提出的要求完成一定的工作, 定作方接受承揽方完成的工作成果并付约定的报酬协议。

信贷员盲目信任信誉好的机械厂而未仔细审查其据以借款的加工承揽合同违反了信贷规定, 并且贷款之后也未对贷款的使用状况进行监督, 以至大笔信贷资金流失, 可见利用经济合同诈骗能够得逞, 绝大部分与银行职工作失误有关。

(四) 涉外经济合同中产生的诈骗

涉外经济合同是指中国的企业法人, 其它经济组织或个人, 同外国的企业、其它经济组织或个人之间, 为了进行经济、技术贸易与合作, 实现特定的经济目的, 依法达成的以经济业务为内容的, 明确相互权利义务关系的协议。

诈骗行为应通报各有关单位,并与公安部门取得联系。

(二) 经济合同诈骗防范

针对利用经济合同对银行进行诈骗这一诈骗类型,我们认为银行在签订贷款合同前必须做一系列的调查工作。具体如下:

1. 必须调查借款人是否具有签订贷款合同的当事人资格

我国《经济合同法》规定,签订贷款合同的当事人应该是法人,其它经济组织以及个体工商户、农村经营承包户,只要调查得知,即将发生的贷款人不具有签订贷款合同的贷款人资格,就一定不能与之签订贷款合同,因为即便签订了贷款合同也是无效的。而且,当前我国存在着众多的“皮包公司”虽然具有法人的一些特征,但是由于“皮包公司”没有固定资产、没有固定的工作人员,所以“皮包公司”在形式具有法人资格,但实质上不具有法人资格,因此,经调查如果得知贷款人是“皮包公司”,也应取消与之将签订的贷款合同,从而预防了诈骗犯罪的发生,当然这个预防只是一定程度上的预防。还有不少利用有效贷款合同进行的诈骗当不属于此列。关于利用有效贷款合同诈骗犯罪的预防,我们将留在后面讨论。进行这种调查的方法很多,可以派出人对贷款的当事人进行实地调查,也可以通过别人收集对贷款当事人的看法从而得出某些情报。而且由于银行系统直接在政府管辖之下,有监督人的资格,所以银行当事人进行调查比较方便,具有天时、地利。

2. 银行在和贷款当事人一方签订合同之前,还必须对合同的书面形式进行认真的调查

我国《经济合同法》规定贷款合同必须具备以下主要条款:

(1) 必须注明贷款种类、贷款用途和金额。国家批准下达的贷款计划中,对以上三项都作了明确具体的规定,当事人双方在签订借款合同时只能商定具体的办法,不能超越计划规定的范围随意订立。

(2) 贷款利率率。贷款的利率由国家统一规定。由中国人民银行统一管理。

(3) 还款期限。还款期限由贷款方和借款方在计划规定的期限内协商签订。

(4) 还款资金的来源及还款方式,这两项都应在计划规定的范围内由当事人双方协调签订。

(5) 保证条款。贷款合同的保证可以是提供财产,也可以是提供保证人。

(6) 违约责任。违约责任应当根据《借款合同条例》及其它法律的规定订立。这六个主要条款缺一不可,只要合同中这六个主要条款稍有偏差或遗漏,银行就不能与借款方签订合同,而要重新订立合同。最后,在确保正确的情况下才能与借款当事人签订借款合同。而且,借款合同的内容必须与银行和借款当事人双方签订的共同协议相吻合,当然这是指在《经济合同法》规定的范围之内。如果不吻合,则不可轻率地签订贷款合同,而应经双方同意后,重新签订合同,使合同内容与当事人双方共同意愿相吻合。这个审查过程必须由高水准的专业人员来进行,这样方可确保贷款合同的合法性与合理性。

这两项调查可以看作是签订借款合同之前的必要程序,这两个程序可以很有效地预防诈骗犯罪的发生。为了确保不被诈骗分子利用非法借款合同进行诈骗,银行应进行调查,而且在审查完并经修改后才能与借款当事人签订借款合同,但是,经过这两个程序后再签订合同还是不能预防更高层次的诈骗。要预防更高层次的诈骗,必须有更高层次防范措施。

银行在进行第(1)点所叙的两个程序后才签订借款合同的基础上,必须做到以下几个方面:

首先,银行本身必须认真履行合同,不给借款当事人以任何机会进行诈骗,而且认真履

行合同还会给银行带来良好的信誉。银行必须认真地、完全地履行合同中所规定的义务:

①按照合同规定数额发放贷款,如果贷款的金额不足,除补发外,还应负违约责任和偿还违约金。②按照合同规定的期限发放贷款,必须及时补发而且必须是全额补发,并付出违约金的代价。认真、完全地履行合同中的义务可以防止某些有诈骗趋势的法人骗取银行的违约金,使诈骗分子无目标可寻。

其次,银行在发放出贷款后,必须监督借款方,促使借款方也认真地、完全地履行合同中的义务,以免给某些非法人员钻空子进行诈骗。我国《借款合同条例》规定合同中借款方的义务如下:①借款方在取得贷款之后必须按合同中规定的用途使用借款,严格执行专款专用,分级管理的原则,不得将贷款挪作他用,更不得利用借款进行非法活动;否则,借款方必须负违约责任。②借款方按期向贷款方提供有关经济计划及执行情况的统计、会计报表及有关资料,接受贷款方的检查。③按合同规定的期限及利率偿还本息。银行在执行监督借款方履行义务时,可能通过多种方法来进行。银行一方面可通过对借款提供的有关经济计划及执行情况的统计、会计报表有关资料的研究来了解借款方对合同义务的履行情况,另一方面可派出专业人员进行调查,这样就可以尽早地发现问题及时解决,使诈骗分子不敢冒险进行诈骗。

第三,发放贷款后贷款方即银行必须积极、主动地行使自己的合法权利。我国《借款合同条例》规定贷款方在合同中的权利如下:①贷款方贷款后,有权按照国家统一规定的利率收取利息。借款方必须按合同规定的用途使用借款,否则,借款方有权提前收回部分或全部贷款、停止发放新贷款。并且可以按照合同规定的利率加罚罚息。借款方不按期偿还借款,贷款方有权限期追征贷款,并按银行的规定回收罚息。②贷款方有权检查、监督借款方的借款使用情况,借款方工作的计划执行,经营管理财务活动,物资库存等情况,如果发现借款方使用借款造成损失浪费或利用贷款合同进行违法活动的,贷款方有权追回贷款本息。③借款方无力偿还贷款时,贷款方有权依法处理借款方作为贷款保证的物资财产,并依清偿还债的程序受偿。如有保证人提供担保的,并且保证人有一定的财力和物力,贷款方也可以处理保证人的财产并依法受偿。

第八节 银行职员诈骗分析及其防范

一、国内金融系统职员的诈骗类型及其防范

在当前金融系统的经济违法犯罪案件中,大案要案屡有出现,并呈不断上升趋势。所谓大案要案,一指作案数额大,二指作案人身份重要,很多都是银行的高级职员。从具体案例情况来看,犯罪分子穷凶极恶,作案数额令人发指:广东省汕头市潮阳县支行谷饶第一储蓄所代办员刘伟钦,仅两年时间就贪污人民币 290200 元,港币 85000 元,案发后潜逃国外;福建厦门市江头支行车度分理处副主任黄庭彪非法挪用公款 40 万元,受贿 24500 元人民币;广西马山县支行营业部出纳员陆盛民贪污后,竟丧心病狂地把金库炸掉,造成四人死亡,直

接经济损失近 223000 元的严重后果;原农业银行贵阳市支行某营业所主任会计邓安徽,勾结个体工商户宋顺文,从 1986 年 11 月至 1987 年 3 月 10 日,利用贪污、挪用、盗窃等手段,非法攫取公款 40 万余元后,用赃款购买一部小货车偷越国境,1988 年 10 月被引渡回国。由此可见,我国目前金融系统的经济犯罪现象是何等的严重。而且,犯罪分子手段多样,欺骗性大,尤其是“智能犯罪”已成为当前金融系统犯罪的一个不可忽视的现象。下面将列举比较常见的八种作案手段加以介绍。

(一)利用结算业务中的职务之便进行贪污

银行的结算业务主要是指转帐结算,即经济往来中付款者与收款者使用银行规定的结算凭证,通过银行划转资金结算债务的过程。结算由收款人、付款人和银行三方参加,银行是收付双方的中介。转帐结算最大的特点就是以结算凭证等各种单证代替现金货币清算收付关系。通俗的说,买卖双方见证不见钱。其好处是减少现金使用范围和供应量,加速资金周转,安全可靠。

1988 年《银行结算办法》确定的结算凭证有:银行汇票委托书、银行汇票、商业承兑汇票、银行承兑汇票、银行本票、现金支票、转帐支票、定额支票、进帐单、信汇凭证、电汇凭证、邮划委托收款凭证、电划委托收款凭证、委托收款结算拒绝付款理由书等。

1. 伪造结算凭证,凭空结算,是结算业务中贪污行为的一种表现形式

在银行结算凭证中,定额银行本票和定额支票都是有价结算凭证,一经银行签发,就可以用来进行交易,也能到银行支取款项。银行汇票、银行承兑汇票、转帐支票、现金支票、不定额银行本票都是空白重要结算凭证,一经签发或承兑,也能用来进行商品交易和向银行支取款项。因此,结算凭证的管理就成了不法分子和犯罪控制十分关心的热点。

例如,某银行会计股人民币邮划联行会计将另一记帐员填制并交其办理的联行核算的“经营国家外汇汇差划拨凭证”上的外汇买卖借方金额 310051.67 元改为 610051.67 元,在应收外汇差金额 6743.46 元前面加上“30”,改为 306743.46 元之后,又将当日“9049 辖内行处往来”科目的凭证贷方涂改加大 30 万元,与“942 人行国家外汇人民币资金往来”科目对转。接着他又伪造了一张金额为 30 万元的 9049 科目借方转帐凭证,作为资金来源;还伪造了“信汇凭证”的第三联、第四联,通过“810 外事企业存款”科目(1985 年使用的会计科目)将该款汇入早已串通好的商场,并以此为依据与 9049 科目对转,骗过记帐员将此款记入该商场帐户。事后,他从已装订的传票本上,偷取并销毁了伪造的 9049 科目借方转帐传票和信汇凭证第三联。这就是利用会计职务之便,骗取、侵吞银行资金的贪污行为。

本案的被告已被最高人民法院以贪污罪判处死刑,剥夺政治权利终身。

再如,某银行工作人员在一张 17 万元空头信汇单联上偷盖银行转帐业务专用章,交某商店持此单到外地骗回彩电 105 台,这是银行在转帐结算活动中,银行工作人员利用职务之便,骗取公共财产的又一例证。

罪犯通过伪造结算见证的贪污屡屡得手,究其原因,有以下几个方面:

(1)对结算凭证的管理不严密。在前一案例中,该犯偷取空白信汇凭证,将骗取的款项汇入串通好的商场。在第二个案例中,案犯偷盖银行转帐凭证业务专用章进行贪污。按照银行的会计核算组织的规定,空白结算凭证应是专人保管,按照编号排序,既不能丢失也不

能随意作废,更不能将凭证交于他人处理。对于结算凭证的签发、填制、审核和予以签单的应是不同的人,以彼此制约。而上述两个案例中的银行会计核算组织显然没有达到规定的要求,否则伪造的凭证就不会在审核人的眼皮下逃过。

(2) 银行内部没有审计机构。有人会说,我们的银行大都都是国家的,即不会偷漏税,也不会采取非法手段对其它的单位进行诈骗,没有必要设立审计机构。其实不然,审计机构是提高内部经营管理的必然要求,通过审计机构,可以发现帐务上出现的漏洞,管理上出现的弊病,并可以纠正这些漏洞和弊病。如果设立了审计机构,第一个案例中,案犯数次将见证涂改,填写没有原始凭证的记帐凭证,审计机构就会及时发现,并可以阻止事态的发展;在第二个案例中,案犯填写的 17 万元信汇凭证更是可以轻而易举的发现,从而阻止银行系统的工作人员对其它单位的诈骗,避免给银行声誉所带来的不良影响。

(3) 结算票据的持有人对票据的效力缺乏防范。第一个案例中,由于双方是勾结好的,所以不存在这个问题。第二个案例中,客户对那张 17 万元的信汇票据的效力深信不疑,没有到票据的签发行查询票据的真假,这也客观上加大了银行系统工作人员利用伪造结算凭证贪污诈骗成功的可能性。

面对以上的分析,我们可以采取以下防范措施以避免这一类案件的发生。

(1) 加强对结算票据的管理。对空白票据专人专管,对票据的签发、审核、签章分人分管,对会计资料严格保管。

(2) 设立内部审计机构,经常地对银行内帐务、业务加以审核,避免作弊的发生。

(3) 鼓励票据的持有人对票据的真实性,向票据签发行查询,不让犯罪分子的犯罪目的得逞。

除了凭空从银行挖出资金转入其它帐户外,虚构付方,伪造结算凭证,套取银行资金是贪污的另一种形式。例如:农行某营业所会计邓某与工商户宋某相互勾结,由宋某虚构汇款单位,并提供收款单位帐户,填写假信汇见证由邓某利用职务之便,凭空支付盗取联行资金,先后六次将联行资金 110675 元信汇到宋某帐户上。这种作案手段与第一类相似,防范的手段只是在上面的基础上还应加强联行往来间的配合,打击犯罪分子。

2. 虚构付方,盗取结算户资金

这是结算业务中贪污行为的另一种表现形式。

转帐结算的中价是银行。例如,甲企业需支付同城乙企业一笔贷款,只需签发一张转帐支票交乙企业,乙企业将其送往开户银行,银行就可以将甲企业存款帐户上的资金划转到乙企业的帐户上。形象的说,买卖双方的钱都装在银行的兜里,银行把买方的钱从一个兜里掏出来装进另一个兜里,就实现了甲、乙双方的买卖行为。那么,作为中介的银行在“掏兜”时是否诚信、准确,则是至关重要的。

例如,某银行票据交换员与不法港商勾结,利用票据交换的职务之便,伪造所辖两结算户的委托付款凭证,涂改银行交换提入代收,提出代付清单及银行内部往来的收款、付款记帐凭证,骗盖、偷盖人行票据交换专用章,连续作案 30 次,贪污公款 208 万元。

再如,某银行助理会计师借协助核对余额表之机,发现某结算户帐上 66 万元不经常动用,遂起贪污之犯意。先以办理业务为名,骗取“付委”凭证一份,将付款单位填为该结算户,

截留现金的另一种手段就是现金抽头。即收入或付出现金时,从客户或其它工作人员已清点过的整捆现金中零星抽取,并嫁祸于人。

例如,某银行营业所出纳员在某日下午盘库时将自己所在营业所另一出纳员管理的锁偷换了位置,并将此出纳员已清点过面值一百元的捆钞票 10000 元中抽取 500 元。并嫁祸该出纳员。谁知聪明反聪明误,偷换的自己那把锁的钥匙漏了马脚。

对截留现金的防范措施,也是要加强责任管理,完善现金保管的设施,不让犯罪分子有机可乘。

(三)利用储蓄业务之便贪污,挪用银行资金

储蓄是城乡居民与银行之间的一种信用行为。作为债务人,银行在保管、使用储蓄的同时,对储户负有返还本金的义务,并应按规定的利率支付利息。近年来,银行工作人员利用职务之便贪污和挪用储蓄款的案件时有发生,按照案犯作案的手段来看,有以下几种。

1. 藏匿收入见证,收款不入帐

这种行为是银行工作人员办理客户储蓄时,只将储蓄存折交给客户,而后将存折底根藏匿,将收取的储蓄金不报帐,归自己使用的一种犯罪行为。

要防范隐匿存单,收不入帐的行为,应从根本上改变有些储蓄所的组织机构和业务核算程序,严格落实国家的有关金融法规。例如,严格各岗位的责任,加强各岗位间的监督,加紧对印章、空白凭证的管理,不仅要分人,而且要分权;将业务与会计严格分开,互相监督。一旦发现问题,及时查处,防止犯罪的发生。

2. 虚造、涂假储蓄凭证,侵吞银行资金

这种方法往往通过伪造、涂假储蓄凭证,多付或少付利息,从多的利息中收取好处费,占有少付的利息。

这种行为能够得逞也主要是各岗位分工不明确,对凭证管理不严造成的。我们知道,对待原始凭证和记帐凭证,是不能随便改动和销毁的,即使是一张错误的凭证,也要用其它方法加以冲销而不能将其丢弃。这个储蓄所以对凭证的管理显然是不符合有关规定。另外,利息的计算和利息的支付应是两个人,在计算利息时,显然可以发现存单和内部凭证不一致,一个是活期存单,凭证却是定期的,其中肯定有问题,不知道计算利息时为什么没看出来,而付利息的那一位也没看出来,令人回味。

3. 将收储延迟入帐,挪用银行资金

假如一储蓄所营业员将所有存户的储蓄都延迟 10 天入帐,每天营业所的储蓄额为一万元,那么这位营业员若对存户的资金加以运用,就相于有了一笔十万元无利息、无限期的贷款。他若将此款放贷出去,收回的利息也是非常可观的。

用这种方法挪用银行资金,确实比前两种要高明得多。用这种方法能屡屡得手的原因有:

(1)这种方法隐蔽性强,不容易发现。从表面上看,它只是对会计核算制度中核算时间作了一些违反,对工作不负责任,似乎和其它形式的挪用储蓄款不一样,而且也没有留下任何痕迹。其次资金也非常容易平衡,每段时期储蓄额的高低相差不是太大,因此,可以用后几天的储蓄款垫着前日的储蓄入帐,若不足再从挪用的资金中拿出一部分垫足。

的以银行为对象的行贿,银行自身也无法形成对贿赂犯罪的高效抵御机制。

(4)银行从业人员的素质。若银行内部人员具有良好的敬业精神,像尊重自己一样尊重本职工作,就谈不上受贿。而自身修养欠佳、职业道德教育薄弱的从业人员成为行贿对象的机会较大。

任何受贿行为都必须以支付一定权益为代价。受上述因素影响,银行系统中贿赂交易的发生往往与下述业务环节有关。

1. 因贷款管理而发生的贿赂交易

获得银行贷款是从银行得到大量资金的最主要的合法途径,贷款管理也是发生贿赂犯罪最多的一个环节。

利用发放贷款的权力受贿,可以分为两种情况:一是违反有关法律政策规定发放贷款而收受贿赂,二是在不违反贷款管理规定的情况下,收受贿赂。

前者主要表现为违反贷款“三查”制度,严重不负责任,向根本不具备贷款条件的申请人发放贷款,或者私自降低贷款利率,或者贷款逾期还不予追究,或者公开、半公开或不公开从所辖其它单位帐户中挪用拆借出款项以贷款名义交行贿人使用,然后从中受贿。为了掩盖违反贷款审批制度的行为,受贿人往往伙同行贿人采取曲线贷款、冒名贷款等各种手段,以满足行贿人的请托。这是贷款管理中最常见的贿赂关系。

后者是在银行信贷资金有限的情况下,对同样具备正常贷款条件的不同申请人,只向行贿的贷款申请人发放贷款的行为。虽然这是一种不违背职责的受贿,但它严重妨碍了申请人之间的正当竞争,而且收受贿赂并不因没有违反信贷审批制度而消灭。

特别需指出的是,利用贷款管理的权力而受贿,最容易表现为索贿。有些信贷人员乘人之危,明知企业急需资金,否则将面临倒闭,仍以暗示、要挟、欺骗等卑劣手段向贷款申请人索取贿赂。从大量案例来看,行为是否索贿,与申请人是否符合贷款条件之间并无明显的相关。这就是,行为是否索贿,主要不是取决于申请人贷款用途,还款能力等因素。也许,这在客观上主要是受社会经济大环境中信贷资金供求关系变化的影响。同时,索贿人自身素质的低劣,也是一个重要因素。

例如,某银行信贷科长得知某养殖公司急需贷款,随即唆使其爱人的同事冒充银行信贷员到该公司洽谈贷款事宜。科长还授意,要该假冒信贷员谎称因贷款的额项需从其它银行拆借,须按3%~4%提取应酬费,并答应事成后发给该同事应酬费15%。此后,该同事到公司洽谈贷款,公司申请贷款150万元,并给付了4万元的“应酬费”,然后,办理了贷款手续。

对贷款管理而发生的贿赂应采取以下措施加以防范:

(1)提高贷款的清晰度,在资金特别紧张时,对向哪个贷款申请人发放贷款由集体民主讨论决定,对待不符合贷款条件的单位和个人不予发放贷款。

(2)鼓励借款人对索贿的人予以举报一旦发现,严加处理。

2. 因结算业务而发生的贿赂交易

以结算业务为目标的行贿,其请托的内容主要有:

(1)挪用公款。例如,某修配厂经销部的武某,向某银行办理处联行专柜经办员王某行贿一辆价值200元的自行车。然后向王提出,希望帮助解决部分所需资金。于是王在处理

针。有些银行高级职员无视这一制度,非法倒买倒卖国家外汇,为我国政策和法律历来所禁止的投机倒把行为。近年来,随着我国对外开放政策的贯彻落实,一些单位和个人以搞活经济作幌子,通过各种渠道,逃、套和牟取外汇并倒买倒卖,严重干扰了正常的社会主义经济秩序,阻碍了经济体制改革的顺利进行。根据我国现行《违反外汇管理处罚实施细则》和《关于惩治走私罪的补充规定》及其它有关外汇管理法规的规定,凡私自买卖外汇、变相买卖外汇或者超过国家外汇管理局规定的价格买卖外汇及倒买倒卖外汇等,从中牟利情节严重的,均以投机倒把罪量刑。可仍有不少犯罪分子利令智昏,铤而走险。

1. 银行在防止倒买倒卖国家外汇中的措施

为了防止出现倒买倒卖国家外汇,银行应加强以下措施:

(1)加强对外汇支出的管理。案犯要进行套汇就必须先把外币运用出去。对于每笔外汇的支出部应落实责任,一旦发现有套汇行为迅速处理。并加强对外汇帐户的审计。

(2)强化外汇监管机关的监管职能。将对外汇业务的审计制度化、经常化,减少和预防套汇行为的发生。

以上将金融系统工作人员的犯罪行为作了简单的介绍并分析了其产生的原因以及预防措施。

2. 金融系统中犯罪的主要原因

总的来看,金融系统的犯罪主要是因为有章不循。国家对银行运作的方方面面都作了详尽的规定,如果按照规定行事,许多犯罪行为都可以避免。特别是大量的银行系统贪污挪用案件中,几乎件件都与规章制度的执行不利有关。

具体来说主要有:

(1)不严格执行印章、密押、重要空白凭证管理制度,给行为人伪造贪污行为所需单证提供了条件。例如某挪用公款罪案犯在自制的会计凭证上偷盖同柜经办人员的私章竟达 80 多次。

(2)不严格执行“贷前调查,贷时审查,贷后检查”的贷款三查制度,使以贷谋私中的贪污挪用行为失去必要的制约与监督。

(3)不严格执行双人临柜、双人管库等各项岗位间相互制约制度,造成一人临柜、收款、轧帐、对库,容易诱发贪污挪用动机。

(4)不严格执行对帐制度,使发生已久的贪污挪用行为不能及时发现。

(5)不严格执行交叉审核,双线核算制度。例如在某基层行处,从记帐,轧帐、结帐到并帐,全由一人包揽。使其挪用巨额公款达两年之久未被发现。

有章不循,就相当于无章可循。所以总体上预防金融系统犯罪,就必须从健全制度开始。

3. 我国现阶段可采取的预防措施

(1)健全社会主义法制。健全社会主义法制,从立法、司法、守法三方面进一步完善我国社会主义的法律体系,加强我国的行政立法和经济立法,进一步做好法规的整理工作,使法律系统化和统一化。在制定法律和政策时,注意两者的互相协调和紧密配合,堵塞住一切可能为犯罪分子所利用的漏洞,严格依法办事,加强运用法律手段管理经济,唯其如此,才能及

行宣告破产。这一事件令世界震惊,也引起连锁反应。巴林银行曾为英国在国际金融界做出重大贡献。在世界金融业普遍业绩不佳的 1994 年,其税前利润仍高达 1.5 亿美元。然而,导致该银行破产的直接原因竟是由于其在新加坡分行期货业务部的一名 28 岁的“操盘手”尼克·里森擅自越权从事日本金融期货投机失败所致,真是令人叹息。

里森的主要业务是从事日本东京证券交易所和新加坡证券交易所之间的跨市套利。1995 年初,里森认定日本股市将会转“牛”,期货指数将会上扬。其理由有:①日本经济已开始走出低谷,主要产业的状况开始好转;②由于阪神大地震的发生,日本政府将不得不拨出巨额资金支持震后复兴事业,从而将对日本产业产生巨大的需求刺激,按照以往经验,日经股票指数将会上涨。于是里森不顾巴林银行对其业务的限制,在没有得到高级主管人员的明确同意的情况下,擅自投入巨资并透支买入日经 225 期货、日元、美元交换期货及卖出看跌期权,其中主要是日经 225 期货。至 2 月 24 日,巴林银行新加坡分行买入持仓量约为 1700 枚,总金额达 32,640,000,000 日元,居世界各大主力机构之首。

里森年初购入日经 225 指数期货时,该指数约为 19300 日元左右;但以后这两个月中,日经指数并没有像里森所预计的那样大幅度上升,反而大幅度下跌 1200 余点,跌幅达 6%。若根据巴林银行 2 月 24 日的持仓量分析(不考虑已平仓损失),则日经 225 平均股价每下跌一日元,巴林银行的损失就为 $1 \times 100 \times 1700 = 17,000,000$ 日元。按照近一期间日元对美元汇率(1:90),即为 17.9 万美元。里森并未就此罢手,而是在巴林银行私自开设了一个帐号为“88888”的帐户,掩盖了亏损,而后又孤注一掷,大量购入日本股票,企图将日经 225 指数向上拉。然而,日经 225 依然跌势不减,终于导致巴林银行的全线崩溃。在短短的两个月中,巴林银行损失了 4—4.5 亿英镑,其中还不包括未平仓的预计损失,相当于其自有资本的 83%。具有悠久历史资本雄厚的巴林竟败在自己的一名期货投机手手中。

事后对亏损重新计算表明,1995 年 2 月,里森在风险极高的金融衍生工具交易中亏损 13 亿美元,使巴林银行处于资不抵债境地,后被荷兰国际集团收买。在英国议会的要求下,英格兰银行对巴林事件进行了调查。调查发现,巴林银行的垮台是里森所从事的“未经授权的和极大的灾难性行为”所引起的,而里森得以如此行事是因为“巴林银行的管理及其它基本控制手段的失败。”

巴林银行的教训是深刻的,各国的金融监理机构和各大银行都纷纷采取措施,以避免类似的悲剧再度发生。

1. 各国的金融监管机构都加强了对投资银行的监督

1995 年 7 月,英格兰银行负责投资银行监督的高级官员汤普森辞去职务,原因是他“非正式”默认了巴林银行将超过其资本 25% 的资金移往国外这一违法行为。7 月 18 日英国证券投资委员会(SIB)与美国证券交易管理委员会(SEC)表示,将联合对某些进行大量跨境衍生工具和证券交易的投资银行进行调查,目的在于分析管理全球投资风险的必要措施,通过评价这些机构在市场、信贷、清偿和融资风险方面的管理控制措施,以加强金融监控,使金融监控更加系统化。

2. 各大银行都加强了对金融衍生工具交易的管理

英一家大银行要求交易员只能从事金融衍生工具的跨市套利和套期保值,并限制其交

易的规模,规定一上限,并要求交易员定期向银行申报,时时接受银行的监控。美一家大银行建立计划申报制度,对交易的规模,交易的品种与方式的计划向银行申报,经银行批准授权后由交易员执行,以限制交易员的权力,加强对交易员的监控。

我国虽然没有发生交易市场上交易员重大的越权行为,但采取一些措施避免类似事件的发生仍具有重要的意义。随着我国对外开放的深入,我国金融业和国际金融的联系越来越密切,介入金融衍生工具交易的程度也越来越深,例如对于我国的外汇储备管理来说,就必须运用金融衍生工具来套期保值,避免持有外汇而带来的损失。又如在国际贸易中,存在价格、汇率双重风险,为了减少风险,也必须运用金融衍生工具。介入金融衍生工具交易市场就带来了对交易人员管理的问题。为了保障银行利益不受侵害,促进我国银行业的健康发展,有必要采取以下措施:

(1)完善金融派生工具交易的风险控制机制。

金融衍生工具是一种保护投资者,分散转移风险的投资手段,其本身并不能导致“巴林事件”。不幸的是一些金融机构的操盘手利用这种方式进行大规模投机。而一些金融机构采取利润分成的方式来奖励操盘手,这就容易使操盘手变得越来越贪婪,置公司利益不顾,即使出现交易亏损,也隐瞒不报,再度追加投资以期获得转机。里森的教训告诉我们:要认真分析自身实力,控制好投入规模,制定合理的止损价位。在内部管理改革过程中,注意授权的风险控制,加强责任管理,制订出有效的控制制度和管理办法。

(2)建立资金动用比例的计划申报制度。

据资料表明:巴林银行新加坡分行早在1992年3月即向该行总部发信,要求总行为巴林期货公司制订“清楚的申报条例”,并提出由巴林证券新加坡公司控制里森。但总部未能有效控制住里森来做无限制的金融派生工具交易,直至破产。因此,我们应该注意建立计划申报制度。尽管在时机上无法做详尽的规定,但在交易规模上、交易品种与方式上,应该在深入研究、广泛沟通基础上,做好计划与申报工作。

(3)加强对交易员的思想政治教育,培养交易员良好的心理素质。

许多交易员都有一种急进功利的心理,只希望做出成绩,不希望承认失败。巴林案件中的里森,在日经指数大幅度下跌情况下不是把真实的亏损情况向银行汇报,而是隐瞒了亏损又孤注一掷。金融衍生工具高利润和高风险同时相伴的,有的时候成功,有的时候也会失败,关键在于当失败的时候,勇于承认失败,以采取措施减少损失。所以在平时应加强对交易员的思想政治教育,培养良好的心理素质,杜绝那种孤注一掷,置银行、国家利益不顾的严重行为。

(4)中央银行应加强对投资银行金融衍生工具交易的监控。

银行在国民经济起着枢纽的作用,银行的破产对经济的震动非常大。因此为了保证银行的持续经营,降低风险,中央银行有必要加强对投资银行金融衍生工具交易的监控,以限制其投机规模,避免类似“巴林事件”类似事件的发生。

(二)利用计算机进行欺诈

人类将应跨入二十一世纪之际,科学技术取得了日新月异的突破性进步。在世界科技领域内,踏上信息高速公路的呼声也愈来愈高。

②各职能部门具有相对独立性。这种独立性表现在：一是各职能部门之间是平级关系，而非上下级从属关系；二是各职能部门的工作有明确分工，不存在现任共同负担的关系。这样不仅可以预防诈骗的产生，而且诈骗一旦发生时还可以避免损失的进一步扩大。

③人员素质控制。良好的思想品德和职业道德是防范诈骗的前提。对人员的选择、使用 and 培训采取一定的措施和办法，以控制职员的素质。

④建立职员的职务定期轮换制度。这样可以增加对某项职务的全面复核。实践证明，有关职务的定期轮换不仅能使某项业务的执行人员发生的错弊在短时间内被发现，而且还能促使工作人员兢兢业业地工作，打消诈骗的念头。

⑤对操作员处理的业务建立定期或不定期复查核对控制。记录与实物以及记录与记录之间的复查核对，能进一步保证记录的真实、正确。特别是不定期复核，更能对犯罪分子产生威慑作用。

(2)在技术上采取措施。俗话说，魔高一尺，道高一丈。在计算机的程序上采取技术更高的防范措施，并且聘请计算机专家对已发生的诈骗案进行机内检查，可以使那些自持技高一筹的诈骗犯望而却步。具体措施有：

①提高系统的安全性，保证计算机系统资源不受人为了的破坏，使计算机系统得以正常运行。对数据或程序的盗窃、盗用、非法篡改及破坏等是罪犯常用的诈骗手法。因此，对系统的安全性进行检查要检查系统是否具备防盗措施，要检查系统在技术方面是否对软件和硬件实施了必要的加密手段；要检查系统在管理方面是否建立了完善的安全保卫制度和内部控制制度。

②采用密码定期更换制度。这样可以避免因密码失窃而带来的损失。对于机密文件设立专人保管，并建立使用查询审批登记制度。

(3)加强安全知识教育，采取法律措施给予犯罪分子严惩。在银行计算机系统岗位上的职员中间，广泛开展职业道德教育及计算机反诈骗宣传，鼓励勇于检举揭发者。特别是在合伙诈骗中，不同岗位上职员互相勾结进行诈骗已是越来越常见。在教育的同时，对于已查出的罪犯应严加惩罚。

(二)银行职员参与非法“洗钱”活动

洗钱，简单地说是指犯罪分子通过银行把非法得来的钱财加以转移、兑换、购买股票或者直接进行投资，从而掩盖其非法来源和非法性质，使资产合法化的一种行为。有组织的犯罪团伙往往勾结银行内部职员去完成洗钱这一过程。由于这些职员在银行内占据很高的职位，所以这些洗钱活动具有更大的隐蔽性。

1991年7月某日，路透社报道了德国某家银行主管乔治为某一国际恐怖组织洗钱的新闻。乔治自任这家银行主管以来，连续5年内为该恐怖组织洗钱总计达6500万美元。在反国际恐怖组织的呼声日益高涨的国际形势下，该银行的这种行径激起了世界范围内的公愤。

一般说来，通常的洗钱作法有四种：

(1)把钱存入海外银行。因为它们可以不向所在地政府呈报存款人详情。上例中的洗钱方式即为这一种。

(2)先把钱存入本国银行，然后尽快以电汇方式将这些钱转到外国保密银行。所谓保密

的手段将资金用于股票投资,在银行接受审计前将所有资金入帐。通过这种方法,逃避审计部门的检查。这样,从 1992 年至 1994 年,这个代办员每天挪用资金的平均余额达三十万美元,并用此投资赚回数十万元的利润。后因为股票投资资金被套牢,无法收回现金,被审计部门发现帐上有不少未入帐的存款事情才败露。

给银行职员造成延迟入帐得以挪用客户资金的原因主要是财务制度不健全,内部控制制度不严密。所以,银行最重要的是加强财务制度建设,用财务部门约束业务部门,原则是当天的存款当天入帐,对隔日的业务查明原因,再按有关规定处理。

2. 擅用客户资金进行证券投资

很多银行都介入证券市场业务,客户可以通过银行的代理人或职员通过委托协议买卖证券。一般业说,客户在交易人处存有一笔款项用以作为交易的保证金和用于结算。客户买卖证券可以通过电话授意交易人,交易人再按客户的指令买进或卖出证券。由于资金掌握在交易人的手中,交易人可以利用两次指令间的间隔进行交易为自己谋利。如交易人员在股票清仓后可以利用股票市场股价上扬这一有利时机而且无客户指令的情况,用客户资金先买进股票然后卖出赚取价差。也可以在股票持仓中利用股市下跌且无客户指令的时候,先卖出证券而后买进。在这投机的过程中,若客户突然发来指令,交易人可以顺水推舟,只不过少赚一点而已。有时候,交易人可以因抓住了交易的时机取得比客户预想还要好的效果,甚至更加信赖交易人。

例如美国纽约股票交易市场一证券商是美一家大银行的证券代理人。在代理客户买卖证券的业务中,他多次运用客户的资金做数额很大的投机。几乎是屡屡得手,并由此赚取了大量的利润。客户对此证券商评价也很高,称他善于抓住时机。后在一次股票狂跌浪潮中,他栽了手,无力偿还客户资金,私自擅用客户资金的劣迹也至此败落。

对待证券商运用客户资金,各国都对此作了严格的限定,即证券商只有按照与客户订立的证券交易委托代理协议加以运用才是合法的,证券商不能越权擅自运用客户资金,更不能运用客户资金为自己谋利。对挪用客户资金为己谋利的行为不光按法律严厉制裁,而且应该采取一定的措施预防挪用的发生。

首先对于银行来说,须加强对交易人的管理。充分了解交易人的每一笔交易。为了对客户负责,银行应定期向客户送达交易清单,使客户了解其帐户变动的有关交易,这样客户就可以了解他的资金究竟有没有被挪用。通过这种方法可以在一定程度上制止交易人滥用客户资金的现象。

其次对于交易所来说,使客户的交易和证券商的交易划分清楚,在交易程序上,让每一帐户的交易的收益和亏损只能划拨到该帐户上,不让证券商将资金在各帐户间随意划拨,客户给证券商的佣金许也必须由客户签发支票进行不让证券商预扣,以杜绝证券商将客户的资金转移到自己的帐户上为自己谋利。

再有,就是要求客户随时了解帐户的情况,定期从银行取得交易单据,并与所下的指令对比,监督证券商的交易。

挪用客户资金这一类诈骗不光在西方国家银行系统内存在,在我国也屡屡发生。因此,对此应加以重视,杜绝挪用资金这一类违法行为。

第三章 保险业务中的诈骗分析及其防范

第一节 保险欺诈动机及类型分析

随着因欺诈而导致的赔款支出在保险费总额中所占比重的加大,对于保险公司而言,同保险欺诈进行斗争是必要的,保险公司在制定有效的反欺诈措施时,首先应了解保险欺诈增加的原因及各种类型的欺诈手段,才能做到对症下药。

一、保险欺诈的动机分析

(一) 公众的个人动机

与其它的经济犯罪不同,保户欺骗保险公司在公众心中不被认为是一种经济犯罪,几乎所有的保户都会有这样一种观念:小小地欺骗一下自己的保险公司只是一个小毛病,是可以原谅的过错,它不被视为犯罪。

一般而言,不诚实的保户认为自己可以欺骗保险公司,以便取回多年来给付的保险费,这是一种合理的手段,对于双方而言都是公平的。不能理解保险公司所存在的经营风险,也不承认保险公司可以拥有以保险费用去弥补成本的权利。

此外,每一个成功的欺诈案件又会在公众中形成一个连锁反应,骗犯会更受鼓励再去行骗,而公众也会照样尝试。

保险欺诈基本上为成年人犯罪,其最初为偶然犯罪,获得三或四次成功,最后就可能演化成职业犯罪。

大部分保险欺诈人表现出了十足的贪婪,无任何明显的特别诱因,不过,有一些典型的动机促成因素可以在这里提出。

(1) 他们认为被发现的危险最小;即使被发现,他们大概也不会受到处罚。

(2) 在许多案件中,欺诈者想要从他们的保险公司的一些错误中得到自己所要得到的,他们要拿回自己认为已过高支付给保险公司的保险费。

(3) 有时保户的财务困境也会导致保险欺诈。当一个保户的债务变得沉重、并且其债权人开始采取措施实施追付时,他可能采取最省力的办法,例如,让自己保险的工厂着火。

(二) 社会原因

社会道德标准正在异化、转变,在可接受与不可接受的行为间的界限以及受社会约束的本能遏制,作为趋势,开始逐渐消失,加速远离共同福利的意识,走向纯自我利益。在今天的竞争时代,生活的压力、个体与群体的隔绝,使很多人丧失了社会责任意识,他们不愿为了社会整体利益而牺牲自身利益,不能容忍自身生活享乐的微小损失,这种自私与竞争压力所导致的对于安全的渴求,就使得现代人竭力试图转移各种风险,扩大索赔规模,以满足个人的需要及欲望。

而相对于此,保险业却只能一直尽力去满足这一发展而带来的巨大的保险需求。这又造成了欺诈增多的另一个原因。

(三)保险公司的责任

保险公司自身成为促使保险欺诈快速蔓延的原因,这是非常不幸的,却又是完全真实的。

保险公司往往为了维持客户,而不愿意因保险欺诈而将其保户送上法庭,那么只要诚实的保户了解到其本身与诈骗者之间并无清楚分别,那么他们本身在利用这种形势的诱惑就会逐渐增强,他们会从夸大索赔起步而一步步深入下去。

另外,许多欺诈案件难以勘破,也是由于保险公司雇员介入其间,这种骗案一旦发生,尤其若有高级职员的参加,将会做到天衣无缝,无从查起。

二、保险欺诈的类型分析

(一)投保人、被保险人或者受益人准备投保时即筹划欺诈

不诚实的保户经常在投保保险之初,便开始筹划获取不应得之保险费,其采用的手段一般有以下几种:

(1)投保人故意虚构保险标的,骗取保险金。这种手段在车辆保险中经常采用,即投保人所投保的物品并非投保人自有,或投保人伪造必要资料,虚构出物品存在的相关证据一经保证公司承诺保险,不久投保人即会报失。以索取保险金,这是一流的保险欺诈形式。

(2)超额保险。这种骗局其实相当简单,投保人所作的是在投保书上提供假的资料,在巨大的保险金额里,保户除可借用一些贵重物品作为自立的财产向保险代理人展示或声称属自己所有外,如必要,还可提供财产暂放它处的“证据”及假的专家意见证明,通过这些手段抬高保险金额,以便在损失事件中获取比保险财产实际价值更高的金钱。

(3)重复保险。这是一种非常隐蔽的保险欺诈行为,保户同时向数家保险公司投保,以索取数笔保险金。保险公司很难查明这种重复保险的情况,这种重复保险情况的出现实质是因为或者保户损失已经发生或者损失为故意造成,或者损失为伪造。

(二)投保人、被保险人或者受益人对发生的保险事故,编造虚假的原因或者夸大损失的程度,骗取保险金

这是一种将非保险损失转化为保险索赔的欺诈行为,是欺诈类型的一个重要形态,是一张在损失已经发生后的保险单的终了。这尤其可使保险公司在索偿昂贵的责任保险中遇到麻烦。虚假的情况或损坏原因的陈述是大部分保险欺诈多样性所共有的一种。

(三)投保人、被保险人或者受益人编造未曾发生的保险事故,骗取保险金

例如,一汽车车主卖掉自己的车,然后通知保险公司车已被盗;或者在谋划的盗窃中,货物先从房中搬走,然后制造假线索,使人相信确有人闯入;这都属这一范畴。

(四)投保人、被保险人故意造成财产损失的保险事故,骗取保险金

这是需要极大犯罪能量的保险欺诈类型。典型的手段有两种:一是保户自谋,一是保户主谋,但行为本身由第三者来完成,在这一范畴中,大部分主要的犯罪为纵火,以此手段来改变经营生意的财务状况;船只的完全焚毁、交通事故的诱发和以损毁保险财产为目的而故意堵塞水管造成水灾等,亦属这类犯罪活动之事例。

(五)投保人、受益人故意造成被保险人死亡,伤残或者疾病,骗取保险金

这是一种凶残的恶性犯罪,其已不简单是一种经济犯罪,它已列入刑事犯罪的行列中,其恶劣程度以达到伤害他人人身安全为手段,据有关统计,近几年保险杀人案正在逐渐增多,需要严厉的法律措施来制止这一行为,它已不只是危及到保险公司,而是危及到整个社会安全。

第二节 保险欺诈分析及其防范

鉴于保险欺诈日益严重地威胁着保险业,保险公司应该积极地投入到同保险欺诈的斗争中,为此,必须采取强有力的措施,堵塞漏洞,抑制案件发生,把发案率降到最低点,在控制发案方面必须坚持预防为主方针,全方位组织防范。

一、宏观角度

要做好这项工作,取得明显的效果,就必须做到,既要有长期的规划,治根治本,又要抓住当前有利时机解决突出问题,从宏观上必须采取以下措施:

(一)摆正业务发展和提高人员素质的关系。

加强对保险系统干部职工,尤其是理赔工作人员的教育

通过经常性的业务教育,不断地提高从业人员业务能力,认清保险诈骗的危害性,增强防范保险诈骗的责任感和紧迫感。教育工作应注意形式多样,要注重实效,防止表面化和走过场。

(二)健全规章制度,加强对保险业管理

要针对理赔工作中易发生的某些重要环节,健全和完善处理赔案的有关规章制度,应完善《处理赔案登记制度》、《处理赔案回避制度》、《双人勘查定损制度》、《赔案审批制度》、《处理损余物资制度》等。

(三)搞好对理赔工作的监督检查

国内保险业务恢复时间不长,人员比较新,许多规章制度不配套、不完备,管理工作也跟不上,所以加强监督,加强检查更加必要,要做好监督工作,一是要采取多种渠道,如党内的、

党外的;经检、监察等职能部门的;二是建立监督的制度,如实行承保、理赔工作的“两公开一监督”制度。

(四)各级公司的领导同志要带头搞好反欺诈工作

反诈骗的工作成效如何,领导干部是关键。只有领导干部重视反诈骗工作,从各方面给予支持,才能调动广大的职工共同搞好反诈骗工作。

二、微观角度

(一)保险单设计

通过订定保险单除外或者限制承保范围的条款,通过提出责任的限制或者中止通过的特别期限等,保险公司将减少或剔除欺诈出现的可能性。

一张正确设计的保险单,必须包括清楚和精确的保障范围和除外范围的定义,既不能为保险欺诈提供机会,又要防止保户从索赔事件中得出被他们的保险公司欺骗了的印象,并欲趁下次机会得回未给的钱,这也是所以必须确切地告知保户他们的保险单保障范围的原因。

(二)索赔处理

在索赔处理中,对欺诈的积极防范以下几个因素最为重要:

(1)组织专业的损失公估人。保险公司应该拥有一个专家小组作为损失公估人,专门进行欺诈侦查,这些专家需要有充足的时间,充足的基金、接近资料基地和侦查机构记录、与罪案检察当局良好的关系等等。

(2)积极进行损失查勘。损失将会受查勘的事实,可以威慑住知道这一情况的潜在欺人。所以,即使在微小损失的案件里,也要作出每次的现场检查。

这里只有一些防范的经验,还有其它的防范措施还需要保险公司在实践中摸索。

第三节 财产保险的诈骗分析及其防范

财产保险作为保险业中最主要的一种险种已有了跨越九世纪的历史,在中国,也走过了上百年的历程,时至今日,已为越来越多的人所认识和应用。然而,由于其具有价值补偿性和运作侥幸性等特点,故有时则被一些存有道德瑕疵之人当成谋求不义之财的途径,他们参加保险并不是为了防患于未然,地地道道是要在各种情况里布下一个又一个陷阱,或者使承保人承保不应付承保的风险,或者使保险人付出不应付的赔款,这些都属于财产保险欺诈范畴的表现。

欺诈行为的存在,不仅为保险这一美好事物蒙上阴影,阻碍保险事业的发展,同时更污化了人们的社会行为标准。故无论在任何社会制度下,都应是受人制裁和谴责的丑行。多少年来,无论是保险业本身,还是剪灭罪恶的司法机构,都在不停顿地同保险欺诈搏斗着,并不断摸索和总结出同保险欺诈斗争的经验和办法;也有许多专家,学者对此进行了专门的研

1. 保险价值的估计

当今各国对财产保险保险价值估计的通常作法是市估价为原则当事人自己协商确定属少数。

具体的,针对财产保险中的定值与不定值保险而言,凡属定值保险的,在发生保险责任范围内的损失时,保险人按照保单上当事人双方订明的保险价值确定保险赔偿金额;凡属于不定值保险的。保险单中不记载有当事人事先确定保险标的实际价值,而是留等需要确定保险赔偿的限度时予以估算。进而确定保险赔偿金。

2. 保险金额的确定

财产保险金额的确定有三种情况:一是保险金额 $>$ 保险价值;二是保险金额 $=$ 保险价值;三是保险金额 $<$ 保险价值。

保险金额超过保险价值,称为“超过保险”,造成超过保险,有主客观两方面的原因。就主观原因说,有出于投保人的善意,也有出于投保人的恶意。就客观原因说,主要是在保险有效期间,因保险标的本身价值的跌落所致。

保险金额与保险价值相等,即足额保险,这种保险在发生保险责任范围内的损失时,一般都是获得足额赔偿。

保险金额低于保险价值,即不足保险,造成不足保险的原因亦有主客观两方面:投保人出于少交保费的目的而只以保险标的的部分价值投保,这是主观原因;其客观原因是投保人以定额投保,但保险标的价值在投保期内出现涨值。

据前述,获财产保险中,保险金额不得超过保险价值。那么保险价值是针对哪一时域而言呢?各国保险部门对此的规定大体是一致的,这里的“保险价值”是指保险标的出险时具有的实际价值,而不是订立合同时保险标的价值。

(二)财产保险的损失估定与赔偿计算方式

简单的说,财产保险的损失额的估定公式为:

- (1)全部损失的估定额 $=$ 保险价值(重置费-折旧费);
- (2)部分损失的估定额 $=$ 保险价值(重置费-折旧费) $\times$ 未损失部分价值。

当然,在具体实际中,损失额的估定却未必这么简单。在当事人双方发生争执的情况下,一个有效的解决办法是请求第三方的仲裁。

财产保险的赔偿方式通常有三种:

1. 损失赔偿方式

在财产保险中,通常把保险金额内的损失作为第一损失,超过保险金额的损失作为第二损失;保险人对第一损失负责十足赔偿,第二损失由被保险人自负。这种方式计算赔款时,取决于保险金额和损失金额两个因素,在保险金额内按照损失的财产实际价值赔偿。它的特点是赔偿金额一般等于损失金额,但以不超过保险金额为限。这是对被保险人较为有利的一种赔偿方式。

2. 比例赔偿方式

比例赔偿方式,是指按照保险金额与出险时财产实际价值的比例计算赔款数额的一种方式。

一揽子的财产保险是指盗窃、抢劫、暴风、农业等保险业务,这是依照市场习惯对保险业务所作的归类。

3. 机动车辆保险

机动车辆保险是指保险人以被保险人投保机动车辆为承保对象的一种保险,其保险标的投保的机动车辆因意外事故或自然灾害所造成的损失。

4. 海上保险

海上保险,全称这“海上运输保险”,可简称为“水险”。是指保险标的因遭受海上意外灾害事故造成的损失,因而依约给予经济补偿的一种保险。

(1)海上保险的种类。

根据保险标的的不同,海上保险可分为三种:船舶保险、货物保险和运费保险;

根据海上保险标的物定值上否,可分为两种:定值保险和不定值保险;

根据承保船舶的数量,可分为两种:单船保险和多船保险。

根据特定的保险期间,可分为四种:航程保险,定期保险、港内危险和造船危险保险。

(2)海上保险的承担范围。

各国保险法一般都规定,凡因航海中遭遇各种危险事故所致损失,无论是船舶、货物,还是运费或责任,都属海上保险人的承保范围。可见,海上保险的承保范围是很广的。

各国的海上保险承保的危险事故一般都包括以下几种:

①海难。

国际上公认的海难必须是与海发生密切关系或海上航行所特有的偶发事故或灾害。这一概念通常包括这几种情况:搁浅或触礁;沉没或倾覆;碰撞或触撞;暴风雨或海水损害。

②火灾或爆炸。

③暴力盗窃或海上劫掠。

④地震、火山爆发或雷闪。

⑤投弃或波浪卷落。

这是海上保险的主要危险之一。所谓投弃,是指航行中的船舶在遭遇紧急情况下,为减轻重量以图解难脱险,故意丢弃一部分货物或装备的一种紧急措施。所谓波浪卷落,是指装载甲板上的货物被波浪卷入海中。当然因波浪卷落而获取保险赔偿是有条件的,那就是:货物装载于舱面或甲板为历来习惯,并特别加保。

⑥船长或船员的恶意行为或疏忽。

⑦加保的主要危险。

加保的主要危险有战争险、罢工险、偷窃险和未能送达险。

二、国内几种主要的财产保险简介

(一)企业财产保险

企业财产保险,是中国人民保险公司专为企业单位(包括事业、机关等单位,下同)提供经营、管理保障的一种保险。它是我国财产保险的主要险种。这种保险的投保人,主要有两大类:一是实行政独立核算的全民和集体所有制企业单位;二是国家机关、事业单位或人民

团体。该保险的保险期限一般为一年也可以少于一年。

1. 企业财产保险的保险范围

企业财产保险中,企业可据以投保的财产主要有:①房屋、建筑物及附属装修设备;②建造中的房屋、建筑物和建筑材料;③机器及设备;④工具、仪器及生产工具;⑤交通运输工具及设备;⑥管理用具及低值易耗品;⑦原材料、半成品、在产品、产成品或库存商品、特种储备商品;⑧帐外或摊销的财产等。

在我国企业财产保险的不保财产有:

- (1)土地、矿藏、森林、水产资源以及未经收割和收割后尚未入库的农产品;
- (2)货币、票证、有价证券、文件、帐册、图表、技术资料以及无法鉴定价值的财产;
- (3)违章建筑、非法占用以及正处于紧急危险状态下的财产;
- (4)在运输过程中的物资。

2. 企业财产的保险金额及保险责任

企业财产的保险金额是被保险人的投保的实际金额。在我国,企业财产保险金额的确定分为以下三种情况:

(1)固定资产保险金额的确定。依中国人民保险公司制定的《企业财产保险条款》规定,其确立方法有三:一是可将固定资产购建时的全部支出作为保险金额;二是由被保险人与保险人协商按固定资产购建时的全部支出的加成数作为保险金额;三是按重置建价值作为保险金额。

(2)流动资产保险金额的确定。依《企业财产保险条款》的规定,其确定方法有二:一是以最后十二个月的平均帐面余额作为保险金额;二是以最近帐面余额作为保险金额。

(3)已经推销或未列入帐面的财产保险金额的确定。其确定方法是将被保险人与保险人协商确定的价值作为保险金额。

(4)企业财产的保险责任及除外责任:

根据《企业财产保险条款》的规定,在企业财产保险中,保险人应承担的保险责任大体上可分为三大类:

- ①不可预料和不可抗力的事故所致损失;
- ②停电、停水、停气所致损失;
- ③为施救保险财产而发生的费用。

企业财产保险中的除外责任有:

- ①战争、军事行动或暴力行为;
- ②核子辐射污染。
- ③被保险人的故意行为。
- ④其它。

(二)家庭财产保险

家庭财产保险是中国人民保险公司为我国广大城乡居民提供了一种保险。它以个人的房屋、家庭生活资料、农村家庭的农具、已收获的农副产品、家禽及个体劳动者的营业用器等作为保险标的。

①打时间差,财务受损后补办保险,以图获得保险赔偿;

②无中生有,虚报受损;

③故意纵火,索取赔偿。

(二)防范措施

(1)道德危险的识别和评估。

在用真实存在的保险单导致犯罪的案件里,纵火应属恰当的例子,即火灾唤醒了通过欺骗性手段而获取保险赔偿的意识,从保险公司观点所看到的风险在于,尽管事实上自己不会被迫赔偿,但如果不能证实保户的欺诈意图,因此也会被迫去那样做。保险公司通过实施能使本身可能识别明显的风险并将其拒绝的必要研究,而消除这一道德危险,显而易见,只有纵火确有发生,这一识别和评估过程才会有一些成功的机会。另一方面,潜在的欺骗性火灾蔓延和火灾后的资产清算案件,却不是事先可辨认的。

当评估道德危险之时,保险人必须确定保户是否是可以信赖的,反此而言,保险公司同银行审查其债务的信用程度是一样的。

实践表示,伴随着业务规模的扩大,由保户所为的纵火危险会规律性地减少,一般讲,大的公众公司的风险是小于那些小的公司的。

那些小公司的业主亦如同是它的雇员领班一样。

财务需要并不总是纵火和保险欺诈的动机。的确这是基于职业基础有理由进行的犯罪。如果一家保险公司的赔款实际上呈现了大量令人怀疑的火灾损失积压:

①在一定的风险范围内;

②在特定的地区;

③在一定的人口成份中间。

这将引起它的行政人员考虑修改承保办法。例如,于新火险保险单投保时,通过特别运用严格的标准和使用同一标准去评估存在着的业务责任。

以后面的欺诈标志一览表为帮助。保险公司可以设计自己的早期警报系统,以从测定新保险单投保和现存业务,续保时,由保户所为的纵火和此后的保险欺诈风险是否有所增加。随着情况的仔细评价,保险人那里得出结论,一个实质的风险被纠缠其中,在这一识别情况下,唯一的逻辑性处理,是拒绝承保争议中的新保险业务和尽快中止任何存在着的保险单。

(2)承保实务。

对于保户从事欺骗性的操纵,要以消除任何诱惑的方式来设计保险单。这里是一些例子:

在特殊的危险风险状态中,只有在保险单被签发时,财产的价值并不是相当大地低于新的或重置价值,按照新价值的保险才能被允许;只有在提出索赔时,价值并不是抵于新价值的一定比例作为补偿,才可以考虑以新价值付出,再则只有被破坏或损毁的建筑物在同一地盘上修量或重新建造时,才能考虑以新价值支付。除此之外,在以时值保险的形式中只有价值远远低于保险时时值的,保险人才能考虑以市场价值作出赔偿。至于无帐目的,保险人在损失事件中,将会同意支付固定的数额作为赔偿,在一些国家,这会被法律禁止。如果一家

保险公司基于一定的保单条件,被迫向一欺骗性索赔事件中的第三者支付赔偿,尽管事实上在这一案件中它勿需向保户付出任何东西,但仍需加小心确保向第三者支付的赔偿不能高于实际的损失数额,并且,也不能超过第三者向保户所提出的索赔数额。

还要在鼓励保户采取一切必要的和合理的预防外部纵火措施的方式中设计保险单。但这也意味着,如果在特别明显的纵火迹象,如果保户条件的评估是否确定,如果在一定的时间里保户不准备采取合理的改善措施,保险人必须准备谢绝保险承保。

由保户所引起的纵火风险而不能被防范措施所控制,又不会被适当的费率所影响。在风险评估期间识别这类危险的可能性也是有限的。然而,通过相应地设计在消除任何刺激方面的保险单却是可能的。用于火灾赔偿事故中的保险单,如不需要任何进一步的实际发生损失的证据,而事先预定一定数额的金钱,很可能对保户构成诱惑。因此,不能再使用这类定值的保险单。如果重置价值赔偿的要求被狭余地限定住,诸如建筑物条款,保户也令从实施纵火中被震慑住。将如何在保险合同内容中设计纵火危险,应依其相关国家在法律体系方面的严重程度而定。在由强制性的成文法和法院裁定确立的界限内,保险人的法律专家因此将就火灾保险,设计市场相关的条件条款。这些条件和条款应是:

- ①鼓励保户针对纵火尽力保护自己的财产。
 - ②消除欺诈性纵火的诱惑(关于赔偿数额的裁定,保险补偿支付的时间,等等)。
- 之后,该由保险人决定是否及时应用这些条件和条款。

(三)损失处理

针对欺诈性地纵火,大多数有效地威慑,是一个完善的赔偿和处理和调查系统。被暴露的风险必须相当大,以致保户不敢在第一地方进行欺诈。在众多的案例中,假如相对了解有的机会,可更多地侦破,广泛地传播,从而众所周知,可以起到相当大的震慑作用。欺诈性的纵火不常是偶然犯罪者的活动领域,但却是职业犯罪者的领地。保险人必须申明:通过有效地赔款研究和调查,他们能胜任侦查这些犯罪的艰巨任务的。

在他们的赔款处理及调查中,保险公司必须紧密地和秘密地与警察当局合作。不过,这也意味着,他们也必须有自己的能辨认欺诈性纵火痕迹和得出正确结论的受过训练的人员。

“这是纵火吗?”这总是保险人员的在其调查过程,偶然遇到超出常规的情况,或者见证人已报告事情可疑,或者专有的调查指出一些事情为“非自然的原因(火灾原因分三大类:其一为不可抗力,诸如雷击。其二为疏忽。其三为恶意的纵火。属一为自然原因)。应依据调查纵火后的结果,看纵火是否完全被排除或至少不能被证实,以便对待后期的索赔。在这样的案件中,将以常规的方式,以保险条款和案件为基础以及按照共同的保险作法来核正损失。如果有纵火证明,继而会有这样的问题:“是谁干的?”这会有两个可能的答案:

(1)是保户以外的人放的火。要以寻常的方式去核正损失。追偿将受到损核,还要在适合的案件中采取追偿行动。

(2)保户本身点的火(欺诈性纵火)。总的来讲,保险人可以拒绝支付赔偿。但很不容易去那样做。时常地仅仅是怀疑,可能是保户所为的纵火行径。因此,谨慎的保险人将探索各种可能延迟支付赔偿的法律途径。只有确定保户不是纵火人或教唆人时,保险人方可基于同意的保险单条件支付赔偿。在所有纵火案件中,首先是由检察机关负责侦查和惩处犯罪。

在全世界,这方面判罪一是令人失望的低而且远低于其它类似的严重犯罪。在联邦德国在百分之四十左右,即在为确定为纵火的案件中,十案之中只有四案的罪犯被定罪。付出努力去确定罪犯的特征以及将他们送交审判,这关系到保险人自己的权利。

在火灾现场,初步地观察和处理,很少会明确无误地指明纵火。损失的原因常常仅为推断。在这种的事例中,调查后包括早期可能怀疑的搜寻。因这常有产生反馈的影响,可更精确地确定作为可能的纵火人的迹象和其纵火的明确的动机,而且还会找到对已往难题的解释。在火灾现场的调查中,尽管其它的原因不能完全地排除,展现大量纵火的迹象也不是很少。所以,紧随其后的调查目标是提供合理的资料,或者基于物理或化学分析的怀疑,以确定火灾是否为纵火人所引起,并去辨别可能的嫌疑人。此后,重要的是辨别此种行为理由。并在可能的罪犯和犯罪间建立起来联系。为了说明纵火为损失原因,必须完全确认火灾为故意引起或者必须完成下面的系列论证:

“自然地”原因十之八九可能排除在外,潜在的纵火者的特征已被确定,能证实有实施纵火行为动机的一定之人有机会,有时间,有可能去做。

在处理和调查索赔中,保险人需要更留意的是,不诚实的保户全尽其所能,去假造一切以暗示火灾的自然原因的痕迹,并藉此去寻求赔偿。他们也将就会就此,付出精力去证实两件事:一是作为会引起损失的原因中,并没有纵火的可疑之处;二是他们与火灾原因间,并没有任何联系。

在欺诈性的纵火案件中,由于损失后蓄意的犯罪,保险公司无义务去支付赔偿,保险公司因此将可解除任何责任:

(1)假如基于全部疑问,作为损失的原因,纵火已被测定,并明确的。

(2)假如能够证实保户的行为是犯罪的并在法律上被确定为有罪的。

通常证实属纵火行径的办法是通过对其原因的排除,根据这一办法,将调查所有可能要讨论的自然原因。如果作为可能的原因都被排除,那么,逻辑性的结论就是纵火的可能性大大增加了。此外,在火灾现场,也可发现很多证明纵火的线索。例如:

(1)所选择的点火装置物的遗迹。

(2)被用作火灾助燃物的汽油或其它易燃液体的痕迹。

(3)几处火源的存在。

(4)距建筑物较远起火的事实。

在诸多的线索中,火灾发生的时间也可证明是纵火。实践证明,蓄意的纵火主要是发生在夜晚。

若怀疑属于纵火,对于火中受损保险建筑物或其中财产的仔细查看,也能进一步提供纵火原因的线索。

受损机器的年份。货物的销路,旧的或季节性的存货,受损机床在生产处理中的性能等等,都是证明业主是否有兴趣引起一场火灾的重要因素。

对索赔通知书中报告毁损的财产,必须审查是否真的被焚毁,如果发现一定的物品并不在火灾现场。例如,一些值钱物品在废墟中找不到——这也可以进一步证明,保户已将其转移到了一个安全的地方。

综合起来说,在火灾调查中,尤其要注意完成下列的一些事宜,顺便搞清是否有纵火牵涉其中:

(1)发现及询问见到起火的目击者。

谁发现的起火?谁报告的?

何时发现起火?

何地发现起火?

消防队何时到达?

是否有关救火措施的特别事情要报告?

在起火时或起火前,有否发现可疑的或身份不明的人?

观察者如何行动?

他们是否注意到了什么奇特的事情?

起火过程中,观察到哪些外表的特征烟雾扩展的程度、烟的颜色、火焰的颜色、特殊的气味?

意外当日的天气如何?

(2)火灾的现场和周围环境的视察及勘查。

如何得到的可能接近场所的通道,墙和栅栏,入口和出口,其它的口子、安全预防措施?

有否暴力进入的证据?

周围建造的建筑物怎样?

能否发现其它可疑的痕迹。

(3)起火地方的勘查及检查。

火灾是否在一不常用的地方发生?

火灾留下了什么遗迹(楼道上、墙上、天花板,家具附属设备上火焰的痕迹及发热的后果;烟灰及其它沉淀物的性物,可燃物品被烧焦的程度)?

通风怎么样?

有否火灾蔓延后方面的指示物?

(4)关于损坏及焚毁物品的调查。

什么东西被损坏或被焚毁了(建筑物、家具、及附属设备、机器,在火灾时的年份以及它们所处的条件)?

馆藏物的条件怎样(数量、储藏物的长度,储藏货的质量)?半成品、或制成品是否不见了典型的物品(个人财物、吉祥物、宠物、珍贵的照片、珠宝衣服)?

(5)在起火处及实验室的物理和化学检验哪些可能的发火源出现(电子系统及机器、炉子、工程度诸如焊接等)?

技术上的缺陷能否被排除于损失原因之外?

废墟有关火灾起火源遗物,燃料,氧气的化学检验结果如何?

由目击者所作的陈述及着火的过程的结果能否解释得清(燃烧的痕迹、烟雾的蔓延、气味)?

废墟的检验是否与保护关于被烧损物品的性质及数目的陈述吻合?

纵然犯罪检察当局不能证实保户欺诈性纵火的罪行,如果有充足的怀疑理由,保险人也不能放弃,保险公司有理由花费精力继续自己的调查,继而拒绝赔偿保户。在这类案件里,保户索赔的合法性将在民事法庭上再次受到验证。在那里,由保险公司提供的证据将会逐条得到检验。如果能在民事法庭上出示足以使法官信服的证实怀疑的证据,保险人可以成功地拒绝责任。保险人方面的主要证据来源应是由警方提供。如果刑事法庭对罪犯已作的纵火判决,那么保险人就极有可能获胜。不过,即使未作出指控或刑事法院已宣判某人无罪,这也并不等于保险人已没有在民事法庭就纵火进行成功抗辩的希望。近期,已变得十分明显的是,如果保险人以明确的方式提供证据,也有可能成功地拒绝保险赔偿,劳合神法律报告曾发出了一个可做为案例的法庭判定。一审法庭和上诉法院均支持保险人的拒赔,案情如下:

一家地毯商店发生了火灾。警方的调查无确切的结果,也未作任何指控。保险人以保险欺诈为由拒绝赔偿,声称火是由这家被保险公司的执行董事故意放的。当此事诉讼于法庭时,专家证人均能证实无疑并使法庭作出了此案属纵火的定罪(这次火分别起于四处不同支点,并快速地蔓延,说明曾使用过可燃性液体)。有三个嫌疑的人,其中之一就是这家保险公司的执行董事。

基于这三个嫌疑者的陈述以及他们之间有一定程度矛盾事实,法官判定,只有这名执行董事是有机会放火及单独做案之人。尽管已查清这里的生意不是日趋兴旺,但对这件事无决定性的论证意义。很有意思的是,法庭并未判定是如何放的火,其要意则是要发现纵火是其一可能的起火原因。该法官说,在这样的一种联系中,他怀疑涉及的是否是民事问题而不是刑事案件,至于推测的方法,无论如何要阐释清该项事物。

这一案的表明,保险人很容易处于不得不单独工作,自身调查纵火证明的境地。当然,这并不是一般的规则。但即使在他们的火灾评估中,保险人和警方或者公众检察官办公室都不同意凭罪犯的特征,或者凭刑事法庭作出的罪犯与纵火指控无关的裁决作定夺。在这样的案件中,保险人本身不得不斟酌证据和揣度在法律方面行动的形势。如果每一细节的审核,使保险人确信是保户自己放的火,他便会以极大的努力拒绝赔偿。保险人必须能证明纵火的火灾的原因以及罪犯只能是保户。为了支持自己在法庭上的辩论,保险人实际上可以采用三种类型的证据:具体的证据、目击者所作的陈述以及专家的意见。限于一定的程度,一些事件及保户的陈述也可起到一定的作用。保险人必须使证据完全充分。为保证能在法庭使用这些证据,可运用下列方法:

(1)制造受损和建筑物平面图,标明起火之处,如可能,复原事件前的起火现场。

(2)从里面和外面的拍摄火灾位置的照片拍摄反映燃烧痕迹,火焰及烟雾的照片,拍摄受损财物的照片。相当重要的是要保持为以后辨别及评价所用的照片记录,表明拍照所处位置的地盘平面图以及提供在照片上的用作比较之用的尺寸的标志。

(3)以文件记录在火灾现场得出的结论。特别在废墟的检验中收集那些可做为物证的样品,在地盘平面图上标明发现这些物证的地点,并为这些物证贴上标签。

(4)保存由见证人和嫌疑人所作的书面陈述记录,写明见证人的名字和地址以及作陈述的日期和时间,描述在会见期间得到的会见的见闻印象。

- (5)具有不寻常的保险程序和保险法的知识。
- (6)假如保险人提供进一步的证据或者保户似乎没有反对这样的理由存在,故意妥协。
- (7)与保户生活水准不吻合的索偿程度。
- (8)购买证据的不足。
- (9)罕见的大量证据。
- (10)拒绝形成文字材料或记录,选择口头或用电话与保险人联系。
- (11)无印花税或收到交货通知的帐单或收据的呈送。
- (12)帐单或收据的呈仅涉及一个供货人,也许要连贯地同数个注册人结帐。
- (13)呈送的帐单或收据涉及到不同的供货人但样式笔迹却是一样的。

4. 损失的情况

- (1)测定不着损失的原因。
- (2)声称文字记录全部损失。
- (3)火灾发生于夜晚,或周末或公众假日期间。
- (4)在保险单刚生效不久或即将到期时提出索赔。
- (5)损失发生于即将迁居或整修前。
- (6)有关季节结束前的季节性存货的损坏。
- (7)在火灾废墟中找不到非易燃的贵重物品以及保护个人财产的残物。
- (8)向警方和保险公司提供的材料不一致。
- (9)证人的缺少或不可靠。

四、一揽子的财产保险的诈骗防范

依照市场习惯,所谓一揽子的财产保险,通常既包括盗窃、抢劫、火灾、平板玻璃和暴风保险,又包括住户和房主综合保险的及农业保险业务,以上这些保险的共同特点,是这些业务涉及到大量具有小的金额的普通保险单,它们极易受到微小的操纵,另一方面,也会同时遇到个别较高保险金额的诈骗,由于保险的范畴较大,所以对任何基于职业犯罪基础对财产保险诈骗愿意投入必要犯罪能量的人,提供了值得花费力气的良机。

(一)主要表现形式

1. 盗窃和抢劫保险

偷窃的风险,不仅被住户保险单和用于工业和商业的保险单所承保,而且亦为海上保险行李保险、现金保险、汽车保险、建筑工程保险所承保,除了个别的几个险种外,都为不诚实的保户搞欺诈行为,提供了特别广泛的范围。之所以如此的主要原因是,受盗窃保险承保的保险对象,只要“被盗”或“失踪”,便难以查证,一张现实的承保盗窃和抢劫的保险单,可以说是一种对财产保险诈骗行为的一种诱惑,虽然这种说法比较夸张,但却可以表现出这种诈骗行为的发生率之高。

诈骗者的这种行为,往往开始于投保书完成之时。如投保人对过去的损失缄口不提,要么归因于安全方面——盗窃警报系统未正常发挥效用,或者忘记揭示,提示房屋将长期闲置等,这些都是其它可能使保险人拒绝该风险或者至少在确定保险费和条件时间对保户不利

的因素,夸大个别财务价值;复制品被当作真品蒙混过关;当损失发生时,为了能在赔偿上提出不合理的数额要求,诈骗者会提供伪造的单证,还有的保户会在损失发生之后,与代理人或工作人员合谋,上交追溯至某时的保险单。

以上手法中最常用的还是夸大数额,尤其是发生在广泛的涉及小金额的保险单上,这种欺诈行为几乎每天都有发生,如,廉价的百货公司的地毯,受盗变为名贵的手编地毯,大批印刷的画名,一下子可被称之为名家之作。还有一些保户未曾有过的物品也经常会出现于被盗财物清单上,这也是十分常见的。

在确有损失发生后,对可使索赔成为除外责任的情况,或者未按保险条款要求履行义务的资料隐瞒,是受了刺激后所进行的一种诈骗行为。例如,由于忘记关闭房门,被某人溜进而顺手牵羊拿走某些财物,事后可通过伪造遗留痕迹,被称之为惊动四邻的盗窃。又如,保户在被盗之后,通常会隐瞒忘记启动警报系统的事实,或者声称自己保管得很好的车辆被盗而他事先根本就忘了上锁。

最后,在伪造的偷窃案件中,保户无论有无帮手,都会希望获得双层收益,不但可以向保险公司索赔损失,而且可以通过黑市上或者自营业务中出售而赚取利润,这需要相当大的犯罪能量,远不同于人们视而不见的轻微犯罪这种类型的犯罪需要周密的筹划,相当高的处理货物技术水平和适当的市场知识,通常这类行为属于职业犯罪范畴,也可能是由于财务困难的诱发。

2. 水损保险

由于水损通常被住户或小额和保险所承保,故很少发现伪造情况,但是,水损保险中的诈骗却是一些商人常用来处理存货或更新废旧物的手段。

当损失发生时,操纵骗局的最大机会即已形成,保户可通过延迟抢救而大大增加损失程度。

3. 玻璃保险

在国外的玻璃保险中,涉及到的金额趋于相当小,承保下玻璃破坏风险的保险单出售得相当多,这意味着在这类业务中通常用于损失评估的力量是很小的,一般地说,保险人不会对玻璃破碎损失进行勘查,但是处理它,却是长时间的。

由于保户很快意识到这一点,他们发觉自己处于非常有利的搞诈骗的位置,一个补充的因素是,一般玻璃保险单提供了一切保险承保范围类型的保险金额,以致几乎所有损失原因,甚至是不小心,也会得到赔偿,只有很少一部分案件,保险人可以弄清玻璃是故意或大意弄碎的。

这些业务中的保险诈骗特征由此自动地从这样的情形中呈现出来,保户要以蓄意搞碎玻璃中摆脱出来,以过去的一些情况为例,由于时间关系,隔热玻璃失去了隔热功能,或者由于被划破,或者裂开,而使玻璃变得不悦目,例如:以绝热玻璃或者防盗完全玻璃替换普通玻璃,或者遮光玻璃替换隔热玻璃等。

玻璃工怂恿顾客欺骗他们的保险公司,或者反过来保户要求玻璃工提供比实际支付高得多的或者比实际工时高得多的工作修理支出帐单或收据,在今天,这样的事几乎被当做很自然的事,更可悲的是,这样的提示有时甚至出自保险公司自己的代理人。

⑤在一定度假区域宣称被盗,经常在一些索赔通知中被提及;不诚实的保户认为他们的索赔会被相信,因为大量的汽车确实在这些地方不见了,对这种情况必须仔细研究,尤其涉及到的车辆非常名贵,且保户不能负担得起的时候。

即使出现了一个这样的标记,也需相当的小心。在同意支付赔偿之前,汽车保险人必须实施每一可能的调查手段,对各个可疑的情况作出调查。

当然,这如同踏在高悬的钢丝一样;不言而喻,在赔款处理中的任何延迟,毫无疑问会使无辜蒙冤的保户恼怒。保险公司必须从正常的态度去对待他们的当事人,不过,对于保户,他们意识到损失公估人有所怀疑而中断向保险公司索赔,也不是罕见的。

可惜,由于大量的法庭偏袒于消费者的事实,同这种保险欺诈形式斗争的方法很有限。即使看起来在详尽的证据不可压倒的情况下,拒绝赔偿已变得愈加困难。例如,在西德,一个保险车辆的车主,仅仅通过陈述已适当锁好被盗车辆就可承受住举证的责任。即以后在沙坑中发现烧剩下来的车辆残物,对于推翻举证责任也是不充分的。换句话说,保险人必须出示保户故意向车辆放火的证据,实际上这是很难做到的。

另一方面,防御措施,诸如建立中央资料基地也特别有效。在多个国家中,已证明非常有用。例如,西德得益于这样的中央资料基地的援助,目前,其处理保险欺诈案件成功率多达30%。

那些带来长期有效的措施,包括保险业专家与民事和刑事法庭以及警方代表的日常联系。在这一方式里,法庭可让更多地了解问题,也可得到了更大量的有用信息。

在这类保险业务中,至关重要的是确保损失公估人对保险欺诈可能的“敏感性”。他们必须通过正常的课程和关于最近犯罪典型情报的方式得到最高水准的训练。欺诈标志一览表展现了衡量可疑的保险欺诈的大部分重要尺度,故对损失公估人肯定会有所裨益。

(二)汽车责任保险

1. 表现形式

(1)受刺激的意外。

作为平常的意外案件,有一个出错的保户,一辆受损坏的汽车和一个合作的目击人。然而在受刺激的意外中,背景的记述却是十分不同的。

保户因第三者或参与人的故意行为,被迫损坏其它的车辆。

“受害方”通常驾驶一辆相当旧的、并且在过去一些场合数次受损的汽车,这种车在意外后没有修理,索赔是基于损坏的成本计算。

当索赔处理后,这台车会被放到公路原处,经常带有一块伪造的登记金属牌,以凭在下次受到刺激的意外发生时,不致引起警方或保险人的怀疑。

这类意外的典型特征之一,是它们多在市镇或城市的所谓“意外黑地点”发生,难以分清优先通行权的汇合处特别适于这一目的。

当一个无疑点的驾驶人接近汇合点或十字路口时,“优先通行权能手”会在准确的瞬间驶去,引起故意碰撞。帮凶碰巧可能忽略,而且可以确认,意外属那个被迫正当让路无辜的司机的错。

其它受刺激的意外:

的破案率比例为 7.8%;然而,由于全部受调查数量大约 110 万件,这意味着确认的涉嫌欺诈案多达 8.5 万件。

另一个是包含着关于个人发现的有保险欺诈罪的信息档案。

在一较短时间里,这两个同时存在的档案,已经产生了减少欺诈案数量的影响。

一个进一步的必要条件,是与罪犯调查机构的密切合作。

保险人放弃他们过去不愿告发的倾向,是一个重要的发展趋势。因此可从这一方式上说服公众在有关的意外中对欺诈性行为采取不同的看法。另一方面,实践表明,仅在已受到严格调查和怀疑可被证实的案件中,那个罪犯方能被诉讼。

欺诈者是害怕上法庭的,正是基于此,保险人不应回避进行诉讼。很可惜,经常发生犯人被指控,但却一直未诉讼于法庭。

全面与警方合作,不仅可使双方得以互相帮助,而且还有可能使警方更愿意对保险人报告的案件投入精力有益影响,尽管是较重的案件负担。

另一种证明有效的措施,是细致的测定确切损坏程度的早期受损车辆的勘查。对低于平常勘查范围数额的损失,勘查也是很重要的,对此也可让修理店知道。如果能尽可能经济施行现场检查、受损坏的车主和汽车修理工二者都会开始感到不安全。他们很快就会意识到,任何保险损坏案件,即使很小,也可能要受到勘查。

保户和受害之当事人,也可以帮助保险人同操纵人的索赔作斗争。

他们完全可以做到这些,例如,通过对任何损失立刻通知保险公司,通过确切提供的情和损坏程度的描述等。保险公司了解意外前车辆的状况也很重要。受损车辆的车主仅会让声誉好的修理店或者明白有问题车辆的授权商修理它,并会通知涉及到的保险人。

为了排除错误的赔款,还应知道车辆以前是否曾遭受损害。车主责任保险人有时可在这方面提供有用的资料。

六、海上保险的诈骗防范

海上保险是一种综合险,凡是可能遭到海上风险的财产(如船舶、货物)、可期待收入(如运费、佣金)以及对第三者应付的责任(如船舶碰撞)都可以作为保险标的向保险人投保,以便在保险标的因发生承保范围内的危险遭受损失时向保险人取得经济上的补偿。

海上保险是随着国际航海贸易事业的发展而发展起来的。人所共知,海上运输不仅是一项带有国际性的运输业务,而且也是一种危险性极大的行当,尽管如此,世界各国特别是沿海各国为发展对外经贸联系,都大力发展海上业务,正因如此,海上保险才得以充分的发展。

海上保险的索赔一般金额巨大,而且,海上事故不易事后勘查,因此,许多诈骗分子,特别是职业罪犯,往往在此项诈骗中穷心竭力,巧设阴谋,以牟取巨额利益;对保险人而言,海上保险事故的赔偿远没有陆上诸如企业或家庭财产的火灾、偷窃险发生的频繁,但每一次发生,均属于大数额,并且,侦察取证也存在更大的难度。

(一)海上保险诈骗的表现形式

(1)海上保险诈骗的诸多形式之中,沉船是第一流手段。诈骗者为了从船舶保险人或货

物保险人或者从双方那里索取赔偿,故意地将一条船沉没,由于这些案件惹人注目,它会吸引大量的公众注意力。

近数十年来,于用海上保险欺诈形式的使用与动机发生了很大的变化。一般地说来,这种欺诈的共同特征是:一批贵重的货物,一艘登记好的货船,由船东、船员和货主共同参与密谋的有意沉船,通常所用的船只相当陈旧。从中又衍生出几种方法:

- ①船只或货物超额保险。
- ②货物可能只是一纸空单,根本不存在。
- ③那条船谎报沉没,却改头换面在别地出现。
- ④沉船之前把货物售出卸下,谎称随船沉没。

大部分常用的沉船方式都是海底阀的打开或纵火点燃,近年来纵火已变得特别常见,因为纵火冒的风险要相对小一些;一场大火之后,大海将吞没大部分犯罪证据,然船的残体又会沉在大海深处,成为永远的秘密,纵火的密谋者一般为数不多,并预先备有充分的救生措施,一般放火点选在发动机房或关键部位,然后延及船的全身。

(2)预谋放弃航程。近年来,这种国际海运诈骗层出不穷,使我外贸公司和保险公司遭到巨大损失,其具体手法是:以便宜的运价来吸引我方租船,待货揽到手后,便按预谋放弃航程,威逼货方提供担保,或要求支付续船费用;否则,就实行留置权,拍卖保险货物,造成货方巨大损失而货方只能将损失转嫁给保险公司。

(3)海损货物重复索赔。保户在发生货物损失之后,利用手段重复索赔

(4)行李保险欺诈。海险欺诈一般进出口商、船主甚至犯罪辛迪加;唯有因类保险诈骗与个别犯罪紧密联系。这类保险的欺诈案情较为简单,一般是行李主的一份警方立案的副本或酒店的证明来投诉自己行李丢失。

(二)海上保险诈骗防范措施

1. 承保

一个船舶或者货物保险人,不能想当然地同一个潜在的欺诈性保户结束保险合同。欲辨认可能处于筹划阶段的保险诈骗的蛛丝马迹,需要相当详尽的风险判定和评价,即使是在接受风险后,对保险欺诈保险人也应通过采取具体的防止措施以限制其可能性。因海上保险的诈骗不断增加,更有必要使海上保险人有充分地防止损失的意识,不仅仅关注道德危险(由保户或者由第三者引起的风险),同时也要注意保险船舶或货物自身。通过调查和询问,保险人将识别那些特点可能涉嫌欺诈的风险,以利从开始就能抑制他们。如果保险公司发现了一个已处实施中的在这方面特别危险的风险,应尽快中止争议中的保险单,或者从实际开始进行时,就采取适当的欺诈防止措施。

(1)风险的确定。

①保户。

在承保涉外货物运输保险时,对于租用外轮运输的投保人,应要求其在租船时掌握船东的资信情况。一方面,要看船东的财务实力和资信好坏;另一方面,要注意其资信情况的变化,不要盲目租船,不要盲目承保。

了解保户的财务状况及声誉,对于船舶保险人和货物保险人都是极为重要的,关于船

船舶或货仓的适用性;船口覆盖的勘验,尤其是其密封性;雨中装运的防范措施;装运器具的适用性;船舶管理人员与码头工人合作,重货放置的位置是否最佳,是否有利于以后卸货;确保轻货物置放于重货物之上,堆积的压力不超过允许的最大量,是否符合国际海事协调组织的规划。

在专家监卸时,报告要考虑以下要点:

负责卸货者必须占有装运文件;对由任何特别事件(如水渗、火、爆炸、海浪等)引起的损坏的测定和照片;卸货是否采用了适当的方式;货物是否被妥当地安置在目的地港口,及继续运输的安排情况;受损坏的货物抵达目的地港口未得到保险人的代表勘查时,不能转送其他地方,假如损坏是在货物被装在船时发生的,应立即起草讨论的报告。

保险人不仅在装卸期间,而且在航行过程中,应有兴趣了解诈骗可能发生的危险在哪里,对与计划的船程和日期不符的航行应马上予以查询。对于未按期到达目的港口船舶,应特别警惕,待其到港后,立即向港口所在地保险代理人询问,或通过各种调查机构进行调查,以便了解真相,并设法免去或减少保险货物的损失。

④ 投保书的设计。

在投保书中,以下问题尤其需要回答:以什么样的条件做为国际销售合同的基础(诸如 F. O. B. C. F. R. C. I. F);合同是否基于统一关税和跟单信用证惯例来支付。

作为受益人,保户收到有通知的跟单信用证,能否立即检查,或者认定银行测定其有效性以及与协议是否相符及其条件的合理性。

⑤ 行李保险。

在行李保险中,除了已描述的一般防范措施外,注意力还应投放于以下一些方面:

行李投保人的发运点和目的地;行李投保的日期;行李中物品的种类,有无特别贵重或易损毁的东西。

(2) 保险单的设计。

设计一份合适的保险单,要按照对故意引起索赔无赔偿的原则。如以下几点即是应用这一原理在保险单的设计时防止诈骗的例子:

① 海上保险人的船龄和船级的特别条款,为了防止沉船、停航、延期等事件的发生,防止被保货物被装载到船龄大,船级低的船舶上,保险人制定特别条款,说明其承保风险仅基于一定的船龄和船级,并对不同的船龄、船级规定不同的保险费率。

② 故意损坏条款。为了不卷入由承租当事人进行的诈骗,许多保险人都在保险单中加入以下说明:

“……不承保由于货主、经理、承租人或者船只操作人破产或财务违约引起的损失、损坏费用支出”。

2. 损失评估与处理

同保险欺诈斗争的最好方式之一,是有效和尽责的损失评估与处理,对潜在的诈骗人来说,被发现的威慑能起到阻止其行动的作用,由于国际贸易的复杂状态,识别与评定保险欺诈也是一个复杂的过程。

例如,以下是一些船上纵火诈骗的线索

代理人、经纪人、接待员或外勤人员间最早的接触时,诈骗者决定其在保险期限内是否搞诈骗活动,这一点尤其适用于要在早期阶段埋下伏笔的职业犯罪。因此,在新保险办理的最初阶段,细致的风险评估是十分必要的。实践表明,越来越凶猛的竞争的的压力,造成了不顾补偿风险的结局,这是十分不幸的情况。现实的或想像的极大的合理化需要,妨碍了风险状况和卷入的道德危险的审查,一个代理推销人对他们顾客的社会义务,比他们向保险公司讲明真相的义务强得多,工作人员经常的训练不足,也使风险评估处于浅层次。

1. 风险评估

实际上,风险评估阶段是比其它任何阶段都更有利于分辨良莠的机会,一个真正足够详细的调查,自然需要通过一个详细的对未来顾客的公平询问来完成,可是,这样的询问根本不再被用于广泛大量的普通保险单,甚至较大的保险金额也很少用。其实,就算回答明显无碍的有关过去的住址,第二处或第三处所、先前的保险人以及过往的赔款等,也能向有关的承保人提供未来诈骗可能性之初步线索,在任何案件中,一个或者更多的这些“诈骗标志”的显露,将会引起一场彻底的直至道德危险状况的调查。依具体情形而定,这一调查将涉及到未来客户的家庭背景和财务状况,过去的历史、复保险单的存在、工作或雇主的常规变化等。详细询问的最大好处之一,是保险公司以后有了一个能够帮助进行调查、甚至可以在法庭作为证据出示的书面证言。

在大部分保险业务中,确实的专业风险评估的先决条件是一个详尽的风险查勘。在很多情况里,例如,在盗窃案十分普通的工业及主要的商业业务中,危险的勘查是绝对必要的,这类勘查的同时不仅仅在于评估物质风险,核对保险金额适当与否以及将保险的财物是否处于良好的状态下,他们还给保险人一个获得道德危险印象的机会,比如通过与家庭成员、邻居、雇员交谈等。

2. 保险单设计

在风险勘查及评估过程中获得的资料,将会在保险单设计及原订的保险费率时得到考虑。

通过订定保险单除外,或者限制承保范围的条款,通过提出责任的限制或者中止通过的特别期限等,保险人将试图减少或剔除看起来可能会有道德危险卷入的一部分。例如,保险人始终要拒绝一开始就觉得有保险诈骗行为动向的有关承保保险别的特殊要求,诸如按新的价值投保的旧大厦的火灾保险,大体上会在承保时抑制过高的保险金额。其它可采取的有效措施,可以是要求保户安装安全装置物,诸如火灾或盗窃警报系统,对此保户也许会找出理由而置之不理,当然,这样的要求总要在保险单上有所记载,平常保户只有在保险人同时发出专家意见时,才会同意接受这样的要求。

对道德风险有意义的主要手段,是通过依赖一个自己负担的损失金额来完成,就其性质而言——简单的可扣除或免除额、百分比或固定数额、基于损失数字或保险金额——作为在照料保险财产中维护保户利益的一种方式,代替转移全部风险给保险公司自负的金额是较为妥贴的。

假如这个自负额十分高的话,财产保险的欺诈也不会那样诱人,这尤其适用于广泛大量的常规保险单,例如住户保险,如果就一台普通自行车的损失索赔,其自负金额为 500 西德

马克,这将变得毫无意义。

一张正确设计的保险单,也是限制财产保险诈骗可能性的一种方法,它必须包括清楚的、真切的保障范围和除外范围的定义,既不能为保险欺诈提供机会,又要防止保户从索赔事件中得出被他们的保险公司欺骗了的印象,并欲趁下次机会得回未给的钱。这也是所以必须确切地告诉保户他们的保险单保证范围的极其重要的缘由之一。

不言而喻,就道义怀疑的一定风险可保性另加保险费,并不是适当的对应手法。然而,在实践中,很多保险公司惯于用这样的方法行事。

(三) 索赔

1. 正常赔款处理

当一家保险公司决定向财产保险的诈骗挑战时,发现诈骗的最初最好的机会是在某一索赔提出时。这一情形很可能因有了会使保险公司接受潜在的诈骗人作为客户前便能识别他们的知名案件的详细记录汇编而逐渐改变。然而,目前它为单独的损失公估人隔离可疑案件。并对其进行严格的审查而存在。毫无疑问,以帮助这类人员增加他们如同好的侦探必须有的、对可疑情况本能的“感觉”为目标的培训,是更为重要的。

主要方面如下:

(1)那些公估人“似乎熟悉”的犯罪典型,极有可能为重复犯罪者活动提供线索。

(2)地区的集中物。例如,在某特殊国家,如果一个度假人称自己的汽车被盗,恐怕自始至终就应引起怀疑。

(3)索赔的时间选择:夏季末的摩托车被盗案,或者在摩托车交易会不久摩托车被盗窃,尤其应谨慎对待。

(4)索赔金额对被保险金额的比率:如果对于一张投保了3万美元的住户保险单,一个因皮上衣被“盗”而提出的2万美元的索赔就是不足为信的。

(5)保户的看法:保险诈骗人有时只是他们已小心翼翼地准备了他们的索赔通知的事实。提醒他们自己,其它的则因坚持特别紧急地立即处理赔款令人怀疑。对此,他们有时甚至愿接受一个被扣减的损失数额,在向警方和保险公司报告损失情况数目时,还会出现不同情况的错误陈述。

在这样的侦查过程中,一张“欺诈标识”明细表是十分有用的,它会对各类业务作出勾勒,对保险欺诈是否在策划或实施过程中,可以早些提供线索。然而,损失公估人应当谨记:绝大部分的索赔是名副其实的。

大的诱惑经常使人下水一试深浅。基于迄今为止积累的同保险欺诈斗争的经验中,两个因素十分重要。

(1) 保险公司的快速反应。

好多财产保险的诈骗案并未特别充分的准备,如同很多根本事先未策化一样。这也是保险人为什么要毫不迟疑的行动和仔细记录的全部案件事实的特别重要之所在。通过损失公估人意想不到的早期探防、可进而发现宣称被盗的财物仍然存放在被保险处所的现象是十分常见的。

(2) 损失勘查。

损失将会受查勘的事实,可以震慑住知道这一情况的潜在诈骗人,所以,即使在微小的损失的案件中,也要作出每次的检查现场。几乎每一次的损失查勘,都有可见到的减少赔款数额的结果。在那里会拍照及收集证据,一般会有减少由保险诈骗引起的损失或者防止诈骗交织其中的很好机会。

2. “专家”索赔处理

在保险公司的内部,要建立起特殊的部门以在同保险诈骗打交道中提供专家服务。

这样部门的工作人员,必须在犯罪调查机构受过训练,并且必须唯一地集中他们精力于追踪可疑的索赔上。

与正常的“公估人”形成对比,欺诈侦查专家必须有充足的时间,并在无组织的强制力的支配下,逐个调查每一案件。他们必须在他们的位置上有对一切成功调查人有效的全套工具系列:充足的资金、接近资料基地和侦查机构记录,与罪案检察当局良好的关系等等。

关于训练和行动两方面,这样的专家必须符合高标准,若在任何可能下,他们将因此直接向管理部门报告。

迄今为止,为数不多的资料显示出雇佣这样的专家工作是卓有成效的,例如,来自某中型保险公司的资料表明,在以年薪 20 万美元聘用“保险诈骗”的八个月内,粗略计算节省了 400 万美元的索赔。

3. 赔款资料基地的设立

同财产保险诈骗进行斗争的大部分有效方式,是将有关情报收集到国家或国际资料基地,如果有可能,这些基地应囊括所有报告的全部索赔资料,他们应能理想地得到其它基地的信息情报地补充,包括个人犯罪和有关判决而且还包括涉及到的案件、受怀疑的案件的多个方面,如证人、从犯的信息报告补充。如果这些资料能供应广大的市场,得益于他们的帮助,可以在最短的时间内过滤出最恶劣的保险诈骗案,把赔款所涉及的一切集中起来形成一个资料基地的思路。在瑞典已被运用于实际,与此同时,很多其它国家也同样采用了这一方法。

当然,如果一国实行严格的资料保障法律将了解资料和收集汇总资料产生严重的限制和阻碍,如果有关部门不允许非警方的调查部门接触类似的案例资料,这将成为一个最大的难题,解决的办法要经过多方面的合作与谅解来达成某种协议,或谋求某种形式的合作。

(四)遏制道德危险

道德危险是一种人为的危险,即被保险人及其关系人为谋取保险合同的利益而有意制造的危险,故意造成损失事故或扩大事故损失程度。道德危险是保险诈骗的重要内容。

道德危险的表现形式是多种多样的,但归纳起来有三种类型:

1. 违法型保险的道德危险

此类危险属犯罪行为,是指一切危害社会依照法律应受到刑罚处罚的行为。这里按照行为造成的后果也有所区别。一是违法行为造成直接严重后果的将受到法律严惩。二是未遂的违法行为。

2. 投机赌博型保险道德危险

保险不是赌博,更不具投机,它是以大数法则作为保险人建立稳固保险基金的数理基

的发展对法制建设提出了新的更高要求,亟待在民法和刑法的基础上,尽快进行保险方法,制定和颁布《保险法》,同时还要制定和完善财产保险合同法、人身保险合同法和保险业务法;保险代理人,经济人,公证人及机动车辆第三者强制保险管理条例等等。还要不断加强普法教育,首先让每个公民知法懂法,保为被保险人应知自己的权利和义务,必须以法律手段来保护自己权力。另外,保险人要认真执行法律政策。正确处理侵害保险人利益的不法行为。

(2)非强制性社会控制方式——加强保险舆论宣传。随着现代社会物质文化生活的提高,对宣传和舆论的依赖大大增强。因而保险人要加强保险法和保险知识的宣传。当前社会上一部分人意识淡薄,即使参加了保险对条款不甚理解,尤其对义务不明了。因此,在保险宣传中讲明要强调讲清被保险人义务,从而维护保险合同严肃性,防止道德危险发生。另外,要严格保险条款和健全管理制度。首先,要对某些不严谨的条款尤其是容发道德危险的条款加以充实和修订,使之缜密完善。其次,建立健全规章制度,防止越权渎职。再次,严格执行保险程序,对有疑惑的案件,要一追到底。对查出的问题,除追回赔款立即终止保险责任外,还应视情节轻重,广泛曝光其行为,直至追究法律责任,切实做到严查严处。

(五)财产保险的诈骗活动的组织模式

1. 机构的形式

保险人同财产保险诈骗行为斗争的方式,应依据国家社会政治经济情况以及国家保险业的机构特点而建立、设计和运转,这样一种组织的成功,关键是依靠最新资料的有效性以及全部保险业的有效支持。

一个机构在已存在的保险协会保护下运转,比一个完全独立的主体更有优点。母体性协会的基础结构,也就是其员工和电脑系统以及总体上在公众的声望和通晓程度,对这类新设计完全提供了有利的背景。

2. 功能

必须让公共知道保险诈骗是十分重要的问题,而且始终是一种存在的危险,因此,任何同保险诈骗斗争的组织的公共关系工作由全活动区域组成:

(1)发行小册子、资料单和发布新闻;

(2)广播与电视广告。

第四节 责任保险诈骗分析及其防范

责任保险,又称第三者责任保险,即被保险人依法对第三者负损害赔偿责任时,由保险人承担其补偿责任的一种保险。所以,责任保险合同,实际上是被保险人为免除自己对第三者的损害赔偿责任为目的所订立的保险合同。在西方国家,责任保险包罗万象,险种越来越多。在我国,中国人民保险公司从1979年开始举办责任保险,近几年随着险种的不断增加,

各种类型的诈骗案也变得越来越错综复杂。责任保险诈骗是指以骗取保险金为目的,采用各种手段,如故意制造人身或财产事故、虚构人身或财产事故等,致使保险公司陷于错误认识而向为被保险人损害的第三者交付保险金的行为。由于责任保险按承保方式内容可以分为:公众责任保险、雇主责任保险、产品责任保险、职业责任保险及第三者责任保险。相应地,我们将责任保险欺诈也划分为五类。下面我们就这五类分类介绍。

一、公众责任保险与其诈骗防范

公众责任保险始于 19 世纪 80 年代。自 80 年代起,伴随着公众责任保险的迅猛发展,形形色色的公众责任保险诈骗案也在短时间内大量涌现。这主要是因为公众责任保险是责任保险中独立的、适用范围极为广泛的一种保险。进入 70 年代以来,由于公众对损害事故的索赔意识增强和法制的不断完善,公众责任保险已成为机关、企业、团体及各种游乐、公众活动场所及家庭、个人的必需保障。我国自 80 年代初开始试办公众责任保险(场所责任保险),深受公众欢迎,前景很好。但是由于其起步较晚,发展较快,在发展过程中可资借鉴的反欺诈教训和经验不足,再加之风险莫测,经营人员素质不够等客观因素,诈骗案便迅速滋生,并蔓延开来。其诈骗类型按公众责任保险的险别体系可以分为:

(一)综合公共责任保险诈骗

综合公共责任保险是一种综合性的责任保险,它承保被保险人在任何地点,因非故意行为或活动所造成的他人人身伤亡或财物损失依法所应负的经济赔偿责任。综合责任可以概括为如下几种:

- (1)合同责任。
- (2)产品责任。
- (3)业主及工程承包人的预防责任。
- (4)完工责任。
- (5)个人伤害责任。

其中,业主及工程承包人的预防责任是指工程进行或完工之后由于工程的疏忽或缺陷而发生的意外事故所导致的经济赔偿责任。

另外,合同责任是指因合同规定而使合同一方承担某些情况下所引起的经济赔偿责任。

由于综合责任保险具有承保险别多、承保面广的特点,在诈骗防范对策中,一般应以预防为主。西方国家一般从承保上下手。他们的具体经验、措施有:增强公司职员责任心;对保户未来的财务及社会经济地位以及近来受保业务活动作出详细记录、调查,并向过去的保险人作咨询。

在中国,目前有效的措施应从两方面入手:1. 抓好承保工作,对有隐患的保户要求其改善工作环境或者干脆拒绝承保。2. 增强防范意识,加强理赔工作。保险诈骗犯罪是一种“智能型”犯罪,行为人的诈骗意识不是瞬息产生,立即就消失的。犯罪分子的犯罪意识的形成有一个形成过程。在西德夫莱堡的一个最大普郎克恒量学会中,一项犯罪学研究团体研究表明:作为责任保险诈骗的国际共有特征是,诈骗者都有较高的教育程度,并且相当一部分人从事商业活动并谙熟保险公司的处理损失方式。因此,在反诈骗的较量中,理赔人员应

加强自己的业务素质及业务能力,并提高警惕,增强防范意识。接到报案后,应及时赶赴现场查勘主动参与有关部门组织的事故处理及技术鉴定,掌握第一手资料。理赔时,从案件审查入手,认真审查索赔的有关材料可靠性和真实性,发现任何疑点就要咬定不放,坚持追查到底,及时识破行为人的诈骗行为,杜绝诈骗犯罪。

(二)场所责任保险的诈骗

公众责任保险业务中业务里最大的险别便是场所责任保险。场所责任保险是指承保固定场所(包括房屋、建筑物及其设备、装置等)因存在结构上的缺陷或管理不善,或被保险人在被保险场所内进行生产经营活动时因疏忽发生意外事故,造成他人人身伤亡或财物损失的经济赔偿责任。

场所责任保险可进一步分为旅馆责任保险,电梯责任保险,车库责任保险、展览会责任保险,机场责任保险等若干险种。这里只就欺诈发案率较多的旅馆责任保险、娱乐场所责任保险、车库责任保险的案例作分析介绍。

1. 旅馆责任保险的欺诈

旅馆责任保险承保的是在其营业期间因设备故障或旅馆的管理、服务方面的疏忽所造成的意外事故,从而造成第三者的人身伤害或财产损失,依法应由被保险人承担的经济赔偿责任。对此类欺诈的防范措施有以下几种:

(1)严格现场查勘,绝不放过任何疑点。

(2)在遇到技术性困难时,请有关技术鉴定部门给予配合。

(3)公司职员在处理案件过程中要一丝不苟,实事求是。

(4)不可过分依赖于有关部门所提供的证明材料。要力求取得第一手资料,即使取不到第一手资料,也要对第二手资料进行审核,以确保其可靠、真实及准确性。

2. 娱乐场所责任保险的欺诈

娱乐场所责任保险承保的是其在营业期间因意外事故造成游客或第三者的人身伤害或财产损失,依法应由被保险人承担的经济赔偿责任。

随着经济的发展和人们生活水平的提高,各种娱乐场所日益增加,越来越多的人光顾娱乐场所,公众责任事故也同时随之产生和增加。但是正确区分何为保险事故,是预防诈骗的关键一环。对于某些虽然在被保险场所内发生,但又不属于场所责任保险责任范围的一些损伤事故应当区分开来。对于此类欺诈,应采取以下防范措施:

(1)严格现场查勘,查出事故发生的真正原因、时间及地点。

(2)在娱乐场所责任保险承保之前,对娱乐场所设施的安全性进行审查,合格者才予承保,对不合格者责令其改善,否则拒保。

(3)定期对投保的娱乐场所进行安全性检查,从而对每一场所的事故发生情况能作出大致了解及预测。这样,即使真的发生了保险事故,也可以容易确定该事故无疑点。

(4)在事故发生后深入展开群众调查。由于事故发生时,目击者较多,群众的眼睛是雪亮的,通过对在场游客调查,任何精明的骗局也将会被揭穿。

3. 车库责任保险的欺诈

车库责任保险是承保车库所有人对存放的车辆应负法律赔偿责任的场所责任保险业

务。它同时还包括车库所有人或其工作人员因为停放或修理车辆等原因,开动非自己所有的车辆致使他人身体或财物遭受损害时依法承担的经济赔偿责任。车库责任保险在英、美等国家或地区是一种常见的场所责任保险。而在我国,则数量很少。在这类诈骗案中,作案者多为库主,因为他们有便利的条件。

(三) 承包人责任保险中的欺诈

承包人责任保险作为公众责任保险的专用险种,始于 1886 年的英、美市场,是最早出现的责任保险险种之一。它专门承保承包人在进行承包合同项下的工程或其它作业时造成的损害赔偿。在保险人的经营实务中,被保险人的分承包人也可作为共同被保险人而获得保障。特别是大的工程项目中,存在巨大损失的可能性较大,而且还通常不是一种意外事故。工程合同的订立及工程的移交、承包人责任的解除日期均是在反欺诈中应特别注意的环节。承包人责任保险的诈骗往往是承包人与第三者合作的结果,更多的是工程委托人为主谋。因为此类案件在审查过程中技术环节较多且需要考虑的可能性及受影响因素较多,故在实务中多不易侦破。

(四) 个人责任保险中的诈骗

个人责任保险就是为个人或家庭提供的责任保险。它可以将个人或家庭可能造成损害公众利益的责任风险通过投保个人责任保险转嫁给保险人。由于西方国家在法律上强调私有财产神圣不可侵犯和个人价值,相应地使个人责任风险日益扩大,人们投保个人责任保险的需求也日益高涨,且责任范围日益扩展。因此个人责任保险在西方国家发展迅速,在少数国家已成为保险人重要的业务来源之一。在我国,个人责任风险虽客观存在,但个人责任保险却是尚待开拓领域。因此,从个人责任保险欺诈案的数量上看,西方国家占有较大比例。由于个人责任保险的承保区域范围比其它公众责任保险广,因此,在诈骗特征上也表现为复杂琐碎性。如打破眼镜及窗户玻璃等。大多数保险公司对此类案件的理赔上越来越吝啬自己的时间和精力。甚至有时不屑雇用拥有专业知识的公估人对损失进行评估。这些做法均纵容了诈骗者,并促使许多偶然诈骗犯发展成为职业罪犯。

二、产品责任保险与其诈骗防范

产品责任保险,是承保产品制造者、销售者等因产品缺陷而致他人人身伤害或财产损失而依法应由其承担的经济赔偿责任的责任保险。它始于 1910 年前后的英、美等国保险市场上的毒品责任保险,至今已有 80 余年历史了,其业务量也成为在美国最大。索赔案件及赔偿金额在美国也最多。我国产品责任保险仍处于起步阶段,服务领域仍局限于家用电器等少数产品。在我国,产品责任保险有如下特点:

第一,产品责任保险强调产品责任法为基础。

第二,产品责任保险虽然不承担产品本身的损失,但它与产品有着内在的联系。

第三,由于产品是连续不断地生产和销售,因此,产品责任保险的保险期限虽仍为一年期,但强调续保的连续性和保险的长期性。

第四,强调保险人与被保险人的协作与信息沟通。

第五,为避免因产品事故导致纠纷,保险人在承保产品责任保险时,一般要求被保险人

同时投保产品保证保险。

第六,因产品随着商品生产和交换的发展不断扩大着销售范围,产品责任保险的承保区域范围也最为宽大。

由于产品责任保险的上述特征,大多数保户由于顾虑到信誉,往往对案件采取私下解决的方式。案件的透明度不高,这又给一些诈骗犯罪造成可乘之机。

三、雇主责任保险与其诈骗防范

雇主责任保险承保的是被保险人(雇主)的雇员在受雇期间从事业务时因遭意外导致伤、残、死亡或患有与职业有关的职业性疾病而依法或根据雇佣合同应由被保险人承担的经济赔偿责任。它始于19世纪80年代初期,是责任保险中最早兴起并最早进入法定强制实施时代的险种。西方国家的雇主责任保险均很发达。在我国,自1980年恢复国内保险业务后,中国人民保险公司首先开办了涉外雇主责任保险。1990年2月开办了个体工商户雇主责任保险。这些事实表明,雇主责任保险是我国保险市场上充满希望的业务来源。

从雇主责任保险的定义我们可以看出,其有如下特点:

(1)雇主责任保险承担的是雇主的民事损害赔偿或法律赔偿责任,是一种无形的利益标的,它属于责任保险范畴。

(2)雇主责任保险仅负责赔偿雇员在执行任务时及工作场所内(有些国家规定职工上下班路程也包括在内)遭受的意外伤害(即剔除雇员自己的故意行为和被保险人的故意行为所致的伤害)。

(3)雇主责任保险需要以民法和雇主责任法或雇主与雇员之间的雇佣合同作为条件。

(4)在保障效果上,雇主责任保险的被保险人是雇主,但客观上却直接保障雇员(第三者)的权益,而保险人与被保险人的雇员不存在保险关系,加之越来越多的国家对雇主责任采取法定强制的形式实施保险,更使其含有社会保障因素。

雇主责任保险的定义特征决定了雇主责任保险的诈骗案也必然地反映出一些不同与其它险种的特点:

(1)雇主与雇员在众多诈骗案中表现为合作关系。雇主是保费的承担者,一旦没有保险事故发生而又不得不上交保费,雇主的心理上便产生不平衡,这些促使其人为造成保险事故而从中渔利;而雇员对此也持迎合态度。在对保险事故的伤害程度的判定,及事故的发生真正原因上,他们往往提供伪证。这给侦破工作带来不少困难。

(2)在此种险种中,涉及医学上的专业知识较多,如对职业病(指雇员在从事其职业活动中接触职业性有害因素而引起的疾病)的鉴别。这些均需要医院的检查证明以及对病人工作环境的调查才能确认。医院所开设证明受主观因素影响较多,极易诱发虚构或歪曲病因,骗取保险金。有些除外责任,如被保险人的故意行为或重大过失、违法行为所造成的伤害损失,保险公司在充分调查研究之前不能妄下结论,并且拒赔,以免引起纠纷。因为在诉讼中的法律费用如抗辩费、律师费、取证费等应由保险人承担。对雇佣关系的查证也会受到雇主与雇员舞弊的欺诈而陷入迷途。

近年来,国外涌现了一些专门搞雇主责任诈骗的罪犯团伙。他们的一般做法是:以高薪

时也引发了大量的欺诈案件的发生。以美国为例,在 1989 年,他们查出共发生了 323 起医生责任保险犯罪案件,另有 138 件欺诈活动。美国医疗保险协会发现,自 1987 年起,医生责任保险欺诈事件上升百分之六十,说明欺骗保险公司的手法已更加变本加利。有些欺诈明显属抢窃行为。

在职业责任保险的欺诈行为中,采取的方式或手段一般是专业技术人员与其服务对象或其它人进行合谋,当然也有专业技术人员进行的单独的欺诈,且这样的案件往往比较大。另外也有专业技术人员的服务对象进行单独的欺诈行为,但这种欺诈行为往往其成功率不是太高,因为专业技术人员为维护其声誉,往往会协助保险人进行查实,所以,欺诈行为易被发现。

在国外,职业责任风险可分为两大类:一类即为各类医师、美容师等的职业责任保险提供保险保障的“失职责任保险”,另一类则是主要为律师、会计师、设计师、经济人或代理人等从事类似职业者的职业责任风险提供保险保障的“错误与疏忽”责任保险。在进行职业责任保险中欺诈行为的分析时,由于在各类职业保险中采取的方法、手段有所不同,因而也必须进行分类介绍。分类的方式主要采用因专业技术员的不同而进行。下面主要以 5 种职业责任保险为例来简要介绍一下职业责任保险中的欺诈行为。

(一)医生职业责任保险中的欺诈行为分析

医生职业责任保险的保险对象、保险风险为被保险人在保险有效期内由于提供或未提供有关的医疗服务而致的赔偿责任。医生职业责任保险所保障的损失不仅包括人身伤害、财产损失,还包括名誉损害,如侵犯隐私权、诽谤、污辱服务对象或其它人等;不仅负责由于被保险人的职业服务而导致的赔偿责任,也负责由于被保险人属下职员的职业行为而使被保险人承担的赔偿责任。

(二)律师职业责任保险中的欺诈行为分析

律师职业责任保险对由于被保险人的任何作为或不作为而应承担的法律责任。由于被保险人属下职员的作为或不作为而由被保险人承担的法律责任及被保险人对他人行使律师责任或作为律师对他人提供职业服务时对他人造成的损失而应承担的法律责任提供保险保障。律师职业责任保险的保障范围,甚至还包括信托风险,即律师作为监护人、遗嘱执行人、他人财产的受托管理人时,如果没有尽责,而造成的一切损失必须由其负责,此项风险就可以在律师职业责任保险项下得到有效的保障。

在此种保险中的欺诈行为并不太多,且欺诈行为往往集中于信托风险上。这种保险的欺诈行为中往往有这样一个特点,即多数是由三方合作而进行——律师、被服务的当事人以及第三方进行密谋合作。

(三)药剂师职业责任保险中的欺诈行为分析

药剂师职业责任风险合二为一,因为药剂师既面临由于他人服用其销售的药品后遭受损失的产品责任风险,又面临着自己配药过程中的职业责任的风险。这类保险中的欺诈行为往往是病人单独进行,很少有药剂师与病人合谋的欺诈案发生,从而不同于前面两种保险中的欺诈行为。

(四)会计师职业责任保险中的欺诈行为分析

会计师职业责任保险对会计事务所及其中的雇佣职员应负的法律风险予以承保。可保的责任风险为会计事务所及其所属职员在经营过程中因疏忽、过失或失职后使自己提供的职业服务或未提供的职业服务给他人造成损失而应承担的法律赔偿责任。

由于我国的会计师制度才刚刚建立,所以在这方面的职业责任保险还远未可能,因而,在我国这方面的欺诈行为也没有。国外会计师是一个相当重要的工作,一个好的会计师收入是相当高的。只要有这类保险就有这类保险的欺诈行为。在这职业责任保险的欺诈行为中,会计师很少参与,一般是公司单方面的进行。

(五) 设计师、建筑师职业责任保险中的欺诈行为分析

设计师、建筑师因设计错误和施工监督失误而导致建筑物的倒塌或存在其它缺陷,并造成他人人身伤害,财产损失后依法应对合同对方或受到伤害的第三方应承担的经济赔偿责任可在该险种下得到保险保障。

由于这种事故在我国经常出现,因而我国设有此险种。由于该保险的自身特点,决定了其在欺诈行为中很少有“无中重有”的现象,即没有这损失或伤害而假造一个,往往是“颠倒黑白”,又叫先出险后保险。这类欺诈行为往往投保金额大,且投保的险种都保金保足。再则,它的出险时间与保险的终止时间或起保时间相接近,其巧遇性,真实性就值得怀疑。

五、第三者责任保险与其诈骗防范

第三者责任,是以在法律上对第三者应承担一定的责任为前提的一种民事赔偿责任。广义的第三者责任实质上包括了各种公众责任、产品责任、职业责任、雇主责任以及狭义的第三者责任,狭义的第三者责任则是指与特定的财产标的或施加在特定的财产标的上的行为相联系所产生的民事法律赔偿责任,如机动车辆第三者责任,船舶第三者责任等。

第三者责任保险是承保被保险人的各种运输工具,建筑安装工程等因意外事故造成第三者的财产损失或人身伤亡的损害赔偿责任。第三者责任保险是随着有关法律制度的建立而产生并发展起来的,各种意外伤害法律、法规是其产生和发展的基础。到本世纪中期,由于科学技术的进步,各种交通运输工具日益增多,建筑、安装工程项目趋向巨型化,为此而开办第三者责任保险以及为各种财产保险所开办的各种附加责任保险普遍为人们所接受。

前面已经说过,只要有一类保险,就有这类保险的欺诈行为存在,在第三者责任保险中也不例外。第三者责任保险中的欺诈行为由于各方面的原因,集中于机动车辆第三者责任保险中,无论从国外的案例还是国内的案例来看,都是这样。尤其是其中的汽车责任保险更为甚。

基于这个原因,本文在分析第三者责任保险中的欺诈行为时,把重点放在了汽车第三者责任保险中的欺诈行为上,在分析的方法上也将存在不同于前面的,作一点小的改动,但案例还是比较重要的。由于我国也早在 1985 年就开办了各种机动车辆第三者责任保险。且目前正由自愿保险和区域性法定保险,向全国性法定保险方向发展,因而案例的选择,基本是国内、国外并重,分析其欺诈行为的特点时,也将注意到国内、国外的一些不同的特点。

(一) 表现形式

在汽车责任保险的欺诈行为中,其表现形式一般有以下的一种:

从目前所见到的案例来看,这种欺诈行为也一般是团伙集团进行,具有一种趋势,即趋于年轻的罪犯所为。一般这种欺诈行为中索额都非常大。在国外,有人统计过,最高达到4万美元。

但是这种欺诈案往往有一个这样的破绽,就是受损车辆的价值与司机的财务状况不相称。因而,保险往往可以从这作为突破口,揭示其欺诈的行为。

由于这种案件也往往是职业的欺诈者所为,所以在国内,这样的案例还不多见,几乎可以说没有。然而,我们并不能乐观,因为根据全国的诈骗案来看,逐年在增加,我们并不能保证欺诈行为(集团欺诈)不进入汽车第三者责任保险中。

3. 纸上的意外

纸上的意外的主要特征,是故意碰撞发生在保户、受害方、修理工和写损失报告的人之间,其实,在这种情况下,实际上并没有意外发生,而是通过保户和想像中的受害方提供伪造的修理帐单来达到欺诈的目的。

这一欺诈的主要特征是,修理帐单通常体现的金额相当少,以致保险公司不可能专门派一个损失评估人去勘查损失。正因为这一特征,所以使用这种方式进行的欺诈行为其成功率往往很高,不易被保险公司所察觉。

这种欺诈行为,目前在国内也能见到,1993年9月,黑龙江省保险公司就查获了这样一起欺诈案。案主是一个个体运输户,他与一个汽车修理站的工人合伙,伪造了修理帐单,然后写出索赔申请,向保险公司索赔。开头二次,他们成功了,后来到了第三次,保险公司起了疑心,派人去调查了一下,查出了事实真相。

在国内,由于保险公司不多,因而这样的欺诈行为只能有一、二次的成功机会,次数一多,往往会引起怀疑,而在国外,由于商业保险公司相当多,骗了这家公司,再骗那家公司,而且得逞的机会较多。

4. 操作的意外

这个“意外”也是由几个当事人一起配合,制造出一个意外,再向保险公司得到赔偿。但是,其往往有一些不同于另外“意外”的特点,下面以一案例说明:

湖北省某县支公司于1989年10月受理了一起索赔案。驾车员刘某(投保了汽车第三者责任险)驾驶前往阳坡粮站,车内除司机外另带五人,由于车速快,当车行至巴石路199公里处与对面车相会时,驾驶员对路面障碍估计不足,操作判断失误,致使车辆碰在约0.8立方米的石头上以后,驶出路外翻入40米坡下,伤五人,车辆基本报废。明显,事故与对方车辆无关,但刘某强行要求对方车辆的司机袁某赔偿损失。在无可奈何之下,袁某只得答应。由于袁某也已投保了汽车第三者责任险,所以要求李某向保险公司索赔,并作了伪证。后经群众举报,保险公司查了事实真相,追回了赔偿金。

由这个案例中可以看出,操作的“意外”往往是在事件后重造一个意外的情况,一般来说,保户并不是肇事者,但由于某种情况,而不得被“操作。”

这种欺诈的方式,无论在国外,还是在国内都是非常多的,且其成功率往往因能得到保户的“配合”而很高。欺诈者往往会采用一些威逼利诱的手段促使保户就范。

在对付这种欺诈形式,往往要从保户和旁观的群众入手,从中发现疑点,从而揭示欺诈

者的本质。

5. 操纵的索赔

操纵的索赔比较常见,其目的是要对实际上不能赔偿的损失提出索赔。这主要发生在尝试或者偶然犯罪的欺诈行为中。其未被察觉以及未被侦破的案件数量较大。这种欺诈行为的起点往往是一个所涉及的当事人描述发生在路途上的名副其实的意外,罪犯的行为与要索赔的多少有关,这些情况可划分以下几种形式:

(1)扩大损失程度。紧随一件意外后,一个“修理工”就会持一把锤子损坏汽车,以扩大损坏的程度。受损害的当事人也经常愿意扩大损坏程度,只要达不到全损就行。

另一个计谋是弄弯行李箱盖子或车门,这种方式使全部骨架损毁。

(2)虚报向第三者的支出。欺诈者在修理清单上罗列的替换零部件,实际上根本没有换的有大部分,受损害的当事人通常也没有办法去检查是否安装上这些零件。

这同样也应用在计时工作的收费上,实际所用时间可能比报告的时间数量少好多。通常,对受损坏的车辆骨架进行光学测量,往往会受到欺诈者与受损害当事人的共同欢迎。

在一些已知的案件中,专家评估损失仅仅采用修理厂的成本估计,而且最后的修理清单会再一次原样地出现在专家的报告上。在这样的情况下,修理的开支一般要高于应该的费用开支。

在安排好的意外事故中,与帮凶共处的租车行因他们的利益,经常把实际上根本未走过的里数写进发票中。通常,受伤害的当事人亦没有在租用的车内实际驾驶里数的确切意念。

(3)过往损失的修理及自然损耗。对一个已牵涉于一起意外肇事中的车主,其过往损失的修理也在保险公司的支出中,无论有无修理厂的合作。近年来,这样的行为往往被欺诈者所接受。在这类案件中,基于先前的费用,计算的损失处理方法,是很有用的。司机自第一次意外获取赔偿,却对损坏不修理或表面修理一下,然后等着下次“意外事故”的发生。

欺诈者通常要求修理厂把对刹车、刹车片、电池、电缆、减震器、排气管自然损耗的修理也包括在修理清单内。

(二)防范措施

在汽车责任保险中,任何尝试成功的与保险欺诈的首要之点,是以直接的和综合的资料对提出的损失公估的有效性产生质疑。另外,弄清有组织的职业罪犯正在哪里蠢蠢欲动尤为重要。在最早怀疑其可能属这样的案件时,应通知所有的保险人,在国外,一般设立一个“可疑者”档案,每一个保险公司将涉嫌欺诈案件的具体情况的记录存于档案内。另外还有一个是包含着关于个人(保户或受伤害当事人)发现犯有保险欺诈罪的信息档案。由于这两个档案的存在,大大地减少了汽车责任保险的欺诈案。

在防范时,另一个必要条件是罪犯调查机构的密切合作。

在国外,有一个在防范中的重要发展,就是保险人放弃他们过去不愿告发的倾向。因此,可从这一方式上说服公众在有关的意外中对欺诈性行为采取不同以往的看法,即能举报欺诈行为。另一方面,实践表明,只有在已经受到了严密的调查及怀疑可被证实的案件中那个罪犯才能被诉讼。欺诈者都是害怕上法庭的。正是基于此,保险人不应回避进行诉讼。

很可惜的是,经常发生犯人被指控,但却一直未诉讼于法庭。

全面与警方合作,不仅可使双方得以互相帮助,而且还有可使警方更愿意对保险人报告的案件投入精力的有益影响,尽管是较重的案件负担。

最后,还有一种被证明是很有效的措施,是细致地测定确切的损伤程度以及对早期受损车辆的勘查。即使是对低于平常勘查范围数额的损失,勘查也是很重要的,对此也可以让修理店知道。如果能尽可能地经常施行现场检查,“受损坏的车主”和“汽车修理工”二者间都会开始感到不安全。他们很快就会意识到,任何保险损坏案件,即使非常小,也可能要受到勘查。

在“操纵的索赔”这个欺诈手段中,保户和受害当事人可以帮助保险人与欺诈者作斗争。他们完全可做到这些,例如,通过对任何损失立刻通知保险公司,通过提供确切的情况和损坏程度的描述等。保险公司了解意外前车辆的状况也很重要。受损车辆的车主仅会让声誉好的修理店或者明白有问题车辆的授权者修理它,并会通知到其保险公司。

为了排除错误的赔款,还应知道车辆以前是否曾遭受损坏。车主的责任保险人有时可在这方面提供有用的资料。

前面,我们主要以汽车第三者责任保险为例,介绍了其保险欺诈行为的表现形式与防范措施。在介绍的过程中,我们参照了国内、国外的许多案例,加以总结。在措施上,我们主要以国外的一些经验为依据,这是由于我国在这方面还不太成熟。

第三者责任保险中的欺诈行为,从目前所掌握的资料来看,集中于机动车辆(尤其是汽车)的第三者责任保险上,其它如船舶碰撞责任保险、飞机第三者责任保险以及工程项目第三者责任保险中,虽然也有一些,但不多,也不具有典型性,从分析的角度来说,没有其价值,因而这里就不加以分析了。

从国外来看,由于开办第三者责任保险较晚,因而在欺诈行为上并不太多,当然也有可能是有欺诈,我们发现不了。但总的来说,欺诈只是一些零星的偶然作案,没有职业的欺诈作案现象。然而,我们不得不加以警惕,由于我国目前在这方面的法律、法规非常地不健全,保险的体制还不成熟,在防范措施上非常地不周密,因而往往给欺诈者带来了可乘之机。我在这上所提到的,一定会受到我们有关当局的重视。

六、责任保险欺诈的特点及防范对策分析

前面,我们以很大的篇幅分析了责任保险中的欺诈行为,在每一种责任保险中,其欺诈行为的具体形式、手段及特点都是不同的,这些具体的分析前面已经一一论述了。这里再来讲责任保险的特点,明显不能再从分类的角度来说,而是以责任保险整体的特点出发来分析其欺诈行为的特点,即具有一种总结的色彩。另外,从不同角度来说,特点的分析就是一种对策。我们都知道,在进行欺诈行为的分析时,我们的目的并不是为了欺诈本身,而是为了欺诈防范。正如毛泽东所说,我们进行战争的目的是为了消灭战争。从这个意义上说,研究欺诈行为本身是一种欺诈防范行为。然而,光是进行一下研究还是没有目的,我们清楚了各种欺诈行为是如何进行后,必须拿出切实可行的对策来加以制止或者防止,当然,前面对每一类的责任保险中的欺诈行为的对策已经作了一点分析,因此这里对于那些对策就不再重

提了。但是从责任保险的整体来说,还有不少的对策是不只针对那一类的责任保险,或者说是针对每一类或几类的责任保险的,虽在前面在可能是涉及到了一点,但不可能是全面的,这里有必要加以总结。下面的论述都是围绕着这个主题来展开的,我们的立足点是责任保险中的欺诈行为的特点。

(一)国际的责任保险欺诈的典型分析

在国际上,责任保险欺诈与责任保险一样的古老,由于他们在18世纪就有了责任保险的险种,因而责任保险的欺诈行为非常多,具有很多不同于国内的一些特点:

(1)团伙集团作案,职业欺诈者较为猖獗。

在国际上,很有一批以欺诈作为职业的人员,对他们来说,保险公司是他们的衣食父母。在责任保险的欺诈中,这种现象非常严重,如:职业责任保险中的案例二,第三者责任保险中的最后那个案例等都是这种条件作案的方式,这种的作案,往往计划周密,且为连续作案,要破获是非常不易的。如职业责任保险中的案例2,就用了五年的时间才以破获。从目前所掌握的资料来看,这样的特点在国内的责任保险的欺诈中是很少见的。这说明了保险发展的越全,越精,其欺诈案也就越大,因为小的欺诈案的可能性降低了。

(2)在欺诈中往往会采用这样一种方式:将自身损失转化为第三者索赔。

在责任保险中,被保险人由于某些原因而使自己的财产得到了损失,保险公司是不受理的,因而就采用标题中的那种方法。欺诈者往往会受亲友的帮助,将保户自身发生的损失转化为第三者索赔。如,一樽很贵重花瓶的主人,在自己的房子里将其推倒打碎了。一个朋友就此向其保险人提出责任索赔,说是在到朋友家做客时意外地打碎了这个花瓶。

在牵涉到摩托车冒险驾驶方式所引起的损失,常常转化为第三者索赔。所有需要做的只是这些:要求自己的一个朋友作一正是这样的陈述,当步行跨过道路时,由于未加小心,使摩托车驾驶人摔倒了。这样就能以朋友的名义,向保险公司进行索赔。

在海上航行过程中,一些贵重的物品,诸如一块珠宝、一部相机,或者一架望远镜,掉到船外水中也是经常发生的。当然为了从保险公司那里拿回损失,就得找到一个愿向他们保险人报告说由于他的笨拙,使谈到的物品丢掉了的旅行伙伴,把这类损失转化为责任赔偿。

当然,具有这个特点的欺诈行为往往是针对一些小型的欺诈案的。虽然,在一些大的骗赔中,也有这样的特点出现,如在汽车责任保险中,但由于这样的动作不容易做大,因而会被欺诈者在大欺诈案中所放弃或者作为一个点缀。

(3)在责任保险欺诈中,往往还会出现这样一个特点,即隐瞒一些除外的根据情况。

在具有这个特点的欺诈案中,保户往往改变了损失的描述,责任保险人了解不到正常地可被保险单保障范围予以除外的索赔情况。

例如,一个朋友弄破了借的录像机,在大多数国家中,这种借用财物的损坏是不受责任保险承保的,罪犯因此会隐瞒这台录像机借用的事实,并说是在他朋友的房子里弄坏的。

这个特点在责任保险欺诈中存在是非常普遍的。由于责任保险的责任范围之限,往往发生的损失并不在承保的责任内,而是属于除外的责任,从而欺诈者只能想方设法把这个责任转变为承保的范围之内。在职业责任保险、以及雇主责任保险中,我们也可以看到这样的一些案例。

(三) 责任保险欺诈的对策

如前所讲,我们对欺诈行为分析了那么多,最后还是要落实到一点上,即进行对策上的分析与提出。在责任保险上,由于我们起步较晚,因而在欺诈防范上,从手段、方法及设施上尚不太成熟。因而下面所讲到的对策都以国外的一些经验作为基础,然后在结合我国的特点加以提出,以供我国的保险部门参考。

在分析对策时,一般采用分为预防措施,审查措施以及今后措施的方法。下面所列举的几项措施基本上是以这个顺序的。

(1) 熟悉各类责任保险中的欺诈行为的特点弱点,从而能知己知彼。

虽然在前面我们已经对各类中的欺诈行为进行了详细的论述,但这里我们还是得强调,对于保险公司的每一位职员,必须要熟悉各类责任保险中的欺诈行为的特点。这样,一旦碰上了欺诈案后,能作出快速的反应,做到心中有数。这一点很重要的,也是我们前面花了那么大的篇幅进行责任保险中欺诈行为分析的目的。

(2) 在管理上严格把关,提高内部职员的素质,争取不出现管理漏洞。

有许多的欺诈案例是由于我们的保险公司内部管理上存在着漏洞而引起的。例如:单证管理不规范,内部人员疏忽等。这种现象的存在,给欺诈者创造了一定的机会。

另外,有许多的欺诈案是内外勾结而成功的。在发现的案例中,有许多的案中有保险公司内部人员的参与。这就要求我们的保险必须加强对内部职员的职业道德教育,培养起他们要对公司负责的意识。

(3) 当接到报损索赔后,一定要进行认真地核对损失与进行仔细的现场勘查。

一般地讲,可以有效地同责任保险中的欺诈作斗争,当然做以下的几点是非常必要的:

① 每个损失公估人对问题必须要有令人满意的“敏感”,能够发现一些在事前就存在了的损失或者在事后强加上去的损失;

② 如果有可能,每一个损失公估人对一特殊的区域各有各的责任;

③ 保持不间断的监视,以测定索赔频率或犯罪典型是否在变化;

④ 与其它保险公司理赔人员进行正常情况的交流。

此外,在进行常规的现场检查,即使在很小的索赔案件里也如此是明智的。在这方式中,保险公司可以在他们的保户中间——甚至在它的外勤人员间,消除因成本的缘故不调查微小的索赔的印象。

保险公司必须细致地审查交来的全部收据和帐单,以测定它们是否正确和符合逻辑。向发票的签发人作出查询也是非常必要的。

(4) 建立赔偿资料库或者是欺诈案及欺诈者档案。

这一点是国外的成功经验,如在汽车责任保险欺诈中所论述的。

往往这样的档案,可以按各类的责任保险来进行存储,然后进入计算机网络。在计算联网后,保险人可以通过储存资料的帮助,查寻以前类似的投保人、保险欺诈情况,在极短的时间内发现最恶劣的欺诈。一般来说,利用这样的档案,能够迅速地通过分析,比较来识破欺诈行为。因而,建议我国的保险公司迅速建立这样的档案。

最后,还要强调的,我们必须要健全保险业的法律、法规。现在《保险法》业已出台,这是

值得欣喜的,但还要加强保险法的宣传与教育工作,培养起公众的保险意识与法律意识,更加有力地打击欺诈行为。

第五节 人身保险业务中的诈骗分析及其防范

一、人寿保险诈骗类型及其防范

据不完全统计,在人身保险的欺诈中,人寿保险的欺诈是相当普遍的。由于寿险是保险人允诺当被保险人于保险期内死亡或生存至保险期满时履行给付保险金义务的行为或合同。其保险事件是被保险人于保险期内死亡或被保险人生存至保险期满。换言之,人寿保险中的各种险别都是和人的生存或死亡紧密联系的。因此,欺诈者为骗取高额保险金,大多采取极其残酷的手段,致被保险人于死地。也只有这样,方可得到高额的保险金。而且,人寿保险和人的生命息息相关,大多数情况下,所赔付的保险金都非常之高,这更加促使了越来越多的诈骗者跃跃欲试。基于以上这些事实,研究人寿保险中的欺诈,不仅仅是为了避免保险公司的财政损失,也从另一方面保护了人民的生命安全,维护了社会的稳定。所以,人寿保险中的欺诈与反欺诈还是有着深远的现实意义的。

人寿保险欺诈的主要形式:

(一)以“苦肉计”来骗取保险金

有些人投保人寿保险之后,在难以维持生计,穷困潦倒的情况下,如遭到致命性的破产,或是股票、债券等暴跌而在短时间内倾家荡产,为了保全其它家庭成员能勉强度日,便想出“自杀”等方法来骗取高额的人寿保险金。虽然用心良苦,而且也很让人同情,但这种行为本身,却是一种典型的欺诈行为。对保险公司来说,这种行为同样使其遭受巨额损失,因此,我们必须加强防范。

下面,以案例说明:

南非的一位黄金手饰商人经营不善,生意濒临破产,遂与妻子合谋雇佣杀手将自己枪杀以获取高额的人寿保险金。结果,警方很快查明真相其妻锒铛入狱。

大千世界,无奇不有,这种以“苦肉计”来骗取人寿保险金的事件在许多国家都发生过。虽然比起其它方式,这种欺诈还不很普遍,但也是必须引起注意的。

1. 对这种欺诈的识别

其实,此种欺诈的识别并不太难,首先人都渴望生存,出此下策多出于万般无奈,一定是近期内出现了破产等比较严重的经济损失。

其次,由于死者并不是真正意义上的自然死亡,其亲属所提供的死亡证明必定是含糊不清。再次,由于多是在“紧急”情况下才会出此下策,受益人要求赔款的要求都非常急迫,这是很自然的。

2. 此类诈骗的防范措施

(1) 保险公司应对死者的背景作比较周密的调查,特别是近期内是否有对死者有重大影响的事件发生。

(2) 详细审阅死者亲属提供的说明死者死因的证明,其中必有疑点。

(3) 对受益人要求急迫赔款的事情,要提高警惕。

只要保险公司展开较为周密地调查,并把握好以上几个环节,对此类欺诈的防范就不会太难。

(二) 有组织、有预谋的集体欺诈

此种欺诈形式,欺诈者往往不是一个人,而是几个人勾结在一起,他们事先都进行过精心地策划,他们投保人寿保险的目的就是诈取巨额保险金。在这种欺诈形式下,欺诈者们常常帮助许多人投保,然后,再想出各种方法来害死这些被保险人,这样一来,他们就可以获取更多的人寿保险金。由于欺诈者想要加害的是几个或更多的人,此种欺诈的危害性是极大的,这并不是一个单纯的经济损失问题,更是对社会安定,人民生命安全的威胁,因此,我们必须高度重视这种欺诈。

1993年,美国威斯康星州法院收审了一宗大案:该州一犯罪团伙利用主动亲近被害人并在为被害人投保后将其杀害的方式,获取人寿保险金。这是一种非常典型的有组织、有预谋的团伙欺诈,这种蓄意犯罪的保险欺诈不光给保险公司造成极大的损失,更重要的是其造成了极坏的影响。

1. 对此种欺诈的识别

(1) 受益人害怕露出马脚,赔偿要求急迫。

(2) 投保人为他人投保,且被保险人不只一个,多数情况下是多个被保险人。

(3) 欺诈人是直接的受益者,只有他有权向保险公司索取保险金。

(4) 欺诈者多次向保险公司投保,多次向保险公司索取保险金。

(5) 欺诈者提供的说明死者死因的证据是非常可疑的。

(6) 一时间索取人寿保险金的人突然增多,且被保险人的死因非常接近。

2. 此种欺诈的防范措施

(1) 认真审查投保人的背景。

(2) 注意投保人与被保险人的关系。

(3) 注意投保人提供的说明死者死因的证明,如果提供的证据是疾病导致“死亡”则应查询表明死者健康状况的有关记录。

(4) 和警方配合,从警方那里了解一下近期是否有许多人被害的记录。

(5) 掌握好人寿保险的业务量,如果一定时期内,要求投保或索赔的突然增多,要进行调查。

为避免这种规模较大的团伙欺诈保险金的行为,作为保险公司,必须时刻提高警惕,工作要深入细致,并要和其它部门配合好。只有这样才能真正防范此种形式的诈骗。

(三) 找“替死鬼”来诈骗保险金

这种诈骗方式与第一种“苦肉计”有非常相似的地方,那就是被保险人在经济遭受致命

赔偿金的企图。或许就是已经出现险情,为诈取保险赔偿金,故意这样做。

3. 出险与投保时间间隔不长

投保人寿保险之后,被保险人只有真正死亡时,受益人才可得到保险赔偿金,这其中存在着很大的偶然性。如果真正出险的时间与投保的时间非常接近,那么,这种可能性更是少之又少。遇到这种情况,绝不能排除投保人为欺诈保险金而蓄意为他人投保人寿保险的可能性。保险公司的业务人员对这样的事例一定要格外小心。

4. 出险通知书上所填写的内容和所提供的单证上的内容不一致

在投保了人寿保险后,如果确定被保险人死亡,那么,受益人只要实事求是地填写好各种单证,提供确切的材料,就可以得到赔偿。但如果是欺诈,那么,欺诈者就不得不进行编造。如果欺诈者考虑得不周全,就会出现破绽。事实上,假的就是假的,做得天衣无缝也是不可能的。因此,出现保险通知书上所填写的内容和所提供的单证上的内容不一致,也是不可避免的。保险公司职员若遇到这种情况,可以初步断定为欺诈。

5. 提供的单证上有多处涂改

当受益人要求得到人寿保险的赔偿时,所要求填写的证明并不非常复杂。如果情况属实,一切都会非常顺利的。但如果是欺诈行为,由于许多东西都要编造,经常会出现证明上涂涂改改的现象。这是一个很好的识别标志。

6. 赔偿者的赔偿要求非常紧迫

在许多欺诈保险赔偿金的行为中,投保者必须要做出如谋害被保险人的性命等犯罪或者不正当的行为。夜长梦多,欺诈者害怕暴出马脚,往往都希望尽快办完赔偿手续,尽快得到赔偿金,尽快逃之夭夭。因此,都要求业务人员尽快办理。这也是一个很好的识别标志。因为如果情况属实,受益人心中有数,不会如此匆忙。

7. 提供的资料含混不清,前后矛盾

显而易见,含混不清,前后矛盾的资料一般都是假造的,这是非常明显的欺诈标志,遇到这种情况,可初步作出判断。

8. 在一些重大的金融事件,如股票狂跌,或经济危机出现时,受益人索赔被保险人的保险赔偿金,需引起注意

任何一次的经济危机,或是重大的金融事件发生,都会使一些人特别是商人破产,倾家荡产也无法还清债务。这个时候,如果出现高额投保或是要求索赔人寿保险赔偿金的,要格外小心。要仔细调查投保人或被保险人,虽然这不是一个必然的识别标志,但也要引起重视。不能排除一些人“狗急跳墙”,用欺诈保险金的方法来弥补损失的可能性。

9. 当重复投保的事情发生时,可断定投保人的主要动机是诈取保险赔偿金

重复投保本身就是保险法所禁止的。投保者如果是正常投保,何必要做这种违法的事情呢?显而易见,投保者的直接动机就是诈取保险赔偿金。

10. 投保金额超出投保人生活水平所能承受的限度

一般人投保人寿保险,是为了以防万一,如果真有不测发生,能得到一大笔保险赔偿金,也算是不幸中的万幸。因此,投保的金额不会太高,这也是人知常情。但是,如果某人投保了非常高的保险金,而他实际的生活水平并不允许他出此高额的保险金,那么,他很有可能

业务经办人依据“报告单”作批单一式三份,给付金额超过 50%,注明免交保费金额、日期,然后按规定权限上报、审批。“报告单”报省、市(地)公司各一份备查。

(4)付款。

经办人依据“报告单”、“批单”填制“领款收据”一式三联,并通告被保险人和受益人持身份证明到保险公司领款。

复核员审核“批单”、“领款收据”和领款人身份证。领款人在“领款收据”上签名后,出纳付款。

第一联“批单”投保单位存档,第二联“批单”和“领款收据”由会计留存入帐,第三联“批单”和“领款收据”由业务员留存入卷。

(5)帐务处理。

业务内勤依据“批单”、“报告单”进行帐务处理。简身险要批注保险证,登录分户卡、记总卡。死亡案件保险证收回,注销入卷,分户卡专门保管,养老金保险死亡案件还应收回给付证,伤残案件,保险证还给被保险人,分户卡注后放回原处。各险种的给付案都要登录《给付登记簿》作出《开销户》登录。

(6)档案管理。

业务经办人装订案卷,编号归档。

收付内容:①给付申请书;②事件调查报告单;③调查报告(必要时);④死亡证明;⑤其它调查材料或证明材料;⑥保险证;⑦交费收据;⑧投保单抄件;⑨业务批单;⑩领款收据;

总之,在理赔工作中,如果能够按照以上的步骤,单单审核,材料存档,那么,许多在“索赔”时进行的欺诈就可以在对单、证和材料的严格检验和审核时可以发现,从而防范欺诈。即使欺诈真正发生,由于有比较完整的档案,也是可以追查的。因此,我们必须严肃对待理赔工作。

以上是反人寿保险欺诈的各种措施。不仅是对人寿保险,对其它各种险种的欺诈行为,都应以防范为主。

二、人身意外伤害保险诈骗类型及其防范

在保险欺诈中,人身意外伤害保险中的欺诈也是颇为常见,据法国一家保险公司调查,该公司在 1988 年一年共有 32 起人身意外伤害保险欺诈案件,另有 83 起涉兼有欺诈行为,正在做进一步的调查,另据该保险公司的报道,自 1985 年以来,人身意外伤害保险欺诈事件上升了百分之五十二,这对任何一家人身保险公司都应引起足够的警惕,不能再任由这种欺诈行为泛滥下去。同时,从另一方面也说明人身意外伤害保险中的欺诈的手法更加隐蔽和丰富,其危害性也更严重,因此,充分研究和分析人身意外伤害保险中的欺诈,能更好地使保险公司正常地经营和发展。

人身意外伤害保险中的欺诈主要的表现形式有:

骗术之一:张冠李戴。

有这么一部分人平时总认为保险没必要,花这钱等于白白浪费,因而不愿参加保险。可是出险或事故发生后,又挖空心思地骗取赔款,他们常常采取张冠李戴或冒名顶替的办法,

险”,表明其承保对象为公路旅客,其性质为意外伤害保险。又如,“团体人身意外伤害保险”,表明其承保方式为团体,其性质为意外伤害保险。象这样的险种名称,简单而明确。当然,由于意外伤害是人们所不希望发生的事件,所以险种的名称也可以不直接称为意外伤害保险而采用群众更易于接受的名称。例如,以中小学生对承保对象的意外伤害保险,可以称为学生团体平安保险;以旅馆、旅店的住宿旅客为承保对象的意外伤害保险,可以称为住宿旅客平安保险。但无论如何,名称一定要明确,不能给欺诈者利用险种的措辞而进行欺诈。

2. 设计条款要科学

条款设计是险种设计的核心。在条款中,最要引起注意的内容是保险责任。在设计条款时,应力求文字简洁,含义清楚,而且还要通俗易懂。在条款的上下文中,同一词的含义应该完全相同。对于那些群众不熟悉的专业用语,含义与字面理解不同的词,容易产生歧义的词,在条款中必须给出明确的解释。任何不清楚的条款在法庭上都会按照有利于被保险人利益的原则去解释,这就不可避免地给欺诈者以机会,因此,条款的设计一定要缜密。

3. 一定要制定好保险费率

制定保险费率是险种设计的重要内容。每一险种都要有明确的与其相对应的保险费率。如果一个险种可以承保若干类危险程度不同的被保险人,那么,就必须对各类被保险人分别制定保险费率。只有这样做,在“索赔”提出时,保险公司才能顺利地进行理赔工作。而且,这样一来,欺诈者也休想利用保险费率的混乱来诈取更高的保险赔偿金。在中国人民保险公司的团体人身意外伤害保险这一险种中,按被保险人的行业,工种不同,分成了三个档次,那么,对每一个档次,都应制定保险费率。

4. 投保单、保险单或保险凭证样式的设计既要简洁明了,又要体现险种特点

对人身意外伤害保险的不同险种,应该有与其相适应的投保单、保险单或保险凭证。在设计其样式时,应充分考虑险种的特点。例如,以团体方式承保的意外伤害保险,在投保单、保险单中,应包括“投保单位”项目,要设计作为投保单和保险单附件的被保险人名单。又如,机动车驾驶员意外伤害保险,如果不记被保险人姓名,而以驾驶特定机动车的驾驶员为被保险人,那么,在投保单、保险单中,应包括“车型”、“牌照号”等项目。以有关凭证作为保险凭证时,要设计有关凭证上印刷的文字或标记。例如,公路旅客意外伤害保险,以车票为保险凭证,可以在车票上印刷“票价内含保险费2%”等字样。这样做,可以杜绝欺诈者在保险公司拒绝索赔要求的,以单证阐述不清为借口上诉,从而欺诈赔偿金。

意外伤害保险的投保单、保险单可以是专用的,即只适用于某一特定的险种,也可以是通用的,即可以适用于若干险种。但这种单据设计时要考虑周到。以防被欺诈者利用。

(二)承保

承保即保险公司通过签发保险单或保险凭证,订立保险合同的活动。保险公司承接保险合同时,也是进行风险评估的重要阶段。通过对风险进行评估,可以预见出是否会有欺诈行为。

承保分为个人承保和团体承保。个人承保是指保险人与单个被保险人订立保险合同。团体承保是指保险人与一个由被保险人组成的团体订立保险合同。在个人承保方式下,保险人要仔细调查投保人,被保险人的情况,从而进行风险评估,对有欺诈嫌疑的案子,从一开

始就提高警惕。而对于团体承保方式,应注意以下几方面的问题。

(1)由众多被保险人组成的团体必须是投保前既已存在的团体,不是为了参加保险而组成的团体,如企业、事业单位、机关、学校、社会团体等。弄清楚投保团体的性质可以帮助保险人识别团伙欺诈意外伤害赔偿金的行为。

(2)一个团体内参加保险的人数必须达到或超过团体总个数的一定比例,达不到这一比例就不能采用团体承保方式。例如,当规定最低比例为70%时,如果一个企业有1000人,那么,该企业必须有700人以上参加保险,才能采用团体承保方式。由于个人承保与团体承保交纳的保险金额,保险费率等许多规定都是不一样的,有些欺诈者会在达不到比例的情况下,谎称团体投保,进行欺诈。因此,这一原则还是要注意的。

(3)一个团体内参加保险的人数必须达到或超过保险公司规定的最低人数,达不到最低人数就不能采用团体承保方式。如果一个商店仅有8名职工,全部参加保险也达不到最低人数,那他们就不能以团体方式投保。同第二条一样,这也是为了防止少数人谎称团体投保,进行欺诈。

(4)一个团体内各被保险人的保险金额应相等或相差不超过一定的倍数,如相差不超过1倍,2倍,5倍等,而且,一般应是职务高或工资高的被保险人保险金额高,不能是危险程度高的被保险人保险金额高。这一原则,可防范团体把危险程度高的被保险人投保高额保险金,将来得到高额赔偿金的欺诈行为。

(5)一个团体内各被保险人的保险期限起止时间应统一。承保后,如有新加入该团体的人要求参加保险,可办理加保手续,但保险期限结束的时间应与其它被保险人相同,如有退出该团体的被保险人,应办理退保手续。这就避免了新成员不参加团体保险,出险后,以参加保险的人冒名顶替欺诈赔偿金等多种保险欺诈的发生。

以上五原则可以防范欺诈者钻团体投保的空子,进行欺诈。

无论是个人投保人身意外伤害保险,还是团体投保,保险人都要进行投保审查。也就是对于申请参加保险的人进行的可保性审查,以决定是否予以承保。要特别注意审查下面几方面的内容,以防范欺诈。

1. 对投保人行为能力的审查

投保人是合同的当事人之一,投保人必须具有完全的民事行为能力。所以,投保人必须是具有完全民事行为能力的公民或具有法人资格的企业、事业单位,机关,学校,社会团体等。凡不具有完全民事行为能力者,保险人不能与之订立保险合同。

2. 可保利益审查

投保人必须对被保险人的生命或身体具有可保利益,保险合同才能发生法律效力。投保人对自己的生命或身体具有可保利益,所以,投保人可以为自己投保意外伤害保险。当投保人以另一人为被保险人投保意外伤害保险时,保险人必须审查投保人对被保险人的生命或身体是否具有可保利益,如果没有可保利益,则不予承保,如果具有可保利益,才能考虑予以承保。

3. 对被保险人投保条件的审查

即对被保险人年龄和身体健康状况的审查。意外伤害保险的被保险人应是身体健康,

该项审核即通过审核事故调查报告单确认事故是否发生以及受害者是否为被保险人。如果未发生意外伤害事故或虽发生了意外伤害事故,但受害者不是被保险人,则保险人不承担给付保险金的责任。例如,团体投保时,被保险人名单中并未列入受害者,又如,某甲投保意外伤害保险,某乙遭受意外伤害谎称某甲遭受意外伤害向保险人索赔等。这类情况一经查实,保险人将拒绝承担给付保险金的责任。

(3)审核意外伤害事故发生的时间。

保险人可通过审核保险单和事故调查报告单,确认事故是否发生在保险期限内。如果事故发生在保险期限开始之前或保险期限结束之后,保险人不承担给付保险金的责任。

(4)审核索赔时效。

保险人可通过审核事故调查报告单,确认索赔要求是否系在索赔期限内提出的。如果提出索赔要求时索赔期限已经结束,则保险人不再受理索赔要求,不承担给付保险金的责任。

(5)审核保险责任的构成。

该项审核即通过审核事故调查报告单,确认事故的发生是否属于保险责任。在审核时首先考虑事故的发生是否属于除外责任。如属于除外责任,则必然不属于保险责任。但是,当事故的发生不属于除外责任时,并不必然属于保险责任。只有当事故的发生符合保险合同中关于保险责任的规定时,才构成保险责任。构成保险责任时,保险人要按照保险合同的规定给付保险金。

(6)审核被保险人或其受益人所提交的证明。

保险人可审核被保险人或其受益人所提出的死亡证明,残废证明,医疗费支出凭证,不能工作的证明等文件是否具有真实性和有效性。真实性是指这些文件是否出于伪造,是否经过涂改。有效性是指出具这些证明文件的单位是否符合要求。

①被保险人的死亡证明,一般应由户籍管理机构或医院出具。其它单位出具的证明,如被保险人所在单位,被保险人所在的村民委员会出具的证明,即为无效。

②被保险人残废的证明,应由符合保险合同规定的医疗机构出具,如果不是以上医院或保险人指定的医院等,而是不符合保险合同规定的医疗机构出具的证明,保险人一般不予接受。

③被保险人支出医疗费用的原始凭证,指医疗费用的报销收据原件。复印件、抄件等无效。被保险人就诊的医院亦应符合保险合同的规定,如必须是公立医院或保险人指定的医院等,否则医疗费用支出凭证无效。

④被保险人不能工作的证明,一般应由保险人指定的医疗机构出具,其它机构出具的证明无效。

(7)严格执行审批。

审批即在审核各种单证的基础上确定是否给付保险金以及给付保险金的数额。核赔人员在对各种单证审核后,要填写赔案处理单一或两份。对于不应给付保险金的,在赔案处理单上签署拒赔意见并写明原因,及时通告请求给付保险金的被保险人或受益人。对于应该给付保险金的,在赔案处理单上签署同意给付保险金的意见,并写明给付保险金的数额计算

方法。

例如:被保险人残废程度 70%,保险金额 1000 元,可以签署如下意见。

“经调查、审核,被保险人×××所受意外伤害属于保险责任,同意给付残废保险金 700 元,计算方法为:1000 元×70%=700 元。”

5. 给付要有理有据

对于应该给付保险金的赔案,保险公司要及时以现金方式给付。残废保险金、医疗保险金和停工保险金由被保险人本人受领,如由他人代领,则应由被保险人出具委托书并签字。如被保险人丧失行为能力,则应由其监护人代领。死亡保险金由被保险人生前指定受益人受领,无受益人时由被保险人的法定继承人受领。法定继承人的范围和顺序按《中华人民共和国继承法》的规定确定。如果被保险人同时有着若干个第一顺序继承人,则应由这若干个第一顺序继承人就保险金的分配达成协议后,由其中一人持协议书和其它人的委托书从保险公司受领死亡保险金。如果若干个第一顺序继承人不能就保险金的分配达成协议,则应由人民法院判决,各第一顺序继承人可以持判决书从保险公司受领死亡保险金中属于自己的份额。当被保险人没有第一顺序继承人而存在若干个第二顺序继承人时,也照上述原则处理。

给付保险金时,保险公司的业务人员开出领款收据一式三联,由受领人签章。一联领款收据和一份赔案处理单交受领人收存,一联领款收据交会计部门和统计部门,作为记帐凭证和统计原始资料,一联领款收据和一份赔案处理单由业务部门存档。

以上这些即是对人身意外伤害保险欺诈中的防范措施,如果真能严格执行上述措施,每一项工作都按正常的步骤进行,那么,许多欺诈行为是可以及时发现,及时制止的。

三、健康保险诈骗类型及其防范

健康保险有多种名称,如医疗保险,伤害疾病保险等,虽名称不一致,但它们所反映出的实质性内容都一样,健康保险是指为了补偿疾病或身体伤残所致的损失或费用,而采取的一种经济手段。它包括意外保险、疾病保险、医疗费用保险以及意外死亡残废保险。由于健康保险涉及的面较广,所以有时健康保险单指意外保险或医疗费用保险。健康保险是当代发展比较迅速而广泛的一项业务,但同时也引发了大量欺诈案件的发生,美国已查出,1989 年总共发生了 323 起医疗保险犯罪案件;另有 137 件欺诈案件。“美国医疗保险协会”发现,自 1987 年起,医疗保险欺诈事件上升百分之六十,说明蒙骗保险公司的手法更加变本加厉,有些欺诈明显属抢窃行为。

(一)健康保险中欺诈表现形式

1. 医生弄虚作假,与投保人串通合谋,混骗保险公司

这类欺诈中,一般是医生与病人(投保人)私人关系很好,或者是医生以“回扣”售药为条件,或者医院为了多吸引顾客而变相乱开药,多开药,甚至无病也开出医疗费来,这样就是医生和投保人共同欺诈,协同犯罪,这对保险公司来讲,就很难从一般的表面现象去调查、了解事情真相,这样,这种医疗保险欺诈就更隐蔽,也难以对付。

2. 现代化集体诈骗医疗保险金

面的判决,都将通过媒介得到报告,无论怎么说,至少有一个潜在的欺诈集团被欲阻止他们的措施所吓住,已经取得突出的成果,下面就介绍健康保险中欺诈的防范措施:

1. 承保

(1)保险单设计。在保险反欺诈中,一张好的保险单设计能有效的防止某些投保人进行保险欺诈的念头,也是限制保险欺诈可能性的一种办法,它必须包括清楚的精确的保障范围和除外范围的定义,即不能为保险欺诈提供机会,又要防止保户从索赔事件中得出被他们的保险公司欺骗了的印象,并欲趁下次机会得回未给的钱,这也是所以必须确切告知保户他们的保险单保障范围的极其重要缘由之一。

保险单设计的内容和要求:

①险种名称。险种名称一般要表明该险种的承保对象、承保方式或性质。例如“意外保险”、“疾病保险”、“医疗费用保险”等等,它们的名称一般采用人们乐于接受的,通俗易懂的为宜。

②条款设计。条款设计是保险单设计的核心部分,在条款中,最重要的是确定保险责任和范围,在设计条款时运用的语言,应力求文字简洁,含义清楚、确定、通俗易懂,在条款的上下文中,同一词的含义应该相同,对于那些群众不熟悉的专业用语,及一些易产生歧义的词,应在条款中给出注明解释。

③制定保险费率。制定保险费率是险种设计的重要内容,每一险种都有与其相应的保险费率。对道德风险有影响的手段,是通过依赖一个保户自己负担的损失金额来完成,假如这个自负额十分高的话,保险欺诈也不会那样诱人。这尤其适用于广泛大量的常规保险单。如“团体医疗费保险”。

④保险单样式的设计。每一个险种都要有与其适应的保险单,在设计其样式时,应充分考虑险种的特点,例如,以团体方式承保的医疗费用保险,在保险单中应包括“投保单位”、“投保最低人数”等项目,在疾病保险中应有“既往病史”、“家庭病史”等栏目。

(2)承保审查。承保审查即保险的人对于申请参加保人进行的可保险性审查,以决定是否予以承保,在保险欺诈的防范措施中,这也是一个很关键的步骤,对于那种有预谋的诈骗、或道德风险很大的保险险种、或被保险人职业危险很大时,都可以有效的防范和制止。

健康保险的承保审查一般包括以下几方面的内容:

①对投保人行为能力的审查。

投保人是保险公司的当事人之一,投保人必须具有完全民事行为能力,否则保险人不能与之订立保险合同。

②可保利益审查。

投保人必须对被保险人的生命或身体具有可保利益,保险合同才能发生法律效力。投保人对自己的生命或身体具有可保利益,所以,投保人可以为自己投健康保险。保险人必须审查投保人对被保险人的生命或身体是否具有可保利益,如果没有可保利益,则不予承保。

③对被保险人投保条件审查。

对被保险人投保条件的审查,即对被保险人年龄和身体状况的审查。健康保险顾名思义,它的被保险人应是身体健康,能正常工作或能正常学习的人。如果被保险人因疾病或残

能全面分析赔案,处理赔案,抵制欺诈。运用收集的理赔证据准确、合理地处理赔案,也是理赔工作中的重要步骤。即根据收集的理赔证据结合具体案情,加以客观、全面的分析研究,确定保险责任,核定损失程度和数额。运用证据判断应解决以下重要问题:①事故,导致事故的发生是否属保险危险。②保险事故中人身所受损伤是否属保险标的。③投保人对保险标的是否具有保险利益。④时效,保险事故是否发生在保险合同的有效期内,是否在索赔有效期内提出索赔。⑤地点:保险事故是否发生在承保区域范围内。⑥索赔人提出索赔要求的合理性、合法性如何。⑦保险事故与人身损伤之间的因果关系。⑧保险标的损伤程度,所用医疗费如何。⑨是否构成第三者责任追偿。⑩医疗费是否必要、合理。

收集、调查、保存和判断理赔证据,贯穿我们保险理赔工作的始终,也贯穿健康保险反欺诈的始终,开展收集和运用证据工作的好坏,影响到反欺诈的实施结果,因此,在收集和运用理赔证据时,应当注意以下几点:①证据收集和调查必须有目的地进行。②收集和调查证据要客观全面,即要收集直接证据,也要收集间接证据,既要收集有利自己的证据,也要收集有利对方的证据。③收集调查证据应主动、迅速、及时,不要错过取证条件和机会。④取证时要向被调查对象出示身份证明及函件。⑤调查人须为二人以上,不能一人进行。⑥对证人要单个询问,不能集体座谈。⑦询问人要客观公正,不得诱导,更不得欺骗、胁迫。⑧对易于毁损灭失的证物应采取合法措施予以保全,必要时可申请法院予以保全。

以上是保险理赔中收集和运用证据阶段。也是反欺诈的重要过程,必须予高度重视。

3. 保险给付

对于情况属实应该给付保险金的赔案,保险公司要及时以现金方式给付,如由他人代领,则应由被保险人出具委托书并签字,而对于是属于欺诈行为的保险金索赔案,则坚决拒付,如果情况严重,还要向司法部门报案,以惩前毖后,以示来人。

以上几个方面是从保险业务流程角度讲述如何防止健康保险中的欺诈,下面,再简单结合健康保险工作实际,阐述防范欺诈的措施。

(1)要不断改善服务态度,努力提高服务质量,认真开展“两优”活动,正确执行条款规定,把好承保质量关,严防带有欺诈性的投保,坚持做到对新、老保户态度,投保金额大小,现场查勘晴天、雨天,审查费用生人、熟人“四个一样”。做到不惜赔不乱赔不错赔,该赔一定赔,不该赔的坚持一分不赔,同时加强廉政建设,杜绝内部人员违法乱纪现象,尽最大力量,最大限度地消除保户对保险公司产生的误解,以保证保险理赔工作进行。

(2)要加强保险宣传,实践证明:保险理赔质量直接受制于保险展业的广度和深度,通过对保险案例的分析,能对那些妄图通过健康保险来欺骗保险公司的人起到威慑力量,正确的运用行之有效的宣传形式,如板报、简报、广播、赔案公布和赔款兑现现场会等,作到家喻户晓,人人皆知保险知识,保险责任和索赔注意事项,杜绝钻保险空子的欺诈案的发生。

(3)加强与特约医疗部门的工作联系,随时通报工作情况和问题,建立杜绝违纪违章案件发生的第一防线,把骗赔消灭在萌芽阶段或发生后尚能得到及时纠正的阶段。

(4)健全防范制度,落实“防、杜”措施,一是指对指定的特约医院建立业务联系报告制,定期不定期的召开医疗技术、伤残鉴定和医疗费用通报评比“科研交流会”,并将相关内容公布于众,把保险给付和医德表现置于人民群众监督之下,使人民保险、人民医院真正代表党

和国家为人民服务的“公仆窗口”。二是明确规定未经县(市)级特约医院建议和保险公司(公费医疗需公疗办)同意,而转向异地医治或随意寻求私人游医包括村组医疗室(急救例外)所列支的医药费,保险公司不予认可。三是因交通不便,且需在当地乡、镇医院就医的,除有医药费复写发票外,必须附有用药复式处方,医药费发票或住院结算。必须要分别将住院费、输血费、药费、护理费、伙食费、陪护费、诊断费、治疗费和其它费等填写清楚,以备核查。就医的被保险人入院,出院要分别作出诊断证明和就医效果证明。另外,凡国家规定不能报销的药物或滋补药品,保险公司一律不予给付。对一些药不对症,药量不符病情以及单据不符合规定手续的也不予给付。凡发现乱开药物,乱出假证的,要通过各自组织渠道追究其单位和当事人的责任。对个别严重弄虚作假、诈骗健康保险金的事件,报请司法机关追究刑事责任。同时,建议政府加强对医药市场的管理和全社会的医德教育。从市场经济是法规经济这一定律教育入手,达到提高医德水准之目的。

四、人身保险诈骗及其防范对策

(一)人身保险诈骗的特点

保险诈骗即是以诈骗性手段制造损失或夸大损失获取不合理的保险赔款。保险合同是保险关系双方之间订立的一种具有法律约束力的协议,保险合同是由保险人预先拟订好的。因此,诈骗保险赔款(给付金),只有在签订保险合同后才具备条件,这相对于其它形式的诈骗犯罪而言,保险诈骗案件具有以下特点:

(1)打时间差,诈骗赔款。一种是保险标的出险前未参加保险或保险期限已过未及时续保,出险后行为人通过某种手段,由保险员(代办员)补办保险手续,把承保时间提前,出险时间就“巧妙”地安排在保险期限内;另一种是保险标的出险后,被保险人及时到保险公司办理保险手续,然后找关系,托熟人,让交警部门查勘人员在交通事故裁决书上把出险时间推后,诈取赔款。

(2)弄虚作假、骗取赔款。当发生保险责任范围内的损失后,行为人采取转移财产、扩大损失范围,把未投保的财产损失充到保险财产损失中骗取赔款。

(3)冒名顶替,移花接木诈骗赔款。没有投保人身保险的人因意外事故受伤,残废或者死亡后,用参加保险的人的名字顶替骗取赔款,未参加保险的机动车辆肇事后,用入保的车辆顶替;无驾驶执照的人员开车肇事后,用有执照的人顶替诈骗赔款;没有投保的耕牛死后,用投保的耕牛顶替骗赔。

(4)精心策划,制造假案进行诈骗。行为人经过精心策划,选择好作案的手段、时间、地点,伪造现场进行诈骗活动。

(二)保险诈骗的模式

保险诈骗有以下几种模式:

1. 购买保险为诈骗作准备

投保人想得到以低廉的保险费获取高额的保险赔偿或其它不正当的好处,预先筹划投保为欺诈作准备。可以采取超额保险和重复保险等方式。超额保险是指保险金额大于财产实际价值的行为。投保人希望在保险事故发生后获得比实际保险价值更多的金钱。投保人

往往在投保后制造事故,诈取高金额的赔付。重复保险是指投保人对于同一保险利益,同一保险事故与数个保险人分别订立数个保险合同。一般国家规定恶意的重复投保,保险合同无效。重复投保的保险责任一旦发生,投保人持数个保险凭单向数个保险公司索赔,从而获得总额比实际损失高得多的赔款。

2. 非保险损失转化为保险损失

(1)先出险后投保:在保险合同订立时,危险发生与否不确定,危险发生何时不确定,危险发生后导致的结果不确定,如果危险肯定发生,危险发生的时间和导致的后果具有确定性。则不存在保险。有些投保人在保险责任的起讫期限上下功夫,利用隐瞒、涂改、勾结等方法变换危险发生时间和投保日期,以掩盖危险的不确定性,如在危险发生时故意不报案而先投保,投保后改变危险发生日期而向保险公司索赔,从而将已发生的危险投保诈取赔款。

(2)非保险标的转化为保险标的:保险标的是保险合同所要保障的对象。投保人对特定标的投保缴纳保险金,保险标的因侵害发生损失,保险公司必须理赔。但如果投保人拥有多个同类客体,投保仅为同类物中的某一特定物,当其它同类物发生损失时,投保人“移花接木或张冠李戴”,以保险标的替代非保险标的的方法诈取保险金。比如某村造纸厂为从事危险工作的工人投保人身意外伤害险,未投保的王某刚调来担此危险工作不久被打浆机打伤致死,该厂以另一投保的王某名义替代未投保的王某,持死亡情况报告,以及医院和派出所出具的“死亡证明”、“户口注销通知单”等单据来骗取保险金。

(3)非保险责任转化为保险责任:保险责任分为保险责任和除外责任。保险标的损失属于除外责任所造成的,保险人不承担经济赔偿责任。投保人的保险标的因为非保险责任发生损失,往往提供虚假的情况或损坏原因的陈述,必要时根据虚假的证据,转化为保险责任所造成的损失。

(4)故意制造保险标的损失:保险合同中的投保人必须对保险标的的存在与损失具有切身利益关系,不存在利害关系的人不能成为保险合同的投保人。坚持可保利益原则是为了防止道德危险的发生,不坚持可保利益原则就视保险为赌博,如18世纪时英国可以将某个与自己毫无关系的人的生命作为保险标的投保人身险,报纸上登载某名人得病,即有不少人以他为被保险人投保死亡险取得赔款。在保险业务中,受益人,投保人,被保险人发生分离,尤为人身保险中被保险人受到伤害或死亡,而获得利益的为其它人,引发了一定程度上的道德危险。日本群馬县木下传司郎吃喝嫖赌,欠下了巨额高利贷,因为女儿木下美子3年前投保人寿险,遂预谋诈取保险金,并于1990年12月11日杀死木下美子而向保险公司索赔。

(5)故意蔓延扩大保险损失:保险标的在投保前或投保后均在被保险人控制之下,投保人必须遵循最大善意原则,采取一切行之有效的措施保护保险标的“安全与完整”,当发生危险时,及时抢救标的,尽可能地避免损失的扩大。有些投保人因为某种原因,受到经济损失或者损失的威胁时,以“挤奶”的方式弥补,将标的非破坏性损失转嫁为破坏性损失。

(三)保险诈骗的发生方式

- (1)明知保险标的发生的是非保险责任事故而故意假报为保险责任事故;
- (2)保险标的在事故之后立即投保企图以既成事实谋取赔款;
- (3)保险标的发生任何属于或不属于保险责任的事故而无中生有假报发生了保险事故;

第六节 保证保险业务中的诈骗分析及其防范

一、保证保险中欺诈行为的原因分析

由国外、国内的出现的欺诈案例来看,在产生的原因上,不外乎有以下几点:

(一)职工素质不高

保险是一个比较综合的行业,它所涉及的专业知识相当的广泛,因而对职员的素质要求也比较高。

在保证保险中,会出现许多的情况,如被保证人的偷窃、非法占有、非法挪用以及故意误用雇主的财物等,因此要求保险公司的职员必须熟悉这些手段,并能判断出真假来。一般进行欺诈行为时,欺诈往往会在帐上做文章,因而必须要职工熟悉会计知识,能发现问题。

在进行信用保证保险时,非常重要的一点在于对被保证人的资信考查上,这方面的考查不是一件简单的工作,因为有时被保证人并不在国内(如出口信用保险中),因而在保险职员的素质要求上更高。

在进行审查时,保证保险中还有一个重点与难点,就是契约与合同的合法性问题。往往在欺证行为中,这上面会出现一些问题。然而,由于欺诈手段的日趋高明,假合同、假契约也越来越难以识破,这也需要保险公司职员有一定的慧眼。

正是由于上述这些要求都比较高,然而保险人员来自不同岗位、条件不一,所以难以适应保险业务发展的需要,有些人就会从中趁机混水摸鱼。

保险职员的素质问题,还有非常重要的一点,就是其道德问题。在目前来看,有相当多的案件,保险公司的职员都参与了,这在下面会详细提到。由于职员职业道德的败坏,而使欺诈活动更为猖獗。

(二)管理有漏洞

在保证保险中,这个问题很严重。从发生的案例来看,有些明显不应该发生的,但还是发生了。

在信用保证保险中,主要是资信的审查。然而,现在的一些保险公司(特别是国内的一些保险公司)为了想赚钱,这方面非常的不注意,在管理上有明显的漏洞。一些不法分子就抓住了这一点,双方面相勾结,从而欺诈保险公司的赔偿金。

另外,一些保险公司在单证签发上也非常不规范,承保把关不严,也给欺诈者带来了机会。如被保人利用这把未投保个人保证保险的人也篡改成已投保的,或者改一下保险的有效期等。

(三)其它部门协作不力

保险不仅仅是保险公司的事,它关系到社会的方方面面。

在保证保险的欺诈案中,往往由于其它部门不与保险公司全力协助,而使犯罪分子得逞。在信用保证保险中,当保险公司对被保证人进行资信调查时,往往受到银行以及其它有关部门的阻挠,使调查不能得出真实的结果。这方面的例子也很多。当然,银行确实有其为顾客保密的义务,但是,在必要的行动上,必须要与保险公司配合好,以便其开展工作。有许多的欺诈者正是看准了这一点,从而顺利地进行欺诈行为。

另外,在损失发生以后,在审查的过程中,也得不到有关部门的协作。保险的审查是一件非常繁琐的工作,在过程中,必然会牵涉到一些部门,但是,出于某种原因,往往得不到他们的帮助,更有甚者,如信用保险中的有些银行,还出具一些假证明、假证据,这更使欺诈者得以顺利进行。

(四)全社会的保险意识不强

保险意识,特别是在保证保险上,从我国来看,是非常薄弱的。在一些公司、宾馆、饭店的高级管理人员的头脑中,根本没有忠诚保险的意识,根本不知道为何要进行忠诚保证保险。另外,在出口信用保险中,我们的出口商往往抱有侥幸心理,总认为对方是不会拒付货款的。这样的现象,往往在损失发生后,就纷纷想出绝招,进行欺诈行为,企图挽回一点损失。这种现象的存在,也与我国开办保证保险较晚有关。

在保险意识中,还有一点原因,导致了欺诈行为的发生和得逞,那就是群众由于不懂得保险及保险的法律,不能举报一些欺诈行为。在这方面,从以后的几个案例中可以发现,保险公司在进行审查时阻力是非常大的。由于公众的意识缺乏,保险公司得不到他们的帮助。

二、保证保险中欺诈行为的动机

在保证保险中的欺诈动机总的来说有三种,即纯是骗赔、为了挽回损失以及降低风险。在这三种动机中,根据掌握的案例来看,第一及第三种动机并不象第二种动机那样普遍,那样典型。

纯骗赔往往是指“无中生有”或者是“苦肉计”这样的欺诈手段中的动机。这样的欺证行为是较为恶劣的,但由于其计划周密,往往是合谋作案,因而不易识破。

降低风险的动机往往在信用保证保险中出现。由于合同的卖方知道对方信誉并不太好,为了降低风险而采用欺诈的手段,骗得保险公司为买方担保。这种动机的案例并不多,后面的案例中有一例,读者可以从那案例中了解一些出于这个动机的欺诈手段。

为了挽回损失的动机在保证保险是最为常见的。出于这种动机的欺诈行为往往是这样的:一开始没有投保,损失发生了,然后只得采用各种各样的欺诈手段来骗取赔金。

上面分析了保证保险中的欺诈行为的产生原因及动机。虽然在原因与动机,这种保险中的与另外的保险中有一点相似之处,但从前面的分析中,我们也可以看出不少保证保险中的欺诈行为所特有的特点来。

在保证保险中,采用的欺诈手段是多种多样的,在进行分析时,本文采用的分类方法是以欺证手段的不同来进行分类,而不是传统的以保证保险的种类的不同进行分类。但是,往往会有这样的现象,即一种或几种欺诈手段出现于同一类的保证保险中,这些将在下面的分析中加以点出。另外,这些欺诈手段可以不单反映保证保险中的欺诈,也可用于其它任何保

险的欺诈中,但是由于本章是论述有关保证保险的欺诈行为,所以其案例均限于保证保险中。

纵观无数个保证保险骗赔案的前因后果,我们不难看出欺诈者们惯用的各种各样的卑劣手段,分析、归纳这些五花八门的保险欺诈术,对我们识别骗子们的欺诈伎俩,从而有力地打击不法分子,是极为有益的。

三、保证保险欺诈的类型与内容分析

(一)移花接木的欺诈手段在保证保险中的运用

在现实生活中,总有人认为保险是一种骗子的行为,特别在我国,人们的保险意识更差。在保证保险的忠诚保证类中,雇主们往往存在着这样的侥幸心理,认为自己的雇员是非常可信的,不会对自己发生欺诈和不诚实的行为,因而,很少有投保忠诚保证保险的。当然,这其中也有较为“聪明”的雇主,他们在进行职位保证保险时,往往只投保一个或二个职位,另外的职位都不进行投保。但是,当发生了另外的职位的雇员的不诚实行为后,就采用移花接木的手段,把其行为强接于投保了的职位上。

(二)冒名顶替的欺诈手段在保证保险中的运用

在保证保险中的忠诚保证保险下有一种叫个人保证保险,它是指以特定的个人作为被保险人,雇主遭受损失时,只有证明损失确为这一特定雇员单独或与他人合谋所造成的,才能获得保险公司的赔偿。

由于个人保证保险是以特定的个人作为被保证人的,因而当不是特定的个人发生了不诚实行为,而使雇主造成了损失,保险公司不与赔偿,因而,发生了这种现象后,雇主往往会采用冒名顶替的方法进行欺诈行为。这种欺诈行为从程序上来看是较为简单的,下面以一个案例来分析其特点:

(三)无中生有的欺诈手段在保证保险中的运用

这类骗赔案,其实根本就没有发生保险责任范围内的任何事情,骗赔者的目的是无事生非,多方伪造证据,想方设法骗取保险赔款,发不义之财。

无中生有的骗术在保证保险中一般运用于出口信用保险上。出口信用保险一般是以鼓励本国出口商提供贸易收汇风险保障的一种特种业务。通常由国家设立专门机构对本国出口商或商业银行向外国进口厂商或银行提供的信贷担保。当外国债务人拒绝付款时,这个机构负责支付遭拒付款部分的全部或一部分。

(四)苦肉计欺诈手段在保证保险中的运用

在三十六计中,苦肉计是第三十四计。苦肉计成功的奥秘在于施用迷惑敌人的手法,违背人们分析事物的习惯,不按“人之常情”行事,就如同看水中的倒影一样,使对方得出与事物本质颠倒了结论。

苦肉计在保证保险中的运用不是太多,但也有,如在契约保证保险中的运用。契约保证用于保证被保证人能履行他与权利人签订的契约,若被保证人不履约而使权利人遭受的经济损失,保险人负责补偿。在运用苦肉计时,一般需要契约双方的配合进行,做到天衣无缝。

(五)惹火烧身的欺诈手段在保证保险中的运用

这种欺诈手段在保证保险中应用时,与冒名顶替的手段有点相似,但其手段更加隐蔽一些,更加不易被察觉。下面举一例来说明二者的区别。

河北省石家庄市某宾馆于1993年5月向保险公司提出索赔,声称该宾馆的雇员(已投了个人保证保险)王某偷窃宾馆财物,总计达10000元,由于财物已被消耗,无法追回,要求保险公司予以赔偿。

保险公司接到索赔申请后,经过多方查证,发现王某确实偷窃了公司的财物,但在法院进行判决时,判决书上写的是8000元,而不是10000元。同时,又发现与王某一起被判决的还有一雇员沈某,其亦是偷窃宾馆财物,但盗窃金额是2000元。明显,该宾馆玩了一招引火烧身之计,由于沈某没有投个人保证保险,于是宾馆就想把这全部揽在王某身上,以图赔偿全部的损失。

从案例中我们可以看出,在运用引火烧身的手段时,欺诈者往往利用同时遭受的几起损失,强加于一个身上,以图能够获得全部的补偿。

当然,本案中的运用方式是相当拙劣的。因为偷的事往往很难加和,特别是在保证保险中,由于保证保险中的偷窃者往往是被抓获了的,因而非常容易核准。然而,如果惹火烧身之计用于其它的不诚实行为上,就难以被查清了,如故意误用的行为,非法挪用的行为等。在这方面也有一些案例,但是不太多。这并不说明惹火烧身使用的少,而是说明惹火烧身往往能成功,不被发现。

在对付惹火烧身的欺诈手段时,需要保险公司的审查员要细心、谨慎、认真地核对数据,一发现有不相符的地方,能穷追不舍,这样往往能够查清事情真相。当然这有很大的阻力。由保证保险的特点决定了要核实的数据往往是公司与宾馆内部的,因而一般很难能查到真实的数据,往往是已经被篡改了的,但所谓“道高一尺,魔高一丈”,任何精细的计划、行动,当其在执行时,总有一定的破绽。惹火烧身的破绽还是在于人上。

很显然,对于那个被“惹了火,烧了身”的人自己是非常清楚的,因而欺诈者往往对于这人是要求其能合作参与的。因而必须采取一些笼络的手段。只要我们能对这人穷追不舍,马脚就会自然而然地显露出来。

惹火烧身的骗术在保证保险中的运用,从目前的案例来看,一般仅限于个人保证保险中,其它类的保证保险上几乎没有采用的,因而其方式与方法比较简单,但正因为这简单,反而易成功。

(六) 内外勾结的欺诈手段在保证保险中的运用

内外勾结,是指保险公司内部工作人员与被保险人共同作案。这类骗案有保险公司内部人员“把关”,往往将需要的各种证据做得天衣无缝,一般人很难识破。

当内外勾结的手段运用于保证保险时,各类的保证保险中的具体运用形式有一定的差别,在方法上有其各自的特色。下面进行具体地分析

1. 忠诚保证保险中,内外勾结欺诈手段的运用

在忠诚保证保险中,运用内外勾结手段时,一般是被保险人与保险公司内部人员双方的共同密谋。下面举一例分析其特点。

浙江省某饭店一名出纳员,利用其职务之便,伪造票据从而贪污款项前后累计达数万

疑。

颠倒黑白的欺诈手段在保证保险中用的也较多,且在三类保证保险中都有所涉及,但其所采用的方式、方法有类似性,这里都不加以一一的分析了,而是仅举一类中的运用来加以分析:

1993年7月19日,广东省某市一宾馆向保险公司投保了职位保证保险中的总括保证保险,然后,于7月21日该公司报案称“7月20日发生了一起雇员携款潜逃”的案件,由于该雇员目前没有抓获,所以要求保险公司予以赔偿损失10万元。接到这一个案后,保险公司马上产生了怀疑。明显,这种事也太巧了,刚刚投保了一天之后,就发生了这种事故,一般来说,“天下没有这样巧的事”。于是保险公司通过各种渠道进行调查,后查实,该事件确切的发生时间为7月16日,这样就制止了一起金额巨大的骗赔案。

从案例中可以看出,颠倒黑白的欺诈手段往往是不太高明的,很容易引起保险公司的怀疑,且要查实也并不太难,主要是时间上的问题。只要把握住时间的脉络,就不难查清。

但是,在实现中,有些案例并不像上面列出的那个案例那样简单,往往还要复杂,让人信任的程度比这要高得多。

当然要提高欺诈的成功性,往往是多种手段的联用。在颠倒黑白的欺诈手段中,这种现象是较多的。一般来说,欺诈方在颠倒黑白时,往往需要一个保险公司的内部人员与之合作,进行内外勾结,伪造一些假证据,或者串通审查人员,让其在审查时,并得到一些假的结论,这样就容易达到其骗赔的目的。

从许多的案例中来看,这二种欺诈手段的合用是最多的,也是有效的,往往成功率较高。

其实,虽然是两种手段的联用,但总是脱不了颠倒黑白的总脉络——即投保时间与事件发生时间前后差异上。只要在时间上把好了关,那么,颠倒黑白不管如何变幻,如何颠倒总能把事实真相挖出来。

(九)瞒天过海的欺诈手段在保证保险中的运用

这一招瞒天过海在三十六计中是第一计,主要是一种示假隐真的疑兵之法,运用在保险的欺诈中也是较为灵活的。在保证保险中,瞒天过海的手段运用在表面来看,与无中生有的手段有点相似,但其特点、方法、作法还是有区别的,下面以一例来说明:

在确实保证中有一项为信托保证,其用于保证根据法院命令为他人利益管理财产的人需忠实尽责。据报道,美国有一案,财产拥有人与其管理人合谋,编导了一幕骗赔案。首先,由其财产管理人把财产分割成小部分,一点一点地将其出卖。然后由财产拥有人提出申请,说管理人中不忠实尽责,使财产被盗,要求为其办理信托保证保险的保险公司赔偿损失,由于计划进行的非常周密,保险公司并没有产生怀疑。后来,有一个购买了部分财产的人向保险公司透露此事,使其骗赔的目的没有达到。

从案例中可以看出,瞒天过海必定要有一个障眼法,即案中的财产确实没了,当然不是真的被盗,而是被卖了。而无中生有一般什么样的事都没发生,就是凭空捏造一个事实。

瞒天过海的高明之处正在于其疑兵之计的安排上,由于这一损失的采用,往往使保险公司信以为真,从而使之达到目的。但是,从另外一个方面来说,要对付这类欺诈手段,也要从这入手去进行,从这里发现漏洞。往往由于这是欺诈成功的关键,在欺诈行为进行时,这方

面是非常谨慎的,如案中把财产卖出是在绝对保密下进行的,而且还分成了许多部分,可以说神不知鬼不觉了。因而,在追查时,往往要注意这财产即使被盗了,到底被弄到了哪里,即其反面问题要摸清,不能含糊了事。这也是揭示这个欺诈手段的关键。

总的来说,瞒天过海的骗术,在所讲的九种骗术中是最高明的,其成功率也非常高,要对付它非常不容易。

四、保证保险诈骗的防范措施

前面,我们分九种欺诈手段分析了在保证保险中的欺诈行为的特点,可以说,这九种欺诈行为是变化多端的,对于一些大的欺诈案来说,由于往往是采用集团作案,所以其采用的手段是复杂的,并不仅局限于一种或二种的选用上,而是很多种欺诈手段的综合运用,因此在进行反欺诈时,要时刻保持清醒的头脑,不要被欺诈者的一些障眼法所迷惑,而要进行仔细,深入的调查分析,不放过一点疑点,从而打破欺诈者的美梦。下面举一个运用了多种欺诈手段的案例,来说明综合运用的一些特点:

(一)保证保险欺诈模式

不管欺诈手段如何的千变万化,在保证保险中,其欺诈总脱不了下面几种模式:

(1)购买保险为欺诈作准备,投保人想得到以较低的保险费获取高额的保险赔偿或其它不正当好处,预先筹划投保为欺诈作准备:

超额保险:超额保险是反映保险金额大于被保证人实际的财产价值或注册资金。如在案例八中,乙公司的注册资金只有一百万,而且竟然签了三百万的合同,并要求保险公司为其担保。虽然由于有保险公司内部职员的协同参与,使其达到了担保的目的,但很明显,这也差得的太多了,很容易在审查时发现这一点,因而他们没有达到骗赔的目的。

重复保险:重复保险是反映投保人对于同一保险利益、同一保险事故与数个保险人分别订立数个保险合同。这种模式在所举的案例没有列到,并不说明这在保证保险中没有。而是由于这种现象在我国并不多见,由于我们的保险公司只有一家,因而采用这种欺诈手段是完全不可能的,因此就没有举例。但是这种欺诈手段,在国外,在保证保险中屡有出现。如在出口信用保险中,出口公司往往要求数家保险公司为对方担保。然后进行骗赔。

(2)非保险损失转化为保险损失。

先出险后投保:这种模式可以说是最为常见的,在欺诈手段中,颠倒黑白的欺诈手段就属于这个模式,另外在一些大的案件中,采用了多种欺诈手段的,也是属于这个模式。

非保险标的转化为保险标的:这种模式在保证保险中也是常见中。如案例一、二、三都是这样的模式。这种模式往往是由于被保险人存在着侥幸心理,认为投保,部分的个人保证保险就足够了。但是当发生了没有担保的职员的不诚实行为后,他们就只能临时抱佛脚,采用移花接木、冒名顶替的手段了。

故意制造保险标的损失、保险合同中的投保人必须对保险标的的存在与损失具有切身利益关系,不存在利害关系的人不能成为保险合同的投保人。坚持可保利益原则是为了防止道德危险的发生,不坚持可保利益原则就视保险为赌博。这种模式在保证保险的欺诈中也是多见的。在这种模式中,往往欺诈者的动机纯是为了进行赔骗,因而其计划比较周密,从

4. 建立赔案资料库或者是欺诈案及欺诈者档案

同保险欺诈作斗争的一种有效方式是收集有关保险赔案的资料,建立资料库。收集所有报告的全部索赔资料,包括个人犯罪或判决方面的资料,受到怀疑案件资料以及其它有关情况(如证人、从犯信息情报)。在计算机联网后保险人可以通过储存资料的帮助,查询以前类似的投保人保险欺诈情况,在极短时间内发现最恶劣的欺诈,这是一条从国外引进的行之有效的对策。

在保证保险中,为了快而准确地识别,一般可以不使用以欺诈手段进行分类的方法储存,而使用按保证保险的不同类别来储存,这样就避免了由于犯罪分子采用了各种欺诈手段而带来的二可性。采用这种分类储存的方法,往往能很快地找出类似的案件,从而一举破获它。例如,这是一起个人保证保险的案件,就马上调用个人保证保险的欺诈案的资料,从而进行比较与分析,挖出其突破口,揭示其真相。

前面的四种对策,可以说是一种预防的措施,一般这种措施的采用,是为了降低欺诈案出现的可能性或者为进行识破欺诈案件提供方便。这样的措施,其效用一般是长期的,而不是目前的,而且当实际面临一件案件时,这些对策往往有远水不解近渴之感。

5. 认真核实保险标的资料

在进行保证保险的审查时,这一点往往很重要,但往往也是一个难点,当然,在很多的欺诈案中,这也是突破口。

由于保证保险的标的是人或法人,所以在发生了损失后,必须了解此人的事后行为及表现,往往在欺诈案中,这人也是参与者之一,因此,从这个人身上很容易找出疑点来,从而破获案件。如前面的案例三,就是以此为突破口的。

在保证保险的欺诈案中,人的因素显的特别的重要,只要我们能抓住这条脉络。那么,在反欺诈中就会占据有主动的地位。

6. 认真、仔细地进行现场的勘查和调查询问

保险的损失案一旦发生,投保人就损失向保险人索赔,保险人须根据合同法的规定“主动、迅速、准确、合理”的原则,对保险财产损失进行合理处理。任何理赔工作者不能脱离损失的事实,判断损失事实必须依靠损失现场。保险一旦接到索赔通知,应作出快速反应、勘查现场,确定事故发生的全过程、事故性质以及所引起的后果。特别是在应付欺诈案件时,这就更显得重要了。

但是,我们要注意这样一个情况,在保证保险中,尤其是其中的个人保证保险,要进行勘查和调查询问阻力是非常大的。由于这样的欺诈往往是公司或宾馆内部的,由于保密以及内部人员的不合作,很难调查出事实的真相来,这更要求我们的审查人员要仔细、认真有百折不挠的精神。这我在前面也已反复强调了,这里就不再重复。

最后,还要强调一点,就是必须加强全民的保险意识,能使大家都认识保险,懂得保险并积极参与保险,这也是防止欺诈手段的有效措施之一。

第四章 证券业务中的诈骗分析及其防范

第一节 证券欺诈概述

一、证券欺诈的涵义

证券是以证明和设定权利为目的,主要用于表明证券持有人有权按券面规定的条件取得权益的凭证的通称。证券作为融通资金的金融工具,必须进入市场交换,证券市场按证券的运行过程和证券市场的具体任务分为证券发行市场和证券流通市场。证券发行和流通,必须遵守一定的法规制度。比如,各国都对证券发行采取核准制度或发行注册制度,对证券交易实行证券交易注册管理和证券交易行为管理。当证券发行和交易中出现违法行为,证监会和证管会有权实行检查、监督、指挥和管理。在证券市场管理上,一般有两条原则:一是公开的原则,政府要监督所有上市证券的发行,把其财务状况和经营情况的真实情况,公布于众;二是禁止背信的原则,即反欺骗原则,政府要对发行公司、证券交易所、证券自营商及经纪人进行严肃的管制,防止有关垄断、操纵、欺诈等非法的证券投机行为,防止证券市场演变成赌博和非法投机场所,促进证券市场的繁荣和发展。

尽管各国政府对证券市场的监管日趋完善,但由于证券发行和证券交易中潜伏着巨大的盈利可能,证券市场上还是常常出现形形色色的违法犯罪案件,“违规者”以各种违法手段,赚取巨额非法利益。其中,证券市场中的欺诈行为,已构成对证券市场公平交易的严重危害,各国政府与各种欺诈性行为展开了尖锐激烈的斗争。那么,如何界定证券欺诈呢?

1993年9月2日国务院证券管理委员会发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》是这样界定的:证券欺诈行为包括证券发行、证券交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。换句话说,证券欺诈行为是指以获取利益或减少损失为目的,违反证券管理法规,在证券发行、交易及相关活动中欺诈客户等一系列行为。证券欺诈行为是各国证券法规中常见的违法犯罪行为,是经济欺诈行为的一种。

证券欺诈有广义和狭义之分,广义的证券欺诈包括虚假陈述、内幕交易、操纵证券市场等行为;狭义的证券欺诈仅指在证券发行、交易及相关活动中欺诈客户的行为,比如欺诈客户。《禁止证券欺诈行为暂行办法》中的证券欺诈是在广义上使用的。

二、证券欺诈行为的分类

证券欺诈行为形形色色,纷繁芜杂,根据欺诈行为主体、行为本身特点和市场层次进行分类是常见的。

(1)按行为主体不同,证券欺诈行为可分为法人(单位、组织)欺诈行为和自然人(个人)欺诈行为。作为证券欺诈行为的主体,法人包括以下组织:①证券发行人,即发行证券的政府、企业法人、事业法人、社会团体法人和拟组建的股份有限公司的发起人;②证券经营机构,即从事证券的承销、自营、证券交易的代理以及经主管机关认定的其它业务的法人;③证券服务机构,即从事证券投资咨询、证券发行和交易的咨询、策划、财务顾问及其它配套服务、证券资信评估服务、证券集中保管、证券清算及交割、证券登记过户服务、证券融资以及经主管部门认定的其它业务的法人,例如会计师事务所、律师事务所等;④证券业自律性管理机构——证券经营机构依法自行组织的全国证券业自律性会员组织;⑤投资基金管理公司,即受基金发起人委托,从事各种基金经营管理的法人;⑥证券管理机构,如证监会、证管会;⑦其它机构。自然人包括以下个人:①证券业从业人员,即从事证券发行、交易及其它相关业务的工作人员;②证券业管理人员,即证券管理部门和证券业自律性管理组织的工作人员;③其它人员,例如证券投资人等。

(2)按行为本身特点不同,证券欺诈行为可分为内幕交易行为、操纵市场行为、欺诈客户、虚假陈述行为。内幕交易行为,是指内幕人员以获得利益或者减少损失为目的,利用内幕信息进行证券交易的行为;操作市场,是指任何单位或者个人以获取利益或减少损失为目的,利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场,影响证券市场价格,制造证券市场假相,诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定,扰乱证券市场秩序的行为;欺诈客户,是指在证券发行、交易及相关活动中违反客户真实意志,损害客户利益的行为;虚假陈述,是指任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项作出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导,致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定。

(3)按市场层次不同,证券欺诈行为可分为证券发行市场欺诈行为和证券交易市场欺诈行为。前者是指发生在证券发行者将新发行和增资发行的股票或债券通过承销商出售给普通投资者的场所中的证券欺诈行为;后者是指发生在投资者把从发行市场上买来的证券再次乃至多次投入流通,实现证券在不同投资者间相互转让场所中的证券欺诈行为。

三、证券欺诈行为的特征

证券欺诈行为不仅仅是一种发生在证券发行、交易过程中的不法行为,实际上它也是民事法律关系中的欺诈行为在证券活动中的延伸。二者尽管形式不同,但本质却是相同的。对于欺诈行为,我国《民法通则》第58条规定:“下列行为无效:……一方以欺诈、损害的手段或者乘人之危,使对方在违背真实意思的情况下所作的行为。”《关于贯彻执行〈中华人民共和国民法通则〉若干问题的意见》规定:“一方当事人故意告诉对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人作出错误意思表示的,可认定是欺诈行为。”我们可以从这两个规

定中看出证券欺诈行为具备以下几个特征:

(1) 证券欺诈行为必须是故意的行为, 欺诈人明知其隐瞒行为可以使另一方当事人陷于错误的认识, 并且希望另一方当事人因陷于错误的认识而做出一定的行为。

(2) 证券欺诈行为必须有欺诈的行为。包括积极的行为, 如捏造事实真相、歪曲有关证券的真实情况等; 也可以是消极的行为, 如隐瞒真实情况。

(3) 受欺诈一方所实施的行为, 是受证券欺诈行为影响的结果。即受欺诈的结果与证券欺诈行为之间有必然的因果联系。

(4) 证券欺诈行为侵犯的客体是国家的证券管理制度、法规、条例和办法。

(5) 证券欺诈行为的主体是特殊的主体, 包括证券管理、监督人员, 依据《暂行办法》第 6 条第 3 款规定是指“对发行人可以行使一定管理权或者监督权的人员, 包括证券监管部门和证券交易所的工作人员, 以及工商、税务等经济管理机关的工作人员等”。

四、证券管理原则和证券欺诈行为

证券管理实质是对证券市场的管理。证券市场的管理主要是依法管理, 因此, 各国都在不同程度上制定了证券管理法则。美国对证券市场的管理最为严密有效。1929—1933 年经济大危机以后, 美国国会通过了七个主要的证券成文法, 即《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《1935 年公共事业持股公司法》、《1939 年信托契约法》、《1940 年投资顾问法》、《1970 年证券投资保护法》。这些法规构成一个完整的有价证券管理体系, 统一管理证券发行和交易市场, 防止证券发行和交易中的垄断、欺诈、假冒, 创造一个公正、高效而有秩序的投资环境。美国对证券市场的管理有如下几个基本原则:

(1) 公开性原则。在证券发行市场上, 发行公司必须向投资者公开有关股票发行的所有资料。按美国《1934 年证券交易法》的规定, 发行公司的股票要上市交易时, 必须提交年度的登记表格和其它定期的报告(如年度和季度的资产收益报告和经营情况报告等), 以接受公众的检查监督。按规定, 证券交易所必须向证券委员会注册登记, 而且将其所有活动的记录, 包括会员注册、证券注册、证券交易数量和结构变化等, 按期以副本的形式送交证券委员会。

(2) 反欺诈原则。美国证券交易管理除了强调公开原则以外, 还要求所公开的内容必须真实, 如果上市公司和证券交易所有谎报、漏报行为, 就要给予法律制裁。当管理机构发现当事人编制了欺诈性的报表后, 可发出命令中止这种行为, 并要求实施其它民法制裁, 如赔偿损失等。

(3) 禁止操纵行为。为了保障投资者得到公正的对待, 美国证券立法严厉制止一切操纵行为, 例如《1934 年证券交易法》就明令禁止各种形式的股价操纵。此外, 还明令禁止散布操纵性的信息和填报错误的、虚假的或使人迷惑的各种情报。

(4) 防止“内幕人士”从事证券交易。在美国, 把公司的董事、行政负责人及其它能得到其雇主公司内幕信息的行政人员及技术人员作为“内幕人士”, 并明令禁止内幕人士为获取暴利而从事本公司证券的交易。为执行这一规定, 上市公司的每一位董事、行政人员和拥有公司 10% 以上股份的人, 都必须按月填写“内幕人士报告”, 申报其持有该公司证券的数量

规定;在没有经营上的正当理由对重大情况保密时,该项重大情况必须立即公开;当准许保密的重大情况已泄露而被部分投资者掌握时,必须立即向全体投资公众公开;如果对某种重大情况规定了保密期限,在该期限届满时,该重大情况应立即公开。

4. 公开原则的内涵

第一,证券应当向社会公开发行。《股票发行与交易管理暂行条例》第8条第5款规定:向社会公众发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的25%,其中公司职工认购的股本数额不得超过拟向社会公众发行的股本总额的10%。第二,必须公开与证券发行,交易相关的一切信息,包括招股说明书和上市公告书等。第三,股票发行后,应在证券交易场所公开上市交易,禁止非法“黑市”交易。

5. 违反公开原则的责任

发行人违反公开原则的行为主要表现为违反公开原则的基本要求,对依证券法或依证券主管机关、证券交易所等的命令应予以公开披露的信息却不作披露,或者披露不完全以及作出令公众误解的披露,甚至进行虚假披露。对于这些行为,依据不同的情节,可分别追究发行人的民事责任、刑事责任和行政责任,亦可并处。不仅证券发行人必须对其违反公开原则的行为承担相应的法律责任,而且与证券发行人违反公开原则有关联的其它单位或人员都要承担各自的法律责任。这些相关单位或人员包括:①使用证券发行人制作并公布的公开说明书、上市报告书、年度报告书、特别报告书的证券承销机构;②提交、公布的文件和资料上签章证实其所记载内容的会计师、律师等人员。这些单位或人员,如果不能证明其提交、公布的文件和资料中虚假记载或者欠缺重要事项,是在不知情情况下制作的,则均应对其所应负责部分与发行人一起对善意取得证券的相对人承担连带赔偿责任。证券机关还可以对其给予警告,通报批评或处以罚款等处罚。

(二) 公平原则

所谓公平原则是指在证券发行和交易活动中,发行人、投资人、证券商和证券专业服务机构法律地位是平等的,所享有的权利和所承担的义务是对等一致的,禁止一切操纵、过度投机以及散布虚假信息的行为,禁止主管机关的有关人员、证券经纪人利用内幕信息进行内幕交易等不公正行为,以确保证券市场主体在享有平等的权力和地位的基础上进行证券投资 and 证券交易。不能因为投资者投资数额多寡、交易量的大小、居住地的不同,存在差别待遇。

公平原则是民法的精神,是民法的基本原则之一,作为特别的证券法律也必须遵循公平原则。证券法律的公平原则不仅保持了民法基本原则的一致性,而且也是保护投资者合法权益的必要条件、前提条件。

《深圳市股票发行与交易暂行办法》和《上海市证券交易管理办法》都把公平作为自己立法一个指导思想。例如规定证券从业人员和与证券发行、交易有关的部门和工作人员不能买卖股票,禁止内外勾结同时买卖一种证券,禁止利用内幕信息进行证券买卖等,都体现了公平原则的精神。这是因为,证券市场是一个开放而公平的市场,所有的投资人都应基于平等的地位和均等的机会参与证券买卖。因此,虽然内幕人员买卖公司的证券并不是不正当的,但如果利用其特殊地位或机会获得的内幕信息进行交易并从中渔利,则不但违反公平和

正义,而且会给没有获得内幕信息的投资者造成损失。

公平原则和公开原则是相互补充的、相辅相成的,都是为保证证券市场健康的运营和发展,保护投资者的正当权利。公平原则体现在证券买卖交易中,就是要贯彻“时间优先”、“价格优先”、“客户优先”的原则,即卖时,出价低者优先成交;买时,出价高者优先成交;出价相同时,先出价者优先成交;在兼营代理买卖和自营买卖时,委托买卖的客户优先。

市场经济贯彻的是公平、公正的原则,每个投资者有平等的权利和机会,任何人不得把自己的收益建立在对别人进行欺诈之上,否则市场经济无法稳定发展。如果股票市场不贯彻公平原则,它就是成为极少数人捞取广大公众钱财的场所。

(三)公正的原则

公正原则,就是指国家证券监督管理机关在履行职责时,应该依据法律授予的权限进行。在遵循法律的基础上,对一切被监管对象给予公正待遇。处理证券纠纷与争议,应当正当进行。

(四)诚实信用原则

诚实信用是民法的基本原则。它起源于罗马法。20世纪以来,诚实信用原则已发展成为民法的最基本原则,并且在我国《民法通则》中得到确认。证券法律制度中的诚实信用原则是指证券发行与交易活动的当事人应当诚实履行义务,不得有任何证券欺诈行为,不得以损害国家、集体或他人利益为目的,不得滥用权利。证券管理机构和证券争议处理机关在履行职责时,如果没有法律依据或法律规定不同,应当依据诚实信用原则解释法律和处理问题。

我国的诚信原则要求民事主体在民事活动中维护双方的利益平衡的要求,目的在于保持社会稳定和和谐的发展。诚信原则涉及两个利益关系:当事人之间的利益关系和当事人与社会间的利益关系,诚信原则的宗旨在于实现这两个利益关系的平衡。在当事人间的利益关系中,诚信原则要求尊重他人利益,象对待自己事务一样注意他人的事务,保证法律关系的当事人与社会间的利益关系和谐;当事人都能得到应得的利益,又不损人利己。当发生特殊情况使当事人间的利益关系失去平衡时,应进行调整,使利益平衡得到恢复,由此维持一定的社会经济秩序。在当事人与社会的利益关系中,诚信原则要求当事人不得通过自己的民事活动损害第三人和社会的利益,必须在权利允许的范围内以符合其社会经济目的的方式行使自己的权利。

诚信原则体现了社会主义民法原则的一般要求,也是社会主义道德在证券活动领域的法律反映。《上海市证券交易管理办法》第五章——“发行和买卖证券者,不得有虚伪、欺诈或其它足以致使他人误信的行为。违反前款规定者,对该证券的善意取得人因此受到的损失,应负赔偿责任。”——便是诚信原则的体现。同时《上海市证券交易管理办法》和《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》都规定有反欺诈的内容,禁止编造和散布影响证券市场行情和秩序的流言,禁止向交易对手和公众提供虚假信息,禁止无实际成交意思的空报价值,以确保投资者的合法权益,并确保稳定和和谐的证券交易秩序的发展。

二、我国证券法规的立法概况

我国证券市场的法制化经历了从无到有、从粗到细的逐步完善的过程。虽然刚刚起步,但进展很快,初步建立起了规范公司行为和证券发行与交易行为的法规框架。在《中华人民共和国公司法》颁布实施以前,我国的股份制企业基本上是按照 1992 年国家体改委会同国家有关部门制定的《股份制企业试点办法》、《有限责任公司规范意见》及一些配套文件进行设计、运作和改造的。它们在推动企业股份制改造、规范企业行为以及建立现代企业制度等方面起到了重大作用。1993 年 12 月 29 日第八届全国人大常委会第五次会议通过了《中华人民共和国公司法》,自 1994 年 7 月 1 日起《公司法》开始实施。规定已经成立的股份制以及即将成立的新的股份制企业,只有符合了《公司法》规定的股份有限公司,才可以发行股票,其它任何形式的企业法人不得发行股票。

1992 年 10 月中国证监会成立,它一成立就把立法工作摆在首位。中国证监会为了尽快地规范证券发行和交易市场,先后会同有关部门制定并发布了《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《证券交易所管理暂行办法》等。《股票发行与交易管理暂行条例》是目前规范我国股票市场的最重要的一份行政法规。法律、法规不仅以法律的形式确立了我国证券市场的管理体制,而且也对股票的发行、交易、上市公司的收购、股票的保管、清算、过户、上市公司的信息披露、证券违法行为的调查和处罚都作了详细的规定。《条例》实施一段时间后,初步改变了证券市场管理政出多门、力量分散、管理薄弱的状况,取得了较好的成效。

关于国库券和企业债券发行和转让的管理,有关部门分别在 1992 年 3 月 18 日开始实施的《中华人民共和国国库券条例》和 1993 年 8 月 2 日开始实施的《企业债券管理条例》中作出了规定。

《禁止证券欺诈行为暂行办法》对证券发行、证券交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等扰乱证券市场秩序的行为制定了严厉的处罚措施,为有效的保护投资者的合法权益和社会公众利益提供了法律保障。

国务院证券委制定的《证券交易所管理暂行办法》在加强对证券交易所的管理,规范证券交易行为、保护投资者的合法权益,维护证券市场秩序方面起到了重要的作用。

为了实施上市公司的信息披露制度,明确上市公司进行信息披露的义务,中国证监会发布了《公司公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》、《招股说明书的内容与格式(试行)》和《年度报告的内容与格式(试行)》等规范性文件。《法律意见书和律师工作报告内容与格式(试行)》的草稿已经完成,目前正处于征求意见阶段。

为了规范证券中介机构的行为,明确证券中介机构的职责,保证中介机构的工作质量,证监会会同财政部、国有资产管理局、国家审计署、司法部分别制定了《关于从事证券业务的会计师事务所、注册会计师资格确定的规定》、《关于从事证券业务的资产评估机构资格确定的规定》、《关于从事证券业务的审计事务所资格确认问题的通知》、《关于从事证券业务的律师及律师事务所资格确认的暂行规定》。

另外国家体改委、证监会等机构还制定并发布了《关于清理定向募集股份公司内部职工

持股不规范做法的通知》、《定向募集股份有限公司内部职工持股管理规定》、《关于上市公司送配股的暂行规定》等法规、法令、条例、办法。

目前,证监会一方面抓紧进行《股票发行与交易管理暂行条例》的解释工作,另一方面在制定或与有关部委共同制定《禁止证券欺诈行为办法》、《证券经营机构管理办法》、《境内企业到境外发行股票及股票境外交易管理规定》、《人民币特种股票管理办法》、《投资基金管理办法》、《法律意见书标准格式》、《证券争议裁定工作规则》、《证券争议仲裁工作规则》和《证券违法违纪案件调查处理办法》。全国人大也正抓紧制定《证券法》,起草工作已进入第七稿,并报八届人大常委会作第三次审议。

三、设立证券欺诈罪的必要性

虽然我国证券市场正逐渐完善、证券立法也逐渐规范,但是证券交易、发行及相关活动中的大量违法犯罪活动也不可避免地在现实生活中涌现出来。其中特别突出的违法犯罪案件当属证券欺诈违法犯罪。而且,根据发达国家证券市场的历史经验教训和我国当前已暴露出来的种种迹象,可以断言,在今后相当长的一段时期内,证券市场的少数不法分子利用尚未公开的证券信息情报进行证券欺诈牟取暴利或者避免损失,破坏证券市场公平、公开、公正、诚信的交易,损害广大投资者的合法权益,扰乱社会主义证券市场的稳定秩序,将愈来愈成为一种主要的违法犯罪形式。这在客观上提出了设立证券欺诈罪,用刑罚手段制裁和抑制这种犯罪行为蔓延,保证证券交易的公平和公正的要求。

从我国目前的证券市场状况来看,造成证券市场混乱不堪的原因是多种多样的,但其中的一个主要方面就是我国证券法律对证券市场的各类违法犯罪行为没有规定相应的法律责任,特别是缺乏相应的刑事处罚,致使司法机关对这类行为无法依法惩治或惩治乏力。因此,从刑事立法和刑事司法的角度来看,通过刑事立法规定证券欺诈罪,通过刑事司法对证券欺诈犯罪行为予以惩治,加强对证券市场欺诈犯罪现象的刑事处罚和司法干预就显得十分必要。1993年9月国务院颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》,虽然大致地规定了“依法追究行政、刑事责任”。但是,我们认为,对于证券欺诈行为情节严重或者特别严重,从而威胁或者严重威胁、干扰我国证券市场秩序的,仅追究行政和民事责任显然是不够的。这不仅不足以遏制已经出现并有越演越烈趋势的证券欺诈犯罪的邪恶势力,并防止其进一步蔓延,而且不足以确保证券的公正和公平交易及社会主义证券市场正常健康地运行。为什么呢?这是因为证券欺诈行为,都是以牟取巨额利润为动机,社会危害性大,而行政、民事处罚本身有其局限性,这样会使证券欺诈犯罪分子钻法律空子,以身试法,干扰和破坏正常的证券市场秩序。所以,对证券欺诈的违法犯罪行为必须确立行政、民事及刑事处罚三位一体的证券法律制裁体系,才能做到“天网恢恢,疏而不漏”,而这这就要求设立证券欺诈罪。

国外的证券立法中早已设立证券欺诈罪。比如说,美国证券法规定,违反证券交易法律,故意制造假信息,严重内幕交易,除进行行政处罚,要求民事赔偿外,对违法犯罪者还处以5年有期徒刑和10万至50万美元的罚款。再比如说,法国证券交易法规定,凡是缘于职业等原因能获得内幕消息的人,如在投资者知悉前利用内幕信息直接或间接地从事上市证券的交易,被判有期徒刑(最多两年)或处以罚金。再如台湾证券交易法规定,募集、发行或

买卖有价证券者,有虚伪、欺诈或其他足致他人之误信之行为,处七年以下有期徒刑、拘留或并罚一万元。这些国家或地区的证券法律规定都是值得我国立法借鉴和吸收的。

四、证券诈骗罪的概念及特征

证券诈骗罪,是指内幕人员以获取非法利益或避免损失为目的,违反证券管理法规,在证券发行、证券交易及相关活动中从事内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等情节严重的行为。

证券诈骗罪的特点:

(1)侵犯的客体,是国家的证券管理制度,包括法律、法规、条例、通知、暂行办法、规定。

(2)在主观方面,证券诈骗罪只能是故意的,而不能是过失的,犯罪人具有获得巨大利益或避免损失的目的和动机。

(3)在客观方面,证券诈骗罪是违反国家证券管理法规,实施了情节严重的证券欺诈行为。证券诈骗罪要想成立,首先必须是违反证券管理法规的行为,这是本罪在客观方面的前提条件。如果内幕人员没有侵犯证券管理制度,而是依法从事,进行证券投资交易活动,则不构成犯罪。另一方面,证券诈骗罪在客观方面的本质特征是实施了证券欺诈行为。如果内幕人员违反了证券管理法规,但没有实施证券欺诈行为,则不构成证券诈骗罪。证券欺诈行为,根据《禁止证券欺诈行为暂行办法》规定,包括证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。最后,行为主体所实施的必须是情节严重的证券欺诈行为。如果行为主体实施证券欺诈行为情节轻微、危害不大,则属证券欺诈的一般违法活动,不构成证券诈骗罪。对于如何确定证券欺诈行为情节的严重性,通常总是从客观方面加以认定的,例如欺诈行为的方法、手段、地点、时间、欺诈的内容及后果等事实情节是否严重,同时也从行为人主观方面的特征加以考虑。具体的说来,所谓情节严重是指下列情形之一的行为:①多次操纵市场或者多次欺诈客户,多次进行内幕交易或者多次虚假陈述;②行为主体实施证券欺诈行为非法获取的利益数额巨大或者特别巨大(我们可以通过立法对何谓数额巨大、特别巨大加以界定);③虽未获非法的巨大利益,但是却严重扰乱了证券市场秩序;④非内幕人员多次通过不正当手段或其他途径获得内幕信息并根据内幕信息买卖证券或者利用内幕信息建议他人买卖证券;等等。

从以上的分析我们可以看出,证券欺诈行为在客观方面的特点是:①表面上的公正性。证券欺诈行为,表面上看似是平等交易,正当竞争,实质上背后隐藏着极不公正。②便利性。犯罪人通过工作、职务、合同等便利的关系利用内幕信息,进行内幕交易。③间接性。证券欺诈行为获取非法巨额利润的途径,一般来说,都是间接迂回的,不似诈骗罪那样直接非法占有财物。④欺诈行为的严重性。

(4)证券诈骗罪的行为主体,是特殊的主体。《禁止证券欺诈行为暂行办法》规定:对违反本法的证券管理、监督人员、证券发行人的董事、经理、秘书、证券发行人聘请的专业人员等都是证券欺诈行为的主体。

五、证券欺诈罪的立法原则和判别依据

(一) 证券欺诈罪的立法原则

证券欺诈罪的特殊性在于它是与证券市场和证券行业的发展紧密联系在一起的,因而证券欺诈罪的立法应当从中国证券市场的实际出发。关于证券欺诈罪的立法,我们认为有两种观点是偏颇的:一是否定刑事调控的必要性,认为证券市场具有极其强的专业性,对证券欺诈行为的调查主要依靠行政法规,不应运用刑事手段去调整。二是扩张刑事处罚的范围,认为凡是证券违法行为,情节严重的,都应当规定为犯罪,追究刑事责任。唯有如此,才能有效维护证券市场的正常管理秩序和保护证券投资者的合法权益。

证券欺诈罪的立法应当遵循下列三条原则:

1. 必要性原则

必要性原则是,就是指只有在必要的条件下才以刑事处罚作为证券欺诈行为的惩罚性手段,也就是说应当科学地规定证券欺诈罪的刑罚量。这主要是因为刑罚是一种十分严厉的惩治手段,从刑罚谦抑原则出发,刑罚不应该被滥用。国家对于证券市场的不法行为可以运用民法、经济法和行政法等手段来加以约束。再者,证券行业还有自律性的职业道德规范。可以说,刑罚是一种迫不得已而用之的最后法律手段。只有当运用道德自律和其他法律手段无法维护证券市场的正当管理秩序的情况下,才能把这些违反证券法律法规的行为认定为具有应受刑罚惩罚性,从而运用刑事手段这一严厉的手段来加以制裁。

2. 相当性原则

相当性原则,就是指惩治证券欺诈犯罪所运用的刑罚手段与其所保护的利益、秩序是相当的关系。换言之,刑事立法对证券欺诈犯罪所规定的惩治手段应当与证券欺诈犯罪行为的社会危害性相适应。因此,该原则又称超量禁止原则。对于违反证券欺诈法规的证券欺诈行为,只有当其社会危害性达到犯罪程度,才能作为证券欺诈罪加以规定。因此,在证券犯罪的立法中要准确地把握犯罪量,不能把尚未达到犯罪程度的违法行为一律上升为证券欺诈罪而加以惩治。否则,刑事手段对证券市场干预范围过大,不仅成本过高,而且这种超量规定将严重限制甚至阻碍、束缚证券业的发展,从而与刑事立法的目的和所追求的结果背道而驰。

3. 可行性原则

可行性原则是指证券欺诈犯罪的立法应当具有操作性特征。证券交易、发行活动是一种专业性较强的经济活动,证券欺诈犯罪与证券刑法也具有这种专业性。为此,证券欺诈犯罪的立法必须切实地顾及这种专业性,使制定出来的刑法规范、明确、具体、具有可操作性。为此,我们应当借鉴外国关于证券欺诈立法的经验,结合我国证券市场发展的实际情况,增强证券欺诈犯罪立法的科学性。

(二) 证券欺诈罪的立法比较及借鉴

证券欺诈罪的立法与一个国家或地区的证券管理体制有密切的关系。要想确保我国证券欺诈罪的立法具有科学性,就有必要对外国的证券管理体制及其证券欺诈罪的立法加以比较。

1. 美国式证券管理体制及其证券欺诈罪的立法

美国的证券市场是目前世界上最大的市场,具有最为科学的、最为严密的组织管理体制。美国证券管理法律主要有:《证券法》、《证券交易法》、《公共事业控股公司法》、《信托合同法》、《投资公司法》、《投资顾问法》。由于美国政府比较强调对证券市场的统一管理,因此形成了一整套专门管理证券市场的法律。并且,关于证券欺诈罪的规定也比较集中,主要规定在《证券法》和《证券交易法》等联邦证券法中。

美国证券法主要规定了普通诈骗罪、其他证券诈骗罪和内幕情报交易罪。其中普通诈骗罪是指与股票的提供、购买和出售等活动有关的各种诈骗活动。其他诈骗罪包括故意出售未注册的证券、注册登记中的虚假说明、在证券注册的豁免申请书中作虚假说明、不正当地使用出版物推销证券、操纵股市、向证券委员会提交的文件中作虚假说明、内幕情报交易。根据美国有关法律,对犯内幕交易罪的自然人可以处以五年以上十年以下的监禁,并处100万美元罚金,对于其他的证券诈骗罪可处最高刑为五年的有期徒刑和1万美元的罚金。

2. 英国式的证券管理模式和证券欺诈罪的立法

英国也是证券市场比较发达的国家,但是对于证券管理和证券犯罪至今没有形成一整套完善的法规,英国的证券管理模式是以相关性法规和自律性组织的自我管理为主。政府对证券市场及证券投资的直接干预较少,除了某些国家立法外,其证券管理基本上是由各类证券协会,认定的证券交易所、委员会等组织机构和这些机构制度的业务章程、从业准则等规定来维持的。因此,对于证券欺诈罪的规定,也相应地分散在不同的法律文件中,如《公司法》、《防止欺诈罪》等等。在英国这些法律中,主要规定了以下几种证券欺诈罪:任何未经批准而从事投资业务的行为均为非法,其当事人将受到罚款以及监禁的法律处罚,如内幕交易,欺诈客户,虚假陈述,操纵市场等。例如英国《防止欺诈法》规定:凡是明知其所作承诺,陈述预测为不实,或故意隐匿重要事实;或不顾一切作不实之陈述以使他人从事证券业务的,处七以下有期徒刑,凡散布或持有意欲使他人从事证券交易的虚假文件者,处三年以下有期徒刑并罚款500元以下。

3. 发展中国家或地区的证券欺诈罪的立法模式

发展中国家或地区关于证券欺诈罪的立法模式,有的按美国式建构,比如墨西哥;有的按英国式建构,例如印度;还有的是根据本国的实际情况,把股票交易所和证券管理委员会的作用结合起来,既在统一的证券交易法中规定有关证券欺诈罪,也同时在一些公司法、银行法以及金融法中规定涉及证券的犯罪。我国台湾地区主要采取美国式立法模式,在证券法和证券交易法中分别规定了非法发行证券、欺诈客户、内幕交易、虚假说明和陈述、操纵证券市场等证券欺诈罪。

比较各国证券欺诈犯罪的立法模式和内容,我们可以看到当今各国证券欺诈罪的立法是有以下几个特征:

(1)证券市场和证券业较为发达的国家和地区对违反证券法规,严重破坏证券市场的正常管理秩序,侵害证券投资人的合法权益的行为,运用刑事手段加以惩治,已成为各国通例。因此,公开、公平、公正、诚信等是证券市场运作必须遵守的基本原则,也是证券市场正常运行的根本保证。对于违反这些基本原则,破坏证券市场的正常管理秩序,侵犯证券投资人的

合法利益的严重证券欺诈违法犯罪行为,必须依法惩处。

(2)各国刑法中都还没有专门的篇、章、节规定证券诈骗罪,有关证券欺诈犯罪大多分散地规定在证券法、证券交易法、公司法、银行法、投资法、金融法及相关法律之中。证券诈骗罪之所以不在刑法中规定,而在有关证券法规中加以规定,主要是因为证券欺诈犯罪具有很强的专业性,与证券法规联系十分紧密,因而在证券法规中加以规定更能有效地惩治证券犯罪。

(3)各国或地区所规定的证券诈骗罪的内容大体上相同或相似,大都是指非法发行证券,进行证券欺诈,内幕交易,操纵证券市场,在有关的文件中作虚假说明和陈述等,涉及证券发行、转让、交易及相关的各个环节和方面,几乎涵盖整个证券活动。

(4)证券诈骗罪犯罪的主体包括法人和自然人。法人包括证券发行人、证券经营机构、证券监督管理机构、证券服务机构、证券自律性组织以及一些信托投资机构。自然人包括证券从业人员及其他相关人员。

(5)运用财产刑惩治证券诈骗罪方面也比较着重。证券诈骗罪是一种经济犯罪,犯罪人以追求特定的不法利益为其犯罪动机,主观上是有明显的贪利意图。为此,在惩治证券诈骗罪的时候,往往判处罚金,剥夺犯罪人的财产性利益,对其实行严厉的经济制裁。

目前,我国证券市场还处于启动阶段,国家统一的证券法、证券交易法尚未出台,只有一些全国性或地方性的证券发行、证券交易、管理方面的法规,但是都是很不完备的。此外,我国关于公司、银行、金融等方面的立法也尚未配套,虽然国务院已颁布了《公司法》、《中央银行法》、《商业银行法》以及《票据法》等法律。在这种现实情况下,证券欺诈犯罪的立法应该选取什么模式,是一个值得思考的问题。

我国刑法对经济犯罪,大体上采取三种立法方式:一是刑法典,即在刑法典中规定经济犯罪。这种做法的优势在于其具有权威性和集中性,便于司法。但由于刑法典的容量有限,很难对各种犯罪作出十分具体的规定。二是单行刑法,即在刑法典之外颁布专门的刑事法律。这种方法的好处在于可以根据形势的发展对某一类经济犯罪加以集中规定。三是附属刑法,即在有关行政法或者经济法中规定刑事条款,例如将有关证券欺诈犯罪直接规定在证券法中。这种方法体现了证券欺诈犯罪的专业性的特点,使证券犯罪的立法和证券立法融为一体。

当前我国应采用单行刑法的立法方式,即在颁布证券法的同时,通过《关于惩治证券欺诈犯罪的补充规定》,在证券法中,对各种证券欺诈违法犯罪行为作出具体的列举性质的规定,将有关证券欺诈犯罪集中规定在单行刑法中,两者互相协调,共同为惩治证券犯罪提供法律根据。在将来修改刑法的时候,再把那些经过司法实践证明较为成熟的证券欺诈犯罪的立法规定,纳入刑法典中,从而完善我国证券犯罪的立法。

(三)证券欺诈罪的判别依据

1. 泄露国家重要机密罪与泄露内幕机密信息的界限

《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条对内幕信息的概念、重大信息包括的二十六个方面的内容作了专门详尽的规定。因此,本着新法优于旧法的原则,如果内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用内幕信息进行内幕交易,情节严重的,则构成证券诈骗罪,而不再以泄

露国家重要机密罪论处。

2. 证券欺诈罪与诈骗罪的界限

证券欺诈罪与诈骗罪二者的主观意图和客观行为都有相似之处,两者主观上都有贪利的目的和动机,客观上都存在欺诈行为。但是它们仍然有以下主要的差别:第一,主体不同。证券欺诈罪的主体,主要是内幕人员,即是有特定的身份;而诈骗罪则为一般主体。第二,二者在主观上虽然都为故意的心理状态,但是证券欺诈罪犯罪人是以获取非法利益为目的,不是直接占有,而诈骗罪则是以直接非法占有为目的。第三,二者在构成的数额标准不同。诈骗罪的数额起点较大,一般可认为是 500 元以上,巨大为 1 万元以上,特别巨大的为 10 万元以上。证券欺诈罪的起点数额宜为巨大,何为巨大,应当依法界定。但一般说来,证券欺诈罪的起点数额应该比诈骗罪的数额高,而且还要参照《禁止证券欺诈行为的暂行办法》规定的罚款数额来确定。

3. 罪与非罪的界限

罪与非罪的界限,关键是要明确以下两点:

(1)要弄清证券欺诈行为与证券欺诈罪的界限。证券欺诈行为除了在《禁止证券欺诈行为的暂行办法》第 16 条中强调:“已上市的发行人有操纵市场行为,情节严重的,并可以暂停或者取消其上市资格”外,其它证券欺诈行为都属于情节一般的违法行为,都是按照具体情况的不同,分别给予民事和行政处罚。

但是对于证券欺诈罪,在客观方面的行为的主要特征必须情节严重。因此,区分证券欺诈罪同证券欺诈行为的关键,就是要看证券欺诈行为是否情节严重。

(2)要把非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得的内幕信息同正常对证券市场的推理分析,即依据报刊、书籍或根据公开的市场信息而对证券市场作出预测,对证券市场的主观判断区别开来。后者是根据公开的资料经过主观分析判断为投资决策提供参考,决非是内幕信息。

4. 数罪与一罪的界限

如果非内幕人员通过不正当的手段(如行贿)或者通过其他途径获取内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券的,在此情况下不仅非内幕人员可能构成证券欺诈罪的共犯,同时又可能构成行贿罪。这时应数罪并罚,不能仅当一罪处理。

六、证券欺诈罪的类型及其特征

目前,世界各国的证券法没有不用刑法来保护其顺利地实施的。从形式上看,有的国家如美国,明确规定违反证券任何条款的,都构成犯罪;有的国家或地区,则以证券法中维护某项制度的禁止性规定或义务性规定为基础,规定违反这些条款的才构成犯罪,如我国台湾地区实行的证券法。从本质上看,这两种规定形式区别并不大。在司法实践中,在使用刑法保护证券市场的公平、公开、公正时,都是以行为主体违反了遵守某项证券制度的义务为根据的。因此,在规定我国的证券犯罪时,应当以我国证券市场所依据的几项基本制度为根据。这几项制度就是:证券监管制度、证券信息公开制度、证券信息保密制度、证券交易操作制度。如果这几项制度得不到刑法的保护,我国的整个证券制度就会从根本上受到损害。

(一) 危害证券信息公开制度的证券欺诈犯罪

危害证券信息公开制度的犯罪有两种;一种是证券虚假公告罪;另一种是证券不实报告罪。证券虚假公告是指证券发行人为了证券发行与交易,在招股说明书、上市公告书、年度报告书、中期报告书、重大事件公告书等面向社会公众的文件中,对重要事实故意作虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏的行为。证券不实报告罪是指证券发行人、证券经营机构以及其他依法应向国家证券管理机关提交报告、证明、说明、申请、记录等各种文件的人,在所提交的文件中,对重要的事实故意作虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏的行为。注册会计师、律师以及其他专业人员,在向国家证券管理机关提交的审批报告、法律意见书等专门文件中,对重要事实作虚假误导性陈述或重大遗漏,致使证券发行人的报告得以公布的,要从重处罚。

我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》把证券虚假公告罪和证券不实报告罪都归于虚假陈述罪。虚假陈述罪是指证券从业机构在招股说明书、上市公告书、公司报告、法律意见书、审计报告、资产评估报告以及其他文件中作出虚假陈述、情节严重的行为。《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 11 条明文规定,禁止任何单位和个人对证券发行,交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项作出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导,致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决策;第 12 条列举了虚假陈述行为。《股票发行与交易管理暂行条例》第 13 条也明确规定,申请公开发行股票,应当向地方政府或者中央企业主管部门报送招股说明书、审计报告、法律意见书、资产评估报告等文件。因此,在证券发行、交易及其相关活动中作出虚假陈述,应当追究刑事责任。

虚假陈述罪的特征是:本罪在客观上表现为虚假陈述情节严重行为。虚假陈述行为包括:发行人、证券经营机构在招股说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中作出虚假陈述;发行人、证券经营机构、专业性证券服务机构、证券自律性组织在向证券监管部门提交的各种文件、报告和说明书中作出虚假陈述等行为。

虚假陈述是指:①虚假内容(捏造事实、隐瞒真相)和严重误导性陈述(夸大或缩小,不恰当地陈述有关涉及证券市场运作状态,影响到投资人利益的重大内容和事项,例如发行人的资产状况、财务状况、经济效益等)。②本罪在主观上是直接故意,过失不构成虚假陈述罪。③本罪的主体包括证券发行人、证券经营机构、专业性证券服务机构,如律师事务所、会计师事务所、资产评估机构和证券自律性组织等。

(二) 危害证券信息保密制度的犯罪

危害证券信息保密制度的犯罪包括:内幕信息交易罪和利用职务和业务便利买卖证券罪。内幕信息交易罪是指内幕人员利用内幕信息买卖证券或者建议他人买卖证券;故意向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息买卖证券;或者非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该内幕信息买卖证券或者建议他人买卖证券从中获利的行为。

证券信息保密制度赖以建立的原则是:在证券市场中,所有的投资者对于重要情报都享有同等的权利。在重要情报公布于众之前,掌握这种内幕信息的人员(即内幕人员)不得利用它为自己和其他个人牟利或者避免损失服务;否则,就使其他的证券投资者处于极不公平的投资位置上。内幕信息交易罪就是一种违反了这一证券市场原则,从根本上破坏证券市

场的公平、公开、公正、诚信原则的行为。

内幕信息交易罪在客观上表现为泄密和利用机密两种形式。前者包括内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息买卖证券和建议他人买卖证券两种情况。利用机密行为包括内幕人员利用内幕信息买卖证券,以及非内幕人员通过不正当手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券从中获利这三种情况。

关于内幕信息,在《禁止证券欺诈行为暂行办法》和《证券法(草案)》中都作了明确规定,其实质是“尚未公开”和“可能影响证券价格”。这两部法并且都列举了最常见的一些内幕信息。当然,在司法实践中,判断一条信息是不是内幕信息,并非以它是否被法规所列举,而是以它是否具有法律规定的性质。

关于内幕人员,《暂行办法》与《证券法(草案)》的要求有所不同。前者第4条对内幕人员与非内幕人员的责任作了区分,《证券法(草案)》则强调“任何人”。以刑事责任方面来看,对内幕人员与非内幕人员不加区分恐怕不太妥当。对内幕人员的责任认识一般为,内幕人员的泄露与利用机密的行为都应受惩罚,因为内幕人员的职业地位、义务地位或者工作地位要求了他们保守证券机密的义务。而非内幕人员如果没有滥用他所知悉的内幕信息牟利的话,那么,第一,我们可能很难证明他知道的就是内幕信息,从而证明他有保守秘密的义务;第二,他并没有从内幕信息中获利,我们也很难说他违反了证券市场的公平原则。事实上,我们不用刑罚方法惩罚非内幕人员的“再泄密”行为,并不会使证券市场失去可靠的法律保护。对于那些千方百计要获取内幕信息的非内幕人员来说,由于他们一定要利用该信息买卖证券或者利用该信息获利,这使他们的行为具有了刑事处罚性质。当然,如果非内幕人员使用犯罪手段,例如贿赂,那就使事情的性质发生了根本转变。非内幕人员的行为就可以构成贿赂罪,或者与内幕人员共同构成内幕交易罪。

内幕信息交易罪在主观上只能由故意构成。这种故意要求行为人知道自己掌握的信息可能具有的意义、并且意识到自己正在作应当谨慎对待的事或者正在说自己不应该说的事。问题的关键在于明确内幕人员的范围,因为内幕人员明确了自己的身份,也就明确了自己的责任。从这个意义上说,我们颁布的《暂行办法》第6条关于内幕人员的定义和种类的规定是必要的。

利用职务和业务便利买卖证券罪主要是指国家禁止买卖股票的人员,违反规定接受、买卖股票的;国家限制买卖股票的人员,在禁止买卖股票的期限内接受、买卖股票的;公司内部重要人员在管制期限内买卖股票、未将所获利益归公司所有的,以及公司未经批准购回发行在外股票的行为。

利用职务和业务便利买卖证券罪的主体和行为方面特别重要,因为不同的人由于国家不同的规定,要受到不同的限制。在这方面情况的认定时,不仅要根据证券法的有关规定,还需要根据有关的具体规定,才有可能最终解决行为主体的刑事责任问题。

(三)危害证券交易制度的证券欺诈犯罪

危害证券交易操作制度的证券欺诈犯罪是操纵市场罪和欺诈客户罪。

操纵市场罪是指以制造证券市场假相,诱骗他人作出错误的投资判断为目的,利用资金和工作便利等优势,操纵证券市场价格的行为。

(3)民事赔偿。证券欺诈行为干扰国家对证券市场的管理活动,除了情节严重,属于犯罪行为外,还应视为一种侵权行为。当证券欺诈行为的实施人通过实施证券欺诈行为而获得利益或减少损失时,必定会侵害他人的合法财产权利,造成他人财产上的损失。根据《民法通则》规定,侵占他人财产的,应当返还。受害人因此造成其他重大损失的,侵害人还应当赔偿损失。法律的这一规定,使证券欺诈行为的行为人和受害人之间产生了债的法律关系,受害人有请求赔偿损失的权利,行为人负有赔偿损失的义务。英国的《防止欺诈法》也规定可以对内幕交易中遭受经济损失的不知情的当事人给予民事补救的方法。在证券欺诈的损害赔偿中,民事责任的承担必须符合下列几个特征:第一,要保证证券欺诈行为造成的损害事实,或者是受害人已经得到的财产的失去,或者是应该得到的财产没有得到。前者容易判断,后者有时判断起来有一定难度。例如在欺诈客户时,证券经营机构违背被代理人的指定,高价买进或低价卖出的股票,这种行为给被代理人造成的损失就可能是上述两种情况的一种。第二,证券欺诈行为和损害事实之间的因果关系。第三,要有证券欺诈行为。第四,证券欺诈行为要有过错。实施证券欺诈行为给投资人或其他受害人造成损失的,应当依法承担赔偿责任,受害人可以通过人民法院或证券仲裁机构要求依法补偿自己的损失。

七、证券欺诈行为人的法律责任

美国法律专门规定证券欺诈的法律责任之条款有五:1934年证券交易法第9条第5项,操纵证券市场的民事责任;1933年证券法第12条第2项,任何人以重大不实陈述出售或要约出售证券的责任;1934年证券交易法第15条第3项,证券商在店头市场欺诈买卖证券的责任;1933年证券法第17条第1项任何人以欺诈方式出售证券的推定责任;1934年证券交易法第10条第2项其规则五禁止以欺诈手段买卖证券的推定责任。最后一种最为重要。

(一)1933年证券法第12条第2项

该条规定:任何人要约或出售证券而使用州际交通工具及邮件者,不论其为使用公开说明书或口头说明,其中对重要事实有不实、遗漏或误导而不能证明其确实不知,并经合理注意亦不能知悉该不实或遗漏者,应对向其购买该证券之相对人负赔偿责任。后者可向有管辖权的联邦法院依普通法或衡民法提出返还该证券价款及利息,减去自该证券所得之收入;如已不再持有该证券的,可以请求赔偿其损失。这一条款属于广泛的反欺诈条款,并包括豁免证券在内(但公债与银行证券不在此限),其与第11条不同者为包括口头的欺诈,但原告必须为被告的相对人。

(二)1933年证券法第17条第1项

该条禁止任何欺诈的方法,或对重要事实作不实、误导或遗漏陈述,直接间接经由邮件和州际交通工具出售证券。该条并没有规定民间责任。它所规定的出售证券方面与证券交易法第10条第2项规则5基本相同,所以似乎有承认这一推定诉权的必要。

(三)证券交易法第9条第5项

这条禁止对上市证券作甚多操纵市场的行为,第2项中还规定凡故意参加此种行为,应向受此种行为影响的证券买入人或者卖出证券之人就其所遭受的损失负赔偿之责。被告相

互之间具有求偿权,该条的时效为自发觉后一年或违反后三年。法院可以命令原告提供诉讼的担保。原告虽然不必与被告人有相对人的关系,但其因果关系的证明则甚感困难,因为价格的影响因素很多。由于此种条件的限制,所以美国规定根据该条提起的诉讼非常少,并且也极少胜诉的案例。

(四)1934 年证券交易法第 15 条第 3 项

该条规定证券商不得使用州际商务交通工具或邮政因操纵或欺诈的方法买卖或使人买卖店头市场的证券。证券交易会据此制定出若干规则,如 Rule 15c1—8 禁止参加证券卖出的证券商宣称该证券系依市价卖出,除非其知道有不受其控制的其他人亦对此证券自营买卖,Rule 15c1—7 禁止对顾客全权委托的帐户作过分的买卖活动,Rule 15c1—4 规则规定对顾客的买卖报告应注明该证券商是代客买卖还是自行买卖。其他的可以构成欺诈的证券行为还很多,其受害的买方或卖方均有推定诉权。

(五)1934 年证券交易法第 10 条第 2 项及规则 5

证券交易法第 10 条第 2 项禁止任何人直接或间接利用州际商务交通工具或邮件,或证券交易所的设备,违背证管会为公益或为保护投资人所制定的规章,而对上市或非上市的证券买卖使用操纵或欺骗的手段。由于证券法规其他各条都着重证券买方的保护,而其范围均有限制。本条实为一条最为广泛的反欺诈条款,但在委员会依此授权制定规章前,仍不能生效。委员会在 1942 年采用证券法第 17 条第 1 项(该条仅禁止以欺诈方式出售证券)的文字而制定规则五(Rule 15c1—5),对下列三种行为加以禁止:①使用任何方法、计划或计谋从事欺诈;②对重要事实作不实陈述,或在可致误导的情形下,对重要事实不予陈述;③从事任何行为、业务或商务活动而对任何构成欺诈或欺骗者。

1. 私人诉权的范围

该条本身并无规定私诉权,原来只限于主管当局禁制权或刑事追诉权,且证券法和证券交易法对民事责任均有明文规定,并且加以若干条件的限制,故而该事的立法意旨似乎没有给予私人诉权之意,但所有的判例,均认为本条应有推定诉权。

该条的文字包括上市及非上市的证券,故而看起来似乎无所不包。在美国 Pratt V Robinson, 203 F2d 627(9th Cir 1953)案中,被告辩称立法旨意仅在管理交易所及店头市场,故而不包括私下的交易在内,但此种说明不为法院所采纳。事实上,根据该条提起的诉讼,往往涉及在公开市场买卖的闭锁式公司。

管辖要权所根据的州际交通工具及邮件的使用,仅须在欺诈行为的整个阶段中有在任何时期使用即可,至于该不实陈述本身是否由此种工具传递,则无关紧要。多数联邦法院甚至认为州内电话的使用,如果该线路同时用以传递州际电话时,也属于州交通工具的使用。

对由该规则引起的诉讼,不论其争议金额的多寡,联邦法院有排他管辖权。诉讼可于违法行为或交易发生之处,或被告所在地、营业地、住所地的法院提出,也可在美国境内任何地方对被告提起诉讼。如果理由充足,还可以同时提出普通法州欺之诉。由于这一效法无明文,所以联邦法院适用其所在地的州有关“欺诈”的时效。在多数州此种时效均自发觉时算起。

2. 诉讼的要件

根据条文看,原告似乎应证明州际交通工具及邮件的使用,以及被告在买卖证券时对重要事实进行不实陈述或有陈述义务时而不陈述或其他欺诈手段,但此要件的解释以及有无其他要件,法院的判例并不一致:

(1)被告的陈述义务:被告如果是公司的内部人,并对他方有信赖关系,有透露自己所知而为他方所不知的重要事实的义务。以往这一要求仅在面对面的交易中使用,目前,已扩及到场中交易市场的买卖。

(2)被告的明知或恶意:在证券法第 11 条及 12 条 2 项均有被告得因善意及适当注意而负责的规定。在美国的 *Fishermen* 一案中法官则认定欺诈的证明为规则 5 诉讼的要件,所谓欺诈应指故意的不实陈述或遗漏,其他若干判例亦以此说。但在另一案例 *Fills V Carter* 一案中,则持否定说,认为原告不必在被告作不实陈述或遗漏外,进一步证明被告真正欺诈的行为,而规则 5 的第二款也没有“欺诈”字样,从此说的判例也有不少。目前似乎以后者占上风,至少在请求法院下禁制令的场合,已有以“过失”代替“明知”的趋势。

(3)重要事实与依赖。美国在 *List V Fasion park Inc* 一案中,法院认为前者涉及一合理性之人是否会因此未透露的事实而有不同的行为,后者则指此特定的原告是否因其影响而作不同的行为。不过在大多数的情况下,这两者实际上是一回事。在该案中原告为一名有经验的投资者,并且为某大公司的总裁,法院认为其不至于受被告的误导而驳回其诉。在另案中,原告为州长并曾在被告公司服务甚久,亦被判败诉。因此,所谓重要事实可能因时、因地、因人的不同而不同。

被联邦法院认为系重要事实的包括下列 12 种:存贷的价值已在增加而该项事实未在公司财务报表中显示,公司并且决意以自行清算为由控制赚取之;公司正进行谈判出售其全部资产,其平均每股所得将远远超过被告付给出售股票的股本的价格,公司有意进行清算,其盈利远较上一年财务报告时为佳,公司即将要完成一项厚利的交易;一向亏本的公司由于价格的稳定与定单的增多将有盈利;公司即将以每股 1.5 元对特定人发售,并以 3 元一股的价格公开发售,而被告(公司内部人)却以每股 6 角的价格向原告购买,但下列事实却被法院视为非重要事实,公司将发 4% 的股利,公司没法求取买主,而工司的职员称识得一人可能有兴趣,但原告买卖出股份则在正式谈判前,可能退还 50 万元的税款,公司对其退休金过去服务成本计算方法及其对将来盈利的影响;以及公司对其股份价值基于其他类似公开发行公司股份价值之估计。但以上各项应就其有关事实上加以考虑,方有意义。

(4)原告及被告的相对关系:关于原告及被告须是否为相对人一点,在 *Joseph V Farnsworth Radio & Television Corp* 一案中,法院认为两者应有类似的相对关系。该案中被告为公司董事,对公司财务状况作出重要的不实陈述以诱使他人购买被告所有的公司股票。在被告所有股票脱手之后,原告因该不实陈述所误导而在交易所购买该公司股票。在公司真相揭露后,股票价格下跌。原告出售其股票而受到损失。法院因原告与被告无买卖关系而判原告败诉。但在 *Miller V Bargai Citg, USA, Inc* 一案中,法院则认为如果原告因为被告不实陈述的影响而买入或卖出的股票时受到损失,两者是否为相对人无关紧要。在该案中,原告经证券商的介绍而注意到该公司的股票,在查阅资料后以每股 12.5 元至 7.12 元的价格购入数千股,其后该股票跌至不足 0.5 元一股,并查悉该公司登录于证监会的报告为不

实而依规则 5 起诉。被告则提出原告与其非相对人的抗辩,但不被法院采纳而判原告胜诉。

3. 规则 5 与联邦公司法

由于联邦证券法对公司发行及交易加以种种管制,于是有“联邦公司法”名词的出现。而在由公司控制者有欺诈或其他不当行为,又涉及证券的买卖时,股东常代表公司或自己的利益请求法院进行禁止,或请求损害赔偿,此类诉讼多根据规则 5 而提出。此种涉及公司内部关系的案件本应在州法院公司而提出,所以依规则 5 而在联邦法院提出的理由是原告在后者享有很多程序上的利益。

至于证券的买卖的意义除上述外,联邦法院在一些案件的处理中,法院认为公司股票的发行业构成股票的出售,公司在被其控制者欺诈发行有市价的股票以交换无价值的财产时,也属于被欺诈的卖出人,其破产管理人有代位诉权,至于被告辩称公司发行股票多少,对公司本身无损害可言之为不切实际。

第三节 美国法律中对证券欺诈行为的规范

一、美国证券法律体系概要

1933 年之前,美国只有州的证券法而无联邦证券法。州证券法存在许多缺陷,例如,上市公司无须向其股东或一般投资公众提供财务和会议资料,而且在发生欺诈行为后,要起诉肇事人往往为时已晚,因为他们也许早已逃出管辖范围了。结果,在证券市场上存在财务报表失实、交易中的操纵和欺诈行为。证券市场上的这些阻碍引起了人们对证券的过度评价,从而造成了 1929 年的股市大崩溃。当时,证券交易中最普遍的不正当行为是虚买虚卖,囤积居奇(垄断市场)、合伙经营和过度地运用负债。

虚买虚卖的操纵者认为,如果投资者看到某种证券交易兴旺,价格上升,他们会认为这种证券是利可图的。因此,操纵者商定一种虚假交易(买入或卖出),并且往往以高于一般市价的指定价格代定,以便造成该种证券的市场兴旺景象。但是他们商定购买者并不向卖方贷款,所以这种销售与购买纯粹是虚构的,其目的是制造证券走势坚挺来欺骗投资公众。囤积居奇指的是某人购入所有销售的某证券,从而他完全掌握了这种证券,然后以较高价格卖出获得资本收益。合伙经营是指一伙人联合起来操纵某些证券价格,从中渔利。合伙的目的是在较低的价格上积累某种证券,而后以较高价格卖给公众,一旦该目的达到即散伙。19 世纪的半叶,美国铁路股票的投机风盛行,投资银行和铁路资本家因此从溢价中大发横财,纽约证券交易所的股票交易额和股票价格急剧上升。但是,自 1929 年始,美国陷入了空前的经济大萧条,工厂纷纷倒闭,银行相继关门,股票抛售席卷华尔街。到 1932 年第二季度、第三季度之交,纽约证券交易所道琼斯工业股票平均指数暴跌近 90%。当时普遍认为,金融界过度投机酿成的全国股市大恐慌,是触发经济大危机的祸首之一。一时间,包括证券

交易在内的金融业全部丧失了信用。此刻,联邦政府决心立法管理股市。

自始,美国国会制定了一系列的证券法律,以确保证券市场各种交易的诚信和公正。美国的联邦证券法主要由 1933 年证券交易法、1935 年公共事业提股公司法、1939 年信托契约法、1940 年投资公司法和 1941 年投资顾问法构成。这些法律的调整对象基本上包括了证券交易的各个方面。从半个多世纪的实施情况来看,这些法律对证券市场的健全和发展起到了极为重要的作用。可以说,如果没有这样一套完备有效的证券法律,美国的证券市场就不可能发展到当今如此发达的程度。

(一)1933 年证券法

1933 年证券法的政策主要针对发行市场,它使投资者能在掌握事实情况下作出财务决策。这一法案又被称为证券真实性法案。它有两个目的:一是向投资者提供有关发行证券的财务信息和其他资料,二是禁止用不实声誉、欺骗及其他欺诈行为销售证券。

1933 年证券的主要条款包括:①要求向投资者披露关键信息以保护投资者利益;②要求跨州销售证券的公司填制登记表,提供更多的有关该证券和该公司的信息;③呈交公司所有职员和董事的名单以及律师、鉴定人和注册公证会计师名单;④规定每一材料失真、漏报的相应责任者。

1933 年证券法规定,所有公开发行证券的公司都有义务公开有关资料。公开发售前,发行人必须把需要公开的事项据实填在注册书上,向联邦证券交易管理委员会申请发行,注册书生效后,证券始准出售。

(1)注册的目的。目的是希望能将有关发行证券的公司及所要出售的证券的主要情况,充分而准确地公布于世。这样投资者才能切实估价购买证券的利弊,并通过权衡来决定是否购买。

1933 年证券法严格禁止虚假的或欺诈的注册说明书。如果发现这种行为,证交会和购买者都有权对发行公司的主要职员和制定该登记表的有关专家提起请求赔偿或要求给予惩罚的诉讼。如果投资者能够证明,注册说明书和征募书中所透露的主要信息资料确有不全或不实之处,并且他们因购买证券而受到了损失,则证券法赋予他们当然的索取赔偿权利。一旦证实了上述文件中有不真实之处,以下当事人应对受到损失的投资者承担责任:登记说明书的签名者;具有发行证券的管理能力者;会计师,鉴定人等。

(2)注册的程序。证交会是专门负责证券注册的机关。为了便于各种不同类型的公司进行注册,证券交易委员会备有专门的表册。一般的说,注册表册所要求公开的各种资料包括:具体说明注册人的财产及业务状况资料,具体说明将要发行的证券的重要事实,以及证券与注册人的其他资本及证券间关系的资料、有关注册人经营管理的资料,独立的公证会计师审查过的财务报表。

1933 年证券法规定,证券发行的首要书面文件是募债说明书,募债发行的首要书面文件是募债说明书,募债说明书的目的是向投资者提供有关发行证券的最新资料。当登记表的募债说明书在证券交易委员会填制后,它们就成为公开的信息。大多数说明书要在为证券交易委员会立卷的第 20 日起方为有效。如果证交会认为已经妥善考虑到了投资者的和公众的利益,并认为有关证券发行的信息已充分公开了,以及有关这次新发行的事实情况能

被广为传播和了解,它就可以自行决定是否缩短证券发行审查的期限。在注册说明书生效之前,关于未来投资的书面通知限于初步债书或发行公告。发行公告其名来自于内容的完全暴露,这些内容是由证券交易委员会指定的。

由于在这里主要介绍与证券欺诈行为有关的法律规定,关于注册的免除就不介绍了。

(二)1934 年证券交易法

证券市场的基本职能是将证券买卖双方牵在一起。为了维护高效而有序的市场,必须保证证券交易双方均不受操纵和欺诈,1934 年证券交易法扩大了 1933 年证券法对证券交易市场的规定,1934 年证券交易法可以说是 1933 年证券法的强化和补充。1933 年证券法的主要任务是建立和保障证券的发行和发行市场的可靠性、真实性。1934 年证券交易法的主要目的是为了强化证券流通市场的安全性和提高公众对流通市场的信心,提供向证券买卖者实现公平的手段;防止证券交易中的欺诈行为和证券市场上的操纵活动,管理证券市场;控制流入证券市场的借贷数额。由于证券交易法旨在确定证券市场的公正与秩序,所以它禁止某些类型的行为,并为证券交易市场的活动及参与者制定某些规则。1934 年证券交易的活动及参与者制定某些规则。1934 年证券交易法的主要内容包括如下几个方面:

(1)公司报告。1934 年证券交易法将公开原则扩大到在证券交易所上市及店头市场交易的证券,上市公司必须在上市时向证券交易管理委员会申请注册,在店头市场交易的公司资产额在一百万元以上而股东在五百人以上的亦然。证券交易委员会的规则规定了这些注册说明书的性质和内容,并要求提供注册会计师审查过的公司财务报表。这些规定总的说与证券法对公开注册说明书的规定大体相同,但不如证券法规定得那么细。公司在对其证券发行进行注册之后,必须按年度或季度提交有关报告,以使原始注册中的信息资料与当前的情况相衔接。

(2)股权收购申请。对一个公司的控制,一般可通过投标开价方式或其它有计划的股价的购买方式进行,只要取得该公司的 10% 以上股票即可。为适应这种情况,美国于 1968 年修改了证券交易法,扩大充实了有关资料报表和信息公开制度的制定。该修正案就是“威廉姆斯法案”。1970 年美对该修正案作出进一步修改,将控股占有份额最低标准由原来的 10% 降为 5%。这些修改规定以及证券交易委员会根据证券交易所制订的有关规则都要求,无论是通过直接交易的方式还是通过投标开价的方式来寻求获得 5% 以上公司证券的人,应将有关的信息资料呈送证券交易委员会,并向被收购公司披露有关信息,如收购目的和融资方式等等。

(3)代理申请和信用规定(略)。

(4)内幕交易。禁止公司的内幕交易是为了防止滥用那些一般公众无法得到的秘密情报。这类非法滥用秘密情报的行为通常表现为,在公司内部需要保密的重要情报向所有股东宣布之前,便利用这种非公开情报进行证券买卖以图获利或避免损失,或者将秘密情报透露给他人,使他人可以据此从事证券买卖。

按照 1934 年证券交易法的规定,如果“圈内人”要出卖自己所持有的证券,其持有期不得少于 6 个月。“圈内人”,包括证券公司的职员、董事、雇员或他们的亲戚。该法第 16 节第 1 条还要求发行公司的所有董事、职员和拥有 10% 以上股票的受益人应向证券交易委员会

提交书面说明,公开其拥有发行人证券的数额。如果该证券由其配偶、未成年子女或与其共同居住的亲属合法拥有,那么此人即视为证券的受益人。如果证券由受托人所有,而该受托人又受知情者支配,那么该知情者即视为证券的受益人。根据此法的规定,无论受益权在哪个月发生变更,都必须呈交补充报告。此种报告是一种公开通报,在对知情者提起的诉讼中作为利害关系人的个人都可以审阅这种报告。同时,该法还确认股东具有派生诉讼权,即董事、职员或拥有 10% 以上股票的受益人,在 6 个月内从股票的买进或卖出中获得短期交易利润,对此,如果公司在股东提出异议后 60 天内拒绝起诉,则任何股东都可以公司的合伙提起诉讼,要求收回短期交易利润。

(5) 证券的交易与出售。无论是在证券交易所还是在店头市场,证券交易与出售行为的必须符合保护投资者和公众利益的法律规定。这些规定旨在禁止虚伪的和欺骗的行为,以利于维护证券市场的公开、公正和公平。证券交易中的有关规定,确立了对证券交易总的系统管理的模式。证券交易委员会则负责制定各种具体规则和条例,以实施证券法。证券交易委员会颁布的条例主要起这样一些作用:负责解释何种行为或活动可构成法律所禁止的操纵或欺诈的手段或行为,以卖空、稳定价格行为及其他有关事项加以管理;限制利用客户的证券作为抵押来取得贷款;规定有关经纪人和自营商财务责任的保证条款。

(三) 1940 年投资顾问法

该法主要是为了管理投资顾问而设立的。在某些方面,该法的一些规定与证券交易法中有关经纪人和自营商的一些规定相似。不同的是,投资顾问法要求,以向他人提供证券投资咨询而取得收益的个人或法人,必须在证券交易委员会注册,并应符合为保护投资者而制定的法律。但也有一些提供咨询者可以免于登记,他们是对保险公司或投资公司提供咨询者;银行、律师、教师和会计师;在上一年内客户少于 15 人的提供咨询者或一般不向公众表明投资顾问身份的提供咨询者。

如果投资顾问的行为不符合法律的规定或违反 1940 年投资顾问法的条款,并影响公众利益,证券交易管理委员会可以否认、暂停或取消其提供咨询者的登记注册,还可以制定其他强制性措施,直至可以建议司法部向违法的投资顾问提起诉讼,控告其欺诈行为或故意违反法律和委员会规则的行为。投资顾问不符合法律规定的行为包括:违反财经法规或违反证券法律的行为;违反邮政欺诈条例的行为;故意向证券交易委员会提供虚假报表;故意违反投资顾问法、证券法、证券交易法、投资公司法,市政证券立法局的规则等等。

此外,该法还规定了有关反欺诈条款,同时授权证券交易委员会对此解释何为欺诈或不法操纵等行为,并要求提供咨询的投资顾问做到:公布其为委托人从事代理交易活动所得利益的性质,按照证券交易委员会规定,妥善保存有关表册、案卷;向证券交易管理委员会提供有关表册、案卷以供审查。

二、美国有关证券欺诈罪的法律规定

(一) 联邦证券法与其他反诈骗法的区别

联邦证券法,从本质上讲,就是反诈骗法。凡是故意违反联邦证券法律的人,都不可避免地要被提起刑事诉讼。但是,即便是从刑事法规(它们不仅仅是刑事法规)的观点来看,联

法律方面的发展已经极大地影响了这方面的刑事诉讼。这就需求公诉人和辩护人都要熟知有关的民事法规法律。另外,这种影响扩展了第 17(a) 节和第 10b—5 规则中关于欺诈的行为的概念和形式。总的来说,若使某种行为符合第 17(a) 节和第 10b—5 规则规定的普通证券欺诈罪,必须符合以下条件:①通过法律禁止的一种或多种方式进行欺诈;②与证券的提供和买卖有某种联系;③使用了某些州际贸易或邮政设施。

(三) 普通证券欺诈罪的构成要素——实质性的欺诈活动

《1933 证券法》第 17(a) 节和《证券交易法》第 10b—5 规则以几乎相同的语言规定了应当禁止的三种欺诈活动:①使用任何计划、方案、计谋进行欺诈;②对重要事实以及在制作报告时为了使报告不致被误解所必须的重要事实作了不真实报告或漏报;③参与从事或将从事欺诈或欺诈的交易活动或商业事务。美国证券交易委员会和国会规定这三种欺诈形式的目的,是尽可能地包括证券交易中的各种欺诈形式。为实现这一目的,美国联邦法院一致地以一种广泛和非严格法律意义的方式来理解这些规定,以使任何形式的欺诈活动都不能逃脱这三项的规定。但是,这些广泛的规定有时也会把某些事后看来不应属于欺诈的行为,也当成欺诈行为。然而,这些规定扩展了传统的欺诈概念。第 17(a) 节和第 10b—5 规则有一点小小的区别:前者禁止把对事实的歪曲陈述作为获取钱财的手段,而后的同样要款则禁止任何种类的对事实的歪曲陈述,不论其目的如何,只要它与证券的买卖有关,并且具备使用邮件或州际贸易手段的法定条件。正是由于这个原因,在所有依据联邦证券法进行的诉讼中,第 10b—5 规则比所有其他规则都得到优先的使用。

根据联邦证券法的要求,构成普通证券欺诈的行为,被告的虚假陈述必须具有“重要性”。“重要性”,在证券交易过程中,它一般意味着这种虚假陈述,对一个人(投资者)在决定与证券交易有关的事情(比如决定是否要购买某种股票时),有重要关系。换句话说,虚假陈述的重要性取决于其对被害人进行证券交易过程中的决定能否产生影响,或者说检验一种虚假陈述是否具有重要性,就看它是否能使被害人失去某些财富或资产。

从历史的发展来看,证券欺诈罪中的“重要性”,有逐渐扩大其含义的趋势。证券欺诈法还进一步规定,对重要性事实的不作为,也构成欺诈。虽然,过去的欺诈法就已经规定,当有说明的责任而保持沉默时,就可以构成欺诈。然而,是证券欺诈法首先规定,半真半假的陈述和对重要性事实的不作为,要负担民事责任和刑事责任。联邦证券法的目的就在于要求全面、公正地公开事实真相,这一要求被各级联邦法院诉讼所接受。

但是,完全沉默的情况是否构成证券欺诈行为?如果沉默是为了从事或将从事诈骗或欺骗,那么,它就是违反证券法的行为;如果被害人是证券购买人,那么就违反了 1933 证券法第 17(a) 节第 3 款。但沉默何时能被看作是诈骗或欺诈?何时属于法律上有义务提供信息和事实而没有提供?这些义务是哪些?第 17(a) 节和第 10b—5 规则本身没有对这些义务作出规定。相反,这些义务是由交易双方独立的关系即委托代理关系中产生的。这并不是说,沉默作为违反等 10b—5 规则的情况仅限于违反信用义务的情况;相反,也不是说每一个与证券交易有关的违反信用义务的情况都构成对第 10b—5 规则的违反。但是,事实上,正是在那些违反信用义务的领域里,一方在证券交易中有责任将情况告诉对方而未告诉,从而导致对方失利,这才有了第 10b—5 规则中沉默作为欺诈规定的发展,特别是在刑事案件中。

目前,这种信用义务主要集中在专业人员,投资顾问和那些可以得到“内幕情报”的人对投资人或其他人的责任上。

(四)普通证券欺诈罪的构成要素——涉及证券的提供或买卖

除了禁止欺诈的规定外,第 17(a) 节和第 10b—5 规则都要求对联邦有关的领域(如州际间通讯)产生哪怕最低限度的影响或联系,才能将其行为包含在联邦证券法律和证券交易委员会的管理范围内。

但是,这个要素只要求被告人的欺诈行为在客观上包含这种影响或联系,并不进一步要求被告知道这些联系或影响,更不要求被告有意识地去从事这些行为。例如,如果一个被告参与了他所不知的欺诈计划,这个欺诈计划又涉及州际贸易间证券的买卖,那么,他就对根据第 17(a) 节和第 10b—5 规则的起诉负有责任,即使他从未打算参与证券买卖或对州际贸易产生影响。这种“与证券的提供或销售”有关的活动,包括了“直接和间接”的各种情况。美国司法实践中,直接和间接可以作最广泛的解释,它包含与预期的或实际进行的证券交易有关的全部活动。

(五)普通证券欺诈罪的构成要素——使用了州际贸易和邮政方式

普通证券欺诈罪的第三个构成要素是诈骗行为必须包含有运用州际贸易或邮政的方式,以符合宪法上要求的行使联邦管辖权的最低要求。这一构成要素范围相当广泛,很少有引起起诉的证券欺诈不包括第 17(a) 节和第 10b—5 规则所要求的运用通讯或州际贸易工具或设施的。这主要是因为:①司法管辖权的运用可以与欺诈行为发生偶然联系,只要它是在欺诈完成前发生的即可。在美国的司法实践中,邮政的运用和州际贸易方式的运用,只要其整体运行和影响属于州际,即使完全在州内也可。因为法律要求的只是一种方式的运用,而该方式的总体运行与影响是州际间的。还有一点值得注意,第 17(a) 节和第 10b—5 规则中的州际贸易,在 1933 年证券法、1934 年证券交易法中被定为也包括州与外国之间的贸易。

一般说来,第 17(a) 节和第 10b—5 规则主要针对以下两种情况:①主要的(实质性的)诈骗活动发生在美国,但受害人在国外;②欺诈活动发生在国外,但对美国的受害者有一定的影响。为了使案件列入联邦证券法律的管理范围,在美国发生的活动必须包括“欺骗犯罪活动本身”,以区别于“仅仅是准备欺诈或未能防止欺诈活动的进行,而这欺诈活动的大部分是发生在国外”。

(六)1933 年证券法规定的其他证券欺诈罪

1. 不正当地使用出版物推销证券

1933 年证券法规定,禁止通过出版物及其出版和发行工作,在没有注明作者已取酬撰文吹捧该证券的情况下,推销该种证券,尽管其中心意图可以不是为该证券的销售发出要约,也是为法律所禁止的,这条规定可能是根据 1929 年美国股市大崩溃前声名狼藉的“透露消息”的人所起的破坏性作用而制定的。现在,虽然这方面的案件很罕见,但也还是存在着。

2. 出售未注册证券

1933 年证券法规定,故意出售未注册证券的,应当承担刑事责任。作为一项重要的证券管理措施,证券法要求证券发行人在证券的出售或“分配”前,必须向证券交易委员会提供

表明有关该发行或发行人的各种重要事实的注册证明。除了依法可以免除的少数之外,凡未注册而出售证券的,都是违法行为。这种注册措施的最终目的是通过保证完全公开某种证券的有关事实情况,防止欺诈行为,促进市场上的公平正当交易。任何故意通过州际贸易出售或转让未注册的证券,无论是否具有诈骗意图,也无论该证券是否在某一诈骗方案或活动中偶然地出售或转让,都是犯罪。法律特别禁止运用邮政州贸易为未注册的证券招徕买主,或者转让未注册股票的说明书。故意违反这些禁令,也构成犯罪。美国司法实践中,单独指控非法出售未注册证券犯罪的案件很罕见。通常,这种犯罪是与根据违反有关证券法的一条或数条反诈骗规定的起诉一起提起的。在这种案件中,诈骗的证据往往被用来证明违反注册要求的犯罪动机。这是因为:规避注册的主要动机无非是为了降低成本或隐瞒欺诈行径,由于法律规定有例外情况可以作为“漏洞”,来实现降低成本的愿望,因而,蓄意违反注册要求的最经常的原因,就是要借此推行一项规模更大的诈骗方案。

在这种案件中,被告人经常运用的辩护理由有两个:第一,被告人称自己出售未注册登记证券的行为,是专家建议的结果。他们说,专家(律师、会计师)错误地劝告说,注册是得到某种豁免的,因此,他认为自己的证券交易行为是法律允许的。被告更经常说,由于自己缺乏在这一领域的实践经验,他完全信任其法律顾问的最后决定。这种辩护理由可能会影响陪审团,使陪审团作出被告无罪的决定。但是,如果证明被告并没有把一项或多项重要事实告诉其顾问,陪审团就会作出有罪的决定。第二,被告称自己根本不清楚证券注册的要求,甚至没有有关法律规定的起码概念。在 1934 年证券交易法中,规定“不知法律”可以是一种辩护理由,但这种辩护理由不能用于无罪辩护,只能适用于对判处监禁的辩护。1933 年证券法的规定不是这样,它不允许不了解法律成为辩护,而是要求被告人的故意犯罪,必须有犯罪动机,即有某种邪恶的目的或错误的动机,这种犯罪目的不要求一定是要违反证券注册登记规定的特定意图。

3. 注册登记中的虚假说明

1933 年证券法中采用的一种揭示事实真相的方法,就是注册登记时提交说明书。为了维护该行政措施的效力,防止规避法律,在注册说明书中对重要事实有所隐瞒或不作充分说明,该法规定:任何人,在依本法规定提供的注册说明书,故意对所要求的重要事实作不真实的说明,或者对为防止误解所必须的重要事实作不真实说明的构成犯罪。

然而,美国司法实践中,依照这条规定提起的起诉一直较少,原因有三:第一,在注册说明书中作虚假说明,主要是为了进行或掩盖一项诈骗活动。虽然从理论上说起诉方可能选择在注册说明书中作虚假说明为由进行诉讼,以避免不得不证明整个诈骗活动。然而,起诉人往往更愿意采用指控整个欺诈行为的办法,这是因为陪审团对诈骗的指控可能更感兴趣,并且对欺诈可能判处的刑罚要比虚假说明重得多。第二,证券注册登记中的虚假说明,一般来说,也完全可以使用联邦刑法中规定的一般诈骗罪来处理。如果使用一般诈骗罪来处理,“重要性”可以由法院认定,而不由陪审团认定。第三,事实上,对注册说明书的虚假说明也同时犯了普通证券诈骗罪,可以根据第 17(a) 节和第 10b—5 规则进行起诉。一般来说,司法人员更愿意使用比较熟悉的普通证券欺诈罪为武器,这样,他们可以以实际或潜在的证券购买者为受害人,而不是以证券交易委员会来处理这种案件。

4. 在证券注册的豁免申请书中作虚假说明

1933 年证券法要求的注册登记,有许多例外情况,符合某个例外情况要求的,可以申请注册豁免。为了防止滥用这种豁免,证券法禁止在申请或利用注册豁免时,对重要事实作虚

假说明。不过,这些规定不是直接规定在证券法之中,而是规定在根据证券法的有关要求而制定的各种规划和条例之中。违反这些规定的,要负刑事责任。例如,联邦规则 256 号规定,不得利用“小额发行”规定的豁免规则,为证券的销售发出书面要约,除非将来的证券购买者(以及证券交易委员会)都被提供一份“开价报单”,其中写明了重要的财务和其他情况,并且这些情况既不是虚假的,也不会使人误解。

(七)1934 年证券交易法规定的其他证券欺诈罪

1. 违反股票利润和借款利率的限额

导致 1929 年股票市场暴跌的原因之一是基于过高的股票利润的股票交易。为了防止因追逐过高利润的股票交易引起证券市场剧烈波动,也为了防止小投资者在太少或太“单薄”的股票利润的基础上购买证券而使其蒙受损失,美国国会规定,证券的价值不得超过规定的现行市场价格的一定百分比。这个规定,不仅限制证券的购买者,而且限制那些可能的购买者,即经纪人、商人和银行等,他们都不不得超过证券利润要求来购买股票。

为了协调证券利润规定和其他法律法规的关系,证券交易法规定,由联邦储备组织理事会,而不是证券交易委员会,负责这项工作,联邦储备组织理事会根据这一授权颁布了三个条例:条例 G,为银行,经纪人或商人以外的人规定了证券利润;条例 T,为经纪人,商人以及国内证券交易人员规定了证券利润;条件 U,为银行规定了证券利润。此外,美国国会还规定了对经纪人和商人借款和负债总额与净资产之比及证券抵押的类似限制。这一规定的目的是为了防止经纪人和商人承担过分的义务,并且是为了保护投资者免受同“一夜致富”的交易者作交易时产生的风险。

1942 年,美国联邦法院曾经根据这方面的法律,成功地起诉了一诈骗案。被告莫克与一名叫艾利奥的同伙,搞了一起所谓的“自由驰骋”计划,莫克为艾利奥的帐目购买证券但不需艾利奥付钱,他们两人都指望有关的证券将很快涨价,因此购价将可以通过高价出售证券取得的赢余收益中收回。如果该证券属于艾利奥,莫克就违反了交易法中关于证券利润限制的界定;如果该证券属于莫克,莫克就违反了关于借款限制的规定。在每一种情况下,法院都能够认定莫克违反了证券交易法规定。

2. 操纵股市

1933 年证券法和 1934 年证券交易法都有特别禁止“任何作为或将作为诈骗行为出现的行为、作法或商业活动”的规定,这显然包含绝大多数即便不是全部操纵股市的行为。尽管如此,在证券交易法和据此颁布的规则中,国会和证券交易委员会为了特定的目的,将某些特别的操纵股市的行为单独加以规定。为了证明普通证券欺诈罪,必须证明正在进行的行为,事实上具有诈骗、欺诈或类似性质;而根据特殊禁令追究的特殊操纵股市罪,只需要证明被告正从事有关的活动就足够了。当然,在根据规定必须证明被告人从事这些活动,不仅必须具有故意而且必须具有邪恶目的时,这种区别就不那么重要了。

然而,在美国司法实践中,追究操纵股市行为的刑事责任,究竟应当根据什么法律,这要取决于具体案情。由于根据特别的禁止操纵股市条款或规则进行起诉,必须解决有关的技术性问题,因而可能产生特殊困难,所以美国检察机关一直避免把操纵股市罪与其他犯罪放在一起一并起诉,以防止追究操纵股市罪时产生的特殊技术性问题,干扰和拖延整个刑事案件的审判。

3. 向证券交易委员会提交的文件中作虚假说明

为了实施对证券市场的有效管理,与证券有关的所有重要情况,包括证券发行人、购买

人、经纪人的各种与证券有关的重要情况,都必须向证券交易委员会报告,定期报告、代理报告与证券有关的经营、程序、资金、发展人事、普通或特殊案件,都应当在报告之列。不提交这些报告,或者报告失实,报告容易令人误解,都属违法行为。比较常见的与刑事责任有关的违法行为是:虚假的年度报告、季度报告、代理报告和资产报告等。在这方面的案件中,经常产生的一个问题是专家的责任问题。由于在准备或提交这些法律要求的报告时,会有一些专家(律师或会计师)参与其中。专家在这些文件上签字之后,他就有可能要承担由此产生的刑事责任,如果能够证明他知道的这份文件是假的,或者他轻率地忽视了该文件的真实性,或者有意避免就该文件的真实性作出判断,他都会受到刑事处罚。即使这名专家没有在文件上签字,但是如果他积极地帮助准备或提交了该文件的准备和提交方法,他也仍然可能受到刑事追究。例如,当会计师在为一证券发行人准备财务说明时,必须依靠发行人提供精确的基础数据。如果要进行全面审计,这个会计师就必须对这些数据进行各种检查。如果只是进行一种非坚定性“审查”,这类检查就会少得多。如果只是要求准备反映未来或假设情况的“假定说明”,在一般情况下无须检查。这样,在一定的情况下,如果报告是假的,那么,会计师就会因为他在准备这些报告时起的作用,而被追究刑事责任。

在这类刑事诉讼中,有两种针锋相对的意见。一种是专家的辩解,专家们认为,如果他们在准备或审查有关报告时的行为,符合规定的职业标准的话,他们就不应该对虚假报告负责。另一种是检察官们的意见。他们认为,即使专家对虚假报告之事一无所知,只要他们是轻率地忽视了这些报告可能有假的那些可疑的信号,他们也要为这些虚假报告负刑事责任。他们认为,专家们遵守了职业标准,虽然有一定的说服力,但这并不能证明被告所认可的事实就不是虚假的这一事实。无论职业标准怎么说,一名会计师不能说没有任何义务公开其有理由的相信(发行人在进行诈骗或欺诈)的事实。如果一份证明书甚至不能暗示其所证明之事是有问题的话,那么,这种证明书就没有任何意义,它就会变成一种对公众信任的陷阱或欺骗。另外,已被接受的会计规则,规定会计师的普通工作程序。然而一旦会计师没有理由怀疑所做工作的真实性时,他就有义务扩展该程序,以确实这种怀疑是否有根据。

第四节 证券内幕交易分析与防范

一、内幕交易概述

内幕交易是指任何单位和个人,利用尚未分开的,可能影响到证券市场上证券价格的证券信息而进行证券发行和证券交易的行为。

(一)我国证券市场上内幕交易存在的现实和可能性

内幕交易属于证券市场上的不正当竞争行为之一,能给交易人带来暴利。受这种巨额利润的驱动,证券市场上为数不少的有条件知道内幕信息的人员,常常从事内幕交易行为,不惜触犯法律。中外情形皆然。在国外,特别是证券业发达的美国,从事内幕交易更多的是证券公司、咨询公司的公司董事长、总经理,还有政府官员以及这些人的种种社会关系。

在我国,目前全国已建立了一百多家证券公司。这些证券公司绝大多数是国家主办的,主持人和负责人都是国家官员。他们资金充足、信息灵通、独享垄断权。加上我国传统上重视亲情、友情、上下尊卑关系,法律观念、保密意识淡薄。这些证券官员中的不讲职业道德,意志薄弱者以权谋私搞内幕交易相对比较容易。据报道,1992年8月深圳的认购股票风波,有内部职工4000余人涉及舞弊。这只是暴露出的突出一例。

(二)内幕交易行为的涵义和特征

内幕交易是指任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的,利用内幕信息进行证券发行、交易活动。1993年9月2日国务院证券管理委员会发布的《制止证券欺诈行为暂行办法》规定,内幕交易包括下列行为:

- (1)内幕人员利用内幕信息买卖证券或者内幕人员建议他人买卖证券;
- (2)内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息进行内幕信息交易;
- (3)非内幕人员通过不正当的手段或者其它途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券;
- (4)其它内幕交易行为。

内幕交易是证券市场上的不正当竞争行为;是证券市场人员不诚信、违反职业道德的行为;是影响证券信誉、妨碍证券市场正常运作的行为;内幕交易行为侵害的对象是公众(股东)的经济利益;内幕交易行为的情节轻重、危害程度往往很难具体度量,因而任何内幕交易行为均是犯罪,而另一种内幕交易行为则不是犯罪,只会导致证券市场上知悉内幕消息人员对内幕交易行为乐此不疲。内幕交易行为的特点一般包括:

- (1)内幕人是掌握一定内幕信息的人,包括证券主管机关中管理证券事务的有关人员,证券交易所管理人员及有关人员,证券经营机构中与股票发行或交易有直接关系的人,与证券发行者有直接行政隶属或管理关系的机关工作人员,以及其它知悉证券情报的人员。
- (2)内幕交易人直接或间接地为自己或他人买卖证券。
- (3)内幕交易往往同证券商秘密搭伙,共同从事证券交易。
- (4)证券持有人暗中非法进行证券交易,往往是在重要信息和未公开信息公布之前或者刚公开便立即暗中进行非法证券交易。

(三)内幕交易的行为态势和行为客体

1. 内幕交易的行为态势

1988年前,美国证券理论界和实务界曾经围绕着内幕交易行为态势——内幕交易是否应以利用“内幕信息”为前提展开了一场论战。一种观点认为,内幕交易必须利用内幕信息为基础,因为法律禁止内幕交易的主要目的、在于防止不公平、禁止和阻碍人们以不公平的方式获取利益和减少损失。内幕人员只有利用内幕信息进行交易,才构成不公平(因其它人无法利用这些信息),才构成违法。另一种观点认为,内幕交易不一定利用内幕信息为基础。因为法律之所以处罚内幕交易,主要是处罚内幕人员在交易过程中,没有向交易的对方公布自己所知道的内幕信息。因而,内幕人员只要在获悉内幕信息时从事证券的买卖,其行为便违反了证券交易法的有关规定,可以完全不用问其交易行为是否利用了内幕信息。美国证券交易委员会的这种观点是建立在被告对交易的另一方负有“信用义务”的基础上的。

实务界也有将上述两种观点折衷起来的。例如在 SEC v. Moreheacc, 17 sec. Reg. & L. rep. (BNA) 2119 C D Colg, Dec, 5, 1985, 案中被告在出售股票时已获知内幕信息,但他辩驳,他之所以会在那时出售股票并非出于知道内幕信息,而是为了还清银行贷款。该案在法院判决前,SEC 就与被告达成了和解;SEC 以行政命令的方式,命令被告在一定时期内,不得再从事与证券有关的行为,但 SEC 并没有要求被告缴纳抛售所得的利润。

美国于 1988 年制定的《内幕人交易与证券欺诈执行法》规定:只要内幕人员在从事交易时知道内幕信息,他就应该接受处罚,而不问其交易行为是否基于他所知道的这些信息。此外,由美国法律协会所草拟的“联邦证券法”的有关条款规定:在内幕交易案件中,只要能证明被告在交易过程中知道内幕信息,被告就必须负责,而不问交易的目的或其交易行为是否基于已获悉的内幕交易信息。

2. 内幕交易的行为客体

按照各国法律的规定,有价证券除了股票之外,还包括公司债券、新股认购权利证书等等,而且实践中在证券市场上交易的有价证券也不限于股票一种。因此,内幕交易规范对象客体不能仅限于股票。在各种有价证券交易中,决非仅仅股票买卖行为有受内幕交易规范的必要。例如,可转换公司债券就具有潜在性股票的性质,对股票价格有影响的信息,对可转换公司债券的价格也有同样的影响。如果获悉公司内幕信息的人员,不买卖股票而买卖可转换公司债券,其对证券市场造成的,与买卖股票所造成的影响并没有什么区别。

一些证券法学者认为,内幕交易之所以需要予以明文规范,是因为证券市场交易与不经由市场的场外交易不同,场外交易与一般商品的买卖并无不同,它们只要按照一般买卖的法律关系处理即可。内幕交易不包括场外交易。但需要指出的是,上柜股票交易并不经由集中市场,而在证券商品的店头进行,即一般所谓的“店头市场”。店头市场的交易,在理论上来说就是面对面的交易,买卖双方可以进行价格交涉,因此似乎没有将其列入内幕交易的必要。例如,日本现行法即将店头市场交易排除于内幕交易规范范围之外,其理由之一即为店头市场采取张议价交易方式,如果出现内幕交易,可依照已有的反欺诈条款论处。另一些法学者认为,店头市场仍是一个有众多投资人参加的公开市场,其买卖的成立仍需证券商的介入来充当中介,而一个真正发达的店头市场,实际上的交易是以证券商提供的参考价格为基础,通过证券商的电脑联网系统来完成,交易双方直接进行价格交涉的情形并不多。因此,在店头市场,参与交易的投资人对市场的公正性,健全性的信赖,其重要性并不比集中市场低。所以,这些法学家主张将店头市场的交易也列入内幕交易规范范围。

二、内幕人员的涵义

一般地说,内幕人员是指通过与某一公司进行业务联系和经营某一公司的证券而掌握内部资料的人。各国法律对于内幕人员的规定大相径庭。巴西、新西兰、瑞士、瑞典等国对内幕人员范围的界定在法律上根本没有规定。德国、意大利、荷兰等国对内幕人员范围的界定较窄。有的国家——如澳大利亚、加拿大、菲律宾、法国、美国对内幕人员范围的界定较宽,接受内幕人员消息的人也被视为内幕人员。在美国,公司的董事、行政负责人及其它能得到其雇佣公司内幕消息的行政人员和技术人员都是内幕人员。澳大利亚证券行业法规

位,而视为具有控制权。台湾证券法专家认为,既然以股东对公司的影响力作为证交法第157条第二款规范的理论基础,那么大股东应该理解为实质大股东,即所谓“持有”,不以本人名义为限,也不以已登记于股东名簿为准,而应以其实际能支配的有表决权的股份数进行计算。

(二)暂时的内幕人员

在某些特殊的情况下,公司会将“内幕消息”告诉公司以外的人,以便利这些人顺利地为公司提供服务,例如公司的律师、会计师等等。这些人虽然不是公司的职员,但也对公司和股东负有“信用义务”。他们之所以要承担这项义务,并非仅仅是因为他们知悉了有关公司未公开的重要信息,而且因为他们与公司建立了一项特殊的关系,要为公司提供重要的商业服务;而公司正是因为这项关系的建立,才将未公开的重要信息提供给他们,因此他们有义务不滥用因工作关系或职务关系所获取的消息。

台湾证券交易法第一百五十七条第三款所列举的规范对象主体为:基于职业或控制关系获取信息之人,就是我们所说的“暂时内幕人员”,或称为“准内幕人员”。这里的“职业”涵盖了与发行公司之间的契约关系。“基于职业关系获悉信息”,应该以其职业的内容有得以获悉信息的预见可能性为要件,这样使它的范围扩大到与发行公司没有直接关系的人,法人也可以成为违法内幕交易的行为主体。

(三)由内幕人员外接受信息者

信息领受人又称次部内幕人员。按照《台湾证券交易法》第一百五十七条第四款规定:从传统内幕人员和暂时内幕人员处知悉信息者为受该款规范的主体对象。也就是说信息领受者,不应该只包括直接自前三款的内幕人员处获悉信息者(第一手领受者),而且还包括间接从前三款的内幕人员处获悉信息者(第二手以下的信息领受者)。

在我国,中国人民银行1990年10月12日印发的《证券公司管理暂行办法》第17条规定:“证券公司不得从事操纵市场价格、内幕交易、欺诈和其它以影响市场行情从中渔利的行为和交易。”该条款虽然从原则上规定了内幕交易为非法行为,但没有详细规定内幕人员的定义和范围,因此尚难以达到利用法律手段对内幕人员交易进行有效管制的目的。上海市人民政府1990年11月27日发布的《上海市证券交易管理办法》第39条规定,在证券交易中,禁止任何单位和个人“利用内幕消息从事证券买卖”;第40条规定:“禁止下列人员直接或间接为自己进行股票买卖:①证券主管机关中管理证券事务有关人员;②证券交易所管理人员;③证券经营机构中与股票发行或交易有直接关系人员;④与发行者有直接行政隶属或管理关系的机关工作人员;⑤其它与股票发行或交易有关的知情人。”该办法既规定了内幕人员交易属非法行为,又规定了内幕人员的范围,这在我国证券立法上是一大进步。第40条既有优点,也有不足。优点具体表现为,第四项有一定的独创性,对我国目前的实际情况针对性较强;第五项对内幕人员的范围规定得较宽,这一规定有利于对内幕人员交易进行有效的法律管制。但是此条规定仍过于抽象而不够具体,不利于严格执法。“有关人员”究竟包括哪些人?在立法上还要加以具体化,例如规定公司的高级职员、董事、占一定比例股权的股东等等,并且对高级职员、董事等名词的范围再用条文进一步加以规定。

中国人民银行总行1991年6月15日批准施行的《深圳市股票发行与交易管理暂行办

法》第 29 条第三款规定：“党政机关干部、现役军人、证券从业人员和证券有关部门工作人员不得买卖股票。”该条款的立法原意是防止内幕人员交易，实际上对内幕人员的范围也作了界定。从目前来看，我国证券市场刚刚起步，证券法规的立法、执法均不健全，为了防止腐败，防止内幕人员交易，采取矫枉过正的办法，在短期内这样规定固然不失为一种过渡性的具有现实意义的方法。但从长远来看，这个范围定得过宽，难免有“一刀切”之嫌。纵观各国证券立法，均无对党政机关干部、现役军人一律不准参加股票买卖的规定。我国党政机关的一般干部、现役军人，作为我国的公民，具有民事主体的身份和地位，只要国家认可依法进行的股票买卖属合法的，正当的民事活动，那么，他们就应当有权在不执行职务时依法参加股票的买卖。但一般也要针对性地规定某些高级官员、军事首长在执行职务时不得买卖股票。另一方面，对内幕人员的范围在有些地方又定得过窄。如上市的董事、监事、经理等高级管理人员以及其它知内情者是否属于内幕人员的问题，该办法有明确规定。第 41 条虽然规定了“上市的董事、监事、经理等高级管理人员的所有公司的股票新股认购权证等有价值证券，在任期内不得转让。”虽然一般认为这条规定的立法意图在于保证上市股份公司的决策有相对的稳定性，但其客观上还是起着遏制上市公司高级管理人员利用内幕信息抛出该公司股票的作用。但是，对上市公司的董事、监事、经理等高级管理人员在完全有可能推断其能获得该公司内情的情况下是否能再购进该公司新股的问题，《暂行办法》没有予以明确。考虑到第 29 条对党政机关干部等人员的规定，给人一种并非将上市公司的高级管理人员算进内幕人员之列的认识。所以，虽然第 43 条第四款规定了禁止任何人利用内幕信息从事证券买卖的原则，由于没有一个确切的内幕人员的定义和适当的范围，使得第 43 条的这一规定在执行中不利于操作。

国务院证券管理委员会于 1993 年 9 月 2 公布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》是这样界定内幕人员的：内幕人员是指由于持有发行人的证券，或者在发行人或者与发行人有密切联系的公司中担任董事、监事、高级管理人员，或者由于其会员地位、管理地位、监督地位和职业地位，或者作为雇员、专业顾问履行职务，能够接触或者获得内幕信息的人员。包括：

(1) 证券发行人的董事、监事、高级管理人员、秘书、打字员，以及其它可以通过履行职务接触或者获得内幕信息的职员；

(2) 证券发行人聘请的律师、会计师、资产评估人员、投资顾问等专业人员、证券经营机构的管理人员、业务人员，以及其它因其业务可能接触或者获得内幕信息的人员；

(3) 根据法律、法规的规定对发行人可以行使一定管理权或者监督权的人员，包括证券监管部门和证券交易场所的工作人员，发行人的主管部门和审批机关的工作人员，以及工商、税务等有关经济管理机关工作人员等；

(4) 由于本人的职业地位、与发行人的合同关系或者工作联系，有可能接触或者获得内幕信息的人员，包括新闻记者、报刊编辑、电台主持人以及编排印刷人员等；

(5) 其它可能通过合法途径接触到内幕信息的人员。

三、内幕信息

内幕信息是指为内幕人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券价格的重大信息。内

格的信息,都会视为重要信息。

(二)未公开的信息

内部信息一旦公开,则视其为内幕交易禁止规范的解禁。我们可以从两个角度对信息是否已经公开加以考察。第一是有无公开的积极行为,第二是信息是否已处于公开的状态,这两个条件必须同时兼备。公开的积极行为,指的是有权公布该项信息的人士,在使一般投资人都能知道该信息的目的下,将此项信息予以传送的行为。消息已处于公开的状态,则是指该项信息处于为大多数个人(机构)都能够获悉的情况。根据“有效市场”,一旦信息被相当数量的投资人(机构)知悉后,会影响他们的投资判断和决策,相关公司股价会很快产生波动,或涨、或跌,这便可以反映出证券市场对该项信息的感受灵敏度。只有当该项信息已经基本被证券场所吸收和消化,那么该项信息才能视为已经公开。

在美国 SEC 诉讼案中,被告(系内部人员)在公司向新闻界发布公司探矿成功的信息才 30 分钟,就在股票市场上大量购进该公司股票。该被告认为,当他买进股票时,公司已将有关消息对外公布了,所以他并未利用未公开的信息进行内幕交易。但法院不同意被告的辩解,他们认为虽然公司在被告买进股以前约 30 分钟发布了信息,但并非所有投资人都已获悉这项信息;另一方面,对于已在这 30 分钟内获悉信息的投资人(机构)而言,他们也绝对没有足够的时间来吸收、分析、消化该项信息,因此,内部人员必须要再等待一段更长的时间后,才能比较安全地在证券市场上进行证券交易。至于这时间究竟为多长?法院拒绝提供一张时间日程表,“具体问题具体分析”是他们留下的“说法”。

一般地说,如果信息牵涉到的相关公司具有相当规模,并且在证券市场上相当受投资人的注意,当公司公布的信息,是投资人(机构)在获悉后可以迅速衡量信息时,该项信息可以在几个小时内对股票价格产生其应有的影响。反之,如果公司规模相对来说比较小,或在商场上并不活跃,或者所公布的信息本身较为复杂,且不易在短时间内对该项信息作出判断时,信息可能要在公布数天之后,才会对股票的价格产生应有的影响。

美国法律协会所草拟的《联邦证券法》第 202(64)条规定:当公司公布了重要信息一周之后,这项信息应被视为已由证券市场充分消化,可以安心地在市场上买卖相关股票。台湾证券交易法对此未作明文规定,但台湾证券交易法第 157 条之一第二项主张,凡违反本条第一项的交易者(即从事内幕交易者),对于善意从事相反买卖的人所受损失赔偿的数额,为其利用内部信息买卖股票的价格,与信息公布后十个营业日收盘平均价格的差额。根据这一主张,该法可视为:当信息公布之后十个营业日,市场上应可以完全吸收,消化所公布的消息。

根据我国《股票发行与交易管理暂行条例》和《禁止证券欺诈行为暂行办法》的相关规定看,公布与公开应以有关信息和文件刊登在中国证监会指定的报刊上为准,如《中国证券报》。

1993 年 9 月 2 日国务院证券管理委员会发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》对内幕信息包括的内容是这么规定的:

(1)证券发行人订立重要合同,该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果中的一项或者多项产生显著影响;

- (2) 证券发行人的经营政策或者经营范围发生重大变化;
- (3) 证券发行人发生重大的投资行为或者购置金额较大的长期资产的行为;
- (4) 证券发行人发生重大债务;
- (5) 发行人未能归还到期重大债务的违约情况;
- (6) 证券发行人发生重大经营性或者非经营性亏损;
- (7) 发行人资产遭受重大损失;
- (8) 发行人的生产经营环境发生重大变化;
- (9) 可能对证券市场价格有显著影响的国家政策变化;
- (10) 发行人的董事长,三分之一以上的董事或者总经理发生变动;
- (11) 持有发行人百分之五以上的发行在外的普通股的股东,其持有该种股票的增减变化达到该种股票发行在外总额的百分之二以上的事实;
- (12) 证券发行人的分红派息、增资扩股计划;
- (13) 涉及发行人的重大诉讼事项;
- (14) 发行人进入破产、清算状态;
- (15) 发行人章程、注册资本和注册地址的变更;
- (16) 因发行人无支付能力而发生相当于被退票人流动资金的百分之五以上的大额银行退票;
- (17) 发行人更换为其审计的会计师事务所;
- (18) 证券发行人债务担保的重大变更;
- (19) 股票的二次发行;
- (20) 证券发行人营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十;
- (21) 发行人的董事、监事或者高级管理人员的行为可能依法负有重大损害赔偿责任;
- (22) 发行人的股东大会、董事会或者监事会的决定被依法撤销;
- (23) 证券监管部门作出禁止发行人有控股权的大股东转让其股份的决定;
- (24) 证券发行人的收购或者兼并;
- (25) 发行人的合并或者分立;
- (26) 其它重大信息。

四、内幕交易类型与内容分析

内幕交易是不法投机者欺骗证券投资者,赚取暴利的一种常用手段。所谓内幕交易,最初是批发证券的公司的内部人员或关系户,如董事长、董事、公司股票签纪人、公司经理等等,利用公职、工作之便利。诸如公司内部的经营情况、决策信息、商业秘密,领先在证券市场上进行证券交易,或者进行内外勾结,利用权力为他人提供方便,从中牟取暴利。现在的内幕交易涉及范围更大,涉及的人员也更复杂。

内幕交易犯罪行为并不是新鲜事。自从出现证券市场,它便应运而生。美国证券与汇兑委员会纽约办事处前负责人索尔金说:“这种现象就跟抢劫银行一样难以消失。”内幕交易形形色色,五花八门。比如说,企业的负责人难道不是事先就知悉他们公司良好的经营业绩

或者提前谘知本企业获得某项有利可图的合同吗？于是他们建议其女友或者亲属在股票价格上扬前赶快购买股票。一个专职人员（会计师、律师、审计师、投资顾问）在准备提出一项对某家交易所上市的公司有关的报告时的法律任何在呢？他们中许多人在市场尚未作出反映之前，就采取了措施。一个证券经纪人不是经常收到客户的大量的购买指令吗？他会在导致股票上升的交易之前，先去充盈自己或朋友的证券帐户。袭击者集团在对一案“靶子”企业进行野蛮标购之前，不是要找一家投资银行和一位律师作为专门顾问吗？知情者就会在他们在其它城市、其它国家或地区设立的证券帐户上拼命地吃进“靶子”公司的股票。

内幕交易行为破坏了信息公司制度，扰乱了证券市场秩序。刚刚起步的中国证券市场，也正面临着内幕交易这种证券欺诈行为。对此，我国政府已经开始系统性的立法工作，健全证券市场管理制度。我国政府已经颁布了《股票发行和交易管理暂行办法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《企业债券管理暂行条例》等法规、条令和通知，可以说，我国证券市场的运行和管理正逐渐走向规范化、法制化、国际化轨道。但是内幕交易仍然屡禁不止，这主要是内幕交易行为主体能够利用内幕信息获取巨额利润。

在以下的篇幅里，我们将根据内幕交易行为的不同类型，精选由国内外证券市场中出现的内幕交易案例，对它们进行详细的表述（介绍发生、发展过程及影响）和中肯的分析，并提出一些参考意见以利于投资者有益的防范。

（一）内幕人员利用内幕信息买卖证券或者根据内幕信息建议他人买卖证券

此类案例涉及的对象包括公司本身、公司董事、高级职员，在工作上能够接触非公开信息的雇员，控制公司的人士或被公司控制的人士，以及上述人士的配偶和其它直系亲属，以及一些非内幕人员。

（1）证券发行人的董事、监事、高级管理人员利用职务上的便利获取内幕信息并进行证券交易或者根据内幕信息建议他人买卖证券。

（2）发行人聘请的律师、会计师、资产评估人员、投资顾问等专业人员、证券经营机构的管理人员，以及其它因业务能接触或者获取内幕信息人员利用内幕信息进行证券交易，或建议他人进行证券交易。

①专业顾问利用内幕信息进行内幕交易。

专业顾问包括投资银行、会计师、估值师和律师。虽然他们不是公司的全职雇员，但是他们代表公司处理各类的事务的过程中，有机会了解哪些会影响公司的敏感的敏感的信息。

②证券经营机构的管理人员，业务人员利用内幕信息买卖证券或建议他人买卖证券。

证券经营机构是指依照国家有关规定，向记券主管机关提出经营证券业务的申请，经批后始得经营证券业务的机构。根据《上海市证券交易管理办法》第 47 条规定，证券经营机构的法定经营范围包括：承销证券、自营买卖证券、代理买卖证券、证券投资信托、证券融资、证券的登记、签证、结算兑付、集中代管、帐户处理或代办户、提供证券发行、投资等方面的咨询、其他与证券有关的业务。以获准从事的业务范围为准、证券经营的业务，以获准从事的业务范围为准，证券经营机构可分为证券公司，证券金融公司、证券投资信托基金、证券登记公司、证券投资咨询公司、证券交易营业部和证券交易代办点。

③其他因业务关系可能接触或者获得内幕信息的人员，用内幕信息买卖证券或者根据

内幕信息建议他人买卖证券。

(3)根据法律、法规的规定,对发行人可以行使一定管理权或者监督权的人员,包括证券监管部门和证券交易所的工作人员、发行人的主管部门和审批机关的工作人员,以及工商、税务等有关经济管理机关的工作人员等利用内幕信息买卖证券或者根据内幕信息建议他人买卖证券。

(4)由于本人的职业地位、与发行人的合同关系或者工作联系,有可能接触或者获得内幕信息人员利用内幕信息买卖证券。

(5)公司董事、股票经纪人、律师等其他内幕人员内外勾结利用内幕信息进行证券交易或建议他人利用信息进行内幕交易。

(二)内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息进行内幕交易

(三)非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券

(四)其他内幕交易行为

除了内幕人员利用内幕信息买卖证券或者根据内幕信息建议他人买卖证券;内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息进行(买卖证券);非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券使投资者利益受到损害外,还有其他类型的内幕交易行为。

目前深圳、上海股市和台湾股市的情况有些相似,也即市场中人为因素很多,以下一宗有关内幕消息的骗局,虽然发生在台湾,但对大陆股市的投资者,颇有值得借鉴之处。

有人说“台湾的股票市场是个吃人的市场,深圳的股市是冒险家的乐园”,这虽然有点夸张,但对很多初入股市的人来说,这句话未必不是个警钟,至少在股市上作战遇事小心谨慎点,总免得被做手吃掉后懊悔要好些。在世界各国的股票市场里勾心斗角的故事很多,吃亏上当的投资人也不在少数,所以,投资人不要轻信别人的说话,也不要迷信所谓的内幕消息,毕竟人心难测,谁知道告诉你消息的人,心里打的是什么算盘呢?何况很多人在进行内幕交易时还搭进了自己的财产。

五、内幕交易的法律管制

证券内幕交易的不断出现并且规模的日益扩大,严重地影响了证券市场的公平交易,使证券市场的信誉受到了很大伤害。因此,各国政府往往不得不采取一系列措施予以禁止。证券交易中对内幕人员交易进行法律管制成为证券市场管理和立法的一个重要问题。

(一)内幕交易法律管制的必要性

1. 赞成立法禁止内幕交易观点的主要根据

(1)对公司造成了损害说。这种观点认为,内幕交易可能会损害到信息所涉及的公司,因为该公司股票价格可能无法适时地在市场上被正确反映,故而造成了公司的损失。但是,当内幕人士得知未公开的重要信息而有意隐瞒,以便利自己进行交易时,也可以对公司有利(假设这一信息为可以由内幕人士在得到消息时加以公布)。因为保持信息的秘密,也许有助于公司在营运中战胜竞争对手。关键的问题是在这种情况下公司到底受到了多大的损

可见,还必须有其它要件的发生(如诈骗、胁迫、误导等),才能造成法律行为的无效。

2. 反对立法禁止内幕交易观点的主要根据

(1)在市场上能够反映信息说。有些学者主张,内幕信息可以促进信息的传播,正确地反映股票的价格。当内幕人员开始利用内幕信息进行股票买卖时,有可能刺激股价,促使其它投资者跟进。但投资大众普遍认为,这些反映或跟进,并不是因为正确地判断信息而导致的,而是一种揣测猜度。如果要正确地反映股价,最直接的做法应该是尽快地公布正确信息,提供给投资者以足够的资料,透过资料的分析决定公司的价值,而不是以内幕交易的方式来猜度公司的价值。

(2)对企业家的奖励说。这种观点认为,在工商社会中有一群被称为“企业家”的人,他们有能力革新、管理现代化企业,并且给予现代化企业新的机会,但是这些人数甚少,公司给他们的薪金也不够高(少数例外),不能与他们所做的努力成正比。即便企业界现有的红利制度、入股制度,也并不足以激励他们为公司提供最佳的服务。但如果不禁止他们进行内幕交易,则可能激发他们工作的积极性。

这种观点为大多证券专家所反对,他们认为,事实很难证明,企业界所提供的各项鼓励措施,仍不足以鼓励企业家为他们的公司贡献心智。因为企业家的报酬往往取决于公司本身的年度业绩(比如分红制度),而且企业家对公司如何订出他们的薪金往往具有相当大的影响力。再者,若企业家认为现有的奖励制度不足以完全激励他们,他们可以要求公司采取措施加以改进。而公司如果感到企业家对公司的贡献的确非常显著,也必然会全力改进,以挽留专业人员。如若不然,对公司待遇感到不满的企业家就会择良木而栖,换到另一家酬劳较好的公司工作。因此,没有理由允许企业家从事内幕交易以弥补薪金的不足。其次,内幕交易可以使企业家利用公司的不良营运来谋求私利,而公司的营运不良,往往又是企业家不当经营的结果。若企业家知道公司的营运不佳而获利降低时,企业家就会将自己持有的股票先行出售以避免损失,从而造成了投资人的损失。再次,当企业家被允许由内幕交易中图利时,他们很可能为了自身的利益而延迟正确信息的公布,从而造成了对公司、投资者的伤害。原本为了奖励企业家辛劳的措施,却成了伤害公司的工具。

(3)禁止内幕交易消耗资源与所得成果不相当说。这种观点认为,政府所能运用的资源(包括人力、物力、财力等)是有限的,所以政府必须根据成本一效益原则最恰当地运用这些资源以获得最大的成果。而内幕交易是一种不容易侦察、更难以证明的行为;政府即使发现了一起内幕交易事件,也不免会漏十挂一,而为了要执行禁止内幕交易的法律,往往会把本来已经稀缺的各种资源再加以分配,势必忽略了其它的事情。这种观点主张,如果内幕交易是一件不好的事情,一件不具有经济效应的事情,政府应该要让市场去决定,由市场力量把它铲除,而不用政府来做,政府有其它更重要的事情需要处理。

这种说法具有明显的片面性,不符合社会心理。政府机构之所以致力于禁止、处罚内幕交易,是因为内幕交易会影响到投资者对证券市场的信心,而政府执行工作,正是向投资者的感受做出反映。当然,政府的能力和所能运用的资源都是有限的,所以在禁止内幕交易的过程中,政府必须依靠其它团体的合作,特别是与证券市场相关的团体。政府之所以要明文禁止内幕交易行为,除了“维持证券市场交易之公平性,保护投资人”外,尚有更深一层次目

的,即“维持一般投资人对证券市场公正性、健全性之信任。”如果对内幕交易不加禁止,任其在证券市场横行无疑将有损于一般投资者对证券市场公正性、健全性的信赖,减低一般投资者在证券市场上的投资意愿,最终将阻碍证券市场的健康发展。

(二)禁止内幕交易的法律观念的演进

美国是世界上最早对证券市场实施政府监督和管理的国家,美国的管理模式是富有效率的,而且在证券的司法理论与司法实践方面,美国也一直走在前列,成为各国效仿的榜样。在美国关于禁止“内幕交易”的立法,是以《1934年证券交易法》第10节(b)条,美国证券交易委员会根据该条例制定的规则10b—5,根据1934ACT第14条(e)款所制定的规则14e—3,美国国会在1984年制定的《内幕交易制裁法》以及1988年制定的《内幕交易与证券欺诈执行法》为主要的司法审判与制裁工具的。

1.《1934年证券交易法》规则10(b)—5

《1934年证券交易法》第10(b)条规定:任何人直接或间接地利用州际贸易的任何手段或工具,或邮寄手段,或任何全国性证券交易所的任何设施,就有关在全国证券交易所的任何注册证券或任何非注册证券的买卖,进行或雇人进行操纵或违反证券交易委员会保护投资人和公共利益所制定的必须和适当的条例及规则的欺骗手段或阴谋诡计的,为非法。

规则10b—5有关“操纵和欺骗手段的使用”规定:……进行以下行为的,为违法行为:①使用任何手段,计划和策划进行欺骗;②就重要事实作虚假陈述,在根据环境应该作出避免误导的陈述时保持沉默;③就任何证券的买卖,参加对任何人的欺骗或欺诈的活动、行为和商业过程。

可见,《1934年证券交易法》第10(b)条与规则10b—5在制定之初并非为了制止内幕人员交易,而是用于防止任何人在买卖证券时,利用不正当或欺诈手段使投资人受损的。美国联邦最高法院在1975年指出,Rule 10b—5在制定之初,其主要目的是为了弥补1933年联邦证券法第17条(a)款之不足,作为一项禁止在证券交易中卖方对于买立实施诈骗行为的规定。直至1961年,证券交易委员会才以10b—5规则作为处罚内幕交易规则。自始以后,Rule 10(b)—5才成为美国各级法院面临内幕交易时,最经常引用的规则,但是为何要适用Rule 10(b)—5?该项规则的法理基础如何?在面对不同类型的内幕交易案件时,法院是否可用一个统一的法律概念来解释这项规定的运用?美国司法实务界对于这些问题,虽然发展了不同学说,但尚未能完全解决所有的问题。

2.“信用义务”学说

《1934年证券交易法》制定之前,当公司股东在面对面的交易中,因为买方(特别是当买方为公司经理人或董事时)在交易过程中并未揭露重要事实,而将股票以较低的价格出售给买方时,股东经常以侵权行为法中“虚伪陈述”的观念要求赔偿损失。

在Strong V. repide 213 U. S419 (1909)案中,被告是一家位于菲律宾的美国糖业公司的总经理,原告为该公司的股东。被告知道公司即将与菲律宾政府签订一项对公司有利的合同后,向原告购买所有该公司的股票。然而,在交易过程中,被告并未告知原告这一信息,而且也未告知原告买者的身份。原告发现真实情况后,就向法院提起诉讼,要求赔偿损失。法院判决中指出,侵权行为法一般仅限制禁止积极的“虚伪陈述”以及“半真半假”的陈述,并

不一定要要求一般交易的一方对另一方提供所有重要信息,但是此案具有某些特殊性,被告身为公司的总经理,而公司即将签订合同,这一点足以强制要求被告提供充足的信息,以符合公平的原则。

Strong 案所建立的原则,被美国各个法院逐渐加以采用并将其范围扩张,要求公司董事和经理人在与公司股东从事与公司有关的交易行为时,负担起主动向股东告知一切重要事项的积极义务。法院在不同的判决中分别指出,这项原则是由公司董事、经理人对于公司股东所负的“信用义务”推演出来的一项原则。遵循上述判决及原则,SEE 开始用 Rule 10b—5 作为规范内幕交易的工具时,美国联邦法律已经逐渐建立起一个基本原则:当公司内幕人士与公司股东进行面对面的证券交易时,内幕人员负有告知公司股东一切重要信息的义务。Rule 10b—5 禁止任何人从事与证券交易有关的活动时利用任何方式欺骗交易的另一方。这个原则是建立在“公平”的观念上。从法理角度来说,当任何人受到他人的委托而负责处理他人的财产时,受托人必须要完全为委托人利益工作;受托人除了收取双方同意的利润之外,不可以预谋得到额外的利润,更不可以牺牲委托人利益的方式来为自己牟取暴利。这就是受托人义务理论。内幕人员都是股东的受托人或者派生受托人,或得到公司授权或信任的人。受托人这一身份使他有义务按照法律规定,专门为委托人的利益行事。即使公司内幕人员不直接向公司股东买入或卖出公司证券,内幕人士仍须将股东的利益置于其个人利益上。

上述有关内幕人士对公司股东含有信用义务的说法,在面对面的交易行为方面当然可以规范内幕交易,但对集中市场交易的行为,其适用性质必须重新加以考虑。因为,在集中市场上,买卖双方通常互相不知道对方身份,甚至不介意是否知道,他们完全无法象面对面交易行为者那样互相交换信息。当买卖双方都独立作出决定时,任何因为未提供全部信息而受到损害的主张都将不易被证明。这突出表现在“因果关系”和“损害赔偿”这两项上。如果如此推论,那么内幕人士将能自由地利用他们凭借特殊身份取得的信息以博取巨额利益,或避免损失,而且使其它投资者无法正常获利。到了 1961 年 SEC 在 *Cady Roberes & Co.* 案中正式规定,当内幕人员不揭露内幕消息而直接在市场上从事证券交易行为,因此使投资人受到损害时,内幕人员的行为可以被视为是证券欺诈行为,因此符合了 Rule 10b—5 的规定。

3. “禁止或公开理论”

八十年代以前,美国对内幕交易案件一直采用“禁止或公开理论”作为司法审判的基础。该理论认为,在公司内幕人员得到未公开的重要信息,而有意买卖该公司的证券时,他只有两种选择,否则构成违法:(1)不从事与该公司相关的交易行为。(2)他可在交易市场上公布这个信息,然后进行交易。但事实上第一种选择实际上很难做到。因为在大多数情况下,内幕人员往往无权私自公布信息,甚至在某些情况下还被禁止公布信息,所以当内幕人员得到某一有关公司的未公开信息时,他就不能从事证券的买卖,否则就构成犯罪。这一理论简单实在,具有较广的适用性,它几乎包括了所有内幕交易行为的特征。

根据美国公司法的规定,公司的董事、监事、经理人员及职员,对公司直接负有“信用义务”,因而间接地对于股东也负有相同义务。如果这些人利用内幕信息在市场上从事证券交

易,其交易的对象均为公司的股东,便违反了《1934 年证券交易法》第 10 条(b)款和 Rule 10b—5 的有关规定。因为他们没有履行在交易前将所有重要的消息告诉股东的义务。

在 Chiarella 案之前,美国联邦各法院对于因为私用内幕信息而引起的内幕交易案件,一律以“戒绝交易或公布消息说”作为判决的理论基础。但美国联邦最高法院在 1980 年处理案件指出,仅仅由内幕人员处得知机密信息并一定适用“戒绝交易或公布消息说”,但如果接受信息者有意地与内幕人员共谋,违反内幕人员对于公司和股东所负的信用义务时,接受信息者与告诉其信息的内幕人员应共同承担法律责任。到了 1983 年,联邦最高法院在 *Dicks V. SEC*, 463 U. S. 646 (1983) 案中指出,当内幕人员不当地将公司未公布的重要信息透露给第三人,而接受信息者知道或有理由知悉内幕人员将因此获取利益时,二者之间的“共谋”便成立了。

从以上两个判例中可以看出,“戒绝交易或公布消息说”对于内幕人员以外的第三人获取内幕信息从事的限制过窄,构成“共谋”必须在双方有主动的意向时才会成立,但这在许多情况下不适用。①被告由雇主处获悉有关其它公司的内幕信息,然后利用该项信息在市场上进行交易。这种情况下,被告所买卖的证券并非自己公司的股票,而且他的信息来源也并不是该公司的“内幕人士”(至少不是直接得到),所以“戒除交易或公布信息交”因为缺乏“信用义务”为基础而不能适用。②公司内幕人士为了业务上的正常需要,将内幕信息告诉与公司无关的第三人(该第三人不属于暂时的内幕人员,他对公司不负有“信用义务”),而接受信息者却为了自己的利益,利用所获悉的信息,买卖与信息相关的公司股票。这种情况下,被告所知悉的信息,虽然来自公司内幕人士,但内幕人士是为了正常公司业务的需要而将内幕信息告诉被告,所以内幕人员并未违对于公司所负的“信用义务”,而被告又因为与公司没有关系,不能成为暂时的内幕人士,所以“戒绝交易或公开信息说”也不适用。

4. “私用内部消息说”

为了避免以上漏洞的出现,美国证券交易委员会又发展出一种新理论——“私用内部消息说”。该理论认为:任何人因为正当的理由获得了内幕信息,如果他为了自己的利益而利用该项信息在证券市场进行证券买卖,或泄露给第三者,由那些接受信息者进行证券交易,那么他违反了当初取得消息时所负有的不得利用该信息牟利的义务,因此构成了证券交易的欺诈行为。它与“戒绝交易或公布信息说”的区别在于,根据“戒绝交易或公布信息说”,内幕人员交易被视为对其交易的对方有欺诈行为,而根据“选用内部信息说”,从事交易的第三者被视为欺骗了信息的来源一通常为其雇主或雇主的客户。

由此可见,当美国联邦法院将禁止内幕交易的法律用在由内部人员外取得信息者,并且将适用的法律建立在这类人取得信息的渠道上之后,其发展就与“信用义务”之间不具有太多的关系了。

事实上,有关内幕交易的法律,在美国的发展过程中,逐渐脱离了“信用义务”的观念。新的发展方向在禁止任何人利用不公平的手段取得信息后,再利用这些信息来进行交易。这发展方向有其存在的道理,即:如果禁止内幕交易的主要理由在于避免某些人不公平地致富,这项规定便应该在任何人不当地利用内幕信息时被法律予以运用,以求达到目的。在“私用内部信息说”的理论框架下,首先要找出被告与消息来源之间的“信用关系”,因为如果

不存在“信用关系”，任何人在法律上都没有替别人保守秘密的义务。确定了信用关系的存在之后，下一步就是要确定被告是否具有私用所获悉的内有信息的行为。根据“私用内部信息说”，这种私用信息的行为，是一种欺诈行为。这里所指的欺诈行为，属于英美授权行为法上所谓的“推定性的欺诈行为”——某一行为本身并非欺诈行为，但该行为有着欺诈行为所有的法律效果和结果。

5. 理论及观念评介

“戒绝交易或公布消息说”和“私用内部消息说”虽然都具有相当大的说服力，并包括了内幕交易的大部分特征，但是仍无法达到用一个统一的法律概念来解释禁止内幕交易的目的。并且，这两个理论依旧还有漏洞存在。比如说，××律师事务所在为甲上市公司准备一项大型投资计划的协议书时，草案的内容被事务所清洁工人在垃圾箱里发现，该工人利用这个消息在证券市场上买卖证券，在这种情况下，该工人的确知道了内幕信息，并且是从内幕人员那得到（由于工作关系，这时的律师已成为暂时的内幕人员），但是律师事务所也并非故意将信息泄露出来，如果按照“戒绝交易或公开消息说”，该工人应被认为有构成内幕交易。但是，如果根据“私用内部消息说”，该工人对他的雇主—律师事务所以及雇主的客户—甲上市公司。却负有不得利用业务上所取得的信息图利的义务。当该工人违反这一义务，私自利用业务上获得信息取利益时，该清洁工被认为欺骗了消息的来源，该工人的行为违反了《1934年证券交易法》和 Rule 10b—5 的规定。但进一步说，清洁工本人并不买卖股票，他将捡到的草案带回家，无意中被邻居看到，该邻居利用这项信息进行证券买卖，是否还属于内幕交易则又出现了问题，因为清洁工的邻居对该清洁工并没有不得利用该项信息进行交易牟利的义务，这样上述两种理论都不适用。

基于此，“公平原则”作为禁止内幕交易的法学基础，无疑是比较适宜的。所谓“公平原则”是指在证券发行及交易过程中任何人都具有平等参与的权利，其投资机会应是以平的，获取信息的渠道应是公平的，活动的证券市场环境应是公平的。某些投资人的不公平行为必然造成对其他投资人利益的分割，也即构成了对其它人的欺诈。在内幕交易进行过程中，内幕人员利用获取的同内幕信息进行交易以牟取私利，则与其他投资人相比，其获取信息的渠道是不公平的。如果内幕人员将该信息泄露给第三人，或者第三人无意中获悉了该内幕信息，并且他在证券市场上进行交易，则第三人获取信息的渠道也不是公平的，如此推演下去，我们可以得出这样的结论：任何人通过不公平的渠道获取信息，如果其注意到或者应该注意到该信息属于内幕信息，即仍然在证券市场上进行证券交易，即构成“内幕交易”，此类行为属于违法行为。在禁止内幕交易方面，“公平原则”的适用性明显比“禁止或公开理论”或“私用内幕信息理论”广泛得多。

（三）内幕交易的危害

证券市场的良性运行会创造稳定的证券投资环境。破坏、损害稳定的证券市场的内幕交易行为应该得到制止。大多数市场经济国家主张制裁内幕交易，这主要是为证券市场的良性运行从而最终促进经济的发展这一目标服务的。内幕交易大致有下列危害：

1. 内幕交易损害了投资者的利益和公平的竞争秩序

内幕交易实质上是少数人利用特权、地位、便利和经济实力，设法取得内幕信息并利用

3. 加强思想教育

必须进行广泛而又切合实际的思想宣传教育,提高人们的思想觉悟,创造稳定、有效率的证券市场环境。我国的证券交易所一般设在大城市,故应在城市大力宣传有关的证券法规、保密制度。

4. 对正发生的内幕交易行为及内幕人,依法处理,不姑息,不纵容,并将处理结果在有效的范围内公告

对那些严重的内幕交易行为,如果只采用行政处罚或者民事处罚,不能体现违法行为与处罚相一致的原则,很容易产生姑息纵容现象。并且,现行的证券法规中,没有规定剥夺资格的处罚,从而不易限制内幕人员,刑罚在这方面应该大显身手。而证券市场发达的国家承认内幕交易构成犯罪的思想很值得我们借鉴。

但内幕交易的特殊性,刑罚应以短期自由刑为主,采取生命刑和长期自由刑显得不太适合。具体的处罚措施我们在下面的篇幅中再加以详述讨论。对于已处理的内幕交易,应将处理结果予以公布,以取得良好的社会效果。

(五)内幕交易行为罪名和确定

证券市场内幕交易是行为人违反职业道德,不诚实的违法行为。它违反证券公平交易的原则,使证券交易带有欺骗性,世界各国多把内幕交易行为以证券欺诈罪论处。日本过去曾一度是内幕交易的“温床”,本世纪80年代中期曾发生一系列内幕交易案件(如1987年的TATEHO化学工业公司股票案,1988年7月的三协精机制作所股票案,1988年9月的利库路特公司案件)。1988年5月日本国会修改《证券交易法》,明文禁止内幕交易。德国于1970年曾颁布内幕交易建议书,后于1976年、1988年两次修改。英国在1980年公司法中有禁止内幕交易的规定,后被1985年公司证券法取代。80年代后期,欧共体理事会通过一系列国际公约,强调欧共体成员国互相交换对有关证券市场进行监视的情报,以期在打击内幕交易过程中加强国际合作。

我国国务院1993年8月15日批准的《禁止证券欺诈作为暂行办法》,也把内幕信息交易行为规定为证券欺诈行为的一种。故参照国际上的通常做法和我国的约定俗成,证券内幕交易行为以证券欺诈罪为妥。

1. 内幕交易罪概念

内幕交易罪是指以获取利益或者减少损失为目的,违反证券法规,利用内幕信息,进行证券发行、交易情节严重的行为。对利用内幕信息直接或间接为自己买卖证券的内幕人员,大多数国家和地区的法律都规定予以严厉的刑事处罚,包括处以高额罚金和有期徒刑。我国证券法规也严格禁止内幕交易行为。

《股票发行与交易管理暂行条例》第72条将内幕人员泄露内幕信息、根据内幕信息买卖股票或者向他人提出买卖股票的建议规定为证券违法行为。具体规定如下:股份有限公司董监事、高级管理人员和持有公司5%以上有表决权股份的法人股东,将其所持有的公司股票在买入的6个月内卖出或者在卖出的6个月内买入,由此获得的利润归公司所有。证券是从业人员、证券业管理人员和国家禁止买卖股票的其它人员,不得直接或者间接持有、买卖股票,但是买卖经批准发行的投资基金证券除外。为股票发行出具审计报告、资产评估

报告、法律意见书等文件的有关专业人员,在该股票承销期内和期满后 6 个月内不得购买或持有该股票。为上市公司出具审计报告、资产评估报告、法律意见书等文件成为公开信息前,不得购买或者持有该公司的股票;成为公开信息后的 5 个工作日内,也不得购买该公司的股票。

2. 内幕交易罪的特征

(1)内幕交易罪在客观上表现为违反证券法规,利用内幕信息,进行证券交易的行为。这里的内幕信息,根据《条例》第 81 条第 15 项的规定,是指有关发行人、证券经营机构、有收购意图的法人、证券监督管理机构、证券业自律性管理组织以及与其有密切联系的人员所知悉的、尚未公开的、可能影响股票市场价格重大信息。《办法》也有详细的规定,前面已转述。内幕信息有两个特点:即对证券价格可能发生重大影响和尚未公开。对“重要性”的认识,可以根据下述两点之一:一是任何一种有关上市公司的信息,一旦在市场上公布后,便很可能会使公司证券价格产生变动;二是相关公司对该项尚未公开的信息采取了保密措施,视其为机密。对“尚未公开”的认识,可以从消息的公布方式和消息的公布时间两方面来认识。我国有关证券法规中规定了内幕消息的范围,在此将它们归纳成三类:一类是公司方面的内部信息;另一类是对政府管理宏观政策方面的内幕信息;另一类是市场方面的内幕消息。

(2)内幕交易罪在主观上是直接故意,具有获取利益或减少损失的目的。内幕人一般都是利用自己的地位、便利,利用其所知悉的内幕信息为自己或少数人谋利,系图利性行为,故在主观上只能是故意的。该故意的具体内容是:内幕人认识到利用的信息是来自内部且尚未公开,认识到其交易行为利用了该内幕信息;认识到了实施内幕交易行为是希望图利目的的实现。如果有确切的证据证明,内幕人不知道该信息来自内部或认为信息已公开,或者对知悉的内幕信息并未利用、其交易行为与内幕消息无关,则不构成内幕交易。过失不构成内幕交易,因内幕人的过失泄露内幕信息致使获悉者利用其进行交易的情况,内幕人的行为不构成内幕交易。但他们应承担因泄密而引起的行政责任。

(3)内幕交易所侵犯的社会关系。首先,内幕交易破坏了证券市场的正常运行和管理,破坏了证券交易的公平、公开、公正;其次,损害了投资者的利益,使投资者遭受不应有的损失;最后,它侵犯了投资者对有关投资信息享有的平等的知情权。

(4)内幕交易是一个行为过程。包括:知悉内幕信息、利用内幕信息、进行证券交易三个过程。知悉内幕信息是内幕人进行内幕交易的前提条件,如果没有这个前提,行为人的行为并不违法。获取内幕信息的途径有三个,一是因本人的职务之便知悉内幕信息,因工作或职务之便知悉内幕信息并不违法,但法律禁止扩散和利用内幕信息;二是通过内幕人而获取内幕信息;三是窃取内幕信息。知悉内幕信息并利用其进行证券交易,在确定是否利用内幕信息时应注意:行为人在交易时持有内幕信息和从事证券买卖两个事实存在,并且行为人利用了内幕信息,其交易对象是内幕信息涉及的证券。根据这几个证券市场上出现的情况和通过对国外有关情况进行比较研究,《禁止证券欺诈行为暂行办法》对内幕交易行为有关的行

为已有详细的规定。

(5)内幕交易罪的主体是内幕人员。《办法》第 6 条详细规定前面已转述。这是强调以下由于本人的职业地位、与发行人的合同关系或者工作联系,有可能接触或者获得内幕信息

的人员。他们包括证券分析家、股评家。报刊编辑、电台主持人以及编排印刷人员等。非内幕人员通过不正当途径获取内幕信息的,也可以成为本罪的主体;非内幕人员与内幕人员内外勾结,进行内幕交易的,可以成为本罪的共犯。另外,主管国家宏观调控的有关部门职能工作人员也可以包括进去。

3. 证券市场内幕交易行为的调查

(1)调查机构的确定。当证券市场上出现内幕交易这种证券欺诈行为后,需要对内幕交易行为进行调查,才能进行处罚。调查机构的确定就显得十分需要了。

①,国家证券管理委员会负责内幕交易的一般性调查。为什么呢?

国家证券管理委员会作为国务院下属机构,是国家统一管理证券市场的专门机关。证券会的工作人员专业性强、业务熟练,能胜任一般性调查工作;大量举报有内幕交易行为的信息、线索,可能直接流向国家证券管理委员会,且举报线索可能数量相当大;所有一切证券内幕交易行为构成犯罪行为,查处过程中可能涉及到要对嫌疑人采取强制性措施及逮捕等法律手段,只有司法机关有能力和能力查处犯罪。所以国家证券管理委员会只做一般性调查。

国家证券管理委员会对内幕交易进行一般性调查的目的是:查明群众举报或自己发现的内幕交易线索中,内幕交易嫌疑是否确定存在;如果查证到内幕行为确定存在则立即移送司法部门依法审查。

②国家检察机关负责对证券市场内幕交易行为的侦察。为什么呢?

证券内幕交易的主体一般是证券主管机关。证券交易所、证券经营机构等机构中从事监督管理或受委托从事买卖的人员。从法律上看,证券内幕交易的主体属于国家工作人员。如果他们从事内幕交易行为,即利用自己的特殊地位的便利条件而进行证券交易、发行过程中的犯罪,因而应送国家检察机关查处。另外,从事内幕交易的人,一般是以获取利益或减少损失为目的,他们在利用内幕信息进行证券发行、交易活动过程中,往往牵连到贪污、受贿、挪用公款等经济犯罪,而这些犯罪均由国家检查机关查处。

(2)内幕交易调查机制运作程序。国家证券委员会接到举报或自己发现内幕交易行为线索后,着手进行一般性调查(初查)。查明确定存在内幕交易行为嫌疑的,移送国家检察机关予以侦查。国家检察机关对国家证券管理委员会移送的一般性调查材料,经侦察证实构成犯罪的,由起诉部门向国家审判机关提起公诉;对于没有犯罪事实的予以销案撤案。

4. 证券市场内幕交易行为的处罚

处罚种类:

(1)证券市场内幕信息知情人泄露内幕信息,根据内幕信息买卖证券或者建议他人买卖证券的,依据不同情况可以进行以下两大类处罚:

①行政处罚,即对从事内幕交易的人员所给予的开除、留用察看、降职降级、调换岗位等处罚。

②刑事处罚。即对从事内幕交易人员(单位)所诉讼的免于起诉、罚金、有期徒刑、缓刑、拘役、管制、没收财产、没收非法所得等处罚。

(2)处罚机关。行政处罚由国家证券管理委员会负责,国家证券管理委员会根据司法机

关刑事处罚的结论,对内幕交易行为主体进行处罚。

国家检察机关负责对内幕交易人员进行免于起诉、没收非法所得的刑事处罚。

国家审判机关负责对内幕交易人员进行有期徒刑、缓刑、管制、拘役、没收财产、罚金等刑事处罚。

(3)处罚具体规定。我国《股票发行与交易管理暂行条例》对于内幕交易的处罚作了如下规定:内幕人员和以不正当手段获取内幕信息的其它人员违反法律规定,泄露内幕信息、根据内幕信息买卖股票或者向他人提出买卖股票的建议的,根据不同情况,没收非法获取的股票和其它非法所得,并处以5万元以及50万元以下的罚款。证券从业人员、证券业管理人员和国家禁止买卖股票的其它人员违反本条例的规定,直接或者间接持有、买卖股票的,除查令限期出售持有的股票外,根据不同情况,单处或并处警告、没收非法所得5000元以上或5万元以下的罪款。

《禁止证券欺诈行为暂行办法》是这样规定的:内幕人员和以不正当手段或者其它途径获取内幕信息的其它人员违反本办法,泄露内幕信息、根据内幕信息买卖证券或者建议他人买卖证券的,根据不同情况,没收非法获取的款项和其它非法所得,并处以五万元以上五十万元以下的罚款。内幕人员泄露内幕信息,除按前款的规定予以处罚外,还应当依据国家其它有关规定追究其责任。发行人在发行证券中有内幕交易行为的,根据不同情况,单处或并处警告、责令退还非法所筹款项、没收非法所得、罚款、停止或者取消其发行证券资格。

第五节 操纵市场行为分析及其防范

一、操纵市场行为概念

操纵市场是指任何单位或个人以牟取暴利为目的,通过买卖股票的具体操作行为来控制、影响股价,诱导其他投资者买卖股票,从而从中渔利的行为。

我国有关证券法规将操纵证券市场的行为规定为违法行为,如《禁止证券欺诈行为暂行办法》第七条就明确规定:禁止任何单位或者个人以获取利益或减少损失为目的,利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场,影响证券市场价格、制造证券市场假象,诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定,扰乱证券市场程序。

二、操纵市场行为的分类

证券市场的定价效率要求有一个自由公开的市场。所谓自由是指证券市场不应受人为主的操纵;所谓公开是指不应存在不公正的内幕人员的交易活动。操纵市场是指就同一种股票进行连串交易,制造实际的或表面的频繁交易,或者借此提高或压低该种股票的价格等行为,其目的是引诱其它人买进或卖出该种股票。

我国国务院发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》把操纵市场行为分为：

- (1)通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格；
- (2)以散布谣言等手段影响证券发行、交易；
- (3)为制造证券的虚假价格，与他人串通进行不转移证券所有权的虚买虚卖；
- (4)出售或者要约出售其并不持有的证券扰乱证券市场秩序；
- (5)以提高或者压低证券交易价格为目的，连续交易某种证券；
- (6)利用职务便利，人为地压低或者抬高证券价格；
- (7)其它操纵市场的行为。

从日本、美国等国家和地区的法规看，操纵证券市场主要有以下几种类型。

(一)假装买卖

所谓假装买卖实际上有两种情况：一种是指有价证券集中交易的市场上无实际成交的意图，却空报价格，已经有人承诺接受而不实际成交，足以影响市场秩序者。这种类型的假装买卖操纵证券市场行为与《禁止证券欺诈行为暂行办法》第八条第三款规定的操纵市场行为相似。另一种情况是意图影响市场行情，不转移证券所有权而伪作买卖者。这里又分两种情况：第一种情况是指是在同一公司范围内的买卖，即同一个公司既是买方又是卖方，买进卖出，实际上证券的所有权并不发生转移。第二种情况是在不同公司之间的交易，例如 A 公司和 B 公司可以以不转移证券的所有权为目的而商定：A 公司把从 B 公司处买进的股票，事后返还给 B 公司。这两种情况也同《暂行办法》第八条第三款规定的“为制造证券的虚假价格，与他人串通，进行不转移证券所有权的虚买虚卖”操纵市场行为相似。

假装买卖这种操纵市场的行为主体是任何人，也就是说，不管是不是交易所的会员，也不管是自然人还是法人，只要在有价证券集中交易市场上实施假装买卖的，就可构成本罪。集中交易是与分散、个别交易相对立的。在个别、分散交易中假装买卖的，不构成本罪。同本证券交易法第 125 条对假装买卖行为加以主观目的的限制，即假装买卖行为，他须以使“他人对上市有价证券的买卖状况产生误解”为目的，也就是说，任何人不得以意图降低、抬高任何证券的市场价格或使之波动为目的，面对这种证券进行不改变其受益所有权的任何购买或售卖行为。这里所指的“不改变受益所有权的购买或售卖”，是指某人在买卖证券以前，对该证券拥有利益；而在买卖以后，该人或者有关该种证券与这联营的人，仍然拥有利益。

(二)通谋买卖

通谋买卖，是指意图影响市场行情，与他人通谋，以约定的价格于自己卖出或买入有价证券时，使约定人同时实施买入或卖出的相对行为的情况。例如甲乙两个公司通谋，以一定的价格由甲公司卖出五万股某上市公司股票然后乙公司以相同的价格将这五万股股票买入，这样的行为，反复进行，就可以提高该种股票的价格，最后乙公司以很高的价格将这部分股票卖出，获取暴利。这种行为会使他人对股市产生极大误解，导致错误判断而受损，因此，它对证券市场秩序有极大的破坏力。通谋买卖实际上也是一种假装买卖的行为类型，但日本证券法将基单独列出。这种操纵股市行为与《暂行办法》第八条第三款规定的操纵市场行为相似。也与第一条款规定的操纵市场行为雷同。

这种情况在我国也有发生。如上海股市曾因成交量不定而股价难以上涨,有人既舍不得自己的股票微利出手,又要催它上涨,于是出现“对掷”现象:甲方把股票卖给乙方,乙方买入,随后乙方又把该股票卖回给甲方,想方设法保证这些股票在自己手中转悠,以过户手续费为代价,逐日哄抬股价,待价格抬到一定程度,再真正抛出,从而获得暴利。

(三)假装买卖和通谋买卖的委托或受托

例如某甲通过 L 证券公司买入 A 公司股票 10000 股,同时又通过 M 证券公司卖出这 10000 股股票,这样连续不断地进行,就可以逐步抬高 A 公司的股票价格,当一般投资者对这种股价上涨的股票产生兴趣而开始买进时,某甲就一下子以高价全部抛出股票,以利于自己获取暴利。之后,这种行为也可以使股市见证让一般投资者抛出股票,以利于自己低价买入。这些行为都委托证券公司进行,形成假装买卖和通谋买卖的委托。对这些委托人必须加以惩罚,而作为受托者的证券公司,当认识到委托人是实施假装卖和通谋买卖而仍然受托时,也应受到处罚。若仅仅只有委托和受托,但买卖交易商尚未实际执行交割时,上述行为就不构成犯罪。

(四)连续高价买进或低价卖出某种证券以操纵行情

前述三种行为(即假装买卖、通谋买卖以及假装、通谋买卖行为)的委托或受托,其目的实际上都在于使他人对证券市场的行情产生错误认识,引诱他人卖出和买进某上市公司的股票,以利于自己赚取暴利,这实际上是一种操纵市场的行为。此外,行为主体以影响市场行情为目的,对某种有价证券,连续以高价买进或低价卖出的,也是一种操纵行情行为。有时,一天之内对某种股票反复买进卖出,显示这种股票交易的活跃,造成风涨的声势,诱使别人上当受骗,这些都是常用的手法。该操纵市场行为与我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》第八条第五款规定的“以抬高或者压低交易价格为目的,连续交易某种证券”操纵行为雷同。

(五)利用庞大的资金集中于某种股票的买卖,以其使普通投资者跟进,从中渔利

这种操纵市场行为又可分三种情况:

(1)操纵者选择一些筹码少的股票,抬高或压低行情,使散户产生错觉,以为整个股市发生变化,盲目跟进,操纵者趁机买卖他种股票,达到声东击西目的。

(2)用大宗资金买进某种股票,使市场筹码减少,造成利多气氛,引诱散户争相高价买入,使股价抬到一定程度,再悄悄卖出。

(3)将某种股票大量抛出,使该股票供给筹码激增,股价下跃,造成散户心理恐慌,纷纷抛售,操纵者达到低价复购的目的。

这种操纵行为与我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》第八条第一款规定的“通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格”的行为雷同。

(六)违反政令而实施安定操作

所谓安定操作,是指行为主体单独或与他人合谋,违反有关行政命令,以固定、稳定或者安定有价证券的行情为目的,而在有价证券市场上实施一连串的买卖交易行为。这种行为一般都在募订和销售有价证券时实施。这时如果任由大量的证券流入证券交易市场,就会破坏股票供需之间的平衡,股价就会大幅度下跌,募集与销售证券就会变得困难,这样,就要实施安定操作。然而,如果放任安定操作行为的实施,就会损害投资者的合法权益。因为为

了实施安定操作就必须人为地增加一连串的买卖交易,这种人为因素会影响其他投资者对市场行情的判断,从而影响他们的交易,增加投资判断失误的危险性。对安定操作行为,法令在对其加以限制的同时,也给予部分的允许。

一些国家往往以《安定操作规则》来规定实施安定操作的条件。这类规则的主要精神如下:①为了便于募集和销售有价证券而必须实施安定操作时,当事人必须向财政主管部门和实施安定操作的证券交易所提出“安定操作通知书”;②实施安定操作的当事人,在有价证券市场上,对于正在实施安定操作的有价证券以自己或他人的计算形式或完全委托结算的形式买进证券时,必须以实施安定操作前的价格或超出卖出的价格买进这些证券;③实施安定操作的当事人,在实施安定操作的有价证券市场外,将这种正在实施安定操作的有价证券卖给他人或者以他人结算的形式买进时,必须在交易之前,向他人表明这种证券正在实施安定操作。对安定操作人的行为究竟如何评价?有两种意见:第一种意见认为应绝对禁止安定操作,因为这种行为以人为因素影响市场秩序,破坏了公平交易的原则,另一种意见认为,原则上应加以禁止,但作为例外,可以部分允许。因为这样能避免证券市场价格大起大落,也是为了保障普通投资者的利益。目前,以主张后者为多,即不作绝对禁止。

(七)故意散布足以影响市场行情的谣言或不实资料等行为

为了维持公正的自由的证券市场的运行秩序,必须处罚那些以影响证券市场为目的,散布流言或不实资料的行为以及那些以其它欺骗,巧计或暴力,胁迫手段来达到同种目的的行为。这种行为就是我们通常所说的“造市”行为。

所谓“造市”就是指投机者为了牟取高利,利用股价交易易受各种资讯影响而随之波动的特点,在股票市场上有意制造假象,散发谣言或误导性信息,使股价发生违反客观情况的变动。造市这种行为是一种严重扰乱股票市场正常程序,危害股民的合法权益的行为,因而大多数国家在证券立法及相应法律法规中明令禁止这种行为。

一般来说,造市行为具有如下法律特征:

(1)造市行为主观上只能是故意,且往往以牟取高利为目的。在股票活动中,行为人明知自己的行为违法,但为了牟取高利,不惜采取散布谣言、误导性信息等行为来达到操纵证券价格的目的,使股价发生人为波动,从而使自己买卖股票获利。从造市行为的违法性和造成后果来看,造市者是明知故犯,或者采取放任态度,因而直接故意和间接故意均可构成。如果行为人不知道自己所传播的信息有误,出于善意加以传播,虽然也可能引起股价变动,但不应以造市对待。然而如果行为人知道他所传播的信息有误时,但是他不采取紧急措施防止危害结果的发生,放任自流,就要承担“造市”责任。应当注意,造市往往以牟取高利为目的,但并不是以牟取高利为构成条件,对于造市者只要他实施了造市行为,不管是否以牟取高利为目的,都不影响造市行为的构成。

(2)从主体上看,造市行为实施者主要是大众投资者(股民),但也不排除单位也可成为造市行为的主体。比如说证券经营机构主要负责人或责任人员由于疏忽大意或不负责任,在公布股市行情及相关信息时有重大遗漏或者虚假信息时,其直接责任人员要承担相应的法律责任,但不是造市责任。如果证券经营机关知道所公布的信息提供的资料有误后,不采取紧急补救措施予以纠正,致使大众投资者遭受损失,证券经营机关应当负赔偿损失的责

任。

(3)从客体方面看,造市行为侵犯的主要是国家有关金融政策和股市正常秩序,同时也侵犯了大众投资者(股民)的正当财产权益。从未来意义上讲,股东作为股份公司的成员,在公司中享有一整套权利义务,但现代社会股东对公司,经营活动影响越来越少,投机的心理越来越重。国家虽然允许投机活动在股市上有限制地合法存在,但如果投机过度,采取制造假象,散布误导假信息或以不正当手段扰乱股市秩序,牟取暴利,则应予以坚决取缔和打击,以维护股市的正常运转和国家金融政策的严肃性。

这种类型的操纵证券行情行为与我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》第八条第二款规定的“以散布谣言等手段影响证券发行、交易”的操纵市场行为雷同。

三、操纵市场行为类型及其内容

操纵市场是证券交易中投机者最常运用且名堂较多的一种欺诈行为。这些投机者在操纵价格时,毫无道德准则可言,“金钱至上”是他们永恒的信条。在一个运转机制完备、运转效率高的证券市场上,每个具体的投资者都应是价格的接受者,而非价格的控制者。合法的投资收益应建立在对价格走势(即行市)的准确把握上;而操纵市场的行为正与此相反,指的是非法投机者采取各种不正当手段人为地控制证券交易价格。使之向既定的目标变动,从中获取资本利得。操纵市场行为与合法的投机行为有着明显的区别:前者的投机目标是造势,而后者的投机目标则是力求顺势。显而易见的造势手段:比如,有意扩散某公司虚假的盈利和亏损情况,以影响该公司股票的买卖和股价的升降;传播有关某种股票价格将要升(降)的消息,以操纵该种股票价格的下跌(反弹);利用不同身份的人,开立各个银行帐户或用互相冲销转帐方式等等,人为地进行虚假的买空卖空交易,以影响股票行情;众多投机者通过协调一致的行为以抬高或压低某种股票价格,并影响整个市场的股票行情;贿赂政府官员以获取某种经营特权,以此提高公司的知名度,从而是影响公司股票价格的升降,虚报、假报各种公司报表,掩盖公司的实际经营状况和盈亏状况,以求达到操纵股票价格的目的;承销包销某些股票的证券公司采用垄断的手法,在股票市场上大规模地买进或卖出这些股票一操纵这些股票的价格在特定时间内的涨落;股票发行公司本身为维持本公司股票的市场价格,以垄断方式买进自己的股票,待公司股票价格在市场上大幅度上升时,再采取相应对策;如此等等,不一而足。

操纵市场的做法是形形色色,多种多样的。下面我们根据非法投机者造势的手段特点逐类型列举国内外操纵市场的案例,并从法律规则与投资者的角度对案例进行分析。

(一)通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格

(1)联手操纵股市。

(2)集中资金操纵股市。这主要是通过集中巨额资金在证券交易中形成资金优势,破坏完全竞争的程度,从而达到能够按预定价格目标左右证券交易价格的变化。

(二)以散布谣言等手段影响证券的发行、交易

在经济学里,对任何社会经济行为的研究,基本前提都是假定人的行为是具有理性的。以商品买卖的行为来说,大家都知道“货问三家不吃亏”的道理,销售者也不会因为听说某个

商店发生财务困难就急忙不惜血本地清仓大拍卖。小买卖如此,像股票交易中动辄数十万、数百万的“大买卖”更应谨慎才对。事实上,大笔资金进进出出的股票交易,却往往相当草率行事,任何风吹草动即令投资者惊慌失措,好象世界末日来临,要尽快出货不可似的。

我们知道人的理性行为隐含着这样的前提,即人所据以进行经济分析的信息是真实的和完全的。而在我国这种投机风行的新兴证券市场上,信息的质量是无法得到保证的,误导性信息、谣言、传闻层出不穷;再加上作为散户的股票投资者作为“群众”是盲目的,极易受到欺诈性信息的影响。这就给股票投资者的投资活动增加了一层风险——或可称之为“谣言风险”。这种“谣言风险”在我国好象特别厉害,使投资者防不胜防,不知道什么时候会被突如其来“传言”闷棍打得昏头转向。“谣言风险”的存在实际上也就意味着存在非法投资者利用谣言造势、操纵市场以从中获利的可能,而在事实上,这类操纵市场的行为是随处可见的(后面我们还将结合一些典型案例加以分析),但归结起来,无非有两大类:一是利用“利多传言”哄抬市价,以达到高价出货的目的。这种行为往往发生在证券市场处于“熊盘”之时,先是低价大量买入,然后设法哄抬价格,在哄抬过程中,又不断地买进,同时发动各种谣言攻势,引诱散户的跟进,造成市场“利多”的假象,待股价价位达到相当高时卖出,实现“低进高出”的目的。二是利用“利空传言”打击正常市价,以达到降低吸纳的目的。

对于个人投资者而言,一定要谨防“谣言风险”、避免发生冤枉的损失。我们建议应注意以下几点:第一,切不可轻易跟着消息走,对消息要详加鉴别;第二,不能盲目追高杀低,避免成为做庄者的抬轿人、替罪羊;第三,不要传播似是而非的传言,维护投资者的共同利益。对于负责证券交易管理的主管机关、对传言之源不能不闻不问。对于可能震撼动摇市场人心的任何传言,有关方面予以深入调查,并将事实真相公之于众,降低市场的传言风险,以免使投资者蒙受损失。

(1)利用散户极易发生摇摆的心理特点散布“攻心性谣言”影响行市的波动。

(2)通过传发有关发行公司前景的利多消息哄抬行市。

(三)为制造证券的虚假价格,与他人串通,进行不转移证券所有权的虚买虚卖

(1)虚抛交易这种造势手法的主要表现是:交易者故意以高价将证券抛出,同时叮嘱另一经纪人进行明购,并约定一切损失由卖者承担。

(2)对销。指的是具有共同投机利益的集团利用不同的个人身份开立两个以上的证券帐户,同时买进或卖出对方的证券,反复“做价”,只需付出少量的佣金或税费,即可轻而易举地任意抬高股价,达到造势的目的。

(3)此外,还有一种所谓的“相益交易”:即投机者在数家不同的证券商中开手,以拉锯式做价,或者与证券商勾结,按其限定价格由一方买进另一方同种同量的证券,以抬高或压低正常市场,从而达到高价出货或低价吸纳的目的。

(四)出售或者要约出售其并不持有的证券,扰乱证券市场秩序

(五)以抬高或者压低证券交易价格为目的,连续交易某种证券

(六)利用职务便利,人为地压低或者抬高证券价格

般至少都有几家公司、数亿美元的股票上市,且年年都在增加,由于市场供求始终处于较均衡状态,股民投资股票的预期收益相对较低,其实际收益主要来自上市企业的分红、派息、人们对股票的认识相对较缓,潜伏阶段拉长。而中国股市在 1990 年初以前上市股票只有 10 多只,单面值 10 多亿人民币。由于股市规模太小,供不应求,少数个人大户就很容易操纵股市,获取高利;投资股票的预期因此被放大,个别人抢先获利带动了其它股票“门外汉”贸然入市;但由于人们对股票认识肤浅,信心不足,一般又不敢做长期投资,于是短线投机盛行。操纵与投机并存,两阶段迅速到来且界线不清。

(3) 由于我国股票市场试点还是局部性的,即只在深圳、上海试点,因而这两个地区股票供求矛盾更尖锐,不可避免地加速了股市投机阶段的过早到来。

不过,尽管中国股市过早跨进了操纵与投机阶段,但应该说它还是在基本符合股市发展阶段性演进的轨道上的超常发展。随着股票供给的不断增加,股民素质的提高,股市法规的健全,想必操纵性会逐渐降低;但是新股的不断上市,三种股权将趋向并轨,无疑会给股市带来某些紊乱,加之目前大多数上市公司均是以送配股方式进行分红,使投资者很难界定手中股票的投资价值,因而,各种股票投机现象还将大量存在。鉴于中国股市需要解决的问题甚多,经受的考验也较多,如国有股法人股的流通、外贸入市等,因此,可以说,中国股市进入巩固阶段还有很长的距离。

股票市场在中国证券市场占有特别重要的位置,因此可以说如果股票市场还处于受操纵和投机阶段的话,那么整个中国证券市场也是处于受操纵和投机阶段。少数不法分子就会利用股民对股票投资知识缺乏和证券市场不规范操纵股市行情,非法谋求巨额利润。

(二) 如何防范“股市陷阱”

长期以来,股票交易在中国人的心目中,从来都是肮脏而险恶的。对于广大投资大众来说,到处都是“股市陷阱”,股市宛然是《子夜》中所描述的赵伯韬那样的人一手操纵的,这是旧中国证券市场给人们留下的可怕印象。当今中国的证券市场当然不能和旧上海滩同日而语,但在发展初期,特别是法规尚不健全的情况下,仍然有很多陷阱,即那些人为地制造、诱引投资者作出错误的投资决策,从而使投资者蒙受损失的操纵证券市场骗局。正由于目前我国证券市场还处于操纵和投机阶段,所以必须时时留神,步步小心。

1. 大户

所谓大户,是相对于小户而言的。大户所掌握的资金额比较大,投资于股票的资金也较多,所以他们往往能够左右股市行情,操纵股票价格。

大户的投资资金雄厚,持股巨大,但仍然需要散户紧随其后,否则他们就不能把股价哄抬或压低。股价的调整就好象推车上坡一样,大户启动发动机的时候,许多散户紧随其后,股价才能扶摇直上。

对于大户来说,确实应该以维护证券市场繁荣稳定为己任。但是有少数大户目光短浅,贪图小利,见高即溜,来回剥刮,或凭借不法人士散布谣言、误导性信息,诱骗散户为其垫脚石,斩伤市场元气等极端作法操纵股市,损害投资大众的利益。

2. 散户

股票市场上的一般小额投资人就是散户,散户通常是没有组织、缺乏计划地进行投资。

小额投资人(散户)在股票买卖方面,大多数只有跟随主力或大户进出,很少能够主动操作股价。不过,跟随主力或大户进出,并不一定可以稳稳获利,因为除非是主力或大户的至亲对象,一般人很难获得真实的交易情报。所有对于主力或大户的进出动向研判正确,或许能赚些利润;如果研判失误,则往往会大亏老本。

按照市场常识判断,主力大户有意买某上市公司股票时,不可能到处张扬,使自己吃不到足够的筹码,又增添新的压力。只有当他们已买进足够的数额并希望抬价时,或者在获利已来希望抛出时,才会主动设法让一般散户跟进。因此,某种程度上,研判主力大户是否卖出比研判是否买进,更是散户不可稍有疏忽的首要任务。

主力大户是否卖出,相当难以判断,因为谁也不会大张旗鼓地出货,除非手中持股已经快要卖光了。尽管如此,投资人也要细心留意,还是可以从各种交易资料上,发现主力大户的卖出迹象。比如说:

- (1)是否利多消息出现时,成交量突然大增?
- (2)是否股票涨得特别高时,成交量大增?
- (3)主力大户是否接二连三地宣扬某种股票的利多消息,自己却不再大量买进?
- (4)主力大户是否频频把股票让出去,而非转进来?

6. 熟悉大户的交易动态

股票的交易动态,尤其是大户进出动态,对于研判股价趋势,有相当高的参考价值。大户进出动态(消息)可供一般投资人决定买卖股票的“决策依据”。因为,大户对于股票的选择,必须花费相当多的研判时间;大户的资金雄厚,他们的行动足以影响股价的变动。其实,一般投资大众的共同心理趋向,也能获取利润。

如何了解大户的进出动态呢?又如何掌握投资大众共同心理趋势呢?除非是大户极亲密的亲朋好友,一般人恐怕很难了解大户的动态,即使从市场听到大户的消息,多半也是不明确或者是事先的先见之明,何况,大户有时也会蒙骗其亲朋至友,以谋取暴利。

许多研究投资的专家一直尝试不依赖打听、揣测,而以股票的交易资讯,来研判大户动态或投资大众共同心理趋势之类的“消息”。他们认为交易资讯是最真实的,不会骗人的,不会隐藏事实的。问题在于,如何以有效的工具来从交易资本中萃取“消息”。所以学者专家们提出可通过留单的计算或统计方法来探讨大户进出动态,以获取“可信度”较高的资料。

采取这种方式,必须细心及耐心地逐日统计,才能获取较为明确的轮廓。留单的计算和统计方式,经常采用的是:

(1)股票交易转名率法。股票交易转名率法是指一定期间内股票成交股数与总发行股数的比率。股票交易转名率较高,表示该股票的买进卖出均多。如果交易转名率高,而且价位上升,即表交接手强过于卖方;反之,则价位下降,显示卖盘强过于买方。

(2)平均每笔成交数量法。以股票每日成交股数除以成交笔数,即为平均每笔成交数量。如果每笔成交数量大,表示每一笔买卖的股数较大,换句话说,乃是有大额进出;反之,平均每笔成交股少,即表示买卖均为小额。

7. 判断某种股票是否有主力大户加入

行情上涨时,有主力照顾的股票,上扬的幅度较大;行情下跌时,有主力照顾的股票,下

对某种违法行为应否以犯罪论处,应当考察其社会危害性。操纵股市的社会危害性表现在:①侵害广大投资者的合法权益,挫伤其投资信心,从而影响社会资金的聚集,阻碍我国股份制改革的进程,影响我国经济的提高发展。②破坏社会主义股票市场管理制度。而当这种行为所造成的社会危害性达到一定程度时,就应以犯罪论处。否则,仅有罚款等行政处罚手段,是难以有效遏制人为操纵股市行为的。当今世界许多国家的证券交易之中,都充分运用刑法手段对操纵股市的行为进行调整,并且长期以来行之有效。因此,我国对那些情节严重的人为操纵市场行为以犯罪论处是必要的,也有外国方法,司法经验可资借鉴。

操纵市场罪是指操纵证券情节严重的行为。在世界各国和地区,操纵证券市场是一种较为严重的犯罪,一般都作为犯罪加以处罚。

在西方各国证券犯罪中,操纵证券行情就是其中的一种。众所周知,证券市场的特征之一是市场自由提供投资资本。以人为干扰或其他因素影响资本的自由流动,都是对证券市场自由性的破坏。在证券市场上,证券价格举足轻重,而由供需关系自然形成的价格上涨下跌是正常的。另外,由于证券作为金融商品进入市场实际上是虚拟资本,其价值取决于发行公司的盈利状况和市场利率的变化等因素,具有很大的不确定性。操纵证券行情的行为主体人为地扭曲了证券市场的正常价格,扰乱了证券市场的正常程序,必然损害众多投资者的利益,甚至可能引起社会的动荡,其社会危害性是很大的。正是基于这一点,目前世界各国和地区都在有关法律上明确禁止操纵证券行情的行为,许多国家把操纵证券行情列入证券犯罪范围之中,强调要用刑罚惩治这种行为。

例如美国证券立法严厉禁止包括:各种形式的价格操纵计划;散布操纵性信息;串通共谋,以约定价格,一方卖出局另一方作相应买进,故意抬价买入或压价卖出同一证券。韩国证券市场管理法律明确规定禁止意图影响市场行情,虚张声势不转移证券所有权而借作买卖,制造市场交易假象;禁止意图影响市场行情,与他人串通共谋,以约定价格,一方卖出,另一方作相应买进,或一方买进,另一方作相应卖出,制造证券的虚假供求和价格;禁止以操纵市场为目的,连续抬压价等等操纵市场行情的行为。

操纵市场罪的本质特征包括:

(1)操纵市场罪在客观上表现为操纵证券市场行为情节严重的行为。

关于操纵证券市场的行为,日本等西方发达国家和地区的证券法规,主要规定了以下几种表现形态:假装买卖;通谋买卖;假装买卖和通谋买卖的委托和受托;连续抬高价买进或低价卖出某种证券以操纵行情;违反政令而实施安定操作;故意散布足以影响市场行情的流言蜚语或不实资料等行为。我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》也作了比较详细的规定。

股票市场是充满投机性质的,没有投机就没有股票交易。因此投机活动在股票市场上有限制存在是允许的。区别一种股票投机行为是否构成人为操纵股市行为,关键要考察投机之“机”的产生原因。首先要考察行为者是否制造投机之“机”,如果投机之“机”是原已客观存在的,行为者只是充分利用而已,则其行为是合法的;如果是行为者本身制造出来的,则该行为是非法的。但这并不一定构成操纵证券市场罪,还要进一步考察行为者是如何制造投机之“机”的,如果是行为者通过买卖股票的操作行为散布谣言等制造投机气氛的,则属股票交易中的其他违法犯罪行为,如欺诈行为。简言之,区分罪与非罪的关键有二:①看是否

制造投机之机；②看如何制造投机之机。综上所述，构成操纵证券市场罪，在客观方面必须哄抬或压低价格，然后趁机卖出或买入，从中渔利的行为。

(2)操纵市场罪在主观上是直接故意，具有获取利益或者减少损失的目的。

(3)操纵市场罪的主体是一般主体，法人和自然人均可构成本罪的行为主体。

对于操纵市场罪的处罚，各国也有不同规定。日本证券交易法规定，对假装买卖等操纵市场行情的行为，可以处三年以下有期徒刑或 30 万日元以下的罚款。香港证券条例规定，对操纵证券行情的行为，经公诉程序可以判处罚款 5 万港元及监禁三年。该法规还规定，行为人应负刑事责任外，还应向有关受到损害的人是支付损害赔偿金。

我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》对于违反证券交易操作制度的操纵市场行为是这样规定的。第十五条“证券经营机构、证券交易场所以及其它从事证券业的机构操纵行为的，根据不同情况，单处或者并处警告、没收违法所得、罚款、限制或者是暂停其（指证券经营机构、下同）证券经营业务、其（指证券交易所及其它从事证券业的机构，下同）从事证券业务或者是撤销其证券经营业务许可其从事证券业务许可”第十六条“前条所列以外的机构有操纵市场行为的，根据不同情况，单处或者并处警告、没收违法所得、罚款；已上市的发行人有操纵市场行为，情节严重的，并可暂停或者取消其上市资格。”第十七条“个人有操纵市场行为的，根据不同情况，没收其非法获取的款项和其他非法所得，并处以上五万元以上五十万以下罚款。至于对那些操纵行为严重的，构成操纵市场罪的，可依法对操纵市场主体处以五年以下有期徒刑和拘役。”

第六节 虚假陈述行为防范

虚假陈述行为是进行证券欺诈的常用手段之一，其概念的界定主要基于如下含义，即任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项作出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导、致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定。1993 年 9 月 2 日由国务院证券管理委员会发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》中明确规定了虚假陈述行为的性质、种类和处理办法。然而，作为正在逐步走向成熟的中国证券市场，各上市公司良莠不齐，从事证券业的经营和服务的机构和人员素质有待提高，以及证券市场监管体系尚不成熟，便存在着大量虚假陈述行为，成为“炒”家牟取暴利的得力工具。因此，对这种证券欺诈行为从理论上和实际上加以分析，对于我们当前进一步发展证券市场，完善法律法规体系无疑是很有必要的。

一、信息披露制度

(一)信息披露制度的意义和法律依据

信息披露制度是管理证券市场的重要手段，是证券市场贯彻公开原则的具体体现。公

开是证券交易制度的核心,是杜绝证券市场舞弊行为的有力手段。证券法律制度的公开,体现三层内涵:第一,股票发行要公开。《股票发行与交易管理暂行条例》第8条第5款规定:“向社会公众发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的25%,其中公司职工认购的股本数额不得超过拟各公众发行的股本总额的10%。”第二,股票发行后,应在股票交易场所公开上市交易,禁止非法“黑市”交易。第三,必须公开与股票发行、交易相关的一切信息,包括招股说明书和上市公告书等。信息披露制度要求股份公司和各种证券营业机构、证券服务机构和各种自律性组织公开披露信息,可以加大证券发行和交易市场的透明度,因而具有重要意义。

(1)信息披露是衡量发行人是否符合发行、上市条件的重要手段。只有申请人将招股说明书、发行与上市申请书提交审批机构,才能使审批机构全面了解发行申请情况。因此,相关法律文件的制作必须真实、准确、全面披露申请人的有关信息。

(2)信息披露是保护投资者的重要手段。投资者鉴别上市公司质量的唯一手段是阅读信息披露文件。只有掌握了详细的资料和完整的相关文件,投资者才有可能全面真实地了解企业的经营状况与发展潜力,并通过自己的理智分析和判断以决定投资决策,即决定他所要购买的证券品种的结构与数量。由此可见,如果信息披露不及时、不全面或不真实,就有可能对投资者形成欺诈或误导,损害公众投资者的利益,严重挫伤股民信心。

(3)信息披露是促使企业走向规范化的重要手段。股份制和股票市场的试验目的不仅在于通过证券市场融通资金,更重要的是使企业真正实现经营机制的转换,以明确产权关系提高国有企业经济效益。要做到这一步,必须使企业按照公司法律规范进行改组。上市公司的信息披露行为是股份有限公司的重要特征之一。它使上市公司以高度透明的方式,展示自己的资信和经营活动,使公司置于广大股东和全社会的监督与制约之下,从而改变了过去传统的政府依靠行政手段管理企业的模式。从这个角度上讲,信息的充分披露,有助于国有大中型企业改善经营管理,不断提高经济效益,从而标志着企业经营机制的转换。

目前,我国证券市场中信息披露制度的法规依据,主要有《股票发行与交易管理暂行条例》中关于招股说明书、上市公告书、上市公司的信息披露和公司合并与收购的规定;证监会制定的《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》和《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》(第1号)。今后还将陆续制定相应的法律规范。

(二)信息披露制度的内容

股份有限公司公开发行股票或其股票在证券交易场所交易,必须公开披露信息。然而,我国某些上市公司信息披露很不充分,甚至有隐瞒和误导的现象。1993年10月底,中国证监会主席刘鸿儒在“上市公司转换经营机制座谈会”上全面系统地阐述了上市公司及其董事会在这方面的责任和义务以及必须要披露的信息的具体内容。

(1)招股说明书。招股说明书是公司信息披露的关键性资料,是向证券监管机构报送的主要文件之一。投资者需要了解的主要信息,应当在招股说明书中反映出来。

招股说明书具有以下特点:①招股说明书的内容应当真实、准确、完整。发行人、公司董事以及承销商应当在招股说明书上签字,保证招股说明没有虚假,严重误导性陈述或者重大遗漏,并保证对其承担连带责任。为发行出具文件的注册会计师及其事务所、专业评估人员

及其所在机构、律师及其所在事务所、应当按照本行业公认的业务标准和道德规范,对其出具文件内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。专业服务机构及其律师、会计师、应当对招股说明书中相关部分承担法律责任。②招股说明书作为证券发行申请报批文件之一,应当上报相关审批机构;但是,政府和国家证券监管部门对证券发行作出的任何决定,均不表明其对发行人所发行的股票的价值或者投资的收益作出实质判断或者保证。政府或国家证券监管机构不对证券市场风险和投资者的损失承担任何法律责任。由此保证政府和证券监管机构与证券市场之间留有相对空间,防止市场风险转嫁政府。③对股票价值和投资效益的判断,是投资者独立的行为。投资者应对自己的证券出售或买入行为自担风险,自享收益,并承担相应的法律责任。

(2)上市公告书。上市公告书是上市公司按照证券法规和证券交易所业务规则的要求,于该公司证券上市前,就其公司及证券上市事宜,通过指定报刊向社会公众披露的法律文件。

公开上市公告书的意义是使投资者了解上市公司情况,判断上市公司的经营状况及前景,从而作出科学的投资决策。上市公告书是保护投资者权益的法律手段。

(3)定期报告。定期报告是保证上市公司信息持续公开的法律文件。上市公司应当在每个会计年度中,不少于两次向公众提供公司的定期报告。定期报告包括中期报告和年度报告。上市公司应在每个会计年度的前6个月结束后60日内向证监会、证券交易场所提交中期报告,并向社会公布。中期报告应包括下列内容:公司财务报告;公司管理部门对公司财务状况和经营成果的分析;涉及公司的重大诉讼事项;公司发行在外股票的变动情况;公司提交给有表决权的股东审议的重要事项。上市公司应在每个会计年度结束后120日内向证监会、证券交易场所提供经注册会计师审计的年度报告,并向社会公布。年度报告应包括下列内容:公司简况;公司的主要产品或者主要服务项目简况;公司所在的行业简况;公司所拥有的重要的工厂、矿山、房地产等财产简况;公司发行在外的股票情况,包括持有公司5%以上发行在外普通股的股东名单;前10名最大的股东名单;公司股东数量;公司董事、监事和高级管理人员简况,持股情况和报酬;公司及其关联人一览表和简况;公司近三年或者成立以来的财务信息摘要;公司管理层对公司财务状况和经营成果的分析;公司在外发行债券的变动情况涉及公司的重大诉讼事项;经注册会计师审计的公司最近2个年度的比较财务报告及其附表、注释;该上市公司为控股公司的,还应包括最近两个年度的比较合并财务报告。

(4)重大事件临时报告。公司发生重大事件,应当编制重大事件公告书及时向证监会和证券交易场所报告并向社会披露。重大事件是指可能对公司股票价格产生重大影响的事件,包括:公司订立可能对其资产、负债、权益和经营成果中的一项或者多项产生显著影响的重要合同;公司发生重大的投资行为或者购入金额较大的长期资产的行为;公司的经营政策或者经营项目发生重大变化;公司发生重大债务;公司未能归还到期债务的违约情况;公司发生重大经营性或非经营性亏损;公司财产遭到重大损失;公司生产经营环境发生重大变化;新颁布的法律、法规、政策、规章等,可能对公司的经营有显著影响;董事长、30%以上的董事或者总经理发生变动;持有公司5%以上的发行在外的普通股的股东,其持有该种股票

的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2% 以上的事实;涉及公司的重大诉讼事项;公司进入清算、破产状态;公司章程变更,注册资金和注册地址的变动;发生大额银行退票;公司更换为其审计的会计师事务所;公司公开发行的债务担保或抵押物的变更或者增减;股票的二次发行或者公司债到期或购回,可转换公司债依规定转为股份;公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的 30%,发起人或者董事的行为可能依法负有重大损害赔偿责任;股东大会或者公司监事会议的决定被法院依法撤销;法院做出裁定禁止对公司有控股权的大股东转让其股份;公司合并或者分立。

重大事件临时报告的意义在于使投资者及时了解上市公司发生的重大事件,从而作出科学的投资决策。

(5) 公司收购报告。任何法人直接或间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到 5% 时,应当自该事实在发生之日起 3 个工作日内,向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告。

任何法人持有一个上市公司 5% 以上的发行在外的普通股后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2% 时,应当自该事实发生之日起 3 个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。

法人在作出上述报告并公告之日起 2 个工作日内和作出报告前,不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。

发起人以外的任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到 30% 时,应当自该事实发生之日起 45 日内,向该公司所有股票持有人发出收购要约,即公司收购公告书。

总而言之,上述报告制度的目的是保护小股东的权益。用信息披露和强制收购方式,创造公平的竞争环境,使小股东在大股东掌握控股权时,仍能维护自己的合法权益。

二、虚假陈述行为

正如前文所述,任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项作出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导、致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定,都称为虚假陈述行为。具体说来,虚假陈述行为包括以下几种情况:① 发行人、证券经营机构在招募说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中作出虚假陈述;② 律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等专业性证券服务机构在其出具的法律意见书、审计报告、资产评估报告及参与制作的其他文件中作出虚假陈述;③ 证券交易场所、证券业协会或者其他证券业自律性组织作出对证券市场产生影响的虚假陈述;④ 发行人、证券经营机构、专业性证券服务机构、证券业自律性组织在向证券监管部门提交的各种文件、报告和说明中作出虚假陈述;⑤ 在证券发行、交易及其相关活动中的其它虚假陈述。

应当说,是否发生虚假陈述行为,与上市公司及各种证券从业者是否严格遵守信息披露制度有着直接的联系。近年出台的一系列法律法规明确地规定了上市公司的责任和义务。随着我国证券市场逐步走向成熟,以及证券法律体系的日益健全,已经有越来越多的上市公

司意识到及时公开披露信息的必然性与必要性,并相应地调整了其原有做法。1994年7月15日中国证监会召开新闻发布会,该会办公室负责人就1993年度上市公司年度报告披露情况发表谈话,对75家符合准则、质量较好的公司予以表扬,对仍未报送文本式年度报告的14家公司提出公开批评,对个别存在重大问题的会计师事务所将考虑暂停其从事证券业的资格。该负责人指出,上市公司能否按照《年度报告准则》的要求编制并及时披露、报送年度报告,是衡量上市公司规范化运作水平的标志之一。截止到1994年6月30日,1993年底以前上市的183家公司全部在报刊上公布了年度报告摘要,有169家公司向中国证监会报送了文本式年度报告。经复核,内容与格式基本符合《年度报告准则》、工作质量较好的公司有75家。青岛啤酒、上海水仙、深圳万科和广东美的等单位,建立了以公司秘书为主的公司信息管理工作网络,并建立了相应的内幕信息管理制度,及时完成了1993年度报告的编制和报送工作。

同时,我们也应看到,在信息披露制度的贯彻执行过程中,也存在着一些不规范的问题。例如:①在证监会反复催索下,仍有14家上市公司未能按期报送文本式年度报告,包括上海双鹿、成都动力、丽珠得乐等公司;上海电器、上海复华等公司报送的是财务报表或审计报告而不是按规范要求编制的年度报告;上海联合实业、上海一铅、新亚快餐、黄埔房产寄送的是登载年度报告摘要的报纸,等等;按照《股票发行与交易管理暂行条例》第七十四条第(八)款规定,这些不按规定要求履行报告义务的行为,是应当予以处罚的;②有的上市公司未按《年度报告准则》要求的格式编制文本式年度报告,在证监会收到的年度报告文本中,有34家公司报送的是报刊披露的年度报告摘要文稿,这是不符合要求的;③有的上市公司在文本式年度报告中有重大遗漏,如:未按《年度报告准则》的规定披露募集资金运用情况、对经营成果与盈利预测的重大差异未做说明,不报告公司在年度内发生的重大事件,等等;④个别上市公司在年度报告中有虚假陈述的现象,如随意更改盈利预测数据,主要财务指标不真实等等;⑤某些从事证券业的会计师事务所出具的审计报告不规范,等等。

出现以上问题的原因是多种多样的,主要有以下几方面,或者因为上市公司本身对年度报告的编制工作缺乏正确认识,缺乏规范地履行信息公开披露义务的自觉性;也有公司有关人员和部分从事证券业的注册会计师亟待提高业务水平的问题。主观和客观的因素都存在,说明证券市场需要进一步规范化。

值得欣慰的是,上交所从1994年10月24日起取消了传统的每周五信息通报例会,实行信息即时披露制度。而原有的周五信息例会制度从1993年4月起实行了18个月,共举行79次。上交所负责人指出,随着证券市场卫星传输网络等信息传播渠道的畅通以及各种传播手段的实施,周五信息例会通报制越来越显示出其不足。因为它的存在,在证券市场上投资者靠例会制,某些机构和个人利用例会信息人为造市已形成一种不良倾向,因而取消周五信息例会制已成为一种必然,而新的信息即时披露制度的实施,在“三公”原则方面都显示出其进步性。

三、虚假陈述的法律管制

在我国现阶段的证券市场中,由于各种证券法规体系尚不健全,证券市场的各类参与者

人就应当承担向认购人提供招股说明书的义务,即使尚未公布或承销期尚未开始时也应如此。《条例》规定了提供招股说明书的最后期限即订立认购合同之时是很有必要的,因为在实务上即使发行人将招股说明书载于报刊而仍有众多投资者没有看到招股说明书。认购者在截止至认购合同订立时的时期内获得招股说明书,充分贯彻体现了信息公开的原则,使投资决策有所依据,可以防止错误。同时,为保证承销机构履行义务,发行人应向其提供足够份数的招股书,否则,承销商因无招股说明书而向认购人承担责任后,可请求发行人对自己负责。

其次,承销机构在承销期间也有向认购人交付招股说明书的义务。①承销机构应当将招股说明书备置于其营业场所。《条例》规定股票公开发行都应由承销机构承销,所以承销机构与认购人的接触相对来说更为直接、方便承销机构将招股说明书备置于其营业场所,可以使每一位愿意阅读招股说明书的认购人便利地读到招股说明书。②承销机构有义务提醒认购人阅读招股说明书。我国股民风险意识同国外发达股市相比普遍较弱,即使发行人公布了招股书,承销商备置了招股书,大多数投资者也不一定能够主动自觉地获取并了解招股说明书并作为相应的投资决策依据。因此,作出承销商履行提醒认购人阅读招股书义务的规定,可以争取更多认购人读到招股说明书,使认购人在面临直接现实的投资问题时,冷静思考,理智抉择。本规定是我国证券法规的特有规定,是鉴于我国股市与股民的不成熟的实际情况而作出的,因而适用性很强。至于承销商具体履行义务的方式则比较灵活,采用书面揭示或口头告诫均无不可。

违反《条例》19条,侵害认购人合法财产权益的发行人和承销机构,构成了侵权行为主体。如果股票应当由承销集团承销,则承销机构包括主承销商和其它分销商。主承销商应对整个承销业务负责,分销商就自己承销的部分各自承担相应责任。但在违反交付义务的侵权责任中,主承销商不对分销违反交付义务的侵权行为负责。台湾证券法学者陈春山在论述台湾证券交易法第三十一条的规定时说:“依该条应交付公开说明书者为发行人,另依第七十九条的规定,承销商亦有代理交付公开说明书之义务,则承销商亦应为该交付责任之责任主体,但如发行人未交付公开说明书予承销商时承销商是否仍负该条之责任?吾人以为该条之规定仅处罚故意之违法行为,如承销商已尽其义务,但仍无法自发行人取得公开说明书,或纵取而仍有不足时,其自不应该负该条之责任。”

我们所说的侵权行为指义务人有交付招股说明书义务,而违反《条例》规定未交付招股说明书。对于认购人财产权益受损害而言,它表现为,在义务人与认购人订立认购合同时,义务人未交付招股说明书,致使认购人在订购时不了解有关发行、承销情况,对发行公司及其股票价值的现状及远景作了错误的判断与估计,从而投资决策失误,并因此受到损失。关于归类原则,《条例》确立了无过错置责任原则。一方面,只要发行人或承销机构未履行其义务,认购人不必证明己方善意或对方恶意。另一方面,《条例》没有规定人认购人或承销机构可以通过证券已方无过错而负责。因此,发行人或承销机构只能通过证券认购人明知可轻易获得或谈到公开说明书而不愿意不为获得或阅读、原告与己方恶意串通或互有勾结,第三人的过错以及不可抗力而负责。我们认为,无过错置责任原则的确立,保证证券市场公开与公正的必然要求,它有利于保护广大投资者的合法权益,维护大众投资者对市场的信心。

按照我国民法,原告一般与应该证明其受损失与被告违法行为之间的因果关系。根据《条例》27条,认购人应证明发行人或承销机构违法未交付招股说明书造成己方财产损失,即应证明违法行为与所受损失之间存在因果关系,而从实务的角度上来考虑,这种因果关系的确认与证明是很困难的。因为股票发行和交易价格是由多方面因素共同决定的,包括公司盈利能力、股利政策、股票分割、公司资产价值、经营管理人更迭、股票市场供求以及影响股价的技术因素,等等。对于认购人来说,其损失很难被证明起源于未看到招股说明书。有时即使未交付招股说明书,股票也未必不是按其真正价值发行的,甚至发行值背离其真实价值,该股票在以后交易中也未必不会给股东带来丰厚的收益或转售利润。因此,义务人不交付招股说明书时,即使股票以起初价值发行或以后可能给认购人带来利润和收益,认购人也有权请求赔偿而不必证明因果关系,同时发行人和承销商也不得以此为据逃避责任。否则便破坏了证券市场充分公开的铁律,甚至严重威胁着证券市场公平、有序、健康发展。另一方面,发行人和承销机构可以否认因果关系的存在。它们可以证明原告确已从其它途径获取了招股说明书,其损失与未交付招股说明书没有关系,发行人也可以证明招股说明书已依法交付刊载,但由于报刊发行人的过错未能或延误刊载,因此原告损失是第三原因造成的;发行人和承销机构还可以证明是不可抗力原因造成了认购人的损失。

国务院颁布的《条例》对违反交付说明义务的侵权损害赔偿范围未作明文规定。但根据民法,侵害他人财产造成损失的应赔偿全部损失,包括直接损失和间接损失。而对于间接损失,民法中也未规定如何确认。根据美国证券法,当购买人仍持有证券时,可请求被告返还购买价金及利息,减去自证券所得收益,同时交还证券;当购买人已将证券转售给第三人时可请求赔偿购买价与转售价的差额。这一规定反映了证券的自身特点,值得我们借鉴。在前一情况中,认购人损失额为购股款项,应受赔偿,同时由于货币具有时间价值,可以生息,因而利息损失也应予赔偿,同时交还股票是为了避免购股人在受偿后无偿获得股票。这也充分体现了公平原则。在后一种情况中,如果认购人以低于原认购价出售股票后,其损失买卖价格的差额赔偿也是针对特定的损失发生的,认购人损失了认购价金而获得了转售收入,因而赔偿额也只包括二者的差额。这一方面考虑到证券市场的特点,另一方面也充分体现了公平的原则。

(二)公平说明书内容虚伪及欠缺的法律责任

美国证券法对在证券交易委员会登录文件内容不实及误导的民事责任的规定有三:第一是证券法第十一条注册书内容有重要不实或误导时,公司及其他有关人士的赔偿责任;第二是证券交易法第十八条对依法在证券交易委员会登录文件不实或误导的责任;第三是依证券交易法第十四条致股东的股票委托的征求书以及购买股票的要约有不实或误导情形也有推定的诉权。

(1)证券法第十一条规定注册书的任何部分在生效时对重要事实作不实记载、对应记载事实遗漏,该证券的善意取得人得向下列人请求赔偿:①所有在注册书上签名之人(依该法第6条规定,注册书应由发行人,其首要或重要职员,重要的主管财务职员,以及其董事的过半数,外国公司还须由驻美代表签名);②在该部分注册书登录时发行人的董事、合伙人或履行类似职务的人;③所有经其同意列名注册书中的现任或将任董事、合伙或者类似职务者;

- ④会计师、工程师或估值员,或者其他任何人其职业使其所作陈述有证明力者,经其同意列名为该注册书任何部分之编制者或签证者,或其编制或签证之报告或估价与注册书连用者;
⑤所有该证券之承销人;⑥控制上述各人者。

在抗辩方面则因其主体不同而有所不同。1. 发行人的唯一抗辩为证明原告在取得该证券时已知悉该项陈述为虚伪或遗漏,即需证明原告为恶意。2. 发行人以外的人有两种抗辩。一是在注册书生效前或在知悉其生效前,已与发行人脱离一切关系,并以书面通知证监会及发行人;二是已尽注意的责任,这种注意的责任,又由该部分是否为专家编制或签证而不同,对未以专家编制或签证的部分,被告必须证明:经过合理调查之后有充分理由相信并确信,在注册生效时该部分无对重要事实虚伪、遗漏或误导之情事。对专家编制或签证部分必须证明,“并无合理理由相信,亦不相信,在该注册书部分生效时,该项陈述为不实或不当表达专家之意见。”至于合理标准,视被告有无尽对自己财产管理同样之注意而定。由于被告对专家编制或签证的部分举证责任较轻,故有不少公司的董事、承销人等往往将注册书授权由专家编制,但此项授权仅以该部分需要职业技术或设备为限,超过这一限度则非法律所允许。三是专家的责任限于其所编制的或签证的部分,并可以因证明“在合理调查后,有足够之理由相信并确信该部分为真实”而负责。

合理调查的义务也因人而异。一般在注册书登录后,承销人及发行人的重要职员举行所谓“调查会议”(Due diligence meeting),由各人发问,以表达尽法定的合理调查义务。但这种会议往往流于形式,未必能满足法律要求。在1968年判决的Esott V. Barchis Construction Corp一案中对第十一条责任的要求及其抗辩,有精辟的分析,引起美国证券业有关人士对该条的注意。该案发行人为经营保龄球馆的公司,原告因公开说明书的财务报表有重要不实及误导,而控告签名于注册书之人、各承销人以及查帐的会计师。在法院确认注册书有重大不实各被告均依第11条的规定提出抗辩,但多被驳回。有若干签名于注册书之上的职员及董事声称并没有阅读该文件,法院则宣称在只有签名而不看注册书或看不懂,是其个人失职,不能作为抗辩,也不能将责任旁推。一青年律师在该次发行之前刚刚兼任董事及书记、个人并未作调查而信赖他人的陈述,法院指称:作为一个律师应知晓法律上有合理调查的责任,以辩明所有未经专家签证部分的真实性,所以也应负责。对挂名董事而不兼实职者,法院允许其依赖专家签证的数字,但对一般的部分仍要负责。因为作为董事,尽管刚刚到职而无时间熟悉公司事务,仍有用处理自己事务同样的注意作合理的调查。对负责查帐的会计师尽管在准备会计报表时尽到一般会计的水准,并提出若干的问题获得答案,但不调查答案是否真实,也未能尽调查之能事,换言之,信赖职员而不再自行调查不算合理调查。法院除判处主承销人负责外,其它承销人由于完全依赖主承销人不作独立调查,也与其同负责任。可见,公司的律师应对公司事务充分熟悉,调查包括所属公司在内的重要公司记录,并与会计师充分合作,董事除注意公司事务,细读说明书外,并应对特定问题尽自己应尽的调查责任。

原告不必证明其与被告有直接的交易关系;也不必证明其系依赖该不实陈述而购买,但如在该注册书上生效后该公司发出一盈利表包括该注册书生效后12个月的期间时,由于时间已过去甚多,可能有其它因素渗入,故原告应证明“依赖该陈述,但不必证明确有阅读该注

册书”。原告亦不必证明被告知悉该陈述不实或误导,被告善意与否亦无关紧要。但原告应证明该不实、误导或遗漏系重要事实。

在损害赔偿方面,原告可请求其所付的价格(但以不超过证券发行价为限)与提出控告时该证券价值的差额。原告无须证明其损害与该不实或误导的陈述有关,但被告得证明原告证券下跌有部分价值的损失是由于其它理由而就该部分负责,但此举证的责任甚为困难。由于被告负连带责任,故被告如果付出比其按比例应分担的部分多的赔偿时,可以对其它被告有求偿权,但如果前者作为不实陈述之人,而后者不属于不实陈述之人时,不在此限。

(2)证券交易法第十八条与证券法第十一条相似,规定任何人在依证券交易法或依法规定的规则而登录于委员会的申请、报告或者其它文件作任何重大不实的记载应负民事责任。有部分法院还解释为包括对证券交易所登录的文件在内。原告一方面应证明其买卖的价格系受该不实文件的影响,另一方面应证明其损失系依赖该文件所致、且原告必须为善意,即不知该文件为不实、被告得证明其本身为善意,即知道该文件为不实而负责。被告对其它被告有求偿权,法院得命令原告提出诉讼担保。时效为发现后一年,或发生诉权后三年而消灭。由于限制过严,除不必证明其与被告有直接交往外,原告与其依该条控告不如依普通法的欺骗而控告,在后者原告可不必证明其购买或卖出的价钱系受该不实文件的影响,1941年,由于此项举证责任过重,证监会曾建议删去,但受证券业的反对而做罢。由于举证责任的关系,本条的规定形同具文,在此情形原告均依同法第10条第2项及委员会规则5的推定民事责任而求救济。

(3)证券交易法第14条的推定责任。美国最高法院于1964年J. I. Case V. Borak一案承认违反证券交易法第14条第1项的私人诉权。原告如果因为被告使用不实或误导的征求股票委托的文件,得请求恢复原状或损害赔偿。此诉权与证券交易法第十条第二项及证监会规则5的推定诉权相重复。一般来说前者的条件为①必须有一受第14条约束的公司作征求股东投票委托权的行为;②违反第十四条及其规则的行为与原告股东的损害必须有因果关系;③仅投票受不当分割的股东,或行使代表诉权者有提起诉讼的资格;④如请求将股票作废,仅该有不实陈述的决议受影响,其它决议仍有效力。这一诉权的发展是近年来的事情,通常发生的场合是公司两派争取控制权,或甲乙两公司合并。在前一种场合下,往往是互控违法而主张他方所投之票为无效,或请法院禁止其投票,在后一种场合下,即将因合并而消失的公司的股东请求宣告合并,或请求赔偿损失。

目前美国判案所涉及的违法情形多属文件内容有不实或误导的陈述,至于其它技术性违法——如不向证券管理委员会备案或寄发文件误期,是否也可以因此提起诉讼呢?在请求法院制令的Unio Pacific R Co V Chicago & North Western Ry Co.一案中,法院认为此种违法也不例外。在该案中证券分析家所编制的报告由于涉及预测而被禁止使用,如果此种预测完全正确,他方是否主张某“本质上属欺诈”而据以要求赔偿则成为未解决的问题。又在犯法行业与投票结果之因果关系方面,在Barnett V Anaconda Co.一案法院以为散发误导文件之人如据有足够之票数可使提议之交易通过时,纵原告知悉真情予以反对亦属无用。此时误导之文件与原告受损害的因果关系不能成立。但在Couren zano V Einbender一案中,则持相反意见。如后说为是,则在多数票数不在被告手中之时原告更不必证明此违

法行为与投票结果之因果关系；如前说为是，则原告应如何证明该误导文件对投票结果之影响，在上例之 Union Pacific 一案之法官则以为此种因果之证明既不可能，也不宜强求以免有失立法原意。在会议之行动与对公司损害之因果关系上，在 Hoover V Allen 一案中法院以为如损失与会议无关的行为时，控告不能成立。该案原告控称在某公司 1955 年之股东股票委托征求书有不实之陈述，致原告将其股份出售于被告及该公司，被告因而获得该公司之控制权而浪费公款。法院以为原告不能指出其投票权受侵害，或该侵害导致公司一定之行为，故被告无赔偿之责。在另案中法院以为在第十条第二项规则五之诉中，此种因果之证明较轻。

而在台湾证券交易法第 32 条有与美国证券法第 11 条类似的公开说明书内容不实之责任，至于其他公开文件如年度报告、财务报告等如有不实之责任则无规定，视其情形，原告可依据第 20 条欺诈买卖证券责任的规定而获得救济，证券交易法第 32 条规定：“前条之公开说明书其应记载之主要内容有虚假或欠缺之情事，下列各款之人，对于善意之相对人因而所受之损害，应就其所应负责任部分与公司负连带赔偿责任：a. 发行人及其负责人；b. 发行人之职员，曾在公开说明书上签章，以证实其所载内容之全部或一部者；c. 该有价证券之证券承销商；d. 会计师，工程师，或者其他专门职业或技术人员曾在公开说明书上签章，以证实其所载内容之全部或一部或陈述意见。”由此可见，该规定旨在保障公开说明书的真实性，以发挥公开法规体系的效果，供受害人损害之救济。

下面分别按照请求主体、对象及违法要件等分析请求权的构成要件。

(1) 请求主体。该条规定请求赔偿主体为善意的相对人，即对公开说明书虚伪和隐匿的记载并不知情。陈春山指出，“该相对人是否限于直接与发行人有契约责任者，自仅限于契约关系始可求偿，且由该规定之文字观之，立法原意似仅限于有契约关系之认股人或应募人？如主张第三十二条为契约关系者为限。然就目的解释，为充分发挥该规定之效能而言，以主张侵权责任或独立责任较妥，即请求人与发行人之间不必有契约关系，且发行人外之其它主体，与请求人间无契约关系，难以契约责任解释之，且美日学者亦多主张发明人与请求人之间不必有契约关系。”

(2) 请求对象。按照台湾证券交易法第 32 条规定，应负责任者为下列几款之人：a. 发行人及其负责人。公司董事、监事是公司负责人，却有仅挂名者和参与公司经营者之分。因为该条规定仅限于故意责任，因此请求人必须证明公司的董事、监事在对公开说明书的虚伪、隐匿记载有所认识的情况下仍然同意发行证券；b. 曾在公开说明书签章以证实其所载内容的全部或一部分的发行人之职员。无论该职员与发行人之间是否依法办理雇佣手续，只要在公开说明书上以受雇人身份签章以证实其内容的，均认为是该发行人的职员而列于起诉范围之内；c. 该有价证券的承销商。凡与发行人订立了承销合同的，无论是主承销商还是分销商，都应承担其各自的法律责任，有所不同的地方仅在于不同承销商应负责任的比例不尽相同。这是因为承销商在处理承销事务上，本应就公开说明书的记载详为查阅，如果在已经发现公开说明书中存在虚伪、隐匿的情况下却仍然予以承销，作为投资者所信赖的证券经营机构，未能履行其应尽的义务，理应负担其责任。d. 会计师、律师工程师或其他专门技术人员。彼类专门技术人员虽然是发行人支付一定代价所聘任的，也应当按照合法

原则和专门知识而独立进行鉴证或陈述意见,这也是投资者信赖公开说明书之所在。本款规定在于保障维护会计师等专门技术人员超然独立的地位以及公开说明书的真实性。

(3)违法行为,指上述各款之人,在公开说明书应载事项的主要内容有虚伪、隐匿的情形。所谓“公开说明书的应载事项”,在证管会依第 31 条第 2 项颁布的《公开募集发行有价证券公开说明书应行记载事项准则》中有明确规定。“公开说明书的主要内容”是一个确定的法律概念,尤指“可能影响理性投资人投资的记载”而言,参考台湾证券交易法第 36 条第 2 项、第 157 条第 4 项及其施行细则第 7 条的规定。而“虚伪”陈述则指明知不实的事实而仍然进行陈述。“隐匿”指明知重要的事实而不予陈述或陈述不完整。陈春山指出,“本条规定将‘欠缺’改为‘虚伪’,其修正目的在于确定该规定之责任为故意责任,而不含过失的情形”。至于是否应该包括足以导致投资者误信的陈述,证券法学家们却看法各异,而他认为,凡是对事实有所偏倚的陈述,使投资人无法获得正确认识而产生误导的,都是使投资人产生误信的陈述,也属于违法行为。

(4)相对责任。台湾法学界普遍认为,证券交易法第 32 条的规定,原系采取结果责任主义,即公开说明书记载的主要内容如果有虚伪或隐匿之情事,该条所列各款之人应与公司负连带赔偿责任,这是从保护投资者角度出发的,而从发行人以外之人的角度来考察,如果已尽到合理调查的责任,即使没有过失,也要负连带赔偿责任,显然有些过于严苛。对此,证券法学者余雪明先生指出,各被告之责任为连带,但其应负责任这部分亦各有不同:①发行公司负绝对责任,即对公开说明书的所有内容都应负责;②公司发起设立的发起人,其责任与发行公司相同;③董事。作为公司的负责人,应对公开说明书的一般内容负责,但是否要对由专家编制或鉴证的部分负责则值得商榷。法律对此尚无明文规定,按照常理,同时参照美国法例,如果董事在选择专家方面已尽相当之注意似可负责,但台湾法与美国法不同之处在于没有规定在尽合理调查义务后可负责,因此仍存在疑问,按立法院审查会的条文,虽然其它人责任可减轻,但负责人仍然被同列为绝对责任后改回原来的条文,因此主张否定的说法。这种严格的责任的优点在于加重董事的责任感但对于那些不兼任公司实职的董事,似乎尽到合理调查的义务已经足够,因为他们可能身兼多职而难以心有旁骛,如果让他们负绝对责任,似乎不尽妥当;④监察人,即监事,在其职务范围内视为负责人,因此如果已尽合理调查的义务便可负责;⑤经理人,在其职务范围内视为负责人,比一般董事更熟悉公司情况,因此最低限度应当与董事负同等责任,但职务特殊的有时可负责;⑥发行人的职员曾在公开说明书上签章,以证实其所载内容的全部或一部分的,仅对该部分负责;⑦有价证券承销商。根据立法院审查会条文应负绝对责任;⑧会计师、律师、工程师或其它专门职业或技术人员,曾在公开说明书上签章,以证实其所载内容的全部或一部分,或陈述意见的,仅在其鉴证或陈述意见之部分负责。在立法院审查会中将其改为恶意方负责任,院会改回现在之文字。按此种专门职业人员在其一定职业之标准。未能建到此标准即不合格而应负责,审查会的条文未免太宽,而现行法之规定为是。与美国法相比较而言,台湾的原告举证责任过重,而被告没有合理调查的抗辩,几乎都要承担绝对责任,而且不分别其地位、性质而有轻重责任之分,似乎美中不足,有待将来合理修正。

从美国和台湾在这方面的立法中,我们可以看到其法律条文所体现出来的严格的思想

性这同时也说明了国外证券法律法规体系的完善,那么,作为正在逐步走向成熟的中国证券市场我们应如何参照借鉴国外做法,对待虚假陈述行为呢?

应当看到,在当前情况下,我国证券主管机关和广大投资者对发行人,经营机构在招募说明书、上市公告书、公司报告及其它文件中作出虚假陈述的问题也逐步重视起来了。公司的各种文件是投资者了解上市公司并作出证券投资决定的主要依据。为此,有关证券法规一再强调全体发起人或者董事以及主承销商应当在招募说明书上签字,保证招募说明书没有虚假,严重误导性陈述或者重大遗漏,并保证时其承担连带责任;证券经营机构承销证券,应当对招募说明书和其它宣传资料的真实性、准确性和完整性进行核查;发现含有虚假,严重误导性陈述或者重大遗漏的,不得发出要约邀请或者要约;已经发出的,应当立即停止销售活动,并采取相应的补救措施。公开说明书内容虚伪或欠缺的责任在《深圳股票交易办法》和《上海证券交易办法》中分列规定如下:

1. 深圳的规定

(1)证券发行者的责任。《深圳股票交易办法》第 87 条规定,凡经主管机关批准已发行股票的公司,如不按本办法及时并如实向主管机关报送有关材料或向社会公众披露有关资料,给予如下处罚:①登报通报批评;②处以 1 万元以下罚款;③该公司有价证券停牌交易 5 至 7 天;④造成重大危害的,提请司法部门依法处理。以上处罚,可以并处。

(2)协助制作者的责任。该办法第 68 条还规定,为发行公司提供不真实材料的或因此而造成损失的资产评估机构和会计师,事务所等评估及公证机构,给予如下处罚:①警告;②通知;③处以 1 万元以下的罚款;④责令该机构停止该项业务半年,吊销直接责任人的评估或公证资格,以上处罚,可以并处。

2. 上海的规定

(1)证券发行者的责任。《上海证券交易办法》第 20 条第 1 款规定:“依本办法规定,发行者向证券主管机关提交的,以及向投资者公布的文件和资料必须真实完整,不得有虚假记载或欠缺重要事项。”“违反此规定的,发行者对该证券的善意取得人因而所受的损害,应负赔偿责任。”第 54 条规定,“证券经营的机构编辑发放,供公众阅览的投资参考资料,必须真实、合法,不得含有使他人误信的内容。”违反上述规定者,除限期纠正外,可处以 5 万元以上、10 万元以下罚款;主要机关等政府部门认为应当给予行政处分的,移送监察部门或主管部门处理;情节严重,构成犯罪的,提请司法机关依法追究其刑事责任。

(2)协助制作者的责任。《上海证券交易办法》规定,如果发行者向证券主管机关提交的,以及向投资者公布的文件和资料有虚假记载或欠缺重要事项,下列单位和人员就其所负责部分与发行者负连带赔偿责任:①在提交,公布的文件和资料上签章证实其所载内容的全部或一部分者;②该证券的承销机构;③会计师、律师、工程师、经济师或其他因职业赋予其职权可以这样做的人员,在提交、公布的文件和资料上签章证实其所载内容的提交,公布的文件和资料中的虚假记载或欠缺重要事项,是在真不知情的情况下制作的,则不负连带赔偿责任。

从上面的陈述我们可以看出,深圳和上海对公开说明书内容虚伪或欠缺的责任的规定侧重点有所不同,深圳侧重于行政责任方式,而相对而言,上海规定得较为全面具体,包括民

事、行政及刑事三种承担责任的方式。

(三)我国现行法律法规对虚假陈述的罚则规定

尽管我国的证券立法与国外相比还很不完善,但近年来,随着证券市场不断走向成熟的过程中出现了更多的问题,出于解决这些问题的需要,我国的证券监管层逐渐认识到完善和健全证券立法的必要性和迫切性,在各方的共同努力下,一系列有关的法律法规相继出台,并在某些方面确实取得了较好的效果。这说明我国的证券法工作正在取得可喜的进步。下面将参照其中的一些法律法规,简要阐述一下我国现行证券立法方面对虚假陈述所作的罚则规定。

1.《禁止证券欺诈行为暂行办法》

《禁止证券欺诈行为暂行办法》对虚假陈述的论述解释主要集中在第十一条、第十二条、第二十条、第二十一条和第二十二条,其中,第十一条和第十二条对虚假陈述作了概念内涵的界定和外延的划分,对此,前文还有论述,这里不再赘述。而只重点提及虚假陈述行为主体的处罚办法。

《暂行办法》第二十条规定:“证券经营机构、专业性证券服务机构有本办法第十二条所列行为的,根据不同情况,单处或者并处警告,没收违法所得、罚款、暂停其证券经营业务、其从事证券业务或者撤销其证券经营业务许可、其从事证券业务许可。”“证券交易场所,证券业协会和其它证券业自律性组织有虚假陈述行为的,按照有关规定处罚。”这是对应当履行督促上市公司公布招股说明书及各种报告与文件义务的证券经营机构和应持客观公正立场遵守职业道德的专业性证券服务机构如律师事务所,会计师事务所和资产评估机构发生虚假陈述所作的惩处规定。

《暂行办法》第二十一条规定,“发行人有本办法第十二条所列虚假陈述行为的,根据不同情况,单处或者并处警告、责令退还非法所筹资金、没收违法所得、罚款、暂停或取消其发行,上市资格。”该条对作为现代企业制度主体的有限责任公司和股份有限公司的行为作了硬性规定,对上市公司运营的规范化、证券市场的公开透明化都起到了保障作用。

《暂行办法》第二十二条规定,“对与虚假陈述有关的直接责任人员,根据不同情况,单处或者并处警告,没收违法所得、三万元以上三十万元以下的罚款、撤销其从事证券业务的许可或者资格。”

2.《中华人民共和国公司法》

1993年12月29日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过的《中华人民共和国公司法》第十章《法律责任》中对作为证券发行人主体的公司违反法律规定,进行虚假陈述的情况分三条作了相应规定。

第二百零七条指出:“制作虚假的招股说明书、认股书,公司债券募集办法发行股票或者公司债券的,责令其停止发行,退还所募资金及其利息,处以非法募集资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。”第二百一十二条指出:“公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告的,对直接负责的主管人员和其它直接责任人员处以一万元以上十万元以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。”第二百一十七条规定:“公司在进行清算时,隐匿财产,对资产负债或者财产表清算单作虚伪

记载或者未清偿债务前分配公司财产的,责令改正,对公司处以隐匿财产或者未清偿债务前分配公司财产金额百分之一以上百分之五以下的罚款。对直接负责的主管人员和其它直接责任人员处以一万元以上十万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。”第二百一十八条规定:“清算组不按照本法规定向公司登记机关报送清算报告,或者报送清算报告隐瞒重要事实或者有重大遗漏的,责令改正。清算组成员利用职权徇私舞弊、谋取非法的收入或者侵占公司财产的,责令退还公司财产的,没收违法所得。并可处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款。”第二百一十九条又进一步指出,“承担资产评估、验资或者验证的机构提供虚假证明文件的,没收违法所得,处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款,并可由有关主管部门依法责令该机构停业,吊销直接责任人员的资格证书。构成犯罪的,依法追究刑事责任。承担资产评估、验资或者验证的机构因过失提供有重大遗漏的报告的,责令改正,情节较重的,处以所得收入一倍以上三倍以下的罚款,并可由有关主管部门依法责令该机构停业,吊销直接责任人员的资格证书。”

3.《企业债券管理条例》

1993年9月2日国务院第212号全发布的《企业债券管理条例》规定:“企业申请发行企业债券,应当向审批机关报送下列文件:(一)发行企业债券的申请书;(二)营业执照;(三)发行章程;(四)经会计师事务所审计的企业近三年的财务报告;(五)审批机关要求提供的其它材料。”“企业发行企业债券应当公布经审批机关批准的发行章程。”“未经批准发行或者变相发行企业债券的,以及未通过证券经营机构发行企业债券的,责令停止发行活动,冻结并责令退还非法所筹资金,处以相当于非法所筹资金全部百分之五以下的罚款”。“发行企业债券的企业违反本条例规定,给他人造成损失的,应当依法承担民事赔偿责任。”

4.《司法部、证监会关于从事证券法律业务律师及律师事务所资格确认的暂行规定》

《暂行规定》第四条规定,“向证监会及公众提供有虚假、误导性内容或重大遗漏的法律文件(包括法律意见书)且拒不纠正的律师,由证监会会同司法部吊销该律师从事证券法律业务资格证书或停止其一年到三年从事该业务的资格。”

5.《关于从事证券业务的会计师事务所注册会计师资格确认的规定》

该规定第十四条规定,取得许可证的会计师事务所和注册会计师在从事证券业务时,接受财政部和证监会的监督。会计师事务所及其专业人员在执行上述业务时出现重大疏漏、严重误导、欺诈舞弊以及其他违反证券和证券市场有关的法规的行为时,证监会可建议财政部予以处罚,亦可吊销其从事证券事务许可证,并予以公布。”

6.《关于从事证券业务的资产评估机构资格确认的规定》

本规定第十条指出,“资产评估机构在从事证券业务时,必须接受国家国有资产管理局和证监会的监督。资产评估机构及其它人员在执行上述业务时出现重大疏漏,严重误导、弄虚作假及其它违反职业道德、工作纪律和证券市场有关法规的行为时,证监会可建议国家国有资产管理局予以处罚,情节严重的可由审定方吊销其资产评估资格许可证,直至追究经济和法律任。”

7.《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》

《细则》第五条规定,“公司的全体发起人或者董事必须保证公开披露文件内容没有虚假严

重误导性陈述或重大遗漏,并就其保证承担连带责任。”“公开披露文件涉及财务会计、法律、资产评估等事项的,应当由具有从事证券业务的会计师事务所、律师事务所和资产评估机构等专业性中介机构审查验证,并出具意见。专业性中介机构及人员必须保证其审查验证的文件的内容没有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏,并且对此承担相应的法律责任。”“承销股票的证券经营机构必须对招股说明书内容的真实性、准确性、完整性进认真查核,保证其查核的文件内容没有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏,并且对此承担相应的法律责任。”

第七节 欺诈客户行为分析及其防范

一、欺诈客户行为概念的界定

根据国务院证券管理委员会于 1993 年 9 月 2 日发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》规定,凡任何单位或者个人在证券发行、交易及其相关活动中欺诈客户的,都称为欺诈客户行为。具体来说,包括以下十种形式:

- (1) 证券经营机构将自营业务和代理业务混合操作。
- (2) 证券经营机构违背被代理人的指令为其买卖证券。
- (3) 证券经营机构不按国家有关法规和证券交易所业务规则的规定办理证券买卖委托;
- (4) 证券经营机构不在规定时间内向被代理人提供证券买卖的书面确认文件;
- (5) 证券登记、清算机构不按国家有关法规和本机构业务规则的规定办理清算、交割、过户、登记手续;
- (6) 证券登记、清算机构擅自将顾客委托保管的证券用作抵押;
- (7) 证券经营机构以多获取佣金为目的,诱导顾客进行不必要的证券买卖,或者在客户的帐户上翻炒证券;
- (8) 发行人或者发行代理人将证券出售给投资者时未向其提供招募说明书;
- (9) 证券经营机构保证客户的交易收益或者允诺赔偿客户的投资损失。
- (10) 其它违背客户真实意志、损害客户利益的行为。

证券经营机构或证券发行人之所以实施欺诈客户行为,一方面是因为我国证券市场法律法规体系相对不够健全,另一方面则是因为证券市场具有价格波动频繁,资本容易迅速增值特点。也正因为如此,在现实的证券发行和交易活动的各个环节之中,随时都有欺诈客户的可能。有关法规对作为欺诈客户行为主体的证券经营机构作了许多规定,明确了证券经营机构的权利义务关系和它们的职责。

在明确欺诈客户行为概念的基础上,有几个需要予以澄清的问题,下面将分述如下。

(一) 超越权限的股票代理买卖是否承担法律责任

我们知道,股票代理买卖是指被代理人委托代理人在其有效授权范围内依法从事股票

交易活动。超越权限的股票代理买卖则是指代理人受委托进行股票买卖超出了被代理人的有效授权范围。要弄清超越权限的股票代理买卖是否属于欺诈客户行为的范畴,以及是否要承担法律责任,我们首先应知晓委托代理这一法律关系的有关规定。

作为我国调整股票纠纷案件的主要法律依据之一的《中华人民共和国民事诉讼法》第 63 条规定:“公民、法人可以通过代理人实施民事法律行为。代理人在代理权限内行使权利,被代理人对代理人的代理行为承担民事责任。”第 64 条第二款又规定,“委托代理人按照代理人的委托行使代理权”。由此可见,委托代理具有以下几个特点:

- (1)代理行为是以被代理人的名义进行的,代理人的职责是代替被代理人行使权力;
- (2)代理行为必须是具有法律意义的行为;
- (3)代理人在被代理人授权范围内独立进行;
- (4)代理行为的法律效果直接归属于被代理人。

因此,股票代理买卖作为一种委托关系,证券公司就是能以被代理人的有效授权从事法律行为(股票买卖)。这种有效授权的范围包括委托买卖股票的价格、数量、种类及时间等。授权范围一旦明确,代理人便只能在这些范围内为被代理人进行股票交易活动。如果其行为超出了委托范围,被代理人有权拒绝承担因这种代理行为而产生的法律后果。代理人的行为不符合被代理人的授权,而构成一种超越代理权限的股票代理买卖,在这种情况下,代理人如果没有法律规定的条件(即被代理人的事后追认),代理人就必须就其越权行为的后果承担相应的法律责任。具体形式要视代理人行为的情节和性质而定。

然而,股票代理买卖像其他民事代理一样允许被代理人对代理人的行为进行事后追认,只要被代理人愿意。因为股票市场瞬息万变,交易价格朝夕变化,被代理人的委托只能反映其主观愿望,他不可能适时、适价、适情地把握股市的行情变化而作出完全合理最佳的授权,代理人也不可能完全满足被代理人的意愿。同时,被代理人不论如何行动,其在股市上的最终目的是获取最大的经济利益。只要被代理人的越权行为符合被代理人的经济利益,则这种越权行为一般可获得追认,而追认的意义也不是很大。

但是当代理人的越权行为损害了被代理人的经济利益时,被代理人将会要求代理人对其超越权限进行股票代理买卖的行为承担法律责任。这时,被代理人有无事后追认,就成为代理人越权行为是否合法,是否会承担法律责任的唯一标准和唯一证据。我国民法通则第 66 条规定,“超越代理权或者代理权终止后的行为,只有经过被代理人的追认,被代理人才承担民事责任。未经追认的行为,由行为人承担民事责任。本人知道他人以本人名义实施民事行为而不作否认表示的,视为同意。”凭借这一标准,我们也可据以判断该种越权行为是否构成了欺诈客户行为。

(二) 证券商违背客户指令买卖证券的行为是否一定就是欺诈行为

根据有关法律的规定,证券经营机构违背被代理人的指令为其买卖证券行为,属于欺诈客户行为。那么,是否所有的证券经营机构违背客户的指令为其买卖证券的行为,而不论其主观上是故意还是过失,都属于欺诈客户的行为。对于这个问题,有两种不同的观点:一是只要证券经营机构没能按照投资者指令为其买卖证券的,无论故意或过失,都应承担欺诈客户的行政和民事责任,二是只有在证券经营机构故意违背被代理人的指令为其买卖证券的,并

因此而造成被代理人财产损失的才能认定为证券欺诈行为。严格从法律上讲,只有第二种是正确的。

证券欺诈行为不仅仅是一种发生在证券发行、交易过程中的不法行为,实际上它是民事法律关系中的欺诈行为在证券活动中的延伸。二者尽管形式各异,但本质却相同,对于欺诈行为,我国《民法通则》第58条规定:“下列行为无效……(三)一方以欺诈、损害的手段或者乘人之危,使对方在违背真实意思的情况下所作为的。”最高人民法院在《关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见》第68条规定:“一方当事人故意告知对方虚假情况,或者故意隐瞒真实情况,诱使对方当事人作出错误意思表示的,可认定为欺诈行为。”由此,我们可以看出,欺诈行为必须具备几个特征:

(1) 欺诈一方,必须是出于故意,即欺诈人明知其欺瞒行为可能使另一方当事人陷入错误的认识,并且希望另一方当事人因陷于错误的认识而为一定的行为

(2) 欺诈一方必须有欺诈的行为,包括积极的行为,如捏造事实真相,歪曲真实情况等;也可以是消极的行为,如隐瞒真实情况。

(3) 受欺诈一方所实施的行为,是受欺诈的结果。换言之,受欺诈的结果与欺诈行为之间有必然的因果联系。

以上是欺诈行为最本质的三个特征,属于欺诈行为的证券商违背客户指令为其买卖证券的行为也应具有以上之特征。因此,只有故意违背客户指令为其买卖证券的,才能构成欺诈客户行为,并要承担相应的法律责任。而事实上,在证券委托买卖过程中,大量发生的是证券商因过失而违背客户指令为其买卖证券的行为,如交易员因口误,将客户填写的买入或卖出证券的价格报差等,这与欺诈行为有着本质区别,只承担因工作差错造成损失的赔偿责任。

二、欺诈客户行为的法律规范

随着证券市场走向规范化及证券经营机构的不断发展,对市场进行严格管理的问题日益摆在人们的面前。早年许多国家的证券市场都曾在相当长的时期内,在很大程度上处于放任的状态,虽然这一度促进了经济的繁荣与增长,但却极易引发经济危机,如美国1929—1933年的信用危机,给美国经济带来了巨大危害,也促使美国政府开始对证券市场进行严格的控制与管理。

出于对证券经营机构欺诈客户行为实行法律管制的需要,我们应首先论及对证券商的管理,因为证券商是证券市场上最重要的中介机构,证券管理的最重要的内容便是对证券商的管理。

(一) 证券经营机构管理体制

就体制方面严格说来,证券经营机构的管理包括三个层次,依次是:证券商的内部管理、证券业自律机构的管理以及政府证券管理部门的管理。

1. 证券商要建立内部制约机制,制定书面的内部管理制度,并严格执行

这是一种积极的行为,其目的不仅在于保护投资者,还在于降低证券经营机构自身的经营风险,使它能够正常、有效地运转。

售费用也不同。证券经营机构采取包销方式取得的收益高于采取代销方式取得的收益,因而它在代理发行业务中遵循效益原则并非意味着收益越高越好,而应充分考虑到风险、效益的相关性,尽量选择风险较小而效益较高的代理发售方式。

(2)在开展代理委托买卖业务时应遵循的原则。证券公司的代理委托买卖业务是指证券公司在委托人规定的有效期限内(一般为一天),按照委托人规定的委托价格和数量等委托要素所代理的有关证券的买卖活动。在代理委托买卖中,证券公司对于客户委托买卖何种有价证券以及委托买卖的价格和数量均无权干涉,它在开展这一业务时,应遵循如下经营管理思想:

第一,代理原则。即证券的买卖、证券公司有关的行为都严格限制在代理的范围之内,证券公司进行证券买卖必须严格遵守委托人委托的价格、数量、种类等条件,在此区间内做成买卖的盈利与亏损等,证券公司无权参与共享,也无承担的责任。鉴于这一原则,证券公司不能受理下列人的证券买卖:①未成年人未经法定代理人的代理或允许者;②受破产宣告未经复权者;③法人委托开户未能提出该法人授权开户证明者;④曾因证券交易违约记录有案未满三年者;⑤曾因违反法令规章,经主管机关通知停止买卖股票未满五年者。

基于同一原则,在下列情况下,证券公司也不能受理委托买卖:①全权选择证券种类的委托买卖;②全权决定买卖数量的委托买卖;③全权决定买卖价格的委托买卖;④全权决定买入或卖出的委托买卖;⑤分期付款方式的证券买卖;⑥对委托人作赢利保证或分享利益的委托买卖。

第二,效率原则。因为证券市场行情瞬息万变,往往分秒之差,就会出现价格上的差异,从而有可能给委托的客户带来不必要的损失,使投资者或客户利益受到损害,所以证券公司为客户代理委托买卖时,必须注重效率。证券商在接到客户委托后,应尽快将委托事项以电话通知其驻证交所的出市代表,出市代表以最快速度或采取上市竞价,或采取口头唱报,或采取电脑撮合方式进行交易。证券公司只有注重效率,分秒必争,方能提高自己的信誉,创造出更好的效益。

(3)在进行证券自营买卖时应遵循的原则。

①收益性原则。投资的主观目的是为了收益,因而收益性原则是首要原则,收益也是证券自营买卖中的证券经营机构追求的首要目标。证券公司进行投资,其收益来源主要是买卖价差。为保证收益性原则,证券价格的高低及其变化趋势是在自营买卖之前首先要分析预测。在证券流通市场上,证券价格由多方面因素决定。如证券的信益、证券的供求状况,证券的收益率等等,必须在全面分析综合考虑的基础上才能合理决策,保障收益性。投资决策的正确与否是整个买卖的关键,包括对投资对象、投资金额和投资时机的选择。投资对象的选择事关投资的风险性大小,进而关系到投资的收益性大小;投资金额的选择影响其整体的投资组合适当与否,能否追求结构最适,收益最佳;投资时机即买入卖出的时间选择直接决定投资的收益的大小。证券公司在自营买卖时必须组织全部优秀的专业人员对市场行情进行综合的分析预测。

②安全性原则。指为避免证券投资由于各种原因而遭受价值损失时投资者所采取的行为准则。为了保障证券投资的收益,证券公司在面临风险时必须尽可能地规避风险,确保所

投资资金的安全性。证券投资的风险源于多种因素,诸如:证券市场利率的变化,发行证券的企业生产经营状况的变化,国家宏观经济政策、经济环境的变化直至投资决策者自身决策的失误。等等。安全性原则要求证券公司在进行证券自营买卖时争取各种有效的投资策略分散投资风险,取得最大效益,当已知两种证券具有同等程度的风险时,选择其中收益较高的证券;当已知两种证券具有同等程度的收益时,选择其中风险较小的证券。

③流动性原则。指投资者投资在证券上的资金能及时转变为货币,并用在价值上不会遭受损失的行为准则,也就是指选择投资证券的变现能力和稳定性要得到保证。影响证券投资流动性的因素主要有:证券本身因素;国家政策及管理方式因素;证券公司经营管理者自身行为因素。

收益性、安全性、流动性是证券的三个基本要素或特征,也是证券投资的三个基本原则。证券公司在进行证券自营买卖时,要注重这三个原则的综合协调运用。

(4)证券公司从事其它业务应遵循的经营管理原则。证券公司除开展其主要的经营业务——代理发行、代理买卖和自营买卖外,还同时开展其它的业务,诸如:证券的抵押、代保管、签证等业务。作为证券公司的经营管理者,必须重视其它业务的开展,以满足客户需要,这不仅是方便投资者,更能增强公司的信誉,增加公司的经营收入。证券公司其它业务的开拓必须具有一定的洞察力和胆识,要有如下的经营管理思想:

首先,证券公司的经营者要站在投资者的角度上,对公司的业务不足之处提出改进措施,并从投资人的需要出发,开拓本公司的业务范围。了解投资人的需要可以通过多种方式,如经常深入到投资者中间调查了解,或对投资者以座谈、信函、电话等方式进行调查,还可以经常借鉴其它证券公司的做法等。了解到投资者的需要后,便对其它业务开拓的可行性做深入的分析。如本公司的经济实力,本公司的投资者人数,新业务将带来的收入或费用,本公司的人员素质等。在对可行性做了详尽的分析后,才能做出决策,是否开拓该项其它业务以及如何开拓。

2. 证券业的自律性机构是管理体制的重要组成部分

(1)证券市场的自律管理,也叫自我管理,就是指根据自愿的原则,以行会、公会、协会等形式组织成一定的管理机构,制定共同遵守的行为规范和规章制度,自我约束行会会员的一种证券业管理形式。

由于证券业是一个非常复杂的行业,证券市场是一种包含许多不同层次和内容的复杂复合体,参与其中的主体众多,因此,证券管理也十分复杂。官方的管理、监督尽管也比较全面,但不可能十分具体,单靠国家机构和中央银行来管理市场,其力量就显得非常有限,所以必须建立各种自律性的管理组织,对证券业进行具体的日常性管理监督。

自律性管理组织包括证券交易所和各种证券商协会。在美国,包括全美证券商协会、七个证券交易所(纽约股票交易所、美国证券交易所、费城证券交易所、太平洋证券交易所、中西部证券交易所、辛辛那提州证券交易所和波士顿证券交易所)、一个交易网络(全国自动报价交易系统)、保护投资人公司(SIPC)、全国证券清算公司(NSCC)、保管信托公司(DTC)、评级机构、财务会计标准委员会等。其中,全美证券商协会从各个角度、全方位实施监管功能,美国的《证券交易法》要求除了专营国债的证券商之外,所有与公众发行业务有关的证券

商都必须加入该协会,目前它有成员 5000 多家,注册从业人员超过 40 万人。

证券交易所是现代证券流通市场的核心,汇集了大量的自营商和经纪商,为证券的转让提供了集中而便利的场所。它的自律性管理功能在于两方面:一是对会员与交易所之间的权利与义务作出规定,明确双方的关系和责任。如证券经营机构加入证券交易所,要与交易所签订契约,交纳交易保证金,承诺并遵守交易所的纪律,若有违反行为,交易所可以酌情给予处罚,或取消其会员资格。二是遵照证券法规的要求,制定详细的交易所场内交易、清算、登记、会员业务操作、违章处理等规则,以从客观上监督会员在法律许可的范围内合法地进行证券交易,并对会员的违法违规行予以制裁。

证券业其它自律组织则或者也通过制定和实施会员制度及公正交易制度,或者通过财务审计、资信评级等外部监督措施来约束会员的行为。维护高标准的职业信誉。

我国现有的两个交易所,即深圳证券交易所和上海证券交易所,都是非盈利的、会员制事业法人,基本上都采取了合作式的自律管理,政府有权委派部分或所有的交易所董事或行政人员。而 1991 年 8 月成立的中国证券业协会是全国证券业行业性自律组织,是由证券经营机构组成的民间性组织,同时又带有半官方的性质。它具有社团法人资格。该协会的宗旨是:根据我国发展市场经济的要求,贯彻执行国家关政策、方针和法规,发挥政府与证券经营机构之间的桥梁和纽带作用,促进证券业的开拓发展,加强证券业的自律管理,维护会员的合法权益,建立和完善有中国特色的证券市场体系。中国证券业协会的性质为非盈利性社团组织。协会的经费自筹,一般来源于会员缴纳的会费及有关部门的拨款。

中国证券业协会在证券业的自律性管理中具有如下职能:

①建立会员制度,能以非官方的形式把证券行业的所有机构组织起来,代表会员的共同利益,反映会员的愿望和要求,及时研究证券业的新情况和新问题,处理证券业与其它行业之间的关系,如果全行业的利益受损,通过个别证券机构的呼吁很难起作用,而通过证券业协会与有关方面的磋商则比较容易得到解决。

②根据国家和政府证券管理机构的有关方针、政策和法规,制定自律性管理的各种规章制度和业务准则,并组织实施。通过督促会员遵守这些准则,促使国家政策,法规得以具体实现,以加强对证券行业的管理。这些制度规则一般包括下列内容:证券上市或柜台交易规则、证券发行规则、对证券经营机构的监督、管理制度、对证券从业人员的约束规则等。证券业协会制定的制度、规则规范着会员的行为,并给整个证券业提供了一个行业标准。协会通过检查制度、规则的执行情况,处理违反业务规章的协会会员来督促各项规章、制度的贯彻执行。

③协调会员之间的各种关系,提高证券交易的效率,协调会员与其它行业、机构的关系,调解、仲裁会员之间,会员与客户之间的纠纷。证券市场复杂而庞大,证券商众多,证券业协会就是要为会员之间及会员与客户之间的纠纷提供一个中间调节机构。证券业与其它行业难免会出现各种矛盾,证券业协会作为证券业的行会组织,具有协调证券业与其它行业关系的职能。

④贯彻、执行国家的政策、法规,检查和监督会员的日常经营活动。组织会员学习、讨论国家的有关证券政策、法规,并协助政府证券主管部门开展有关证券市场理论及业务的研

究,提出发展规划,并协助组织实施。

⑤为会员服务。如搜集、整理国内外、各地区证券行业的信息,并对此进行综合统计、分析,及向会员提供咨询服务;编辑和出版证券业务的书籍、刊物和有关内部资料,为协会会员、证券投资者及证券管理机关提供各种所需信息;帮助会员克服各种经营困难,如为其提供借债担保、协调会员之间的相互融资等。总之,证券业协会不仅对会员进行管理,还为会员提供各种服务,寓管理于服务之中。

(2)严格的自律性管理是证券行业的鲜明特色,其原因有两方面:一是证券市场的波动往往在社会经济生活中造成广泛影响,而这种波动很可能是某个具体的操作问题引发的;二是证券业的高度专业技术性要求政策证券管理机关的职能与人员必须高度综合化与专门化,但因种种条件所限很难达到,证券业为了自身的利益和发展,便不希望政府给予过多的干预,从而自行组织建立起旨在维护整个行业社会声誉的道德规范和一整套细致的自律准则,这类规范与准则在自律机构成员中具有很大的强制性。

(3)需要指出的是,自律准则不是法律,因而不具有法律效力,违反了它不会构成犯罪或民法上的责任。但是,违反了它同样会受到相应的惩罚,甚至为其它成员所唾弃,最终被逐出证券业的大门。

(4)自律性机构作为行业组织,接受政府证券管理部门的管理与监督。如美国的全美证券商协会在证券交易委员会(SEC)注册,其所有管理活动都必须置于 SEC 的领导之下,必须定期向 SEC 汇报其管理活动,SEC 有权审批或取消其注册资格。

3. 政府证券管理部门

由于自律准则毕竟没有法律效力,而且成员之间可能存在不平等待遇,那么就需要政府来出面,通过立法和行政手段来管理。对证券经营机构的立法管理是指对证券经营机构的设立、业务活动和行为中带有规律性和规范性的活动用立法的形式确定下来,证券管理机关依据这些法律、法规对证券经营机构进行管理,对其违法行为给予制裁,从而规范证券经营机构的行为。美国的 SEC 是历史悠久的专门管理证券市场的政府机构之一,它有权制定监督执行有关证券业的法规、监察证券市场的交易活动、促进交易所及其他自律组织的自我监管职能、监管证券商及投资顾问,同时对违反证券法规的机构和人士实施法律制裁。

目前,在我国,国务院证券委员会是国家对全国证券市场进行统一宏观管理的主管机构,中国证券监督管理委员会是证券委的监管执行机构,根据证券委的授权,批订有关证券市场管理的规则,对证券经营机构从事证券业务、特别是股票自营业务进行监管;此外,中国人民银行负责审批和归口管理证券机构,并报证券委备案。

从世界各国证券管理的实践看,大都采取了在机构建立内部制约机制的基础上,立法管理与自律管理相结合的模式,而且大趋势是以立法管理为主,自律管理作补充。

(二)证券经营机构管理内容及方法

对证券经营机构的管理内容,有两个方面,一个是对从事证券业务资格的管理,一个是对其实体经营业务的管理。

1. 资格

即是否许可证券经营机构开始营业。世界各国的证券交易立法对证券商的设立程序,

如以低价报进而高价出售予他人等；②当其自营买卖亏损时，则对证券商的经纪业务及客户的证券或资金产生危险；③当其兼营承销及经纪买卖时，为推销其所承销的证券，而违反顾客的利益，使其购买承销的证券；④当其兼营、受托自营承销时，基于其业务范围而产生操纵价格的行为，影响价格变动和市场秩序”。可见，综合证券商制度将对投资人的保护及证券市场的发展有所影响。但为了维持证券价格的持续性和流动性等市场交易发展的必要条件以及证券商收入的多元化，仍然有必要采取综合证券商制度，但对于其弊病要加以防止。

我国上海市证券交易管理办法规定，“证券经营机构必须在批准的业务范围内，专营或兼营证券业务。”兼营证券业务的机构必须在证券主管机构核定的证券营运资金内经营证券业务，不得擅自抽调或增加资金，并实行证券业务部门内部独立核算。证券投资信托所筹集的基金必须单列，不得与基金保管机构的自有财产相混淆。证券投资信托所筹集的基金与基金保管机构的债务无关。深圳的规定是这样的，“证券商可申请从事证券承销、自营买卖和代理买卖业务，同时经营股票自营买卖和代理买卖业务的，须将其自营买卖和代理买卖业务分开。证券商只能经营经主管机关批准的证券业务及与证券业务相关的业务。上海和深圳的规定虽然从正面肯定了我国证券商可以从事证券业综合经营，但从条文的字里行间分析，证券商宜以分业经营为原则即证券商不宜兼做自营商和经纪商。一方面，如果允许证券商同时兼做自营商业和经纪商，则有可能产生一些弊端。例如，自营商同时为经纪商，当它做成一笔买卖，本来是自己所做的买卖，但因买价较高，他便可能利用各种手段转成为客户代理买卖；反之，本来是客户代理买卖，但因买价较低，他便可能利用各种手段转成为自己买卖，从而使投资者利益遭受损失。因此证券主管机构审批证券商经营范围时，宜以分业经营为原则，确定证券商的专营范围。不过另一面，这种限定又往往导致证券商业务范围过于狭小，不利于其业务质量提高，所以在证券市场业务发展许可，且证券商业务能力和从业人员素质具备的条件下，可以许可证券商从事证券承销，自营买卖和代理买卖业务。但同时从事自营买卖和代理买卖业务的证券商，应按证券交易业务规则，以书面文件区别自行买卖或代理买卖行为，以便于成交前划清该项买卖的结果归属。

从世界范围来看，各国证券法一般都规定，兼营证券自营买卖的经纪商，应将自营买卖与代客买卖严格分开，帐目也须严格分开，证券自营商不得于同一交易期内对同一证券接受委托和自行买卖。《台湾证券交易法》第 42 条规定“证券商在集中交易市场自行及委托买卖有价证券应分别设立帐户，办理申报与交割，申报后不得相互变更。此规定在于避免证券商以自营、经纪两种身份而为不利于客户之行为，第 43 条规定证券商于受托买卖时，不得利用受托买卖之资讯对同一之买卖为相反之自行买卖，但因应经营在其营业处所买卖有价证券业务，依其报价应卖，并同时申报买进者，不在此限。此等规定在避免证券商利用其知悉客户买卖之资讯而图利自己。但此规定仅限于证券商在集中交易市场买卖之行为，就其在店头市场，店头市场因证券商之应买、应卖对店头市场之交易流动性有所助益且为必要，故非第 43 条所限制。”《上海证券交易所交易市场业务试行规则》规定，在上海证券交易所交易市场自营买卖证券，限于经该所批准可在该所交易市场经营自营买卖业务的证券商。证券商不得以自营买卖的名义代他人在交易市场买卖证券。除上述限制外，证券经营机构及其工

作人员,不得在代理客户买卖时,为自己作相应的买卖。也就是说证券商不得以自营商身份将自己持有的证券卖给自己以经纪商身份受理的客户,反之也不得以客户名义买进自己卖出的证券。这种滥用代理权的行为为法律所禁止。

(三) 证券经纪商在委托买卖中所应承担义务的法律规定

在证券的委托交易中,证券经纪商作为受托人,必须承担法律规定的义务,如要坚持信誉为本、顾客至上;客户优先、委托优先;为客户负责,但不代替客户决策;应坚持公平交易原则,不以非正当手段谋取个人利益。具体来说,经纪商承担下列法律义务。

(1) 认真与客户签订买卖证券的委托契约(即所谓“开户”)。委托契约的内容除记载委托人的姓名、职业、身份证明等情况外,还要认定以证券交易所的章程、营业规则、证券商同业公会规约以及证券经纪商受托契约准则作为委托契约的一部分。

(2) 坚持“了解你的客户原则”,认真审查委托人,对不符合法律规定的客户,不予办理注册登记,不接受其委托。如对于证券法规规定不得参与证券交易的法人或自然人、未成年人未经法定监护人的代理或允许者,因违反证券交易管理规定,经有关机关决定停止其证券交易期限未届满者等,不得接受其买卖证券的委托。

(3) 经纪商对委托人的一切委托事项负有严守秘密的义务,未经委托人许可严禁泄露,但答复主管机构与交易所的查询不在此限。

(4) 经纪商如接受委托,代客买卖证券,则在成交时应作出买卖报告书交付委托人。在以后的买卖过程中也应按时提供有关的营业与财务资料。

(5) 受托人对委托人的委托买卖内容及交纳保证金和证券的情况必须有翔实的记录和凭证;接受其委托及交纳的保证金和证券,应该给委托人以凭证。

(6) 我国法律还规定,证券经纪商不得接受代客户买卖证券数量、种类价格及买入或卖出的全权委托,也不得在营业场所以外的地方,接受有价证券买卖的委托;同一证券经纪商不得在交易所内同时接受两个以上委托人的委托,而且是以同样的证券种类、数量、价格买进或卖出,证券经纪商不能自行成交,必须分别进场申报竞价成交。

(7) 根据规定,经纪商不得接受股票的保证金信用交易委托。

经纪商必须忠实办理受托事务。受托人在接受客户受托后,应尽力办理,选择对客户最有利的条件办理成交。受托人受理委托后,要立即通知驻交易所内的交易员,受托人的委托如未成交或未能全部成交,在委托有效期内可继续执行,直至有效期结束,并立即将执行结果告知委托人。对委托人变更或撤销委托,经纪商也应立即通知场内交易员。对委托人撤销和失效、未能成交的委托,经纪商应退还其交保的资金和证券。对于成交的,及时通知客户后,代其办理清算交割,并将款项和证券及时交付客户签收。

经纪商在证券代理买卖中必须履行上述义务。如不履行或不适当履行委托合同,应承担违约责任;如果由于经纪商的过失或故意行为致使客户遭受损失的,委托人有权要求受托人赔偿其损失,如拒不履行赔偿责任,委托人可向交易所投诉,或请求仲裁机构或向法院起诉。

三、对欺诈客户行为的法律管制

如前所述,在大量的频繁的证券发行、交易与相关业务中,证券商出于中介人的特点,往往

会因此作出舞弊行为,尤其是欺诈客户行为。本章第一节已对证券经营机构欺诈客户行为的概念进行了阐述,这里将主要论及其处罚问题。《禁止证券欺诈行为暂行办法》规定,“证券经营机构,证券登记或者清算机构以及其他各类从事证券业的机构有本办法第十条所行解为(即欺诈客户行为)的,根据不同情况,单处或者并处警告、没收非法的所得、罚款、限制或者暂停其经营业务、其从事证券业务或者撤销其证券经营业务许可、其从事证券业务的许可。”

同时,《暂行办法》还规定,“证券经营机构,证券登记或者清算机构以及其它各类从事证券业的机构有欺诈客户行为的直接责任人,根据不同情况,单处或者并处警告、三万元以上三十万元以下的罚款、撤销其证券经营业务许可、其从事证券业务许可。”

四、欺诈客户行为类型与内容分析

从国内外证券市场的实务来看,证券商与股民之间的纠纷时有发生,这其中包括各种各样的情况,为了更具体地说明欺诈客户行为,使广大投资者在证券投资操作中自觉有效地利用法律武器来保护自己的合法权益不受损害,同时使证券经营机构能增强风险防范意识,加强内部管理,本节将从国内外证券业务的大量实践中精选出部分案例,在简述案例的产生发展过程的基础上,做一些基本分析。

(一) 证券商将自身业务与代理业务混合操作

证券商是证券发行人与投资者之间的媒介,具有“中间人”的特点,因而往往会作出舞弊行为,故证券法强调证券商应公平交易,禁止任何欺诈客户的行为。证券商在代理客户进行证券买卖时应遵守价格优先、时间优先与代理业务优先三大原则。其中代理业务优先原则即是强调证券商不能出于获取自营业务的利润而损害委托人的投资利益。然而,事实上,证券商将自营业务与代理业务混合操作并以自营业务为优先或是采用“食老鼠仓”的卑劣手法直接损害委托人投资利益的现象却屡见不鲜。于投资者而言,在挑选证券商时应优先考虑那些无自营资格的证券商,以从根本上消除这种由证券商的“道德风险”带来的损失;于证券管理层而言,则应对各类券商的资格按照分业经营的原则进行明确规定,主要是应对券商的自营业务进行严格的资格审查,并加以严密的法律监督;此外,券商的自营业务与代理业务应实行严格的帐户分开制度,以利于随时检查券商有否舞弊行为。

此类欺诈客户行为的一般情况是:兼营证券自营业务与代理业务的券商可能利用客户的信赖,为自身谋取利益。如,在买入主某一证券时,当交易成多组买价较高,券商便可能利用各种手段将本是自营的交易转成为代理客户所进行的交易;反之,若买主价较低,券商便可能利用各种手段将本是代客买入转成为自营的交易转成为自营买入,从而使投资者错过了投资时机,蒙受了损失。

(二) 证券经营机构违背被代理人的指令为其买卖证券

证券代理买卖是客户(委托人或被代理人)委托代理人(主要是证券经营机构)在其有效授权范围内依法从事的证券交易。所谓“有效授权范围”即意味着证券商必须严格按照委托人(客户)和真实委托券者进行代理买卖。按照《禁止证券欺诈行为暂行办法》(国务院证券管理委员会 1993 年 9 月 2 日发布)的精神,若证券商在代理证券买卖的过程中违背客户的真实意志,损害客户利益和行为即构成证券欺诈。

(三) 证券经营机构以多获取佣金为目的, 诱导客户进行不必要的证券买卖, 或者在客户的帐户上翻证券

作为证券市场的主体之一, 证券经营机构起着连接投资者和证券市场的中介作用, 因而代理客户进行证券买卖是其基本业务之一。在代理业务的执行过程中, 券商应忠实地执行客户的指令, 进行每一笔证券交易。在其各户示有发出指令的情况下, 券商应当从客户的最佳利益出发, 充分发挥自己的专业特长和优势努力为客户赚取利润, 同时收取佣金。而作为代理人券商如果只从其自身利益出发, 不顾客户利益是否受到损失, 而去进行毫无必要甚至明显亏损的证券买卖以获取尽可能多的佣金, 就违背了证券市场的“三公”原则和诚信原则, 也未也能忠实履行自己的义务因而便实施了欺诈客户行为。

这种情况难以消除的一个原因就在于券商与普通投资者相比, 明显地具有资金, 技术和信息的优势。投资者往往受到损失, 却对券商的欺诈行为毫无察觉。因此, 监管层应尽快制定相应的监督措施, 规范券商业务行为, 而股民也应该加强自我保护意识, 理智地选择代理人并关心自己的证券买卖业务过程。

(四) 证券商不按有关法规和证券交易场所业务规则处理证券代理买卖

证券市场是一种高级市场组织形式, 该市场的组织需要有相关的法律规范, 证券市场的“三公原则”及“诚信原则”也需要法制予以保证。与其他市场相比, 证券市场对法律规范的要求更为严格, 可以说, 证券市场即是由严密的法律体系握定的; 券商即是证券法所要规制的主要对象之一, 世界各国证券市场走向成熟的过程亦是券商行为规范化的过程。由于我国证券市场上的根本大法——《证券法》尚未出台, 券商行为的规范化问题尤其显得突出, 一个重要的表现是: 券商在处理证券代理交易的活动中时有违法或违规行为发生, 而且我国证券实践界对违法与违规的定性区别尚无统一的论断; 此外, 在券商行为的法律规范方面尚存在许多盲点; 从而给券商的“不法行为”留有了很大活动空间。

券商在代理证券交易中的违法或违纪行为——依《禁止证券欺诈暂行办法》的规定——即构成欺诈客户行为, 因为客户的委托是基于对券商依法处理代理是卖证券的前提认定的, 因此, 券商的违法(规)行为可依据由于委托人(客户)是在“不知情”的情况下被代理的, 而判定为构成欺诈客户行为。券商的这种欺诈行为往往会给客户带来权益上的损失。

(五) 证券登记清算机构不按国家有关法规和本机构业务规则的规定办理清算, 交割过户和登记手续

证券交易的清算, 交割和证券的过户, 登记是整个证券交易过程中非常重要的一个步骤, 亦是决定证券交易能否顺利完成的最重要的一环。因此, 证券登记, 清算机构是否严格依照有关法规办理与清算、交割、过户和登记有关的业务也就显得非常重要。依《禁止证券欺诈行为暂行办法》来看, 上述机构在办理清算、交割、过户、登记手续时若违反有关法规(或规则)即构成欺诈客户, 并规定了相应的罚则:

(1) 根据不同情况单处或者并处警告、没收违法所得、罚款, 限制或暂停其经营证券业务, 其从事证券业务或者撤销其证券经营许可, 其从事证券业务的许可;

(2) 该机构欺诈客户行为的直接责任人, 根据不同情况, 单处或者并处警告, 三万元以上三十万元以下的罚款, 撤销其证券经营业务许可, 其从事证券业务许可。

第五篇 信用风险防范与管理

第一章 信用风险

信用风险是一种最古老的金融风险。自从有了私有制、商品经济,有了不同所有者之间的商品和货币资金的借款等行为,便存在了信用风险。而且随着信用活动范围的扩大(诸如赊销、预付、租赁、发行债券、股票、拆借、国际信贷等)以及社会经济生活中不确定性因素的增多(如经济周期、国家宏观经济政策、公司企业经营管理等),使信用风险出现了一些新的特点,加强对信用风险的管理,就成为各类经济主体的一项不可避免的工作。在这一章里,我们将从信用的角度入手,介绍一些信用风险的基本情况。

第一节 信用风险的涵义

我们知道,信用风险存在的前提和基础是信用活动,因此,为了更好地了解信用风险,我们有必要先对信用有一个较好的理解。

一、信用

信用存在于一切商品经济的社会中,并且伴随着商品货币关系的发展而不断发展。

信用是一种以偿还为条件的借贷行为,也就是指不同所有者之间的商品和货币资金的借贷以及赊销预付等行为。信用的借贷与商品交换不同。商品交换是商品价值与货币所代表的价值的等价交换。而信用的借贷则是价值的单方面转移。

(一)信用的特征

1. 信用不是一般的借贷行为,而是有条件的借贷行为

马克思在论述这种借贷活动的特点时指出:“这个运动……以偿还为条件的付出……一般地说就是借和贷运动,即货币或商品的只是有条件的让渡的这种独特形式的运动。”(《马克思恩格斯全集》第25卷第390页)。早在原始公社内部就存在着借贷行为和借贷关系,但是人们相互借贷是不计利息的,贷者并没有想从借者那里获得什么利益或报酬。因此,这种借贷行为和借贷关系并不是信用和信用关系。在商品货币经济条件下,人们从等价交换原则出发,考虑自身利益,则发生了有条件的借贷行为,即必须偿还和支付利息,这种借贷行为就是信用。

2. 信用是价值运动的特殊形式

在单纯商品流通中,价值运动是通过一系列买卖过程实现的,商品买卖是所有权的转移,卖者放弃商品的所有权,而取得货币的所有权,买者则相反。而且在买卖场合,是等价交换,卖者虽然放弃了对商品的所有权,但并没有放弃商品的价值,只是改变了价值形态,从原来的商品形态变为货币形态;而买者则是放弃了货币但取得了与货币等价的物品,即在货币商品交换中,双方同时获得了等价。信用方式所引起的价值运动则采取了特殊形式,价值运动是通过一系列借贷、偿还、支付过程实现的。这里的货币或商品不是被卖出,而是被贷出,所有权并没有发生转移,只是使用权发生了变化。也就是说借者只有暂时使用货币或商品的权利,所有权仍属贷者,一定时期后必须归还。在发生借贷行为时,没有进行对等的交换,而是价值单方面转移。贷者在贷出货币或商品时,没有取得任何等价;而借者在一定时期后不仅偿还本金,还要支付利息。贷者不仅获得与贷时等价的物品或货币,还得到附加,即贷出的货币与商品增值了。

3. 信用是从属于商品货币经济的经济范畴,是发生在不同人、不同团体或国家之间有条件让渡货币或商品的一种经济关系

信用关系是在商品货币关系的基础上产生的,它反映了商品生产者之间等价交换的经济关系,这是信用的共性。由于商品生产与货币关系存在于几个社会经济形态中,也就是说,商品生产是不同生产方式下的特殊商品生产,它本身反映着不同生产关系的要求。因此,从属于商品货币经济的信用关系,在不同的生产方式下,反映不同生产关系的要求,具有不同的性质。在奴隶社会和封建社会中,信用反映了高利贷者、奴隶主、封建主共同剥削小生产者的关系;在资本主义社会,信用反映了借贷资本家和职能资本家共同剥削工人的关系;在社会主义条件下,信用则体现了社会再生产过程中国家、集体和个人三者之间的协调、互助和支援的关系。

(二)信用的形式

所谓信用形式,就是表现借贷关系特征的形式。在社会经济活动中,存在着多种信用形式,按照借贷关系中借者与贷者的不同,信用可分为如下基本形式。

1. 商业信用

商业信用是企业单位之间,由于商品交易而相互提供的信用,如商品赊销、货款预付、分期付款等。商业信用在一定范围内能媒介商品的流通,对经济发展有促进作用。它有以下几个特点:

(1)其债权人与债务人都是生产经营者。在资本主义制度下,双方都是职能资本家;

(2)商业信用的借贷行为与商品的买卖行为是结合在一起的。信用的借贷,同时也是商品的买卖。信用的贷出,对赊销商品者来说,也就是商品的出卖者;对预付货款者来说,则是商品的购买者。信用的借入,对赊销商品来说,就是商品的购入者;对预付货款来说,则是商品的出售者;

(3)商业信用的规模,一般说来,与产业资本的周转动态是一致的,即生产与商品流通扩大,商业信用规模一般也随之扩大,反之则缩小。

2. 银行信用

银行信用是指银行及其它金融机构,通过货币形式,以存放款、贴现等方式进行的借贷

就是高利贷的借者,主要是小生产者,包括小手工业者和自耕农;其次是已破落的奴隶主和封建主。他们为了维持其奢侈生活或其政治目的,也求助于高利贷。由此可见,高利贷信用与社会再生产过程没有直接联系,所以信用风险的大小对社会再生产的影响不大,不会影响社会经济生活的正常秩序。

但是,自从进入资本主义社会以后,随着社会化大生产以及商品经济的发展,虽然各类消费信用也取得了很大的发展,但是越来越多的信用活动直接关系到社会再生产,参与社会再生产。因此,信用风险的大小已影响到社会再生产的正常进行,影响了社会经济生活的正常秩序。

(3)引起信用风险的因素越来越多,信用风险已成为一类综合风险。

在小商品经济条件下,由于信用关系比较简单,所以信用风险也比较简单,它一般仅涉及到债务人本身的财务、信誉等。但在现代社会里,信用风险已不再如此简单,它不仅涉及到债务人本身,而且还受着国际、国内各类经济政策、各类政治事件等活动的影响;债务人的信誉、财力,未预期的利率变动、通货膨胀、原材料价格上涨等各种因素都会影响债务人的偿还本息,所以信用风险已成为一类综合的风险。

第二节 信用风险的产生及原因

一、信用风险的产生与发展

信用风险的产生与发展是随着信用的产生与发展运动的。只要有信用活动的存在,客观上便存在着信用风险,只是信用风险的大小不定,随着外界条件的变化而变化。

商品货币关系是信用的客观经济基础。

信用是在私有制和商品交换的基础上产生的。在原始社会初期,社会生产力水平极低,人们的生产活动还难以维持温饱,没有剩余产品进行交换,因而也没有信用的存在。只是到了原始社会末期,出现了两次社会大分工(农牧业分工和农业与手工业分开),劳动生产率有了明显的提高,才开始出现剩余产品和商品交换。特别是由于在这个基础上出现了私有制,出现了贫富两极分化,一旦遇到天灾人祸,贫者就不得不向富人借贷,于是,就产生了信用关系。同时,这个借贷关系中就暗含着信用风险,在富人向贫者借出的时候,就存在着贫者不能按期归还本息的可能性,这就是信用风险。

无论在我国还是在外国,都曾出现过一些贫者由于无法归还本息而沦为奴隶的事实,这便是信用风险的具体体现。

信用存在于一切商品经济的社会中,伴随着商品货币关系的发展而不断发展。所以,自从原始社会末期,无论是奴隶社会、封建社会,还是资本主义社会、社会主义社会,由于一直存在着发展程度不同的商品经济,也就都存在着不同的信用风险,并且随着不同社会形态商

济环境变动的影响相应越大,也就越具有风险性。银行在发放贷款时,不得不对经济前景、环境因素、长期或短期的经济波动情况作出预测与估计。繁荣或是萧条、技术进步、市场竞争条件的变化、需求变动等都可能改变借款人履行债务的能力。

对经济环境的预测与评估包括:企业生产情况和生产计划的未来预测;企业面临的竞争情况;产业或产品的未来趋势;市场需求的变化等。

三、信用风险产生的原因

信用风险总是与信用活动相伴随的,只要存在着信用活动,就存在着信用风险。我们这里所讲的信用风险的产生,是指实际发生了借者不能按期偿还贷款本息,使贷者遭受了一定的经济损失。随着商品经济的发展、世界经济联系的日益紧密、世界政治经济局势的变幻、国内经济政策的变化、经济周期影响、经济金融条件变化、公司企业的生产经营管理水平等,都可能对贷者及债权人产生信用风险。信用风险产生的原因很多,下面我们从借者及债务人的角度来分析一下信用风险产生的原因。

(一)债务人主观上没有偿还债务的意愿

这种原因也有两种情况,一是债务人有能力归还本息,但故意逃避责任,不予归还;另一种是债务人暂时没有能力归还本息,但是没有主动承担各种义务的责任感,一直拖着欠帐,并不努力改进。这两种情况都与债务人的品格有很大关系,是一种很大的信用风险,往往对债权人造成很大的损失。

当然,这另一方面也说明了债权人在信用活动中自身工作做得不好,对于债务人的调查过去疏忽大意。

例如,某民办的一小公司,经营效益不好,第一次从工行某县支行贷款 100,000.00 元人民币,提前五天还贷;第二次又从此县行贷款 200,000.00 元人民币,又一次提前归还贷款。另外,在此期间,此公司通过吃饭、送礼取得了信贷员的信任,加之前两次贷款都能提前归还,于是第三次这个公司轻易地取得了 500,000.00 元人民币贷款,然后公司经理携款逃之夭夭,使银行蒙受了损失,认识到了信用分析的重要性。

(二)债务人客观上没有偿还本息的能力或由于客观条件而使债权人持有的信用工具价格下跌

我们知道,在信用活动中,债务人并不总是能够履行债务契约、按时还本付息的。作为个人,他可能失业;作为企业,它可能因市场销售萎缩而亏损、倒闭。作为地方政府,可能税收减少;作为国家,可能会发生债务危机。所以,在这些情况下,即使债务人主观上愿意早日还清债务,但客观情况却使之不可能。这些都会或多或少地使债权人遭受一定的损失。发生这种状况的具体原因如下:

1. 未预期的利率变动以及未预期的汇率变动

我们知道,未预期的利率变动常能造成信用工具价格的下跌,这在信用风险中被称为资本风险或市场风险。另一方面,未预期的利率变动还可能增加债务人负担,使债务人无法按时清偿本息,造成所谓的违约风险。

例如,一家企业发行票面利率年息 12% 的三年期债券,面值 100 元人民币,结果发行三

个月后,市场利率变动,各种利率平均上浮了三个百分点,这样这类债券的持有人就遭受了一定的损失,他们所持有的债券价格就要下跌。

另外,在银行信贷案例中,我们常可以看到由于贷款利率不固定,在利率上涨的条件下,债务人的负担增加,超出了当初的借款计划,因而无法按时偿还贷款本息。

当信用活动涉及到不同国家的借贷者时,未预期的汇率变动正如未预期的利率变动一样,会使债权人面临一定的信用风险。

2. 未预期的通货膨胀

在信用风险中,未预期的高通货膨胀给债权人带来的风险常被称为购买力风险。由于通货膨胀率的水平高于人们预期的水平,无论是利息收入还是本金在最终得到支付时所具有的购买力会低于最初投资时所预期的购买力。

所以在一国发生高通货膨胀率时,信用秩序常常比较混乱,旧的信用关系不能得到很好的解决,新的信用关系很难建立,债权人在这种情况下往往不愿进行新的借贷,这就是购买力风险对信用活动的冲击。

3. 资金使用不当

债务人常常由于资金使用不当而无法偿还债务本息。例如,当债务人具有长期资金而进行多次短期投资时所可能出现的实际利息收入低于预期收入,这在信用风险中常被称为收入风险。另外,也可能由于债务人投资项目选择错误、投资方向错误(如投资于某种价格将下跌的股票等)等也常使债务人不能按时归还本息。

4. 其它方面原因

除上述三个原因外,还有其它许多别的原因会引起信用风险。如某家对某类产业的限制、某类进口产品的大量涌入、公司企业内部管理不善等都可能会引起信用风险。

第三节 信用风险种类

为了更加深入地了解信用风险,我们还必须对不同类型的信用风险进行详细的了解。

对于信用风险的类型,我们可以从不同的角度来分析。从信用形式看,我们可以把信用风险分为商业信用风险、银行信用风险、国家信用风险、消费信用风险、信托信用风险、民间信用风险、保险信用风险以及一些其它形式的信用风险。从信用短限长期来看,我们可以把信用风险分为长期信用风险、短期信用风险和不定期信用风险。从信用的受方,即负债人以及或有负债人的角度来看,我们可以把信用风险分为国家风险、公司风险、项目风险、银行风险。

我们知道,无论是在风险的性质上,还是在分析风险的方法上,国家、公司、项目、银行这几类法人的差别都比较大。因此,我们觉得讨论信用风险时从国家、公司、项目和银行的角度分别着手更合理和清晰。

由于国家风险的日益重要性及其独特性,我们现在常常将它列为单独的一类金融风险进行讨论,所以这一节里我们主要讨论公司贷款风险、项目贷款风险和银行风险。

一、公司贷款风险

在信用活动中,公司企业是最大的信用接受方,商业信用活动自不必说,即使在银行信用中,绝大部分的信贷资金都是贷给了各类公司企业。公司不能按期偿还贷款本息,即构成了公司贷款风险。公司贷款风险确实存在,但这并非意味着我们只向没有风险的公司提供信用——因为这类公司企业并不存在。关键是在提供信用时知道风险之所在,从而采取范围措施。在西方,即使是在提供信用方面最谨慎、最有经验的行业——银行业,通常也有1%左右的坏帐,其它行业的坏帐率就更高了。另外,我们还要考虑利润率,要想获得一定的利润率必须冒一定的风险。企业家关心的不是冒风险,而是值不值得冒风险。谨慎永远是必要的,很多时候我们吃亏不是由于我们对对方一无所知,而是自以为什么都知道了。所以,分析公司贷款风险,对各类企业家、银行家来说显得尤为重要。

(一)公司需要外部提供信用

从前面的分析我们知道,公司是信用活动中最大的借方,那么为什么公司需要外部提供信用呢?

为了讨论这个问题,我们先看一看公司的资金流程图和投资流程图。

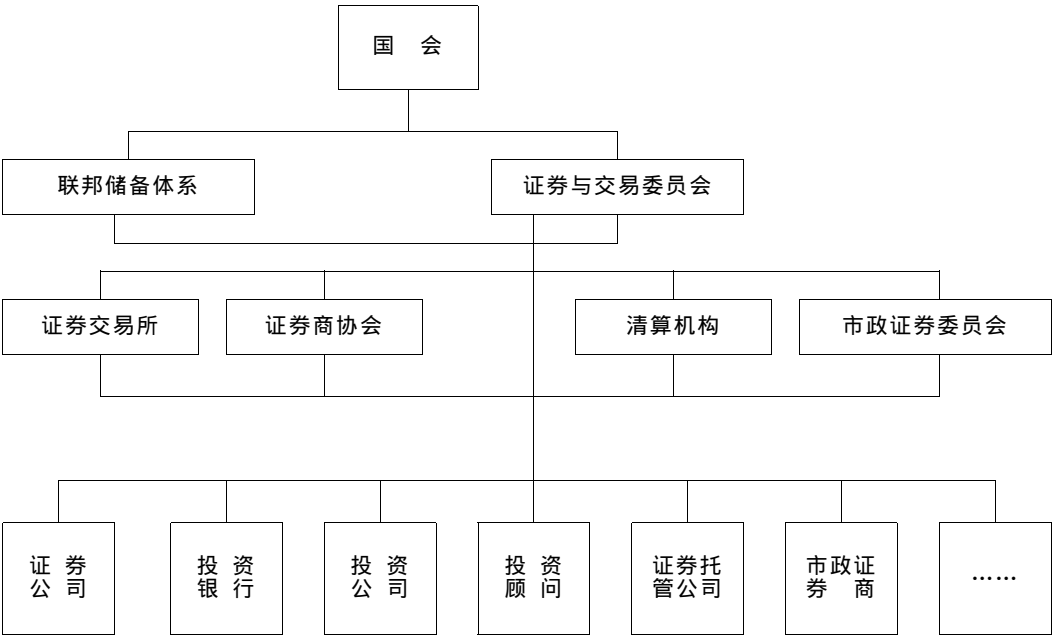


图 5.1.1 资金流程图

图 5.1.1 是一个典型的企业资金流程图。说明企业资金在不同阶段在企业流动资产中

的不同存在方式。资金在不同阶段上的占用时间与行业特点、同业竞争和销售政策有密切联系。

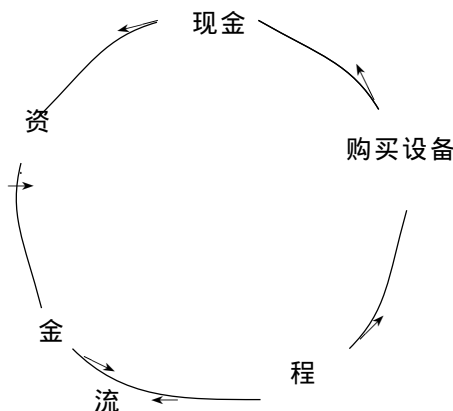


图 5.1.2 投资流程图

图 5.1.2 是一个典型的企业投资流程图。说明企业需用若干资金流程产生的现金来满足设备折旧和更新需要,以维持生产和扩大生产。资金在资金流程的自我循环中要有盈余流出,做更大的循环。

由上面两图我们可以看出,要使公司的生产与投资顺利进行,必须满足生产和投资过程中每一阶段的资金需求,若有一个环节资金出了问题,就会阻碍生产和投资的顺利进行。

但是,现在的市场经济多半是买方市场,竞争使公司必须用提供信用的方式销售其产品。一手交钱、一手交货的交易极少见。这样,一公司以购物的方式进货,以赊销的方式出货,库存及赊销收款时间大于赊购付款时间,就会产生一个资金周转的缺口。可以说,即时赊购赊销时间一致,只要有库存(不可避免,更不用说制造商还有一个加工过程),就有资金缺口。

在财务会计中,以上各笔业务分别记在应付帐款、库存(原料、成品)、应收帐款和现金中,用现金还去应付帐款,完成循环。

资金循环除了可能产生缺口外,还有一个周期问题。卖啤酒的可能一年循环几十次,造船的可能几年循环一次。在一个循环内,由于销售的季节性问题,企业的资金余缺也是不平衡的。

此外,供货商与公司的销售政策也对资金循环有很大影响。

这样,在公司的资金循环过程中会经常地产生资金缺口,但为了保证生产与投资的顺利进行,这样企业就需要外部的信用。这也是企业需要外部信用的一条最主要的原因。

另外还有一些原因也会使公司企业暂时地需要一些外部信用。

一个原因是市场看好,公司需扩大销售。把握时机扩大销售,从而增加市场份额,不仅是盈利的需要,从长远看也是生存的需要。扩大销售不仅要求扩大库存,也可能要求放松赊销条件。对公司来说,可能会增加利润,但也可能增加对外信用的需求。

熟的引进外资项目也提供了项目贷款。

项目贷款得以发展的原因是投资规模越来越大(据 1976 年统计,当时世界上在建的投资额为 5 亿美元以上的核电、采矿及其它资源开发项目就有 2000 多个),采用的技术日益先进,加之当时通货膨胀率高不可控,有些项目又地处偏僻等因素限制了一些甚至是很大公司的单纯开发能力。

1. 项目贷款的定义及其特点

项目贷款大量用于投资大的行业,如能源等自然资源开发和风险大行业如交通、电力、化工、农业发展等。那么到底什么是项目贷款呢?

项目贷款是为一个大而独立的基本建设项目投资提供资金。项目发起公司的资产、负债与项目分离,项目的经济前景、项目发起公司及第三方所做的承诺是还款的保证。贷款人对发起公司的还款追索是有限或有条件的。

与公司贷款相比较,项目贷款有以下特点:①债务人是一个新成立的法人,其负债与净值比一般高达 65—75%;②还款能力与项目的现金流量和资产有直接联系;③第三方如项目供货商、产品的客户、政府机构、项目发起人对贷款的承诺是有限的,不承担所有风险;④从资产负债表上看,项目的负债与项目发起人是无关的(有些不列为长期负债,有些列入表外注解中,有些则完全不出现在财务报表中)。

2. 项目贷款的参与人

项目贷款具有许多方面的参与人,参与人的有关担保,对贷款的取得和项目的完工起着关键作用。下面就有关的参与人以及他们的职责与作用作一介绍:

(1)项目的发起人。发起人即项目的主管单位和部门,它从组织上负有督促该项目计划落实的责任。贷款虽非根据项目发起人的保证而发放,但如发生意外情况,导致项目所创造的收入不足以偿付债务时,发起人在法律上负有拿出差额资金用以偿债的责任。所以,贷款人发放贷款时,对发起人的资信情况也十分关注。

(2)承办单位。承办单位为工程项目筹措资金并经营该工程的独立组织。承办单位有独资的,也有与外商合资的。

(3)贷款人。根据工程项目的具体情况,国内外的信贷机构、各国政府和国际金融组织均能成为工程项目的贷款人。

(4)设备供应人。项目设备的供应人在保证项目按时竣工中起着重要作用。贷款人关心运输机械设备、电力、原材料等供应商的资信与经营作风,这是他们考虑是否发放贷款的因素之一。争取以延期付款方式向供应商支付货款,是承办单位获得信贷资金的一条渠道。

(5)工程产品的购买人或工程设施的用户。偿还项目贷款的资金来源主要依靠项目产品销售或设施供人使用后的收入。因此购买人(或用户)承担的购买产品(或使用设施)的合同义务,为贷款的偿还提供了可靠的保证。购买人(或设施用户)有时是一个,有时是几个,他们的资信状况是能否取得贷款的最重要因素。

(6)工程师和承包公司。工程师和承包公司是工程技术成败的关键因素,他们的技术水平和声誉是能否取得贷款的因素之一。

(7)托管人。在国际大型工程项目的资金筹措中,往往有托管人介入。他的主要职责是

直接保管从工程产品的购买人(或设施用户)处所收取的款项,用以偿还对贷款人的欠款。托管人保证在贷款债务未清偿前,承办单位不得提取或动用该笔款项。

(8)保险机构。银行等信贷机构向工程项目提供贷款,常常以能否取得信贷保险为先决条件,这些保险机构也是项目贷款的主要参与人。

3. 项目发起人对安排项目贷款的考虑

项目发起人在项目贷款活动中起着很重要的作用,承担一定的责任,所以他在安排项目贷款时,常要考虑以下一些问题:

(1)公司风险方面的考虑。由于发起公司对项目不承担或只承担有限责任,在项目经济效益有问题时,贷款银行对公司没有追索权。项目地点在国外时,政治风险也可能转给银行。

(2)公司负债方面的考虑。公司对项目单独核算,项目的借款不是公司负债,不列在公司财务报表之内,不影响其债务与净值的比例,故此公司的信用等级不变。公司本身的发债成本不会上升。同时,公司不受项目贷款协议的限制(这些限制包括不能再举新债、不能派发股利、不能将公司的财产抵押等)。

(3)有时项目所需投资超过公司自己的举债能力。

(4)纳税的考虑。

(5)发展中国家有时可利用项目贷款来提高举债能力。如国际货币基金组织对某些国家借债限制,但项目贷款不在这种限制之内。

(二)项目贷款的风险

显然,搞一个大项目涉及的风险是很多的,为了加强对贷款项目风险的管理,我们有必要对项目贷款的风险有一认识。

首先,我们从工程建设全过程来看,影响贷款偿还的风险主要有:

1. 工程建设阶段中存在的风险

(1)费用超支风险。由于建造、通货膨胀、环境和技术方面产生的问题,或由于政府的新规定或币值波动,工程建造的实际费用超出原来的估计数字,如不解决超支资金的来源,工程项目会因资金缺乏半途而废,贷款的归还也要落空。

为解除贷款人的后顾之忧,对可能发生的超支所需资金,必须通过预订合同的方式予以落实,解决的办法有:由发起人提供超支资金,并签订不规定限额的承担超支资金的协定;由贷款人提供一定数额的超支资金;由国家银行提供一定金额的备用信贷;由项目产品的购买者(或设施用户)提供;由希望工程完工的政府提供。

(2)不能按期完工风险。贷款人需要得到工程项目具体完工日期的保证,以免贷款到期不能收回。按规划的要求,选择质量高、经营作用良好的工程师与承包商是工程按期完工的重要保证。

(3)中途停建风险。即使具备了完成工程建造的足够资金,但由于技术、政治或其它经济原因致使工程建造中途停顿,从而偿还贷款的资金来源中断。为防止这类偶然事件的发生,贷款人常要求工程项目主建单位或项目产品购入人(或设施用户),或其它信誉良好的机构给予担保,即使工程中途停建,担保人承担对贷款的归还责任。

2. 营运阶段的风险

如前所述,与其它贷款形式不同,项目贷款的最大特点是以项目产品(劳务提供)的收益作为贷款的保证,即由产品购买人(或设施用户)通过合同义务购买产品(使用设施)所应支付的款项来偿还贷款。充分利用产品购买人(或设施用户)的信誉与财政实力以偿付贷款是项目贷款的最大优点。但是,在营运阶段,由于不可预计的原因,如出现工程停工或开工不足,则会导致项目停产或产品不足,无法按合同向产品购买人(或设施用户)提供产品和服务,后者当然不支付或少支付贷款,从而使偿还贷款的资金来源中断或不足,使贷款人蒙受损失。为防止贷款人因工程停止或开工不足而蒙受上述风险,一般尚要签订下述合同加以保证:

(1)最低支付额合同(Minimum Payment Contract)。

如果工程项目产品为国际市场的紧缺商品,如石油、天然气、矿产品,产品购买人(或设施用户)对其迫切需要,则购买人与承办单位之间常常签一最低支付额合同。合同规定产品购买人(或设施用户)即使未购到产品或使用设施,也承担向贷款人支付一定最低金额,以抵偿承办单位对贷款人应偿付债务的义务。最低支付额合同当事人之间的关系如图 5.1.3 所示。

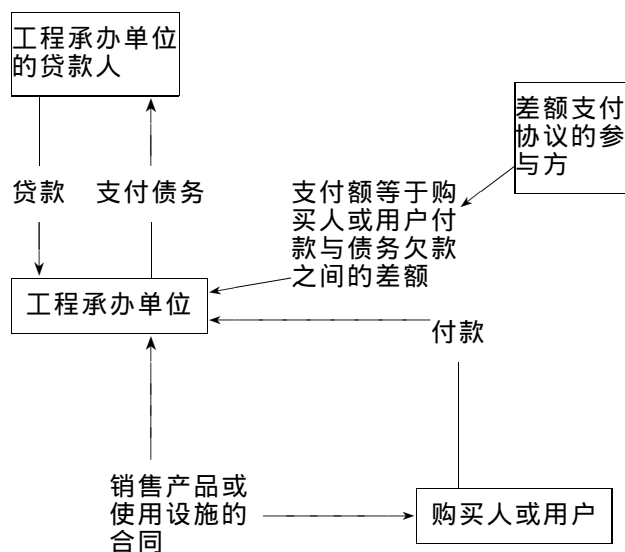


图 5.1.3 最低支付额合同当事人之间的关系

(2)差额支付协议(Deficiency Payment Agreement)。

这是指由工程项目的东道国、中央银行或跨国公司参与对贷款偿付的担保。他们与承办单位签订差额支付协议,对工程所得的收益与债务偿还额之间的不足部分承担支付义务。因为他们常与工程项目的完成有着共同的利害关系。差额支付协议的当事人之间的关系如

图 5.1.4 所示。

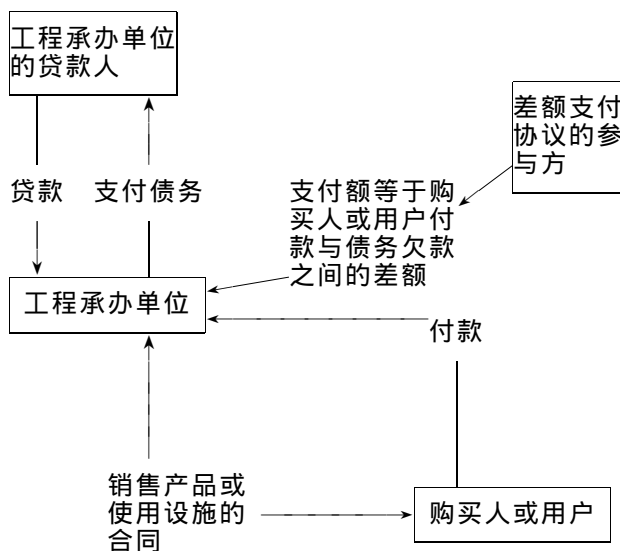


图 5.1.4 差额支付协议当事人间的关系

(3) 直接担保(Direct Guarantee)。

即由工程项目的东道国的信用昭著的银行、承办单位的外国合伙人或其它外商担保,如遇工程收益不足以偿还债务时,保证人承担该工程债务的支付。需要指明的是直接担保并非直接承担还债义务,仅是或有负债(Contingent Liabilities),即在承办单位不偿还债务时,保证人才承担对债务人的偿还。

另外,从公司以及银行控制风险的角度来看,项目贷款风险有以下几类:

1. 公司控制范围内的风险

(1) 技术险。在符合以下两方面条件时,银行才愿承担技术险:一是使用的技术是成熟的,与现有的其它技术和新技术相比,有竞争能力;二是具备有经验的工程技术人员和施工队伍。但是在贷款协议中一般要有一条“谨慎作业者”条款,要求公司采用被广为接受的施工生产办法,并遵守有关的法律规定。如果采用未经使用过的生产程序,银行可能会要求提供生产程序担保。

(2) 成本险。通货膨胀、汇率波动(如生产过程需要进口燃料、材料或更新设备)是造成成本风险的主要原因。在这些项目中,成本险是由银行承担的。办法是按历史的及预测将来的成本与收入计算项目的现金收入,看其是否低于现金成本。如低于现金成本,贷款人就授权公司停止该项目。以后每隔一段时间(多为 6 个月)就重新测算一次,当经济情况好转时,再开工生产。在该项目停止期间内,暂停偿还贷款。

(3) 合伙人险。项目的其它参加公司,特别是一个合资项目,如在技术、资金力量上不够

雄厚的话,贷款人会要求一个交叉保险及交叉索赔,需要时还会要求合资者转让股权,追加股本投资等条款。

(4)完工险。贷款人希望项目能在预定的预算期内完工并达到设计生产能力,因此项目贷款中银行一般不承担此风险,而是要求项目发起公司提供完工担保,在检验合格后,银行对发起公司就没有追索权了,公司也就解除了对项目承担的责任。

验收工程的方法有两种,一是只规定一个完工日期,到期未完者要立即还款;另一种更常用的方法是在全部条件或以下部分条件得到满足后即视为完工:

- 连续生产 6—12 个月;
- 生产达到设计能力的 90%;
- 矿石回收率为 95%;
- 矿石最低品位;
- 规定数量的矿石运输到厂;
- 选矿厂回收率超过 95%;
- 产品达到规定规格;
- 吨产量的生产最高费用;
- 产品销售收入的净现值达到一定金额;
- 储量开采时间至少两倍于贷款回收期;
- 未来现金收入不少于偿还本息的 16%;
- 最高负债(负债/股本比)
- 以息折本的最高金额……

公司承担完工险意味着它要支付超出预算的费用,或者由于未能按时完工而得不到项目贷款。

2. 在公司可控制范围之外的风险

(1)储量险。银行一般接受储量险,但必须是已探明储量。实际上,对储量的评估是银行提供项目贷款时主要考虑的一个因素。在地下采掘时,采掘计划很重要,不当的采掘会损失很多储量。通常银行要求在贷款偿还期内可开采储量应至少 2 倍于偿还期内的开采量。换句话说,贷款期限不应长于项目寿命的一半。如担心储量不足,银行就会要求储量担保。一般情况下请个局外人测算,由其对测算结果负责。

(2)市场险。当市场价格下跌或产品质量下降而使产品不能售出时,就发生市场险。有时会遇到由于交货不及时而取消供销合同。防范这类风险的最好办法是签订有效期长于贷款期限的长期供销合同,将价格波动风险转嫁给买方。合同买方的资信应可靠,有最低价格条款。假如合同规定每三年重订价格一次,但数量不变,一般也只是将该合同视为三年期的。合同中的交货条件也要明确。在没有供销合同时,银行要比较贷款项目与其它同类项目的生产成本和总成本。成本低,风险小。银行通常要求销售收入减去成本后的净现值为贷款余额的 1.5 倍。

(3)政治险。政治险包括内容很广,如国有化、货币的不可兑换、税率变动等。

大银行一般都有专门机构和人员密切注视各国的政治及经济情况并做预测,从而决定

是否承担某些国家的政治险。对某些大的石油项目提供贷款的主要原因是为了分担政治风险。国际银团的参加,使政府在采取不利于项目的行动时有所顾虑。如果银行不愿意承担某些国家的政治险,可以寻找一些国家出口信贷机构。如美国的海外私人投资公司,或一些保险公司,如英国的劳合社。

货币不可兑换问题,一般是由于国际收支恶化、政府采取某些措施而引起的。银行较有可能做出预测。防范措施之一,可在贷款协议上加项目开户条款,待可兑换时再将钱汇出还款。

有时发起一个项目要与当地政府签订开发协议,但这种协议有更改、取消或受到如出口管制等措施影响的可能。防止这种风险的唯一办法是寻求政府的承诺。

关于战争险,银行可以要求在受到若干金额损失后与项目发起公司分担余下的损失。

逐渐提高税率和矿区使用费是一种不公开宣布的国有化方法。这种方法可把项目所有人榨得无利可图,最后只得廉价卖给当地政府。

此外,还有劳工及环境保护问题。

(4)不可抗拒险。地震、火灾、井喷等都要进行投保。银行只能承担一些暂时的不可抗拒力险,如罢工、设备未能如期运抵等。

(5)外汇险。在项目汇入的货币与贷款货币不同时,存在着汇率风险。银行一般不承担外汇险。最好是贷款货币与供销合同的货币相同,如购买设备的货币与贷款货币相同则更为理想。当然如果贷款金额很大,贷款货币的选择余地是不大的。

3. 在银行可控制范围内的风险

(1)银团险。银团牵头行(1—3个银行)就项目条件与项目发起公司谈判,其中一个牵头行同时作为银行代理,负责起草文件和收付贷款资金。然后,牵头行与借款人协商参加行的人选。先定2—6家经理行,再找3—10家副经理行(仅是认贷金额不同,无特殊作用),最后是参加行。

牵头行可能全面承诺贷款金额,即“包销”。也可能承诺自己那部分后再承诺一部分,其它行能参加多少自便。当然“全面承诺”要比“尽力而为”可多些利息。如果贷款是分期借用的,借款人应是有经验的牵头行。

(2)筹资险。也称为利率险,指利率升幅超过预计水平给借款人造成的损失。银团贷款多使用浮动利率,因此筹资险是先由项目承担的。但利率升高,在完工前意味着利息资本化的金额增加,在完工后意味着现金收入减少,偿债比下降,这样风险又回到了银行。减少风险的方法是力争多从出口信贷机构或保险公司取得固定利率的资金,增加这部分资金在整个项目中的比重。还有一种方法是选用几种利率,如美国的优惠贷款利率和伦敦的同业拆放利率做为基准,届时取低的一种。

三、银行风险

在信用活动中,一提起银行,我们总是想起银行往外贷款,即授信于别人。其实,在另一方面,从接受信用角度来看,银行也不断接受别人的授信。如接受各类存款、发行金融债券、发行股票、代办外汇买卖、承兑票据、开立信用证和保函等。在这样的情况下,当银行不愿或

银行(商人银行、财务公司)两大类。商业银行的基本特点是“零售”,客户多、帐户多、雇员多、分支机构多。在资金来源方面,以吸收存款为主。在资金运用方面,以小额、短期放款为主。在收入上以吃存贷利差为主。在发达国家,商业银行的一大特点是在众多性质的金融机构中,只有它提供支票帐户服务和支票清算。投资银行相当于商业中的批发业。它的资金来源以资金市场的同业拆放和资金、资本市场发行的有价证券为主。在资金运用方面以中长期大额放款为主。在收费上则以中间业务的手续费为主。投资银行的一大特点是向大企业、大项目、大交易提供知识密集性的筹划咨询服务,包括贷款和有价证券。

从规模上看,我们可以按资产、资本、吸存、雇员等划分规模,也可按地理范围划分规模,如全球性经营、全国经营、地方经营。但不论怎样划分,资产大的银行实际上多是分布广的银行。规模大的银行不但承灾的能力大,它还有“规模经济”的优点,及其资产负债在货币、行业、地区上分布广,有分散风险的优势。东方不亮西方亮,不会因某一国家、某一行业的不景气受到太大的损失。

所以各国商业银行制定的信贷原则不尽相同,但多数国家都实行所谓的“流动性、安全性、收益性”的信贷原则,这条原则最初是由美国先提出来的。

所谓流动性,是指资金在不发生损失的情况下迅速变现的能力,它是划分货币层次的依据。它主要是由货币周转速度的快慢、存款变现率的高低、货币作为购买力的活跃程序决定的。银行所面对的外部经营环境是不确定的,若银行的流动性不能保证,则容易形成顾客挤兑银行的现象。这不光使银行蒙受损失,信誉下降,甚至可能导致银行的倒闭。流动性要求根据银行负债和各种资本的期限、变现能力,决定信贷的投向和偿还期限。

所谓安全性,是指银行资产免遭风险的程度。简单地说,风险主要分为三大类:第一类是信用风险,即借款人到期不能还本付息的风险;第二类是市场风险,即由于市场利率波动所引起的证券跌价的风险;第三类是搭配不当而引起的风险,即短期资金来源投入长期运用和货币搭配不当在汇率上存在的风险。安全性要求严格控制贷款对象,以科学的方法评估贷款风险,监督贷款使用。

所谓收益性,即银行在其经营业务的过程中获得一定的利润。这是由银行的性质决定的,银行是一类特殊的企业,客观上要求获取一定的利润,否则无法生存与发展。收益性要求以科学方法管理信贷投放,使信贷资金的投放必能带来收益。

虽说“流动性、安全性、收益性”这三原则很符合信贷资金的运动规律,但是,在银行的资产管理中,银行的流动性、安全性、收益性三者之间存在着一定的矛盾,往往不可兼得,必须有取有舍。一般说来,盈利越大,安全度愈小,即风险愈大;流动性愈大,则贷款的安全性愈大,但其收益却越低。

例如,1个月的存款利率为6%,6个月的存款利率为8%。如一笔6个月期贷款可收8.25%,用6个月存款赚0.25%,几乎无风险,但收益低;若一个月存款赚2.25%,但下一个月的1个月存款利率升到9%怎么办?如此后利率再回到8.25%以下呢?在1个月后,银行面临一个困难的选择,是在高水平上用5个月的存款认倒霉呢?还是继续赌下去。

可见,信贷资金运用的三原则之间的矛盾是客观存在的,这些矛盾的存在也就使银行经营中出现问题成为可能。

(二) 银行经营的经济环境和管制环境

这是两个影响银行经营的宏观环境。

1. 银行经营的经济环境

银行经营的经济环境可能影响银行经营成果。经济环境中最主要的问题是国家风险问题,这个问题已在第二篇中论述过了,这里只简单提一下另外两个重要因素。

(1) 银行资产及客户的地区、行业分布。银行资产总是与客户联系着的,客户可分布在众多行业、广大地区,也可能仅集中于少数地区与行业。我们在公司风险分析中讨论过的在这里很有用。资产与客户的集中、客户行业与地区分布的集中都是风险的集中。有些行业,如时装、房地产,易受经济周期的影响。有些地区则过分依赖一两个行业,如汽车制造或石油。显然,一个主要依赖,或过分依赖于某个地区、行业经济发展的银行,它的经营状况可能有很大起伏。这种依赖性甚至对很大规模的银行也是难免的。一个典型的例子是美国的德克萨斯州的几家大银行。这几家银行资产总值约为 200 亿美元以上,排美国商业银行的第 12、13 位,不可谓不大。但它们的发展十分依赖于德州的石油业,以及由此带来的房地产业的蓬勃发展。但在 1986 年石油价格跌至十几美元一桶以后,不但石油公司无力还债,房地产也一落千丈。这些银行出现了大量呆帐,加上国际业务中对拉美放款的呆帐,内外交困。

(2) 对银行经营有影响的是宏观经济条件,是货币供应量的变化程度及存款人由于对通货膨胀预期等因素作出的反应。1988 年国内货币供应量失控、物价上涨引起的银行提款风潮是一个很好的例子。在资本主义国家,一家银行不能满足存款人的提取现金的要求,等于承认无力支付债务。宏观经济因素将影响银行的资产流动性。

在经济状况良好时,所有银行的情况都可能不错。在经济形势不好时,有的银行境遇可能比其它的更糟。经济环境是一个重要的因素。但它是外部的,对银行本身来讲,授信与流动性政策是可控制的,因而不是最重要的。

2. 银行经营的管制环境

每个国家都有金融管理当局,“当局”通常包括中央银行、财政部、银行委员会、审计部门、外汇管理部门等。当局对银行的管理通常是通过发挥监察和支持两种作用来实现的。

一般讲,监察作用在法律、会计等制度健全的发达国家较为有效。发展中国家由于基本制度不健全或管理人员水平低,监察效果差些。

监察作用是很重要的。金融管理当局有保证本国银行体系健全、支持国民经济发展的责任。它决定在什么条件下可以得到经营银行的执照,决定什么为可接受的财务状况,甚至可以决定财务状况诸指标中什么更为重要。

管制当局可以最早地获得一家银行最详细的财务状况,比其它任何分析银行风险的人都处于更为有利的地位。它向不健全的银行提出警告,但不一定采取行动支持遇到麻烦的银行。

除监察外,管制当局的另一个主要任务是支持。这种支持银行体系的功能主要通过三种形式来发挥:以再贴现或其它信用形式充当最后贷款人;存款保险制度;停业及重组安排。在个别银行发生严重问题时,管制当局可以有以下选择:帮助其恢复元气(如西班牙的“银行医院”);对其实现国有化;安排另一家银行收购;任其自生自灭。当然最后一种选择是出于

不得已。有关当局出面支持有问题的银行原因有三：维持外界对本国银行体系的信心，而这种信心对本国银行维持代理行关系、本国的进口信用额度影响较大；防止本国存款人产生恐慌，从而引发更严重的政治、经济后果；银行倒闭等于证明有关当局在监察、支持功能上的无能和失职，有关当局当然不会愿意承认这一点。

（三）银行的市场位置、经营战略以及管理水平

这是影响银行风险的几个微观因素。

我们知道，即便是同一地区、同一档次的银行，其客户基础、本身管理与专业特长可能不同，这决定了一个银行的特点和市场的立足点。如中国的主要客户是进出口贸易公司，它的资本盈利率就应高些。因为它们中间业务大，收费业务收入占的比重大。大多数银行在经营战略上是基本取守势的，即以维持现有的市场份额为主，做他们能够做的最好业务，不贸然跨越“雷池”。与他们最相似的同行，是他们最大的冤家。但在有些情况下，由于其所处市场发展慢的限制，银行必须寻找新的机会和市场，侵入他人的地盘，这会激起激烈的竞争。中国银行近年来大力发展人民币吸存业务便是一个例子。进入新市场时，初始投资大，收效有个时间差，加之对手竞争及经验较少，银行要冒一定风险。这种由于市场环境变化而进入过渡的银行，应引起银行信用者的注意。但另一方面，市场环境变了，银行仍我行我素，冒的风险可能更大些。

另外，对管理层素质的评价是相当主观和困难的，特别是在银行的财务报表看起来不错时，分析人员更难做出消极评价，以免影响与那个银行的业务关系。

对管理层素质的评价是重要和必要的。据分析，历史上有超过 40% 的银行危机是与内部腐败、欺骗等有关的。这些情况在财务报表上是反映不出来的。由于管理不善造成的银行危机往往在最后造成更大的损失。

分析的内容常常包括：

（1）哪些人是银行政策的实际制定者、管理者；他们受的教育，他们的银行工作经验、经历、成绩；

（2）银行管理者的性格、经营哲学和态度，这一点可能比学历、经历更重要；

（3）银行是否由于所有权等原因而由一人独断。一个人独断式的作用往往导致经营失误和内部控制的有名无实，从而使银行冒不可接受的风险；

（4）银行在其所在地各界中是仅仅“受人尊敬”呢，还是要人缘更好些。50 年代，新加坡的殖民地政府要排挤当地的中国银行，提出所谓的“储备金不足”，要吊销中行的执照。当地华人听到这个消息后，纷纷到外商银行提出自己的存款，然后到中国银行排队开户存入，终于使新加坡的中国银行避过了殖民地政府的刁难。

在分析方法上，如果说定量分析依赖财务报表等二手资料的话，对管理层的评价主要靠一手材料，即本企业、银行不同层次的官员与该行的接触、会见、互访的内部记录。历年的、多次的印象和记录，可以形成对一个管理者的专业水平、性格、管理哲学、优缺点的基本判断。“事在人为”，知其人可断其事。

（四）银行经营中的几种风险

银行经营风险（这里主要指商业银行）基本上有以下几种：

1. 信用风险或倒帐风险

这是指银行通过放款、票据贴现、帐户透支、开出或保兑信用证、同业拆放、外汇买卖、购进股票债券等向个人、公司企业,或者地方政府以及一个国家提供信用,而受信方无意、无力或无法(如外汇管制)履行付款或其它义务时而遭受的资金损失。当然,如果真正吃倒帐,那么提供的信用其收益率就是负数。银行放款主管人的主要职责之一,是考虑判定借款人是否愿意和有能力偿还贷款。

2. 投资风险

投资风险的产生,是由于有固定收入的有价证券(主要指票据和债券)的本金价值有跌落的可能性。

一方面,它与市场利率有关。我们知道,证券价格会由于利率的变动而做反向的运动。利率跌落时,证券价格上涨。反之,利率上升导致证券价格跌落。因此,在利率多变的环境里,由于银行持有的有价证券的市场价格变动较大,银行要冒风险。而且,可能损失的程度直接与有价证券的期限有关,也就是说,短期利率波动的幅度大于长期利率,而且长期债券价格变动的幅度大于短期证券价格。

另一方面,投资风险与证券交易的市场结构有关。一个高效率的市场应当具有一定的广度、深度和富有弹性。所谓广度是指有许多不同的投资人集团在市场上买卖证券。市场的深度,就是说证券商帐面上的长期定货单的价格,有高于当前市价的,也有低于当前市价的。所谓弹性,意味着收益相差无几,就可以吸引相当量的新的定货单。一个市场若不具备这些特点,会使参与市场交易者冒相当大的投资风险。

3. 流动性风险

这种风险的产生,是由于银行既要信用好的客户融通资金,又要适应存款人提款的需求,即要满足银行资产流动性的需求。但是,借款人什么时候要申请多少贷款,存款人什么时候提取多少存款,商业银行都不是能准确知道的。有时候,为了满足流动性的需求,银行就不得不在不利的市场情况下出售资产或购买债务凭证,而使收益减少或发生亏损。

4. 营业风险

银行在实际营业中的不确定性称做营业风险。例如,当收入减少时发生的营业上亏损的程度,取决于该银行的成本结构。营业风险还同银行职员的自觉性和业务能力、工作效率有关。另外,提供新金融产品和服务效果的不确定性,也属于营业风险的一部分。

5. 信托风险

当银行接受个人或公司委托,成为财产受托人时发生的风险。作为一个受托人,银行要谦虚谨慎、聪明能干地处理自己的事务,不投机取巧,而考虑长远地安排资金,注重投资的收益性和安全性。否则造成的损失,则应由银行承担。

6. 诈骗舞弊风险

由于内部主管人员、职员或顾客的不诚实、欺骗和不法行为所造成的损失属这类风险。银行为了防止和检查内部主管人员和职员的内部舞弊以及顾客的外部诈骗,需要建立严密的审计制度。为了减少诈骗舞弊行为,银行一般都采取了安全设施,如在分支机构建立联机出纳系统、职员培训等措施。但是,未保过险的诈骗舞弊损失仍然是银行面临的一个问题。

(11)国民经济现金流量表;

(12)不确定性分析表。

在编写评估报告过程中,应对以上表格中的全部数据进行核实,并分析计算,以证明报告中得出的结论、制定的方案、估计的成本、效益以及提出的建议是否正确。

批文及有关清单包括各级、各类审批机关批文的复印件,以及与有关签印的协议(合同)的复印件和进口技术设备清单等,例如《项目建议书》及批准文件,《项目可行性研究报告》等。

评估报告中所引进的事实、摘录的数据必须准确可靠,实事求是,客观公正地反映问题。分析计算要有科学的理论依据,重点突出、主次分明。要注意在报告中避免顾此失彼。要归纳、综合评估报告的全过程。总而言之,对评估报告的要求可以概括为“五有”,即有情况、有数据、有分析、有论证、有明确的观点和结论。

第二节 项目信贷风险的防范

一、项目贷款风险防范的原则

一个工程项目尽管有了严密的可行性研究与规划,贷款人仍然担心由于不可控制的原因,贷款不能按期收回。为了保障贷款的回收安全,必须对项目贷款的风险进行预防。

项目贷款风险的防范需要遵循下面四个原则:

(一)安全性与盈利性相统一的原则

银行发放项目贷款的一个重要目的就是获得较高的收益。项目贷款虽然风险较大,风险种类也较多,但贷款人却能期望从项目的完成中取得一定的利息收入,以作为让渡资金使用权和承担贷款风险可能性的报酬。

由于安全性是盈利性的基础,盈利性是安全性的最终目的,项目贷款风险的防范必须坚持安全性与盈利性相统一的原则。既不能只顾盈利,不顾安全,将项目贷款风险的预防只停留于表面,也不能一味强调预防的重要性,而忽略了项目贷款的盈利性。正确的原则应是在使风险最小化的基础上,争取收益最大化。

(二)有效性原则

所采取的贷款风险预防措施必须切实有效,不能停留于表面防范,另外,制定了的预防措施必须有确实贯彻执行的保证,使各项预防措施切实发挥风险防范的作用。

(三)一致性原则

贷款风险的预防还应坚持一致性原则。即不仅要有贷款项目执行前的预防措施,还要有贷款执行期的预防措施和贷款偿还期的预防措施。预防的措施要全面而系统,不能顾此失彼,仅仅只注意三个环节中一个环节的风险预防不能有效地实现风险防范的目的。必须

根据贷款的特点,详细而有针对性地制定各个时期的风险预防措施,只有这样,才能从宏观上、整体上达到风险避免的目标。

(四)及时处理原则

当采取了适当的预防措施后,仍出现了危险,即贷款可能逾期时,信贷银行应遵循及时处理原则,适时地采取措施,防止风险进一步扩大化。例如当项目单位不按贷款合同办事,情节严重,造成较大损失的,银行要追究经济责任。并采取必要的信贷制裁措施,如利率制裁、停发贷款措施等,直至向法院起诉。

二、项目贷款风险的预防

项目贷款的风险有些与普通贷款相同,如国家风险、外汇风险、市场风险等,除了这些风险外,项目贷款有它特定的风险,这主要包括储量风险、项目建成风险、技术风险、营运风险等。对于那些与普通贷款相同的风险的预防,本书的其它各章节已有详细说明,在此不赘述。现在仅对项目贷款的几种特有风险及其防范作些介绍。

(一)储量风险及其预防、管理

项目贷款的储量风险是指项目工程因未能开采出一定质量和数量的矿产品而使贷款遭受损失的可能性。这种风险存在于开发矿产的贷款项目。因为项目贷款中有较大一部分被用于开发矿产,而矿产含量的风险经常会遇到。

在以开发矿产为主要内容的项目中,项目贷款的主要依据便是矿产的预测报告。如果该预测报告与实际不符,也就是产品实际含量或质量大大低于原预测,该笔贷款就可能遭受很大损失,所以必须强调预测报告的准确性。

为了避免这类风险或减少这类风险,贷款人首先应该弄清矿产的所有权在谁手中,在许多国家,矿产所有权属于国家,因此贷款人必须了解项目主办人是否已获得政府颁发的开采证书及其具体规定如何;其次,从技术保障上而言,贷款人有必要雇佣优秀的地质人员进行勘探、预测,以便提高预测的准确性。

(二)工程建设阶段中存在的风险

1. 费用超支风险

由于建造、通货膨胀、环境和技术等方面产生的问题,以及由于政府的新规定或币值波动,工程建造的实际费用可能会超出原来的估计数字。这时,若不解决超支资金的来源,工程项目会因资金缺乏而半途而废,从而贷款的归还也难以实现。

贷款人为了避免不能收回贷款的风险,对可能发生超支所需的资金,可以通过预定合同的方式来解决。解决的办法有:

- (1)由发起人提供超支资金,并签定不规定限额的承担超支资金协定;
- (2)由贷款人提供一定数额的超支资金;
- (3)由国家银行提供一定金额的备用信贷;
- (4)由项目产品的购买者或设施用户提供资金;
- (5)由政府提供超支费用,因为政府一般希望工程完工。

2. 不能按期完工风险

按期完工是安全回收贷款的基本前提。如果贷款人得不到工程项目具体完工日期的保证,贷款就不能到期按时收回,银行就会遭受风险。

减少这种风险的方法,就是按规划的要求,选择质量高、经营作风良好的工程师与承包商。这些条件是工程按期完工的重要保证。

3. 中途停建风险

即使具备了完成工程建造的足够资金,但由于改造或其它经济原因致使工程建造中途停顿,从而偿还贷款的资金来源中断,这种风险称为中途停建风险。

为预防或减少这类风险的发生,贷款人可以要求工程项目主建单位或项目产品购买人、设施用户,或其它信誉良好的机构给予担保。当工程停建时,即由担保人负责偿还贷款。

(三)技术风险的预防与管理

技术风险是指因用新技术或建设人员技术能力差等原因而使贷款人遭受损失的风险。项目所使用的技术是否合适,对项目的成败具有很大的影响。若使用技术较新且未经实践检验过,则项目贷款的风险就较大,实际建设人员,如设计者、承包商若经验不足,或技术能力较差,则也可能给项目贷款带来风险。

贷款可采用下面的方式对付这些技术风险:即要求项目主办人或第三者提供保证,保证所选用的建设人员具有较高声誉并能高质量地完成项目工程。

(四)营运阶段风险的预防与管理

如前所述,与其它贷款形式不同,项目贷款的最大特点是以项目产品或劳务提供的收益作为贷款的担保,即由产品购买人或设施用户通过合同义务以购买产品或使用设施所应支付的款项来偿付贷款。项目贷款的最大优点也就是充分利用产品购买人或设施用户的信誉与财政实力以偿付贷款,项目贷款的偿还有特定的保障。但是,在营运阶段,由于不可预计的原因,如出现工程停工或开工不足,则会导致项目停产或产品不足,无法按合同向产品购买人或设施用户提供产品和劳务,后者自然不支付或少支付款项,从而使偿还贷款的资金来源中断或不足,最后贷款人遭受损失。这种在项目营运阶段,因项目停产或产品不足等因素影响,而使贷款人蒙受损失的可能性,就是营运风险。

为防止贷款人因工程停止或开工不足而蒙受上述风险,一般需要签订下述合同加以保证:

1. 最低支付额合同

如果工程项目产品为国际市场的紧缺商品,如石油、天然气、矿产品,产品购买人或设施用户对其迫切需要,则购买人与承办单位之间常常要签定一最低支付额合同。合同中要规定产品购买人或设施用户即使未购到产品或未使用设施,也要承担向贷款人支付一定最低金额,以抵偿承办单位对贷款人应还付债务的义务。

2. 差额支付协议

差额支付协议是由工程项目的东道国、中央银行或跨国公司参与对贷款偿付的担保。他们与承办单位签订差额支付协议,对工程所得的收益与债务偿还额之间的不足部分,承担支付义务。之所以由这些关系方参与制定差额支付协议,是因为他们常与工程项目的完成有着共同的利害关系。

3. 直接担保协议

即由工程项目的东道国的信用好的银行、承办单位的外国合伙人或其它外商担保,在工程收益不足以偿还债务时,由保证人承担该项工程债务的支付。

需要指明的是,直接担保不等于直接承担还债义务,仅是或有负债,即在承办单位不偿还债务时,保证人才承担对债务的偿还。

综上所述,项目贷款的风险种类较多,预防或减少项目贷款风险的方法也是多种多样的。然而最有效的解决途径是在贷款前进行项目的可行性研究或项目评估,其中项目评估是可行性研究基础上的延伸,是预防项目贷款风险的有力手段。

强化贷款项目评估机制是信贷业务发展的需要。以往,贷款缺乏健全的评估制度,一些应该考虑的因素没有考虑到,一些应该发现的问题没有发现,给项目贷款的政策和后期管理留下了隐患,增加了一些贷款风险。

实行贷款项目评估制,有以下几方面的积极意义。

(1)实行贷款项目评估机制,是贷款从经验性到科学性决策的发展,有利于提高贷款决策水平。

贷款项目评估实质上是对项目可行性研究报告的现评估,项目所涉及的因素很多,给银行决策带来了极大困难。如果只是少数人凭经验评估,则主要侧重于经济财务,很难从生产技术和经济财务各个方面去全面评估,从而不能客观地全面地去认识这一项目潜在的风险。信贷员可能精通财务经济核算,但对工程技术却知之不多,这就给贷款决策带来了局限性。实行贷款项目评估制度,弥补了这个不足。在银行专家和本身技术力量为主体的基础上,邀请有关工程技术专家参加,集中多方面优势,发挥群体作用,取长补短,科学地、全面地、综合地对项目评估,避免决策失误,从而避免或减少贷款风险。

(2)实行贷款项目评估,增加了贷款项目的透明度,有利于提高信贷资金使用效益,有利于保障贷款的按时偿还。

通过实行贷款项目评估,可以较好地发现项目的不足之处,从而事先进行修正,采取相应的对策,促进项目建设顺利进行,提高了信贷资金的效益,避免了贷款风险。

对项目进行评估是向银行取得贷款的依据。我国银行规定,未经评估的项目不得贷款。凡是申请贷款的项目,银行都要进行详细评估。为了使读者对项目评估有一个全面而正确的了解和认识,第六节专门介绍了有关贷款项目评估的内容。

第三节 项目信贷风险的财务分析与控制

一、项目信贷风险的财务分析方法

财务效益分析又称企业经济分析,即分析信贷项目的财务效益,判断项目的盈利水平和

例如,某企业生产 A 产品,年产量为 30 万只,销售收入 5100 万元,每万只售价为 190 万元,每只单位成本为 80 元,其中固定成本为 20 元,变动成本为 60 元,

则:

$$\text{边际利润} = 5100 - 80 \times 30 = 2700 \text{ 万元}$$

$$\text{平均边际利润率} = \frac{2700}{5100} \times 100\% = 52.9\%$$

$$\text{盈亏平衡点销售量} = \frac{20 \times 300,000}{190 - 80} = 5.45 \text{ (万只)}$$

$$\text{保本销售金额} = \frac{20 \times 300,000}{0.529} = 1134.22 \text{ (万元)}$$

用“生产能力利用率”和“销售价格降低率”表示盈亏平衡点的原理与前面已介绍的两种方法原理上相同。不同的是,边际利润不仅要减去单位变动成本,还要减去单位税金,用这个额来补偿固定成本后尚有余额才是净利润,若无余额便是亏损,两数相抵即为盈亏平衡点。计算公式分别为:

$$\text{盈亏平衡时的生产能力利用率} = \frac{\text{年固定成本}}{\text{年销售收入} - \text{年销售税金} - \text{年变动成本}} \times 100\%$$

$$\text{盈亏平衡时的销售价格降低率} = \frac{\text{单位销售成本}}{\text{单位销售价格} - \text{单位销售税金}} \times 100\%$$

仍根据上文中的例子,若年销售税金为 680 万元,则:

$$\begin{aligned} \text{盈亏平衡时的生产能力利用率} &= \frac{20 \times 300,000}{57,000,000 - 680,000 - 60 \times 300,000} \times 100\% \\ &= 19.23\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{盈亏平衡时的销售价格降低率} &= \frac{80}{190 - \frac{680}{30}} \times 100\% \\ &= 47.9\% \end{aligned}$$

计算表明,该项目只要达到设计生产能力的 19.23% 就可以实现盈亏平衡;同时,在它条件不变的情况下,销售平均价格可以降低至预测价格的 47.9%,项目还能保本自给,不发生亏损。

(二) 动态分析

动态分析法是把资金作为一种运动过程来分析,不仅考虑投资项目的整个寿命周期的资金流入流出总量,而且考虑了资金的时间价值。这种分析方法计算复杂,但精确度高,适用于大中型项目贷款决策。

以下为动态分析法中常用的几个基本概念:

- (1) 货币的时间价值。货币的时间价值表示货币在一定时间后,钱能生钱。
- (2) 复利。复利是指本金每期的利息加入本金,并在以后各期内再计利息,即利上滚利。
- (3) 将来值。即从现在的角度出发,所计算出的一笔资金在约定的期限内按一定的利率和复利法而得的约定期末的本利总值。

计算公式为:

$$\text{动态投资回收期} = \left(\frac{\text{累计净现值开始出现正值的年份数} - 1}{\text{正值的年份数} - 1} \right) + \frac{\text{上年累计净现值的绝对值}}{\text{当年净现值}}$$

二、考核贷款使用环节效益的指标

在本节的第一部分,我们已从一般意义上论述了项目信贷的财务分析方法。但对每一笔项目贷款而言,最重要的是要考察贷款使用环节的效益状况。只有实现了良好的贷款使用效益,才能有效地避免项目信贷的财务风险,保证项目贷款的安全收回。

贷款使用环节,简单而言,就是贷款资金转化为固定资产参加资产营运的过程或是贷款资金直接作为流动资金参与生产、经营的过程。投资的那一部分贷款转化而来的厂房、设备、仪器等固定资产或是原、辅材料被占用;消耗,贷款使用环节的效益指标就是反映贷款营运实现的收益与消耗和占用的贷款的比例。这类指标有:投资贷款利润率、投资贷款利税率、贷款效果系数。

(一)投资贷款利润率

它反映投资贷款实现的那部分利润与投资贷款占用额的比例关系,表示一单位投资贷款给企业带来多少收益。计算公式为:

$$\text{投资贷款利润率} = \frac{\text{投资贷款实现的利润额(税后利润)}}{\text{投资贷款占用额}} \times 100\%$$

例如,1990年某企业有固定资产原值400万元,1991年贷款200万元另建一新项目,1992年初竣工投产,企业当年实现利润50万元,则:

$$\text{投资贷款利润率} = \frac{50 \times \frac{200}{400+200}}{200} \times 100\%$$

利润是项目生产经营管理活动的综合反映,在合理的价格体系下,利润的多少标志着企业经营的好坏和发展壮大的可能。项目贷款的投资利润率是考虑项目贷款的经济效益的一项恰好的指标。投资贷款利润率高,说明企业可以取得较多的利润、贷款回收前景乐观,反之,投资贷款利润率低,则说明利润较少,贷款回收存在一定程度的风险。

(二)投资贷款利税率

它反映项目贷款实现的那部分利税额与贷款占用额的比例关系。表示一单位数额的投资贷款给国家和企业带来的收益的多少。

$$\text{投资贷款利税率} = \frac{\text{投资贷款实现的利润额(税后利润)} + \text{税金}}{\text{投资贷款占用额}} \times 100\%$$

设置贷款利税率这一指标主要是考虑到,个别情况下投资贷款利润率较低时,每一单位贷款并不能给企业带来较多的收益,怎样进一步评价贷款的经济效益。这时不能简单断定贷款效益就一定不好,因为,如果投资贷款利税率很高,表明每一单位贷款能给国家带来较多的收益,贷款效益仍然是好的。

(三)贷款效果系数

又称投资贷款净产值率,它反映了项目贷款实现的那部分净产值与贷款占用额之间的比例关系。它表示一单位贷款能够给国家、企业、职工三者带来多少收益。这是衡量贷款效

贷款项目会计是反映和监督银行贷款项目单位经济活动的一种专门性质的会计。它以会计的基本原理和方法为基础,按国家财经制度和银行的有关规定,对贷款项目单位的借款、用款过程及其经济效益进行全面、系统和及时的计算、反映、分析和考核,用以促进提高贷款项目建设的效率,争取以最少的消耗取得最佳的效果,保护项目单位财产物资的安全完整,保护贷款的安全。

由于贷款项目会计要对项目单位的各种经济活动进行全面的反映、监督,所以内容比较广泛。一般而言,它包括如下主要内容:

- (1)对贷款项目的投资效益进行可行性研究,作出投资决策;
- (2)对贷款项目的采购业务进行反映和监督,正确地处理与招标等有关的财务活动;
- (3)对贷款项目单位的经济活动进行内部会计控制;
- (4)对贷款项目单位的经济过程,包括贷款的成立、提款、用款还本付息及汇兑损益等业务进行记录、计算,并定期编制与贷款有关的财务报表;
- (5)对项目建成后的经营过程和结果进行连续的、系统的、及时的反映和监督。

贷款项目会计的作用主要有以下两方面:

第一,加强项目管理,促进提高项目单位的管理水平。

会计所参与作出的项目投资决策,是执行项目的依据。同时,通过会计的记录、计算与控制,反映和监督预算和计划的执行情况、贷款的执行情况,保证项目的按时和超额完成。

项目单位和银行对有关的会计资料进行分析、评比,可以了解贷款使用过程中的成绩和缺点,从而总结经验,提出改进工作的措施,可以进一步提高信贷资金的使用效率,增强贷款的收益和安全性。

第二,有利于加强项目单位的经济核算,促进项目的经济效益。

经济核算要求一个单位在进行经济活动时,能以最少的耗费取得最大经济效果。贷款项目会计是进行项目单位经济核算的重要工具。通过会计对项目经济活动的记录、分析、计算与考核,能够提供贷款项目的用款、基本建设投资配套资金的组成和使用、生产设备的购置及费用开支等情况,这就可以据以考核项目贷款的经营成果,促使用款单位节约使用资金,使贷款的经济效益最大化,并力争提前偿还贷款。

(二)专用帐户

在实际会计操作上,为了保证项目贷款的安全,往往可以推荐采用一个专门存放项目贷款资金的帐户,即专用帐户。

1. 设立专用帐户的意义在于

(1)方便使用贷款资金,缩短了资金支付时间。

通常,银行要求借款单位以申请书的方式提出用款申请,经银行对申请书及有关单据证明进行逐项审查合理后拨付。但这一过程耗时较长且手续繁琐,给贷款资金的使用增加了不少困难。设立专用帐户后,借款人在项目需要的时候,只要是合理的费用开支,即可立即支付,从而简化了事前审查,加快了资金的支付。

(2)减少货币贬值的风险。

建立专用帐户后,借款人可以在项目需要时及时支付,既满足项目建设需要,又减轻借

款单位垫付资金的压力,当使用外汇贷款时,也避免了因借款人本国货币贬值而在报帐时减少外汇收入的风险。

(3)提高工作效率,节约费用开支。

设立专用帐户一方面减少了借款人在每笔小额零星开支后即向银行提交偿付的提款申请书的数量,又可使借款人节省因准备、邮寄申请书而产生的费用开支,达到提高工作效率和节约开支费用的目的。

2. 专用帐户的使用及管理

专用帐户的开设、使用及有效管理,是依据借款人与银行双方达成的贷款协议书的要求进行的。通常在贷款协定谈判过程中,专用帐户的使用及管理问题,成为谈判的主要内容之一。它直接关系到借款单位以后的项目执行和经济效益,也关系到贷款的使用情况与偿还。专用帐户的设立、高存款额的核定、开支范围等是项目是否顺利执行和快速支付的关键;专用帐户设立后能否充分发挥作用,其产生的经济效益与其自身的费用比例考核,是项目财会人员和管理专用帐户资金的一项重要工作。当然,这更是贷款银行所关心的事项。

核定专用帐户限额时,通常是在贷款协定谈判时由银行和借款人协商后确定下来。核定了的限额并非不能更改,只要项目单位认为有必要,可向银行正式提出增加请求。

专用帐户,原则上只能存放银行贷款资金及相应产生的利息收入。在资金使用上,除贷款协定另有规定外,通常可用于贷款类别下以当地货币或外国货币支付的合理费用。在支付和审查申请书方面的基本程序并不因贷款专用帐户而有所改变,即必须严格按照标准的支付程序执行。银行对周转金使用情况的审查是在周转金支付后进行的。对于支付的任何不合理费用,包括提供的凭证未能证明费用合格,银行可以停止继续往专用帐户上补充存款,直到借款人偿还这笔支出金额;或者,由银行同意,也可由借款人提供的其它合理支出凭证来抵销那些不合理支出。

专用帐户里的存款,可用于贷款协定中所规定的支出。项目单位可随时从专用帐户中提取款项,付给供货厂商、合同承包商和咨询专家,或作为预付款预付合同定金等。项目单位应根据已执行的交易的价值和数量填写偿还申请书,要求银行补充专用帐户中已支出出去的金额,同时附上必需的原始单据和文件。

在贷款项目的资金即将用完时,专用帐户的首次金额要逐步回补,即对无文件记录时预先从贷款中支付的贷款资金提供必需的文件证明。通过多次回补,专用帐户的存款额将逐渐减少,没有文件证明的金额也随之减少,以至最后为零。

银行一旦拨出贷款周转金,就失去对这笔资金的事前审查和控制权。只能通过借款人申请补充专用帐户存款时加以实施。因此,从某种意义上说,使用专用帐户对资金的专款专用存在潜在的风险。

为了确保贷款资金的安全和高效益,银行可以通过以下四种办法来控制和管理专用帐户。

(1)借款人提供开户银行的对帐表与申请补充专用帐户摘要表中所列示的开支进行核对;

(2)借款人每次申请补充专用帐户存款时,必须填列“专用帐户核对表”,并与所附开户银行的对帐单相核对;

(3)在贷款协定中规定对专用帐户进行审计,检查专用帐户中的每笔开支的合法性和合理性;

(4)项目检查团对专用帐户开支情况的抽查等。

(三)对贷款项目业务提还款的核算要求

为了科学、全面、系统地反映贷款资金的营运情况和支出情况,贷款银行要求借款项目建立健全的财务会计制度,认真做好会计工作。贷款银行对贷款项目的管理、采购业务、还本付息及其它有关业务都订有具体的规定和处理程序,项目单位在取得和利用贷款的过程中,必须严格按照银行的规定来进行有关的业务活动,管好用好资金。

从贷款银行方面来说,对于每笔提款和还本付息活动,都必须实事求是地予以记载、核算,并对这些经济信息加以会计处理,同时及时了解企业的财力状况,分析项目企业的生产经营和资金运用情况,适时反馈信息给项目主管人,促使其改善信贷的运用效率,提高获利能力,从而减少项目贷款的风险。

二、贷款项目审计

审计是由专职的机构工作人员对被审单位全部或部分经济活动进行审查、收集和整理证据、确定其实际情况,对照法规和一定标准,判断经济活动的合法性,合规性,有效性,真实性和公允性的一种经济监督、评价和鉴证的活动。

贷款项目审计是以贷款项目单位的全部或部分经济活动为对象所进行的审计。为了监督贷款的使用,银行要求检查(审计)财务资料财务报表和报告中相应数据的可靠性,及其编制中所采用的会计制度和控制的有效性。在项目或贷款期限内,项目主管人应于每一财政年度结束后的一段经商定的期限内,向银行提供一份附有审计师签发意见、报告和管理信件

的年度财务报表。

贷款项目审计的要求,首先是对项目单位经济活动进行审核检查,通过审计检查,查明各项经济活动的实际情况,并依据一定法令、规定判定这些活动是否合法、是否合规、是否合理。

其次,审计要对项目单位的工作予以评价。根据审查结果,评定预定的方针、目标是否合理先进、切实可行,经济活动是否按照原定的决策、计划执行,经济效益及效果的优劣,以及有关包括内部控制制度在内的规章制度是否健全、有效。

再次是审计要提出改进工作的建议。通过在评价的基础上提出改进工作的建议,可以促使项目建设提高经济效益,充分挖掘人力、物力、资金的内部潜力。

贷款项目审查的主要内容有:

- (1)审查内部控制制度是否健全完善,并检查这些制度是否被认真执行,以便明确审计对内部控制可予依赖的程度并可从中发现控制中的薄弱环节,从而有利于制订审计方案;
- (2)对投资项目建设前期的可行性研究予以审查,以查明这些研究的科学性、可靠性;
- (3)对项目建设期间的业务活动进行审查,揭示项目建设过程中的问题,以便及时采取改进措施,保证项目顺利进行;
- (4)审查贷款项目竣工及交付使用情况;
- (5)审查项目单位的财务报表及有关的财务活动。

通过银行制定的一系列财务规定和制度,以及对贷款项目审计,可以建立起一整套行之有效的财务控制体系,从财务上监督贷款的使用与营运情况,最大限度地降低项目贷款的风险。

第三章 公司信用风险分析

第一节 公司信用风险及产生的原因

一、公司信用风险的含义

广义上讲,信用风险是指合同的一方不能履行对合同另一方支付义务的风险,即支付能力风险。

由于公司的种类很多,其具体的信用风险也就有所不同。例如,涉外公司与单一以内贸为主的公司相比,承担的信用风险就较多;如接受国外各类信用证、保函及各种合同、协议中的承诺,在国外的投资、存放资金或提供贷款,在国内外创办合资企业,对内向三资企业提供贷款或其它信用,以及为国内外客户向第三方提供各种承诺和担保等,这些都是基于当事人支付能力和意愿的信用风险的接受。

信用风险的具体形式虽然很多,似乎没有头绪。但我们仍可找出一定的规律,对信用风险进行分类,以便分析各公司的信用风险的一般特征。

二、信用风险的类型

(一)按信用风险的标的不同,分为受货风险和财务风险

由于信用风险中的支付能力涉及两方面的支付:一为货物的支付,一为货款的支付,所以信用风险可分为受货风险与财务风险。

受货风险,是买方不接受货物的风险。接受可能是由于单证中表明卖方没有按销售合同办事;如果买方不想将交易进行到底,他可以拒绝接受货物,或作为迫使卖方压低价格的一种手段。这种情况有时在签约后货物价格有所下跌时会发生。

财务风险,是一种付款缓慢或不能付款的风险。买方不能在收到货物时或按照销售协议上规定的日期付款。财务风险的程序根据给予买方的信贷条件的多少、业务的性质及其财务状况而有区别。

(二)按照信用风险的规模,分为长期信用风险与短期信用风险

长期信用风险侧重于公司的长期生存能力与发展,是由于产品结构、市场变化、技术发

值,并非绝对合理可靠;

(2)由于各企业各自使用各式各样的会计处理方法,因此通过比率分析所做的公司间的比较,意义并不太大;

(3)比率分析忽视了企业资源流向的动态方面,而这些动态正是评价管理效能极为有用的资料;

(4)比率分析所用的各种数据,一般都未按物价水准加以调整。因此,报表分析的结果,必然要受到物价变动因素的干扰而失去应有的意义。在持续发生剧烈通货膨胀的情况下,这种干扰更为严重;

(5)有些比率,可以经过人为地修饰,并不能反映真相。

总之,趋势分析和比率分析是财务分析两种十分重要的方法。在实际运用中,应当深入审查实际情况,将两种分析方法结合起来,并和说明资金来源和运用的财务状况变动分析结合起来,从而达到分析的目的。

四、财务报表的项目分析

财务报表的项目分析包括资产负债表项目的分析、损益表项目的分析和财务状况变动表的分析。通过对这三大报表的分析,信用分析人员能够更好地了解公司的信用情况,从而作出正确的信贷决策。

(一)资产负债表项目的分析

资产负债表是反映企业某一特定日期财务状况的会计报表,它提供的是有关企业的资产、负债、所有者权益及其相关的信息。资产负债表反映的是企业过去的财务状况,而且有可能省略了重要的价值项目,但阅读者可将它与其它财务报表及有关资料结合起来进行分析、对企业的价值做出估计,并正确评价企业的生产经营和财务活动情况。

1. 资产项目的分析

资产项目,说明企业所拥有的各种资源以及企业偿还债务的能力,在资产负债表中,资产是按流动性递减的顺序排列的。所谓流动性,是指资产转换为现金而不发生损失风险的能力。

(1)流动资产。是指可以在一年内,或少于一年的时间内转换为现金的项目。包括货币资金、短期投资(有价证券等)、应收款项、存货等。流动资产是清偿短期债务的现金收入的主要来源,所以对它们应进行仔细的分析。

①货币资金。货币资金包括企业库存现金和各种存款。货币资金在流动资产中流动性最强,不必经过任何改变就可以直接支用或投入流通,它的流动也最频繁,在企业的经济往来中,大部分都直接或间接地涉及到货币资金的收付。银行分析货币资金,主要是检查货币资金储量是否合理,有无过剩或短缺的现象,并查明过剩或短缺的原因,采取相应的决策。

②短期投资。企业除进行生产或经营投资外,有时也进行短期金融资产的投资,购进一些政府债券、企业债券、金融债券和股票等有价证券。这些证券代表着股权、债权与收益,是企业收入的重要来源。银行应审查这些证券的合法性、流动性和盈利性,持有证券的期限、数额、结构是不是合理;同时要了解债务人的信用情况。发放有价证券抵押贷款,对有价证

券的审查就更为重要。

③应收款。凡是到期和未到期,应收而未收的款项,都属于应收款。分析该项目时,不但要了解应收款的数额,而且要了解应收款的期限结构,数量结构及对象结构。期限越长,逾期金额和笔数越多,付款保证性越差,贷款的风险也就越大;反之,则越小。若应收款集中在少数大户上,不能收回的内在风险的可能性就大些,分散时就小些。此外,还应弄清帐款的平均期限是否超过贷款期限,是否规定了适度的坏帐准备等问题。

④应收票据。银行还应注意对企业持有的由其它企业签发的期票加以分析。这些期票往往是用来应付过期帐款的,这样的票据越多,说明应收而未收的款项越多,银行贷款的偿还也就难以保证。银行审查时,必须分析这些票据的真实性、可靠性和流动性。

⑤存货。存货是企业在生产经营过程中为销售或耗用而储备的物资。包括原材料、在产品、半成品、产成品等,是企业流动资产的重要组成部分,也是企业偿债的主要物质基础。

银行应注意审查以下几个方面的内容:存货的数量是否适当;存货的规模、品种结构是否合理;存货保留的时间长短,是否存在陈旧变质的风险;存货的适销性;存货价格的稳定性和保险总额。这些因素都会影响企业的资金周转和还款能力。在分析存货时,还有一个不可忽视的方面就是信用分析者必须决定存货估价的方法,因为它与企业销售成本、盈利能力有关,从而对企业起着至关重要的作用。估价存货的两种最通用的方法是先进先出法和后进先出法。先进先出法是假设商品是按与买进相同的顺序卖出,根据这种方法,期末盘存是按商品的最近期价格估价;另一方面,后进先出法则是假设当前买进的商品按照倒序先卖出,根据这一方法,期末盘存价值是以过去的价格为基础来估算。这样,在先进先出法下,资产负债表上存货项目的数字接近于现行成本,物价上涨时采用这种方法计算期末存货成本能够充分显示企业的短期偿债能力,但因销售成本低会虚增利润;而后进先出法下,期末存货成本与现行成本会发生较大的偏差,物价上涨时采用这种方法会低估企业的短期偿债能力,同时因销售成本高而使利润偏低。

(2)非流动资产。

非流动资产是指除流动资产以外的项目,主要包括固定资产、长期投资、无形资产。非流动资产与信贷决策的关系是前者可以产生收益和现金流入的能力,而清偿价值不是十分重要。

①固定资产。固定资产是企业资产的主要部分,主要包括土地、厂房、仓库、机器设备等。它们属于不动产,转化为现金的能力较低,但它们是企业资本的一部分,可用于最后清偿债务,因而不失为贷款的一种保障。银行在信用分析时,要弄清固定资产是否提足了折旧,维修是否良好,有无十足的保险(保险总额是否跟得上通货膨胀);在发放信用贷款时,应特别注意固定资产形成收益的能力,如果是发放中、长期贷款,特别是以固定资产为担保的贷款,就更须注意固定资产的现值、市场变化和可出售能力。

②无形资产。无形资产是企业拥有的不具有实物形态的资产,包括专利权、商标权、版权、特许权和商誉等,这些项目对企业很有价值。银行在分析企业的有形资产外,可适当注意它们在盈利中的作用,但稳健的财务分析表明,在评估债务清偿能力时这些项目可以略而不计。

2. 负债项目分析

报表的负债项目,说明企业所负担的长短债务数量和偿还期限的长短。在资产负债表中,负债按偿债期限递增的顺序排列。

(1) 流动负债。

流动负债反映企业将在一年或者超过一年的一个营业周期内偿还的债务,包括应付帐款、应付票据、短期借款、应付工资、税金、利润、利息等。

银行在对流动负债进行分析时,一方面要注意企业流动负债的总量和支付日期,若数额过大,反映企业资本不足,清偿能力较低;另一方面,应特别注意对应付帐款和应付票据的分析。

应付帐款是所欠未清偿发票金额。只要企业能按时支付帐款,商业信用是一自发的资金来源。这样,信用分析人员就要搞清楚,企业采取现金折扣,还是宁愿延期支付而不要现金折扣。企业在商业信用债权人之中的声誉是资信的重要表现。

在大多数情况下,应付票据相当于从商业银行或其它金融中介机构得到的短期流动资金贷款,但企业也常常因到期不能归还贷款而被要求签发应付票据取代应付帐款。所以分析时应注意企业的应付票据是否属于因延期支付货款而被债权人要求开出的。如果这一类票据较多,反映企业经常拖欠债务。另外,股东提供的放款也可能以应付票据形式出现。在借款合同终结以前,银行应要求把所有的应付票据交还股东。

(2) 非流动负债。

非流动负债即长期负债,它一般是企业向银行及其它金融机构取得借款而形成的,也可以由企业通过发行“公司债”的途径形成。由公司的一般信用而不是特定财产留置权担保的债券称为公司债券。

无论是发行公司债券,还是向银行等金融机构取得长期借款,都需要较多的限制和约束,所以在分析借款户负债能力时,应注意这些限制条件的分析。例如,某些公司债在未来抵押债务、长期债务增置和支付红利方面加以限制等等。

3. 资本评值的分析

资本评值是企业资产总额与债权人的债权总额之间的差额。对于一个股份企业来说,它包括股东权益和留存盈余。净值的大小既能反映企业实力雄厚与否和财务状况的好坏,又是企业弥补经营损失的重要来源。所以,银行对这个项目一般都很重视。净值在资本结构中所占的比例越大,其贷款(债权)的保障程度越高;反之,如果净值在资本结构中所占的比例越小,其贷款保障程度越低。

(二) 损益表项目的分析

损益表是反映企业在一定期间(月份或年度内)经营成果及其分配情况的报表,属于动态报表。损益表可以提供企业在一定期间的收益情况、成本费用情况以及资源的投入与产出的比例关系,从而可以使报表使用者了解企业的经营业绩和理财成果,了解企业获利能力的大小,银行等信贷机构可据以作出是否收缩或扩大信贷的决策。

1. 营业收入项目的分析

营业收入项目,反映企业在生产经营活动中,因销售商品、提供劳务等获得的收入。在

表,信用分析者可以看出企业申请的贷款的可能还款来源(或者缺乏还款来源),从而正确作出贷款决策。信用分析者在分析时,必须了解财务状况变动表的基本原理,各有关项目之间的对应关系,明确各种相关概念。

综上所述,银行在分析企业资产负债表时,在损益表各项目的基础上,结合对财务状况变动表的审查,可以全面深入地了解企业的财务情况、偿债能力和经营成果,对企业的信用做出正确的判断和评价,从而保证贷款的安全与盈利。

五、财务报表常用比率的分析及对风险管理意义

如前所述,比率分析法是财务分析的一个重要方法,而比率分析要借助于一整套科学严密的指标体系。通过一些标准的财务比率来测定借款企业的信用状况如何、有无充分的支付或清偿能力等等,从而加强对风险的管理。

银行可以采用的财务比率主要分为四大类。

(一)反映企业流动能力或偿债能力的比率

企业的流动能力或偿债能力的强弱,反映企业现时的财务实力,在经营环境瞬息万变、市场竞争日趋激烈的情况下,企业只有拥有足够的可变现资产,应付各种到期应偿还的债务,才能保证正常经营活动的顺利进行。如果企业不能保持一定的短期偿债能力,就会使信用受损而影响获利能力。一个企业有时会因资金调度不灵,偿还不了短期债务而破产。因此,该比率是信用分析人员最关心的指标之一,它为了解企业是否有能力偿还即将到期的债务提供了一条简单而迅捷的途径。

1. 流动比率

流动比率是将流动的资产除以流动负债后得到的财务比率,其计算公式为:流动比率=流动资产/流动负债 $\times 100\%$ 。流动资产包括现金、有价证券、应收款项和存货等;流动负债包括应付票据、应付帐款、短期借款、应付税金、利息、费用等。

流动比率是用来衡量企业短期偿债能力最常用的比率,它表明了企业的短期债务可由预期在该项债务到期前变为现金的资产来偿还的能力。流动资产必须大于流动负债,人们根据经验把2:1作为一般标准,在实际工作中,该比率因企业经营规模不同可以规定在1.5—2.5之间。在一般情况下,流动比率越低,说明企业偿债能力差,债权人的短期债权就越不安全;反之,流动比率越高,说明企业偿债能力强,债权人的债权越有保障。但是,也应注意,流动比率大,还可能是存货积压或滞销的结果;可能是拥有过多的资金,未能很好地在经营中加以运用的结果;还可能是企业欺骗债权人虚饰流动资金状况、伪造这一比率的结果。信用分析者应对此进一步做具体分析。

2. 速动比率

速动比率又称酸性试验比率。它是扣除存货之后的流动资产与流动负债的比率,其计算公式是:速动比率=速动资产/流动负债 $\times 100\%$ 。速动资产是指几乎立即可以用来偿付流动负债的那些流动资产,它一般由现金、有价证券和应收帐款构成。存货不包括在速动资产中,因为存货是流动性最差的流动资产,把它变为现金所需时间最长,不能直接用于清偿债务,而且还可能发生冷背残次损失,此外,它还要受价格涨落、价值估算、不易销售等因素

要时无货供应,丧失销售的机会;③存货周转率不仅各行业不同,而且在本企业内部标准也不一致,因此有必要分类计算考核各种存货周转率;④存货计价方法对周转率有影响,在物价上涨时,采用后进先出法高于先进先出法。

3. 资产周转率

资产周转率是企业销售净额与资产总额的比率,其计算公式是:资产周转率=销售净额/资产总额。其中,销售净额是指企业销售收入减去销售退回和折扣。资产周转率反映了企业销售能力和全部资产的周转速度,一般来讲,这一比率越高越好。

4. 固定资产周转率

固定资产周转率是销售净额与固定资产净值的比率,其计算公式是:固定资产周转率=销售净额/固定资产净值。这个比率是衡量企业的厂房等固定资产的使用效率的财务指标,它表示1元销售额需要使用多少厂房和设备。这一比率越高,固定资产利用的效率也就越高。

具体分析这个指标时应注意:①即使销售净额不变,由于固定资产净值逐年减少,周转率会呈现自然上升趋势;而当物价上涨时,销售净额会自然增长,周转率随之上升。所以,使用年限较长的固定资产,其周转率会越高,这说明企业的设备应注意更新;②当进行两个企业的固定资产周转率比较时,由于采用的固定资产折旧计算方法的不同,也会造成两个指标的差异。例如,甲企业采用加速折旧法,乙企业采用直线折旧法,则前者的固定资产周转率显然优于后者,因为甲企业的净值较乙企业的要少。

5. 营运资金周转率

营运资金周转率是销货净额与营运资金的比率,其计算公式为:营运资金周转率=销货净额/营运资金。其中,营运资金是流动资产与流动负债的差额。这一比率表明企业所拥有的营运资金,平均每元创造销售净收入的数额,周转率高通常表明利用营运资金的效率高;反之,则表明利用营运资金的效率低。但周转率过高可能预示着以后会出现问题,如:后备存货减少可加速营运资金周转,但是,期货交易会发生,不能准时按定货单供货的危险;大量使用短期债务也可以加速营运资金周转率。

(四)反映企业获利能力的比率

盈利是企业经营的主要目标,也是考核企业经营状况、信用状况及偿付能力的主要指标。近年来,银行日益重视企业的获利能力,认为它比财务状况更重要。银行认识到,除非有足够的抵押品,到头来企业的偿债能力还是寄托于经营前景的有利可图,对于信用相仿的两个企业,贷款给利润优厚的一家比贷给利润低薄的更为安全可靠。所以,银行的分析人员不仅要审查企业的负债程度、资金流动程度、产品销售程度和资金的营运程度,而且还要审查企业的盈利程度,审查企业的盈利能力。

1. 资产总额收益率

资产总额收益率是净利与资产总额的比,其计算公式为:净利/资产总额 $\times 100\%$ 。这个指标反映着企业总资产的获利能力,对企业来说,相当于资金利润率。该比率越高,反映企业经济效益好,资金使用效率高,反之,说明企业财务状况和经营成果不好。

2. 资本净值收益率

5. 应收帐款	78,500,000	46,050,000
6. 减:坏帐准备	1,930,000	—
7. 其它应收款	23,500,000	13,450,000
8. 预付贷款	—	—
9. 待摊费用	2,116,000	3,478,300
10. 存货	244,680,000	172,169,300
流动资产合计	404,107,200	296,002,990
二、长期资产		
1. 长期投资	—	—
2. 固定资产原值	148,650,000	128,030,000
3. 减:固定资产累计折旧	38,650,000	26,156,000
4. 固定资产净值	110,000,000	101,874,000
5. 递延资产	327,370	—
6. 无形资产	750,000	1,125,000
7. 在建工程	34,684,000	21,072,890
8. 其它资产	—	—
长期资产合计	145,761,370	124,071,890
资产总计	549,868,570	420,074,880
负债及股东权益	年末数	年初数
流动负债:		
短期借款	—	70,000,000
应付票据	—	—
应付帐款	44,236,500	58,340,600
预收帐款	—	—
其它应付款	11,485,240	66,785,200
应付工资	2,240,000	3,953,400
应交税金	67,075,570	34,400,000
应交利润	—	—
应付股利	67,500,000	15,030,000
预提费用	47,106,130	35,605,760
流动负债合计	239,643,440	284,114,960

六、可供分配利润	6,149,503,352	9,044,686,265
减：已分利润	6,149,503,352	58,4000,00
七、未分配利润	—	3,204,686,265

以下是对该股份公司的综合分析。

(一)1992 年该股份公司的经营状况和业绩

销售收入:1,212,800,000 元,

利润总额:100,771,400 元,

资产净值:549,868,570 元,

税后净利:90,583,411,460 元。

这些项目与 1991 年相比都有较大幅度的增长,其中销售收入增长了 18.15%,实现利润总额增长了 31.93%;税后净利增长了 31.77%。这些数据反映了该公司 1992 年整体的经营状况和业绩,对银行来说,要正确地了解公司的信用情况,还必须考察公司的综合实力、资产结构、偿债能力以及获利能力等方面。这就需要对该公司的主要财务指标进行分析。

(二)财务指标分析

1. 公司实力及资产构成分析

到 1992 年底,该公司资产总额为 549,868,570 元,比 1991 年增加了 31%;资本净值为 310,170,000 元,比 1991 年增加了 127.3%;自有资本占资本总额的 56.4%;这说明公司总体实力增强,综合经营能力提高。在资产总额中,货币性资产 57,011,200 元,债权性资产 100,070,000 元,有价证券 230,000 元,实物性资产 244,680,000 元;待摊费用 2,116,000 元。从该公司的资产构成看,可直接产生经济效益的货币性资产、实物性资产、有价证券等投资性资产占总资产的 74.71%,而债权性资产及待摊费用等须经过一定时间才能产生效益的资产仅占 22.29%,表明该公司资产结构较为合理。

2. 偿债能力分析

该公司的资产负债比率为 43.58%,负债净值比率为 77.26%,因全部为短期负债,没有长期负债,债务负担较轻。从流动财务状况看,流动比率为 1.686,速动比率为 0.665,变现比率为 0.239。①流动比率是用来衡量企业的短期偿债能力的,比率越高,表示流动资产超过流动负债的程度越高,所偿还流动负债的资金越多。就偿债能力而言,该比率是越大越好。理论上,该比率在 1.5—2.5 之间为好,该公司流动比率为 1.686,符合标准,说明公司短期偿债能力较好;②速动比率是测量企业最短时间内的偿债能力,该比率也是越大越好,该企业速动比率为 0.665,表明即时偿债能力较好;③变现比率是测量企业资产随时变现偿还负债的能力。这三个比率表明该公司流动资产运用较合理,基本上没有财务风险。

(三)经营能力分析

这里主要分析资产的运用能力。资产运用能力是指企业各项投资产生的经营资金周转的灵活程度,以周转率或周转次数多少来衡量。该公司 1992 年资产周转率为 2.21 次,固定资产周转率 11.03 次,应收帐款周转率为 15.45 次,周转天数为 23.62 天,存货周转率为 4.5 次。①资产周转率和固定资产周转率用于测量企业总资产、固定资产运用效果与总资

经营效率：						
资产周转率	1,026,500,000	420,074,880	2.44	1,212,800,000	549,868,570	2.21
固定资产周 转率	1,026,500,000	101,874,000	10.08	1,212,800,000	110,000,000	11.03
应收帐款周 转率(次数)	1,026,500,000	46,050,000	22.29	1,212,800,000	78,500,000	15.45
应收帐款周 转天数	365	22.29	16.38	365	15.45	23.62
存货周转率	901,000,000	172,169,300	5.23	1,095,000,000	244,680,000	4.48
营运资金周 转率	1,026,500,000	11,888,030	86.35	1,212,800,000	164,463,760	7.37
获利能力：						
资本总额收 益率	68,742,140.78	420,074,880	0.16	90,853,411.46	549,868,570	0.16
资本增值收 益率	68,742,140.78	136,459,000	0.5	90,853,441.46	310,110,000	0.29
净收益率	68,742,140.78	1,026,500,000	0.067	90,853,411.46	1,212,800,000	0.075
普通股收益 率	68,742,140.78	99,000,000	0.69	90,853,411.46	253,750,000	0.36

银行的信用分析人员在对重要财务比率进行仔细分析的基础上,还应注意结合资产负债表、损益表各有关项目的具体项目分析,同时重视对财务状况变动表的分析;将这些分析综合起来,银行会对公司的状况有一个全面而细致的了解,从而可能采取安全稳重的贷款决策。



第三节 公司信用风险的防范



我们通过对信用风险定义、产生原因及其背景以及各种不同类型的信用风险的分析,使我们对信用风险的基本概况以及评估方法有了基本了解。那么,如何去管理信用风险呢?

查全部贷款政策,以及在诸如有问题贷款及贷款结构等较为敏感的领域,提出建议,指点行动方向。

商业银行的贷款委员会通常每周开会,讨论超过个人或小组放款权限的借款申请。在会上,每位贷款主管人员要分析申请的贷款的有利和不利因素。然后,贷款委员会对该项提议进行表决。贷款政策应规定批准某一贷款申请所必需的投票数。当出现特殊情况 and 须作出决定时,贷款委员会主席可以召集紧急会议。但是,在某些场合可以通过电话解决。

4. 贷款政策中对地域和行业贷款的限制

贷款政策应提供一幅清晰的银行业务区域示意图。市场覆盖面的边界是由许多因素共同决定的,包括工作人员的专业知识竞争、贷款需求、管理法规的约束以及银行资金总额等。在金融中心的银行和大的地方银行可能以全世界作为市场,但大多数金融机构都把放款业务集中在总行或分行所在的市、县或乡以及邻近地区。一般地说,银行不在每个机构的主要服务领域之外发放贷款。在不熟悉的领域内评价贷款的质量是件困难而费时的事情。更重要的是,在贷款主管人员没有察觉之前,市场形势可能发生变化,这一事实使为次要领域借款者的监督变得复杂。这不是说银行应完全避免在其当地市场以外放款,相反,贷款政策应当是灵活的,足以把握这些机会。但这类情况应当作为例外处理,要获得有关管理委员会的批准。这一点在贷款申请来自某一新客户时更是特别重要。

5. 国家法令和中央银行政策等方面的考虑

为了保障存款者利益、货币的稳定和经济的健康发展,政府和中央银行都制定了一些保证健康放款的法令、政策及制度。商业银行放款要符合国家法令、政策的要求,否则就要受到制裁或处罚甚至被停止营业。

中央银行是商业银行的资助者,是最后贷款人。商业银行遇到资金紧迫,周转困难时,都要依靠中央银行的援助。商业银行必须随时注意中央银行所采取的政策,以便遇有急需,易于得到中央银行的援助。在贴现制度发达的国家,中央银行再贴现率的变动,再贴现票据的选择,对于商业银行的贴现业务具有决定作用。而在贴现制度尚不发达的国家,商业银行放款以信用与抵押贷款为主,中央银行对于商业银行的贷款,主要采取转抵押的方式,商业银行必须注意何种抵押品易于接受,何种抵押品常被中央银行所拒绝。平时对于抵押贷款担保品的选择,就应与中央银行的政策适当配合,以便急需资金时,易于向中央银行转抵押。再如,中央银行卖出大批票据或证券,足以使市场银根趋紧;买进大批票据或证券,又可使市场银根松弛。这些行动都与商业银行的放款业务密切相关。所以商业银行经营放款业务,必须注意中央银行的政策趋向。

6. 商业银行放款的一般原则

贷款是商业银行的主要业务,是资金运用的主要途径,也是实现利润的主要来源,放款必须遵循以下基本原则。

(1)保障本金安全。商业银行主要靠负债来经营,即主要靠存款来经营,其自有资本一般只占全部经营资金的8%左右。而存款是要提取的,银行必须保证及时足额地提取,如果无力应付提存,就等于宣告破产倒闭。因此,对商业银行来讲,如果最重要的是存款,那么最重要的则是资金的安全。商业银行必须保证放款的及时足额收回,保证本金安全。如果放

(3)借款人的能力。这是一个具有法律和经济两方面涵义的概念。

从法律意义上讲,是指借款人能否承担借款的法律义务。当放款给合伙企业时,必须确认签约的合伙人具有代表合伙企业的权力;当借款给公司时,必须查证公司章程,确认谁是该公司的合法代理人。如果没有什么文件可查证时,可以以董事会所签发的决议为依据,确定该公司的合法代理人,只有此人才有签订贷款合同的资格。

从经济意义上讲,借款人的能力,是指借款人能否按期清偿债务的能力。分析借款人偿债能力的主要方法,是分析其现金流量。现金流量等于净收入加折旧,再加上其它非现金支付与其它非现金收入的差额。通过现金流量的分析,银行可了解借款人的预期财务状况,了解借款人是否有按期还款的能力。如果借款人是个人,其获得收入的能力,部分地依赖于经营经验、受教育程度、较好的判断能力、较强的事业心、年龄以及精明程度。如果借款人是企业,其实现收入的能力主要取决于所提供服务和产品的质量、成本、劳动力及原材料的供应、竞争能力、经济周期的利润敏感性、广告的效果,以及企业的地理位置等。近年来,企业的管理质量被视为决定企业增加收入的最重要的因素。无经验,无竞争能力,玩忽职守和失误,被视为导致企业倒闭的最主要原因。企业应利用一切机会,使产品的质量和价格都具有吸引力。

(4)担保品。担保是证明借款人信用情况的又一因素,对放款进行担保,可以避免或减少放款的风险。在一些情况下,必须要求有一定的担保品作为抵押,特别是长期放款。因为长期放款期限比较长,包含的风险就比较大。而在有些情况下,只要求有担保而并不要求有抵押。一般来讲,要求担保主要是为了使放款的风险最小化,换句话说,担保的主要目的是给银行提供一种保护,而不是偿还贷款的主要来源。担保并不能使一笔坏的放款变好,但可以使银行少担风险,少受损失,保障本金的安全。而做为担保的抵押品来说,一般应该是价值稳定,在保险公司投过保,并且是市场广泛,易于出售的资产。在借款人无法归还贷款时,银行就能很快将其出售,收回资金,从而减轻银行贷款的风险及损失程度。

(5)企业情况。这是指企业自身的经营情况和其外产经营的经济环境。前者包括企业的经营特点、经营方法、技术状况和劳资关系等,这些均为企业自身所能决定的内容。后者则非企业自己所能控制的。其范围大至政局变动、社会环境、商业周期、季节变化、一般经济状况、国民收入水平等。小至行业发展趋势、同业竞争程度等。近年来,随着越来越多的公司变成多产品、跨国家的康采恩企业,对经济环境的分析变得越来越重要,也变得越来越困难了。现在,银行主要分析经济条件对该行业的影响(经济周期的敏感性),该行业的产品在全国总产品中的比重,市场结构,借款企业在该行业中的地位,技术更新对该行业产品需求或资本需求的影响,收入分配方法,该行业的利润预期,该行业受政府的管制程度等。银行了解这些情况的目的在于可以事先采取某些必要的措施作应变准备,保证银行贷款的安全。

(6)事业的连续性。这一条是在当今科学技术迅猛发展、竞争日趋激烈的情况下提出来的。它是指借款人的企业在科技发展、产品日新月异的形势下,能否继续生存并发展,能否淘汰旧产品,改产新产品等。在当今市场经济条件下,对企业的放款,尤其是长期放款,这一条已显得越来越为重要。

以上六条中,“品德”和“能力”被称为人的要素,“资本”及“担保品”是关于财务的要素,

者则属于不合理的贷款申请,银行应拒绝给予贷款,否则会面临很大的风险。

2. 审核放款规模,决定贷多贷少

我们知道,一家银行创造信用的程度是受中央银行政策、存款等一系列因素制约的,这就决定了一家银行的放款活动有一定的限制。只有搞清了一家银行的放款规模,才能够决定对各项贷款需求的贷款数量。

审核一家银行的放款规模,首先要相对准确地估计贷款的需求,包括现实的和潜在的,当前的和未来的,短期性的以及长期性的贷款需求。其次,要确定自己的放款能力。考虑放款能力时,要扣除第一和第二储备,还要建立贷款呆帐准备金。在一般情况下,应通过联合其它银行等途径,尽可能满足客户的贷款要求,以巩固和扩大信用关系,扩大存款和服务领域。

商业银行通过许多指标来评估放款的能力及规模,其中最主要的两个指标是:放款与存款的比率、放款与资本的比率。前者反映银行的资金运用的程度和放款能力,比率越高,说明资金运用的程度越高,增加放款的能力越低,反之亦然。后一个比率主要反映银行对贷款损失的承受能力,比率越高,说明承受能力越低,反之就越高。

搞清楚了银行的贷款规模,我们就可以在这一规模内,根据各个公司企业的不同的情况,确定对各个公司企业的放款数量。

3. 审核贷款的期限,决定贷款归还时间

贷款的期限长短,包含着不同程度的风险性。放款的期限可有定期与活期之分,短期、中期和长期之分。短期为一年之内,中期为1~5年,长期一般在10年以上。放款期限的确定,要考虑存款的期限和经济状况。一般来说,储蓄和定期存款可用于发放中、长期贷款;活期存款主要用于发放短期放款及票据贴现等。当经济处于繁荣,贷款需求高涨时,可适当多发一些中、长期贷款;而当经济处于萧条,贷款需求萎缩时,则以多发一些短期放款为宜。

我们知道,对于贷款必须有借有还,按期偿还,否则银行无法正常经营。为了减少风险,银行应对自己的资金状况以及整个宏观经济状况有一比较清楚的了解,才能够决定对某笔贷款的期限,确定它的还款时间。

4. 审核放款的种类及比重,确定贷款的形式

放款的种类及其比重,对商业银行放款的安全性、流动性以及盈利水平也有重要影响。放款的种类一般取决于所在社区的经济特点、存款结构、经营思想以及银行规模等因素。如果银行所服务的社区是以农业为主,银行的农业放款以及不动产放款就要占较大比重。定期存款越多,存款越稳定,银行的中长期贷款比重就会越大,反之则是越小。银行越是谨慎,规模越小,活期放款和短期放款比重就会越大,反之就越小。一般来讲,都是尽可能将放款种类及数额分散化,以分散风险,减少损失。

5. 审核放款的保障及用途

为了保障放款安全,银行在放款时非常注重放款的保障和用途。对信用牢靠的客户,要发放信用贷款并附加优惠利率;而对信用较差,无还款保证的客户,则应发放抵押放款或保障放款,或者签订协约,确定补偿余额等,以保证贷款的归还。

放款的用途与放款的收回关系也很大。银行对放款的用途应注意其生产性、正当性,对企业的内部情况和经营成果必须予以重视。

(二) 贷款检查

企业在使用银行贷款过程中,常会经受到不确定性因素的影响。因此,对银行来说,贷前无论审查得多么严密,信用分析搞得多么细致,合同中对可能出现的意外情况考虑得多么全面,企业在贷后使用过程中仍可能发生意外情况。所以,银行贷款发放以后还需开展大量的工作才能保证贷款安全收回。

一笔贷款发放以后,负责这笔贷款的信贷员及其经营部门就要对贷款人使用这笔贷款的情况进行检查。实行这种检查的主要内容有以下几点:

1. 了解借款人是否有违背贷款合同的行为

贷款合同中已明确规定了贷款资金的用途,特别是1年期以上的中、长期贷款,其用途通常被限于三个方面:一是购置资本资产,如厂房或设备;二是补充流动资产所经常占用的资金增加额;三是作为过渡性筹资。例如企业为避免由于利率变动而使发行债券的利息负担加重,故宁愿在高利率时期利用中长期贷款来筹措资金。也有的企业利用这种贷款来筹措资金,收购其它企业。如果企业贷后不是按合同规定使用资金,而是挪作他用,那就必须引起银行警惕,因为这往往说明企业可能存在难言之隐,而企业的这种难言之隐又往往是银行在发放贷款时所不了解的,因而也就没有对付这种意外风险的准备,万一出现坏帐,银行就可能措手不及,所以当银行发现借款人在使用资金时有违反合同规定的现象,要么严格按照合同规定办事,中止贷款或提前收回贷款,要么详细了解情况后再予定夺。

2. 认真分析借款人定期送来的财务报表

认真分析借款人按规定定期送来的财务报表,是银行准确掌握企业经营情况的最重要的途径。这种分析就是把借款人送来的财务报表与贷前报送的预算财务报表相对照。如果主要指标前后一致或大致一致,那说明企业经营情况良好;如果发现其前后大相径庭,则必须加以仔细分析,并测算这些指标变动对借款人的盈利能力和偿债能力有多大影响。如果影响较大,就要及时采取措施,以免危及银行贷款资金的安全。

3. 密切注视借款人所在行业的发展情况

信贷人员要经常深入市场,全面收集有关借款人所在行业的各种信息,把握该行业的发展趋势,了解该行业产品的市场变化。一旦发现其前景有趋于恶化的迹象,必须及时向借款人发出警告,促使借款人员及时调整其产品的结构、数量和质量,必要时迅速作出转产决定,以保证其盈利能力和偿债能力。同时,信贷人员还必须将情况上报上级主管部门,以便于银行在必要时采取防范措施。

三、了解公司的经营情况

(一) 公司经营情况的追踪调查

公司的经营情况如何,直接关系到它的贷款能否按期偿还。一般来说,对于那些经营情况较好的公司,他们有能力而且也愿意按期归还贷款,这样就可提高他们的信用等级,在以后的借款或其它筹资活动中就可处于比较有利的地位。而对于那些经营情况不好的公司,

由于生产经营效益较差,对于按期归还贷款很可能是心有余而力不足,使银行常常无法按期收回贷款,而成为逾期贷款甚至成为呆帐,进而影响了银行的经营效益。所以,银行即使从自身经济利益出发,为了预防公司信用风险,要对公司的经营情况进行追踪调查。

对于公司的经营情况进行追踪调查,从狭义上理解,它只是对公司企业本身的生产状况、技术状况、销售状况、财务状况等的追踪调查,它们只是限于对公司本身的几个领域的追踪调查。其实,从广义上讲,为了更好地了解公司的经营情况,我们还需要对公司的主要经营人员以及公司所在行业的发展状况也进行一些追踪调查。

下面我们就从三个方面详细地介绍一下对公司经营情况进行追踪调查的内容:

1. 公司企业的主要经营者

我们知道,公司企业的决策层主要有两类人:一类是股东,而另一类就是主要经营者。企业主要经营者一般都参与企业决策。有些企业主要经营者本身又是企业的股东。他们的学历、经历、能力以及社会关系如何都对企业的经营有着重大影响。一个具有各种商业经验的人一般比较稳健、干练,能做到处世不惊,临危不乱,使企业在不利的形势中摆脱困境。学历可以反映经营者的理论水平和知识面,这在科学技术飞速发展,知识不断更新的时代显得十分重要。但学历不能说明一切,还要看其能力,能否熟练地掌握本企业产品的生产过程;对下属和职工是否具有号召力;对市场的反应或洞察是否敏锐。此外,年龄和健康状况也可作为考察企业主要经营者能力高低的指标。除了上述考核内容外,还要注意了解企业主要经营者的社会关系。社会关系好的企业在采购和推销及利用新技术,筹集资金方面往往会占很大便利。银行应尽量避免与社会关系差的企业打交道,因为这些企业在遇到困难时,不仅得不到外界的帮助,而且往往会落到墙倒众人推的境地,这无疑会使银行贷款蒙受损失。

2. 公司概况和营业情况

公司的概貌和声誉可以表明它未来的成功能力。在这一方面,银行应注意了解企业如何应付其客户、供应者和债权人;对销售的产品和劳务是否负责;是否按时支付其供应者的贷款;对银行和其它金融机构的债务清偿情况如何。

当然,了解企业的性质和经营方法只是评价其信誉好坏的初步行动,而银行还须先确定该企业所执行的基本功能:是否是制造商、批发商或零售商,其销售产品或劳务的市场如何;其产品或劳务质量与同行业其它企业相比如何;其正常购销条件是什么;其买方或卖方是否含有季节性因素;如果职工已经组成工会,其劳动合同的条件是什么;其声誉与其职工有什么关系;其场地和设备情况如何等。

尽管影响公司营业状况的因素很多,其实我们所要调查的重点仍是产、供、销三个环节。公司的原材料供应是否顺畅、生产是否连续、销售状况如何直接影响到公司的营业状况。只要公司能协调好产、供、销三方面的关系,则必将有一个比较好的营业状况。

另外,有一个比较值得重视的问题,那就是公司企业在生产中所采用的技术问题。在科学技术日新月异的形势下,产品的更新换代非常迅速,公司企业在生产中采用技术的先进程度已日益成为影响公司营业状况的一个因素。

3. 行业特点

为了恰当地评价一个公司的营业情况,银行还必须熟悉该公司主要有关行业的特点。

关于这方面的调查和分析工作,由于更多的公司发展成为多种产品和跨国公司,近年来已经变得特别复杂起来。银行应确定该行业的产品需求是否随国民生产总值的增长而增长、减少或不变;需求所受经济环境的影响达到了什么程度;该行业所面临的经济环境如何;该行业在整个使用期间的经济规划是什么;该行业对经济波动特别敏感力的任何特征;该行业的市场结构如何;该行业是否能够利用提高价格的手段来应付增加的成本,已经达到了什么程度,利润的趋势怎样;技术上的变革是否给该行业的产品或其资本的需要起了重要影响。这些问题和其它类似的问题一经得到回答,对该企业的相对实力和弱点的评价就具有更有意见的依据。

(二)追踪调查的方法

明白了对公司经营状况追踪调查的内容,下面我们讲一讲追踪调查的方法。对于上述问题的调查,主要有以下三种方法:

1. 委托调查

即把被调查的企业及所须调查的事项详加列明,委托专门的调查机构代为调查。一些信用调查机构就从事这种业务。信用调查机构也称“商业信用调查机构”,是一种调查从事生产经营的个人和公司的信用、资力和商业信誉能力情况,分别规定其信用等级,向委托的客户提供所得到的信用资料,并借以收取一定费用的专门组织。我们通过这种组织,就可以了解到公司的经营状况。在资本主义国家中,一般都设有这种组织。在美国,这种组织有一般性的和专业性的之分。一般性的信用调查机构的活动包括全国的各个行业,例如,美国最大的邓布拉德街公司就是如此。专业性信用调查机构的活动范围则以特定的行业为限,其中有的附属于该行业的同业公会,向公会的会员提供情报;也有的是私营的营利性组织,向订户或客户提供信用材料。

2. 实地调查

实地调查是银行向被调查者即借款人当面询问或派人前往直接或间接调查。其主要方法:①向被调查者直接或间接询问其实际情况;②出入各交易市场,随时探听有关被调查者的信息;③访问有关政府机构,询问其有关生产、销售状况;④询问同被调查者素有往来的银行、公司或其同业公会,从间接方面来探悉其经营状况。

3. 书面调查

书面调查完全为一种纸上工作,是把各方面载有的关于被调查者的各种印刷品以及报刊资料等,加以分析研究,以探索其有关经营状况,主要的有:①分析研究被调查者的各种生产销售报表及有关的会计报表;②分析研究信用调查机构所发表的信息;③收集被调查者的同业或同业公会及往来银行的报告;④阅读报刊上的经济资料并收集其它有关载有被调查者的信息。

第四节 公司信用风险的财务控制

为了加强对公司信用风险的管理,我们加强对公司信用状况的分析,跟踪调查公司的经营状况,这些都是十分必要的,但是只有这些还仅仅是不够的。一来我们在调查公司的信用状况时可能有些地方不完整、不准确;二来事物发展变化都非常快,会发生许多与我们预测偏离很大的事情,因此,各种公司信用风险发生的可能性还是非常大的。这一节里我们将从对公司信用风险的财务控制来讲讲对公司信用风险的管理。

一、公司信用风险的转嫁

我们知道,银行将一笔款项贷给一家公司,则承担了这家公司不能按期偿还贷款本金的信用风险。银行管理这种信用风险的一种方法就是风险转嫁,即银行在承担公司信用风险的时候或以后,用担保、一些新型金融工具等把公司信用风险转嫁给第三者的一种风险控制方法。这种控制方法,如果没有将风险全部转移出去,银行仍要承担未转移部分的风险损益。

公司信用风险转嫁也有全额转嫁和部分转嫁。全额转嫁就是将银行承担的某一公司信用风险全部转嫁给第三人,而部分转嫁则指银行将其承担的某一公司信用风险部分自留、部分转嫁给第三人的作法,部分转嫁涉及银行如何确定风险自留额的问题。自留额的确定依据公司信用风险大小(风险造成的损益程度和概率)、公司信用风险转嫁的费用、银行自身承担这种信用风险的能力、银行所能够采取的风险分散、风险控制等自担风险的风险控制方法的力度等等,可用风险决策的方法来决定。

对于银行贷款,公司信用风险转嫁的具体方法有以下几种:

(一)担保

有担保的放款把本应银行承担的客户信用风险转嫁给了担保人,但银行转移风险的同时,又承担了担保人信用风险。所以用“担保”来转嫁风险,效果好坏取决于担保人的资信。如果担保人与借款客户的资信水平同样差,那么就等于没有担保。因此商业银行在发放担保贷款时,一般都要求担保人资信明显优于被担保人。担保人必须具备两个条件:

(1)担保人必须具有足够代偿贷款本息的资产。因此,担保贷款额就必须低于担保人能够提供资产担保的数额。

(2)担保人必须具有独自处理自己财产的自主权。如我国的财政、税务机关就不能作为贷款担保人。

根据以上两点要求,为确保担保人能够履行其担保义务,银行必须对担保人进行严格审查,原则上适用于公司信用风险的所有内容。重点如下:

(1)担保人是否有正常经济收入的经济实体或自然人。如中国银行对长城卡(个人卡)申请人的担保人之审查,就要看此担保人是否国家正式职工,是否有正常的经济收入,职业、住所是否稳定,联系是否便利等等。

(2)担保人是否在贷款银行开户?作为担保人的经济法人原则上应与贷款银行有存贷

业务关系。如果拟作保的经济实体不在贷款银行开户,应取得担保人的开户行同意到期扣款的证明,以确保担保人能够承担代偿责任。

(3) 担保人是否自愿? 担保人必须自愿,而且担保人、借款人和银行三方面的意见必须一致,否则应另找担保人。

(4) 承诺担保者是否有权作出决定? 以经济法人担保时,必须由该单位的法人代表,或经法人代表授权,并持有法人代表委托证明的代理人来担当担保者,否则其连带责任由承诺者个人负责。

在担保还款的担保合同中必须包括以下一些内容:

- (1) 担保人的姓名(名称)、地址、开户银行、帐号、注册资本、与借款人的关系;
- (2) 替借款人履行偿还贷款本息的义务;
- (3) 担保方式;
- (4) 替借款人承担罚息等违约责任的义务;
- (5) 资信状况;
- (6) 担保金额;
- (7) 担保物;
- (8) 多个担保人时,各自分别承担的责任。

担保贷款的延期必须经担保人、借款人、银行三方协商一致,并订立新的担保合同,或者寻找新的担保人。延期改变了借款合同的期限,引起了借款合同的变更,延长了担保人的法律责任,必须经担保人认可方能生效。贷款延期一般仅限一次。

担保贷款的逾期,担保人承担代偿责任,直到贷款本息和逾期罚息全部清偿。银行在贷款到期之前,分别向借款人和担保人发出《贷款催收通知单》,使担保人了解被担保人的偿还能力后,决定是否筹集备付金,准备承担代偿责任。贷款逾期时,银行一方面对贷款实行罚息,一方面加强对借款人和担保人的结算监督。无论哪一方有资金入帐,都要及时扣款,收回贷款本息和逾期罚息。在担保人资金营运状况不佳时,应责成借款人另觅担保人。

(二)(出口)押汇下的保函

这是应用于出口押汇下的一种转嫁信用风险的方法。信用证项下的(出口)押汇具有外国进口商拒付或者开证行挑剔不符点拒付的风险,因此银行在做押汇议付时,一般要求出口商对单据的不符点出具保函,保证由于这些不符点造成的拒付均由出口商全权负责,银行有权追回全部议付款和利息。

(三)新型金融工具(金融创新)

1. 一揽子贷款证券化

它常用于抵押贷款,具体做法是:

银行将一组贷款项目转让给某些专业金融机构,而这些机构则通过发行长期或短期证券(大多由政府背书)来获得接受这些贷款的资金。它是近 20 多年来最为重大的金融革新之一。上述贷款基础上的证券称为“转让所有权”证券(Pass-Through Securities),它表示对抵押贷款的所有权。借款者将这笔抵押贷款的分期付款额,提前偿还利息或按息将利息支付等的款项付给新证券的持有人。“转让所有权”,使证券有了“变死马为活马”的功能,把原来缺乏流动性的、非标准化的、非市场化的、只能成为放贷金融机构的一份资产记录的贷款变成了具有市场流动性的证券。放贷银行原来要承担全部的信用风险,现在却可以通过这种新证券的市场转移出去。

2. 直接出售贷款

贷款市场是辛迪加贷款的一种补充。它一方面使放款银行能通过市场转移公司信用风险,另一方面,又为缺乏经验的银行提供与高质量、高信誉的借款者接触的捷径,为贷款出售票据的购买者提供高利息水平,更可以使银行通过贷款市场改善其贷款结构,达到分散风险的目的。

例如:银行通过出售有问题公司的贷款便可将这公司的信用风险转移给买方,从债权的流动性和多样性中寻找分散、减轻或摆脱信用风险的途径。

二、公司信用风险的分散

我们知道,风险的分散在证券投资中最清晰明了,因此扎根于证券投资的资产选择理论和马尔维茨模型(Markowitz Model)是风险分散的典范理论。其实,它们不仅适用于证券投资,更阐明了风险分散的基本原理,对其它领域的风险分散同样适合。

公司信用风险的分散是指银行在对公司的贷款时实行金额分散、产业分散、地区分散,以减少公司信用风险,从总体上保证银行贷款的效益。按照资产选择理论,风险分散的最通俗表达就是“不要将全部鸡蛋放在一个篮子里”。对于银行贷款来说,鸡蛋就是贷款,篮子就是接受贷款的公司,意即将贷款投放于多个借款公司,万一某一家公司无法按期归还贷款,银行顶多就损失这一笔资金,而不至于使银行大部分的贷款化为泡影。

下面我们就分别讲一讲公司信用风险分散的内容及其优缺点。

(一)公司信用风险分散的内容

1. 金额分散

为了避免放款过分集中的风险,各国金额当局都规定了对同一借款人借款的限度。例如:美国联储理事会规定了一家银行对同一借款人的放款不能超过银行股东权益的10%,同时还规定了对银行高级职员借款的金额和具体用途。

其实,所有这些规定都是从金额分散的角度来考虑的。贷款的公司信用风险分散最基本的一点就是金额分散,即实行授信制度,使商业银行对某一客户的授信控制在一定额度(即授信额度)以内。为使授信制度得以贯彻,一般大银行还规定不同层次职位的主管的不同的授信权限。由于金额分散在贷款信用风险分散中的重要性,下面我们就以日本东海银行为例,详细介绍一下实际中的授信制度。

日本东海银行的授信制度分两个层次:

(1)对于名古屋总行及东京本部采取“属人制”,即根据授信人员之职位,如总经理、担任常务董事、部长、次长、主席审查员、审查专员等,给予不同的最大授信限额。表5.3.4是对新客户各层主管的授权额度:

表 5.3.4 对新客户各层级授权额度

(单位:百万日元)

审查专员	主席审查专员	部长	担任常务董事	合议	总经理
≤50	>50 ≤100	>100 ≤300	>300 ≤500	>500 ≤1000	>100

表 5.3.5 东海银行分行授信额度

(单位:百万日元)

地区级别 授信项目	特 A	A	B	C	D
商业票据额度	300	200	100	70	40
其它放款额度	150	100	50	35	20
综合最高限额	300	200	100	70	40

分行得到授信额度之后,往往还要根据客户的信誉和资历确定每一客户的授信限额,以催更好、更具体地指导授信的实际工作。

除了以上两层之外,东海银行还建立了授信制度的事后考核制度,具体内容如下:

(1)每个分行定期将其授信权限内的授信放款编制授信执行报告,上报总行。

(2)授信客户出现亏损或财务状况欠佳时,分行应于每期期末就此客户拟具体处理方案、填制《要注意放款客户一览表》,上报总行。情况严重时,应另行编制《重点管理放款客户管理表》。

(3)分行授权下的授信逾期达 10 天以上者,应提出授权放款事故报告书,并将以后每月催收经过和成果编制报告,直至全部收回为止。经一个月仍未解决者,依据授信客户的现况、交涉过程、收回方针,提出《延滞放款报告书》,上报总行。

(4)总行或者东京审查部的临店检查小组派员到各地实地复查分行经理权限内的授信放款。

(5)分行经理及放款负责人有收回贷款的责任。新客户在一年内坏帐,或一年内延滞贷款达三笔以上时,要受调职、降职、减薪的处分。

总之,通过对授信制度的事后审核和完善,加强授信制度的约束力和实施效果,使授信业务风险的金额分散得到切实的保障。

2. 产业分散和地区分散

我们之所以把产业分散与地区分散放在一起讨论,是因为这二者与金额分散相比,不是那么的重要,而且技术性也不如金额分散那么复杂,相对来说则比较简单。

所谓产业分散,也就是我们平时所说的行业分散,即是指银行在对公司贷款时,要考虑到公司所处的行业,不能把大部分的甚至全部的资金只投资于某一个或几个行业的公司中。尽管一家银行可能对某一个或几个行业比较熟悉,但同样要考虑到产业分散,因为市场状况变化很大,我们熟悉、看好的行业很可能会发生一些突然的、超出我们预料的变化,若银行的资金仅投资于这些行业,会使银行发生较大的损失。

我国的四家专业银行以前是按照产业来划分业务的,在市场经济条件下,不利于提高银行的经营效益。所以即使从提高银行经营效益考虑,我国改革后的“一业为主、多种经营”也

四、通过保险公司分散贷款风险

保险,作为一种分散风险、补偿损失的手段,早已为人们所运用,并且,在现代经济生活中,保险已成为不可缺少的组成部分,作为一个重要的职能部门发挥着愈来愈重要的作用。我们从风险管理角度研究保险,着重于保险是一种将被保险人保险标的所遭受的财务损失后果转嫁给保险人承担的风险管理的财务补偿技术,通过保险合同提供保险保障。所以,是将保险作为转嫁财务损失后果的方式和技术来研究的。

保险是人们处置风险的一种有效方式,它能为人们在受害后及时提供经济补偿。但并不是所有的风险保险人都可以承保的。通过保险公司分散贷款风险,它的分散程序就是非常有限的,因为绝大部分的贷款是不能投保的,不存在着通过保险公司分散贷款风险。

我们知道,银行贷款所面临的公司信用风险是一种动态风险,动态风险属于一种不可保的风险。所谓的动态风险,亦称投机性风险,是指既有损失可能又有获利机会的风险。银行贷款正是如此,一方面,公司可能不按时归还贷款本息,使银行蒙受一定的损失;但另一方面,公司也可能遵守贷款合同,按时归还贷款本息,使银行获得一定的利息收入。正是因为银行贷款具有这样的投机性。所以保险公司对于银行贷款是不予保险的。

但是一个国家为了某种特殊的目的,对有限的银行贷款活动实行保险。

出口信用保险就是一个典型的例子。

出口信用保险是对托收、信用证等项下进口商拒付的风险进行保险,受险者(承保者)多是国家官方出面或财政补贴的出口信用机构。特别是信用证项下,开证银行是第一付款人,出口商所在国的议付银行是议付押汇风险的承担者,出口信用保险的议付银行为议付押汇风险提供了有力的保障和补偿。出口信用保险一般属于商业风险,美国进出口银行(EX-IMBANK)和国外信贷保险协会(FCIA)合作向美国出口商提出出口信贷保险;加拿大在政府所有的公司——经济发展公司(EDC)代替私人出口信贷保险公司,为本国出口商和商业银行提供出口付款保险;法国政府组建的法国外贸保险公司(COFACE)为法国政府管理法国出口商的中、长期信用保险;德国的两个私人保险公司——公共信贷保险公司(AK—AG),格林康采恩信贷保险公司(GKS)承担出口商的商业风险的保险业务;英国的出口信贷保险由出口信贷担保部(ECQD)负责保险或担保;日本则由通商产业省的出口保险科(EID)对商业银行融通出口信贷的商业和政治风险提供保险,也为日本出口商的外国买主发放的商业银行贷款予以担保。目前,我国的出口信用保险仅有中国人民保险公司(PICC)一家保险公司承保,而且只有短期出口信用保险一个险种,尚远不能满足实际需要;国内各专业银行都实行“先收款后结汇”的“假议付”,实际上银行并不承担押汇议付的风险,这也是与《跟单信用证统一惯例》(500号出版物)的议付精神不符合的。即将成立的中国进出口银行是国家政策银行,它的建立能够提供一定的出口信用保险,也为推动专业银行在出口信贷上成为真正的商业银行打下基础。

五、贷款的损失控制

贷款的损失控制,是银行一项非常重要的工作,它是指银行贷款发放出去以后,加强对

(4)催收贷款态度必须坚决而积极。

(5)避免对客户使用威胁性辞令。

(6)采取最恰当的方式与借款者联系。联系手段可按下列顺序依次进行:电话通知、信函、强行从客户的存款帐户上扣款、个别联系、采取法律行为。

(7)不要把分期付款合同的第一次还款违约视为小事而不予理睬,这已是客户财务状况恶化的征兆,应引起足够的重视,否则,会引起一系列的还款违约事件。

(8)如有必要接管抵押品应尽快行动,以免其它债权人捷足先登。

(9)即使使用呆帐准备金冲销问题贷款后,也并不意味着停止催收。是否继续催收取决于催收成本是否低于预期能催收到的还款金额,若是低于,则银行应继续催收;若是高于,银行从经济上考虑才停止催收工作。

二、风险资产与资本充足率

对于西方银行而言,银行资本是指银行股东为赚取利润而投入银行的货币和保留在银行中的利润。它由优先资本、普通资本和其它资本三部分构成。

优先资本是指银行资本中在股息分配与本金清偿上先于普通资本的那部分资本。它包括优先股、资本期票和资本债券等几种形式。

普通资本是银行资本的基本形式,它包括普通股、资本盈余、未分配利润和资本储备金等。

其它资本是指贷款损失准备和证券损失准备资金。是银行按一定比例从税前利润中提取出来用于补偿贷款呆帐和证券贬值的准备金。

在我国,银行资本,即银行自有资金,也称信贷基金。它由股金、银行留利积累和国拨信贷基金三项构成。

股金是银行发行股票筹集的往往用于应开业之需的资本金。

银行留利积累是银行补充自有资金的主要渠道。

国拨信贷基金,体现了信贷资金所有权与使用权的关系。专业银行作为国家银行的组成部分,它所具有的调节社会经济的职能,不能单纯地依靠自身的资金来源数量,还取决于国家利用信贷、利率等经济杠杆对国民经济进行调节和监督的需要。

银行资本对银行具有重要意义:

(1)是银行开业的先决条件。银行和工商企业一样,要经营信贷、结算、存款等业务,必须具备一定的经营要素。经营要素中包括必须的“铺底资金”。我国目前对新开业金融机构资本金的要求是,信用社最低资本金要求为 50 万元,金融信托投资公司属于全国性的最低资本金为 1 亿元,省级的为 5 千万元。设立分支机构的全国性银行资本金需要 20 亿元,区域性银行 8 亿元,证券公司最低资本金为 1 千万元。规定金融机构最低实收货币资本金,既为了保证金融企业的备付能力,同时也是中央银行对金融机构进行宏观调控的重要手段。

(2)保障存户免受损失。银行资本对存户利益的保障有两层含义:一是承担日常经营的信贷风险;二是在银行破产清理时对存户权益起保障作用。银行是信用受授机构,它从存户那里吸收资金,贷款或投资于各项盈利事业。在其经营过程中,既要使贷款和投资获得正常收益,又要保证随时满足客户提款的要求。但银行的贷款和投资不可避免地存在风险。一旦贷款或投资收不回来或不能如数如期收回,银行资产就要遭到损失。这种情况下,能够用来承担损失的只能是银行资本,而不能是客户的存款。

(3)保持银行信誉,提高承担经营风险的能力。银行资本的多少是银行信誉和实力的标志。自有资金充裕表示其资力雄厚,信誉高,因而易于取信于民,经受得起竞争的冲击,这就有利于吸引客户,开展业务,提高盈利水平。

(4)购置房产及设备,与一般企业相同,银行资本的一部分要用于购买房产及设备,如购置营业用的房屋、仓库、柜台、桌椅、计算机、出纳机及其设备等。这是银行经营的基本条件。如果一家银行的资本不能满足其购置房产与设备的需要,它就缺乏经营银行业的起码条件或资格。对于银行来说,用负债形式来购买房产和设置是违法行为。

鉴于银行资本的上述职能,可见资本不足必然加剧信用破产和银行倒闭的危险。所以银行应有充足的资本,这是表明银行经营管理是否健康和可靠的重要标致。

资本充足率的测定方法有许多种,根据总量比率法,即测定资本对存款总量,或对资产总量的比率。二次大战前各国银行普遍要求资本对存款比保持在10%左右,以后发现银行损失主要来自于贷款和投资业务,于是逐渐改为采用资本对资产比率的方法,一般要求是8%左右。

目前用得更广泛的是分类比率法。1988年,西方十二国中央银行在瑞士巴塞尔达成了一个协议,对资本充足度规定了国际统一的标准。要求各大银行的资本充足度不得低于8%。

同时,该协定又规定按风险加权制计算风险资产。首先,对资产负债表内资产分成五类相应设有五个风险权数:0%、10%、20%、50%、100%。规定算式为:表内风险资产=表内资产×风险权数。其次,再按下式测算:表外风险资产=表外资产×信用转换系数×表内相同性质资产的风险权数。总风险资产为表内风险资产与表外风险资产之和。在上述计算基础上,该协议规定衡量国际银行业资本充足比率的指标。

资本不足,往往是同过于冒险的经营分不开的。为了追逐利润,拼命扩大风险资产;单纯追求贷款投资规模而不顾质量和安全;盲目发展表外业务,致使表外风险资产过多。这些必然导致资本不足,扩大了银行的风险。当银行的实有资本,不足以抵付有风险性的资产时,银行便走向破产。

三、银行风险与盈利性的关系及取舍选择

银行风险与盈利性的关系实际上就是银行经营过程中:安全性、流动性与盈利性的关系。

所谓安全性,是指银行的资产、收入、信誉,以及所有经营生存发展条件免遭损失的可靠性程度。

流动性前已介绍过,不复赘述。

下面着重介绍一下银行的盈利性。

所谓盈利性,就是银行获取利润的能力。银行的盈利性要求是由下述几方面因素决定的:

(1)由银行的经营特点决定。银行是典型的负债经营机构,其自有资金比重要比其它经济组织低得多,这就决定了其承担亏损的能力非常有限,若不以盈利性为经营原则,其经营就容易遭受失败。

(2)由银行的特点决定。银行作为信用中介机构,其业务活动是建立在社会信任基础之上的,而银行的利润则是银行信誉的重要组成部分,是其取得顾客信任和保护发展其业务活动的主要经济基础。

(3)由银行的经济性质决定。银行作为经济实体,必须具有承担风险的能力和实行经济核算,只有在盈利性原则下从事经营活动,通过不断取得利润收入才能永久保持其业务活动的生命力。从经济核算的要求出发,银行也必须注重投入产出之比,确定一定的盈利目标。

在不同的社会制度下,银行经营的盈利性要求是不同的。在资本主义经济中,银行资本归私人股东所有,股东持有银行股份的唯一目的是取得较多股息红利。如果这点实现不了,股东就会纷纷抛售银行股票,使其价格暴跌,信誉扫地,帐面价值损失,乃至破产。因此贯彻董事会意旨的银行行务会,势必将盈利性作为银行经营的首要目标或至上原则。在社会主义经济中,国家银行资本归全体人民所有,并不会特殊地,强烈地体现为要求单家银行将盈利提到最大限度。当然由于各银行之间利益的相对独立性,由于社会主义经济内在要求的积累和经济核算,银行经营仍然要讲求盈利性,要努力提高盈利水平。

一般地说,盈利性是银行经营最主要的动力来源和最重要的效益体现。然而,盈利性和安全性、流动性是呈相反方向变动的,盈利性越高,安全性和流动性越低,银行风险越大,反之亦然。盈利性是对利润的追求,这种要求愈高,愈超乎寻常、其落空的可能性愈大;而这种不确定性和风险又是同时间长度相联,追求过程所经历的时间跨度愈长,不确定性和风险越大,亦即安全性愈小;而时间跨度之长,本身就是以牺牲流动性为代价的。

盈利性主要得益于贷款利率高和经营规模大。前者一方面隐含着企业因借款成本过高而难以按时偿付的可能,另一方面又意味着为资金被占用过久所要求的风险报酬;后者则直接表明,随着规模扩大,不安全项目和坏帐概率都会增多,提存和申贷的要求也会增加,对于银行既有安全性和流动性来说,都是难以应付的了。

安全性和流动性虽可避免银行风险,但其所获盈利相对而言,也就少了。

当然,任何事物都是既对立又统一的。盈利性与银行风险之间的关系亦不例外。在某个均衡点或均衡区间内,盈利性和安全性、流动性均可达到某种可被接受的、或令人满意的程度。确定盈利性和安全性、流动性各自的适度区间,只要两者都不突破各自区间的高限或低限,就可将二者统一起来,盈利性的低限是不亏本,高限是资产损失不存在。后二性的低限是资产不遭受损失,高限是不亏本。只要测算出所筹资金的成本钱,和一定风险限度以内收益曲线的最高点,即可大致确定这种适度区间。

此外,对获得政府担保,或巨额保险的项目来讲,盈利性与安全性是统一的。对信誉极高的,可上市转让的证券来讲,盈利性和流动性是统一的。相反,对那些国家产业政策必须优惠支持的,但内部经营管理又极差的企业,对银行贷款而言其盈利性、安全性、流动性都是极低的。

可见,银行风险与盈利性是对立统一的关系,一般情况下,表现为对立:即盈利性越高,则风险越大,反之,盈利性较低,相对而言,银行的风险会小些。

各银行应根据本行的历史情况和现实形势,预测自己的大致要求,对银行风险和盈利性不可以片面强调其一而忽略其它,不可以顾此失彼,而应当统筹安排,两方兼顾。

如果在银行经营中,过度地追求银行的盈利性,而不考虑安全性、流动性、盈利性三者的协调和最佳组合,这势必会导致银行风险的增大。

四、坏帐、呆帐损失及产生的原因

在会计学上,坏帐,也称呆帐,是指不能回收或回收可疑的债权,叫做不良债权。

各国对坏帐有不同的规定。我国银行系统认为下叙情况下的贷款算坏帐:

临的一种外在现实。引起银行放款回收困难的客观因素是人们不可抗衡的外在力量,不管银行对放款经营的主观能动作用如何,风险总是存在的。如天灾、地震等自然灾害造成的损失,某些产品流通和价格的刚性调整,人们消费偏好的改变,经济结构调整引起某些产业和产品的收缩,等等。这些都会导致借款人的经济损失,使他们无力如期如数归还借款。国际贷款坏帐的产生则往往出现在政治方面。债务国的专擅权力的新政府可能会企图否认以前的行政当局所欠下的债务;或者作出将外国财产国有化甚至没收,以及拒绝偿付外债的决定。这些贷款自然成了坏帐。另一个可能性是内乱,如持续的大范围劳工纠纷、罢工以及政治动荡都有可能削弱债务国的生产能力和出口创汇能力,从而削弱了他们的偿债能力,这些贷款也可能成为或部分成为坏帐。

基于上述的主客观原因,使银行放款不能回收的情况总是会发生。在经济不景气的年代会严重些,在消费信贷领域,更属常见。日本在石油危机后,出现了购买土地的热潮,银行为此大量放款,并充当中国保证人。后来土地价格下跌,出现了许多坏帐,放款不能回收。最典型的是一家叫做“安宅产业”的会社倒闭了,住友银行就无法收回“安宅产业”的巨额贷款。据日本大藏省的调查,坏帐占放款的比例是:“地银”1974年为1.8%;1976年为3%。“相互银行”同期由2.1%上升到5%。“都市银行”1976年为1%左右,但绝对金额却很大。1975年“安宅产业”倒闭以后,“都市银行”用以直接补偿坏帐的金额,总计达1940亿日元,数字之巨,令人瞠目结舌,给“都市银行”造成严重的损失。美国商业银行的分期付款信贷违约的比例,一般在1.5—2%之间,造成绝对损失的0.5%。据报道,1975年美国14600家商业银行的坏帐损失,估失已达30亿美元,比1974年增加了一半,比1973年增加了两倍。1985年,美国银行界在贷款方面的损失将达131亿美元,比1984年的107.2亿还多;而在1986年第二季度,美国银行业的贷款损失再创38.9亿美元的高水平,比第一季度上升了35%。

在我国,贷款悬空的案件也屡有发生。外汇信贷方面,出现信贷监督不力,百万外汇被挪用的案件。工商信贷方面,产品方向不明,导致贷款保滞;盲目争揽业务,致使贷款损失惨重。农业信贷方面,只听情况介绍,不作实际调查,百万农贷“泡汤”。

此外,当今世界,由于国际债务危机日趋严重,对债务危机国的放款回收成了一大难题。“成百万美元在第三世界上空飘荡”。

五、债务危机导致的银行风险

自80年代以来,国际债务危机的爆发,给西方主要国家的商业银行带来相当的影响。债务拒付加剧了银行的风险,可以使一些银行破产。

据美国《时代》周刊1986年6月30日文章估计,在对第三世界发放的贷款,美国的银行占34%,英国的银行占13%,联邦德国的银行占6%。

1973年后,许多非产油发展中国家大量借款,特别是从商业银行借款用以弥补国际收支逆差,到1982年中期,它们的外债总额已超过6000亿美元,其中一半以上是商业银行贷款。

自1982年8月墨西哥开始的西方国际债务危机爆发以来,使西方主要国家特别是美国

这要求选择数学模型时必须慎重,所选模型必须恰当,要力求简洁明了,要明白模型对输入变量的要求以及输入对输出的影响。借助于计算机运算是必要的,但要谨防电脑程序设计上的缺陷造成错误所带来的误解,有时采用一些手工计算也是有益的。

(四) 答案的检验和修正

为了确保答案的现实性和可靠性,应当对其进行检验和修正,方法是:①与相似的,但属已知的情况进行比较;②用现实规定的极限进行测试。如果发现答案虽然属于现实范围之内,但并不理想那就需要重新审查输入,调整有关的参数,但要注意,这种调整务必是现实能做到的。

(五) 答案的表述

为了防止单一答案的危害性,最好采用累积概率分布的形式表述,即以累积概率为纵轴,以变量为横轴,描绘出作为答案的变量函数的连续轨迹。图中曲线最陡的斜坡显示出现频率最高的答案值。

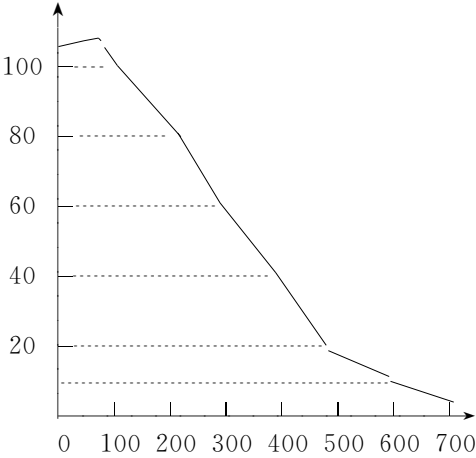


图 5.4.1 累积概率的变量函数

二、数学表示

随机变量的概率(P)是表示风险的最基本数学概念。我们知道,概率必符合两个要求:

$$0 \leq P_i \leq 1;$$

$$\sum_{i=1}^n P_i = 1$$

对随机变量的可能数值及其发生概率进行完整的描述叫做概率分布,可用图形或表格来表示。现假设银行将三笔相同数量金额的贷款分别贷于 A、B、C 三个企业。这三个企业在将来五种市场状态下其预期销售收入作为随机变量的概率分布如下表所示:

表 5.4.1 各状态下企业销售收入

市场状态	序号	各种状态发生的概率	各种状态下各企业的销售收入(元)		
			A	B	C
很疲软	1	0.1	5500	3000	13000
略疲软	2	0.2	6000	5000	11000
正 常	3	0.4	7000	7000	9000
略旺盛	4	0.2	8000	9000	7000
很旺盛	5	0.1	8500	11000	5000

为了表示这三家企业的风险状况,首先需要测算各自预期销售收入(R_i)的期望值 $E(R)$ 。期望值是集中趋势的一种度量,是各组变量以相应概率为权数的加权平均数,又称均值。其计算公式为:

$$E(R)=\sum_{i=1}^n P_i(R_i) \tag{1}$$

具体测算为:

$$E(R_A)=0.1\times 5500+0.2\times 6000+\cdots+0.1\times 8500=7000$$

$$E(R_B)=0.1\times 3000+0.2\times 5000+\cdots+0.1\times 11000=7000$$

$$E(R_C)=0.1\times 13000+0.2\times 11000+\cdots+0.1\times 5000=9000$$

反映集中趋势的期望值正好同风险概念是相背的,能反映风险即不确定性的度量是随机变量的离散趋势,统计分析中的概念就是方差和标准差。

方差是各个可能值与期望值之差的平方同其概率乘积的代数和,计算公式为:

$$\delta^2=\sum_{i=1}^n P_i[R_i-E(R)]^2 \tag{2}$$

标准差是方差的平方根,又称均方差,也是离散程度的一种度量,计算公式为:

$$\sigma=\sqrt{\delta^2}=\sqrt{\sum_{i=1}^N P_i[R_i-E(R)]^2} \tag{3}$$

方差和标准差的结论是一致的:其数值越大,说明离散程度越深,则表示的风险性也越大;其数值越小,说明随机变量比较集中,则表示为风险也越小。但一般来说,表示单项资产或投资的风险只用标准差。上述三个企业的风险具体测算为:

$$\delta_A=[0.1\times (5500-7000)^2+\cdots+0.1\times (8500-7000)^2]^{\frac{1}{2}}=922$$

$$\delta_B=[0.1\times (3000-7000)^2+\cdots+0.1\times (11000-7000)^2]^{\frac{1}{2}}=2191$$

$$\delta_C=[0.1\times (13000-7000)^2+\cdots+0.1\times (5000-7000)^2]^{\frac{1}{2}}=2191$$

可见,尽管 C 企业预期销售收入的期望值为 9000 元,是三者最大的一个,但 A 企业标准差最小,仅 922。然而仅仅这样比较尚缺乏说服力,因为两者间如果期望值的差距远远大于标准差的差距,风险大小的现实含义就很不相同。因此,对于随机变量期望值不相同的项

目比较来讲,需要进一步用变异函数(η)来表示每一单位期望值下的离散程度,其计算公式为:

$$\eta = \frac{\sigma}{E(R)} \quad (4)$$

经测算是:

$$\eta_A = 0.1317, \eta_B = 0.3130, \eta_C = 0.2434$$

由此得出的结论是:三个企业中,对 A 企业进行贷款的风险性最小。

以上分析的仅仅是单项资产的风险。接着,让我们分析一下多项资产组成的资产结构总体风险。现假设某资产结构由 A、B 两种资产构成,各自所占比重为 X、Y。

总体风险分析的第一个特殊参数是相关系数(ρ),它表明相关联的随机变量一起变动中相互关系(又称协变)的程度,其计算公式为:

$$\rho_{AB} = \sum_{i=1}^n \frac{R_{Ai} - E(R_A)}{\sigma_A} \times \frac{R_{Bi} - E(R_B)}{\sigma_B} \times P_{ABi} \quad (5)$$

上式中:

ρ_{AB} 表示资产结构中 A 与 B 两种资产的相关系数;

n 表示概率个数;

R_{Ai} 、 R_{Bi} 分别表示 A 和 B 的预期收益变量;

$E(R_A)$ 、 $E(R_B)$ 分别表示 A 和 B 的预期收益期望值;

σ_A 、 σ_B 分别表示标准差;

ρ_{ABi} 表示 A 与 B 两项资产第 i 个共同概率。

总体风险分析中第二个特殊参数是协方差(Cov),它是将若干变量的标准差同其相关系数结合起来观察的协变度量,其计算公式为:

$$C_{OVAB} = \rho_{AB} \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B \quad (6)$$

在相关系数和协方差的基础上,可以求得资产结构总体风险的衡量。这种风险可用方差表示,也可用标准差表示,其计算公式为:

$$\begin{aligned} \sigma^2 m &= \sum_{i=1}^n P_i [R_{mi} - E(R_m)]^2 \\ &= E(xR_A + yR_B) - E(xR_A + yR_B)^2 \\ &= E\{[xR_A - xE(R_A)] + [yR_B - yE(R_B)]\}^2 \\ &= E\{x^2[R_A - E(R_A)]^2 + y^2[R_B - E(R_B)]^2\} + 2xy \cdot [R_A - E(R_A)] \times [R_B - E(R_B)] \end{aligned} \quad (7)$$

∴ 第一、二项等于 $x^2 \sigma_A^2$ 和 $y^2 \sigma_B^2$, 且 $2xy \sigma_{R_A \cdot B}^2 = E\{(2xy[R_A - E(R_A)][R_B - E(R_B)])\}$

∴ 可简化为:

$$\sigma^2 m = x^2 \sigma_A^2 + y^2 \sigma_B^2 + 2xy \cdot \sigma_{R_A \cdot B}^2$$

利用相关系数定义 $\rho_{A \cdot B} = \frac{\sigma_{R_A \cdot B}^2}{\sigma_A \cdot \sigma_B}$

$$\therefore \sigma^2 m = x^2 \sigma_A^2 + y^2 \sigma_B^2 + 2xy \rho_{A \cdot B} \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B \quad (8)$$

或为:

在两年内偿还的、从银行系统以外吸收的英镑存款的比率,最低不应低于 12.5%。美国银行的现金资产占总资产的比率,1947 年为 24.1%,1960 年为 20.3%,到 1974 年降至 13.9%。目前,各国银行在扩大流动资产的范围的情况下,流动资产比率呈现降低的趋势,这说明银行对风险的应变能力被削弱。

(四)有问题贷款对全部贷款的比率

该比率值越大,则表明有问题贷款越多,因而银行本息收回的风险也越大。这一比率也可扩展为有问题资产对全部资产的对比。所谓有问题的概念,可针对具体目的具体确定。一般情况下,有问题贷款是指将可能逾期偿还,甚至长期呆帐难以清偿的贷款。

(五)大额贷款对总贷款或自有资本的比率

银行对一个地区,一个客户,一个集团的贷款过于集中,风险很大,一旦出了问题,就会把银行仅有的一点自有资本吃掉。这个比例越高,表明银行的风险越大,清偿能力越低。有些国家对这一比率限制较严。如原西德认为一笔贷款额超过这个银行自有资本和准备金总额的 15%的,可称为大额放款。每一笔这样的放款,不得超过同一总额的 75%;最大的五笔放款合计金额,不得超过同一总额的 3 倍,大额放款的总额,则不得超过同一总额的 6 倍。日本规定每笔的限额是银行资本总额的 20%。美国规定贷给任何一个借款人的金额,不得超过银行资本额的 10%。英国则规定银行对一家客户放款,一旦超过其放款总额 5%以上的,就必须向英格兰银行报告。

以上五种指标只是提供了分析评估银行风险的大致判别依据,全面综合深入的分析评估,应将这些指标内隐含的结构性状态作些比较,将银行管理上的抗险能力结合进去考虑,并对银行在特定的政策动向和市场局势下,其资产负债流动性状况,敏感性状况,受险部分程度也予以考虑。

其实,银行风险在许多情况下难以用具体的数据来描述,重要的也不在于对风险的精确测定,而在于对风险将会增大或缩小的趋势判断要准,对于几种不同投资风险的比较要准,关键的还在于掌握一定的预防风险和控制风险的方法,尽量减轻风险。

(1)当时商品生产与商品交换的深度和广度远不及现代,一般企业的营运资金多数来自自有资本,只有在出现季节性的临时资金不足时才求助于银行,所以不需要长期的贷款,短期贷款就足以满足企业的需求。

(2)在当时的社会经济发展水平上,人们还没有举债消费的习惯,消费信贷的发放没有市场。因此银行也不经营消费信贷业务。

(3)银行资金主要来自活期存款,定期存款,储蓄存款少。资金来源的高流动性要求资金运用的高流动性。在当时银行的资产结构中,主要是现金、贷款和固定资产,为了盈利,又为了保持高度流动性,银行只能发放短期自偿性贷款。这个理论为保持银行的流动性与安全性找到了依据,又能适应商品交易对银行信贷的需要。所以,它对各国银行都产生了深远影响。在相当长的历史时期内,一直占据统治地位。但是,该理论是在资本主义经济不够发展时期产生的,没有考虑贷款需求的多样化;没有认识到存款的相对稳定性;没有注意到贷款清偿的外部条件;可能助长经济波动,与国家金融政策相悖。

1929年后,美国政府发行大量的短期国库券,为银行提供了新的流动性资产。银行纷纷将一部分资产投资于这类证券,作为保持流动性的二级准备。同时由于30年代大危机和二次世界大战的影响,削弱了企业对银行贷款的需求,也导致银行以短期债券代替企业贷款作为银行资金流动性的来源。于是银行家采纳了“转移理论”经营资产业务,认为购买那些需要时可以立即出售的资产是保持银行资金流动性的最好办法。这就为保持银行流动性找到了新方法,以购入一部分短期证券来保持流动性不仅消除了贷款保持流动性的压力,而且可以减少非盈利的现金资产,不仅保证了流动性,还增加了银行收益。在二次大战以后的一段时期内,该理论得到广泛推行。但是,银行资产能否变现,证券转移能否实现,要取决于银行之外的市场,依赖于第三者的买卖。银行的经营存在潜在性的风险。

二次世界大战后西方经济进入高速发展时期,经济发展带来了多种资金需求,不仅需要短期资金,而且需大量中长期资金。与此同时,在凯恩斯理论影响下,消费者开始接受了举债消费观念。客观经济背景向商业银行提出了中长期贷款和消费者贷款的需求。何况商业银行与其它金融机构竞争激烈。为了站稳脚跟,求得发展,商业银行迫切需要开拓新的业务领域。于是,银行家们采纳了“预期收入理论”进行经营,即只要借款人的预期收入可靠,还款来源有保证,商业银行不仅可以发放短期商业性贷款,而且可发放中长期设备贷款,还可发放消费者贷款。该理论深化了对贷款清偿的认识,促进了贷款形式多样化,加强了商业银行在金融市场中的地位。但是,由于客观经济条件变化或突然事件发生,借款人将来收入的实际情况往往与银行预期有一定距离,长期贷款尤其如此,故按该理论经营贷款,增加了银行信贷的风险。

银行经营者的经营思想从60年代开始由侧重于资产管理向侧重于负债管理转变。银行家们认为,银行的流动性不仅可通过加强资产管理获得,而且可以由负债管理提供。于是各国商业银行纷纷采用负债管理方式来扩大资产规模,保持银行资金流动性。其历史原因有三个方面:①出现了大额可转让定期存单,该存单既可流通转让,又可由银行主动安排。流通转让提高了它的销售性,可主动安排则为银行对负债的主动管理创造了条件。②银行竞争激烈。单凭对资产的管理已无法适应竞争的需要,这就要求银行拓展负债业务管理。

③利率管制和利率水平提高。企业提取存款购买商业票据和其它短期证券,促使商业银行通过各种渠道向外借款,不得不加倍重视对负债的管理,负债管理使银行在流动性管理上变单一的资产调整为资产和负债两方面同时结合。而且为扩大银行规模,增加贷款投放创造了条件。以前,银行规模主要是由存款决定,有多少存款才能发多少贷款,资产安排只能被动地适应于负债的数量和结构。现由于可对负债进行主动管理,就可根据资产的需要来调整或组织负债,让负债去适应或支持资产。但是,实施负债管理主要通过发行大额可转让定期存单,向中央银行贴现窗口借款,向联邦资金市场借款,根据日购协议借款和向欧洲美元市场借款等方式。这些借款必须付息,而且高于一般存款利息。这类负债增加,必然增加银行负债成本。同时也增加了银行经营的风险。负债管理提供流动性会因市场资金普遍紧张而受到影响,流动性如果过多依赖于负债管理会提高银行流动性风险。同时,在负债成本增加条件下,为保住利润,银行必须把资产投放于收益高的贷款和投资上,从而带来了信用风险和流动性风险。

随着时间的推移,经济的发展,金融市场形势的变化,负债管理在提高负债成本和增加银行风险等方面的缺陷越来越明显。在此情况下,资产负债管理的多样化经营理论应运而生。过去的理论都是要么只注重资产内部的比例关系,要么注重负债的结构比例关系,很少涉及资产与负债相结合,两者内部构成之间相互对应的比例关系问题。资产负债理论则强调西方商业银行对资产业务和负债业务应当进行综合管理,协调统一,对应平衡。也就是总量应平衡,结构当对称,从资产与负债的结合上来保证银行资金的安全性、流动性和盈利性。

自 70 年代以来,这种管理方法被西方商业银行广泛使用,发展至今已比较成熟。但由于各个银行的经营指导思想细节上有差异,加上各自面临的经济环境,金融市场不同,所以对资产内部,负债内部各项目的比例尚无统一的规定。

前面已介绍了西方银行资产负债比例管理的历史演变,中国的专业银行为了适应社会主义市场经济的需要,向国有商业银行的过渡已成了必然的趋势,那么,我国专业银行的资产负债比例管理的内容应当是:人民银行对各专业银行各项贷款的增加额最高不得超过当年各项存款增加额的比例,这个比例即专业银行的规模,在此比例之内,实行资金来源制约资金运用的原则,多存多贷,少存少贷,项目之间规模可以相互调剂。各行拆入资金不是超过各项存款余额加自有资金的比例;规定不得用拆借资金发放固定资产贷款以及一系列配套比例。

各专业银行实施资产负债比例管理应遵循的原则是:

(1)资产总量与负债总量相互对称,统一平衡,负债中扣除准备金,备付金以及其它必要的支付应与资产总量平衡。

(2)资产与负债期限结构相对称,统一平衡,即长期负债与短期负债中的稳定部分用于长期资产,短期负债中的流动性强的部分用于短期资产,建立资产负债之间的对应关系。

(3)坚持量入为出,留有余地原则,资产负债比例管理要求专业银行留足准备金、备付金后,在人民银行宏观控制的资金适当比例以内,按照自身资产负债状况,按市场原则和信贷资金运动规律,自主营运资金,从而较好地适应市场经济的要求。

具体应当妥善处理以下几种比例关系:

(1)确定银行自有资金(银行资本)占银行总资产额的比例。自有资金是衡量银行实力的重要标志,是银行信誉的保障,在资产总额中的比例越高,说明银行实力越雄厚,偿还能力强。否则,则会影响银行各项业务的顺利开展。国际上根据《巴塞尔协议》规定,到1992年底不得低于8%。我国银行由于还不完善,为了稳妥起见,一般应不低于10%为好。

(2)根据各行处的具体情况,确定各项贷款占各项存款、发行债券、借入长期资金的比例。这个指标目的在于检验放款和各项资金来源的比例是否协调,也决定银行放款能力和资金运用的程度。在我国,一般情况下,各项贷款应控制在各项存款、发行债券、借入长期资金之和的75%左右。如果超越这个指标,则说明放贷过多,资金运用过度,流动性和安全性较低,存在超负荷经营问题。

(3)确定负债内部各项存款所占的比例。存款是银行负债的主体,没有存款就无法放款。存款在负债总额中的比例越高,说明银行筹措资金的能力越强。一般认为,存款占负债总量的80%比较适宜。

(4)确定支付准备金占各项存款的比例。这种支付准备金是指能随时变现的中央银行存款和库存现金。支付准备金比例过高,虽然保持了高度流动性,却丧失了一定的盈利性,而支付准备金比例过低,则说明支付能力不足。一般情况下,该比例应在7%以上。

(5)确定同业拆借资金的比例。各行处根据贷款需求关系的变化,需要及时地拆出或拆入资金,为加强对拆借资金的管理,减轻银行经营间的潜在连锁风险,一般情况下,拆出资金不应超过存款总额的10%,拆入资金也不应超过贷款总额的10%。

(6)确定资产内部尤其是贷款各项目的比例关系。长期贷款余额不得超过贷款总余额的30%,其中固定资产贷款应控制在15%以内。为提高信贷资金使用效益,贯彻区别对待,择优扶持的原则,投向重点企业和畅销产品的贷款不应少于贷款总额的70%。逾期贷款影响信贷资金流动,且包含着风险,占贷款总额的比例应控制在5%以下。

三、流动性风险及资本不足风险的预防措施

能否有效地预防流动性风险的前提,在于对流动性需求做出正确的估测。由于流动性需求中包含许多无法数量化的因素,所以这种估测的困难程度是很大的。我们主要从趋势和具体计算三个方面来把握。

(1)就流动性需求的变动趋势而言,通常当存款增长大于贷款增长时,流动性需求处于下降趋势;反之,则处于上升趋势。

(2)对流动性需要做具体测算时,要将随着存贷增减而引起的法定准备金升降因素考虑入内,公式如下:

$$\text{流动性需要} = \text{贷款增(+)} - \text{减(-)} - \text{存款增(+)} - \text{减(-)} + \text{法定准备金增(+)} - \text{减(-)}$$

(3)流动性需求有四种变动态势:①“随机性变动”包括各种突发性自然灾害,重大经济事件和政治事件等难以作出规律性预测。但可估计其发生的概率。②“季节性变动”同农业生产与收获、市场购销、工业生产计划执行等因素有关,可以作出大致的判断。③“周期性变动”同固定资产投资,工业库存增减,通货膨胀率升降,中央银行货币政策松紧等因素有关,其起伏指标是明显的,但周期长度往往前后不相同,比季节性变动更难预测。④“趋势性变

动”是由人口、劳动力,设备存量与增量,消费与储蓄,技术等社会经济因素决定的,这是相对稳定而能预测的一种变动。把上述四种态势结合起来可预测出流动性需求。

为预防流动性需求不足导致的流动性风险,就应当尽量满足流动性需求。其途径主要有以下两条:

(1)保持某些资产投资的暂时性。要求银行所持资产,应能在发生流动需要时及时得以偿付,或者确实地有销路且在到期前不会出现实质性损失。为此目的,银行应当保持或增加一定比例的短期性资产;择优放款,以期如期如数收回贷款并获取利息收入;发展可转让贷款,提高贷款流动性,及时处理坏帐资产。

(2)掌握并拓展应急性资金获取的各种渠道和方法,以便于银行能在资金急需时利用借款或其它负债的方法来筹措到足够的现金。为此目的,银行应当积极利用同业拆借市场,欧洲货币市场;大力开展广告宣传活;努力促进各种传统的,创新的金融产品的销售;发展与工商业巨头们的资金协作关系;想方设法稳住或缓冲存户的恐慌心理,防止恐慌心理蔓延而导致的挤兑风潮;提高结算效率,压缩在途资金占用,等等。

预防流动性风险的具体措施有如下几种:

1. 资金集中法

其中心在于:将银行不同来源的资金集中起来,然后按轻重缓急进行分配。一般把资金分为五个部分:第一部分资金作为一级准备,应付顾客提存和借款要求;第二部分资金作为二级准备,即购买短期高质量证券,以补充资产流动性;第三,分配一部分资金作为贷款;第四,在满足贷款正常需求后的资金剩余,可购买较长期的有价证券;第五,作为银行营业用固定资产的投资,其数量最多不得超过银行自有资金。其示意图表示如下:

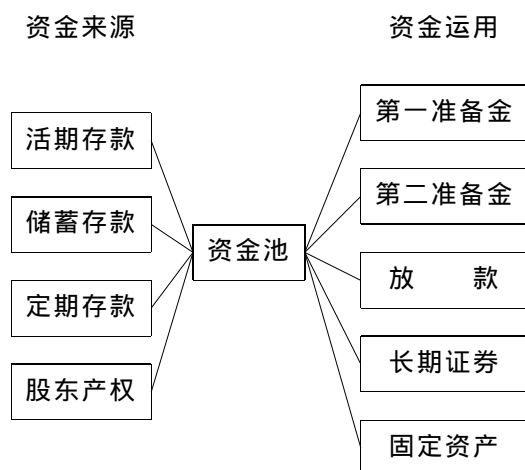


图 5.5.1 资金集中法示意图

但是,如何具体把握,各部分资金应该是多大比例得由银行管理人员根据不同时间地点

测算出来：

实际须调整的流动性需求 = 预期流动性需求 - 流动性缺口 = (预期贷款增长 - 预期存款增长) - (易变性负债 - 流动性资产) = 预期贷款余额 - 预期存款余额。

表 5.5.1 缺口监察法

	资产	负债
流动性资产		易变性负债
	流动性缺口	
非流动性资产		稳定性负债
预计贷款增长	流动性需求	预计存款增长 如何筹措非存款负债？

4. 潜力养成法

其中心在于增强银行潜在的或无形的流动性能力，一旦急需流动性，便可“召之即来”，或者防止某种可能的或潜在的危机不致于最终酿成现实。这种方法可以避免直接持有流动性的机会成本，增加盈利的机会。常用的措施是：

- (1) 建立遍布国内外各主要金融市场的信息网络，及时掌握各地的资金供求和利率状况；
- (2) 在金融界和工商企业界建立广泛的业务协作关系，互助联谊；
- (3) 搞好公共关系，利用各种媒介宣传树立本行的优良形象；
- (4) 对各种可能发生的重大经济金融危机及本行可能遭遇的冲击进行超前预测研究，提出应付对策；
- (5) 利用多种广告宣传手段，扩大本行的知名度和本行证券资产的知名度，增强市场转让条件。

5. 状态处理法

其中心在于：将银行遇到流动性问题的经营状态分成四种类型，针对每种类型的特点采取不同的流动性政策。

- (1) 经营正常状态，此时银行的流动性目标只是维持正常经营过程和最大限度地满足贷款需求，维持合理的借贷利率价格，并对可能出现的非常需求和大宗交易有所预备。

基本要求是：
$$\frac{\text{最大借款要求}}{\text{借款能力} + \text{资产出售}} \leq 1$$

其中：借款需求 = 资产增长 + 到期负债 - 预期的核心存款（沉淀存款）增长。

- (2) 单个银行的暂时性危机，即预料之外的消极事件，如会对个别银行的安全问题产生暂时性怀疑的不良贷款被公之于众，造成银行信誉的短期下降。此时银行的流动性政策是满足这种非预料事件的要求，使自己不必到货币市场上或增付补贴而度过危机。这时银行原则上也不要满足所有的信贷需求。

基本要求是：
$$\frac{\text{到期缺口} + \text{法律协议金额}}{\text{借款能力} + \text{资产出售}} \leq 1$$

其中：到期缺口 = 所有未来 30 天内到期的负债 - 同期到期的全部资产。

(3) 整个银行业都面临长期危机，比如，由于受到国际经济危机或金融危机打击而产生的金融市场混乱。此时，所有银行都在竭力摆脱危机，中央银行一般也会采取拯救措施。就单个银行而言，可参照第二种状况采取流动性对策。

(4) 单个银行长期持续的特有危机。经营亏损在继续恶化，银行倒闭的可能性在增加，在这种状况下，要摆脱危机，已不仅仅是对流动性风险的预防管理单一所能奏效的，而应当进行全面调整改进，以克服收入和盈利上的障碍。

6. 资本不足风险的预防

对资本不足风险的预防，首先也在于根据资本准则经常地衡量本银行的资本是否充足，是否适度。前面已介绍了风险资产问题，后面有关章节还将详细介绍资本充足准则。资本充足率的计算为：

$$\text{银行资本比率} = \frac{\text{核心资本} + \text{附属资本}}{\text{表内风险资产} + \text{表外风险资产}} \times 100\%$$

《巴塞尔协议》规定，到 1992 年底，从事国际业务的各大银行资本比率应在 8% 以上。我国各专业银行的资本比率应当在 10% 左右。

如果发现资本不足的可能和趋势出现，则应当采取下列措施加以预防：

(1) 增加银行自有资本：

① 从内部增加资本。主要是以未分配利润即留存盈利的形式增加资本。在一个营业年度结束之后，银行通过决算，将获得的收益扣除各项利息和费用开支，再按一定比例缴纳所得税，余留部分根据股东大会或董事会决议或支付股息，或做为留存盈利保留在银行。当银行资本不足时，就可根据不足的程度，将利润的全部或部分保留在银行，以增加银行的资本。这种方式增加银行的运营资本的优点在于成本低而且较方便。

② 由于内部筹措的资本往往受客观因素限制较大，所以银行有必要从银行外部筹措资本，弥补不足。主要的方式是通过发行或增发普通股、优先股以及长期债券获取资本。不过，从银行外部筹措资本应当慎重选择。先仔细分析不同来源资本的成本和可靠程度，以及可获得的概率；不同形式资本所带来的不同金融效果；还有不同资本进一步增添的灵活性，等等。如小银行和新开办的银行，在资本不足时，主要应以增发普通股来筹措资本，如果发行债券和优先股，不仅难得到适当的投资者，而且会妨碍自身今后的金融灵活性。大银行在总资本的收益大大超过债务的成本时，可以考虑以发行资本性债券来增加资本。

(2) 降低风险资产的比例。从资本比率的计算公式可以看出如果将表内风险资产与表外风险资产之和缩减，同时可以提高资本比率，预防资本不足的风险。通过前面章节对风险资产的介绍，我们已经了解到风险资产的计算不仅有赖于各类资产的实际数量，而且有赖于各项资产的风险权数。因此，缩减风险资产一方面可以绝对地减少资产业务，另一方面可以通过调整表内、表外各项资产的结构和比例，尽力减少风险权数大的表内、外资产的投入，增加风险权数较小的资产，当然，应在做此调整时，充分考虑各项资产的盈利性要求，综合协

之家的居住作为第一抵押的贷款。

4. 四级风险资产

对其它私人债务者的全部分债权;对 OECD 国家的银行的或由其担保的到期日在一年以上的债权;对政府开办的商业性公司的全部债权;建筑物、厂房、设备和其它固定资产。

此外,《巴塞尔协议》还对风险资产的计算和划分作了自己的规定,下面有关章节将专门介绍。

二、资本充足原则介绍

资本充足是指资本数量必须不低于金融管理所规定的,能够保障正常营业并足以维持充分信誉的最低限度。一般来讲,金融管理所规定的开业许可额是最低极限了;出于对业务波动和意外情况的把握考虑,实际资本额要比最低许可额更大些;而稳健的银行家,为了增强公众信心,乐意保持更多一些资本。资本充足与否是表明银行经营管理是否健康和可靠的重要标志。

银行监管机构要示银行经营者奉行资本充足原则,是为了防止银行家为追逐利润,拼命扩大风险资产,导致银行自有资本严重不足,加剧信用破产和银行倒闭的潜在危险。为达到此目的,货币当局制定了资本比率——资本与总资产的比值——作为监督指标。这些比率在检查时被用来评估商业银行的财务和实力;也被用于查审银行的合并和兼并。在美国,自 60 年代初以来,人们一直关注着资本/资产比率的下降趋势(从 1963 年末的平均 8.2% 左右降至 1978 年末的 6.9%)。同期,法国为 5% 强,英国约 4% 左右,德国为 3% 强,日本的资本/资产比率最低,为 2% 弱。80 年代初以来,大量银行倒闭,因此,管制的变革是必需的。1981 年,自有资本与总资产的最低比率规定为 5.5%,指股东产权加上可转换为股权的债务,提存的坏帐准备金和银行在附属子公司的股份。总资本为 6%,指主要资本加上有到期日的优先股和长期附属债券等。并考虑将此比率提高到 9%,法国 1986 年由法兰西银行对所有国有银行的资本充足率规定为总资产的 5%,西德、日本也都考虑提高比率。

诚然,资本充足同时包含了资本适度的含义,保持过多的资本也是不必要的。它的害处是,首先,银行经营成本将会提高,因为用股票和长期债券筹集资本所花的发行费用和利息红利,远大于吸收存款所付的成本。其次,银行倘若通过减少分红来追加股本,就会影响该行股市下跌,削弱进一步增加资本的潜力和抬高增加资本的代价。最后,也是最重要的,这暴露了银行经营的薄弱环节。譬如,可能是吸收存款的能力较差,可能是失去了诸多有利的投资机会,也可能有大量长期收不回的贷款,还可能正面临着资产重大损失的威胁或负债将大量丧失的危险。

三、分析二者的关系

1. 六组资产及其加权系数

资本/资产比率简洁明了,可以被用于迅速测试或表示资本是否充足。但是这种比率对银行资产结构的状况没有反映。而银行资产结构的不同会产生不同程度的风险。例如,两个具有同样资产规模的银行,一个银行的资产全是现金和短期有价证券,另一银行的资产大

部分是贷款。后者的风险就大大高于前者。但由资本/资产比率所提出的保障风险的资本充足量却完全相同。为了弥补这一缺陷,银行界根据资产的风险性来分类加权测算资本充足量。例如纽约公式,即纽约联邦储备银行设计的一个分析银行资本充足度的公式。它将银行资产按其资本需要量,然后加总,作为银行的充足资本需要量。这六组资产及其加权系数为:

(1)无风险资产。包括现金、存放同业;5年内到期的政府公债以及其它性质相近和到期日很短的资产,如银行承兑汇票、贷出联邦基金等。这是银行流动性最高的资产,基本上没有风险,不需要资本与之对应。当然,这些资产并非绝对没有风险,即使是政府短期公债,也还存在一定市场风险,但这种风险一般很小,银行收益就足以承担这类损失。其权数为0。

(2)风险较小资产。即风险小于一般资产的贷款和投资。包括期限在5年以上的政府文化教育公债由政府文化教育代理机构担保的贷款,优惠商业票据以及性质相似的其它资产。这些资产都具有较高流动性、风险较小,只需要相当于这些资产总额5%的资本即可补偿它们的风险。其权数为5%。

(3)普通风险资产。也叫有价证券资产。包括5年以上到期的政府公债以外的证券投资与证券贷款。这类一般的混合有价证券至少要有相当于其总额的12%的资本量作保证。其中还应扣除风险过大的,被银行检查员划为坏帐的那部分证券投资和证券贷款。其全体权数为15%。

(4)风险较大资产。包括那些财务情况较差,或过去偿还债务名声不好或担保的不足以及其它因素而形成在一般标准之下,有比银行普通风险更大的风险的资产。这类资产要求具有相当于其资产总量20%的资本量作保证。当然这些资产并不必然带来亏损,但即使经营得很好的银行偶尔也会发放比普通风险大的贷款,购买比普通风险大的证券。风险大的业务需要有数量较多的资本作保证。其权数为20%。

(5)疲软资产。包括被银行检查员划分出来的可疑性贷款、股票、已拖欠的证券,以及除作为偿还前欠银行债务根据合同取消了赎回权,否则银行不能合法获得不动产资产。这类资产流动性极低、风险很大,至少需要相当于其资产50%的资本量作保证。其权数为50%。

(6)亏损资产和固定资产。这两种资产要求有100%的资本量。因为,银行的全部亏损都要由银行资本来承担;房屋、家具和其它固定装置是开展银行业务必须的条件,只有在银行停业时才能处理。要使银行营业发达,存户得到确实的保障,管理当局首先关注的是一家银行所拥有的超过其固定资产的资本量有多大。其权数为100%。

2. 各类资产的资本比例

各组资产总量乘以其相应的权数后加总求和就得出该银行资本充足量。可以看出该公式虽然考虑到各种金融资产的风险程度的差异,却仍忽视了银行的非资产负债业务。非负债资产业务实质上是银行赚取手续费收入的金融服务,这种服务增加了银行的业务,却未体现在资产负债表上。为了使资本充足量更加准确可靠,1988年12月美国联邦储备机构通过并于1989年3月15日开始生效的适用于州注册联储系统成员银行的资本充足准则概要。适用于联邦注册银行和银行持股公司的准则与此类似。要求所有银行根据其金融资产

(以风险度为基础进行加权)保持一定比例的资本。概要如下:

(1)核心资本(第1类)。包括:普通权益(普通股票、超面额资本和未分配盈余)、合并附属行的少部分股权和非累积长期优先股。

(2)辅助资本(第2类)。包括:贷款与租赁的损失备抵、长期优先股、混合资本证券、附属债券和中期优先股,所有这些都有特别的限制。附:辅助资本不能超过核心资本,附属债务和中期优先股不能超过核心资本的50%。

(3)商誉和其它未摊销的无形资产要从第1类中扣除;在非合并附属行的投资要从第1类和第2类中扣除;银行机构的互持资本证券要从第1类和第2类中扣除。

(4)按风险加权的资产负债表项目包括:一级风险资产权数0%;二级风险资产权数20%;三级风险资产权数50%;四级风险资产权数100%。

(5)分两步处理资产负债表外项目。首先,用信贷换算系数乘以表外项目的面值,得到表内信贷约当量。然后,按处理表内项目的办法,确定信贷约当量的相应风险等级。

第一步确定信贷约当系数。

①100%的换算系数。包括所有直接的信贷用替代或一般的债务担保,如备用信用证,销售与回购协议和补偿性的资产出售,以及购买资产的远期协议。

②50%的换算系数。包括与交易相关的意外融资,初定期限在1年以上的贷款义务中未履行的部分、循环担保义务和票据发行义务。

③20%换算系数。包括短期自偿的贸易意外融资,如商业信用证。

④0%换算系数。包括初定期在1年或1年以内的可随时撤销的贷款义务中未履行的部分。

其次,确定信贷风险等级。

用资产负债表外项目的面值乘以信贷换算系数,得出信贷约当量后,根据债务人或者担保人或者担保品的特点等情况,确定其风险等级。

(6)关键资本对风险加权资产的比率准则:

①总资本对风险加权资产:到1990年底为7.25%,到1992年底为8%。

②第1类资本对风险加权资产:到1990年底为3.625%,到1992年底为4%。

③普通权益对风险加权资产:到1990年底为3.25%,到1992年底为4%。

美国银行机构风险资本充足概要详尽周全地规定了如何以风险加权的方式计算充足资本量,体现了风险资产与资本充足原则之间的密切联系。

西方主要发达工业化国家一般都以《巴塞尔协议》作为其基本而有效的行为准则,考虑到国际银行业变化的广泛性,该协定规定任何成员国银行都不能逃避的监督。《巴塞尔协议》的准则与美国的做法有些差异,下面详细具体地介绍一下《巴塞尔协议》。

四、巴塞尔协议

迄今为止,国际清算银行成员国的中央银行在瑞士首都巴塞尔已达成了若干重要协议。其中主要的三个分别介绍如下:

1961年3月的巴塞尔协议是第一次美元危机的产物。1960年10月,爆发了战后第一

次大规模的抛售美元、抢购黄金的美元危机。由于黄金的投机活动异常活跃,使美元、英镑受到严重压力,欧洲外汇市场相应遭受剧烈的冲击。次年3月,西德马克和荷兰盾实行升值,更增大了美元和英镑的压力。参加国际清算银行的英国、法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时、瑞士、瑞典等八个国家的中央银行,为了稳定各国货币对美元的比价及黄金价格,于1961年3月6日在巴塞尔缔结“稳定黄金市价的协定”,又称“巴塞尔协定”。该协定规定,一旦成员国货币发生危机时,其它成员国不仅要在规定时间内保持该国货币头寸,而且还应把该国所需的黄金和外汇贷给该国,以维持各国外汇市场的稳定。其实质是防止美元汇率下跌,以保证固定汇率制度的正常运行。

1972年3月的巴塞尔协议是1973年3月西欧各国实行联合浮动的直接前提。60年代以来,美元危机日趋严重,1971年8月,美国总统被迫宣布实行“新经济政策”,停止美元兑换黄金。其结果是导致大多数国家实行浮动汇率制,西方货币金融市场一片混乱。此后,十国集团华盛顿会议达成史密森氏协议。美元对黄金法定贬值;各国货币对美元汇率的波动幅度从过去的平价上下限各1%扩大为上下限各2.25%,在此形势下,欧共体国家(其中绝大部分主要是国际清算银行的成员国)又在巴塞尔召开了财政部长会议,签订了又一个巴塞尔协议。协议规定,各国应维持西欧各国货币对美元的固定比价和波动幅度。但是,欧共体内部各国相互间汇率的波动幅度缩小为 $\pm 1.125\%$ 。

1988年7月的巴塞尔协议是现在人们经常提及的“巴塞尔协议”,也是本节将着重介绍的协议。

该协议是在1987年12月10日国际清算银行召开的十二国中央银行行长会议通过的“巴塞尔提议”的基础上,于1988年7月由巴塞尔委员会正式通过的,全称为“关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协议”。该协议通过之前经历了6个月的咨询期,意在汇集各方意见。该协议产生的背景是:①银行业务的全球化与各国银行间的激烈竞争,使监管机构感到,要有一个统一的标准来管理银行。例如,资本与资产的比例问题长期以来就存在争论。据1985年和1986年的统计资料来看,相比较而言,日本和联邦德国的资本与资产比率相对于瑞士、美国和英国要低得多。若根据英美的计算方法,日本银行的此类比率仅为2.49%和2.55%。美英银行早就抱怨,日本银行之所以在近年来能于国际金融市场上肆意扩张,就是由于其偏低的资本比率。但日本银行宣称,如果将其拥有的相对庞大的未公开储备部分也计算进去,则其资本与资产比率与英美是相当的。究竟如何确定资本比率,银行界一直缺乏统一标准。②解决80年代初爆发的债务危机希望渺茫。虽然自1985年开始执行“贝克计划”,然而对解决发展中国家的严重债务危机收效甚微。前面章节已说严重债务危机已对西方发达工业国大银行的生存构成巨大威胁,迫使其不得不将大量资金移作准备以应付呆坏帐。然而从中央银行的角度看这些呆帐准备还远远不够。为确保金融体系的稳定,必须进一步加强银行的应付危机的能力。同时,金融业务的发展和国际化,使国内各金融机构间乃至各国金融机构间紧密联系,相互依存,一家大银行出现问题,会产生连锁反应,导致整个金融体系运转不灵,最终诱发危机。例如,名列美国第8大商业银行的大陆伊利诺银行和第3大商业银行的大通曼哈顿银行,1982年就曾因苦于中、小银行的倒闭而导致呆、坏帐数亿美元。因此,为应付涉及面甚广的国际债务危机,各国银行必须联合行动。③80

年代以后出现的金融创新,使新的融资工具和融资形式层出不穷,但利率,汇率风险乃至国家风险也越来越大。一些传统的业务如租赁、担保等也扩大规模。这些是属于资产负债表外项目,都有较大风险。其风险如何测量和防范,需要有一个国际统一的标准。有鉴于此,“巴塞尔协议”应运而生。其目的主要有二:①通过制定银行的资本和资产间的比例。定出计算方法和计算标准,以达到加强国际银行体系的健康和稳定的标准。②制定统一的标准,以消除在国际金融市场上各国银行之间的不平等竞争。

巴塞尔协议的主要内容分成 4 大部分,即:

(一)资本的组成

银行的资本组成应分为核心资本和附属资本两部分,两部分之间应维持一定的比例。一家银行资本最主要应由其实收资本和公开储备构成。实收资本包括已发行和缴足的普通股和永久非累积性优先股。这些核心资本应占整个资本的一半,作为资本基础的第一档。从属资本作为资本基础的第二档。不能超过核心资本。从属资本主要包括:未公开的储备;资产重估准备;普通准备金或普通呆帐准备金等。各国银行管理当局可根据本国的会计和管理条例作出取舍。

(二)风险加权的计算

类似于美国联储机构风险资产充足准则的方法。将资产负债表内项目的风险分为 6 级:1. 0% 的资产,包括现金、在中央银行(本国)存款;对本国中央银行的放款;由本国中央银行发行的证券,由本国中央政府担保或用现金发放的贷款。2. 0% 或 20%。对世界银行或其它地区性国际开发银行的贷款。3. 20%。包括:1 年期以上的银行贷款,对本国银行发放的 1 年期或 1 年期以上的银行贷款,由本国银行作担保的贷款和对外国中央银行以本国货币计值的贷款。4. 0%, 20% 或 50%。对本国公共部门的贷款或由这些部门作担保的贷款。5. 50%。全抵押的分期付款的住宅放款。6. 100%。基中包括:对私营部门贷款,1 年期或 1 年期以上的境外外国银行贷款,对外国中央政府的贷款,房地产,设备和其它固定资产,其它银行发行的融资工具。

资产负债表外项目的风险按“信用换算系统”划分为自“无风险”至“十足风险”4 类:1. 0%:能随时取消的期限不到 1 年的信贷额度。2. 20%:短期的与贸易有关的债权,如有担保的信用证。3. 50%:履约担保书,即期信用证,证券发行便利等 1 年期以上的信贷额度。4. 直接信贷的替代工具,如担保、银行承兑,回购协议,有追索权的资产销售和远期存款及购买等。

(三)标准化比率的目标

标准化比率的指标计算方法如下:

$$\text{①核心资本比率} = \frac{\text{核心资本}}{\text{风险资产}} \times 100\%$$

$$\text{②附属资本比率} = \frac{\text{附属资本}}{\text{风险资产}} \times 100\%$$

$$\text{③标准化比率} = \text{核心资本} + \text{附属资本} \div \text{风险资产} \times 100\% = \text{核心资本比率} + \text{附属资本比率}$$

其中, 风险资产 = 表内风险资产 + 表外风险资产 = 表内资产 × 风险权数 + 表外资产 × 信用转换系数 × 表内相同性质资产的风险权数。

该协议规定, 到 1992 年底, 从事国际业务的各大银行标准化比率为 8% 以上, 其中核心资本比率不得低于 4%。

(四) 过渡期和实施的安排

为顺利过渡到新的银行监督管理体系, 巴塞尔协议规定了一个 5 年的过渡期, 由 1987 年底至 1992 年底。并且确立了一个在 1990 年底实现的中期目标以让各银行调整和建立所需的资本基础, 具体安排是: 第一阶段, 最低标准比率以 1987 年底为准, 其中从属资本占核心资本的最大份额不能超过 25%。从属资本构成中有关一般贷款的呆帐准备金和次级债务份额不受此限。第二阶段, 最低标准比率为 7.25%, 其中核心资本和从属资本各占 3.625%。核心资本中的从属资本份额不得超过 10%, 即核心资本中的第一档组成部分不得低于 3.25%; 一般贷款呆帐准备金在从属资本中不得超过 1.5%; 一般贷款呆帐准备金在从属资本中不得超过 1.5% 特殊情况下也只能达到 2%。第三阶段: 最低标准比率为 8%, 其中核心资本和从属资本各占 4%, 而核心资本中不应再含有从属资本。一般贷款呆帐准备金在从属资本中不能超过 1.25%, 在特殊或暂时情况下, 也只能达到 2%。次级债务在从属资本的构成中最多不能超过第一档资本组成的 50%。

《巴塞尔协议》是 80 年代以来国际金融业的一份重要文件, 对国际银行业的影响是多方面的而且是深远的。首先, 它将有助于各国银行, 尤其是西方各发达国家的银行, 在平等的基础上进行竞争。其次, 为国际间银行监督和管理工作的协调和一致提供了极大的便利, 这必将进一步保障各国银行在激烈竞争和提高服务效率的同时, 确保各国银行及国际银行体系在国际债务危机或金融风潮中能平稳顺利运营。再次, 巴塞尔协议的完全实施, 将使各国银行, 尤其是主要西方发达国家银行的国际化趋势加快。最后, 巴塞尔协议的实施将对发展中国家, 尤其是发展中债务国不利, 其国际金融市场的筹资成本和难度会进一步提高。

在巴塞尔协议中, 与中国关系最密切的是有国家转移风险 (或称主权风险) 的部分。中国作为一个发展中国家。不属协议规定的优惠组的范围, 因此, 外国银行提供给中国的信贷将被给予较高的风险系数。同时, 该协议对中国的银行海外经营活动带来不利影响。中国的中央银行没有表示或被认为没有用实际行动表示要按照巴塞尔协议的原则和标准对中国的银行部门进行监督管理, 则中国银行的海外活动就要受到歧视性待遇。目前, 我国已表示根据该协议的原则监管中国的商业银行, 并有相应的部门专门研究巴塞尔协议及其如何在中国实施的问题。

第三节 银行的存款保险

保险是银行愈来愈普遍采取的一种补偿风险的方式。银行自己参加保险, 对存款、贷款

和证券及其它业务实行某种特殊的保险制度,是减少银行风险的有效途径。其中,建立存款保险制度已成为 20 年来西方银行制度的一种重要趋势。

一、存款保险的产生及作用

健全的存款保险制度最早出现在美国。在本世纪初,纽约和几个州便建立了保险存款基金,但那时银行破产数很多,这些基金在 30 年代早期都破产了。到 1933 年,被称为银行历史上的一个里程碑的联邦存款保险公司建立了。它意味着健全的存款保险制度的诞生和对银行管理水平的提高。

1929 年 10 月,正当交易所经纪人和垄断资本家对繁荣保持无限乐观的态度,投机活动十分猖狂的时候,美国发生了交易所倒闭事件,它很快就发展成为整个资本主义世界的经济危机。在各个资本主义国家中,美国受经济危机的打击最重。危机期间,发生存户严重挤兑现象,银行大批破产:从 1929 年至 1932 年 7 月,据不完全统计,银行宣告停业或倒闭者约有 5 千余家。1933 年 3 月 4 日,罗斯福就任美国总统后,就开始实行新政。罗斯福总统上台时全国面临的最危急、最迫切的问题之一就是银行危机。成百上千家银行倒闭,存户不断地大量提存,使美国银行系统摇摇欲坠,全国银行大半停业,金融心脏实际已停止跳动。罗斯福上台后,采取紧急行动,下令全国所有的银行休业。三天之后,国会通过紧急银行法,授权联邦储备银行增发钞票以解救货币荒。准许银行增发优先股票,授权财政部检查停业银行资产负债状况。凡是资产足够偿付存款的银行准予重新开业,这类银行约占被审查银行的半数,它们在几天内就恢复营业了。另一些银行隔些日子也陆续复业,勒令停业的只占被审查银行总数的百分之五左右。罗斯福的这些措施稳定了金融业,刹住了银行挤兑风,使存户提出的存款重新回到银行。但是,银行存款的潜在风险依然很大,存户们仍心有余悸。为了解决这个问题,也为了使受危机严重破坏的银行金融制度更加稳定。罗斯福实行了一项改革金融业的法案。这项法案中就包括建立联邦存款保险公司的条款。

联邦存款保险公司由政府 and 银行共同设立,原来的资本额为 28900 万美元,由美国财政部和各级联邦储备银行拨给。它是一个全国性组织,工作内容多样化,还具有监督和检查银行经营的权力,并作为会员银行的后盾。它的主要职能,在防止银行破产于未然,而不仅仅是破产之后保证存款之支付。原来规定,凡参加这一存款保险制度,即在联邦存款保险公司投保的商业银行,在其倒闭时,每一私人存户可从联邦保险公司获得一定的赔偿。最初规定破产银行存户存款保险最高额为 2500 美元,后来提高到 40000 美元。目前规定,私人存户其存款金额在 10 万美元以下的可从联邦存款保险公司得到全部偿付。

这一存款保险制度的建立对于稳定美国银行制度起了相当大的积极作用。自 70 年代以来,由于西方不少国家出现金融动荡不安的形势,有些银行宣告破产后,存款人的利益遭到损害,使不少尚未建立存款保险制度的国家逐渐认识到建立存款保险制度的必要性,它不仅可以确保在银行倒闭后存款人的利益可以得到确实的保障,而且这一保险制度的建立还可以增加公众对银行的信心,有助于整个银行制度的稳定,一定程度上减轻了银行的风险。

70 年代以来,不少西方国家都通过不同的形式建立起适合于本国情况的保险制度,这已成为近几十年来西方银行制度中出现的一种重要的趋势。

日本在 1971 年根据《存款保险法》建立存款保险制度,由日本政府,日本银行和银行界共同集资组成,对所有日本的银行和其在海外的分支机构中的所有居民与非居民的日元存款予以保险,对外国银行在日本的分支机构的日元存款,所有外币存款以及银行间的同业存款不在保险之列。该保险由日本银行里设事务局负责办理。现在,几乎日本国内所有金融机构都参加了保险。参加投保的银行每年交付等于其投保存款总额的十万分之八的保险费。目前,日本的存款保险基金约 1000 亿日元,约占其全部保险存款总额的 0.035%。日本也不是实行全额保险,对每一个人存款户的最高保险金额为 300 万日元。

德国在政府支持下,商业银行、储蓄银行和信用社也先后各自建立起自己的保险存款制度。德国通过联邦银行公会对商业银行建立了“存款保险基金”。

迄今为止,已实行存款保险制度的国家有以下三种类型:①由官方建立存款保险机构的有美、英、加拿大等国;②由官方与银行界共同建立存款保险机构的有日本、比利时等国;③在官方支持下,由银行业自己建立存款保险机构的有德国、法国与荷兰等国。

此外,美国根据其《国际银行法》要求设立在美国的吸收存款少于 10 万美元的外国分行必须购买联邦存款保险公司的存款保险。其它的有权选择是否参加保险。对吸收“小额”存款的银行机构的保险要求是针对零售银行。对于外国银行来说,投保是有利的,在日本尚不给外国银行以投保的机会。外国银行在美国可以和任何其它美国注册银行一样,以相同的条件吸收零星存款。除了要付保险费用(投保负债的 $\frac{1}{2}\%$ 以外),联邦存款保险公司还使这些机构受一系列管制和维护消费者利益的法律的约束,没有投保的银行在减轻自身风险的同时,还可以免去上述法律的羁绊。无论何时建立在外国附属行通常由于州和联邦法律的要求在联邦存款保险公司投保。

二、存款保险的局限

存款保险制度可以防患于未然,增强公众存款的信心,提高银行信誉,减轻银行的风险。但存款保险制度也存在其局限性:

(1)目前,还有很多国家没有实行存款保险制度,在这些国家里,仅仅通过加强对银行的管理和监督来保护存款人的利益。

(2)保险金额的限制。在美国,还没有实行金额保险,即限于 10 万美元以下的存款,对超过 10 万美元的大额存款,不在联邦存款保险公司保险之内。因为大银行担心实行全额保险,会丧失吸收大额存款的优势,使大额存款存入声誉卓著的大银行和存入小银行,也会同样安全。而金融管理当局认为实行全额保险,会使银行产生严重的依赖性,不妥善经营,减少风险,盲目追求利润,一旦破产倒闭,将给联邦存款保险公司带来巨额赔偿的压力。所以,美国的大银行和金融管理当局,都反对对存款的百分之百保险,故至今尚有约 50% 的存款没有保险。本日本也一样,只限于对私人每户 300 万日元以内存款承担保险,如果你有存款 500 万日元,银行破产时,也只能取回 300 万日元,300 万日元的限额实在是太小了。

(3)承保公司的负担太重。存款保险机构收到的基金有限,而在当今社会,银行的风险性日益扩大,不断有破产倒闭的可能,使各存款保险机构常常感到不堪重负。如在日本,存

连带责任。法院虽然判决银行胜诉,但因企业已经破产,结果还是银行吃亏。银行在清贷时耗费大量人力、财力,仅清贷的差旅费支出和请律师费用就花了数万元。法院判定各项费用由工厂以清理财产的资金支付,最后又把这笔费用转嫁到银行贷款上。

(四)本案例中采用的是破产程序,但实际上在贷款收回有风险时,采用什么办法要权衡利弊,慎重处理。贷款行如何对待,值得很好研究

一般来说,借款单位经营不善,亏损严重,还贷无期,大致可以采取促进转化,民事诉讼,追究担保单位连带还款责任或宣告破产。

破产法解决的是在社会经济生活中,债务人拖欠债务到一定程度,用一般方法已不能清偿债务时,所采取的清偿债务的方法。破产申请,应向债务人所在地人民法院提出,可以由债权人提出,也可以由债务人提出。不论是债权人还是债务人申请债务人破产,作为主要债权人的银行都要详细了解借款单位的经营情况,存在的问题及原因,是否有改善生产经营管理扭转困境的可能。只要存在一线希望,就要努力争取,千方百计帮助借款单位扭亏为盈,不要贸然同意破产。因为由于借款单位宣告破产时,其财产不只是用于满足某个债权人的清偿,而是要对所有债权人清偿,因此贷款银行并不一定能全部收回该企业的贷款本息。此外,由于法制还有待进一步完善,还没有拍卖制度,财产估价办法相配套,二手设备市场尚未形成,对破产企业的财产处理困难重重。所以,对借款企业是否采取破产程序,银行要特别慎重,目的是要收回贷款,尽量不损失或减少损失,特别是在贷款手续不完备、担保责任不落实的情况下,更不能轻易同意企业破产,以免陷入被动。

Z 银行成立伊始,就造成数百万元的贷款损失,案情突出。这一事故反映了 Z 银行经营思想不明确、盲目争揽业务,以贷还贷、缺乏约束机制、贷款审批权过大,缺乏规章制度,无章可循,贷款手续不健全等一系列问题。这些问题的产生,从主管行的主管部门角度而言,是由于主管部门缺乏督促、指导、帮助,放松管理,从 Z 银行自身来说,则是信用风险管理不到位,忽略了贷款项目评估和对借款人做好资信调查。随着我国银行体制改革的深入,专业银行逐步向国有商业银行转变。商业银行的一个重要特征就是实行资产负债管理,实现安全性、流动性、盈利性的协调统一。而三性中“安全性”是流动性、盈利性的基础,没有安全性,就根本谈不上流动性、盈利性。所以一家银行要保证正常经营,首当其冲的任务应是实现“安全性”的目标,不能一味追求多放贷,那样只会导致更大的损失。这也是我们从这个案例中应该学到的东西。

二、完善抵押担保贷款办法

1987 年中外合资 H 有限公司成立。从 1988 年起,该公司以公司财产抵押陆续向当地银行借入流动资金贷款。1990 年初该公司停产无力还贷。银行上诉法院请求执行抵押追回贷款,最后法院确认债权,变卖公司财产,保证了贷款的收回。

H 公司是一家中外合资的有限责任公司。既然是有限责任,各方股东的责任就仅以出资为限,公司具有独立的企业法人地位。1988 年起,公司陆续向银行借入流动资金贷款购买原材料,起初均为小额贷款,由公司划定设备财产抵押担保,担保文本采用自拟的借款担保书,条款较为简单。后来,由于借款增多,公司便与银行专门制定了一个抵押契约,抵押物

为公司的固定资产和全部存货,抵押债务为当时已经陆续发放的需要转期的全部借款,累计额达 120 万美元,抵押契约于 1989 年 8 月 3 日生效。

到了 1990 年初,由于 H 公司合资三方股东关系恶化无法继续合作,共同宣布停产,当时银行立即采取了有关保护措施,控制帐户往来,并打算立即通过各种手段执行抵押,监控公司财产。其间,因为政府有关方面介入,希望合资各方争取协调解决,银行只得同意延长一定时间,暂缓将贷款抽回。4 个月后,调解仍然无效,银行为避免收不回贷款的风险,于 1990 年 5 月 1 日上诉法院,动用诉讼手段请求执行抵押,同时请求法院对公司财产实行保全,掌握控制财产的主动权。

法庭调查后,完全确认银行债权。但由于该公司有一部分固定资产和存货属于海关监管货物,而银行在抵押契约中将这一部分海关监管下的资产列为抵押物时,未经海关许可,因此法院后来判定债权全部有效,但抵押权部分失效,限令 H 公司在判决后 15 天内偿还全部债务。在法院调解和判决后,H 公司没能提出可行的还贷方案,无力自行还贷,银行只好在清偿期满后请求法院变卖该公司财产,所得收入归还银行贷款。

抵押贷款是国际上通用的一种贷款方式。我国目前尚缺乏配套的社会条件,在执行抵押时难度较大。近年来,中外合资企业停产歇业过程中,存在各方股东不和、外方经理违法乱纪的问题,涉及面较广,增加了抵押贷款清偿工作的复杂性。近年来,我国已开始尝试运用法律诉讼手段清偿贷款,这是以法办贷的新趋势,有待进一步发展。下面就本例中抵押贷款的作法作一简单分析。

(一)采用抵押担保是维护债权人利益的有效方式

在开办外商投资企业信贷业务的初期,银行往往要求借款人提供强有力的担保,担保单位基本上是中方股东或中方上级主管公司。中方人员在经验不足,及担保措施不充分而造成损失时,实际上增加了中方股东和国家的对外负债。所以迫切需要大力开办和完善抵押担保方式。

当借款人的债务达到一定规模,形成多个主要债权人时,为在一般债权中获得优先地位,应该采取抵押担保。财产抵押担保,在成立担保时,就获得了将抵押人特定的财产,从一般财产中区别出来,称为特殊的权力。根据这种权力,债仅在任何条件下都不受影响地可获得优先清偿。随着社会信用活动日益扩大,银行金融业务交叉,银行有必要多依靠获得抵押权的办法,通过国家强制力保证自己债权的优先清偿。

在 H 公司案例中,银行采用了有效的抵押担保方式,并且在以后的事态发展过程中争取了主动权。该行在办理抵押贷款时,聘请了专职经济律师,制定了较为严密详细的抵押契约。该抵押契约抓住了抵押贷款的一些要点,并落实了 H 公司财产投保后保险权益转让的文件和律师见证等一系列合法性的工作。这是依法办贷的具体表现。

(二)经验与教训

对 H 公司采用的抵押担保贷款虽然是个好办法,但做得并不完善,有很多教训值得吸取。首先,抵押的原则要求抵押物必须是合法的,是法律允许自由流通的,允许用来承担民事责任的。虽然按有关抵押贷款条例规定企业可以用自有财产抵押借款,但作为与银行贷款法律平行的另一部门法“海关法”却规定海关监管物资不得用来抵押,即不允许企业免税

进口用于复出口的监管物资用于承担民事责任,也不允许执行抵押时抵押物的自由流通。所以监管物的抵押是失效的。对 H 公司抵押担保时,银行忽略了其它部门法规,造成抵押部分失效,这个教训应该吸取。其次,抵押契约中规定了抵押人的保证条款,声明抵押物的合法性,保证对声明不实承担连带责任。但实际上,当 H 公司将几乎全部财产用于抵押时,声明不实造成银行在抵押物上的特殊权利失效,银行失去了追索债务的财产的部分权力。所以这一教训说明,在今后类似的大型抵押担保时,应该注意核实抵押人的一切保证声明。最后还有一项工作中的失误,那就是没有制定抵押物清单。在签订抵押契约时,已放贷款 120 万美元。当时 H 公司全部资金来源,除银行贷款外,仅有 1986 年初出资的 100 万美元注册资本,用去开办费 15 万美元,购买无形资产 15 万美元及两年来公司其它费用开支,当时在抵押物名下的固定资产和全部存货资产数已所剩不多。更严重的是,由于当时未在抵押契约中规定抵押清单作为附件,造成抵押物数目不详,更无从谈起抵押物实际价值问题。所以,由于没有制定抵押物清单,一是不便于抵押的执行,二是抵押时无法测算抵押风险。这不能不说是工作中的严重失误。

抵押担保是一种涉及面较广的业务,要求有较多的社会配套条件:

(1)抵押物的处理应有合适的资产评估方式。因为发生风险时,银行需要收回的是贷款资金,并不能收入抵押设备或材料。根据成本估价的办法显然行不通,应该按照市场价格估价。但因为我国目前二手设备市场还未真正形成,所以找到相应的参考价格仍有一定困难。抵押物估价的困难必然会影响抵押物的处理。这个问题可以依靠制定一个合理的抵押率来解决。

(2)健全的二手设备交易市场是执行抵押的必要条件。没有特定程序下的拍卖制度和机构,抵押变得无法执行。

(3)根据海关法规定,凡是海关监管下的物资,如三资企业进口保税物资的抵押都是不允许的,需要建立一个协调的办法。

银行实行资产负债管理,必然要设法减少资产的风险到最低限度。抵押担保是一种重要的方法。随着社会配套条件的不断健全,以及银行抵押担保贷款办法的不断完善,抵押担保贷款方式将会得到越来越广泛的应用。

三、贷款发生过程中的有效控制

1990 年 5 月,某市工艺品公司所属商务部与香港某发展公司签订了一份出口玉雕工艺品的外销合同,合同总值 800 万元港币,采用银行即期本票付汇结算货款,由银行提供人民币流动资金贷款 460 万元作为出口商品收购资金。由于银行协助企业采取了安全的贷款结算方法,从而制止了一起带有严重国际诈骗性质的经济交易活动,保证了信贷资金的安全,并为工艺品公司获得了 10 万港元的外汇收入。

工艺品公司属于该市一家大型的综合性集团公司,集生产、贸易为一体,下属 60 多个工贸企业和职能部门,与银行有着长期、密切的业务往来。1990 年 5 月 25 日,工艺品公司经人介绍,与香港某发展公司签订了一份出口中国玉雕工艺品的外销合同,合同总值 800 万元港币,共出口大小各类玉雕工艺品 78572 件,货款以银行本票方式结算。香港发展公司先付

10 万元港币定金,以示诚意。同时,工艺品公司与 A 县玉雕工艺品贸易集团公司签订收购玉雕工艺品的合同,合同总值 561.08 万元,A 县产地提货付款。因为该笔交易经济效益较好,交易过程较简单,时间只需 15 天左右,但当时工艺品公司的资金主要集中在新投产的工业项目上,一时难以筹集该笔贸易资金,因此特向银行申请贷款支持。

银行接到申请后,即派员进行调查。通过贷前调查,银行也认为这笔交易换汇成本较低利润较大,资金占用时间较短。同时工艺品公司计划将部分利润归还其下属企业欠银行的逾期贷款。因此,经银行三级审查批准,同意工艺品公司使用银行人民币流动资金贷款 460 万元,时间一个月。考虑到经营玉器制品没有具体的质量检验标准可以借鉴,银行建议将玉器验收地点定为 A 县产地,以避免因运输过程中造成的损失或供应商以次充好,以假顶真,给外商造成拒绝要货的借口,减少收汇风险。同时,为照顾收购合同中付款提货的条款,建议使用“长城卡”支付货款。具体作法为:由银行信贷部门担保,委托银行长城卡公司授权 A 县银行长城卡公司,待工艺品公司收妥香港发展公司的银行本票后,再付款给 A 县玉器工艺品贸易集团公司。工艺品公司落实贷款后,即派员(持卡人)随香港发展公司验货人员到 A 县协助验货,并随时等候工艺品公司本部的通知付货款。在 A 县,因工艺品公司业务人员坚持要收到香港发展公司的银行本票后再支付收购货款,港方无奈,遂以验货时间过长为由,返回香港,至今一去不回。故交易中止,A 公司暂收 10 万元港币定金,等候处理。

玉器工艺品是我国传统的出口商品。工艺品公司获得该市对外经贸委员会同意后有权自营商品和出口。但该公司在这方面的专业商品知识较为欠缺,对玉雕工艺品的国外行情也不甚了解,也不熟悉供销价格。在整个交易过程中,A 县玉雕工艺品贸易集团公司负责组织货源、代办运输,香港某发展公司派人到 A 县负责质量检验,工艺品公司只是签订外销合同和收购合同,支付人民币,收取外汇,即可获得可观的收益。该市银行则注意到了可能潜伏的风险。商品的外销和收购由一人介绍安排,一旦货源收购到手,外商货款不进帐,就会造成资金积压和损失。所以银行强调要把注意力集中在货款的结算方式上,务必做到先收后付。银行建议使用快速简便的信用卡方式,这样既可在外商验货封箱并提交银行本票后及时支付货款,以利贸易活动的继续进行,又可充分利用信用卡结算的时间差,将银行本票贴现的外汇收入结汇人民币提前偿还银行贷款,减少利息支出。

在银行的坚持下,工艺品公司接受了以上的结算方案,并以此要求香港发展公司验完货后,在装运之前付银行本票,待银行验证无误后立即用长城卡支付人民币货款。后来的事实证明,这是制止这起带有国际诈骗性质的交易的关键所在。在进出口贸易中,经常有不法外商串通产地供应人共同诈骗货款,装运一些质量低劣的产品后,外商借口“生产不景”,“行情有变”拒绝要货付款,而将人民币货款卷走潜逃,溜之大吉。这样,不仅造成货款损失,同时积压的大量残次品还要支付巨额仓租,其中相当数量的银行贷款要形成呆帐。

从上文这一案例中,我们应该获得的经验和启发是:

(1)在审查企业非传统经营商品经营活动时,一定要协助企业从中找出所熟悉的,可以把握的因素并加以充分利用,以便控制整个商品交易过程向自己有利的方向发展。在上例中,工艺品公司只需支付人民币结算销货款,而无需组织商品的组织、检验和运输,因此只要把握好时间、利用灵活的结算工具,将合同中所体现的先付人民币、后收外汇的作法合乎情

理地转变为先收外汇,后付人民币,风险可以减少至零。

(2)银行信贷部门不仅是资金供应的职能部门,更应是协助企业进行经营活动的参与者。过去银行的工作往往集中于单纯性的贷后检查,现在已逐步扩展至贷款发生过程中的有效控制。贷款中的有效控制可以使贷款按要求使用,保证使用者达到预期的经济目标,同时减少银行的信贷风险。

第六篇

金融衍生产品的 风险防范及其管理

第 六 篇

第一章 金融衍生产品概述

第一节 远期合约

一、远期合约

(一) 概念

远期合约(Forward Contracts)是远期交易的法律协议,交易双方在合约中规定在未来某一确定时间以约定价格购买或出售一定数量的某种资产。该种资产称为基础资产(Underlying Asset),该约定价格称为交割价格(Delivery Price),该确定时间称为交割日(Delivery Date)。远期合约中同意以约定价格购买基础资产的一方称为多头(Long Position),同意以同样价格出售基础资产的一方称为空头(Short Position)。在合约到期时,交易双方必须进行交割,即空方付给多方合约规定数量的基础资产,多方付给空方按约定价格计算出来的现金。当然,还有其他的交割方式,如双方可就交割价格与到期时市价相比,进行净额交割。

远期合约可以说是最简单的一种衍生产品,它通常发生在两个金融机构或金融机构与其客户之间,是一种场外交易(Over-the-Counter)产品。其中远期利率协议(Forward Rate Agreements, FRAs)是近年来发展最快的品种,常见的还有远期外汇交易(Forward Exchange Deals)等。

(二) 远期合约的价值

远期合约的价值是对合约的多空双方而言,在某一时刻合约本身所具有的价值。该价值的决定因素是合约基础资产的价格。在合约生效初始,多空之间均没有因合约而发生现金流动,因而双方亦不会产生收益或损失,此时远期合约的价值为零。此后,随着基础资产现货价格的变化,虽然多空双方没有实际的现金支付或收取,但一方有了帐面上的收益,相应地另一方也有了帐面上的损失,因而此时对多空双方而言合约就有了价值,该价值可能为正也可能为负。

(三) 远期价格

远期价格是远期合约的基础资产在未来某一时间的价格。在合约生效初始时刻 t , 在

约定的交割价格 K 下,合约价值 f 为 0,因而此时的远期价格就是合约的交割价格。随着时间的推移,在时刻 t_1 ,合约交割价格是固定不变的,而远期价格却在发生变化,因而两者一般不再相等,此时合约价值 f 不再为 0,假定此时存在一个能使 $f=0$ 的假设的交割价格 K_1 , K_1 就是时刻 t_1 基础资产的远期价格。

就同一基础资产的远期合约而言,远期价格随期限的不同而不同。表 6.1.1 是英镑对美元的远期价格示例,即远期汇率(Forward Exchange Rate):

表 6.1.1 英镑对美元的远期汇率示例

现汇	1.7280
30 天远期汇率	1.7208
90 天远期汇率	1.7090
180 天远期汇率	1.6929

表 6.1.1 说明,30 天后交易的多方以 1.7208 美元购买 1 英镑(不考虑交易成本),也就是 30 天英镑远期合约的远期价格是 1.7208 美元,90 天英镑远期合约的远期价格是 1.7090 美元,180 天英镑远期合约的远期价格是 1.6929 美元,由此可见,远期合约随期限的不同而不同。

(四)远期交易的盈亏

在远期合约交割日,合约多方必须以交割价格 K 购买基础资产,而此时基础资产的市价为 S_T ,这样多方就有了盈亏,多方的盈亏也即为到期时多头远期合约的价值:

$$A(S_T - K) \quad (1)$$

A 为合约基础资产的交易单位。

同样,同一远期合约的空方盈亏就为:

$$A(K - S_T) \quad (2)$$

上述两个盈亏可正可负,多方的盈(亏)必为空方的亏(盈),两者之和为 0。

二、远期利率协议

(一)概念

远期利率协议是交易双方商定未来某一确定时间的协议利率,并规定期满时,由一方向另一方支付协议利率与结算日的参照利率之间的利息差(无须支付本金),远期利率协议常以伦敦银行同业拆借利率(LIBOR)为参照利率。

远期利率协议通过将未来某一时间借入或借出资金的实际利率提前锁定在协议利率上而成为交易者防范利率风险的有效工具。例如,甲公司希望固定其未来借款成本,它可以购买 FRA,这样当利率上升时,甲公司由 FRA 所获得的收益将抵销因利率上升而导致的成本的增加,达到了防止利率上升风险的目的。又如乙公司希望固定其未来资金的收益,它可以

出售 FRA, 这样当利率下降时, 乙公司由 FRA 所获得的收益将抵销因利率下降而导致的收益的下降, 从而达到防止利率下跌风险的目的。但是, 甲、乙两家公司在达到规避利率风险效果的同时, 也放弃了利率向有利于己方运动所可能带来的收益。

远期利率协议适用于大部分可自由兑换的货币, 其中美元 FRA 交易额最大。远期利率协议交易的方式简单, 交易对象、期限方便灵活, 不受限制。同是保值、防范利率风险的工具, 与期货相比, FRA 不需支付保证金; 与期权相比, FRA 不需支付期权费, 节约了成本, 因此 FRA 得到了广泛的应用。

(二) 远期利率协议报价

前面讲过, 远期利率协议常常以 LIBOR 为参照利率, 其报价一般由银行报出。如银行报出“美元 3V6V10.03-9.99”, 说明美元 FRA3 个月后起息, 再过 6 个月结束; 10.03 和 9.99 分别为银行卖价和买价, 表示银行愿以 10.03% 的利率卖出、9.99% 的利率买进 FRA。

由于利息差的支付应在到期日进行, 但起息日为结算日, 所以该利息差应按起息日的参照利率进行贴现, 以到期日的现值进行支付, 具体计算方法如下:

$$S = \frac{(L-R) \times D \times A}{B \times 100 + L \times D} \quad (3)$$

其中: S 为结算时支付额

L 为到期结算日参照利率(如 LIBOR)(国外的利率很多以数字表示, 如 9.99 代表利率为 9.99%。)

R 为协议利率

D 为合约的天数

A 为协议本金

B 为 360 天(若利率以一年 365 天为计算基础, 则 B 就为 365 天。)

当 $L > R$ 时, S 为正, 卖方向买方支付利差; 当 $L < R$ 时, S 为负, 买方向卖方支付利差。现举例说明远期利率协议的报价情况。

某公司将在 7 月 15 日借入一笔为期 3 个月, 以 LIBOR 浮动利率支付利息的 1000 万英镑债务, 现在是 4 月 15 日, 为防止利率上涨, 该公司买入一笔 1000 万英镑“3V6V10.03”的远期利率协议。假定 7 月 15 日 3 个月英镑 LIBOR 上升为 10.05%, 该公司如果以此利率借入 3 个月期英镑, 在 10 月 15 日须付息:

$$\frac{10^7 \times 10.5\% \times 92}{365} = 264,657.5(\text{元})$$

而由于购买了 FRA, 7 月 15 日该公司得到支付利差现值:

$$\frac{10^7 \times (10.5 - 10.03) \times 92}{365 \times 100 + 10.50 \times 92} = 11,541.1(\text{元})$$

将这笔钱以 10.5% 利率存入 3 个月期, 10 月 15 日得利息 305.44 元, 因此, 10 月 15 日 1000 万英镑债务实际利息支出为:

$$264657.5 - 11541.1 - 305.4 = 252810.96(\text{元})$$

这样, 相当于利率为 10.03%。假如 7 月 15 日, LIBOR 利率降至 10.03% 以下, 该公司须支付利差, 从而将借款成本提高到 10.03%。由此可见, 该公司通过购买 FRA 将其借款

成本锁定在 10.03%。

三、远期外汇交易

(一) 概念

远期外汇交易是指交易双方约定在未来某一时间以约定汇率买卖一定数量的外汇的交易。远期外汇交易最主要的作用是能够避免或减少贸易和金融上的外汇风险。通过远期外汇买卖,可以事先将贸易和金融上外汇的成本或收益固定下来,有利于经济核算。例如在国际借贷中,经常会碰到借款货币与实际经营收益的货币不一致,而借款的偿还一般又是在远期,为了避免在还款时外汇汇率的变化,借款人可以事先进行远期外汇交易,固定还款金额,避免将来还款时因汇率变化带来的外汇损失。目前远期外汇交易已经成为国际上最常用的避免外汇风险方法之一。

(二) 远期汇率

远期汇率是在即期汇率(Spot Exchange Rate)上加减升水(Premium)和贴水(Discount)的方法表示的,也就是说即期汇率与远期汇率之间有一个差额即远期汇水(Forward Margin)。当某种货币(对另一种货币)的远期汇率大于即期汇率时,其差额就是升水;反之,若小于即期汇率,其差额就是贴水。在直接标价法(Direct Quotation)下,外币(单位货币)的远期汇率等于即期汇率加升水或即期汇率减贴水;在间接标价法(Indirect Quotation)下,本币(单位货币)的远期汇率等于即期汇率减升水或即期汇率加贴水。

归纳起来,我们可以得到公式:

远期汇率 = 即期汇率 ± 升(贴)水

而升水或贴水的大小,主要取决于两种货币利率差幅的大小和期限的长短。利率较高的货币在远期市场上表现为贴水;利率较低的货币在远期市场上表现为升水。

两种货币的利差是决定它们远期汇率的基础,市场上的汇率是围绕它而上下波动的。如果当甲乙两种货币的相同期限利率水平无差异时,从理论上讲,此时升水和贴水就等于 0,也就是远期汇率等于即期汇率,这种情况称为平价(At Par)。

第二节 期 货

一、期货合约和期货交易

(一) 期货合约(Futures Contract)

期货合约是一种标准化合约,是买卖双方分别向对方承诺在合约规定的未来某时间按约定价格买进或卖出一定数量的某种资产的书面协议。

期货合约与远期合约尽管存在许多相似之处,但两者之间也存在着重大的区别:第一,

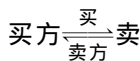


图 6.1.1 没有结算公司作中介的交易

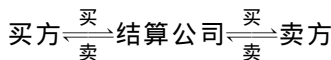


图 6.1.2 有结算公司作中介的交易

二、期货交易制度

(一) 保证金制度和市值计价制度

为了有效防止交易者因市场价格波动而导致的违约给结算公司带来损失,期货交易建立了保证金制度,该保证金不是交易的预付款而是一种履约保证。保证金分为结算公司向会员收取的保证金和会员向客户收取的保证金两种。保证金比例的高低影响着投资期货的杠杆效应和期货交易的活跃程度。在西方一些国家如美国,保证金可以不用现金而用证券来代替,最常用的是以短期国库券来代替现金缴纳保证金,所抵价值相当于其面值的 90%,有时候也用股票来代替,所抵价值相当于面值的 50%。在此期间,用来代替缴纳保证金的证券的利息或股息仍归投资者所有。

期货合约买卖双方都要向经纪人缴纳保证金,存入其保证金帐户(如果该经纪人是非结算公司会员,他还必须向其他是会员的经纪人交纳保证金)。保证金分为初始保证金(Initial Margin)和维持保证金(Maintenance Margin)。客户开仓时缴纳的保证金叫初始保证金,一般相当于合约价值的 5—10%。该比例由经纪人确定,但不得低于结算公司为此规定的最低标准。初始保证金存入后,随着期货价格的变化,期货合约的价格也在变化,这样,与市场价格相比,投资者未结清的期货合约就出现了帐面盈亏,因而在每个交易日结束后,结算公司将根据当日的结算价格(一般为收盘价),对投资者未结清合约进行重新估价,确定当日的盈亏水平,这称为市值计价。举例说明:若某投资者在 1 月 1 日(周一)购买了某种资产 X 的期货合约 2 份,每份合约交易单位为 100 单位的 X,当时的价格为每单位 400 元,若初始保证金比率为 5%,则投资者须在保证金帐户中存入 4000 元($=100 \times 2 \times 400 \times 5\%$)。假设当天交易结束后,X 资产的价格降为 397 元,则该投资者损失 600 元($=(400-397) \times 2 \times 100$),则保证金帐户余额减少 600 元,降为 3400 元。同样,假如当天价格升至 403 元,则保证金帐户中余额为 4600 元,那么投资者可将超出初始保证金的部分——600 元提走。

随着期货价格的变化,投资者保证金帐户的余额也在发生变化,但是该余额必须维持在规定的最低水平,这就是维持保证金。它通常为初始保证金的 75%。若根据市值计价计算出保证金帐户中余额低于维持保证金水平,则经纪人会要求客户再存入一笔保证金,使之达

到初始保证金水平,这就是追加保证金(Margin Call),若客户不即时存入追加保证金,则经纪人将予以强行平仓。同样就上面的例子,若维持保证金为初始保证金的 75%,假设在此后的交易日,该投资者保证金帐户的情况如表 6.1.2 所示。

表 6.1.2 期货合约多方保证金运作情况

日期	期货价格 (\$)	每天盈(亏) (\$)	累积盈(亏) (\$)	保证金帐户余额 (\$)	追加保证金 (\$)
	400.00			4,000	
1. 1	397.00	(600)	(600)	3,400	
1. 2	396.10	(180)	(780)	3,220	
1. 3	398.20	420	(360)	3,640	
1. 4	397.10	(220)	(580)	3,420	
1. 5	396.70	(80)	(660)	3,340	
1. 8	395.40	(260)	(920)	3,080	
1. 9	393.30	(420)	(1,340)	2,660	1,340
1. 10	393.60	60	(1,280)	4,060	
1. 11	391.80	(360)	(1,640)	3,700	
1. 12	392.70	180	(1,460)	3,880	
1. 15	387.00	(1,140)	(2,600)	2,740	1,260
1. 16	387.00	0	(2,600)	4,000	
1. 17	388.10	220	(2,380)	4,220	
1. 18	388.70	120	(2,260)	4,340	
1. 19	391.00	460	(1,800)	4,800	
1. 22	392.30	260	(1,540)	5,060	

* 本栏数据除第一个和最后一个外,其余的都是收盘价。

在表 6.1.2 中,由于期货价格变化,使得保证金低于维持保证金水平,所以在 1 月 9、15 日两次追加保证金。当然,在 1 月 10、17、18、19、22 日的保证金均超过了初始保证金,表中假定该投资者没有提走盈余,事实上投资者为了便于结算,有的也不提走盈余。

除了投资者向经纪人缴纳保证金外,结算会员经纪人也须向结算公司缴纳结算保证金(Clearing Margin),会员的保证金帐户也要根据结算价格进行盈亏调整。但是,与投资者向

会逐渐变小,最后变为 0,即现货价格与期货价格相等,这称之为价格收敛(Convergence)。但在这之前基差的变化则是难以预料的。设 S_1 、 S_2 分别为 t_1 、 t_2 时的现货价格, F_1 、 F_2 分别为 t_1 、 t_2 时的期货价格, b_1 、 b_2 分别为 t_1 、 t_2 时的基差,则有 $b_1 = S_1 - F_1$, $b_2 = S_2 - F_2$,在期货上的利润为 $F_1 - F_2$,则出售资产的实际所得为 $S_2 + F_1 - F_2 = F_2 + b_2$, F_1 在 t_1 时是已知的,所以是否具有完全套期保值效果就决定于 b_2 ,因此套期保值的风险就是与 b_2 相关的不确定性,即基差风险(Basis Risk)。也就是说,套期保值者面临着如何控制基差风险这一难题。

1. 期货合约的选择

前面我们讲了,套期保值者面临着基差风险,如果他的需保值的资产与期货合约的基础资产不一致,则基差风险会更大,这就存在一个选择问题,即要选择与需保值的资产的价格高度相关的资产用来套期保值。这包括两部分:a 选择期货合约,b 选择交割月份。对于 a 来说选择相关性最好的资产是其选择原则。关于交割月份的选择,一般来说,套期保值的到期时间与合约交割月份之间的时间越长,则基差风险越大。因此,经验的做法是:尽量选择与保值的到期时间最接近,但稍迟于该到期时间的交割月份的期货合约。如某种资产的期货合约交割月份有 3、6、9、12 月,如保值期为 12、1 或 2 月的话,则选择 3 月份交割的合约较合适;如保值期为 3、4、5 月份,则应选择交割月份为 6 月的合约。之所以不选择当月交割合约,是历为当月到期的合约其基础资产价格波动一般比较剧烈,而且还有被迫进行实际资产交割的风险。

2. 最佳套期保值比率

套期保值比率是期货合约持仓量与需要保值的资产规模之比。若想最大限度降低风险,该比率为 1 并非最佳。

设: Δ_S 为现货价格 S 在保值期限内的变化值;

Δ_F 为期货价格 F 在保值期限内的变化值;

$2h\rho\delta_S\delta_F$ 为 Δ_S 的标准差;

$2h\rho\delta_S\delta_F\delta_F$ 为 Δ_F 的标准差;

ρ 为 Δ_S 、 Δ_F 之间的相关系数;

h 为套期保值比率。

设套期保值为空头保值,则套期保值者持仓量的价值变化为 $\Delta_S - h\Delta_F$;多头则为 $h\Delta_F - \Delta_S$,无论哪种情况,套期保值者持仓量的价格变化的方差 ν 为:

$$\nu = \delta_S^2 + h^2 \delta_F^2 - 2h\rho\delta_S\delta_F \quad (4)$$

$$\text{求最小值: } \frac{\partial \nu}{\partial h} = 2h\delta_F^2 - 2\rho\delta_S\delta_F = 0$$

$$\text{且 } \frac{\partial^2 \nu}{\partial h^2} > 0$$

$$\text{所以 } h = \rho \frac{\delta_S}{\delta_F} \quad (5)$$

若 $\rho = 1$, $\delta_S = \delta_F$,则期货价格完全反映现货价格,套期保值最佳比率就为 1;

若 $\rho = 1$, $\delta_F = 2\delta_S$,则套期保值最佳比率为 0.5。

四、股指期货

(一) 股指期货的特征

与其他金融期货相比,股指期货有两个明显的特征:第一,股指期货的基础资产并非实际存在的金融资产,而是一种假想的资产组合,其价值以指数点的若干倍来计量。第二,正因为不存在实际资产,股指期货交割并非实物交割,而是采取现金交割方式。若指数上升,则卖方须付给买方指数差所代表的现金;若指数下跌,则买方须付给卖方现金。一般以最后一个交易日(该最后交易日在合约中是有规定的,如对于 MMI 的 NYSE 股指期货来说,该最后交易日即交收月份的第三个星期五)收盘指数为结算指数,S&P500 则以最后交易日下一交易日开盘指数为结算指数。第三,股指期货价格波动大于股指本身的波动,1980 年美国学者对 S&P500 的实证研究表明,S&P500 的期货价格每日变化的标准差大于指数本身。第四,股指期货的基差风险无疑大于利率期货的基差风险。而就不同股指期货而言,其风险也不同,因为不同股指代表了不同的股票组合。总之,买卖股指期货可视为买卖股指中包含的所有股票的期货,也就是买卖整个“市场”的期货。

自 1982 年股指期货交易问世以来,世界上有许多国家的交易所都开办了此种金融期货业务。著名的有:纽约证交所指数(NYSE Composite Index)期货、主要市场指数(MMI)期货、S&P500 指数期货、日经 225 种股指(Nikkei 225)期货、恒生指数(HSI)期货,其中以 S&P500 和日经 225 股指期货交易量为最大。股指期货以点报价,每一份期货合约的数量为每一点代表的现金价值乘以指数点数。如芝加哥商品交易所(CME)S&P500 指数期货每一点代表 50 美元。

(二) 股指期货的应用

股指期货可以用来投机、套利,除此之外,还被机构投资者大量用于对所持有的股票组合进行套期保值。同样,根据具体情况,可分为多头套期保值和空头套期保值。

设投资者对其资产组合 X 在 $T-t$ 时间内进行套期保值,定义:

Δ_1 为 $T-t$ 期间投资组合价值的变化(设投入 1 元); Δ_2 为 $T-t$ 期间市场指数价值的变化(设投入 1 元); S 为 X 的当前价值。

F 为一份期货合约的当前现金价值(是每一点代表的现金价值与点数的乘积)。

N 为对 X 进行套期保值须卖出合约的最佳数量; β 为 X 的贝他系数(β 系数为资产的系统风险量度)。

$$\Delta_1 = \alpha + \beta \Delta_2 \quad (\alpha \text{ 为常数}) \quad (6)$$

在时间 $T-t$ 期间,X 价值变化为 $S\Delta_1$ 或 $\alpha S + \beta S\Delta_2$, $T-t$ 时每份合约现金价值变化大约为 $F\Delta_2$, 因此,须以 N 份期货合约来对 X 价值的不确定变化部分保值,

$$N \cdot F\Delta_2 = \beta \cdot S\Delta_2$$

$$\text{所以 } N = \beta \frac{S}{F} \quad (7)$$

例:有一投资者想对价值 \$1,000,000 的资产组合进行套期保值,使用 4 个月到期的 S&P500 期货,当前期货价格为 300(即指数点数),要出售的资产组合的 $\beta = 1.5$, 因为每一

点 S&P 代表 500 美元,因此合约价值 F 等于 \$ 150,000(=300×500),最佳期货合约数量为:

$$N=1.5 \times \frac{1,000,000}{150,000} = 10(\text{份})$$

降低投资组合的系统风险,对其进行套期保值,实际上就是对资产组合的 β 值进行管理。如希望资产组合的贝他值由 β_1 降为 β_2 , $\beta_1 > \beta_2$,则需卖出期货合约 $(\beta_1 - \beta_2) \frac{S}{F}$ 份,如希望贝他值由 β_1 升到 β_2 , $\beta_1 < \beta_2$,则需买进期货合约 $(\beta_2 - \beta_1) \frac{S}{F}$ 份。上例中,若将 β 从 1.5 降为 0,则需卖出 10 份期货合约;若将 β 从 1.5 升至 3.0,则需买进 10 份期货合约

五、货币(外汇)期货

(一)货币(外汇)期货的特征

货币期货的基础资产是一定量的可自由兑换的外国货币,因此它通常又被称为外汇期货。外汇期货的价格也就是外汇汇率,常见的外汇期货合约有:美元、英镑、日元、加元、马克、瑞士法郎等期货合约。全球提供外汇期货交易的交易所中,以芝加哥商品交易所(CME)的国际货币市场分部(IMM)最为著名。此外比较著名的还有新加坡国际商品交易所(SIMEX)等。

在国际货币市场(IMM)上,外汇期货交易的交割月份为每年的 3、6、9、12 月,交割日为交割月份的第三个星期三。

表 6.1.3 是 IMM 外汇期货标准合约的交易单位和价格限制情况:

表 6.1.3 IMM 外汇期货合约

期货合约	符号	合约交易单位	最小价格波动	每日价格停板
英镑	£	£625,000	5 个点(\$ 12.5)	500 点
加元	Can \$	Can \$ 100,000	1 个点(\$ 10)	75 点
德国马克	DM	DM125,000	1 个点(\$ 12.5)	100 点
日元	¥	¥12,500,000	1 个点(\$ 12.5)	100 点
瑞士法郎	SF	SF125,000	1 个点(\$ 12.5)	150 点

注:每个点等于每英镑、每加元、每马克、每日元、每瑞士法郎的万分之一美元,因是以期货货币的一个单位折合多少美元报价,故英镑期货合约 5 点相当于 12.5 美元(=25,000×0.0005)。

在美国期货市场上,外汇期货合约的价格通常是用一单位外币相当于若干美元来表示,如一个德国马克期货合约的标价为 0.3185,则说明期货的约定价格是 DMI=\$ 3815,那么一份马克期货合约的价格是 398,812.50 美元(=125,000×0.3185)。

（二）外汇期货的应用

外汇期货可用于投机、套利和套期保值，以下试举一例，说明它在套期保值中的应用。

一般来说，国际贸易中的应收款、给国外附属机构的贷款、货币市场存款等，如用外汇支付，都可用空头套期保值方法来避免或减少汇率变动带来的损失；而应付外汇款项、向国外借款等，则适合用多头套期保值战略来避免或减少汇率变化的损失。

例：甲是一家美国公司，它与一家瑞士的乙公司有往来，6月12日，甲向乙贷款瑞士法郎 SF100,000，在12月1日，乙归还甲 SF100,000。在6月1日这天，甲首先要将美元换成瑞士法郎，为避免这六个月中汇率变化对自己可能造成的损失，甲在外汇期货市场上进行套期保值。具体操作如表 6.1.4 所示。

表 6.1.4 外汇期货空头套期保值

现汇市场	外汇期货市场
6月1日	6月1日
买入 SF100,000	卖出两份 12 月份瑞士法郎期货合约总 价值 SF100,000
汇率 $SF_1 = \$0.4015$	汇率 $SF_2 = \$0.4060$
支付 \$40,150	价值 \$40,600
12月1日	12月1日
卖出 SF100,000	买回两份 12 月份瑞士法郎期货合约总 价值 SF100,000
汇率 $SF_3 = \$0.4005$	汇率 $SF_4 = \$0.4055$
收入 \$40,050	价值 \$40,550
损失 \$100	盈利 \$50

从表 6.1.4 可看出，甲在现汇市场上有损失，而在期货市场上有盈利，这样期货市场的盈利就能弥补现货市场的损失，达到了套期保值的目的。

六、利率期货

利率期货(Interest Rate Futures)实际就是以收入随利率变化而变化的债券为基础资产的期货，自 1975 年第一张利率期货合约推出以来，这种交易受到了普遍的欢迎。在世界各国的期货交易所，利率期货几乎都是最重要的衍生产品之一，在所有交易中，以美国政府债券(包括短期国库券、中期和长期国债)、日本政府公债和欧洲美元存单期货的交易量为最大。在介绍了即期利率(Spot Interest Rate)和远期利率(Forward Interest Rate)之后，我们

将以美国政府中长期国债、短期国库券期货为例,介绍利率期货的特征。

(一)即期利率和远期利率

n 年期即期利率是指从当前时间开始持续 n 年的一项投资的利率,如 3 年期即期利率是持续 3 年的一项投资的利率,也就是说在这 3 年中没有利息支出,只在到期时一次性返回本金和这 3 年所获得的利息。因此, n 年期即期利率是指 n 年零息收益率 (Zero-coupon Yields)。

远期利率则指暗含在当前即期利率中的未来利率,我们以表 6.1.5 来说明远期利率的计算。

表 6.1.5 远期利率的计算

年(n)	一次 n 年投资 即期利率(%/年)	第 n 年远期利率 (%/年)
1	10.0	
2	10.5	11.0
3	10.8	11.4
4	11.0	11.6
5	11.1	11.5

这些利率均为连续复利,1 年期 10% 的利率即:在今日投入 100 元,1 年后收回 $100e^{0.1} = 110.52$ (元);2 年期即期利率 10.5% 意味着,今日投入 100 元,2 年后收回 $100e^{0.105 \times 2} = 123.37$ (元)。表中第 2 年的远期利率为 11%,这是由 1 年期即期利率 10% 和 2 年期即期利率 10.5% 计算出来的,即:

$$\frac{100e^{0.105 \times 2}}{e^{0.100 \times 1}} = 100e^{0.105 \times 2 - 0.100 \times 1} = 100e^{0.11}$$

第 3 年的期货利率同样可由 2 年期即期利率 10.5% 和 3 年期即期利率 10.8% 计算出来为 11.4%。

假如 r 为适于 T 年的即期利率, r^* 为适于 T^* 年的即期利率, $T^* > T$,在 T 和 T^* 期间的远期利率

$$\hat{r} = \frac{r^* T^* - rT}{T^* - T} \quad (8)$$

(二)零息收益曲线

零息债券(Zero-coupon Bond)是指不支付利息而以低于其面值折价出售的债券。表示其收益的零息收益曲线(Zero-coupon Yield Curve)是反映即期利率(即零息收益率)和期限之间关系的曲线。

再看远期利率,公式(8)可写成:

$$\hat{r}=r^{*}+\left(r^{*}-r\right) \frac{T}{T^{*}-T}$$

这表明,假如收益曲线向上倾斜,即 $r^{*}>r$,因而 $\hat{r}>r^{*}>r$,因此远期利率高于零息收益率。当 T^{*} 趋向于 T 时, r^{*} 趋向于 r ,可以看到,在从时间 T 开始的很短的一段时间内远期利率为:

$$r+T \frac{\partial r}{\partial T}$$

这就是对于期限 T 的瞬间远期利率(Instantaneous Forward Rate)。

下面我们讲零息收益曲线的决定。若实际中零息收益无法直接观察到,能直接得到的是息票债券的价格,则可从息票债券价格得出零息收益曲线。一种常用的方法是被称为靴攀法(Bootstrap,也称自助法)的方法。例如表 6.1.6 提供了息票债券的价格。

表 6.1.6 靴攀法所用数据表

债券本金 (美元)	离到期的时间 (年)	每年利息 (美元)	债券价格 (美元)
100	0.25	0	97.5
100	0.50	0	94.9
100	1.00	0	90.0
100	1.50	8	96.0
100	2.00	12	101.6
100	2.75	0	99.8

* 每 6 个月付表中利息的一半。

前三只债券不支付票息,所以比较好计算。

第一只债券在 3 个月内的投资为 97.5 美元,收益为 2.5 美元,由公式(2.7)得连续复利(年利)为:

$$41n\left(1+\frac{2.5}{97.5}\right)=0.1012=10.12\%$$

$$\text{第二只为: } 21n\left(1+\frac{5.1}{94.9}\right)=10.47\%$$

$$\text{第三只为: } 11n\left(1+\frac{10}{90}\right)=10.54\%$$

90—05 意味着 100,000 美元面值的债券的价格为 90.156.25 美元。报价并非购买者支付的现金价格,其关系如下:

现金价格=报价+自上次付息日的应计利息

如现在是在 1990 年 3 月 5 日,有一利率为 11%的息票债券在 2010 年 7 月 10 日到期,其报价为 95—16(即 95.50 美元)。因为利息每半年发放一次,而最近的付息日为 1990 年 1 月 10 日,下一付息日为 90 年 7 月 10 日。在 1990 年 1 月 10 日—3 月 5 日之间共有 54 天,而 90 年 1 月 10 日—90 年 7 月 10 日为 181 天,对于 100 美元面值的债券在 1 月 10 日和 7 月 10 日可收到利息 5.5 美元,则 1990 年 3 月 5 日所应计利息为:

$$5.5 \times \frac{54}{181} = 1.64 (\text{美元})$$

则现金价格为 $= 95.5 + 1.64 = 97.14 (\text{美元})$

故对面值为 \$100,000 的债券,其现金价格为 97.140 美元。

政府债券期货的报价与政府债券的报价是一致的。一份面值 100,000 美元债券的合约,其期货报价每变动 1 美元,则该期货合约价值就变化 1,000 美元。

2. 转换因子

正如前面所述,中长期国债期货合约中,规定空方可选择任何期限不短于 15 年且在 15 年内不早赎的国债品种进行交割。当某一特定债券被交割时,一种被称为转换因子的参数就规定了空方所收到的价格(即交割价格)。有如下关系式:

空方收到的现金=期货报价×交割债券的转换因子+交割债券的应计利息

如期货报价为 90—00,交割债券转换因子为 1.38,该债券应计利息为每 100 元面值 3 美元,则空方每 100 美元面值收到的现金(即多方支付额)为:

$$(1.38 \times 90.00) + 3.00 = 127.20 (\text{美元})$$

因而合约中的空方应交付面值为 \$100,000 的债券,收到现金 \$127,200。

一债券的转换因子等于该债券交割月份第一天的价值,假定期限内利率为年利 8%(半年复利)。为便于计算,将债券期限和离付息日的时间都调整为最近的 3 个月的倍数。经调整,若债券期限正好为半年的倍数,则第一项利息可假定在 6 个月后支付;如果调整后债券期限不是 6 个月的倍数(如另外还多 3 个月),则第一次利息假定在 3 个月后支付且减去应计利息。

例:利率为 14%的息票债券,期限为 20 年零 2 个月,为便于计算转换因子,假定该债券刚好 20 年到期,第一次利息支付在 6 个月后,以后每 6 个月付息一次,直到 20 年后付给本金。我们以 100 美元面值为计算单位,假定贴现率为每年 8%,每半年复利(或每 6 个月 4%),则债券价值为:

$$\sum_{i=1}^{40} \frac{7}{1.04^i} + \frac{100}{1.04^{40}} = \$159.38$$

\$159.38 除以面值 \$100,得转换因子为 1.5938。

又例:有一利率为 14%的息票债券,18 年零 4 个月到期,假定期限刚好为 18 年零 3 个月,将所有支付转换为 3 个月后的值为:

$$\sum_{i=0}^{36} \frac{7}{1.04^i} + \frac{100}{1.04^{36}} = \$163.73$$

3 个月利率是 $\sqrt{1.04}-1=1.9804\%$ 。将上述债券价值转为现值： $763.73/1.019804=\$160.55$ ，减去应计利息 \$3.5，即为 \$157.05，故转换因子为 1.5705。

3. 选择最便宜的债券进行交割

在任何时候，大约有 30 种债券可用于 CBOT 长期国债期货的交割，空方可选择“最便宜”的一种进行交割。因为空头收到：

（期货报价×转换因子）+应计利息

而购买债券的成本为：债券报价+应计利息

那时最便宜的债券就是：债券报价-（期货报价×转换因子）最低的一只。可以通过依次检查每只债券来验证这一点。

例：空方决定交割，准备在表 6.1.7 中的三只债券中选择，假定目前期货报价为 93.25，每只债券的交割成本为：

债券 1： $99.50-(93.25\times1.0382)=\2.69

债券 2： $143.50-(93.25\times1.5188)=\1.87

债券 3： $119.75-(93.25\times1.2615)=\2.12

用于交割的债券中最便宜的是债券 2。

表 6.1.7 本例中可用于交割的债券

债 券	债券报价	转换因子
1	99.50	1.0382
2	143.50	1.5188
3	119.75	1.2615

（五）美国政府短期国库券期货

美国政府短期国库券具有安全性高、流动性强的优点，可作为一般利率指标。短期国库券是一种贴现工具，它不付息，投资者只是到期时收回面值。国库券期货合约交易单位为 100 万美元，对象为 90 天期国库券。实际上，当国库券期货合约进行交割时，该国库券可能还有 90 天才到期。

1. 报价

短期国库券期货的报价是用百分比表示的，例如 1990 年 12 月国库券期货合约的报价为 93.75，也就是 93.75%。其报价用下式计算：

期货报价=100%-短期国库券年收益率

如上例，国库券年收益率为 6.25%，因此期货报价为 93.75，随着收益率（利率）上升，期货合约价值将下降。

国库券期货合约最低价格波动幅度为 1 基点(0.01%),即 25 美元。

变化一个基点 $\times \frac{\text{离到期天数}}{360} \times \text{期货交割价值} = \text{期货合约价值变化}$

即 $0.01\% \times \frac{90}{360} \times 1,000,000 = 25 (\text{美元})$

上面期货报价 93.75 并不代表期货合约的实际价值,1990 年 12 月 90 天国库券期货合约的实际价值为:

$$\begin{aligned} \text{实际价值} &= [1.0 - \frac{90 \times (1 - \text{期货合约价格})}{360}] \times \text{合约交割价值} \\ &= [1.0 - \frac{90}{360} \times (1 - 0.9375)] \times 1,000,000 \\ &= 984,375 (\text{美元}) \end{aligned}$$

2. 套利机会

假如国库券期货价格所暗含的远期利率不同于国库券利率本身所暗含的远期利率,就存在潜在的套利机会。假定 45 天的国库券利率为 10%,135 天的为 10.5%,而与 45 天到期的合约的期货价格相应的利率为 10.6%。45 天与 135 天间的远期利率可由(2.24)式算出:

$$\frac{135 \times 10.5\% - 45 \times 10\%}{90} = 10.75\%$$

这比由期货价格暗含的 10.6%的远期利率大,那么套利者就会以 45 天到 135 天之间的利率借入、以 10.75%的利率投资。该投资策略可为:

- (1) 卖出利率期货合约;
- (2) 以年利 10%借入 45 天期资金;
- (3) 将借入的钱以年利 10.5%进行 135 天的投资。

交易(1)保证了 45 天卖出收益率为 10.6%的国库券,即实际上锁定了这段时间的借款成本为 10.6%。交易(2)、(3)表明在这段时间内将获得 10.75%的利率。我们可称之为第一类套利。

相反,如果与国库券期货相应的利率比 10.75%大,可采用相反的策略:

- (1) 买入利率期货合约;
- (2) 以年利 10.5%借入 135 天期资金;
- (3) 将所借的钱以年利 10.5%进行 45 天期投资。

这称为第二类套利。

上面两种套利能否可行,还要看是否能以等于或接近于国库券利率的利率进行借贷。回购(Repurchase)为拥有可流通证券的公司在短期内能做到这一点提供了一种手段。在检验国库券市场套利的可能性时,交易者们常常要计算被称为隐含回购利率(Implied Repurchase Rate)的参数。该利率是短期国库券的利率,隐含在与该国库券同时到期的期货合约的期货价格以及比该国库券晚 90 天到期的国库券价格中。如果隐含回购利率比实际国库券利率高,则原则上第一类套利是可行的;如果低,则原则上第二类套利是可行的。

第三节 互 换

互换(Swaps),通常又译作掉期,是交易双方依据预先约定的规则,在未来的一段时期内,互相交换一系列现金流量(本金、利息、价差等)的交易,“互换”由此得名。互换交易双方通过签订互换协议体现双方的权利,约束双方的义务。根据定义,互换其实可以看作一系列远期合约的组合,因而,对互换的研究也是对远期和期货合约研究的延伸,是上两节内容的继续。

自1981年世界上第一份互换协议签订以来(由世界银行安排),互换交易迅速发展,已成为国际金融市场的主要业务之一,互换也构成了场外衍生品种的重要内容。目前,互换市场已成为规模以万亿美元计的全球市场,它的影响几乎涉及了大部分金融市场。

互换受到人们欢迎和追捧的原因在于:作为一种新兴的场外衍生产品,它具有现存的其他衍生产品所不可比拟的优越性,其作用也为后者所无法取代。首先,互换的期限相当灵活,一般为2—10年,30年期的也不罕见;其次,互换能满足交易者对非标准化交易的要求;第三,更为重要的是,使用互换进行套期保值作为风险管理的工具,可以省却使用期货、期权等产品对头寸的日常管理和经常性重组的麻烦,因而得到广泛的应用。

根据基础产品的不同,互换可以分为利率互换、货币互换、股票互换和商品互换。本节讨论最常见的利率互换、货币互换及在此基础上出现的一些变异互换产品。

一、利率互换

利率互换(Interest Rate Swap)是交易双方按照事先商定的规则,以同一货币、相同金额的本金作为计算的基础,在相同的期限内,交换固定利率利息和浮动利率利息的支付的交易。

(一)利率互换成立的基础

利率互换成立的基础是交易双方在不同利率借贷市场上所具有的比较优势(Comparative Advantage)。

假设A、B是两个欲在市场上筹资的公司,A公司的信用等级为AAA,B公司的信用等级为BBB。由于信用等级的不同,它们在市场上的筹资成本也不同,信用等级高的公司能以较低的利率成本筹措到资金。对于债权而言,以固定利率和浮动利率出借的资产所面临的风险不同,固定利率市场的风险大于浮动利率市场的风险,因为浮动每隔一定时间就要调整一次,债权人能及早根据市场情况和债务人的信用变化相机行事。这样,信用等级不同的债务人在固定利率市场上和浮动利率市场上筹资的利率差也不一样,他们在固定利率市场筹资的利率差大于在浮动利率市场筹资的利率差。如表6.1.8所示,A、B公司在不同的利率市场上面临着不同的筹资成本。

表 6.1.8 A、B 公司筹资利率差

	信用等级	固定利率	浮动利率
A 公司	AAA	10.0%	6 个月 Libor+0.3%
B 公司	BBB	11.2%	6 个月 Libor+1.0%
利率差		1.2%	0.7%

表 6.1.8 显示, A 公司信用等级较高, 可以在市场上以低于 B 公司的利率筹资。在固定利率市场上, A 公司比 B 公司少付 1.2%, 而在浮动利率市场上, B 公司只需多付 0.7%。因此, 我们说, 信用等级高的 A 公司在固定利率市场上有比较优势, 而信用等级低的 B 公司则在浮动利率市场上有比较优势(但这并不意味着 B 公司在浮动利率市场上付出的利率低于 A 公司, 而是它在浮动利率市场上多付出的利率比在固定利率市场上多付出的要少。实际上, 信用等级低的 B 公司无论在浮动利率市场还是固定利率市场都要支付比 A 公司较高的利率)。

人们总希望在自己有比较优势的市场上筹资, 但有时, 在比较优势市场上筹资的条件与资产的性质不匹配。如 A 公司在固定利率市场上有比较优势, 但它持有的资产的收益是随市场利率波动的(如短期投资), 在固定利率市场上借取利率固定的长期负债的资金来源与之不匹配, 有悖于该公司的资产负债管理原则。同样, B 公司在浮动利率市场上有比较优势, 但如果其持有的资产是固定收益的长期资产(如抵押放款), 而在浮动利率市场上借款的利率却随市场浮动, 显然资金来源与运用不匹配。在上述情况下, 当市场利率发生变化时, 将会影响到公司资产或负债两者之一发生变化, 从而存在利率风险暴露(Interest Rate Exposure)。在 80 年代以前, 人们不知道运用互换, 任凭资产与负债不匹配带来的利率风险存在或者干脆到没有比较优势的市場筹资, 担负较高的利率成本。互换交易出现后, 人们发现, 只要到自己有比较优势的利率市场筹资, 然后通过互换将其调换成另一种形式的利率支付, 问题就得到了解决。

进行利率互换的交易对手的信用等级必然是不同的。因而也只有在不同的市场上存在比较优势的双方之间, 才能进行利率互换。这是互换成立的基础, 其关键是信用等级不同的筹资人在固定利率市场上的利率差大于浮动利率市场上的利率差。

(二) 直接利率互换交易

下面举例说明 A、B 公司如何利用各自的比较优势开展利率互换交易。

A 公司希望借入一笔金额为 1000 万美元、为期 5 年的浮动利率债务, B 公司希望借入一笔相同金额、相同期限的固定利率债务, 它们面对的市场利率结构见表 6.1.8。

如表 6.1.8 所示, A、B 公司在固定利率市场上的利差为 1.2%, 而在浮动利率市场上利差为 0.7%。为使分析简化, 首先假定 A、B 双方直接签订了互换协议, 没有中介机构的介入。因此, A 公司以 10% 的固定利率借入 1000 万美元, B 公司以浮动利率 Libor+1.0% 借入同样金额, 经过互换, A 公司支付浮动利率利息, B 公司支付固定利率利息。

4 年	4 年国债+38 基点	4 年国债+48 基点	7.83
5 年	5 年国债+44 基点	5 年国债+54 基点	7.90
6 年	6 年国债+48 基点	6 年国债+60 基点	7.94
7 年	7 年国债+50 基点	7 年国债+63 基点	7.97
10 年	10 年国债+60 基点	10 年国债+75 基点	7.99

从表 6.1.9 中可以看出,该银行支付固定利率利息收取 6 个月 Libor 浮动利率利息的 5 年期利率互换的报价为,在当前 5 年期国债利率 7.90%基础上上调 44 个基点,即该互换的固定利率为 8.34%。对支付浮动利率利息收取固定利率利息的同期限利率互换的报价为,在当前 5 年期国债利率 7.90%基础上上调 54 个基点,即 8.44%,银行利润即为这两对冲的利率互换价格即固定利率之差 0.1%。

(六)利率互换的特征

至此,我们可以概括出简单的利率互换的几个重要特征:

- (1)在利率互换交易中,交易双方只参照一定的名义本金交换利息的支付,本金本身并不交换,这一点对于分析利率互换的信用风险非常重要;
- (2)在利率互换交易中,交易的一方支付固定利率利息,另一方支付浮动利率利息,这是大部分利率互换的典型特征之一,大部分利率互换的浮动利率采用 Libor 为基准;
- (3)互换价格,即互换利率,一般以相应期限的息票国债利率加减一定的利差表示。

二、货币互换

货币互换(Currency Swaps),是交易的双方按照事先商定的规则,相互交换不同货币、相当金额的本金及其利息支付、到期后再换回本金的交易。最简单的货币互换是交换同类利率的利息(如固定利率—固定利率或浮动利率—浮动利率)的货币互换。

(一)货币互换的运作

与利率互换一样,货币互换成立的基础也在于交易双方在不同的货币借贷市场上的比较优势。影响 A、B 公司在不同的货币市场上利率成本的因素除信用等级外,还有公司所在地、税收、外汇管制等因素。如假定 A 是一家美国公司,B 是一家英国公司,A、B 公司在美元、英镑市场上相同期限的借款面临的固定利率成本如表 6.1.10 所示。

表 6.1.10 A、B 公司在不同货币市场的借款利率

	美元	英镑
A 公司	8.0%	11.6%
B 公司	10.0%	12.0%

利差	2.0%	0.4%
----	------	------

从表 6.1.10 看出,A 公司在美元市场具有比较优势,B 公司则在英镑市场有比较优势。

A 公司希望借入英镑债券,B 公司希望借入美元债券,于是,A、B 公司分别在自己有比较优势的美元、英镑市场借款,然后 A、B 公司之间签订货币互换协议,相互交换本金和利息的支付。

同样可以运用利率互换中的方法分析 A、B 公司和中介银行的现金流量。由于互换,A 公司获得英镑贷款,利率 11%,比它直接在英镑市场上的借款利率 11.6%节省 0.6%,B 公司获得美元贷款,利率 9.4%,比它直接在美元市场上的借款利率 10%节省 0.6%,中介银行美元净收取 1.4%,英镑净支出 1%,忽略两种货币的差别,每年获得 0.4%的收益,三者之和为 $0.6+0.6+0.4=1.6\%$,也就是 A、B 公司在美元市场上的利率差 2%减去它们在英镑市场上的利率差 0.4%所得的结果。

与利率互换不同的是,货币互换的本金在交易开始时也要交换,到期后再换回,从这个意义上讲,货币互换是彻底的债务互换。在货币互换协议中,还应规定两种不同货币的本金数量及汇率。一般以互换开始时的汇率计算,使得按汇率计算的两种货币的本金数量大致相等。

(二) 汇率风险

由于涉及两种货币,货币互换交易各方还可能存在汇率风险。在通常情况下,汇率风险由中介银行承担。

货币互换运作的其他方面,读者可参阅利率互换中的有关内容。

三、变异互换产品

互换具有的场外交易的特征,使得提供互换产品的中介机构能为客户设计出各种能满足特殊要求的互换产品。这里,简单介绍几种在标准利率、货币互换基础上进一步发展出来的互换产品。

(一) 货币利率互换(Currency Interest Rate Swap)

这是最简单的货币互换与最简单的利率互换的组合,即交易双方以一种货币的浮动利率利息的支付与另一种货币的固定利率利息的支付相交换,当然,不同货币的本金也要互换。

(二) 基准利率互换(Basis Interest Swap)

在利率互换中,浮动利率的参考利率除 6 个月 Libor 外,还可以是 3 个月 Libor、商业票据利率、短期国库券利率等多种,若交易双方互相交换两种不同的浮动利率利息的支付,这就是基准利率互换。通过基准利率互换,可将一种形式的浮动利率债务转换成为另一种形式的浮动利率债务,以求得资产负债搭配更加合理。

(三) 远期互换(Forward Swap)

远期互换也称延迟互换(Deferred Swap),是指交易双方同意互换协议签订后并不马上

生效,而是在约定的将来某一天开始生效。如某公司打算3个月后再在市场上筹集一笔固定利率债务资金,该公司在浮动利率市场上有比较优势,因此,理想的做法是发行一笔浮动利率债务,并互换成固定利率债务。但是,公司担心3个月后再市场利率上升使筹资成本增加。为消除利率风险,公司立即开展了一项远期利率互换交易,该互换三个月后生效。互换价格基于当前市场利率,从而将利率锁定在当前利率水平上。远期互换常常与预定中的未来的资产收购行为联系在一起。

(四)可变本金互换(Swaps With Variable National Amount)

在互换的有效期内,有些形式的互换的本金并非一成不变的,它们根据用户的需要而发生增减变化。

(1)递减互换(Amortizing Swap 或 Step-down Swap)。这种互换的本金在互换期限内逐步由高到低递减,递减的方法往往与用户的资产或负债数额的递减一致。如某公司获得一笔五年期固定利率债务资金,根据贷款协议,在未来的五年内本金应分期偿还,每年偿还20%,5年还完。现公司希望将其互换成浮动利率债务。该公司可进入递减互换交易市场,将这笔债务转变在浮动利率付息的分期偿还债务。

(2)递增互换(Accreting Swap 或 Step-up Swap)。与递减互换相反,这种互换的本金由低到高逐步递增。

(3)增减互换(Roller-coaster Swap)。这是递增、递减互换的组合,即在互换的期限内,本金根据时间的不同有增有减。

(五)可展期互换(Extendable Swap)和可提前终止互换(Putable Swap)

前者赋予一方延长互换期限的权利,后者的一方则有权提前终止互换协议。

(六)零息互换(Zero Coupon Swap)

所谓零息互换,即互换的一方对另一方的利息支付不是定期的,而是一次性支付,支付的时间可以在互换生效时,也可以在互换结束时,或在互换有效期内的任一时间。

某公司在市场上发行了一笔五年期浮动利率债务,该公司希望能将它互换成固定利率债务,同时,由于业务需要,需持有大量现金,因此该公司可进行一笔零息互换交易。根据互换协议,该公司每年从其互换对手中获得浮动利率的利息,并以此支付其浮动利率债务的利息,在互换到期时,该公司一次性支付给其对手5年中的全部利息。

(七)逆浮动利率互换(Inverse Floater Swap)

典型的逆浮动利率互换是支付(收取)浮动利率,收取(支付)一固定利率与浮动利率之差。这将导致后者的现金流量具有与浮动利率逆向的特征。如某公司利率互换协议规定,收取6个月 Libor,支付 $(15\% - 6 \text{ 个月 Libor})$ 的利息,当 Libor 上升时,现金流入增加,现金流出减少。

逆浮动利率互换可对浮动利率走向的影响起到杠杆作用,如在逆浮动利率的现金流量上加上一个系数,在上面的例子中,该公司收取6个月 Libor,支付 $(15\% - 3 \times 6 \text{ 个月 Libor})$ 的利息,则杠杆效应会扩大。

(八)资产互换(Asset Swap)

互换不仅可用于管理负债,也可用于将来自资产的一种形式的现金流量转换成另一种

价(At the Money)和价外(Out of the Money)三种。假设一份期权的持有者马上行使该权利,如果有正的现金流量,则称为价内期权;如果现金流量是零,则称为平价期权;如果现金流量为负,则称为价外期权。设 S 为基础资产的市场价格, K 为履行价,则有下表 6.1.11。

表 6.1.11 期权的价内、价外与平价的关系

	看涨期权	看跌期权
$S < K$	价内	价外
$S = K$	平价	平价
$S > K$	价外	价内

持有者只有在期权为价内期权时才会行使该期权规定的权利,因此,一份期权合约的价值最低为 0,不可能为负值。因此,看涨期权的内在价值(Intrinsic Value)为:

$$P_c^* = \begin{cases} S - K & S > K \\ 0 & S \leq K \end{cases} \quad (9)$$

或 $P_c^* = \max(0, S - K)$

同样,看跌期权内在价值为:

$$P_p^* = \max(0, K - S) \quad (10)$$

一份美式的价内期权的价值至少等于其内在价值,因为其持有者可以立即施权得到内在价值,但其最佳选择是持有等待而非立即施权,也就是说期权具有时间价值(Time Value)。期权总价值可以认为是其内在价值和时间价值之和。

二、期权的交易与结算

(一)期权的交易

场内期权交易与期货交易相似,都是在交易所大厅内由经纪人进行的。投资者本身不能直接进入交易所大厅,而是通过委托场内经纪人(Floor Broker)代为进行交易。通常,客户向经纪人发出交易指令,该指令包括买进或卖出合约种类、履行价、限价、期权类型(看涨期权还是看跌期权)等。如果交易者通过交易为自己开辟仓位,拥有了某种权利(购进某种期权)或义务(卖出某种期权),这叫作“开仓”(Opening)交易。如果交易者通过交易结清了自己的某一仓位,取消了自己的某种权利或义务,则称为“平仓”(Closing)交易。

(二)庄家(Market Maker)制度

大部分期权交易所实行做市商制度和委托单登记员(Order Book Official)制度。对一某种具体的期权,做市商必须报出买入价和卖出价,两者之差称为买卖价差。一般来说交易所对买卖价差设定了上限,如美国期权交易所规定,对于股票价格在 \$ 0.50 以下的期权,其买卖价差不得超过 \$ 0.25;对于股票价格在 \$ 0.50 与 \$ 10 之间的期权,其价差不得超过 \$ 0.50;股票价格在 \$ 10 与 \$ 20 之间的价差不得超过 \$ 0.75;股票价格在 \$ 20 以上的价差

而不能通过结清交易(即买入一个相应的期权)来结清其所持仓量,所以出售期权就存在这样一个风险,但是由于期权的实际执行不超过期权总发行量的 5%,这种可能性很小。

三、几种标准的期权

(一)股票期权(Option on Stocks)

1. 股票期权合约

一般的股票期权合约规定,一份股票期权合约的基础资产为 100 股股票,即期权的持有者如购买了一份期权合约,则有权以履行价购买或出售该种股票 100 股,最初的标准化的期权合约规定的到期月份为三个固定的周期:

- (1)一月、四月、七月、十月;
- (2)二月、五月、八月、十一月;
- (3)三月、六月、九月、十二月。

如一月份发行的期权,到期月份只能是四、七月、和十月;七月份的期权,到期月份只能是十月,次年一月和四月。期权最长期限为 9 个月。后来,随着期权的发展,期权的交易周期也有了很大的变化,许多新的更短交易周期的期权开始出现了。

标准化的期权合约还规定了标准的履行权价,期权的履行价由交易所确定。根据其基础资产即股票的价格,美国股票期权的履行价以 2.5 美元、5 美元或 10 美元的价位递增或递减。当股票价格低于 25 美元时,以 2.5 美元为履行价的递增、递减单位;如股价在 25~200 美元之间则以 5 美元为递增、递减单位;200 美元以上的以 10 美元为递增、递减单位。如股价为 87.5 美元,则其可能的履行价为 80、85、90、95、100 美元等几种。可见,股价较高的股票,其履行价较高,反之则较低。

2. 股息和股票分割(Split)

由于交易所交易的股票期权对现金股利不作调整,即在除息日并不相应降低履行价,因此,现金股息对期权的价值有重大影响。

但是,股票期权的价值却不因股票分割而发生变化,因为股票分割时期权合约要作相应的调整。设其他条件相同,则股票经过 3:1 分割后,股价应为分割前的 $\frac{1}{3}$,即经 m:n 分割后,股价为分割前的 $\frac{n}{m}$,因此,期权的履行价应调整为分割前履行价的 $\frac{n}{m}$ 倍。如一份看涨期权规定以 30 美元 1 股的价格购买 100 股某股票,该股票经过 2:1 分割后,期权合约变成每份持有者有权以每股 15 美元的价格购买 200 股股票。

若股息以股票股息的形式计发,则期权也应作相应的调整。因为股票股息对公司股价的影响与股票分割相同。20% 的股票股息即为每 5 股可获 1 股新股,实质上相当于 6:5 的股票分割。在其他条件不变的情况下,股价应降至原股价的 $\frac{5}{6}$,从而期权合约的规定也应因股票股息而作相应的调整。

(二)指数期权(Options on Stock Indices)

1. 指数期权合约

随着第一份指数期权合约——标准普尔 100 种股价指数(S&P100)期权合约于 1983 年 3 月在芝加哥期权交易所的推出,指数期权交易在世界各国较快地发展起来。1983 年 4 月,美国证交所开展了主要市场指数(MMI)期权交易,1983 年 9 月,纽约证交所开始了纽约证券交易所综合指数(NYSE Composite Index)期权的交易。以上这些都是综合指数期权,后来也出现了专门行业的股价指数如石油股票指数(Oil Stock Index)期权交易。

2. 指数期权的基础资产和结算

指数期权的基础资产是股价指数,其价值决定了该股价指数所代表的股票组合的价值及其变化。指数期权合约的价值是通过期权的报价与乘数相乘后得到的。S&P100 和 MMI 的乘数都是 100,如果该指数期权报价为 $18\frac{1}{4}$ 美元,那么一份指数期权合约价值就是 1825 美元。

指数期权和结算时必须用现金交割方式,这是因为指数期权没有可以用于实际交割的基础资产,其基础资产是虚拟的。结算的现金额度是指数现值与履行价(约定的指数值)之差与该期权的乘数之积。

(三)外汇期权(Options on Currencies)

第一笔外汇期权交易是 1982 年 12 月在费城交易所(PHLX)推出的英镑期权。从 1983 年开始,其他几种主要国际货币,西德马克、瑞士法郎、日元、澳大利亚元、加拿大元的期权合约相继问世。外汇期权主要采用美式期权进行交易。1985 年 6 月伦敦国际金融期货交易所引进了英镑货币期权(后来取消)。1988 年 11 月,阿姆斯特丹的欧洲期权交易所第一次成功地引入了欧洲货币单位(ECU)期权合约。

费城交易所及芝加哥 IMM 的外汇期权的报价汇率是以一单位外币等于多少美元来报价的,与即期外汇市场不同。如 12 月一份加元看涨期权履行价为 0.75 美元,即持有者可以 0.75 美元的价格买进加元。与外汇期货一样,每种货币期权合约的交易单位均有统一规定,如费城交易所的马克期权合约的交易单位为 62,500 马克,英镑为 12,500 英镑,欧洲货币为 62,500 ECU 等。

外汇期权合约到期的设计是最近两个月及接下为的 3、6、9、12 月的第三个星期三的前一个星期六。

外汇期权可用来对汇率进行保值,外汇远期交易是将未来汇率固定在当前汇率上,而外汇期权则相当于对汇率买了一个保险。

(四)期货期权(Option on Futures Contracts)

期货期权的基础资产是一个期货合约,自从 1992 年 10 月 CBOT 推出公债期货期权以来,它得以迅速发展。几乎所有主要的期货均有对应的期货期权交易。表 6.1.12 列出了一些主要金融期货期权合约的概况。

表 6.1.12 主要金融期货期权合约的内容汇总

基础资产期货	履行价格级距	交易所	合约的月份
T—bonds	2 点	CBOT	每月
Eurodollar	0.25 点($K > 88$) 0.50 点($K \leq 88$)	CME	3、6、9、12 月
T—bills	0.25 点($K > 91$) 0.50 点($K \leq 91$)	CME	3、6、9、12 月
T—notes	1 点	CBOT	每月
DM	\$ 0.01	CME	每月
¥	\$ 0.0001	CME	每月
BP(£)	\$ 0.025	CME	每月
S&P500	5 点	CME	每月

其中,以 CBOT 的公债期货期权和 CME 的欧洲美元期货期权的交易量为最大。

期货期权到期交割的情况如下:看涨期权到期交割时,持有者得到基础期货合约的多头,并加上当前期货价格减去履行价之差的现金;看跌期权到期交割时,持有者得到期货合约的空头,外加履行价减去当前期货价格之差的现金。如一投资者持有 9 月份期货看涨期权,期货合约资产为 25,000 镑的铜,履行价为每镑 70 美分,设 9 月份交割铜时的期货价格为 80 美分,如果该期权履行,则投资者就收到 2,500 美元($=25,00 \times 0.1$ 美元)加上一期货合约的多头,即在 9 月份买进 25000 镑的铜。当然,该投资者可以马上对期货合约进行平仓而无需付出任何成本(交易成本忽略不计),这样投资者就盈利 2500 美元。

期货期权的到期日一般与期货到期日相同或在期货交割日的前几天,如 NYSE 指数期货期权和 S&P 指数期货期权都与其基础期货同时到期。IMM 的外汇期货期权的到期日为基础期货到期前 2 个交易日。

与现货期权相比,期货期权的优点是:期货本身流动性很大,期货合约的交割要比现货交割更为方便,信息的取得也较容易。但从避险的角度讲,期货期权不如现货期权。

第二章 金融衍生产品的风险及计量

第一节 金融衍生产品市场的风险体系

金融衍生产品所涉及的风险可分为两大类:系统性风险(Systematic Risk)和非系统风险(Unsystematic Risk)。

系统性风险是指由于政治、经济及社会环境诸因素的变动而影响衍生市场上所有衍生工具的风险。它的特点是系统地作用于整个市场而不是仅仅作用于某种衍生产品。它的存在是客观的,无法通过投资多样化的方法加以避免和消除。

非系统风险是指由于某些因素(如某种商品现货价格的变动、某种利率的变化等)而影响个别衍生产品所产生的风险。它仅仅针对某一种或几种衍生产品而存在,而不是像系统性风险那样作用于整个市场。此外,它很重要的一个特点是可以通过证券多样化等措施来予以规避和消除。

根据衍生产品风险产生的来源,我们大致可将其分为市场风险、信用风险、资金流量风险、操作风险和法律风险。

一、市场风险

市场风险(Market Risk)又称为价格风险,是指由于基础资产价格变动导致衍生产品价格或价值变动而引起的风险。

(一)导致衍生产品市场风险的主要因素

(1)经济因素。经济风险是导致价格风险的最主要的原因,如相关金融资产价格(包括汇率、利率)等的变动,整个社会经济周期的影响等等。从根本上说,整个社会经济的发展状况直接决定金融衍生市场的风险。一般说来,经济波动越厉害,产生的衍生工具的市场风险也越大。

(2)政治因素。金融衍生产品的政治风险主要指投资者在从事国际投资活动时,由于东道国、母国或国际政治事件的影响而造成损失的可能性。引起政治风险的主要因素有:国家政治体制的变更、政权的更迭、民族情绪的抵触、政变及武装冲突等等。这些因素往往会造成金融衍生品价格的大幅波动,从而使投资者蒙受损失。

五、法律风险

法律风险(Legal Risks)是指由于合约在法律范围内无效、合约内容不合法律规范,或者由于税制、破产制度等法律方面的原因而造成的风险。相对来说,法律风险主要体现在场外衍生产品的交易上。

衍生产品的各种风险之间不是彼此孤立的,而往往是交织在一起,相互联系相互作用,构成整个衍生市场的风险体系。对于一个市场来说,价格是它的中心,因而市场风险在整个风险体系中占有重要的地位,其他风险对它有加强的作用。

市场风险与信用风险是相辅相成的,市场风险越大,因价格波动而使交易者无法履约的可能性增大,从而加大了信用风险。而信用风险的加大会导致交易者违约可能性的增大,可能产生“多米诺”效应,使整个市场的市场风险加大。

资金流量风险往往是由于价格剧烈波动而产生的,反过来它又导致信用风险和市场风险的扩张。

运作风险的增大往往会增加市场波动的幅度,或者使该公司资金流量风险增大,增加整个市场的信用风险。

法律风险会使整个公司的投资策略无法得以实施,或者导致该公司损失增大或收益减少,从而对公司的本身实力产生一定的影响。

从上面分析可以看出,衍生市场的各种风险之间是相互影响、相互作用的。这就要求我们在进行风险计量和评估时,不仅要分析各种风险的大小,而且要考虑这些风险之间的相互作用,这样才能对整个风险体系得到一个较完整的认识。



第二节 市场风险计量的方法和基本概念



从上面的分析可以看出,市场风险在整个风险体系中是很重要的一环。从管理层、投资银行到公司及机构管理者,都日益重视对市场风险进行精确测量并予以有效的监控。在过去的几十年内,由于衍生市场的迅速发展,金融市场相应地发生了深刻的变化,对投资评估的方法和指标体系也逐步改变,风险管理的概念日益融于管理层的管理哲学之中。另外,由于数据处理技术的进步,带来了风险管理实践的变化,由以前以权责发生制为基础逐步过渡到以盯市制度为基础,即根据市场情况及时地对资产的价值进行评估。这种方法使得人们更加注重收益波动的可能性而并非仅仅是收益本身。

在过去的五年中,金融工作者逐渐趋向于使用两种关于风险的定义。一种是将风险定义为在一个随机波动的并服从某种统计特性的市场上,所持资产在一定概率水平下所可能面临的损失。另一种是将风险定义为在某种最坏的情况下资产所可能面临的损失。这两种方法中只有第一种可以进行标准化并用于连续监控所承受的市场风险,而第二种只有在某

些特定的情况下才被使用。但如能将两种方法结合使用,则效果更佳。

下面我们首先从方法论入手,讨论如何看待市场风险以及在进行市场风险计量时方法论的不同选择。

一、市场风险预测的不同方法

进行市场风险的预测有不同的方法。导致这种差别的原因在于对以下两个问题的认识:

第一,金融资产价格(利率)的未来走势是呈正态分布还是非正态分布?

如果答案是肯定的,即认为市场的波动服从正态分布,那么市场的情况就可以用一些统计参数(如波幅、相关系数)来描述。此时每一个预期市场波动值均有对应的概率分布值。相反,如果市场波动不服从正态分布,此时市场预测就比较困难,比较合适的方法是采用情形列举法进行分析。在实际中,当出现市场崩溃或其他异常情况时,可认为市场波动不服从正态分布。

第二,金融资产价值与相关变量(如相应资产价格、利率等)之间是否呈线性关系?

如果两者之间呈线性关系,那么金融资产价值的变动可以通过相关变量的变动及敏感程度而计算出来。但对于非线性衍生产品(如期权),它的价值变动不仅与相关变量的变动有关,而且与其绝对值(决定期权位于价内还是价外)以及预期未来的波幅等因素有关,对于这些资产的风险测算通常用模拟的方法比较有效。

下面我们将具体解释风险预测的不同方法,并介绍如何将这些方法结合在一起运用。

(一)比率法(Delta Valuation Method)

又称变量法,即根据衍生产品价值变动对价格、利率变动的敏感程度,计算它所承受的风险。在用比率法计算市场风险时,我们必须首先估算出相关的利率、价格的波幅及其相关系数。

根据估计波幅、相关系数所用方法的不同,比率法又可分为两种:

1. 以公式法为基础的比率法

从期权的定价模型中可看出期权价格中隐含着相关资产的价格(或利率)波幅及其相关系数。因此,我们可以根据目前的期权价格推算出所需的波幅与相关系数值,再运用比率法预测衍生产品的风险。

这一方法的缺陷是:

(1)这一方法的有效性取决于所用期权定价模型的合理性。若期权定价模型本身不是很理想的话,所得出的值往往也会出现偏差。而且目前大多数期权定价模型都是事先假定波幅为一常量,此时上述方法就没有很大的意义。

(2)我们需要的是所有的衍生工具中所包含的期权价格,但实际上并非所有期权价格都是已知的,通常只有在交易所上市的期权产品的价格才是已知的,而根据这些期权计算出来的相关系数是远远不能满足计算的要求的。这也限制了这一方法的应用。

2. 以历史法为基础的比率法

即通过历史上利率、价格变动的波幅及相关系数的观测值,外推出预期波幅与相关系

数。这种外推法通常比较复杂,包括移动平均法、指数移动平均法、GARCH 模型等。

这种方法的优点是:

- (1)相关资产价格的历史数据一般较易获得,因而运用范围较广。
- (2)一般说,运用历史法得出的预期值优于由公式法推出的预期值。
- (3)计算比较简单。

这种方法的缺陷在于:

(1)从历史法推出的估计值并不一定是未来市场变动的最佳预期,它只反映市场以前的波动情况。相比之下,公式法更强调当前的市场预期。

(2)它只能用于线性衍生产品的风险计量,对于非线性衍生产品则不适用。这也是两种比率法共有的缺陷。

(二)描述法

又称全面计值法(Full Valuation Method)。这种方法并不运用波幅、相关系数等统计值,而是通过假定相关资产价格在未来种种可能的变动情况,并分析在各种情况下衍生产品的价值变动,从而计算出市场风险。

对于未来市场情况的具体选取有多种方法,可以根据历史数据,选取历史上与目前市场状况类似的一段时间内的数值,也可以通过专家分析预测决定,或通过计算机随机模拟产生。

描述法的主要优点是:

- (1)可以处理非线性衍生产品。
- (2)可以描述非正态分布的市场波动情况。

描述法的缺点是:

- (1)计算量很大,计算比较复杂。
- (2)在选取未来市场变动的情况时很可能出现误差。用不同方法所确定的结果通常是不一致的,而且这种估计的好坏受到工作人员自身素质水平的制约。

(三)几种方法的结合与比较

上面几种方法有各自的缺陷,我们可以将它们结合起来运用,取长补短。

显示了结合后的五种方法。箭头 1、2 分别显示了运用历史法和公式法的比率法的流程,箭头 3 显示了运用历史数据并结合专家预测的描述法的流程,箭头 4、5 显示了利用市场统计特征模拟市场预期变动的各种情况,尔后进行风险测算的过程。它将变量法与描述法有机地结合在一起,既克服了变量法不能用于非线性衍生产品的缺陷,又克服了描述法在预测市场时容易出现的不一致性。

现在的问题在于:这些方法分别应该在什么场合下应用?这个答案取决于理论和实际操作两个方面。

首先,从理论上说,这些方法各自处理一些特定的市场情况。为了确定各种方法的有效性,我们先从以下几个方面对市场进行划分:

(1)价值的线性性(Linearity),一般说,线性化衍生产品市场的风险计量应采用比率法,而非线性衍生产品市场则宜采用描述法。

(2)市场的稳定性(Stability)。如果市场价格在统计上被认为是稳定的,那么运用历史数据预测未来市场波动的可信度就较高。如果市场是不稳定的,则应采用专家预测或公式法来预测市场的波动。

(3)正态分布特征(Normality)。如果资产价格波动服从正态分布,则用波幅、相关系数等统计量足以描述市场的基本特征及未来走势。反之,则应采用描述法。

表 6.2.1 列举了在不同市场条件下五种方法效果的优劣比较,显然描述法是最优的。

表 6.2.1 不同预测方法的比较

方法 市场状况	1	4	3	5	2
线性 稳定/正态	好	好	好	好	好
不稳定	差	差	好	中	中
非正态	差	差	好	差	差
非线性 稳定/正态	中	好	好	好	差
不稳定	差	差	好	中	差
非正态	差	差	好	差	差
优劣程度	4	3	1	2	4

我们不仅要考虑各种方法在理论上的优劣程度,而且要考虑实际操作中的难易程度与数据的可得性。表 6.2.2 对各种方法在实际操作中的难易程度进行了比较。显然,这里比率法充分显示了其优越之处。

表 6.2.2 不同预测方法的操作难易程度

方法	1	4	3	5	2
计算的复杂性	低	中	高	中	中
数据获得的难度	低	高	高	高	中
模型应用范围	中	大	大	窄	窄
模型风险	低	中	高	中	中
优劣程度综合比较	1	2	5	4	3

从上面的分析可以看出,进行市场风险计量时要根据不同市场的具体特征,选定在该市场条件下最有效的方法,才能获得较理想的效果。

二、市场风险计量的基本概念

首先,我们统一一下几个定义。

(一)收益(Return)

我们将本文中采用的某一时期的收益率的定义为 $X_t = 100 \ln(R_t/R_{t-1})$, 其中 R_t 为某资产在 t 时刻的价格。

与传统的收益率定义相比($X_t = (R_t - R_{t-1})/R_{t-1}$), 对数形式的收益率在计算跨期收益率时比较方便, 如 $X_{3,1} = 100 \ln(R_3/R_1) = 100 \ln(R_2/R_1) + 100 \ln(R_3/R_2) = X_{2,1} + X_{3,2}$, 此外当 R_t 变动很小时, 从数量上可以证明 $\ln(R_t/R_{t-1}) \approx (R_t - R_{t-1})/(R_{t-1})$, 此时两种定义趋于一致。

(二)收益率的波幅(Volatility)

收益率的不确定性(波幅)是用来测算衍生产品市场风险的一个重要指标。我们在本文中将风险定义为在概率水平为 95% 的条件下衍生工具所可能产生的最大损失, 并假定收益分布服从正态公布(这样讨论此时波幅、相关系数等统计值才有意义), 根据统计学知识, 有

$$P(u - X_a, u + X_a) = 90\%, X_a = 1.655$$

由此我们定义波幅 σ 为收益率的标准差的 1.65 倍, 也就是说, 下期收益率的波动幅度为 $\pm \sigma$ (概率水平 90%)。

(三)市场风险计量的几个指标

(1)绝对风险。指在某一时刻以当期价格将所持资产予以对冲所可能遭受的损失。

(2)相对风险。指将特定投资策略的预期收益率与某一基准投资工具进行比较, 看看何者表现更佳。

(3)每日风险收益。指在以后的 24 小时内, 某一资产在一定概率水平上由于市场向不利方向变动而可能遭受的最大损失。

线性衍生产品的每日风险收益的计算公式为:

$$DEaR = MV \cdot \delta \cdot X \quad (1)$$

其中 MV : 衍生产品当期市场价值;

δ : 衍生产品价值变动对相关资产价格(或利率)变动的敏感程度;

X : 相关资产价格的每日波幅。

某一线性衍生产品组合的每日收益风险的计算公式为: (N 种资产, 各自每日风险收益为 $DEaR$)

$$DES_a R = \sqrt{\bar{V} \cdot [C] \cdot \bar{V}^T} \quad (2)$$

其中 $\bar{V} = [DE_a R_1, DE_a R_2, \dots, DE_a R_N]$

$$C = \begin{bmatrix} 1 & \dots & P_{1N} \\ \dots & & \dots \\ P_{N1} & \dots & 1 \end{bmatrix}$$

为相关系数矩阵。

试图寻找另外的模型以更好地反映收益的统计特性。这些模型分为两类。第一类模型假定不同资产的收益是相互独立的,并且收益的形成与另外一些变量之间存在线性关系。第二类模型认为上述假定是错误的,它们认为收益服从条件分布。这类模型包括 GARCH 模型、随机波动模型等。在实践中,第二类模型可以更好地解释在收益序列中经常出现的波幅聚集(Volatility Clustering)现象,因而更受人注目。

表 6.2.3 是对这些模型的一个主要分类:

表 6.2.3 关于收益序列分布研究的模型分类

模型类别			研究人员
第一类	无限方差	对称稳定帕累托分布 不对称,稳定帕累托分布	Mandelbrot(1963) Tucker(1992)
	有限方差	正态分布 学生七分布 复合正态分布	Bachelier(1900) Blattberg & Gonedes (1974) Kon(1988)
第二类	GARCH	正态分布 学生七分布	Bollersev(1986) Bollersev(1987)
	随机波动	正态分布 学生七分布 广义误差分布(GED)	Ruiz(1994) Harvey et. al. (1994) Ruiz(1994)

在数学上,正态部分符合程度检验的一种方法是通过绘制 Q—Q 图。其具体步骤是:

- (1)对每日收益进行标准化处理,得到标准收益 $X_j = (Y_j - u) / \sigma_j$, 其中 $Y_j = \ln(p_j / P_{j-1})$, u, σ_j 为假定 Y_j 所满足正态分布的价值和方差;
- (2)对 X_j 进行排序,得到 X_j (X_j 升序排列);
- (3)计算 $P_j = \text{prob}(X \leq X_j) \cong (j - 0.5) / N$ (N 为样本总数);

(4)计算符合标准正态分布下的 X_j , 使满足 $P(Z < Z_j) = P_j = \int_{-\infty}^{Z_j} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{z^2}{2}} dz$;

(5)在图中绘出各点 $[Z_1, X_1] \cdots [Z_j, X_j] \cdots$, 所得的即为 Q—Q 图, 图中各点越是接近于一条直线, 则该变量分布与正态分布符合得越好。如所有点均在一直线上, 则说明该序列完全符合正态分布。我们可以通过计算 Q—Q 图中的相关系数来衡量正态分布的偏离程度:

$$r_Q = \frac{\sum (\bar{X}_j - \bar{X})(Z_j - \bar{Z})}{[\sum (\bar{X}_j - \bar{X})^2 \cdot \sum (Z_j - \bar{Z})^2]^{1/2}}$$

对于一个大样本来说,相关系数 r_Q 值必须大于 0.999 才能通过正态分布 5% 置信水平的检验。

Q-Q 图的优点在于它能以直观的形式反映收益序列的实际分布与正态分布的差异程度。除了这种方法之外,Kiefer 和 Salmon 在 1983 年还提出过一种基于偏态值与峰态值的测试方法,Jarque 与 Bera 在 1987 年也提出过另外一种测试方法,但它在计算时比较复杂,在此不再一一介绍。

(二) 收益序列有无自相关

在时间序列变量中往往存在序列相关(自相关)现象。在上面的讨论中,我们一直假设不存在自相关现象。这一假设很重要。在公式(3)的推导中,实际上就应用了这一假设。我们先来看一看公式(3)的推导过程:

设 δ_t 为每日收益的标准差,并假设收益服从随机行走模型,则有:

$$\ln P_t = \delta_t + \ln P_{t-1} + \epsilon_t \quad (t=1, \dots, T)$$

其中 ϵ_t 为常量, ϵ_t 为自噪声序列, $\epsilon_t \in N(0, \sigma_d^2)$

ϵ_t 之间相互独立。当忽略 δ_t 时,有 $\ln(P_t/P_{t-1}) = \epsilon_t$ 通过递归过程,可得到

$$\ln P_t = \sum \delta_t + \ln P_0 + \sum \epsilon_t = X_T + a + \ln P_0,$$

其中 $X_T = \sum \epsilon_t, a = \sum \delta_t$ 。

即 $\ln(P_t/P_0) = a + X_t, \ln(P_t/P_0)$ 的标准差为 $\sigma_r^2 = E[(a + X_T) - E(a + X_T)]^2 = E$

$$\left(\sum_{t=1}^T \epsilon_t\right)^2 = T \cdot \sigma_d^2 \quad (5)$$

因为 $VaR = MV \cdot \delta \cdot V_T = 1.65MV \cdot \delta \cdot \sigma_T$

$$DEaR = 1.65MV \cdot \delta \cdot \sigma_d$$

所以可得出 $VaR = \sqrt{T} \cdot DEaR$

上述推导的前提是序列无自相关。我们接下来检验这一前提是否成立。对于每一序列,我们计算出该序列相对于其滞后 K 期变量序列的自相关系数。

$$r_k = \frac{\sum_{t=K+1}^T (Y_t - \bar{Y})(Y_{t-K} - \bar{Y}) / [T - (K+1)]}{\sum_{t=1}^T (Y_t - \bar{Y})^2 / (T-1)}$$

其中 T 为序列中样本点个数, K 为滞后期。

r_k 的置信区间(95% 置信水平)为 $\pm 1.96 \cdot 1/T$ 。我们以美元/澳元汇率收益在 1987 年 12 月至 1995 年 4 月间的序列分布为例,求出它在不同 K 值下的 r_k ,并绘制,其中灰色区域为 95% 置信水平的置信区间。

研究人员对大量的商品、金融产品收益的自相关性进行了研究。研究表明某些商品和金融产品短期收益存在自相关,但其程度很低,没有什么实际意义。而长期金融产品收益则存在较明显的负自相关。

由于以上原因,我们目前一般假定金融产品收益序列无自相关,且满足随机行走理论,因而,平方根法则(即公式 5)一般是适用的。但在下面两种情况下我们要注意:

(1) 当金融产品价格被限制在特定范围内,即其波动存在上下界限时;

(2)运用日数据进行较长时间(日、季)波幅的估计时;

荷兰盾/马克汇率波动范围为 $\pm 2.25\%$,而根据1995年3月22日的汇率(1.12048NLG/DEM)与波幅(0.1648%)以及平方根公式,可推测出该日的月波幅、年波幅。由图中可看出年波幅预测值大大超出了其双边汇率所规定的范围,这在实际上是不可能的。单纯应用平方根公式在此处是不合适的。

(三)波幅是否稳定

金融产品收益的一个重要特征是:它的波幅是一个与时间相关的变量,并往往出现聚合(Clustering)现象——即在某一阶段波幅很大,在另一阶段波幅却持续很小。美元/澳元汇率收益在过去7年中的波幅分布图上可看出这一点(横线表示平均波幅)。

显然,波幅随时间变化很大,这说明在一较长时间内的平均波幅并不能很好地代表短期内的波幅水平。对于大多数金融产品来说,情况都是这样,这就使得估计波幅成为一个核心的任务。

各种金融产品收益序列的波幅在其稳定性上是不一致的。我们应用最近提出的迭代累积平方和(ICSS)算法对18种金融产品的方差突变及其时间进行研究,可看出各种金融产品收益出现方差突变的次数和频率是存在很大差异的。

二、对波幅和相关系数的预测

对于波幅与相关系数的预测一般有两个要求,一是所用方法必须合理,二是利于计算,以方便日常管理。

(一)对所预测和估计的对象相应的说明

(1)波幅(Volatility):在一定时期内,在一定置信水平上(如90%)所可能发生的最大的价格变动,即超出这一价格波幅范围的可能性(包括损、益两种可能)为10%。如收益呈正态分布,则波幅为标准差的1.65倍。

(2)日波幅(V_t)和月波幅($V_{m,t}$):分别为24小时内和1个月(25天)内的波幅水平。

(3)日相关系数与月相关系数矩阵:24小时内和1个月(25天)内各资产收益波动的相关系数。这两套数据分别用于不同的市场风险管理需要。日波幅与日相关系数主要用于短期风险控制,而月波幅与月相关系数主要用于中长期风险控制。

(4)事后估计值(Expost Estimation):根据历史统计数据对某时刻的波幅和相关系数值进行估计所得出的值。

(5)事前预测值(Exante Estimation):事先根据统计特性对将来某时刻的波幅或相关系数进行预测所得出的值。

(二)事后估计波幅与相关系数值

对于波幅与相关系数的预测是建立在掌握其过去变化过程的基础上的。因此,在进行预测之前,我们必须先对过去的波幅值和相关系数和矩阵进行比较准确的估计。

1. 日波幅的事后估计值

我们先由下面这个简单的例子说起。

例1:已知1995年2月2日至9日美元/澳元汇率情况如下,求出波幅。

表 6.2.4 日波幅的事后估计

时间	汇率(收盘价)	收益($\log \frac{P_t}{P_{t-1}}$)(%)	
2月2日	0.7742		
2月5日	0.7671	-0.92	
2月6日	0.7667	-0.05	
2月7日	0.7541	-1.65	
2月8日	0.7551	0.13	
2月9日	0.7505	-0.61	

平均收益 = -0.62

收益的标准差 = 0.71%

波幅 $V_t = 1.17\%$

下面我们讨论样本数量与置信区间之间的关系。根据统计学原理,如果 $\{X_1, X_2, \dots, X_t\}$ 服从方差为 σ^2 的正态分布,其样本数量为 N ,样本方差为 S^2 ,则统计量 $(N-1)S^2/\sigma^2$ 服从自由度为 $N-1$ 的 χ^2 分布。由此,我们可以找到 a, b ,使得

$P\{a \leq (N-1)S^2/\sigma^2 \leq b\} = 1-a$, 且 $(N-1)S^2/\sigma^2$ 小于 a 和大于 b 的概率相等,查 χ^2 分布表,得

$$a = \chi^2(1 - \frac{a}{2}), \quad b = \chi^2(\frac{a}{2})$$

$$\therefore P\left\{\frac{(N-1)S^2}{b} \leq \sigma^2 \leq \frac{(N-1)S^2}{a}\right\} = 1-a,$$

$$\text{即} \left[\frac{(N-1)S^2}{b}, \frac{(N-1)S^2}{a}\right]$$

此为 σ^2 在 $1-\alpha$ 置信水平上的置信区间。在上例中,设 $N=5$,可得 $a=0.48, b=11.14$, $S^2=\sigma^2=0.50$,因而实际方差值的置信区间(95%)为 $(0.18, 4.17)$,显然这一区间太宽,该方差估计值没有什么意义。

究竟需要多大的样本容量取决于理论和实践两方面的考虑。如上所述,理论上要求样本个数越多越好,但在实际中,由于计算和统计数据方面的原因,要求这个数不要太大。目前对于这个数值尚没有被统一接受的数值,但一般说样本个数取在 20—30 个之间比较合适。

估计日波幅的另一问题是对样本均值的选取。由于样本均值往往波动很大,而且与标准差一样受样本个数的影响,当样本量过小时,样本均值的置信效果会很差。为克服均值预

表 6.2.5 月波幅的事后估计

日期	日收益	B_1	B_2	B_3	B_4	
8.1	-0.913	0.057	0.328	0.328	-0.942	
8.2	0.451	-0.942	0.990	-0.139	0.221	
8.3	-0.139	0.328	0.057	0.807	-0.139	
8.4	0.114	0.076	0.114	-0.942	-1.985	
8.5	0.076	-0.565	-0.164	-1.985	-0.942	
8.8	-0.070	1.383	0.076	0.807	-0.070	
8.9	0.057	-0.154	-0.388	-0.070	0.444	
8.10	-0.474	-0.139	-0.913	-0.139	0.076	
8.11	0.807	-0.942	0.451	-0.474	-0.164	
8.12	-1.985	0.444	-0.070	-1.985	-0.388	
8.15	-0.154	0.328	0.331	0.114	-0.565	
8.16	0.122	0.331	0.221	-0.139	-0.164	
8.17	0.328	-0.154	-0.139	-0.164	-0.913	
8.18	-0.942	0.122	0.221	-1.985	0.444	
8.19	-0.388	-0.139	-0.942	0.444	-0.942	
8.22	-0.565	-1.985	0.057	-0.139	-0.913	
8.23	0.444	0.328	0.076	-0.913	0.076	
8.24	0.221	-0.164	-0.139	0.328	0.331	
8.25	0.331	0.444	1.383	-0.942	-0.139	
8.26	0.990	0.451	-1.985	-0.388	-0.388	
8.29	1.383	0.057	0.221	0.807	-0.388	
8.30	-0.164		0.114	0.807	0.990	
8.31	-0.139	1.583	0.444	-0.070	0.122	

显然,直接用 23 个数据估计月波幅是远远不够的。我们可通过再抽样,先计算月收益,

步骤如下:

(1)运用靴襻法,使用随机数发生器进行样本再抽样。令 $Q=N=23$,即每组样本中含 23 个样本点。这样产生 500 组新的样本。表 3—4 中 $B_1、B_2、B_3、B_4 \cdots$ 即为新产生的样本的示例。

(2)对每组样本计算月收益,公式为:

$$X_{m,t} = \sum_{i=1}^N X_i, \text{得到}$$

$$X_{m,t}(B_1) = 2.661\%, X_{m,t}(B_2) = 1.121\%$$

$$X_{m,t}(B_3) = -6.050\%, X_{m,t}(B_4) = -6.338\% \cdots$$

(3)产生月收益后,我们再计算标准差和波幅等统计量,最后求得

$$V_{m,t} = 1.65\sigma_{m,t} = 5.390\%$$

这就是我们所要求的月波幅的估计量。

估计月波幅还有个更简单的方法,即运用平方根公式。它的理论前提是服从随机行走模型。如在本例中,我们可以先求日收益标准差。

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^{23} X_i^2} = 0.682\%$$

由平方根公式,求出月收益标准差:

$$\sigma_{m,t} = \sqrt{23} \cdot 0.682\% \approx 3.27076\%$$

$$\gamma_{m,t} = 1.65\sigma_{m,t} = 5.3967\%$$

可以看出用平方根公式与用靴襻法得出的月波幅的估计值是相当接近的。

(三)对波幅和相关系数的预测

用于预测波幅和相关系数的方法有多种,各种方法各有其优劣之处。下面我们首先对这些方法作一概述。

1. 移动平均法(Moving Average)

这种方法又分为简单移动平均法和指数加权移动平均法两种。前者的主要特点是采用固定权重,这使得样本中出现奇点(在该点价格猛然下跌或上升)时,波幅会变动很大,而当该点落出样本之外时,波幅会同样反方向较大变动,这样在包括奇点的一个时期会形成一段波幅“高原”。

指数加权移动平均法是对简单移动平均法的改进,它有两个优点:①由于最近的样本点所占权重最大,因而它可以更快地反映市场的波动情况;②市场产生突变之后,波幅估计值下降会出现较平缓的趋势,并可避免简单移动平均法中当该点掉出样本区间后所引起的波幅值的再次突变(因为此时该点所占权重趋向于零)。

2. 最新的研究方法

最近几年又研究出了许多预测波幅的模型,包括极值法(Parkinson, 1980 年),二步回归分析法(Davidian, Carroul 1987 年)以及更复杂的非线性模型,如 GARCH(Bollersev, 1986 年)模型,随机波动模型(Harvey, 1984 年),甚至将混沌学的理论(Lebaron, 1994 年)也应用进来了。这其中最引人注目的是 GARCH 模型。

GARCH 模型全称为广义自回归条件异方差 (General Autocorrelation Conditional Heteroscedasticity), 它的思想源于 Engle 提出的 ARCH 模型, 目前被广泛用于时间序列变量的研究。在此基础上又出现了各种扩展形式, 如一体化 GARCH 模型, 指数 GARCH 模型 (EGARCH) 等等。

关于 GARCH 模型的预测效果, 不少学者进行了研究。West 和 Cho 在最近的研究中提出, GARCH 模型在进行预测时效果并不显著优于简单移动平均法。在另外一篇论文中, Heynen (1993 年) 提出 GARCH 模型对外汇市场预测能力优于简单随机走动模型, 但当预测时间超过 20 天时, 这种优劣将不再存在。

由于这些新方法在数学上一般比较复杂, 而应用效果却并不很好, 或者只是在某些市场上效果较好, 因此我们在本文中不再详细介绍。下面我们要具体论述的是相对比较简单但效果较好的指数加权移动平均法 (Exponential Weighted Moving Average, EWMA)。

三、利用 EWMA 进行预测

(一) 基础知识

首先, 我们引入衰减因子的概念。

设对于某时间序列, 在 t 期的预测值为:

$$\hat{X}_t = \sum_{j=0}^{\infty} W_j X_{t-j} \quad (7)$$

其中 $W_j = \lambda^j (1 - \lambda)$ ($0 < \lambda < 1$)

则 λ 称为衰减因子 (或折扣系数), 可以看出, $\sum_{j=0}^{\infty} W_j = 1$ 。而在简单移动平均法中, 所有 w_j 的值都相等。

当 λ 值越小时, w_j 在 j 增加时下降的幅度越快, 即离当期越远的过去点在预测中所占的份量越低。因此, EWMA 方法的关键之处在于合理确定 λ 值的大小。

在实际操作过程中, λ 值还影响数据点个数的选取。我们以 Ω_K^∞ 表示第 $t-k$ 期以前所有各期对 t 期预测值的权重之和, 则

$$\Omega_K^\infty = (1 - \lambda) \sum_{j=k}^{\infty} \lambda^j = (1 - \lambda) \cdot \lambda^k \frac{1}{1 - \lambda} = \lambda^k.$$

如果容错水平已定, 为 TL (Tolerane Level), 则所需最小的数据个数

$$K = \log TL / \log \lambda (\because \lambda^k \leq TL) \quad (8)$$

表 6.2.6 中列出了在不同容错水平下, 不同的 λ 值所对应的 K 值。例如, 当 $TL = 1\%$, $\lambda = 95\%$ 时, 运用 EWMA 法至少需要用前 90 天的历史数据才能进行预测。

表 6.2.6 不同 λ 值及 TL 下的 K 值

λ 值	TL=0.00001	0.0001	0.001	0.01
0.85	71	57	43	28
0.90	109	87	66	44
0.95	224	180	135	90
0.96	282	226	169	113
0.97	378	302	227	151
0.98	570	456	342	228
0.99	1146	916	687	458

(二)波幅的预测

根据 EWMA 方法,我们有

$$\hat{X}_t = 1.65 \quad \hat{\sigma}_t = 1.65 \cdot \sqrt{\sum_{i=0}^T W_i \sigma_{t-i}^2} = 1.65 \cdot \sqrt{(1-\lambda) \sum_{i=0}^T \lambda^i \sigma_{t-i}^2}$$

因此,有了以前各期波幅的估计值,我们就可对波幅进行预测。

(三)相关系数的预测

我们先给出相关系数预测值的表达式:

$$P_t = \left[\sum_{n=0}^{N-1} W_n (X_{t-n} \cdot X_{t-n}) \right] / \left[\left(\sum_{n=0}^{N-1} W_n X_{t-n}^2 \right)^{1/2} \cdot \left(\sum_{n=0}^{N-1} W_n Y_{t-n}^2 \right)^{1/2} \right], \text{令}$$

$$\tilde{\sigma}_{xy,t} = \sum_{n=0}^{N-1} W_n (X_{t-n} \cdot Y_{t-n}), \text{当 } N \rightarrow \infty \text{ 时,有}$$

$$\begin{aligned} \tilde{\sigma}_{xy,t} &= (1-\lambda) \sum_{i=0}^{\infty} \lambda^i X_{t-i} Y_{t-i} \\ &= (1-\lambda) [X_t Y_t + \lambda X_{t-1} Y_{t-1} + \lambda^2 X_{t-2} Y_{t-2} + \dots] \end{aligned}$$

$$= (1-\lambda) X_t Y_t + \lambda \tilde{\sigma}_{xy,t-1}$$

同理,令

$$\tilde{\sigma}_{x,t}^2 = \sum_{n=0}^{N-1} W_n X_{t-n}^2, \tilde{\sigma}_{y,t}^2 = \lambda_{y,t-1}^2 + (1-\lambda) 1/t^2$$

我们只须事先计算 $\tilde{\sigma}_{xy,0}, \tilde{\sigma}_{x,0}, \tilde{\sigma}_{y,0}$, 即可计算出相应的 $\tilde{\sigma}_{xy,t}, \tilde{\sigma}_{x,t}, \tilde{\sigma}_{y,t}$, 并求出相关系数的预测值。

(四)最优 λ 值的确定

至今为止,我们并未说明如何确定 λ 值。一个良好的 λ 值应当使得预测误差最小。我们可以通过比较在同一天波幅的预测值和事后的估计值,以其差额作为预测误差 ϵ_i , 而后计算某一段时间内的平均误差 $PMSE = \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \epsilon_i^2 \right)^{1/2}$, 一个市场的最优 λ 值应该使 RMSE 值达

往金融资产管理中的期限不变这一条。

第四节 非线性衍生产品的市场风险

上一节论述了如何测算线性衍生产品的市场风险,同时也看到了这些方法的局限性,即用它们来分析非线性衍生产品的市场风险时效果往往不是很理想。下面我们以欧式期权为例,介绍一下非线性衍生产品市场风险计量的基本思想。

非线性衍生产品的市场风险的评估有两种方法,第一种是从影响其价值的因素出发,通过几个常用的风险分析参数进行评估。第二种方法是运用描述法,通过数学和统计方法产生各种市场可能出现的情况,分析各种情况下衍生产品价值的变动情况,并进而得出其市场风险的分布情况,包括在最差情况下可能出现的最大损失。下面分别介绍这两种方法。

一、参数分析法

我们以期权这一最常见的非线性衍生产品为例。从第二章期权定价模型的讨论可以知道,影响期权定价的五个最主要的因素是:执行价格、相关资产价格、相关资产价格的波幅、剩余时间和利率。我们分别针对这些因素定义了分析衍生工具市场风险的几个重要参数。

(一) Delta(Δ)

即期权价格变动与相关资产价格变动的比率。它表示当相关资产价格发生一个单位的变化时,相应引起的期权价值(期权费)的变动。

对于买入期权来说, Δ 值的取值在0和1之间;而对于卖出期权, Δ 值的取值在-1和0之间。

Δ 值的变动还和剩余期限与相关资产价格的波幅有关。 Δ 值不仅可用来评估期权价值的变动情况,在风险管理中它还可被用来对冲资产价格变化所带来的风险,称为 Δ 保值法。

(二) Gamma(γ)

即 Δ 的变动与相关资产价格变动的比率,它在数学上可理解为期权价值对相关资产价格的二阶偏导。

γ 值在当相关资产价格与执行价格相等时最大,当期权位于价内或价外时, γ 值都相应减少。

与 Δ 值相同, γ 值也受剩余期限与波幅的影响。当剩余期限越长,或波幅越大时, γ 值的变动就越平缓,它在平价时所取的最大值相应较小。

(三) Vega(Λ)

即期权价值变动与相关资产的波幅变动的比率。

当期权位于平价时, Λ 值最大。

(四) Theta(θ)

(3) 令 $Y=A, X$, 则 Y 为相关资产收益矩阵, 它服从多维正态分布 $MVN(O, \Sigma)$;

(4) 产生未来相关资产价格矩阵 $Z=F \cdot e^y$, 其中 F 为预期未来的即期市场价格(远期价格), 显然 Z 服从多元对数正态分布。

(二) 矩阵分解

下面我们以 3×3 协方差矩阵为例, 推导第一步中矩阵分解的公式。

$$a_{ii} = (S_{ii} - \sum_{k=1}^{i-1} a_{ik}^2)^{1/2}$$

$$a_{ij} = \frac{1}{a_{ii}} (S_{ij} - \sum_{k=1}^{i-1} a_{ik} a_{jk}) \quad (j=i+1, i+2, \dots, N)$$

更为一般的, 当协方差矩阵为 $N \times N$ 矩阵时, 矩阵元素的计算公式为:

设

$$\Sigma = \begin{bmatrix} S_{11} & S_{12} & S_{13} \\ S_{21} & S_{22} & S_{23} \\ S_{31} & S_{32} & S_{33} \end{bmatrix}$$

$$A = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{21} & a_{31} \\ 0 & a_{22} & a_{32} \\ 0 & 0 & a_{33} \end{bmatrix}$$

由 $\Sigma = A'A$, 有

$$\begin{bmatrix} S_{11} & S_{12} & S_{13} \\ S_{21} & S_{22} & S_{23} \\ S_{31} & S_{32} & S_{33} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{11}^2 & a_{11} a_{21} & a_{11} a_{31} \\ a_{11} a_{21} & a_{21}^2 + a_{22}^2 & a_{21} a_{31} + a_{22} a_{32} \\ a_{11} a_{31} & a_{21} a_{31} + a_{22} a_{32} & a_{31}^2 + a_{32}^2 + a_{33}^2 \end{bmatrix}$$

根据矩阵相等的定义, 左右矩阵各项相等。

$$S_{11} = a_{11}^2 \Rightarrow a_{11} = \sqrt{S_{11}}$$

$$S_{21} = a_{11} a_{21} \Rightarrow a_{21} = S_{21} / a_{11}$$

$$S_{22} = a_{21}^2 + a_{22}^2 \Rightarrow a_{22} = \sqrt{S_{22} - a_{21}^2}$$

$$S_{31} = a_{11} a_{31} \Rightarrow a_{31} = S_{31} / a_{11}$$

$$S_{32} = a_{21} a_{31} + a_{22} a_{32} \Rightarrow a_{32} = \frac{1}{a_{22}} (S_{32} - a_{21} a_{31})$$

$$S_{33} = a_{31}^2 + a_{32}^2 + a_{33}^2 \Rightarrow a_{33} = \sqrt{S_{33} - a_{31}^2 - a_{32}^2}$$

这里要指出的是 Σ 矩阵分解的前提是 Σ 矩阵必须为对称正定矩阵。

由相关系数矩阵的特性显然可看出它必然对称。另外, 由于我们所求得的 VaR 值必然有 $VaR \geq 0$, 因此相关系数矩阵必然是对称半正定矩阵, 但是我们不能保证它必然是对称正定矩阵。当相关系数矩阵过大时, 往往会违背这一条件或使分解变得复杂。并且当维数过多时, 不仅使模拟工作量大大增加, 而且可能导致不相关变量的引入, 对模拟效果带来一定干扰。因此使用蒙特卡罗方法时选取变量数不宜太多。

(三) 案例分析

下面我们以一份期权资产为例说明如何用上述方法评估其市场风险。

例：假定你是一个美国投资者，在 1995 年 4 月 18 日同时进行以下两笔交易：

(1) 购买面值为 100 万美元(4855000 法郎)的 2 年期法郎零息债券，收益率为 7.147%；

(2) 购买 5 个星期后的法郎/美元卖出期权，协议价格为 1USD = 4.864FF，数额为 871044 美元(4228117 法郎，即第一笔交易的当期市值)。

问题：计算你所承受的月风险价值(1 月 = 5 周)

已知：

表 6.2.7 期权资产风险评估

	月波幅(V)	日相关系数矩阵	
2 年期法郎零息债券	9.628%	1	-0.291
USD/FF	5.144%	-0.291	1

分析：

(1) 我们首先对相关系数矩阵进行分解：

$$\Sigma = [\sigma_{xy}] = \left[\left(\frac{1}{1.65} \right)^2 \rho_{xy} V_x V_y \right] = \begin{bmatrix} 0.0031 & -0.0005 \\ -0.0005 & 0.0109 \end{bmatrix}$$

运用分解公式可得矩阵 A：

$$A = \begin{bmatrix} 0.0553 & -0.0095 \\ 0 & 0.0315 \end{bmatrix}$$

(2) 运用随机发生器产生 2×10000 矩阵，每行满足 $N(0, 1)$ 的标准正态分布。

(3) 利用 $Y = AX$ 产生服从二元正态分布的收益矩阵，所产生向量的示意图和相应的 2 年期法郎债券收益与 USD/FF 汇率收益的分布情况。

这里要注意的是，重复第二步中随机过程，所推导出的收益分布可能是有差异的。

(4) 产生服从二元对数正态分布的价格矩阵 Z，其中 $Z = F \cdot e^y$ ， $F = (0.0715, 0.2056)$ ，得到模拟产生的 10000 种 1 月后 2 年期法郎零息债券和美元/法郎汇率的可能的价格水平的组合。

期权到期，所以其时间价值为零，期权价值由汇率水平决定，直接等于其内在价值，说明在 12 种情形下的资产价值及相应的损益情况。

如此重复计算 10000 种情形下的资产损益情况，然后我们对此进行风险分析，描述了分析后得出的各种损益水平下的概率密度函数和累积分布情况。从累积分布图上看存在 5% 的可能损失超过 3053 美元，因此，该资产 95% 概率水平上的市场风险为 3053 美元。

第五节 其他风险的测量与评估

前面以较长篇幅介绍了金融衍生产品市场风险的测量,与市场风险相比,其他四种风险从形成原因到分布特征都有很大的不同,因此,对这四种风险进行测量和评估时采取的方法也不同。

市场风险是由于衍生产品价值波幅而引起的风险,而市场价格的波动是连续的,并服从一定的统计分布,因此,我们可以从统计假设出发,分析市场风险在不同概率水平下的可能值。但是后四种风险的分布是不连续的,如信用风险,一旦对方出现违约,就将遭受全部损失,不会存在中间状态。这一特征决定了我们在评估后四种风险时,不能采取评估市场风险时所用的统计方法,而往往采用最差情形分析法(Worst Scenario Analysis)。

下面介绍如何对这四种风险进行评估。

一、信用风险

信用风险可分为结算前风险(Pre-Settlement Risk)和结算风险(Settlement Risk)。结算前风险指在结算日之前的某一天由于对方违约而造成的损失,它一般可以用重置成本量度。结算风险指在结算日因对方违约而造成的损失,它等于该合约的全部价值。

在测算和评估信用风险时,最常用的方法是计算信用风险等值(Credit Risk Equivalent)。具体有两种方法。

(一)简单百分比方法(Simple Percentage Method)

即针对不同的生产品和不同信用等级的交易对手,分别设定不同的信用风险比例,用于计算信用风险等值。

信用风险比例设定时要考虑的因素包括:衍生产品种类、合约期限、相关资产价格的波动情况等等。对于场外衍生产品,还取决于对手的信用评级。大的投资银行通常设立专门的部门评定对手信用,在评级时要考虑:

- (1)外界评级。如 S&P, Moody 公司的评级结果;
- (2)交易的时间和交易数量。所涉及合约的期限越长,数量越大,则信用风险也越大;
- (3)第三方保证;
- (4)抵押品。一般按抵押品价值的一定折扣来设定交易额,不同抵押品有不同的折扣比例。并且要根据市场波动随时对抵押品价值进行重估。

确定好合约的信用风险比例后,可以根据下式计算信用风险等值:

信用风险等值 = 合约面值 × 信用风险比例。

(二)重置成本方法(Replacement Cost Method)

重置成本是衡量信用风险的一个重要概念。它是指当交易双方或某一方不履行责任

易时必须对资金需要量和流通量作较保守的估计,以加强机构承受风险的能力。

三、操作风险

操作风险可能造成的损失比其他风险严重,是最主要的风险之一。但它往往被机构所忽视。巴林事件就是很好的一例。

对于操作风险管理的重点在于事前防范和事中监管。

(一)管理层必须确信所采用的计算机系统能保证业务的正常运行

- (1)系统能有效、及时地处理各笔交易;
- (2)系统能提供准确的信息,以便于管理层或交易员进行决策;
- (3)系统的处理能力必须考虑到公司未来的发展情况;
- (4)系统能及时发现错误;
- (5)当所使用的系统出现故障时,必须有相应的应急手段来保证系统正常运行。

(二)更重要的是建立完善的内部管理制度

- (1)明确各个交易员的权限和职责;
- (2)建立互相制约的内部监督机制;
- (3)提高交易员的业务素质,从制度上消除交易员因利益动机铤而走险的因素;
- (4)制定切实可行的盈利目标;
- (5)对交易的准确性和真实性实施监控,等等。

对于操作风险通常很难加以量化,一般我们采用最坏情形分析法进行估测。

四、法律风险

对于法律风险的评估包括事前与事中两个阶段。事前评估是指进行衍生产品交易之前对该笔交易的法律风险进行评估,事中评估指在交易发生后,由于各国政治、经济局势的变化,可能导致立法方面的变化从而相应发生法律风险,因而要随时注意对这一风险变动情况的监督。

评估和管理法律风险的主要内容包括:

(1)分析该笔交易的合法性,即该合约是否在该国法律范围内有效,或交易双方是否有从事该交易的权利;

(2)分析该国法律制度在该合约方面的有关规定,如税收待遇问题,并分析由于这些规定对于机构可能造成的损益;

(3)分析该国的破产法律,即对方一旦破产或违约后可能出现的结果。例如,对于破产后盈余是否可以相抵的规定,就会给公司经营带来相应的影响;

(4)分析该国法律制度可能出现的变动。国家政策的变动,以及对于法规制度的补充,都有可能带来相应的法律风险。因此,进行衍生产品交易时要对市场所在国的政治、法律环境有较清楚的了解,这样才能避免一旦政局变动而可能造成的损失。

第三章 金融衍生产品的风险防范及管理

第一节 对金融衍生工具的风险意识

近些年来,衍生工具投资失控的事件日益增多,因衍生投资而受损甚至倒闭的机构名单在一串串地延长。尤其是近期,在国际国内金融市场上,奥兰治(美)、巴林(英)等一件件严重的衍生投资事故令人怵目惊心,不寒而栗。

这场衍生投资的“浩劫”,在美国还有 P&G 公司因利率调期交易损失 1.57 亿美元;投资银行 K·阿斯公司衍生产品投资中损失 6.3 亿美元;号称“赚钱魔术师”的索罗斯领导下的“量子基金”因对日本金融形势的判断失误而损失 6.5 亿美元……在日本,这样的失败案例有:昭和壳牌石油公司因外汇期货损失 1653 亿日元;鹿岛石油出于同样原因,损失 1525 亿日元;塔泰隆化学工业公司在债券期货上损失 286 亿日元……

其实,之所以有以上这样一串串的名单,一个主要的原因在于这些投资机构的衍生业务风险管理工作中存在这样或那样的问题。而他们在事件发生前,却没有真正地意识到问题的存在,尤其是没有意识到风险管理中存在的问题对机构而言是严重的甚至致命的。例如,就在 1993 年 10 月,当巴林银行与英国 Abbey National 合作投资衍生产品时,巴林兄弟有限公司主席彼得·巴林还自信地说:“衍生产品确实需要加强监管、加深理解,不过,我相信我们正在为此而努力”。

只有活生生的事实才能让机构管理者清醒;是到了好好管管衍生业务风险的时候了!

一、金融衍生产品的风险特点

金融衍生工具是在传统金融工具基础上经过适当安排而衍生出来的,传统的金融工具主要有债券、利息、汇率借贷等等,基于它们而衍生出来的金融衍生工具一般被分为远期、期货、期权、互换等几个主要类别。机构从事传统的金融业务,并非没有风险;而从事衍生业务,根据三十集团的《衍生工具:实践和原则》的说法,其中的风险既不是崭新的,也不是衍生业务所独有的,而是与传统业务中遇到的风险一样的,即:市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等。当然,并不是说衍生业务中的风险毫无新意,毕竟是在衍生业务大发展的今天,才使人们对“金融风险”有了全新的认识。衍生业务较之传统业务,其风险有如下特点:

(1) 风险巨大。由于衍生合约牵涉的金额巨大,一旦出现亏损就将引起较大的震动。典型的衍生投资失败案例的损失数字都是惊人的。

(2) 突然暴发。受损、倒闭的投资机构似乎在一夜之间发生了大雪崩,往往是刚才还好端端的,转眼就成为电视、报纸上的“明星”,成为街谈巷议的新闻。

(3) 风险复杂。金融衍生产品的特性比较复杂,导致了其风险的复杂。通过对基础工具进行各种组合处理,市场中已出现了数量庞大、特性各异的衍生产品。这种处理要求有高深的数学方法并运用电脑技术。大量产品是出自于精通数理的“火箭科学家”之手,这同时也导致了大量金融衍生产品难以为一般投资者所理解,继而明确风险的所在。

(4) 风险集中。美国会计总署的调查资料表明,自 1992 年以来,美国七家最大商业银行的场外金融衍生产品交易量已占全美银行交易量的 90% 以上,五家最大证券公司的交易量占整个证券衍生交易的 87%。业务集中的结果是风险的集中。

(5) 连锁反应。1994 年 12 月 6 日,美国加利福尼亚州南部奥兰治县政府财政基金宣布申请破产保护的消息在国际金融市场掀起轩然大波。8 日,美国股票市场道·琼斯工业股票价格指数猛跌 50 点,9 日,伦敦《金融时报》100 种股票价格指数下跌 36.5 点,东京日经 225 种股票价格指数下跌 201.74 点,香港恒生股票价格指数下跌 279.24 点,美元兑马克、日元汇率分别从 6 日兑马克 1.5724、日元 100.10 下跌到 7 日兑马克 1.5676、日元 99.95。

衍生产品之所以具有上述风险特点,一个重要原因是其杠杆作用原理。市场的参与者只需动用少量的资金即可控制资金量巨大的交易合约,期货交易的保证金和期权交易中的期权费都是这种情况。以期货为例,假设甲在 1993 年 4 月 6 日以 5000 点购进 4 张恒生股票指数期货合约(每张合约的价格等于指数乘以 50,每张合约的保证金数 15000 港元,即 3 百点,则他要支付 60000 港元(即 15000×4) 的保证金。到 4 月 16 日,以 5050 点出售 4 月 6 日购买的恒生指数期货合约,所得利润(未扣经纪商佣金)为 10000 港元(即 $(5050 - 5000) \times 50 \times 4$)。反之,若恒生指数下跌了 50 点,为防止损失过大,他出售合约,则损失是 10000 港元(即 $(4950 - 5000) \times 50 \times 4$)。基础工具只波动了 1%(即 $50/5000$),期货交易利润率或损失率已高达 17%(即 $10000/60000$)。财务杠杆无疑可显著提高资金利用率和经济效益,但是另一方面也无可避免地带来了巨大的风险。

二、如何对待这种风险特点

由于衍生工具风险巨大,不易掌握,给国际国内金融市场造成了较大冲击,许多人开始抱怨金融衍生工具,把一起起衍生风波的责任全部归结到衍生工具本身,有些人甚至认为应取缔衍生工具,以求稳妥。

而实际上,衍生工具正是为了稳妥而诞生的。自 70 年代以来,随着美元的不断贬值,最后导致了固定汇率机制的崩溃和浮动汇率机制的出现。国际外汇市场波动的加剧,给国际货币、资本市场带来了巨大的风险。与此同时,西方经济相继陷入滞胀困境,政府调控经济手段的失灵,促使金融管制的进一步放松,造成了利率的大起大落,使有息金融资产也承受了沉重的风险压力。在此情况下,传统的金融工具已无能为力,市场迫切需要新的金融工具,以达到为金融资本避险保值的目的。以传统金融工具为标的物的衍生工具正是在这种

背景下应运而行的。

在 70 年代金融管制放松的背景下,跨国资本流动越来越成为主流,除了国际产业资本的运动外,大量国际金融资本也通过多种金融投资方式跨国流动,尤其是进入新兴的、陌生的、不确定因素更多的金融市场。巨额的国际金融资本急切地要求有新的金融工具以保障其运动的安全性,这也显著地促进了金融衍生产品交易规模的迅速增长。如股票指数期货的出现就为大量投资基金进入国际证券市场提供了安全保护。

同时,在金融机构进行资产负债管理的背景下,衍生工具业务作为一种表外业务,既不影响资产负债表状况,又能带来手续费等收入。加之金融机构可以利用自身在衍生产品方面的优势,直接进行自营交易,扩大利润来源,使机构对衍生工具的运用由保值进而发展为投机,一连串的金融衍生风险也因此产生了。

从上文我们可以看出,对于金融衍生工具的风险,机构不应回避,况且世界经济发展到今天,这样的风险也是无法回避的。

尽管投资银行在衍生市场上困难重重,但不少分析家仍然认为前途是光明的。有人说,目前的困境预示着现存者光明的未来,低回报率、监管的加强、竞争的加剧使得行业进入成本升高,为新的“入侵者”设置了难以逾越的屏障。又据著名的《机构投资者》(Institutional Investors)杂志对衍生产品中最终使用者的调查显示,尽管在 1994 年遭受重创,仍有 54.7% 的机构投资者和公司财务主管将在 1995 年增加对衍生产品的投资,42.2% 的人保持现状,仅有 3.1% 的人表示要减少对衍生交易的卷入程度。另据一著名风险管理顾问公司的传真调查,78% 的公司利用衍生工具进行货币保值,75% 以上的公司以此规避利率风险,一半以上公司进行商品保值。再据英国《经济学家》(Economists)情报小组对全球管理最佳的国际性企业的 100 位财务主管所进行的调查,有 60% 以上认为企业对衍生工具的运用是行之有效的,并且 95% 以上的企业表示支持衍生工具及其市场的发展。其他一些著名的调查也支持着以上总体的倾向。可见,金融衍生工具本身是被肯定的,关键在于在运用中管好其风险。而出路就在于制定并贯彻落实健全的风险管理体系。

第二节 机构金融衍生业务的风险管理体系

一、作为一个系统的机构风险管理工作

随着投资机构衍生业务量的增大和风险性质的复杂化、严重化,典型的投资机构的风险管理工作已脱离了传统的自发性管理阶段。机构对风险的管理,无论从观念上还是从实际运作上,都已成为一个系统——风险管理系统。可以说,机构管理风险已迈入新的层次——系统的层次。

系统是由相互联系、相互依赖、相互制约、相互作用的机构或过程组成的具有整体功能

的综合行为的统一体。系统需要按一定方式取得,使用、保持和传递能量、物质与信息,同时需要把系统各组成部分有机地结合起来,机构的风险管理就应是这样的一个系统。

1994年7月,巴塞尔银行监管委员会的《衍生业务风险管理指导》中指出,一个机构健全的衍生工具风险管理体系应包括三项基本内容:

(1)董事会和高级管理层的适当监管;

(2)将谨慎的风险限额、健全的风险计量方法和信息系统、持续不断的风险监督和频繁的管理报告有机结合在一起的适当的风险管理过程;

(3)全面的内部控制和稽核程序。

在本书中,机构风险管理系统的框架大体上由组成机构风险管理的各相关部门和在机构风险管理中制定的各项有关制度规章共同组成。

从部门的角度,本书将机构风险管理的具体部门划分为:高层、风险管理部、交易部、结算部、财务部、稽核部、法律部、电脑部等。高层,包括董事会及具体分管风险管理工作的机构级的高级管理人员。虽然在董事会及高级管理人员之间也应有明细的责任权力划分,但本书对此不做详细的讨论,而将此留给各机构视具体情况,参考国际国内的有关文件相机处理。各部门在风险管理中的职权下文将予以详述。

在风险管理运作过程的各个环节,都要有一些相应的制度明确各环节的具体问题和要求,从业人员必须严格地遵照执行这些制度,才能保障机构风险管理工作的顺利进行。根据现代经济学对制度的理解,制度其实是个很广义的概念。例如,为风险管理所设置的机构及各机构的职责就是制度中的一种。在风险管理中对遇到的重要问题采取的处置办法也是制度。本章着重论述风险计量、风险限额、内部控制与稽核等项制度。本章中其他部分关于风险管理的论述,实际也是风险管理制度的组成部分。风险管理问题主要就是风险管理的制度问题。

关于风险管理的过程或程序,本书认为,有了风险管理的部门系统和制度系统,机构风险管理的具体业务运作就形成了机构风险管理的过程或程序。具体地说,这一过程由风险的识别、度量开始,经有效的风险控制系统、资讯系统和内部稽核到重新评价工作,形成一个周而复始的关于机构风险管理的循环流程。因此,风险管理过程或程序是风险管理部门与制度的具体运转。因而,本章着重讨论风险管理各具体部门的责任及有关风险管理的重要制度问题。

二、机构金融衍生业务风险管理的组织结构

(一)机构风险管理

一个机构对风险的管理总体上说可以分为高层和基层两个层次。高层在风险管理中的作用是特殊而重要的,风险管理工作发展到今天,高层已不可能只是风险管理中的橡皮图章,而是风险管理的具体参与者,是一个有自身的责任和权力的职能机构。高层的风险管理意识就是机构的风险管理意识,机构风险管理的成败,很大程度上取决于高层。奥兰治县投资基金和巴林银行的例子说明,一些投资基金已偏离其传统的分散风险的特色,一些金融机构也摒弃传统的稳健作风,转而追求高回报的冒进投资哲学,结果遭致身败名裂。

- (2)建立具体政策文件和工作程序;
- (3)确立清晰的分工和责任制度;
- (4)雇用有经验的专业人员和设立适当的业务操作系统;
- (5)建立独立完善的风险管理单位去度量、控制及报告风险;
- (6)建立合理的风险度量体制;
- (7)建立合理的交易限额制度;
- (8)定期检查风险程度;
- (9)建立充分的“内部控制系统”和“内部稽核功能”;
- (10)经常重新评估审视“风险管理政策”;
- (11)引导管理阶层开展风险管理政策和风险状况的研讨活动;
- (12)法律、税收、会计等事项的安排。

(三)风险管理部

根据三十集团对有关机构的调查,大部分机构都有独立的市场风险管理部门,在尚无独立的风险管理部门的机构中,50%以上计划在近期内设立这样的部门,而对信贷风险管理部门的调查表明,大部分机构都建立有这样的风险管理部门。

独立的风险管理部门设立的必要性来自风险管理工作的日益重要性。前文已述,衍生投资的风险,是传统的风险管理办法所无法承担的。在衍生业务量剧增的今天,即便是没有独立的风险管理部门的机构,也并不说明它们没有管理风险的必要。衍生投资的累累血案已使越来越多的机构设置这样的独立部门,这是机构风险管理的趋势所在。

虽然风险管理工作可以交有关部门,如财务部、稽核部等代为负责,但是,因为风险管理任务的加重和风险管理工作本身与财务、稽核工作性质上的不同,风险管理部门已在许多投资机构中独立存在并发挥着重要的作用。

风险管理部门的一个重要特点就是它的独立性,即它被授权在监督、控制机构风险中能不受干扰地依制度办事,它的建议或要求,也应依制度受到重视、接受和执行。

风险管理部门应与衍生业务的具体操作部门完全分开。负责这项工作的人员要彻底了解机构所从事的所有衍生业务。同时,机构应有足够的激励机制来吸引和稳定能胜任这项工作的专门人才。

1. 风险管理部门的责任

具体地说,风险管理部门的责任有:

- (1)分析各种衍生产品的特性及风险特点;
- (2)测量、报告、监督机构的风险状况;
- (3)提出控制风险的具体办法;
- (4)与其他相关部门一起确定机构风险承受能力及有关的风险管理问题;
- (5)制定风险管理的各项制度,作为高层的风险参谋,策划机构风险管理的各项工作,如部门风险权限、风险计量方法等;
- (6)提出风险管理的改进办法;
- (7)对信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、法律风险等有专门单位和人员负责。

下面再以市场风险为例简单介绍几种风险度量方法。

(1) 合约名义金额和数量法。这是最简单的度量方法, 优点在于简单, 但考察对象不是市场风险的完全合理的代表。

(2) “月/百万”法。这是将合约名义金额以百万为单位表示, 再将合约期限以月为单位表示后的产物。这种方法通常被市场参与者用于度量利率产品的风险。它不能度量基础工具的现金流量的现值, 也忽略了在交易有效期内由于市场因素(如利率)的变化对基础工具的影响。这一方法对于活跃于衍生工具市场的机构来说不应被作为唯一的风险计量方法, 它并非准确的度量工具。

(3) 真实期限法(Duration)。真实期限是证券现金流量到期期限的加权平均。真实期限度量的是金融工具或投资组合的现值对于利率变动的敏感性。真实期限法对于在小幅利率波动下固定收入证券的风险度量是有效的, 但在利率大幅波动的情况下, 该法可能得不出准确的结果。

(4) 基本点价值法(Price Value Basis Point)。这是以真实期限法为基础的度量方法。它度量利率变动一个基本点导致金融工具或组合的价格变化。它对于头寸的敏感性分析很有效。

(5) 风险价值法(Value-at-Risk)。风险价值(VAR)是在一定时期内不利的市场运动情况的特定的概率发生时的预计损失。VAR 可在两个层次上计算: 产品层次或组合层次。为算出 VAR 值, 管理层要决定计算所依据的时间长度、置信度和核准差。这是个主观的决定, 但一旦决定, 在计算衍生活动的 VAR 值时应保持以上几个数值一致。巴塞尔委员会建议使用 99% 的置信度和十天的时间长度。

(二) 风险限额

由整个机构的总风险限额和具体业务活动风险承担指导方针组成的健全的系统是风险管理工作的的重要组成部分。这一系统应对机构承受的风险设置界限, 还应确保那些超出某一预定水平的头寸将及时受到管理层的注意。这一限额体系应与机构总的风险管理工作相一致, 并与资金实力相一致。一个适当的限额体系应使管理层能控制风险暴露情况, 对机会与风险展开讨论, 并能根据高层预先确定的风险容许程度来监视实际风险承担情况。

对机构衍生业务中每种主要风险应设置总的限额。这些限额应与该机构的总体风险度量方法相一致, 并尽可能完全地与机构范围内其他业务活动中发生的同类风险综合起来。这个风险限额体系在合适的地方应能够限额细分到单个的业务岗位。

如果风险限额被超过了, 应告知高层并必须得到被授权的管理人员的许可。关于这些超额头寸对机构或核单位的总体风险承担情况的影响应立即加以讨论。这类超额事件的严重性主要取决于管理层设置限额的方法以及各单个限额相对于机构风险承担能力而言的实际规模。一个机构的风险限额如果比较保守, 则会遇到较多的例外情况; 反之, 这种例外出现得就会少些。

机构总的风险承受程度应由风险管理部、财务部和高层一起根据机构的资本金水平、业务发展战略、衍生工具及市场的产品特性、收入预算的分配、经办人员的专业知识和经验等加以厘定。其他风险限额还有斩仓限额、合同数量限额、分别到期日限额、行政干预限额、可

能损失数目限额等。

风险限额每年要由董事局批准和审核。

下面以市场风险为例,介绍几种常用的风险限额。

(1)名义头寸、合约头寸或总头寸限额。名义头寸、合约头寸或总头寸限额是最基本最简单的风险限额方法。它们提供衍生业务活动量的信息,但不反映价格敏感性和波幅,对于即时的市场风险暴露情况也提供很少的信息。衍生活动的参与者不能把这些限额作为所使用的唯一的限额工具。

(2)止损限额。这种限额是用于避免在某一头寸达到特定水平时的可能损失。一般的原则是,当这些限额达到时,须采取行动或者将其变现或对其进行套期。实际运作中,当一个敞口头寸逼近止损限额时,应与高层联系并对是否采取行动进行商讨。在许多情况下,如果高层认为在预期的持有期限内某一超额头寸经济上可行,那这一超额头寸不必变现。尽管止损限额比头寸限额更严格,但它也不一定被严格地执行。与其他限额相似,它也是前线部门与高层间的一个交流工具。典型的止损限额是一天、一周或一个月内累积的可能损失。当与其他限额一起使用时,止损限额更为有效。

(3)缺口或到期阶段限额。这种限额是通过控制在一定时期到期或重新定价的衍生工具的数量或金额来控制损失。这种限额对利率风险管理(重新定价)和流动性风险管理(到期)比较有用。

与名义限额和止损限额类似,缺口限额在作为其他限额的补充时较为有效,但单独使用时则不够令人满意,因为它不能合理地代表一个特定衍生头寸可能给机构带来的市场风险。

(4)VAR 限额。这种限额能有效地反映特定的衍生业务或衍生组合可能给机构带来的市场风险。在设定这种限额时,管理人员先计算头寸的当期市价,然后用统计模型来估计这种衍生工具在给定的市场因素变化时可能造成的损失。

(5)期权限额。期权市场的参与者应建立特定的期权头寸限额以充分控制期权风险。如对机构在期权市场的卷入程度,管理人员应考虑设立以下限额:Delta、Gamma、Vega、Rho(这些指标的具体含义见前章)。

(三)资讯系统

一个准确、信息量大而及时性强的管理信息系统对于衍生业务的审慎运作来说是至关重要的。相应地,管理信息系统的质量是决定风险管理处理过程的整体有效性的一个重要因素。风险管理的职能部门应监视风险并将风险度量情况报告给适当的高级管理人员和董事会,在交易商的日常运作中,至少每日应将风险暴露情况以及损益情况报告给监督这些业务(但不亲自操作这些业务)的管理人员。在市场条件需要时,这些报告还应该更频繁一些。对其他高级管理人员的报告可以不那么频繁,然而,报告的频度应能保证为这些人提供足够的信息以便他们能判断整个机构不断变化着的风险的实际状况。

管理信息系统应将衍生业务的风险度量从技术性的定量形式转换为某种高级管理人员和董事们易于阅读和理解的形式。因为他们可能不具备衍生业务方面的专业化技术。在向高层报告各种衍生产品风险暴露时,应使用通用的风险度量与限额概念体系。

综合地说,管理信息系统应:

(1)提供即时准确和有意义的资料给各层次的管理及有关人员;

(2)保持资料的完整和可靠;

(3)提供早期警告讯号;

(4)高级管理人员须每天在适当时间审阅和了解机构的交易损益额(P/L)、未平仓净额、未平仓总额。

应该说,资讯系统是一个既有纵向交流(如基层向高层,高层向基层),又有横向交流(基层各职能部门之间)的信息网络。对各职能部门应提供的信息要有相应的规定,如交易部应及时将投资情况报告给相关部门。关于各部门具体应提供的信息,这里就不详细论述了。资讯系统应设备精良、畅通无阻。

(四)内部控制与内部审计

内部控制是风险管理各部门在职能上有分工,做到既互相监督又互相补充、支持,使机构风险管理工作稳健地进行。

内部审计指机构的稽核部门对其他各部门及有关制度进行定期或不定期的检查。

衍生业务的运作政策及有关处理步骤应是机构总体内部控制体系的一个分支,并应完全汇入到例行的日常工作流程之中。一个完善的内部控制系统应有利于形成有成效和高效率的业务运作,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。在确定内部控制是否满足这些目标时,机构应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,以及对诸如审批、确认和调节等控制活动的执行情况。当前线与后方业务部门所用的评价方法或系统存在差别时,调节性的工作尤其显得重要。

在考察各种内部控制方法的过程中,一个重要步骤是考察独立的内部与外部审计人员的审计频度、范围及其发现,并考察这些审计人员对机构的衍生业务活动的审查能力。内部审计人员应定期审计并测试风险管理过程与各种内部控制方法,其审计频度建立在对风险进行仔细评估的基础上。如果发现某些薄弱环节或重要问题,或者在产品领域、模型方法、风险监督过程、内部控制、机构的总体风险状况等方面有重大变化时,应增加内部审计的深度与频度。为加快发展适当的控制方法,内部审计人员应尽可能早地介入产品开发过程。

内部审计人员应能对机构风险管理职能的独立性和总体有效性进行评价。在这一方面,他们应能全面评价风险的度量、报告和限制有关的内部控制方法的有效性。内部审计人员应能评价对风险限额的遵守情况以及向高层报告的信息的可靠性和及时性。

内部审计人员对内部控制方法的合适性的评估涉及到对机构的内部控制系统理解、建档、评价和测试过程。这一评估过程应包括对产品或业务领域的考察,而对业务领域的考察本身则应从评价该业务领域的组织结构开始。特别地,对交易商而言,审计人员应注意核查各种工作职责的分离(特别是在交易人员与内部控制及风险管理职能部门之间),确证有丰富知识并不承担日常交易操作责任的管理人员进行适当的监督,并核实风险管理在内部控制人员和交易人员这两方面存在有不同的报告途径。应该对逐个产品进行考察,作为对机构的衍生业务的组织结构的总体评估的一个补充。

机构应对主要业务活动设立内部控制。例如,对于交易业务的登记和处理,机构应有成文的政策和处理步骤。机构应评估交易对政策的遵守情况,并对业务处理周期(包括结算过

程)进行分析,以确保其登录条目和管理报告的完整性和精确性。为了能评估有关重新计算头寸和建立任何相关的估价准备金的书面的政策和处理步骤的合适性,机构应考察重新计值过程、重新计值的政策和处理步骤的被遵守情况、重新计值频度以及重新计值所用价格(尤其是那些在流动性差的市场上产生并交易的工具的价格)的来源的独立性和质量;还应重新考察与市场风险管理有关的所有重要的内部控制方法,例如头寸与限额对照报告、超限额例外个案情况的审批政策及其步骤。机构还应考察信用状况的审批过程以确保各具体产品的风险都已被适当地把握住了,而且所有交易都遵循了信用审批过程。在这方面,机构应清楚整个机构各种交易对某一特定对手的总体信用风险。

1. 机构内部控制

概括地说,机构内部控制应做到:

- (1)明确树立各阶层人员的权力和责任;
- (2)清晰明确的内部分工;
- (3)完整明确的组织架构;
- (4)详尽的工作手册;
- (5)可靠的交易记录和报告系统。

2. 内部审计

内部审计须以内部控制原则为准绳,做到:

- (1)识别内部控制的弱点和系统上的不足;
- (2)提供改进这些弱点的建议;
- (3)每年最少进行一次审计衍生工具的业务;
- (4)担任审计衍生工具的审计员一定要对衍生工具有足够的认识。

3. 审计程序的内容

- (1)业务运作系统程序和记录的有效性和可靠性;
- (2)内部控制和风险管理的独立性和有效性;
- (3)给董事局和管理人员的报告和报表的可靠性和准确性;
- (4)部门分工;
- (5)营业人员对业务政策和守则的遵照程度;
- (6)风险计算的监管;
- (7)应付突发事件的计划。

四、机构金融衍生业务风险管理的其他重要问题

(一)人事

1. 专业人才

机构必须保证它的衍生业务由足够数量的有相当经验和操作技术及专业学位的专业人员承担。这些专业人员包括进行交易及管理风险的专家,以及对这些专家实行监督的人员和那些负责业务处理、报告、控制和审计等活动的人员。

为建立良好的管理,衍生业务必须由有才干、经过良好训练的有责任心的专业人员承

担。当然,依赖少量的专家也有危险,因此,这些称为专家的管理者不但要了解衍生业务,更重要的是还应有关的相关知识。

衍生业务的支持性部门的工作也是技术性的,它通常比其他金融工具或活动要求更高层一些的专业人才。调查表明,尽管机构对衍生业务前线的人员素质感到满意,但支持性部门的人员素质不高。调查还表明,大多数机构的高层对其衍生业务人才的总体素质充满信心,但其自身缺乏对衍生业务的了解,其他部门对衍生业务的了解也显不足,他们对过份依赖于少数专家感到担忧。

2. 人员的权力

衍生业务从业人员应严格遵照机构关于限额及个人工作责权方面的规定。对于机构而言,则应注意对衍生业务人员的权限做具体的明细的划分。里森身兼交易与结算二任以及超限额操作导致巴林银行倒闭的事实已足以说明这一问题的重要性。同时值得一提的是,即使像人员权力这样一个简单、占不了多大篇幅的问题都足以使一家有几百年历史的机构倒闭,更不用提本章中其他详细探讨的问题了,这说明衍生业务风险管理工作的难度相当大。

3. 人员的薪酬

作为一种总的政策,酬劳政策(尤其在风险管理、控制和高层管理职能中)应以一种充分的独立于交易活动业绩的方式形成,从而避免鼓励过度冒险的潜在诱因。例如:如果工资与衍生证券赢利程度挂钩太紧,就可能会出现过度冒险的情况。里森一案就证明了这一点。

(二)会计制度

国际统一的衍生业务会计标准是令人向往的,而在统一的标准被采纳以前,三十集团向机构推荐了下列会计操作方法:

(1)交易商应对衍生交易以市价计值,每期把价值的变化计入收益。

(2)最终用户应对用于管理风险的衍生业务进行相应的会计处理,以取得在衍生工具和被管理的风险间收入确认的一致性。也就是说,如果被管理的风险是以成本计帐(或者是在提前套期的情况下,收益尚未确认),对用于管理风险的衍生产品价值的变化也应递延到被管理的风险的盈亏损益情况确认之后。或者,如果被管理的风险是以市价计值的,即其价值的变化计入收益,那么管理该风险的工具的会计处理也应采取相应的形式。

(3)最终用户对不合格的风险管理工具应采取市价计值法。

(4)与交易对手之间应收或应付的金额只有在法律许可抵消或抵算协议可执行的情况下才能相互抵消。

如果地方性规定禁止以上方法的使用,三十集团建议将这些方面的情况予以揭示。

衍生业务的会计方法在世界各地差异较大。在有些国家,有地方性的会计标准;在其他国家则没有特定的标准而是发展起来的各种习惯和做法。根据衍生业务的国际性质,应取得某种国际统一的会计处理方法。

(三)美、英国家各自的衍生业务会计处理方法

美、英等国是衍生业务最活跃的国家,因此在发展衍生业务会计标准方面也走在前列,并成为其他国家的榜样,然而,各国的做法却不一样。

动态期权策略以取得双向保护。目的的不同将又一次导致企业间财务报表的不可比性。

当对预期项目进行套期时,也有一些问题。套期会计只要求交易条件已知,并且预期的项目是可能的。然而,这种判断是主观的,更何况,由于交易的实际规模、时间等都是可能变化的,一项套期实际上可能是增加了风险。

目前会计方法的另一局限是,在许多情况下,企业被要求一对一地指定套期工具和被套期项目,也就是说,综合性的套期,即用一个衍生工具对整个机构或资产负债表上所有项目进行套期是不符合套期会计要求的。这可能是因为会计组织不能解决如何将套期工具递延的收益或损失分摊到各个被套期项目中去的问题。

从实务的角度看,排除综合性套期是对企业管理净风险能力的限制,因为一对一地套期可能是非常昂贵的。况且,这种限制与要对企业或经营单位净风险进行估计的规定明显相矛盾。

(5) FASB 的新方法。

最近, FASB 决定尝试新的会计处理方法,这种方法要求企业将衍生交易区分为“交易目的”和“其他目的”两类。企业要对所有衍生交易按市价计值,所有已实现的收益或损失要体现在损益表中,“交易目的”的衍生业务未实现的收益或损失也要体现在损益表中,而“其他目的”的衍生业务未实现的收益或损失将作为权益项目的一个组成部分予以报告,直至该损益实现为止。另外,企业有权选择是否对所有的金融工具都采用这种方法进行报告。这种对衍生业务作“交易目的”和“其他目的”的二分法是在市价计值法的拥护者和历史成本法的拥护者之间的一种妥协处理。

至少从简化的角度看,这种新的会计方法是对现行套期会计的一种改进。它使对风险情况、相关性、套期有效性等的主观判断以及一对一地指定套期关系等问题消失了。同样,由于对交易的分类是企业自主决定的,财务报表的不可比性及操纵收益的可能性仍然存在。例如,如果重新分类是可能的,企业就可以将获利的头寸归入“交易目的”一类,而将损失的头寸归入“其他目的”一类。

从概念上讲,将未实现的损失作为权益项目的减项,使得收益或损失不通过损益表而直接影响权益帐户与基本的会计原则相左。一个可能的解决办法是(如英国所采用的)在普通的净收益之外,报告一种被叫作综合收益(Comprehensive Income)的项目,该项目包括各独立的权益项目组成部分中未实现的损益。这种处理办法使企业与报告使用人间就收益状况相互妥协。

2. 英国的衍生业务会计

在英国,关于衍生业务的会计做法没有专门的规定,但一般认可衍生会计与其基础工具的会计处理保持一致的作法。

《标准会计操作报告》(SSAP)第九条指出期望将股票投资等业务按成本与可实现价值孰低法处理。英国公司法(1985)在期望公司遵守 SSAP 和《财务报告标准》的同时,也允许公司有“真实和公允胜过其他”的权力。这一条款允许公司和集团采取不同于法律要求的会计标准,只要在遵守这些要求时不给会计报表的读者提供一个既不真实又不公允的理解。

英国的衍生会计常常反映出世界性的趋势,在这里,市价计值会计提供了一个与投机交

相匹配,以任何其他目的持有的工具应以公允价值计帐,“允许的替代方法”是对所用金融工具(包括投资和套期)以公允价值计帐。

英国会计准则委员会(Accounting Standards Board)最近(1996年7月18日)就衍生业务会计问题提出了改革建议,其中还包括一种新的衡量衍生业务风险的方法,其目的在于使会计报表的用户能够估计企业因衍生业务和其他金融业务所带来的风险。建议认为,所有金融工具(衍生及非衍生)都应用当前价予以计量。ASB认为衍生业务的信息披露问题也要加强。

3. 机构的信息披露问题

随着交易商和最终用户衍生活动的增加,关于这些业务活动的披露问题受到越来越多的重视。在美国发行或持有衍生工具的公司应该或者实际上被要求要么在财务报表中要么在管理层的讨论和分析中披露它的衍生活动的目的或程度。在1993年的年报中,许多公司自愿地增加其信息披露的程度以满足投资者、贷款人和分析家的需要。

交易商或最终用户应在其财务报表中提供关于其衍生活动的充分信息,以供有关方面了解其参加衍生活动的目的、交易的程度、引起的风险的程度以及怎样进行衍生业务会计处理等信息。在国际统一的会计标准采用以前,三十集团建议对下列信息予以披露:

- (1)管理层对于金融风险的态度、这些工具怎样被使用、风险怎样被监察和控制;
- (2)会计政策;
- (3)资产负债表编表时的头寸情况;
- (4)这些头寸中的信用风险;
- (5)交易商从事金融工具活动的信息。

调查表明财务报表中衍生业务信息披露情况的差异在机构间比所应用的会计政策的差异更大,在地方的标准订立机构采纳统一的信息披露标准前,有提高衍生业务和资金市场工具的交易的信息披露质量的必要。

(1)美国的信息披露。FASB在其声明第119号(衍生金融工具和金融工具公允价值的披露)中提出了衍生业务信息披露的准则(对1994年12月15日以后结束的财务年度有效)。该声明首先要求企业对所有衍生业务头寸的名义总额和合约规定的其他有关条款进行披露。声明也要求企业对衍生业务的信用风险和市场风险进行说明。

同样,企业须将衍生业务区分为“交易目的”和“其他目的”两类。如果是为“交易目的”的,企业必须披露其报告期的平均公允价值和期末的公允价值及损益情况。在其他情况下,企业必须说明持有衍生头寸的目的及用来报告、衡量头寸状况的方法。如果该衍生业务用套期会计处理,企业必须提供被套期项目或交易的说明,并披露递延损益的情况。

在这里,“交易目的”和“其他目的”的区分方法看来是切实可行的。一方面,已有追踪衍生业务市价及损益情况的制度,所以达到规定的要求不会花费过高的成本;另一方面,非金融机构可能没有立等可取的有关信息,所以对它的披露要求得低一些。有研究表明,被抽样的大多数公司都披露了一些衍生业务头寸情况,但有些披露与第119号声明的要求不符。

第119号声明要求对公允市价和名义总额的披露不能是加总的数字,特别地,企业必须清楚名义总额和公允市价代表的是资产还是负债。

这种披露要求的一个问题是,它仅提供年末时点的头寸情况。因为许多衍生业务是高度流动性的,企业可以报告日买进或卖出已有头寸情况,使企业投资者不能了解到企业衍生活动的真实状况。

这种衍生业务披露标准的最大局限是它缺少关于企业衍生头寸风险的数量指标。尽管老练的财务报表用户能从企业衍生业务合约的全面信息中推算出它所承担的利率风险、外汇风险或其他市场风险情况,但现行的披露并没有对信息作出那么具体的要求。在任何情况下,风险计量的任务都由管理当局把握。虽然有些人认为风险估计超出传统会计力所能及的范围,但财务报表看来仍是揭示风险信息最自然而然的地方。对此,FASB认为,由于风险计量手段还不够先进,选择其中任何一种计量办法的好处都不一定超过为遵守它所要花费的代价。

从理论上讲,财务报表的用户希望知道公司未来现金流量的概率分布及任一衍生业务对这种分布的影响,但这种信息在企业这一层次看来是不易取得的。但估计特定资产组合的风险还是可行的和有用的(不仅在报告日,而且在整个报告期)。许多衍生业务的交易者不但追踪衍生头寸的市价而且也追踪它的波幅,或每日计量它的 Delta 值或真实期限(Duration)。FASB 要求的资产组合风险方面的数量化信息越多,人们越有理由期望衡量风险承担情况的有关服务可能产生并可以支付得起。

除了最简单原始的套期业务,人们很难相信企业在没有关于衍生业务引致的风险的数量计量知识的情况下能很好地管理大量的衍生业务。因为要求管理者管理其所进行的衍生业务的风险是合情合理的,要求他披露这些情况也是合情合理的。换句话说,如果管理者不能将与特定衍生业务有关的风险数量化,那么,由他们公司的所有者承受这些风险也是不合适的。

(2)英国的信息披露。在英国没有关于任何信息披露的要求,但一些领先的机构自己按三十集团的建议进行信息披露。当前公司最通常的信息披露体现在其报表的“其他金融承诺”注释中,并常做如下表述:“公司在日常业务中参与了远期合约和其他不影响资产负债表内债务的有关合约承诺。”

当前尚无对现行披露不满的舆论,会计准则委员会最近表示,一个关于衍生业务会计和披露方面的计划正在讨论之中,这将不可避免地将来对信息披露做出要求。

另外,E48 建议对下列信息予以披露:①所持有金融工具的性质和参与程度;②所使用的会计政策和方法;③机构利率风险和信用风险的暴露情况;④金融工具的公允价值;⑤已实现或未实现的损益。

目前英国正在加强衍生业务信息披露工作。

(三)税收

三十集团在其《衍生业务,实践与原则》中建议立法当局和税收权力机构检查并修改那些不利于将衍生工具用作风险管理用途的税务法规。这类不利的税收做法包括在衍生业务盈亏处理上相对于被管理的风险资产、负债的盈亏处理的不一致或不确切。

在许多法制区(如果不是全部的话)应用到衍生业务上的税收处理要一直倒推到这些衍生工具被用作相应的目的之前。这就给这些衍生工具的盈亏如何被征税的确定问题带来了

价格波动正好被其他股票的价格波动全部或部分抵销。

(4) 商品风险。指因商品价格不利运动造成的风险。商品市场通常以价格波幅大、流动性弱为特征,因而使该市场的参与者面临很大的风险。

越来越多的市场参与者正采用 VAR 方法来度量市场风险。这一度量方法适用于在特定时间区段上给定概率的价格变化来计算某一头寸、组合或机构中潜在的盈亏状况。机构应至少每天一次地对交易组合按市价计值并计算市场风险。尽管机构可以使用除 VAR 法之外的各种风险度量方法(参阅本章第二节),但所用的方法应足够精确和严谨,并且,机构应确保此风险度量方法能适当地合并到其风险管理过程中。

机构应将其估计的市场风险与实际情况相比较,特别是任何要进行价格模拟或价格预测的市场风险计算模型的计量结果都应与实际值比较。如果预测与实际结果有较大差别,则应仔细考察用于导出这些结果的前提条件,或者对这些模型作适当修改。

机构应设立与其风险度量方法相应的市场风险限额。这此限额应与高层批准的最大风险限额相一致。这些风险限额应被分配到业务单位和各决策人员,并且,所有有关人员都应应对这些限额有清楚的理解。对超出限额的例外情况应进行监测,管理层应对这些例外情况作出适当处理。在实际中,某些限额体系可以包括一些附加成分,例如止损限额,以及一些在风险控制中可能起重要作用的指导原则。

如果一机构的衍生业务量有限,而且仅限于最终用户水平,则该机构的风险度量系统不必如交易商那么复杂。这种机构的高层应确保能对其衍生业务引起的所有重要风险进行量化、监督和控制。最低限度是,风险管理系统应能对由于利率变化和其他风险暴露以及该机构的总体风险管理中与衍生业务的有效性相关的一些市场条件变化而给该机构的赢利与资本状况带来的可能影响进行估算。

机构未平仓衍生工具的市场值应采取市价计值法,市价应为市场中间价减特别调整项或适当的叫买叫卖价。对市场中间价的调整应考虑未来的成本,如融资成本,停止结帐成本(Close-out),管理成本等。

市场风险管理的有关问题如压力试验、独立的市场风险管理单位等见本章其他部分。下面介绍投资组合风险管理的一个有效方法:风险矩阵。

每一风险矩阵由两个参数构成,下面举例说明。

见表 6.3.1,假定目前恒生指数为 9500 点,波幅为 28%,两项指数不变时,风险为 0,如果恒生指数上升到 9850 点,波幅跌至 22%,投资组合盈利 46.5 万港币,而恒指跌至 9150 点,波幅跌至 22%时,则损失 141 万港元(风险最大)。

表 6.3.1 不同波幅的恒生指数风险矩阵 (单位:千港元)

		恒生指数		
		9150	9500	9850
波幅	22%	-1415	-585	465
	28%	-8500	0	1030
	34%	-290	-590	1610

波幅是统计学中计算每日指数上升或下跌幅度的指标,每年 28% 的波幅是指一年中有 2/3 的时间恒指在 28% 的幅度内波动。

计算矩阵的方法比较复杂,首先考虑参数及参数距离。

参数距离用统计等方法确定,常见的是用 95% 置信区间。如上例,即有 95% 的信心判断恒指每日变化幅度不超过 350 点,也就是说有 95% 的信心判断每日恒指不超过 9850 点,不低于 9150 点。

确定参数及参数距离后,就可分别度量不同情形下投资组合的盈亏了。

至少要用两个矩阵来度量市场风险,即普通参数矩阵与极端参数矩阵。极端参数矩阵(压力试验)是度量非常时期(如 1987 年香港股灾)的市场风险,计算方法相同,但参数距离则大得多(假设恒指下跌 1500 点,波幅升至 70% 以上)。

总之,市场风险管理要做到:

- (1)准确度量未平盘衍生工具的市值;
- (2)制定合理的交易限额;
- (3)设立独立的市场风险管理功能;
- (4)压力试验(定期做);
- (5)准确地报告有关市场风险事项:交易损益表、未平盘净额、未平盘总额等等。

三、信用风险的管理

信用风险是交易对手不履行责任而导致的风险。信用风险存在于一切交易中,场外衍生交易最为严重。在上市产品交易中,若一方破产或不履行责任,中央结算公司会用保证金来弥补损失,保证金不够,还可向会员征收,所以对手风险很小。

与传统金融工具单方信用风险的特点不同,衍生产品的信用责任常常是双边的。如在场外的掉期或期货交易中,买卖双方均有信用责任。但场外的期权交易主要是卖方风险。

机构对结算时和结算前的信用风险都应对所有产品按不同顾客进行评估。

(一) 结算风险

在结算当天,对方违约的风险等于机构将接受的所有现金量或证券的实际价值。

控制结算风险的方法有:

- (1)建立结算风险限额;
- (2)抵算(Netting)协议的安排(只支付抵算后金额);
- (3)通过能减少结算风险的结算系统实行支付,如在美国通过联邦储备帐务系统。

(二) 结算前风险

在结算前,信用风险等于头寸的替代成本加对该衍生工具因市场变化而带来的潜在风险的估计值,其中替代成本的确定应使用当期市场价格计算,或采用一些得到广泛承认的用于结算各类合约未来支付款项的现值(在现行市场条件下)的方法。

结算前风险中,潜在风险的度量比当前风险的度量要更主观一些。它大体上是合约剩余的有效期和合约基础标的物的价格、利率或指数的预期波幅的函数。交易商和衍生业务的主要参与者应通过模拟分析或其他复杂的技术来估算潜在风险。如果设计合理并能适当

(3)第三者保证,可减少信用风险;

(4)抵押品,一般按抵押品(现金除外)价值的一定折扣来设立交易额。折扣比例视不同抵押品而有差别,如以美、英、日国债作抵押,折扣比例很小,交易额可达80%—100%;以优质股票作抵押,折扣可为70%;而以小盘或业绩平平的股票为抵押,则为50%。抵押品价格随市场而波动,必须定期考察,对其价值重估。

(六)独立的信贷风险管理单位

总之,在信贷风险管理中应注意以下几点:

(1)计算方法:合约市值加上合约到期前的潜在风险值;

(2)设立独立的信用风险管理单位;

(3)设立适当的信用风险准备金;

(4)用抵算协议来减低信用风险;

四、流动性风险的管理

机构在衍生业务中面临两种流动性风险:一种与特定产品或市场有关,另一种与机构衍生业务中总的资金状况有关。前者指由于市场深度、广度不够或由于市场突发事件导致机构不能或不能轻易地以原来市价或以接近原来市价的价格将一定头寸对冲或沽售,也叫流通量风险;后者指机构在结算日或在需要追加保证金时无力支付的风险,也叫资金量风险。

1992、1993两年,在美国,人们沉浸在“衍生交易只赢不输”的市场气氛中,在一种被称为组合证券的产品(带有期权、互换等产品的一些特征)上狂热投资。当1994年联储提高利率的产品,一半以上的基金经理企图出售手持衍生品种时,对市场流动性和价格感到失望。1994年底,投资者在奥兰治县被迫出售40—50亿美元的组合证券时,发现脱手十分困难。1995年墨西哥金融危机中,与比索挂钩的组合证券遇到了同样的情况。1992年9月的欧洲汇率机制危机,使有些利率与货币衍生工具停止交易,场内交易的外汇期权和外汇期货的流动性急剧下降。上市产品中,流通量可用每日成交额(未平盘合约)来度量,未平盘合约数越多,流通量也越大,反之则相反。因此,交易前必须观察未平盘合约数量,例如恒生指数期货交易每日成交1.5万张—2万张合约,未平盘合约约为4万—4.5万张。投资机构一般自己设立持仓比例限额,规定投资组合中拥有的每一期货合约数量小于市场每日成交额的若干百分比(如10%),有些交易所也有持仓上限规定。

场外衍生产品的流通量风险较大,流动量通常只由少数几个银行提供。因此,通常在合约中注明对方必须提供流通量,即对手要给出买入价及卖出价,以及两个价格各自的合约数量。必须注意避免与不提供流通量的对手交易,即使对手是著名的机构。投资组合中应设立可投资于场外工具的限额。

1987年股灾爆发,资金需求量远远超过正常情况下的需要量,很多公司短期资金周转不灵,期货交易上无法弥补押金,而交易所或结算公司强制平仓,因价格不利,蒙受巨额损失因而破产。这是资金量风险的典型例子。因此开展衍生业务必须对短期和长期流动资金需要量作保守估计,100万元的投资至少应有300—500万元准备金,在特别情况下可予以流动。

因为两种流动性风险都不一定是衍生业务所特有的,所以,管理层应该在机构总的流动性这一更广的环境下估算这些风险。在设立风险限额时,机构应了解特定市场的大小、深度和流动性,并设立相应的指导原则。

在设立控制流动性风险的指导原则时,机构应考虑其不能涉足某一个或更多市场的可能性,这或者是因为对机构本身信用等级及主要交易对手的信用等级的考虑,或者是因为市场的紧缩状况。在这种时候,机构在管理其市场风险、信用风险和流动性风险方面的灵活性要小一些。如果要开拓场外衍生业务或要对其头寸进行动态套期处理,机构应不断地进入各个金融市场,而且,在市场紧缩时这种需求可能还会增加。机构的流动性计划应反映它转向其他替代性市场(如期货或现货市场)的能力,或为在各种不同情形下继续进行交易而提供足够抵押品或其他信用升级手段的能力。

参与场外衍生市场活动的机构应对与衍生合约提前终止相联系的潜在流动性风险作出估计。衍生业务中的许多标准合约都允许交易对手提出抵押品要求,或在其经历了不利的信用事件或金融状况恶化时提前终止合约。此外,在市场紧缩状况下,客户可能会请求提前终止交易商活动中的某些合约。在这种情况下,衍生业务中负债的机构可能被对方要求提高抵押品或对合同进行提前结算,而这种情况很可能发生在机构面临其他资金与流动性问题的时候。提前终止合约也可能会撇开一些不想要的额外头寸。高层应清楚这些潜在的流动性风险,并应在机构的流动性计划中以及在机构的流动性管理这一更广的环境下考虑解决这些流动性风险的办法。

概括地说,在管理资金量风险时应:

- (1)建立一套详尽的资金调动政策和手册;
- (2)定期检阅和预测资金需求情况;
- (3)建立资金调动限额;
- (4)制定突发应变计划。

在流通量的管理中,应:

- (1)在讨论限额时了解产品性质、市场深度和广度及交易数量;
- (2)分散交易;
- (3)研究不同产品、不同市场之间的相互关系;
- (4)汇报市场的不寻常动态。

五、操作风险的管理

操作风险是指因信息系统或内部控制方面的缺陷而导致意外损失的可能性。引起这种风险的具体原因有:①人为错误(有意或无意);②电脑系统故障;④不完善的内部控制与处理步骤。

由于某些衍生业务的支付结构和计值方法方面的复杂性,有可能会加大这种风险。

最明显的例子是巴林事件。其内部管理不健全、交易员同时又负责结算部门工作,交易员越权投机、超额持仓,却没有引起管理层注意,最终致使银行倒闭。

机构高层应确保有适当的资源(人力的和财力的)支持业务的日常性运作及系统的开发

与维护工作。与其他交易和投资活动一样,这样的支持性部门应为一个独立的单位报告工作,并且应独立地进行管理。系统支持与运作能力的复杂程度应与衍生业务活动量的大小与复杂性相协调。

系统支持与运作能力应容纳所从事的各类衍生业务。这包括对业务单位所进行的交易量进行高效处理和运算的能力,支持复杂交易登录的能力,以及提供精确而及时的数据输入的能力。支撑系统和办公数据库接口系统应提供足够精确的信息,以使交易业务单位管理层和高层能及时监视风险情况。

衍生业务对系统能力的需求应在战略规则过程中作出估计。当前业务量和预测的业务量应与衍生业务的性质以及使用者的期望一并考虑。与其他系统计划相一致,对衍生产品应该有一个成文的应急计划。

由于衍生产品的复杂性及其交易的规模和速度问题,运作单位应能掌握交易的所有细节,识别错误并能准确快速地处理支付或各种资产的转移。这就要求有具有足够知识和经验的足够数量的人员来支持业务单位的操作。管理层应建立适当的员工雇佣和报酬方案,以招收和稳定高素质员工。

系统的设计和需求因衍生业务量大小和复杂程度高低而不同。然而,每一系统都应能提供准确而及时的处理能力,并对风险暴露进行适当监视。运作系统应适应各个机构的特点。业务有限的最终用户与活跃的衍生市场参与机构对自动化运作系统的要求程度各不相同。所有的运作系统和单位都应具有对衍生业务提供适当的处理、结算和控制功能。

机构的业务活动越复杂,越需要建立自动化系统以便适应所进行交易的复杂性、业务量及报告头寸的信息和协调的效率方面的要求。

应将运作性职责、风险暴露的报告及风险监督与交易单位分开,这对内部控制而言是很关键的。对于将每笔业务录入数据库、交易业务的编号、日期和时间的记录形式以及确认和结算过程都应有适当的内部控制。在适当的地方还应有相应的运作控制以解决合约内容的不一致。在这方面,机构应保证交易被尽快地确认。机构应监督固定的交易条款与后来确认的交易条款的一致性。

运作部门,或另一个独立于交易部门的单位应负责保证有规律地在前线和后方数据库之间作适当的协调。这包括对头寸数据、损益数额和逐笔交易细节进行核实。

机构应保证其对衍生头寸计值的各种方法是合适的,并确保这些方法的前提条件也是合理的。机构所选用的定价程序和模型在应用时应保持一致并建有完备的文档。各种模型和支持性统计分析方法在使用之前应进行验证并符合市场状况要求。

机构管理层应确保存在一种机制用于衍生合约文档的确认、维护和安全防卫。机构应设立一处理过程,使高层和法律顾问能通过它对例外文档进行监督、处理和适当审查。机构还应设立已经审批的明文规定衍生业务的文档处理工作的政策及保存和保护重要文档和各种手续(这些手续与法规和内部政策一致)。

尽管运作风险难以量化,但常常能通过检查一系列“最坏情形”或“假设情形”来对它进行估计。例如,出现停电或用于抵押品管理的定价软件中发生错误所带来的风险。运作风险也能通过定期检查各种处理过程、文档要求、数据处理系统、应急方案和其他实际操作方

法来评估。这种检查也许有助于减少控制上出错或失灵的可能性,提高风险控制能力和限额系统的有效性,防止不完善的市场营销方法及对不成熟的新产品、新业务采用。鉴于衍生业务对计算机系统的严重依赖,机构在常规处理之外还应有考虑到潜在问题的工作方案。

操作风险管理中,还有以下问题值得注意:

(1)清楚规定每个交易员的交易范围及限额;

(2)每次交易必须立即向结算部报告,列明已知的所有细节,尤其是对手、数量、种类、价格等等,由结算部单独与对手核对;

(3)在可能情形下使用标准合约,如 ISDA(International Swap and Derivatives Association)制定的不同衍生产品标准合约;

(4)所有交易必须由结算部,而不是交易部报告输入电脑系统,以保证交易的准确性;

(5)财务部必须知道交易的详细资料以拟定盈亏,准备资金。

六、法律风险的管理

法律问题是指合约不能被合法地实施或正确地以文件予以佐证而带来的风险。机构可以通过一些政策来限制和管理法律风险,这些政策应由机构的法律顾问(通常要与风险管理过程中的工作人员进行磋商)起草并且获得高层批准。最低限度地,应有确保交易可实施性的相应指导原则和处理方法。

在进行衍生交易之前,机构应清楚其交易对手有合法和必要的参与衍生交易的规定的权力。除此以外,机构还应确信在一合约中那些规定其与交易对手的衍生业务的条款从法律上说是无懈可击的。

在各笔交易完成之前,机构应充分估计其协议条款的可实施性。一些衍生业务的参与者由于不能弥补因对方违约导致的损失而遭受重大亏损,其原因是法庭判定交易对手的行为超出其权限。机构应确切弄清其交易对手有能力也有权力从事衍生业务,并确保交易对手因这些业务导致的债务是可强制执行的。类似地,机构还应弄清其从交易对方收交的任何保证金和抵押品方面的权利是可行使的并能强制执行。

抵算安排的优点包括减少信用风险和流动性风险,有在现行信用限额内与现有交易对手进行更多业务的潜力以及降低对交易对手的债务担保低押品的要求。机构必须确保其抵算协议有足够的文件予以佐证,而且这些协议已被适当地执行了。只有当抵算协议在所有有关的法制区内均可合法地强制实行时,机构才应按净额监督其信用风险和流动性风险。

机构应了解管理衍生工具的运用的有关税法及其解释,了解这些法律不仅对机构的市场活动来说是必需的,而且,对其自身使用这些产品来说也是必需的。

七、衍生工具风险管理案例:香港上市的衍生认股权证发行人的风险管理

香港联交所上市科接触过那些在香港发行了衍生认股权证的发行人,咨询他们的内部风险管理系统。从他们的回应中得悉所有发行人皆有一个风险管理政策,大部分准备了一定数额的资本,称为风险资本,专门用作衍生工具的买卖。这种风险资本也会按部门、产品甚至交易台再进行划分。对冲方式主要分为与交易对手的安排、上市证券以及实物,一些发

行人亦会参与小量的方向性持仓。

每一个发行人都有一个很清晰的管理架构,而大部分的发行人有正式文件说明买卖衍生工具的目的和买卖此类产品的指引,大多数发行人负责策划、销售和交易以及后勤的部门皆由不同的单位管理。每一类产品或每一个部门的风险上限是由该类产品的波幅、流通量以及其他条件所决定的,而此等限制通常会视乎市场的情况定期地修改或增减,当然也会倚赖大量数学和统计学的方法。交易员的风险情况也不时地受到监察,发行人大都定期检讨、研究、查核和监察衍生工具部的运作。他们对于一些不寻常的价位波动也做了充分准备,尤其是在某一产品临近到期的时刻。

至于资讯技术,他们多数都有不同的电脑系统放于办公室的前台,也就是交易的所在地。和后方基地一样,这些电脑都有保密设施,以防止记录被修改。发行人多使用 Black-Scholes 或二次定价模式来作市场风险的评估,他们也采用 Delta、Gamma、Theta、Vega 及 Rho 作为一些基本的分析变量。有些发行人或许会加进其他的资料。他们用这些工具来监察他们的市场风险,包括跨期风险和对冲产品与原产品的不协调风险。对冲多使用一些在交易所上市的产品,例如股票,和一些在场外交易的产品,有些是在香港买卖,有些则在海外买卖。将衍生产品的价值根据市场的波幅而加以调整是一个很标准的做法,任何时间所冒的风险如果超过高层管理人员所预定的界限,则必须由最高层授权才能从事买卖。他们也会估计当市场出现突然逆转和大幅波动的时候可能面对的亏损。这个方式相信得到了大部分市场参与者的认可,而过去一、两年间有一些财务机构发展了一些市场风险的猜度办法。最有名的就是美国 J. P. Morgan 银行所推介的一种叫做“风险矩阵”(Risk Metrics)的模式。

大部分的发行人也会参与一些方向性的买卖,这是一个很普遍的做法,如果不冒一些市场风险,又怎么能够取得高于一般的利润呢!

因为大部分发行人会大量利用与对手之间的期权合约来对冲发行认股权证的风险,所以他们对于对手的信贷风险非常注重。发行人都有一个独立的对手风险估计部门以确定对每一个对手所愿意承担的风险。他们也设法纳入一些减低信贷风险的措施。从我们所得的资料来看,除了有些情况之下要求对手持有实物外,他们的对手多为一些信贷评分甚高的机构。

第七篇

国际利率、汇率

风险防范及管理

第七篇

第一章 汇率风险及国际利率风险概述

第一节 外汇与汇率概述

一、外汇的涵义和分类

外汇风险属于国际金融的范畴,只有在持有外汇或运用外汇(如以外汇作为结算或清偿手段、交易对象等)时,才有可能产生外汇风险。从这个意义上说,外汇成为外汇风险的母体。

(一) 外汇的涵义

国际货币基金组织曾给外汇下过如下定义:

“外汇”是货币管理当局(如中央银行、货币机构、财政部等)以银行存款、政府债券等形式保有的、在发生国际收支逆差时可动用的债权。但从广义上说,“外汇”通常是指外币和以外币所表示的债权或股权凭证。按照这种定义,外汇包括:

- (1) 外币:包括纸币和金属铸币等;
- (2) 外币支付凭证:包括银行和存款凭证、邮政储蓄凭证和票据等;
- (3) 外币有价证券:包括国库券、政府公债券、公司债券和股票等;
- (4) 其他外汇。

(二) 外汇的分类

如果从不同的角度来分析,外汇可以区分为不同的种类:

1. 自由外汇和记帐外汇

(1) 自由外汇。“自由外汇”是指在国际结算中,为世界各国居民所普遍乐于接受和持有的外汇。一个国家的货币要成为自由外汇,必须具备“可兑换性”这一前提条件,即:可以按一定价格兑换为黄金,可以按一定汇率、不受限制地兑换为其他国家的货币;现在所说的货币可兑换性主要是指后者。

当然,并不是所有国家的货币都能具备可兑换性。目前世界上通行的可兑换货币大多是经济较发达国家的货币,由于这些国家基本取消了外汇管制,加之其对外贸易较发达并具有较强的经济实力和金融实力,所以以这部分货币形式持有的外汇,均可自由兑换成其他国家

货币,或者向第三者进行支付,成为世界各国普遍可以接受的支付手段。

目前大约有 19 种使用频率较高的可自由兑换货币:美元(USD)、日元(JPY)、马克(DEM)、英镑(GBP)、法国法郎(FFR)、意大利里拉(LIT)、瑞士法郎(SFR)、加拿大元(CAD)、澳大利亚元(AUD)、新西兰元(NZD)、港币(HKD)、新加坡元(SGD)、马来西亚林吉特(MRT)、荷兰盾(FL)、瑞典克朗(SKR)、挪威克郎(NKR)、丹麦克朗(DKR)、奥地利先令(ATS)和比利时法郎(BFR)等。

(2)记帐外汇。“记帐外汇”是指在双边记帐贸易中,由贸易协定国双方根据支付协定,将之确定为双边记帐结算手段的外汇。在缺乏自由外汇的情况下,一些国家,主要是发展中国家,往往运用记帐外汇扩大双边贸易。作为记帐外汇的货币通常是贸易协定国某一方的货币,不能自由兑换。记帐外汇只存在于贸易协定国双方互为对方开立的清算帐户上,贸易顺差国不能将结余的记帐外汇提取为现金或用于对第三国支付,只能在以后年度周转使用。

2. 贸易外汇与非贸易外汇

外汇按来源和用途可分为贸易外汇和非贸易外汇。

(1)贸易外汇。“贸易外汇”是指由进出口贸易所收付的外汇。贸易外汇包括贷款及其从属费用。

(2)非贸易外汇。“非贸易外汇”是指除贸易外汇以外,通过其他方面所收付的外汇。非贸易外汇包括:科学技术、文化交流、侨民汇款、铁路、海运、航空、邮电、港口、海关、承包工程、银行、保险、旅游等方面收付的外汇。

3. 即期外汇和远期外汇

外汇按交割期可分为即期外汇和远期外汇。

(1)即期外汇。“即期外汇”又称现汇,是指即期支付的外汇。根据现在国际外汇市场上的惯例,通常把交易约定以后最迟在两个营业日以内进行交割的外汇称为即期外汇。即期外汇又分为电汇、信汇和票汇三种方式。

(2)远期外汇。“远期外汇”又称期汇,是指外汇市场上用以远期付款交割的外汇。也就是说,买卖双方预先按商定的汇价、交易数量和期限,订立外汇买卖合同,到约定的日期进行实际交付。远期交易是一种预约性的交易,从签订合约到实际收付的这段时间叫作交割期,远期交易的交割期通常为 3 个月和 6 个月,最近较长期的远期交易(如 1 年以上)也多起来了。

二、外汇的职能

外汇的职能是伴随国际经济的发展而逐步产生和完备起来的,在当代国际经济中,外汇具有计价尺度、购买手段、储备手段、信用手段、支付手段和干预手段等六种职能。

(一)计价尺度

外汇作为计算和衡量一切商品价值量的尺度,就是执行计价尺度的职能。作为计价尺度的外汇,显然只能是包含在外汇中的外币。

外币执行计价尺度的职能,就是将所衡量商品的价值表现为外币价格。一国的进出口商品若以外币计价,就意味着最终将以外币结算,从而会产生本币与外币或计价结算的外币

同其他外币之间的兑换问题,这就形成了产生外汇风险的动因。

(二) 购买手段

外汇作为购买进口商品及劳务(也有购买国内商品及劳务的例外情况)的手段,就是执行购买手段的职能。

一定量的外汇在作为购买手段时具有多大的购买力,主要取决于两种情况:一是在该外币发行国购买时,取决于该国的物价水平;二是在该外币发行国以外的国家购买时,取决于该外币同购买所在国货币之间的汇率。后者就是可能产生外汇风险的动因之一。

(三) 储备手段

外汇从流通领域退出,作为社会财富的一般代表,被其所有者为满足日后常规的或偶然突发的需要而储存或积累起来,便执行储备手段的职能,形成外汇储备。

按照储备主体的不同,外汇储备又分为私人外汇储备和官方外汇储备,后者属于通称的国际储备的范畴。私人保有外汇储备的目的在于价值贮存、获取较高的增殖率和应付支出等;官方保有外汇储备的目的则在于弥补国际收支逆差。稳定本国货币汇率,应付偶然突发的国际支付及维持本国国际资信等。

外汇在执行储备手段职能的过程中,随时都有可能遭致汇率风险。因此,调整外汇储备的结构,实现不同储备货币的动态优化组合,是外汇风险微观和宏观管理的重要内容。

(四) 信用手段

外汇作为短期、中期或长期贷款,由一个经济实体提供给另一个经济实体,就是执行信用手段的职能。

外汇的信用手段职能,是伴随国际间的信用关系发展到借贷资本运动阶段而产生的。在以商品进出口的延期支付为特征的国际间商业信用继续发展的同时,国际间银行信用和国际间政府信用也蓬勃发展起来,形成了不与国际商品流通直接相联系的独立的国际借贷资本运动。一部分外汇也就相应转化为借贷资本,用于相应的国际信用,从而执行信用手段的职能。

(五) 支付手段

外汇被用于清偿债务,支付利润、利息、股息、红利及单方面赠与时,就是执行支付手段的职能。外汇的支付手段职能起源于国际信用。起初,国际信用仅局限于商业信用,即在国际贸易中,出口商允许进口商延期支付货款。在这种信用关系中,出口商是债权人,进口商是债务人。在赊销期满时,进口商用外汇支付,已不是对所购商品的购买,而是对所负债务的偿付。在国际间银行信用和国际间政府信用问世以后,形成了国际间通过货币资本借贷而结成的新型债权债务关系。债务人用外汇清偿债务,不仅要还本,而且要付息,在这里,外汇的支付手段职能得到了最为充分的体现。

在单方面赠与的场合,即用外汇支付奖金、年金、养老金、遗产继承款、赔款和侨民汇款等,外汇作为支付手段,表现为它是社会财富的一般代表。

外汇在执行支付手段职能时,债务人将承担因外币升值,而蒙受经济损失的外汇风险,因此选择适当的支付货币和支付时机,便成为防范外汇风险的重要内容。

(六) 干预手段

外汇被中央银行作为干预外汇市场、平抑外汇汇率的手段,就是执行干预手段的职能。

在战后以美元为中心的固定汇率制下,根据《国际货币基金协定》的规定,各会员国政府必须确定本币同美元的法定汇率;在外汇市场进行即期外汇交易时,各会员国货币汇率的波动幅度不得超过法定汇率的上下各 1%(到 1971 年 12 月,该限界放宽至法定汇率的上下各 2.25%);如果在外汇市场上某一会员国货币即期汇率的波动幅度突破规定的限界,该国中央银行有义务进行干预。自 1973 年 3 月以来,尽管以美元为中心的固定汇率制已不复存在,各国普遍实行浮动汇率制,但是,由于汇率的剧烈波动会给国民经济带来诸多不良影响和冲击,因此各国政府都不同程度地实行管理浮动汇率制,使汇率稳定在一个相对理想的限界内。

无论是实行固定汇率制还是管理浮动汇率制,都存在中央银行干预外汇市场的问题。为此,一些西方国家正式设立了“外汇平准基金”,专门用以对外汇市场的干预。当外汇市场上外汇汇率上涨,相应为本币汇率下跌时,表明外汇供不应求,相应为本币供过于求。此时,如果中央银行认为必要,就会向外汇市场投放外汇,收购本币,从而一方面增加外汇供给,另一方面扩大对本币的需求,从而使外汇与本币的供求关系趋于均衡,稳定本币的汇率。在这种场合,外汇正是发挥了干预手段的职能作用。

三、汇率的涵义和分类

外汇风险直接产生于汇率运动,从这个意义上说,汇率变动成为外汇风险的动因;要把握汇率风险,就需要对汇率及其运动规律进行较为深入的考察。

(一) 汇率的涵义

所谓汇率,是指一国货币与另一国货币之间的比率,也即一国货币用另一国货币表示的价格。

汇率用在不同的场合,又有不同的称谓:当人们在外汇市场买卖外汇的时候,习惯称汇率为汇价,即外汇的买卖价;当两个国家的货币要进行兑换时,又称汇率为兑换率;当银行对外公布汇率时,又称之为外汇牌价。

计算两国货币的汇率,首先需要确定以哪个国家的货币作为折算标准,这就涉及汇率的标价方法。由于折算标准不同,汇率的标价方法分为直接标价法和间接标价法两种类型。

1. 直接标价法(Direct Quotation)

又称“应付标价法”(Giving Quotation),即用一定整数单位(1、100、10000 等)的外国货币作为参照标准,折算为相应数额的本国货币,也即以本国货币表示外国货币的价格。

在直接标价法下,外国货币的数值固定不变,本国货币的数值随着外国货币或本国货币币值的升降而变动。如某日东京外汇市场上美元兑日元的市场价为 105.60 即:1 美元兑换 105.60 日元。在此标价法下,“1”美元数值不变,折合日元的数值则会随市场的供求而改变,可能变为 106.60,也可能变为 104.60;前者表明外国货币即美元升值,本国货币即日元贬值;后者则恰好相反,表明美元贬值而日元升值。

目前我国和世界其他绝大多数国家和地区都采用直接标价法,以便直接反映本外币的升贬值情况。

2. 间接标价法(Indirect Quotation)

又称“应收标价法”(Receiving Quotation),即用一定整数单位(1、100、10000 等)的本国货币作为参照标准,折算为相应数额的外国货币,也即以外国货币表示本国货币的价格。

在间接标价法下,本国货币的数值固定不变,外国货币的数值则随着市场行情即时变动。如伦敦外汇市场上英镑的市场价为 1.5245,即 1 英镑折合 1.5245 美元。在此标价法下,英镑数值“1”固定不变,而美元数可能变为 1.5345,表明英镑上涨,美元下跌;也可能变为 1.5145,表明英镑贬值,美元升值。

目前只有英国和美国采用间接标价法。

(二)汇率的分类

如果从不同的角度来分析,汇率可以划分为不同的种类:

1. 基准汇率和套算汇率

“基准汇率”(Basic Rate)是指本国货币同国际上某一关键货币之间的汇率。国际上与本国货币相对应的外国货币种类繁多,如果将本国货币与所有外国货币一一相比,据此确定本国货币的汇率,既繁琐又无必要。因此一国在确定汇率时,通常要在所有外币中选择具有在国际结算中使用最多、在外汇储备中所占比重最大、可以自由兑换、为国际社会所普遍接受等特点的外币作为“关键货币”,以确定基准汇率。现在的外汇市场上大多以美元作为关键货币。

“套算汇率”(Arbitrated Rate)是根据各国货币的基准汇率,经过套算而确定的本国货币对其他非关键货币的汇率。例如,人民币的基准汇率为 $US \$ 1 = ¥ 8.7253$,日元的基准汇率为 $US \$ 1 = JP ¥ 105.60$,则人民币对日元的汇率为 $JP ¥ 1 = ¥ 0.08263$,也即 $JP ¥ 100 = ¥ 8.263$,该汇率即为人民币的套算汇率。

2. 买入汇率和卖出汇率

“买入汇率”,又称买入价,是指外汇银行从同业或其他客户(如出口商、旅游部门、侨汇收入者或作空头的外汇投机者等)买入外汇时所依据的汇率。

“卖出汇率”,又称卖出价,是指外汇银行向同业或其他客户(如进口商、出口旅游者、侨汇支出者或作多头的外汇投机者等)卖出外汇时所依据的汇率。

外汇银行在每天公布外汇牌价时,都要同时公布买入汇率和卖出汇率,两者之差,便是外汇银行依据贱买贵卖原则从事外汇交易时的收益率,一般为 1—5% 左右。

一般在新闻媒介报导汇率消息或对汇率做一般性考察时,并不同时使用买入汇率和卖出汇率,而是使用“中间汇率”。中间汇率是买入汇率与卖出汇率的算术平均数,即: $\text{中间汇率} = (\text{买入汇率} + \text{卖出汇率}) \div 2$ 。

此外外汇银行在对外挂牌时,还另外注明现钞的买入价和卖出价。外汇银行在往返运送外国现钞的过程中,涉及运费、保险费、保管费及滞库待运之利息损失等支出,所以外汇银行在制定外币现钞买入价和卖出价时,要将上述费用按一定比率计入。因此现钞买入价要略低于买入汇率,而现钞卖出价则要略高于卖出汇率。

3. 电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率

“电汇汇率”是指外汇银行以电汇方式向顾客买卖外汇时所依据的汇率。所谓电汇,是

指汇出行根据汇款的指标,以电报或电传通知汇入行,委托它向收款人解付汇款的一种汇款方式。电汇的特点是十分迅速,从汇出行收入汇款人的款项到汇入行向收款人支付款项,仅需经历一两天的时间,汇出行难以利用汇款人的资金赚取利息收益,因此电汇汇率最高,即对顾客最不利。现在国际支付多用电讯传递,故电汇汇率为基本汇率,其他汇率都以电汇汇率为基础而确定。一般外汇市场上所公布的汇率,多为银行电汇买卖价。

“信汇汇率”是指外汇银行以信汇方式向顾客买卖外汇时所依据的汇率。所谓信汇,是指汇出行根据汇款人的指示,以信函(邮寄支付委托书)通知汇入行,委托它向收款人解付汇款的一种汇款方式。信汇的速度较之电汇为慢,这是因为信函邮程所需时间比电讯所需时间要长,汇出行可以在邮程期间内利用汇款人的资金赚取利息收益,因此信汇汇率较之电汇汇率为低,即对顾客较为有利。

“票汇汇率”是指外汇银行以票汇方式向顾客买卖外汇时所依据的汇率。所谓票汇,是指汇出行根据汇款人的指示,开具以汇入行为付款人的银行汇票,然后交给汇款人,由其自行寄给收款人或亲自携带交给收款人,收款人凭该银行汇票向汇入行提取款项的一种汇款方式。

票汇按付款期限分为即期票汇与远期票汇。即期票汇是收款人向汇入行提示汇票,要求提款以后,汇入行见票即付的票汇方式;远期票汇是收款人向汇入行揭示汇票以后,汇入行在此后一定期限或某一特定日期付款的票汇方式。与此相对应,票汇汇率也分为即期票汇汇率与远期票汇汇率。即期票汇汇率低于电汇汇率,而与信汇汇率相当,这是因为汇款人将银行汇票寄给或带给收款人的时间要长于电讯的时间,而与汇出行邮寄支付委托书的时间相当。远期票汇汇率比即期票汇汇率还要低,这是因为收款人未向汇入行提取汇款之前,汇出行可以长时间地利用汇款人的资金赚取利息收益,即付款期限越长,汇率就越低。

4. 即期汇率和远期汇率

“即期汇率”又称现汇汇率,是指外汇交易双方进行即期外汇交易,即买卖现汇时所依据的汇率。所谓即期外汇交易(又称现汇交易),是指外汇交易双方成交以后,在两个营业日(不包括成交日)内办理交割的外汇交易。

“远期汇率”又称期汇汇率,是指外汇交易双方远期外汇交易,即买卖期汇时所依据的汇率。所谓远期外汇交易(又称期汇交易),是指外汇交易双方成交以后,并不立即办理交割,而是按照所签订的远期合同规定,在未来约定的日期(一般为1至6个月)办理交割的外汇交易。

外汇银行在对外挂牌时,一般只公布即期汇率,而不直接公布远期汇率,只是公布远期汇率同即期汇率的差价,该差价称为远期差价。远期差价用“升水”、“贴水”或“平价”表示:“升水”即外汇的远期价格比即期价格昂贵;“贴水”表示外汇的远期价格比即期价格低廉;“平价”表示外汇的远期价格同即期价格持平。

即期汇率是即期外汇交易交割时外汇市场上的实际汇率,而远期汇率则是经过事先约定而载入远期合同的汇率,并不是远期外汇交割时外汇市场上的实际汇率。

计算远期汇率,首先需要根据外汇银行贱买贵卖的原则确定远期差价是升水还是贴水以及相应的幅度,然后再以即期汇率为基数,加上或减去远期差价。在直接标价法(或间接

标价法)下,如果远期差价为升水,要在即期汇率上加上(或减去)升水,成为远期汇率;如果远期差价为贴水,则要在即期汇率上减去(或加上)贴水,成为远期汇率。例如,在采用直接标价法的苏黎世外汇市场上,某日某外汇银行的对外挂牌为:即期汇率 $US \$ 1 = SF1.4405 - 1.4415$ 。如果3个月美元升水 $0.0006 - 0.0010$,则远期汇率为 $US \$ 1 = SF1.4451 - 1.4425$;反之,如果3个月美元贴水 $0.0012 - 0.0009$,则远期汇率为 $US \$ 1 = SF1.4393 - 1.4406$ 。又如,在采用间接标价法的纽约外汇市场上,某日某外汇银行的对外挂牌为:即期汇率 $US \$ 1 = JP ¥ 105.98 - 105.08$;如果3个月日元升水 $0.00425 - 0.00415$,则远期汇率为 $US \$ 1 = JP ¥ 105.98425 - 105.08415$;反之,如果3个月日元贴水 $0.0010 - 0.0015$,则远期汇率为 $US ¥ 1 = JP ¥ 105.9790 - 105.0785$ 。

四、汇率制度

汇率制度是有关汇率的确定、变动等的基本原则。一种汇率制度应包括如下几个方面的内容:

- 第一,确定汇率的依据;
- 第二,汇率波动的界限;
- 第三,维持汇率应采取的措施;
- 第四,汇率的调整。

(一)固定汇率制度

固定汇率制度是指汇率基本保持固定不变的汇率制度,即使汇率有所变动,其变动幅度也被约束在一个较小的限界之内。

历史上产生过重大影响的固定汇率制度有两种:一种是金本位货币制度下的固定汇率制度,它出现于19世纪20年代,70、80年代开始流行于世,第一次世界大战前夕崩溃。主要内容包括:

(1)使汇率保持固定的基础是各国货币都规定有一定的含金量,一国货币与另一国货币的含金量之比即是汇率标准;

(2)使汇率保持固定的临界点是客观存在的黄金输送点;

(3)使汇率保持固定的机制是没有人干预的市场机制。

另一种是以美元为中心的固定汇率制度,即布雷顿森林货币制度,它建立于“二战”后的1944年,存在了近30年,于1973年崩溃。主要内容包括:

(1)使汇率保持固定的基础是美元同黄金挂钩,各国货币同美元挂钩;

(2)使汇率保持固定的临界点是国际货币基金组织人为规定的上下限;

(3)使汇率保持固定的机制是有人为干预的市场机制。当前在整个世界上,仍有相当一部分国家采取固定汇率以及与固定汇率相类似的货币制度。这种固定汇率制度与前两种固定汇率制度有着很大的不同,其主要形式包括“钉住单一货币”和“钉住一篮子货币”两种,其中:

“钉住单一货币”是指一国货币和另一国货币挂钩,即将本国货币对该国货币的汇率维持在特定的水平上或特定的范围内;当该国货币对其它货币的汇率发生变动时,本国货币与

这些货币间的汇率也随之变动。例如,为数很多的发展中国家将本国货币的汇率维持在对美元或旧宗主国货币——如法郎等某一种特定货币的特定水平上或特定的范围内。被固定了的汇率称为平价,这些国家的中央银行或货币当局经常以平价买卖那种特定货币,以此来维持平价。

“钉住一篮子货币”是指选定一系列国家的货币,并根据一定的比例将它们组成篮子货币,然后使本国货币和篮子货币维持在特定的水平上或特定的范围内。

以钉住特别提款权为例,特别提款权(Special Drawing Rights, SDR)是国际货币基金组织于 1969 年 6 月创立的一种作为国际储备资产的帐面资产,现在的特别提款权是以特定的比例由五种货币即美元、德国马克、英镑、法国法郎和日元组成的货币篮子。如果某国将本国货币的汇率钉住特别提款权,那么当特别提款权对其它货币如美元、日元、瑞士法郎等的汇率发生变动时,该国货币对这些货币的汇率也将随之发生变动。

(二)浮动汇率制度

浮动汇率制度就是一国货币对外不再规定黄金平价,不再规定汇率波动的上下界限,政府有关部门也不承担维持汇率波动界限的义务。在一般情况下,汇率由外汇市场的外汇供求状况决定。

浮动汇率制度按照具体内容不同,又可以划分为不同的种类:

1. 以官方货币当局是否干预,可以划分为自由浮动和管理浮动

“自由浮动”(Freely Floating)是指一国官方货币当局不对外汇市场进行任何干预,完全听凭汇率在外汇供求关系的自发作用下上下波动。事实上,这种汇率制度只存在于理论分析中,在实际经济运行中,由于汇率变动会对本国经济产生广泛而深刻的影响,因此各国官方货币当局为了维护本国经济利益,往往直接或间接地对外汇市场进行干预,以缓和汇率的波动。

“管理浮动”(Managed Floating)是指一国官方货币当局对外汇市场进行或明或暗、直接或间接的操纵、干预,以期在不影响汇率长期趋势的基础上,缓和汇率的短期波动,避免短期汇率波动给经济带来的不利影响。

2. 按汇率的浮动方式又分为单独浮动和联合浮动

“单独浮动”是指一国货币汇率不与其它国家货币发生固定联系,其汇率根据外汇市场的供求变化单独进行调整。美元、日元和加拿大元等货币的汇率都是单独浮动。联合浮动(Joint Floating)是指若干国家共同组成货币集团,在集团成员国之间实行固定汇率制,对非集团成员国货币则实行同升同降的浮动汇率。例如,1973 年 3 月,法国、联邦德国、荷兰、比利时、卢森堡和丹麦等 6 个共同体成员国(后又增加了英国、意大利、爱尔兰等国)建立了联合浮动集团,即欧洲货币体系,其联合浮动的主要内容包括:

(1)各参加国的货币彼此之间实行固定汇率,外汇市场上即期汇率的波动幅度为官方汇率的上下各 1.125%。如果某一参加国货币的汇率突破这一界限,该国官方货币当局有义务进行干预;

(2)各参加国货币对联合浮动集团以外其他国家货币的汇率共同进行浮动,如果某一参加国的货币在外汇市场上受到抑购或抛售的冲击,其他参加国要联合采取行动,共同进行干

预。

(三) 汇率制度的现状

根据国际货币基金组织的统计,1988 年底其成员国的汇率制度如下:

(1) 固定汇率制:

与美元固定的国家	35 个
与法国法郎固定的国家	14 个
与英镑固定的国家	1 个
与一篮子固有货币固定的国家	30 个
与特别提款权固定的国家	9 个
其 它	5 个
合 计	94 个

(2) 欧洲货币体系成员国为德国、法国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡、爱尔兰、丹麦八国。

(3) 实行浮动汇率制的国家有:美国、日本、加拿大等 39 个国家(此外有作为非国际货币基金成员国的瑞士)。其中,巴西、哥伦比亚、秘鲁和葡萄牙采取了按照通货膨胀率等特定经济指标变化而变更汇率的方式。

(四) 世界汇率制度

世界汇率制度的现状表明:

(1) 通常所说的 1973 年后世界进入了浮动汇率时代,并不意味着进入的是自由浮动汇率时代,也不是说所有国家都实行了浮动汇率制。只是由于当今国际性的重要货币全都包括在全面地或部分地采取浮动汇率制的货币中,特别是处于国际关键货币地位的美元、日元、德国马克与其它主要货币之间是浮动汇率制,所以浮动成为现在国际货币体制的最大特征。

(2) 现在的浮动汇率制度基本上都是管理的浮动制,即并不是完全仅以市场动向决定汇率,官方货币当局可以按照汇率的状况干预市场。但是,干预的目的和方法并没有一定的规则,是否进行干预和如何进行干预是根据当时各国当局的判断进行的。

(3) 发达国家和绝大多数发展中国家选择的汇率制度是很不相同的。发达国家多选择管理浮动或联合浮动,发展中国家多选择各种钉住汇率制。主要原因是浮动汇率制对发展中国家,特别是比较落后的发展中国家来说弊多利少。因为浮动汇率使国际经济交往中的外汇风险大大增加,而大多数发展中国家又不具备发达的金融市场、特别是外汇市场可用以降低外汇风险;实行浮动汇率,因多数发展中国家国际收支经常处于逆差状态,必然出现本币不断贬值的趋势,从而降低对外资的吸引力,还会加重对外债务负担。此外,因多数发展中国家出口多为初级产品,需求价格弹性不足,因此浮动汇率对这些国家国际收支的调节作用也不大。

第二节 汇率风险

一般地,汇率风险指在不同币别货币的相互兑换或折算中,因汇率在一定时间内发生始料未及的变动,致使有关国际金融主体其实际收益与预期收益或实际成本与预期成本发生背离,从而蒙受经济损失的可能性。

由该定义可见,汇率风险的风险因素是在一定时间内不同币别货币的相互兑换或折算;汇率风险的风险事故是汇率在一定时间内发生始料未及的变动;汇率风险的风险结果是有关国际金融主体其实际收益与预期收益或实际成本与预期成本发生背离,从而蒙受经济损失。具体就汇率风险的风险因素而言,一定时间内不同币别货币的相互兑换或折算概括了两种截然不同的行为。不同币别的货币相互兑换是一种交易行为,发生于外汇市场,有关国际金融主体须实际交割所相互兑换的货币。而不同币别货币的相互折算是一种会计行为,发生于跨国公司的母公司与子公司对财务报告做会计处理,有关国际金融主体只是将以子公司当地货币计值的资产负债和损益转换为以母公司所在国货币计值。不同币别的货币之所以相互兑换,从一国的角度分析,是因为该国居民从事了对外商品与劳务贸易、对外货币资本借贷、涉外直接投资或外汇买卖业务。而不同币别的货币之所以相互折算,则是由跨国公司的母公司与子公司合并财务报告所需求的。正是由于不同币别货币的相互兑换与相互折算存在这样的区别,决定了各自的风险结果亦迥然不同,并使之成为对汇率风险在类型上进行细分的一个客观依据。

一、名义汇率风险与实际汇率风险

从风险事故入手进行考察,可以将汇率风险细分为名义汇率风险与实际汇率风险。

如前所述,汇率风险的风险事故是汇率在一定时间内发生始料未及的变动。而发生始料未及变动的汇率,根据经济分析的需要,被区分为名义汇率与实际汇率。名义汇率,亦即上文提及的现实汇率,是指在现实经济世界中存在的,为不同币别货币的相互兑换或折算所实际使用的汇率。例如,外汇指定银行或商业银行逐日报出的买入汇率与卖出汇率,外汇市场上每日的开盘汇率与收盘汇率,等等,均为名义汇率。实际汇率是指以“购买力平价”为理论基础,根据名义汇率和有关国家物价指数计算出来的,能够近似反映出前述理论汇率水平的,被主要用于分析汇率与国际收支中经常项目收支之间关系的汇率。设名义汇率为 R_E^* , 实际汇率为 R_E , 本国物价指数为 $\overline{P^D}$, 外国物价指数为 $\overline{P^F}$, 则实际汇率的计算公式为:

$$R_E = \frac{R_E^* / \overline{P^D}}{1 / \overline{P^F}}$$

仅就定义进行分析,名义汇率与实际汇率就存在两点本质区别:其一,名义汇率是现实存在的,因此是可以直接观测到的,而实际汇率则是计算出来的,因此不能直接观测到,只能

根据计算结果予以把握;其二,名义汇率可以为不同币别货币的相互兑换或折算所实际使用,而实际汇率则只能用于有关经济分析。

鉴于发生始料未及变动的汇率存在名义汇率与实际汇率之别,汇率风险的风险事故亦就必然存在本质区别,据此可以将汇率风险细分为名义汇率风险与实际汇率风险等两种具体形态。名义汇率风险是风险事故为名义汇率在一定时间内发生始料未及变动的汇率风险。实际汇率风险是风险事故为实际汇率在一定时间内发生始料未及变动的汇率风险。

名义汇率风险与实际汇率风险之间的分野除在于风险事故的本质区别以外,从根本上来说,还在于名义汇率与实际汇率之间的本质区别。首先,由于名义汇率是现实存在的,可以直接观测到,而实际汇率是计算出来的,不能直接观测到,因此,风险的风险事故和风险结果可以直接表现出来,有关国际金融主体能够直接进行观测和把握,而实际汇率风险的风险事故和风险结果却不能直接表现出来,只有通过专业经济分析人员对之进行计量才能得以把握。其次,由于名义汇率是现实存在的,为不同币别货币的相互兑换或折算所实际使用,而实际汇率是计算出来的,只用于有关经济分析,因此,作为名义汇率风险风险结果的经济损失,在用某种货币单位予以计量时,只能得出一个数额,并可以通过会计帐面确切地反映出来,而作为实际汇率风险风险结果的经济损失,则会因专业经济分析人员根据不同的分析目的而选择不同的物价指数予以计量,诸如选择零售物价指数或批发物价指数,含有劳务的物价指数或不含有劳务的物价指数,等等,以某种货币单位表示出的计量结果便会有多个数额,这些数额无须亦不可能在会计帐面上确切地反映出来。

由于名义汇率风险与实际汇率风险存在上述区别,有关国际金融主体在汇率风险管理的实践中,一般只针对名义汇率风险进行管理。尽管如此,从实际汇率风险的角度对有关国际金融主体所承受的汇率风险进行分析,对于全面把握汇率风险对有关国际金融主体的影响仍是十分必要的。有鉴于此,下文在考察从其他角度认识的汇率风险的具体形态时,将分别融进对名义汇率风险与实际汇率风险的分析。

二、交易风险与折算风险

从风险因素入手进行考察,可以将汇率风险细分为交易风险与折算风险。

如前所述,汇率风险的风险因素是在一定时间内不同币别货币的相互兑换或折算。而不同币别货币的相互兑换与相互折算又是两种性质和起因均不相同的行为。有鉴于此,便可以将汇率风险细分为交易风险与折算风险。

(一)交易风险及其本质特征

交易风险是指在以外国货币作为媒介或载体的经济交易所引致的不同币别货币的相互兑换中,因汇率在一定时间内发生始料未及的变动,致使有关国际金融主体其实际收益与预期收益或实际成本与预期成本发生背离,从而蒙受实际经济损失的可能性。

交易风险的风险因素是不同币别货币的相互兑换,而不同币别货币的相互兑换是由以外国货币作为媒介或载体的经济交易所引致的。一方面,不同币别货币的相互兑换不是孤立存在的,而是由于发生某些经济交易而出现的。而且这些经济交易不是一国的国内经济交易,而是其对外或涉外经济交易,具体包括对外商品与劳务贸易、对外货币资本借贷、涉外

直接投资和外汇买卖。另一方面,这些经济交易须以外国货币作为媒介或载体。其中,对外商品与劳务贸易须以外国货币计价结算,对外货币资本借贷须以外国货币计值清偿,涉外直接投资须以外国货币计算投资本金和利润,外汇买卖则自然就是买卖以可自由兑换的外国货币所表示的自由外汇。否则,即使这些经济交易是一国的对外或涉外经济交易,却不以外国货币作为媒介或载体,则仍然无须进行不同币别货币的相互兑换,交易风险的风险因素相应亦就不复存在。

这里需要说明,从事对外商品与劳务贸易的进口商与出口商,从事对外货币资本借贷的债务人与债权人,从事涉外直接投资的受资方与出资方,从事外汇买卖业务的商业银行,均为前面定义中所给出的承受交易风险的国际金融主体。虽然它们中有些直接就是对外或涉外商业行为主体,但是,由于它们均要相应从事不同币别货币的相互兑换这种属于国际金融范畴的活动,因此,本书在这一意义上将它们统一冠以国际金融主体的称谓。

鉴于交易风险的风险因素是由上述四种以外国货币作为媒介或载体的经济交易所引致的,而且在这四种不同的经济交易背景下,交易风险的表现形式与具体内容亦各不相同,因此,为深入认识交易风险及其特征,下面便有必要结合这四种不同的经济交易背景对交易风险作具体分析。

1. 从对外商品与劳务贸易背景下的交易风险来看

在对外商品与劳务贸易背景下,交易风险的表现形式与具体内容是:①风险因素是由对外商品与劳务贸易以外国货币计价结算所引致的。②受险时间是由对外商品与劳务贸易成交而签订合同的签约日至对外商品与劳务贸易结算的结算日。③风险因素在于进口商要以本国货币或其他外国货币购买计价结算的外国货币,以用于进口支付,出口商要将所收入的计价结算的外国货币兑换为本国货币或其他外国货币,以用于国内支付或应付其他需要。这种不同币别货币的相互兑换在签约日便产生了客观需要,至迟到结算日便要实际进行。④风险事故有两种情形:一是对进口商而言,计价结算的外国货币对本国货币或其他外国货币的汇率在受险时间内上涨;二是对出口商而言,计价结算的外国货币对本国货币或其他外国货币的汇率在受险时间内下跌。⑤风险结果相应亦有两种情形:一是进口商在结算日购买计价结算的外国货币时所实际付出的本国货币或其他外国货币的数额,要多于在签约日所预期付出的本国货币或其他外国货币的数额,从而蒙受多付本国货币或其他外国货币的经济损失;二是出口商在结算日兑出计价结算的外国货币时所实际收入的本国货币或其他外国货币的数额,要少于在签约日所预期收入的本国货币或其他外国货币的数额,从而蒙受少收本国货币或其他外国货币的经济损失。

下面结合具体案例,分别从计价结算的外国货币对本国货币或其他外国货币的名义汇率与实际汇率发生变动等两个角度,对对外商品与劳务贸易背景下的交易风险进行考察。

(1) 商品劳务交易风险案例一:

法国某公司从美国进口一批商品。双方于某年1月1日正式签订合约。合约规定,以美元计价结算,货价为200万美元,结算日期为同年10月1日。美元对法国法郎的即期汇率在1月1日为USD/FRF=6.7125,到10月1日上涨为USD/FRF=7.0481,上涨幅度为5%。

从美元对法国法郎的名义汇率上涨的角度进行分析,按签约日的即期汇率,法国公司要购买 200 万美元,仅需付出 1342.5 万法国法郎,而按结算日的即期汇率,则需实际付出 1409.62 万法国法郎,从而蒙受多付 5% 法国法郎的经济损失。

从美元对法国法郎的实际汇率上涨的角度进行分析,则会有三种情形:①如果从签约日到结算日美国的物价上涨指数与法国的物价上涨指数相同,则美元对法国法郎实际汇率的上涨幅度与其名义汇率的上涨幅度相同。法国公司所实际蒙受的经济损失便为其多付 5% 法国法郎的经济损失。②如果从签约日到结算日美国的物价上涨指数低于法国的物价上涨指数,例如低 2%,则美元对法国法郎实际汇率的上涨幅度低于其名义汇率的上涨幅度,即低 2%。这意味着,法国公司进口商品的国内售价相对提高 2%,从而给该法国公司带来 2% 的经济收益,这对其多付 5% 法国法郎的经济损失是一种抵销。由此看来,该法国公司仅实际蒙受 3% 的经济损失。③如果从签约日到结算日美国的物价上涨指数高于法国的物价上涨指数,例如高 2%,则美元对法国法郎实际汇率的上涨幅度高于其名义汇率的上涨幅度,即高 2%。这意味着,法国公司进口商品的国内售价相对降低 2%,从而给该法国公司进一步带来 2% 的经济损失。该 2% 的经济损失与多付 5% 法国法郎的经济损失之和,便为该法国公司所实际蒙受的经济损失。

(2) 商品劳务交易风险案例二:

中国某公司向英国出口一批商品。双方于某年 3 月 1 日正式签订合约。合约规定,以英镑计价结算,货价为 100 万英镑,结算日期为同年 12 月 1 日。根据当时的外汇管理体制,该公司可获得 25% 的外汇留成,但留成的外汇只能是美元,这就需要将英镑兑换为美元。英镑对美元的即期汇率在 3 月 1 日为 $\text{GBP/USD}=1.7465$,到 12 月 1 日下跌为 $\text{GBP/USD}=1.6417$,下跌幅度为 6%。

从英镑对美元的名义汇率下跌的角度进行分析,按签约日的即期汇率,中国公司兑出 100 万英镑,可以收入 174.65 万美元,相应获得 43.66 万美元 ($\text{USD}174.65 \times 25\%$) 的外汇留成,而按结算日的即期汇率,则只能实际收入 164.17 万美元,相应获得 41.04 万美元 ($\text{USD}164.17 \times 25\%$) 的外汇留成,从而蒙受少收 6% 美元的经济损失。

从英镑对美元的实际汇率下跌的角度进行分析,可以区分为三种情形:①如果从签约日到结算日英国的物价上涨指数与美国的物价上涨指数相同,则英镑对美元实际汇率的下跌幅度与其名义汇率的下跌幅度相同,中国公司所实际蒙受的经济损失便为其少收 6% 美元的经济损失。②如果从签约日到结算日英国的物价上涨指数高于美国的物价上涨指数,例如高 1%,则英镑对美元实际汇率的下跌幅度高于其名义汇率的下跌幅度,即高 1%。这意味着,中国公司所收入的美元的购买力相对于英镑的购买力提高 1%,这对该中国公司少收 6% 美元的经济损失是一种抵销。既然如此,该中国公司亦就仅实际蒙受 5% 的经济损失。③如果从签约日到结算日英国的物价上涨指数低于美国的物价上涨指数,例如低 1%,则英镑对美元实际汇率的下跌幅度低于其名义汇率的下跌幅度,即低 1%。这意味着,中国公司所收入的美元的购买力相对于英镑的购买力降低 1%,从而给该中国公司进一步带来 1% 的经济损失。因此,该中国公司所实际蒙受的经济损失便是该 1% 的经济损失与少收 6% 美元的经济损失之和。

需要指出,虽然这里仅结合对外商品贸易的案例对对外商品与劳务贸易背景下的交易风险进行了分析,但是,这种分析及其结论对对外劳务贸易是同样适用的。因此,为简化分析,这里便不再选取对外劳务贸易的案例。

2. 从对外货币资本借贷背景下的交易风险来看

以对外货币资本借贷为背景,交易风险具体表现为:①风险因素是由对外货币资本借贷以外国货币计值清偿所引致的。②受险时间是由对外货币资本借贷正式开始的借入日或贷出日至对外货币资本借贷实际终止的清偿日。③风险因素在于债务人要以本国货币或其他外国货币购买计值清偿的外国货币,以用于还本付息,债权人要将在本金和利息项下收回的计值清偿的外国货币兑换为本国货币或其他外国货币,以应国内外业务之需。这种不同币别货币的相互兑换在借入日或贷出日便产生了客观需要,在清偿日便要实际进行。④风险事故存在两种情形:一是对债务人而言,计值清偿的外国货币对本国货币或其他外国货币的汇率在受险时间内上涨;二是对债权人而言,计值清偿的外国货币对本国货币或其他外国货币的汇率在受险时间内下跌。⑤风险结果相应亦存在两种情形:一是债务人在清偿日购买计值清偿的外国货币时所实际付出的本国货币或其他外国货币的数额,要多于在借入日所预期付出的本国货币或其他外国货币的数额,从而蒙受多付本国货币或其他外国货币的经济损失;二是债权人在清偿日兑出计值清偿的外国货币时所实际收入的本国货币或其他外国货币的数额,要少于在贷出日所预期收入的本国货币或其他外国货币的数额,从而蒙受少收本国货币或其他外国货币的经济损失。

下面分别从计值清偿的外国货币对本国货币或其他外国货币的名义汇率与实际汇率发生变动等两个角度,通过案例分析,对以对外货币资本借贷为背景的交易风险予以说明。

(1) 外币资本借贷交易风险案例一:

中国某金融机构于某年 1 月在日本东京发行一笔债券。债券计值货币为日元,发行总额为 100 亿日元,年利率为 8.7%,期限为 12 年,到期还本付息总额为 204 亿日元。根据当时的外汇管理体制和其他具体情况,该金融机构到期清偿日元借款时,需要用美元购买日元。日元对美元的即期汇率在借入日为 $\text{JPY/USD}=0.0045$,到清偿日上涨为 $\text{JPY/USD}=0.0091$,上涨幅度为 102%。

从日元对美元的名义汇率上涨的角度进行分析,中国金融机构要购买 204 亿日元,根据借入日的即期汇率测算,只需付出 0.918 亿美元,而根据清偿日的即期汇率计算,则需实际付出 1.8564 亿美元,从而蒙受多付 102% 美元的经济损失。

从日元对美元的实际汇率上涨的角度进行分析,会呈现出三种情形:①如果从借入日到清偿日日本的物价上涨指数与美国的物价上涨指数相同,则日元对美元实际汇率的上涨幅度等于其名义汇率的上涨幅度,中国金融机构所实际蒙受的经济损失便为多付 102% 美元的经济损失。②如果从借入日到清偿日日本的物价上涨指数低于美国的物价上涨指数,例如低 52%,则日元对美元实际汇率的上涨幅度低于其名义汇率的上涨幅度,即低 52%。这意味着,中国金融机构所付出的美元的购买力相对降低 52%,所购买的日元的购买力相对提高 52%。这种以购买力相对降低的货币去购买购买力相对提高的货币的结果,是在相应的程度上抵销该中国金融机构多付 102% 美元的经济损失,从而该中国金融机构所实际蒙

受的经济损失仅为 50%。③如果从借入日到清偿日日本的物价上涨指数高于美国的物价上涨指数,例如高 8%,则日元对美元实际汇率的上涨幅度高于其名义汇率的上涨幅度,即高 8%。这意味着,中国金融机构所付出的美元的购买力相对提高 8%,所购买的日元的购买力相对降低 8%。这种以购买力相对提高的货币去购买购买力相对降低的货币的结果,是给该中国金融机构进一步带来 8%的经济损失,从而该中国金融机构所实际蒙受的经济损失便高达 110%。

(2) 外币资本借贷交易风险案例二:

德国某商业银行于某年 6 月向美国一家公司提供一笔贷款。贷款计值货币为美元,贷款金额为 500 万美元,年利率为 10%,期限为 6 个月,到期还本付息总额为 525 万美元。美元对德国马克的即期汇率在贷出日为 $USD/DEM = 1.8620$,到清偿日下跌为 $USD/DEM = 1.7317$,下跌幅度为 7%。

从美元对德国马克的名义汇率下跌的角度进行分析,德国商业银行要兑出 525 万美元,根据贷出日的即期汇率测算,可以收入 977.55 万德国马克,而根据清偿日的即期汇率进行实际兑换,则只能收入 909.14 万德国马克,从而蒙受少收 7%德国马克的经济损失。

从美元对德国马克的实际汇率下跌的角度进行分析,不外乎存在三种情形:①如果从贷出日到清偿日美国的物价上涨指数与德国的物价上涨指数相同,则美元对德国马克实际汇率的下跌幅度等于其名义汇率的下跌幅度,德国商业银行所实际蒙受的经济损失便为少收 7%德国马克的经济损失。②如果从贷出日到清偿日美国的物价上涨指数高于德国的物价上涨指数,例如高 3%,则美元对德国马克实际汇率的下跌幅度高于其名义汇率的下跌幅度,即高 3%。这意味着,德国商业银行所收入的德国马克的购买力相对于美元的购买力提高 3%。这就在相应的程度上抵销了该德国商业银行少收 7%德国马克的经济损失,从而该德国商业银行所实际蒙受的经济损失仅为 4%。③如果从贷出日到清偿日美国的物价上涨指数低于德国的物价上涨指数,例如低 3%,则美元对德国马克实际汇率的下跌幅度低于其名义汇率的下跌幅度,即低 3%。这意味着,德国商业银行所收入的德国马克的购买力相对于美元的购买力降低 3%,从而给该德国商业银行进一步带来 3%的经济损失,相应该德国商业银行所实际蒙受的经济损失便总共达到 10%。

3. 从涉外直接投资背景下的交易风险来看

涉外直接投资内含两种双向对流的直接投资活动:一是本国居民作为受资方接受来自外国的直接投资;二是本国居民作为投资方向外国进行直接投资。以这两种涉外直接投资为背景,交易风险具体表现在:①风险因素是由涉外直接投资以外国货币计算投资本金和利润所引致的。②受险时间是由涉外直接投资正式开始的投资日至支付或收回投资本金和利润的支付日或收回日。③风险因素在于受资方要以本国货币或其他外国货币购买计算投资利润的外国货币,以支付投资利润,投资方要将体现投资本金和利润的东道国货币兑换为本国货币或其他外国货币,以应国内外业务之需。这种不同币别货币的相互兑换在投资日便产生了客观需要,在支付日或收回日便要实际进行。④风险事故具体有两种:一是对受资方而言,计算投资利润的外国货币对本国货币或其他外国货币的汇率在受险时间内上涨;二是对投资方而言,计算投资本金和利润的东道国货币对本国货币或其他外国货币的汇率在受

险时间内下跌。⑤风险结果相应亦有两种：一是受资方在支付日购买计算投资利润的外国货币时所实际付出的本国货币或其他外国货币的数额，要多于在投资日所预期付出的本国货币或其他外国货币的数额，从而蒙受多付本国货币或其他外国货币的经济损失；二是投资方在收回日兑出体现投资本金和利润的东道国货币时所实际收入的本国货币或其他外国货币的数额，要少于在投资日所预期收入的本国货币或其他外国货币的数额，从而蒙受少收本国货币或其他外国货币的经济损失。

为理解交易风险在涉外直接投资背景下的具体表现，下面结合具体案例，分别从计算投资本金和利润的外国货币对本国货币或其他外国货币的名义汇率与实际汇率发生变动等两个角度进行分析。

(1) 涉外直接投资交易风险案例一：

马来西亚某企业于某年 4 月接受加拿大一家基金的直接投资，使该企业成为合资企业。根据投资合约，加拿大基金以加拿大元作为投资货币，投资金额为 1000 万加拿大元，按照每年 25% 的固定利润，马来西亚企业每年须向加拿大基金支付 250 万加拿大元的投资利润。加拿大元对林吉特的即期汇率在投资日为 $CAD/MYR = 1.7584$ ，到翌年的支付日上涨为 $CAD/MYR = 1.8287$ ，上涨幅度为 4%。

从加拿大元对林吉特的名义汇率上涨的角度进行分析，马来西亚企业要购买 250 万加拿大元，按照投资日的即期汇率计算，仅需付出 439.6 万林吉特，而实际按照支付日的即期汇率办理，则要付出 457.18 万林吉特，从而蒙受多付 4% 林吉特的经济损失。

从加拿大元对林吉特的实际汇率上涨的角度进行分析，则存在三种情形：①如果从投资日到支付日加拿大的物价上涨指数与马来西亚的物价上涨指数相同，则加拿大元对林吉特实际汇率的上涨幅度等于其名义汇率的上涨幅度，马来西亚企业所实际蒙受的经济损失便为多付 4% 的林吉特。②如果从投资日到支付日加拿大的物价上涨指数低于马来西亚的物价上涨指数，例如低 2%，则加拿大元对林吉特实际汇率的上涨幅度低于其名义汇率的上涨幅度，即低 2%。这意味着，马来西亚企业以购买力相对降低 2% 的林吉特购买了加拿大元，相当于少付了 2% 的林吉特，从而其所实际蒙受的经济损失便为 2%。③如果从投资日到支付日加拿大的物价上涨指数高于马来西亚的物价上涨指数，例如高 2%，则加拿大元对林吉特实际汇率的上涨幅度高于其名义汇率的上涨幅度，即高 2%。这意味着，马来西亚企业以购买力相对提高 2% 的林吉特购买了加拿大元，相当于多付了 2% 的林吉特，从而其所实际蒙受的经济损失便总共达到 6%。

(2) 涉外直接投资交易风险案例二：

中国某公司于某年 9 月向澳大利亚进行直接投资。投资所使用的实物资本和货币资本以澳大利亚元计值共为 4,000 万澳元。投资后的第一年获税后利润 700 万澳元，这些利润全部以美元汇回本国。澳元对美元的即期汇率在投资日为 $AUD/USD = 0.8456$ ，到一年后的利润收回日下跌为 $AUD/USD = 0.6765$ ，下跌幅度为 20%。

从澳元对美元的名义汇率下跌的角度进行分析，中国公司要兑出 700 万澳元，按照投资日的即期汇率计算，可以收入 591.92 万美元，而实际按照收回日的即期汇率办理，则仅收入 473.55 万美元，从而蒙受少收 20% 美元的经济损失。

从澳元对美元的实际汇率下跌的角度进行分析,亦存在三种情形:①如果从投资日到收回日澳大利亚的物价上涨指数与美国的物价上涨指数相同,则澳元对美元实际汇率的下跌幅度与其名义汇率的下跌幅度相等,中国公司所实际蒙受的经济损失便为少收 20% 的美元。②如果从投资日到收回日澳大利亚的物价上涨指数高于美国的物价上涨指数,例如高 7%,则澳元对美元实际汇率的下跌幅度高于其名义汇率的下跌幅度,即高 7%。这意味着,中国公司以澳元兑换到了购买力相对提高 7% 的美元,相当于多收了 7% 的美元,从而其实际蒙受的经济损失便仅为 13%。③如果从投资日到收回日澳大利亚的物价上涨指数低于美国的物价上涨指数,例如低 7%,则澳元对美元实际汇率的下跌幅度低于其名义汇率的下跌幅度,即低 7%。这意味着,中国公司以澳元兑换到的购买力相对降低 7% 的美元,相当于少收了 7% 的美元,从而其实际蒙受的经济损失便总共达到 27%。

4. 从外汇买卖背景下的交易风险来看

虽然在前述对外商品与劳务贸易、对外货币资本借贷和涉外直接投资等背景下均要发生不同币别货币的相互兑换,亦即外汇买卖,但是,这里将考察的外汇买卖特指由商业银行进行的外汇买卖。商业银行进行的外汇买卖可以具体区分为四种情形:一是中介性买卖,即商业银行同一般顾客买卖外汇,为作为买主的一般顾客和作为卖主的一般顾客提供买卖外汇的中介机制;二是套汇性买卖,即商业银行根据汇率在不同外汇市场、不同交割日期存在的差异而贱买贵卖某种币别的外汇,以赚取套汇利润;三是投机性买卖,即商业银行根据对汇率走势的预测而贱买贵卖某种币别的外汇,以赚取投机利润;四是平衡性买卖,即商业银行为轧平外汇头寸而买卖外汇,以防范汇率风险。在这四种外汇买卖中,只有中介性买卖与投机性买卖才存在交易风险。然而,由于在投机性买卖中商业银行就是要利用汇率变动的机遇来赚取投机利润,从而甘冒交易风险,因此,从汇率风险管理角度,只应对中介性买卖所存在的交易风险予以掌握。有鉴于此,这里考察外汇买卖背景下的交易风险,具体是以商业银行进行中介性外汇买卖背景下的交易风险作为对象。

以商业银行的中介性外汇买卖为背景,交易风险具有特殊的形式与内容,这具体表现在:①风险因素是由商业银行进行中介性外汇买卖所引致的。②受险时间是由商业银行出现外汇头寸不平衡的空头日或多头日至轧平外汇头寸的轧平日。③风险因素在于商业银行出现外汇头寸空头和外汇头寸多头。前者是指商业银行卖出的外汇多于买入的外汇时使外汇头寸呈现出“空”的状态;后者是指商业银行买入的外汇多于卖出的外汇时使外汇头寸呈现出“多”的状态。④风险事故表现为两种:一是商业银行空头的外汇其汇率在受险时间内上涨;二是商业银行多头的外汇其汇率在受险时间内下跌。⑤风险结果相应亦有两种:一是为轧平外汇头寸而买入空头的外汇时,商业银行在轧平日所实际付出的本国货币或其他外国货币的数额,要多于在空头日所预期付出的本国货币或其他外国货币的数额,从而蒙受多付本国货币或其他外国货币的经济损失;二是为轧平外汇头寸而卖出多头的外汇时,商业银行在轧平日所实际收入的本国货币或其他外国货币的数额,要少于在多头日所预期收入的本国货币或其他外国货币的数额,从而蒙受少收本国货币或其他外国货币的经济损失。

由于商业银行进行中介性外汇买卖是为一般顾客提供买卖外汇的中介机制,因此,即使没有平衡性外汇买卖相匹配,商业银行的外汇头寸空头和外汇头寸多头亦不会持续较长时

间,从而相应的交易风险受险时间要短于前述几种背景下的交易风险受险时间。有鉴于此,可以假定在这种较短的受险时间内有关国家的物价上涨指数相同,相应空头或多头外汇的实际汇率变动幅度与其名义汇率变动幅度相等。在此假定下,这里便仅从空头或多头外汇名义汇率发生变动的角度,结合具体案例,对交易风险在外汇买卖背景下的具体表现进行分析。

(1) 外汇买卖交易风险案例一:

某年 5 月 16 日,在巴黎外汇市场上,美元对法国法郎的即期汇率为 $USD/FRF = 5.3176$ 。按此汇率,法国一家商业银行从顾客买入 6,000 万美元的即期外汇,向顾客卖出 7,500 万美元的即期外汇,从而出现 1,500 万美元的即期外汇头寸空头。按照该空头日的即期汇率计算,该法国商业银行要补进空头的 1,500 万美元即期外汇,仅需付出 7976.4 万法国法郎。然而,到了翌日,当该法国商业银行要实际补进空头的 1,500 万美元即期外汇时,美元对法国法郎的即期汇率上涨为 $USD/FRF = 5.5835$,上涨幅度为 5%,该法国商业银行按此汇率将空头的 1,500 万美元即期外汇补进,实际付出 8375.25 万法国法郎,从而蒙受多付 5% 法国法郎的经济损失。

(2) 外汇买卖交易风险案例二:

某年 7 月 1 日,在苏黎世外汇市场上,美元对荷兰盾的 3 个月远期汇率为 $USD/NIG = 2.0354$ 。按此汇率,瑞士一家商业银行以荷兰盾从顾客买入 900 万美元的 3 个月远期外汇,并向顾客卖出 600 万美元的 3 个月远期外汇,换回荷兰盾,从而出现 300 万美元的 3 个月远期外汇头寸多头。按照该多头日的 3 个月远期汇率计算,该瑞士商业银行要抛出多头的 300 万美元的 3 个月远期外汇,到期交割时可以收入 610.62 万荷兰盾。然而,一周以后,当该瑞士商业银行要实际抛出多头的 300 万美元的 3 个月远期外汇时,美元对荷兰盾的 3 个月远期汇率下跌为 $USD/NIG = 1.9133$,下跌幅度为 6%,该瑞士商业银行按此汇率将多头的 300 万美元的 3 个月远期外汇抛出,到期交割时实际仅能收入 573.99 万荷兰盾,从而蒙受少收 6% 荷兰盾的经济损失。

通过以上具体分析可以看到,交易风险具有以下本质特征:其一,交易风险是有关经济主体因从事经济交易而承受的汇率风险。不仅交易风险的风险因素是有关经济主体从事不同币别货币的相互兑换这种经济交易,而且引致这种经济交易的因素亦是前述对外商品与劳务贸易、对外货币资本借贷、涉外直接投资和外汇买卖等经济交易。其二,交易风险的承受主体是相当广泛的。既有从事对外商品与劳务贸易的进口商与出口商,亦有从事对外货币资本借贷的债务人与债权人、从事涉外直接投资的受资方与出资方和从事外汇买卖业务的商业银行;既有法人,亦有自然人和政府。其三,交易风险的风险结果是有关经济主体实实在在地丧失一定量的经济价值,或表现为丧失一定量的本国货币,或表现为丧失一定量的某种币别的外国货币。

(二) 折算风险及其本质特征

折算风险是指在由跨国公司的母公司与海外子公司合并财务报告所引致的不同币别货币的相互折算中,因汇率在一定时间内发生始料未及的变动,致使跨国公司蒙受帐面经济损失的可能性。

跨国公司是由母公司和若干海外子公司所构成的跨国经营实体。按照公认的财务会计准则,如果母公司对海外子公司的所有权超过 50%,或海外子公司的财务贡献超过母公司,或母公司希望将以之为核心的整个跨国公司的总体财务状况和经营业绩提供给外界,则要在每个给定的会计期间(年度、季度或月份)将母公司的财务报告与海外子公司的财务报告进行合并。然而,由于海外子公司均须按东道国公认的财务会计准则以当地货币记帐和编制财务报告,因此,在将母公司的财务报告与海外子公司的财务报告进行合并时,需要将以当地货币表示的海外子公司的财务报告转换为以母国货币表示,从而需要将海外子公司的财务报告中以当地货币计值的会计要素折算为以母国货币计值的会计要素。显而易见,这种折算必须依据一定的汇率,从而在所依据的汇率处于变动的状态下,便产生了折算风险的问题。

需要合并的海外子公司的财务报告主要有资产负债表和损益表。前者反映海外子公司截止某一会计决算日的财务状况;后者反映海外子公司在某一会计期间的经营业绩。这两种财务报告的性质和会计要素均有不同。与此相对应,在对这两种财务报告做当地货币与母国货币相折算的会计处理中,折算风险的表现形式与具体内容亦有所不同。下面对此作具体分析。

1. 从对海外子公司的资产负债表做当地货币与母国货币相折算的会计处理而产生的折算风险来看

在对海外子公司的资产负债表做当地货币与母国货币相折算的会计处理的场合,折算风险的风险因素是在有关会计期间的会计决算日将海外子公司以当地货币计值的资产与负债折算为以母国货币计值的资产与负债,以便与母公司的资产与负债合并。在折算中需要涉及到两种当地货币对母国货币的汇率:一是海外子公司的资产与负债最初发生时的汇率,称之为历史汇率;二是对海外子公司的资产与负债进行折算时的汇率,称之为现行汇率。如果均按现行汇率对海外子公司的资产与负债进行折算,对资产折算而言,现行汇率与历史汇率相比下跌,对负债折算而言,现行汇率与历史汇率相比上涨,就构成了折算风险的风险事故。与此相对应,折算风险的风险结果便有两种情形:一是按现行汇率实际折算出的以母国货币计值的海外子公司的资产金额,要少于按历史汇率所预计的以母国货币计值的海外子公司的资产金额,从而出现资产减少的帐面损失;二是按现行汇率实际折算出的以母国货币计值的海外子公司的负债金额,要多于按历史汇率所预计的以母国货币计值的海外子公司的负债金额,从而出现负债增加的帐面损失。

从对海外子公司的资产做货币折算的角度考察,应当予以折算的主要资产科目有现金、应收帐款、存货、有价证券和固定资产等。其中,尤以对存货和固定资产作货币折算最为复杂。国际上所公认的财务会计准则中,对这两种资产的货币折算所规定的适用汇率曾几度变更。因此,在对这两种资产做货币折算时,折算风险亦就表现得最为典型。有鉴于此,下面便就对这两种资产作货币折算而产生的折算风险作案例分析,据以把握在对海外子公司的资产做货币折算的场合,折算风险的表现形式与具体内容。

存货是企业生产经营过程中为耗用或销售而储存的有形资产,如原材料、在制品和制成品等。海外子公司的存货在其始于发生日的储存期间,如遇会计决算日,该会计决算日的现

行汇率与存货发生日的历史汇率相比下跌,则按会计决算日的现行汇率折算,以母国货币计值的存货金额便会减少。

(1)资产负债表折算风险案例一:

德国某跨国电脑公司在加拿大有一子公司。某年 10 月 5 日,该子公司在当地购入一批零部件,货款为 20 万加拿大元,以支票支付,全部零部件已验收入库。直至该年 12 月 31 日会计决算日,这批零部件亦未出库使用。加拿大元对德国马克的即期汇率在该年 10 月 5 日这批零部件的发生日为 $CAD/DEM=1.3876$,到该年 12 月 31 日会计决算日下跌为 $CAD/DEM=1.3321$,下跌幅度为 4%。在该年 12 月 31 日会计决算日,将这批零部件以加拿大元计值的金额折算成以德国马克计值的金额,如果按这批零部件发生日的历史汇率,可以折算到 27.752 万德国马克,而按照会计决算日的现行汇率,则只能折算到 26.642 万德国马克,从而出现 1.11 万德国马克的帐面折算损失。该案例可以表示为表 7.1.1。

表 7.1.1 海外子公司存货的货币折算

借 方	贷 方
(1)10 月 5 日存货发生日,汇率为 $CAD/DEM=1.3876$	
①以当地货币计值 原材料 CAD20 万	银行存款 CAD20 万
②以母国货币计值 原材料 DEM27.752 万	银行存款 DEM27.752 万
(2)12 月 31 日会计决算日,汇率为 $CAD/DEM=1.3321$	
①以当地货币计值 原材料 CAD20 万	银行存款 CAD20 万
②以母国货币计值 原材料 DEM26.642 万	银行存款 DEM26.642 万
折算损失 DEM1.11 万	

固定资产是企业中使用期限较长,单位价值较高,在使用过程中能够保持原来物质形态的有形资产,如房屋、建筑物等。海外子公司的固定资产在其始于发生日的服役期间,如遇某一会计决算日,该会计决算日的现行汇率与固定资产发生日的历史汇率相比下跌,则按会计决算日的现行汇率折算,以母国货币计值的固定资产原值和固定资产净值便会减少。

(2)资产负债表折算风险案例二:

美国某跨国电气公司在英国有一子公司。1981 年 1 月 1 日,该子公司将在当地购入的一台设备安装完毕,交付使用,先后以银行存款支付设备款 9 万英镑,包装费和运输费 0.5

万英镑,设备安装费 0.5 万英镑。每年计提固定资产折旧 2 万英镑。每年 12 月 31 日为会计决算日。英镑对美元的即期汇率在 1981 年 1 月 1 日这笔固定资产的发生日为 GBP/USD=2.3814,到 1981 年会计决算日跌至 GBP/USD=1.9082,到 1982 年会计决算日更跌至 GBP/USD=1.6145。在 1981 年会计决算日将这笔固定资产以英镑计值的原值折算成以美元计值的原值,如果按照这笔固定资产发生日的历史汇率,可以折算到 23.814 万美元,而按照 1981 年会计决算日的现行汇率,则只能折算到 19.082 万美元,从而出现 4.732 万美元的帐面折算损失。继而在 1982 年会计决算日,将这笔固定资产以英镑计值的净值折算成以美元计值的净值,如果按照这笔固定资产发生日的历史汇率,可以折算到 14.2884 万美元,而按照 1982 年会计决算日的现行汇率,则只能折算到 9.687 万美元,从而出现 4.6014 万美元的帐面折算损失。该案例可以表示为表 7.1.2。

从对海外子公司的负债做货币折算的角度考察,应当予以折算的主要负债科目有流动负债、长期负债和股东权益等。其中,长期负债,诸如长期借款,应付债券,长期应付款项,等等,是公司向债权人举借的长期债务,其偿还期均在一年以上,因而要横跨两个以上以年度为单位的会计期间,因此,它既不同于股东权益,亦不同于流动负债。长期负债在其横跨两个以上以年度为单位的会计期间中,要经历复杂的汇率变动。相应折算风险在对长期负债所做的货币折算中表现得亦最为典型。有鉴于此,下面以长期借款为例,对在长期负债的货币折算中所表现出的折算风险作案例分析,据以把握在对海外子公司的负债做货币折算的场合,折算风险的表现形式与具体内容。

表 7.1.2 海外子公司固定资产的货币折算

	1981 年固定资产发生日历史汇率 GBP/USD=2.3814		1982 年会计决算日现行汇率 GBP/USD=1.9082		1982 年会计决算日现行汇率 GBP/USD=1.6145		折算损失
	以当地货币计值	以母国货币计值	以当地货币计值	以母国货币计值	以当地货币计值	以母国货币计值	
1981 年固定资产原值	GBP 10 万	USD 23.814 万	GBP 10 万	USD 19.082 万			USD 4.732 万
1982 年度固定资产净值	GBP 6 万	USD 14.2884 万			GBP 6 万	USD 9.687 万	USD 4.6014 万

海外子公司的长期借款在其始于发生日的借入期间,如遇某一会计决算日,该会计决算日的现行汇率与长期借款发生日的历史汇率相比上涨,则在该会计决算日将长期借款以当地货币计值的本金和未清偿本金余额折算成以母国货币计值的本金和未清偿本金余额时,按该会计决算日的现行汇率折算,以母国货币计值的本金和未清偿本金余额便会增多。

(3)资产负债表折算风险案例三:

韩国某跨国纺织品公司在瑞士有一子公司。某年7月1日,该子公司在当地一家商业银行借入一笔长期抵押贷款,借款金额为300万瑞士法郎,借款期限为6年,从第5年开始,在每年的6月31日各偿还100万瑞士法郎,到第7年的6月31日全部还清。每年12月31日为会计决算日。瑞士法郎对韩圆的即期汇率在该年7月1日这笔长期借款的发生日为 $\text{CHF/KRW}=365.26$,到该长期借款发生年会计决算日上涨到 $\text{CHF/KRW}=374.19$,到第6年会计决算日进一步上涨到 $\text{CHF/KRW}=430.05$ 。在该长期借款发生年会计决算日,将这笔长期借款以瑞士法郎计值的本金折算成以韩圆计值的本金,如果按照这笔长期借款发生日的历史汇率,仅折算到109578万韩圆,而按照该长期借款发生年会计决算日的现行汇率,则要折算到112257万韩圆,从而出现2679万韩圆的帐面折算损失。继而在第6年会计决算日,将这笔长期借款以瑞士法郎计值的未清偿本金余额折算成以韩圆计值的未清偿本金余额,如果按照这笔长期借款发生日的历史汇率,仅折算到36526万韩圆,而按照第6年会计决算日的现行汇率,则要折算到43005万韩圆,从而出现6479万韩圆的帐面折算损失。该案例可以表示为表7.1.3。

表 7.1.3 海外子公司长期借款的货币折算

	长期借款发生 日历史汇率 $\text{CHF/KRW}=365.26$		长期借款发生年会 计决算日现行汇率 $\text{CHF/KRW}=374.19$		第6年会计决 算日现行汇率 $\text{CHF/KRW}=430.05$		折 算 损 失
	以当地 货 币 计 值	以母国 货 币 计 值	以当地 货 币 计 值	以母国 货 币 计 值	以当地 货 币 计 值	以母国 货 币 计 值	
长期借款 本 金	CHF 300 万	KRW 109578 万	CHF 300 万	KRW 112257 万			KRW 2679 万
第6年底长期借款 未清偿本金余额	CHF 100 万	KRW 36526 万			CHF 100 万	KRW 43005 万	KRW 6479 万

2. 从对海外子公司的损益表做当地货币与母国货币相折算的会计处理而产生的折算风险来看

在对海外子公司的损益表做当地货币与母国货币相折算的会计处理的场合,折算风险的风险因素是在有关会计期间的会计决算日,将以当地货币计值的海外子公司的损益折算为以母国货币计值的海外子公司的损益,以便与母公司的损益合并。

在折算中同样涉及到两种当地货币对母国货币的汇率:一是海外子公司的收入与费用最初发生时的历史汇率;二是对海外子公司的收入与费用进行折算时的现行汇率。如果均按现行汇率对海外子公司的收入与费用进行折算,对收入折算而言,现行汇率与历史汇率相比下跌,对费用折算而言,现行汇率与历史汇率相比上涨,就构成了折算风险的风险事故。由这两种风险事故所引致的折算风险的风险结果相应亦有两种:一是按现行汇率实际折算

出的以母国货币计值的海外子公司的收入金额,要少于按历史汇率所预计的以母国货币计值的海外子公司的收入金额,从而出现收入减少的帐面损失,并由此而导致帐面收益减少;二是按现行汇率实际折算出的以母国货币计值的海外子公司的费用金额,要多于按历史汇率所预计的以母国货币计值的海外子公司的费用金额,从而出现费用增加的帐面损失,并由此而导致帐面损失增加。

根据单步式损益表,海外子公司的收入和收益科目有销货净收入、利息收入和出售设备收益等;海外子公司的费用和损失科目有销货成本、推销和管理费、折旧费、利息费用和所得税等。下面在收入和收益科目与费用和损失科目中分别选取一个科目,通过设定案例,分析折算风险在对海外子公司的损益做货币折算中所呈现出的具体形态。

(1)损益表折算风险案例一:

日本某跨国汽车公司在美国有一子公司。某年 1 月至 12 月,该子公司每月在当地销售汽车,剔除销售折扣等因素之后的销货净收入如表 7.1.4 所示。

表 7.1.4 海外子公司销货净收的货币折算

月份	销货净收入 (以当地货币计值)	历史汇率 USD/JPY (销货发生 月平均价)	销货净收入 (以母国货币计值)		折算损失
			按照历史汇率	按照现行汇率 (会计决算日 USD/JPY=159.10)	
1	USD50.4 万	198.52	JPY10005.41 万	JPY8018.64 万	JPY1986.77 万
2	USD52.2 万	192.67	JPY10057.37 万	JPY8305.02 万	JPY1752.35 万
3	USD57.6 万	186.34	JPY10733.18 万	JPY9164.16 万	JPY1569.02 万
4	USD54.0 万	185.21	JPY10001.34 万	JPY8591.40 万	JPY1409.94 万
5	USD64.8 万	180.45	JPY11693.16 万	JPY10309.68 万	JPY1383.48 万
6	USD55.8 万	173.98	JPY9708.08 万	JPY8877.78 万	JPY830.30 万
7	USD59.4 万	171.16	JPY10166.90 万	JPY9450.54 万	JPY716.36 万
8	USD57.6 万	168.52	JPY9706.75 万	JPY9164.16 万	JPY542.59 万
9	USD68.4 万	165.43	JPY11315.41 万	JPY10882.44 万	JPY432.97 万
10	USD75.6 万	162.76	JPY12304.66 万	JPY12027.96 万	JPY276.70 万
11	USD77.4 万	161.65	JPY12511.71 万	JPY12314.34 万	JPY197.37 万
12	USD70.2 万	160.31	JPY11253.76 万	JPY11168.82 万	JPY84.94 万

该年 12 月 31 日为会计决算日。该年美元对日元的月平均汇率呈逐月下跌趋势,到 12 月 31 日会计决算日,美元对日元的汇率更跌至最低价位,在该会计决算日,将以美元计值的销货净收入折算成以日元计值的销货净收入,按照该会计决算日现行汇率所折算出的金额,

均少于按照销货发生月的历史汇率可以折算到的金额,从而出现帐面折算损失,见上表。

(2)损益表折算风险案例二:

美国某跨国钢铁公司在澳大利亚有一子公司。该子公司以澳大利亚元计值的固定资产原值为 6,000 万,月折旧率为 1.6%。某年 1 月至 12 月,该子公司每月以澳大利亚元计值的折旧费如表 7.1.5 所示。该年澳大利亚元对美元的月平均汇率呈逐月上涨趋势,见表 7.1.5。到 12 月 31 日会计决算日,澳大利亚元对美元的汇率涨至最高价位,见表 7.1.5。在该会计决算日,将以澳大利亚元计值的折旧费折算成以美元计值的折旧费,按照该会计决算日现行汇率所能折算出的金额,均多于按照折旧发生月的历史汇率所预计折算到的金额,从而出现帐面折算损失,见表 7.1.5。

表 7.1.5 海外子公司折旧费的货币折算

月份	折 旧 费 (以当地货币计值)	历史汇率 AUD/USD (折旧发生 月平均价)	折 旧 费 (以母国货币计值)		折算损失
			按照历史汇率	按照现行汇率 (会计决算日 AUD/USD=1.1807)	
1	AUD96 万	1.1055	USD106.13 万	USD113.35 万	USD7.22 万
2	AUD96 万	1.1096	USD106.52 万	USD113.35 万	USD6.83 万
3	AUD96 万	1.1120	USD106.75 万	USD113.35 万	USD6.60 万
4	AUD96 万	1.1184	USD107.37 万	USD113.35 万	USD5.98 万
5	AUD96 万	1.1231	USD107.82 万	USD113.35 万	USD5.53 万
6	AUD96 万	1.1269	USD108.18 万	USD113.35 万	USD5.17 万
7	AUD96 万	1.1332	USD108.79 万	USD113.35 万	USD4.56 万
8	AUD96 万	1.1413	USD109.56 万	USD113.35 万	USD3.79 万
9	AUD96 万	1.1547	USD110.85 万	USD113.35 万	USD2.50 万
10	AUD96 万	1.1638	USD111.72 万	USD113.35 万	USD1.63 万
11	AUD96 万	1.1792	USD113.20 万	USD113.35 万	USD0.15 万
12	AUD96 万	1.1801	USD113.29 万	USD113.35 万	USD0.06 万

基于上述分析,将损益表中的所有科目综合起来考察,当海外子公司的财务经营业绩呈现净收益时,如果当地货币对母国货币的汇率下跌,从而在会计决算日据以折算损益的现行汇率低于损益发生日的历史汇率,则实际折算出的以母国货币计值的海外子公司的净收益就会减少;而当海外子公司的财务经营业绩呈现净损失时,如果当地货币对母国货币的汇率上涨,从而在会计决算日据以折算损益的现行汇率高于损益发生日的历史汇率,则实际折算出的以母国货币计值的海外子公司的净损失就会增多。

通过以上分析可以悟出,折算风险具有以下本质特征:其一,折算风险是跨国公司因对海外子公司的财务报告做不同币别货币的相互折算的会计处理而承受的汇率风险。而且,这种会计处理是基于跨国公司将母公司的财务报告与海外子公司的财务报告进行合并这种会计行为。其二,折算风险的承受主体是跨国公司。虽然一般企业如果承受了前述的交易风险亦要相应在本企业的会计日记帐和总分类帐上予以记录,实际发生的不同币别货币的相互兑换在会计记录中亦反映为不同币别货币的相互折算,在交易风险中所蒙受的实际经济损失在专设的“汇兑损益”会计帐户中亦反映为折算损失,似乎一般企业亦相应承受折算风险,但是,这里的有关会计处理只是对交易风险的客观反映,其本身并不能独立存在,没有交易风险亦就没有这种会计处理,而且,这种会计处理与这里所界定和分析的折算风险内容截然不同。因此,一般企业并不承受折算风险,而只有跨国公司才是折算风险的承受主体。其三,折算风险的风险结果是跨国公司蒙受帐面折算损失。这意味着,只是以母国货币计值,在海外子公司的财务报告上出现了资产或收益减少,负债或损失增多,跨国公司因此而在合并的财务报告上丧失了一定量以母国货币计量的经济价值,但是,跨国公司实际上并未丧失任何实物价值或以海外子公司当地货币计量的经济价值。

第三节 国际利率风险

一般地国际利率风险指在国际货币资本借贷中,因国际利率在一定时间内发生始料未及的变动,致使有关国际金融主体其实际收益与预期收益或实际成本与预期成本发生背离,从而蒙受经济损失的可能性。

该定义表明,国际利率风险不同于一般所论及的国内利率风险。国际利率风险的风险因素是在一定时间内的国际货币资本借贷,而不是在一定时间内的国内货币资本借贷。即使某一国际金融主体在从事国际货币资本借贷的同时亦从事国内货币资本借贷,从而这两种风险因素在实践中往往混杂或交织在一起,但是,毕竟在理论上可以将这两种性质截然不同的风险因素予以严格区分。国际利率风险的风险事故是国际利率在一定时间内发生始料未及的变动,而不是国内利率在一定时间内发生始料未及的变动。虽然在实践中要将国际利率与国内利率严格分离开来同样十分困难,仅就国际商业银行贷款利率而言,它在国际商业银行对所在国非居民发放国际贷款的场合便是国际利率,而在国际商业银行对所在国居民发放国内贷款的场合则是国内利率,但是,鉴于本书仅仅考察国际利率风险,因此,除非另有特指,否则有关分析均要在逻辑上严格舍象掉国内利率。国际利率风险的风险结果是有国际金融主体其实际收益与预期收益或实际成本与预期成本发生背离,从而蒙受经济损失。以国际利率作为测量尺度,只有国际利息,而非国内利息,才是具体体现有关国际金融主体其实际收益与预期收益或实际成本与预期成本的客体。

从风险因素入手,可以将国际利率风险置于不同的国际货币资本借贷方式背景下进行

考察,据以把握其具体形态。

如前所述,国际利率风险的风险因素是在一定时间内的国际货币资本借贷。国际货币资本借贷具体有国际商业银行贷款与发行或购买国际债券等两种方式。在这两种不同的国际货币资本借贷方式下,国际利率风险所呈现出的具体形态亦各不相同。有鉴于此,下面对国际利率风险在这两种不同的国际货币资本借贷方式下所呈现出的具体形态予以分别考察。

一、国际商业银行贷款方式下的国际利率风险

在国际商业银行贷款方式下,国际利率风险的具体形态是较为复杂的。就国际商业银行贷款利率而言,它对国际商业银行贷款的借方意味着借款成本,而对国际商业银行贷款的贷方则意味着贷款收益。因此,国际商业银行贷款利率发生始料未及的变动对国际商业银行贷款的借方和贷方具有不同的经济意义,相应国际利率风险对国际商业银行贷款的借方和贷方亦就有不同的具体形态。再就国际商业银行贷款本身而言,这种国际货币资本借贷方式属于间接金融方式。这是因为,国际商业银行向非居民贷出的国际货币资本并非其自有资本,而是主要通过向居民或非居民吸收存款或发行金融债券等所获得的借款,国际商业银行只是充当了国际货币资本的最初供给者与最终需求者的中间媒介。这意味着,国际商业银行不仅要依据其国际贷款利率在向非居民贷出国际货币资本时收取国际贷款利息,而且要依据其存款利率或金融债券利率等借款利率在向居民或非居民借入国际货币资本时支付借款利息。有鉴于此,国际商业银行办理国际货币资本借贷业务所能获取的净利息收益,不仅取决于其国际贷款利率,而且亦取决于其存款利率或金融债券利率等借款利率。如果国际商业银行贷款利率与国际商业银行存款利率或金融债券利率等借款利率不相匹配,亦会组合出某些具体形态的国际利率风险。为辨清这些形态各异国际利率风险,下面分别从国际商业银行贷款的借方和国际商业银行等两个角度展开分析。

1. 从国际商业银行贷款的借方所承受的国际利率风险来看

在国际商业银行贷款方式下,借方所承受的国际利率风险是一种单一式国际利率风险,其具体表现在:①受险时间是由国际商业银行贷款借入日至国际商业银行贷款清偿日的整个借款有效期。②风险因素有两种情形:一是借方以固定利率为条件借入国际商业银行贷款;二是借方以浮动利率为条件借入国际商业银行贷款。③风险事故相应有两种情况:一是在以固定利率为条件借入国际商业银行贷款时,市场上国际商业银行贷款利率在受险时间内下跌;二是在以浮动利率为条件借入国际商业银行贷款时,市场上国际商业银行贷款利率在受险时间内上涨。④风险结果相应亦有两种:一是借方按照固定利率所逐期实际支付的国际利息数额,要多于按照当时市场上国际商业银行贷款利率计量所逐期可能支付的国际利息数额;二是借方按照逐期依据当时市场上国际商业银行贷款利率进行调整的浮动利率所逐期实际支付的国际利息数额,要多于根据国际商业银行贷款借入日所确定的国际利率水平预期逐期可能支付的国际利息数额。这两种风险结果对借方均意味着要蒙受相对多付国际利息的经济损失。对这种由国际商业银行贷款的借方所承受的国际利率风险,下面予以案例分析。

(1)国际商业银行贷款利率风险案例一：

墨西哥某公司某年 1 月 1 日从美国一家跨国商业银行借入一笔美元贷款。借款金额为 1000 万美元,借款期限为 6 年,到期一次还本,采用固定利率,年利率为 10%,每年年底支付一次利息。在借款期间,市场上国际商业银行贷款利率逐年下跌,从而按照相对较高的固定利率支付,该墨西哥公司每年都要蒙受相对多付国际利息的经济损失。详见表 7.1.6。

表 7.1.6 固定利率条件下墨西哥公司的国际利率风险

时间	年末市场上国际 商业银行贷款利率	年末支付国际利息		相对国际利息损失
		按照固定利率	按照当时市场利率	
第一年	9.80%	USD100.00 万	USD98.00 万	USD2.00 万
第二年	9.50%	USD100.00 万	USD95.00 万	USD5.00 万
第三年	9.20%	USD100.00 万	USD92.00 万	USD8.00 万
第四年	9.00%	USD100.00 万	USD90.00 万	USD10.00 万
第五年	8.60%	USD100.00 万	USD86.00 万	USD14.00 万
第六年	8.20%	USD100.00 万	USD82.00 万	USD18.00 万
合 计		USD600.00 万	USD543.00 万	USD57.00 万

(2)国际商业银行贷款利率风险案例二：

泰国某公司于某年 7 月 1 日从德国一家跨国商业银行借入一笔德国马克贷款。借款金额为 2000 万德国马克,借款期限为 5 年,采用浮动利率,每 6 个月按照 LIBOR 调整一次,利率为 6 个月期 LIBOR+0.8%,每 6 个月还本付息一次,每次还本金额相同。在借款期间,市场上 LIBOR 逐期上涨,从而按照调整后的相对较高的国际商业银行贷款利率支付,该泰国公司每期都要蒙受相对多付国际利息的经济损失。详见表 7.1.7。

表 7.1.7 浮动利率条件下泰国公司的国际利率风险

时期	期初未清偿 本金余额	期初国际商业 银行贷款利率		期末支付国际利息		相对国际 利息损失
		LIBOR	加息率	按照 1 期 期初利率	按照当期 期初利率	
1	DEM2000 万	6.0%	0.8%	DEM68.0 万	DEM68.0 万	0
2	DEM1800 万	6.2%	0.8%	DEM61.2 万	DEM63.0 万	DEM1.8 万

时期	期初未清偿 本金余额	期初国际商业 银行贷款利率		期末支付国际利息		相对国际 利息损失
		LIBOR	加息率	按照 1 期 期初利率	按照当期 期初利率	
3	DEM1600 万	6.6%	0.8%	DEM54.4 万	DEM59.2 万	DEM4.8 万
4	DEM1400 万	6.8%	0.8%	DEM47.6 万	DEM53.2 万	DEM5.6 万
5	DEM1200 万	7.2%	0.8%	DEM40.8 万	DEM48.0 万	DEM7.2 万
6	DEM1000 万	7.4%	0.8%	DEM34.8 万	DEM41.0 万	DEM7.0 万
7	DEM800 万	7.8%	0.8%	DEM27.2 万	DEM34.4 万	DEM7.2 万
8	DEM600 万	8.0%	0.8%	DEM20.4 万	DEM26.4 万	DEM6.0 万
9	DEM400 万	8.2%	0.8%	DEM13.6 万	DEM18.0 万	DEM4.4 万
10	DEM200 万	8.4%	0.8%	DEM6.8 万	DEM9.2 万	DEM2.4 万
合计				DEM374.0 万	DEM420.4 万	DEM46.4 万

2. 从国际商业银行所承受的国际利率风险来看

在国际商业银行贷款方式下,国际商业银行处于特殊的地位。一方面,国际商业银行是与借方相对立的贷方;另一方面,国际商业银行又是金融中介机构,既是国际商业银行贷款的贷方,又是作为国际商业银行贷款的资金来源的国际商业银行存款或金融债券的借方。与此相对应,国际商业银行既要作为单纯的贷方承受恰与借方相反的国际利率风险,又要作为贷方与借方的组合体承受组合式国际利率风险。

作为单纯的贷方,国际商业银行所承受的国际利率风险亦是一种单一式国际利率风险,其具体表现在:①受险时间是由国际商业银行贷款贷出日至国际商业银行贷款清偿日的整个贷款有效期。②风险因素有两种情形:一是国际商业银行以固定利率为条件贷出国际贷款;二是国际商业银行以浮动利率为条件贷出国际贷款。③风险事故相应有两种情况:一是国际商业银行在以固定利率为条件贷出国际贷款时,市场上国际商业银行贷款利率在受险时间内上涨;二是国际商业银行在以浮动利率为条件贷出国际贷款时,市场上国际商业银行贷款利率在受险时间内下跌。④风险结果相应亦有两种:一是国际商业银行按照固定利率所逐期实际收入的国际利息数额,要少于按照当时市场上国际商业银行贷款利率计量所逐期可能收入的国际利息数额;二是国际商业银行按照逐期依据当时市场上国际商业银行贷款利率进行调整的浮动利率所逐期实际收入的国际利息数额,要少于按照国际商业银行贷款贷出日所确定的国际利率水平预期逐期可能收入的国际利息数额。这两种风险结果均为国际商业银行蒙受相对少收国际利息的经济损失。下面对此予以案例分析。

(1) 国际商业银行承受的利率风险案例一：

法国某跨国商业银行于某年 1 月 1 日向巴西一家公司提供一笔法国法郎贷款。贷款金额为 500 万法国法郎, 贷款期限为 5 年, 宽限期为 3 年, 每次还本金额相同, 采用固定利率, 年利率为 8%, 每年年底支付一次利息。在贷款期间, 市场上法国法郎国际贷款利率逐年上涨, 从而按照相对较低的固定利率收取国际利息, 该法国跨国商业银行每年都要蒙受相对少收国际利息的经济损失。详见表 7.1.8。

表 7.1.8 固定利率条件下法国跨国商业银行的国际利率风险

时 间	年初未清偿 本金余额	年末市场上 国际商业银行 贷款利率	年末支付国际利息		相对国际 利息损失
			按照 固定利率	按照当时 市场利率	
第 1 年	FRF500 万	8.20%	FRF40.0 万	FRF41.0 万	FRF1.0 万
第 2 年	FRF500 万	8.50%	FRF40.0 万	FRF42.5 万	FRF2.5 万
第 3 年	FRF500 万	8.80%	FRF40.0 万	FRF44.0 万	FRF4.0 万
第 4 年	FRF500 万	9.20%	FRF40.0 万	FRF46.0 万	FRF6.0 万
第 5 年	FRF250 万	9.60%	FRF20.0 万	FRF24.0 万	FRF4.0 万
合 计			FRF180.0 万	FRF197.5 万	FRF17.5 万

(2) 国际商业银行承受的利率风险案例二：

英国某跨国商业银行于某年 7 月 1 日向香港一家公司提供一笔欧洲美元贷款。贷款金额为 800 万美元, 贷款期限为 4 年, 采用浮动利率, 每 6 个月按照 LIBOR 调整一次, 每次还本金额相同。在贷款期间, 市场上 LIBOR 逐期下跌, 从而按照调整后的相对较低的欧洲美元贷款利率收取国际利息, 该英国跨国商业银行每期都要蒙受相对少收国际利息的经济损失。详见表 7.1.9。

表 7.1.9 浮动利率条件下英国跨国商业银行的国际利率风险

时期	期初未清偿 本金余额	期初国际商业 银行贷款利率		期末收入国际利息		相对国际 利息损失
		LIBOR	加息率	按照 1 期 期初利率	按照当期 期初利率	
1	USD800 万	8.0%	0.6%	USD34.4 万	USD34.4 万	0
2	USD700 万	7.8%	0.6%	USD30.1 万	USD29.4 万	USD0.7 万

时期	期初未清偿 本金余额	期初国际商业 银行贷款利率		期末收入国际利息		相对国际 利息损失
		LIBOR	加息率	按照 1 期 期初利率	按照当期 期初利率	
3	USD600 万	7.4%	0.6%	USD25.8 万	USD24.0 万	USD1.8 万
4	USD500 万	7.0%	0.6%	USD21.5 万	USD19.0 万	USD2.5 万
5	USD400 万	6.8%	0.6%	USD17.2 万	USD14.8 万	USD2.4 万
6	USD300 万	6.4%	0.6%	USD12.9 万	USD10.5 万	USD2.4 万
7	USD200 万	6.2%	0.6%	USD8.6 万	USD6.8 万	USD1.8 万
8	USD100 万	6.0%	0.6%	USD4.3 万	USD3.3 万	USD1.0 万
合计				USD154.8 万	USD142.2 万	USD12.6 万

3. 作为贷方与借方的组合体的国际商业银行承受的利率风险

作为贷方与借方的组合体,国际商业银行所承受的国际利率风险则是组合式国际利率风险,其可以细分为两种具体形态:其一,在国际商业银行贷款与国际商业银行存款或发行金融债券等借款(下面均简称为国际商业银行借款)的对应组合中,由国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上不相匹配而构成的国际利率风险;其二,在国际商业银行贷款与国际商业银行借款的对应组合中,由国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上不相匹配而构成的国际利率风险。

先就国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上不相匹配而构成的国际利率风险进行考察,这种组合式国际利率风险具体表现在:①受险时间可以视作是由国际商业银行办理国际货币资本借贷业务的时间序列中所截取的某笔长期国际贷款的有效期。②风险因素是国际商业银行依靠借款发放国际贷款,且国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上不相匹配。这里具体存在两种情形:一是国际商业银行贷款采用固定利率,而国际商业银行借款采用浮动利率;二是国际商业银行贷款采用浮动利率,而国际商业银行借款采用固定利率。③风险事故相应有两种情况:一是在前种不匹配的情形下,市场上国际商业银行借款利率在受险时间内上涨;二是在后种不匹配的情形下,市场上国际商业银行贷款利率在受险时间内下跌。④风险结果相应亦有两种:一是国际商业银行在按照固定利率逐期向非居民收取国际贷款利息的同时,要按照依据当时市场上国际商业银行借款利率逐期调高的浮动利率向居民或非居民支付借款利息,从而蒙受净国际利息收益逐期减少乃至出现损失的经济损失;二是国际商业银行在按照固定利率逐期向居民或非居民支付借款利息的同时,要按照依据当时市场上国际商业银行贷款利率逐期调低的浮动利率向非居民收取国际贷款利息,从而蒙受净国际利息收益逐期减少

乃至出现损失的经济损失。下面结合案例对此予以分析。

(1)国际商业银行组合式利率风险案例一：

荷兰某跨国商业银行于某年 1 月 1 日向澳大利亚一家公司提供一笔欧洲英镑贷款。贷款期限为 3 年,采用固定利率,年利率为 12%,每 6 个月支付一次利息,根据年利率折合的 6 个月利率为 6%,到期一次还本。该笔欧洲英镑贷款的资金来源是该荷兰跨国商业银行同时发行了一笔欧洲英镑债券。债券期限同为 3 年,采用浮动利率,每 6 个月按照 LIBOR 调整一次,利率为 6 个月期 LIBOR+0.5%,每 6 个月支付一次利息,到期一次还本。在这 3 年期间,市场上 LIBOR 逐期上涨,从而将每期的欧洲英镑贷款利率与同期调高后的欧洲英镑债券利率进行比较,该荷兰跨国商业银行所能赚取的利差收益逐期减少,到最后两期甚至出现利差损失。详见表 7.1.10。

表 7.1.10 荷兰跨国商业银行的国际利率风险

时 期	欧洲英镑贷款 固定利率	欧洲英镑借款浮动利率		利差损益	相对利差损益 (与 1 期比较)
		LIBOR	加息率		
1	6%	8.0%	0.5%	1.75%	0
2	6%	9.0%	0.5%	1.25%	-0.5%
3	6%	10.0%	0.5%	0.75%	-1.0%
4	6%	10.6%	0.5%	0.45%	-1.3%
5	6%	11.8%	0.5%	-0.15%	-1.9%
6	6%	12.6%	0.5%	-0.55%	-2.3%
合 计					-7.0%

(2)国际商业银行组合式利率风险案例二：

日本某跨国商业银行设在新加坡的一家分支机构于某年 7 月 1 日向香港一家公司提供一笔亚洲美元贷款。贷款期限为 4 年,采用浮动利率,每 6 个月按照 SIBOR 调整一次,利率为 6 个月期 SIBOR+0.7%,每 6 个月还本付息一次。该笔亚洲美元贷款的资金来源是该日本银行分支机构同时吸收了一笔亚洲美元定期存款。亚洲美元定期存款的期限同为 4 年,采用固定利率,年利率(含复利)为 10%,据此折合的 6 个月利率为 5%。在这 4 年期间,市场上 SIBOR 逐期下跌,从而将每期调低后的亚洲美元贷款利率与同期亚洲美元定期存款利率进行比较,该日本银行分支机构所能赚取的利差收益逐期减少,以至在最后一期竟出现利差损失。详见表 7.1.11。

表 7.1.11 日本银行分支机构的国际利率风险

时 期	亚洲美元贷款浮动利率		亚洲美元借款 固定利率	利差损益	相对利差损益 (与 1 期比较)
	SIBOR	加息率			
1	12.9%	0.7%	5%	1.8%	0
2	12.7%	0.7%	5%	1.7%	-0.1%
3	12.3%	0.7%	5%	1.5%	-0.3%
4	11.9%	0.7%	5%	1.3%	-0.5%
5	10.9%	0.7%	5%	0.8%	-1.0%
6	9.9%	0.7%	5%	0.3%	-1.5%
7	9.5%	0.7%	5%	0.1%	-1.7%
8	8.9%	0.7%	5%	-0.2%	-2.0%
合 计					-7.1%

再就国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上不相匹配而构成的国际利率风险进行考察,这种组合式国际利率风险具体表现在:①受险时间可以视作是由国际商业银行办理国际货币资本借贷业务的时间序列中所截取的某笔长期国际贷款或长期借款的有效期。②风险因素有两个方面:一是国际商业银行依靠短期借款发放长期国际贷款,即“借短放长”,相应国际商业银行借款利率为短期利率,而国际商业银行贷款利率为长期利率,且采用固定利率;二是国际商业银行依靠长期借款发放短期国际贷款,即“借长放短”,相应国际商业银行借款利率为长期利率,且采用固定利率,而国际商业银行贷款利率为短期利率。③风险事故相应有两种情形:一是在国际商业银行“借短放长”时,以长期国际贷款的有效期为受险时间,在此时间内,市场上国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率均同步、同幅度上涨;二是在国际商业银行“借长放短”时,以长期借款的有效期为受险时间,在此时间内,市场上国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率均同步、同幅度下跌。④风险结果相应亦有两种:一是在国际商业银行“借短放长”时,国际商业银行每新一轮短期借款的利率都要随市场上国际商业银行借款利率的上涨而相应调高,而其长期国际贷款的利率却要固定不变,因此,国际商业银行要蒙受净国际利息收益减少乃至出现亏损的经济损失;二是在国际商业银行“借长放短”时,国际商业银行长期借款的利率固定不变,而其每新一轮短期国际贷款的利率都要随市场上国际商业银行贷款利率的下跌而相应调低,因此,国际商业银行要蒙受净国际利息收益减少乃至出现亏损的经济损失。

鉴于国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上不相匹配而构成的国际利率风险,同前述国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上不相匹配而构成的国际利率风险相似。

二、发行或购买国际债券方式下的国际利率风险

在发行或购买国际债券方式下,国际利率风险的具体形态有其特殊性。一方面,发行或

购买国际债券属于直接金融方式,国际债券购买者用于购买国际债券的货币资本主要是自有资本,因此,上述被作为贷方与借方组合体的国际商业银行所承受的组合式的国际利率风险与国际债券购买者基本无缘。另一方面,与国际商业银行贷款不同,国际债券存在发达的流动市场。市场上国际债券利率发生变动,不仅直接影响以国际债券利率为尺度测量的国际债券发行者的筹资成本和国际债券购买者的投资收益,而且亦影响国际债券的流通价格,并由此间接影响国际债券购买者的投资收益。因此,在国际债券购买者所承受的国际利率风险中,融合有国际债券流通价格发生变动的成份。有鉴于此,下面便有必要从国际债券发行者和国际债券购买者等两个角度,对国际利率风险在发行或购买国际债券方式下所呈现出的具体形态进行考察。

1. 从国际债券发行者所承受的国际利率风险来看

国际债券发行者所承受的国际利率风险,其表现形态是:① 受险时间是国际债券的有效期。② 风险因素存在两种情形:一是国际债券发行者以固定利率为条件发行国际债券;二是国际债券发行者以浮动利率为条件发行国际债券。③ 风险事故相应有两种情况:一是在以固定利率为条件发行国际债券的情形下,市场上国际债券利率在受险时间内下跌;二是在以浮动利率为条件发行国际债券的情形下,市场上国际债券利率在受险时间内上涨。④ 风险结果亦相应有两种:一是国际债券发行者按照固定利率所逐期实际支付的国际利息数额,要多于按照当时市场上下跌后的国际债券利率计量所逐期可能支付的国际利息数额,从而蒙受相对多付国际利息的经济损失;二是国际债券发行者按照逐期依据当时市场上上涨后的国际债券利率进行调整的浮动利率所逐期实际支付的国际利息数额,要多于根据发行国际债券时所确定的利率水平预期逐期可能支付的国际利息数额,从而蒙受相对多付国际利息的经济损失。

将国际债券发行者所承受的国际利率风险与前述国际商业银行贷款的借方所承受的国际利率风险进行比较不难看出,两者在内容上并无本质区别,只是各自所赖以存在的具体背景不同。有鉴于此,这里不再结合具体案例对国际债券发行者所承受的国际利率风险予以赘述。

2. 从国际债券购买者所承受的国际利率风险来看

国际债券购买者所承受的国际利率风险可以区分为两个方面。一方面,在将所购买的国际债券一直持有到国际债券期满的情形下,国际债券购买者所承受的国际利率风险单纯取决于市场上国际债券利率发生变动对其投资收益的直接影响;另一方面,在将所购买的国际债券于期满之前在流通市场上转让出去的情形下,国际债券购买者所承受的国际利率风险不仅取决于市场上国际债券利率发生变动对其投资收益的直接影响,而且亦取决于市场上国际债券利率发生变动对其投资收益的间接影响,这样间接影响的传导媒介在于国际债券流通价格发生相应变动。

具体分析,在将所购买的国际债券一直持有到国际债券期满的情形下,国际债券购买者所承受的国际利率风险,其表现形态是:① 受险时间是国际债券的有效期。② 风险因素存在两种情形:一是国际债券购买者购买了固定利率的国际债券;二是国际债券购买者购买了浮

动利率的国际债券。③风险事故相应存在两种情况：一是在购买了固定利率的国际债券的情形下，市场上国际债券利率在受险时间内上涨，二是在购买了浮动利率的国际债券的情形下，市场上国际债券利率在受险时间内下跌。④风险结果亦相应有两种：一是国际债券购买者按照固定利率所逐期实际收入的国际利息数额，要少于按照当时市场上上涨后的国际债券利率计量所逐期可能收入的国际利息数额，从而蒙受相对少收国际利息的经济损失；二是国际债券购买者按照逐期依据当时市场上下跌后的国际债券利率进行调整的浮动利率所逐期实际收入的国际利息数额，要少于根据购买国际债券时所确定的利率水平预期逐期可能收入的国际利息数额，从而蒙受相对少收国际利息的经济损失。

由此可见，这种国际债券购买者所承受的国际利率风险在内容上与前述国际商业银行作为单纯的贷方所承受的国际利率风险在内容上基本相同，只是它所赖以存在的具体背景不是贷出国际贷款，而是购买国际债券。

在将所购买的国际债券于期满之前在流通市场上转让出去的情形下，国际债券购买者所承受的国际利率风险较为复杂，呈现出组合式特征，其具体形态是：①受险时间是由国际债券购入日至国际债券转让日。②风险因素是国际债券购买者购买了固定利率的国际债券或浮动利率的国际债券，并将其于期满之前在流通市场上转让出去。③风险事故存在两种情况：一是在购买了固定利率的国际债券的情形下，市场上国际债券利率在受险时间内上涨，并由之决定，所购买的国际债券的流通价格在受险时间内下跌；二是在购买了浮动利率的国际债券的情形下，市场上国际债券利率在受险时间内下跌，并由之决定，所购买的国际债券的流通价格在受险时间内上涨。④风险结果相应有两种组合：一是在购买了固定利率的国际债券的情形下，国际债券购买者既要蒙受相对少收国际利息的经济损失，又要蒙受因国际债券流通价格低于国际债券发行价格而产生的资本损失，从而国际债券购买者所蒙受的经济损失为相对少收国际利息的经济损失与资本损失之和；二是在购买了浮动利率的国际债券的情形下，国际债券购买者一方面要蒙受相对少收国际利息的经济损失，另一方面要获得因国际债券流通价格高于国际债券发行价格而产生的资本收益，从而国际债券购买者所蒙受的经济损失为相对少收国际利息的经济损失与资本收益之差。下面结合案例对此予以具体分析。

(1) 国际债券购买者利率风险案例一：

英国某保险公司于某年 1 月 1 日购买一笔欧洲美元债券。债券期限为 10 年，债券面值为 100 美元，债券发行价格等于债券面值，采用固定利率，年利率为 10%，每年年底支付一次利息。该英国保险公司在购买该笔欧洲美元债券满 5 年以后，于第 6 年的 1 月 1 日将之在欧洲债券流通市场上转让。在这 5 年期间，市场上欧洲美元债券利率逐年以 0.5% 的幅度上涨。在同量投资应当得同量收益规律的支配下，当该英国保险公司将所购买的欧洲美元债券转让出去时，该笔欧洲美元债券的流通价格已经跌至债券面值以下。因此，一方面根据相对较低的固定利率水平，该英国保险公司在 5 年中每年都要蒙受相对少收国际利息的经济损失；另一方面，按照低于发行价格的流通价格将所购买的欧洲美元债券转让出去，该英国保险公司还要一次性蒙受资本损失。详见表 7.1.12。

表 7.1.12 英国保险公司的国际利率风险

时 间	欧洲美元 债券固定 利率	年末市场上 欧洲美元 债券利率	相对国际 利息损失	资 本 损 失		
				欧洲美元债 券发行价格	欧洲美元债 券流通价格	损失率
第 1 年	10%	10.5%	0.5%	USD100	USD80	20%
第 2 年	10%	11.5%	1.0%			
第 3 年	10%	11.5%	1.5%			
第 4 年	10%	12.0%	2.0%			
第 5 年	10%	12.5%	2.5%			
损失小计			7.5%			20%
损失合计	27.5%					

(2) 国际债券购买者利率风险案例二：

英国某基金于某年 7 月 1 日购买一笔香港某机构在英国发行的英镑债券。债券期限为 12 年,采用浮动利率,每 6 个月按照当时 6 个月期 LIBOR 调整一次,相应 6 个月利率为 6 个月期 LIBOR+0.5%。债券面值为 100 英镑,债券发行价格等于债券面值。该英国基金在购买该笔英镑债券 3 年零 3 个月之后,于第 4 年的 10 月 1 日将之在英镑债券流通市场上转让。在这 3 年零 3 个月的期间内,市场上英镑债券利率逐期下跌。虽然该英国基金所购买的英镑债券的利率相应每 6 个月调低一次,但是,由于该笔英镑债券转让日正值第 7 期期中,未逢第 7 期期末的利率调整日,从而其利率并不能随当时市场上英镑债券利率的进一步下跌而下调,因此,同样受同量投资应当得同量收益的规律支配,当该英国基金将所购买的英镑债券予以转让时,其流通价格涨至其面值以上。这样,根据逐期调低的浮动利率水平,该英国基金每期都要蒙受相对少收国际利息的经济损失。而在按照高于发行价格的流通价格将所购买的英镑债券转让出去时,该英国基金却一次性获得资本收益。该资本收益可以在一定程度上抵销相对少收国际利息的经济损失。详见表 7.1.13。

表 7.1.13 英国基金的国际利率风险

时 期 (6 个月)	当期期初英镑 债券浮动利率		1 期期初英镑 债券浮动利率		相对国际 利息损失	资 本 收 益		
	LIBOR	加息率	LIBOR	加息率		英镑债券 发行价格	英镑债券 流通价格	收益率
1	12.9%	0.5%	12.9%	0.5%	0	GBP100	GBP101.94 (设第 7 期 期初 6 个 月 LIBOR 为 10.5%, 第 7 期期 中 6 个月 LIBOR 为 10.3%)	1.94%
2	12.5%	0.5%	12.9%	0.5%	0.2%			
3	12.1%	0.5%	12.9%	0.5%	0.4%			
4	11.7%	0.5%	12.9%	0.5%	0.6%			
5	11.3%	0.5%	12.9%	0.5%	0.8%			
6	10.9%	0.5%	12.9%	0.5%	1.0%			
损失小计					3.0%			
净损失	1.06%							

第二章 国际金融风险防范及管理

一般地,我们把汇率风险和国际利率风险统称为国际金融风险。国际金融风险防范与管理是一个相对独立的系统。下面我们介绍国际金融风险的防范与管理。

第一节 国际金融风险的识别

国际金融风险管理系统的运行主要经历三个阶段,即国际金融风险的识别、测量和控制。其中,国际金融风险的识别是国际金融风险管理系统运行的第一阶段,同时亦是国际金融风险管理系统得以运行到其他阶段的基石。

国际金融风险的识别所要解决的核心问题,是国际金融主体要判明自己所承受的国际金融风险在质上归属于何种具体形态。如前所述,国际金融风险具有多种存在形态。其中,既有汇率风险,亦有国际利率风险。而且,在汇率风险和国际利率风险项下,又分别包括若干具体形态。在国际金融中,这些形态的国际金融风险既可能单独存在,亦可能相互交织。这意味着,就某一单个国际金融主体而言,在其从事某一国际金融活动中,既可能承受某一种形态的国际金融风险,亦可能同时承受两种以上形态的国际金融风险。例如,如果某一国际金融主体借入一笔国际商业银行贷款,且借款货币非本国货币,则该国际金融主体不仅要承受作为国际商业银行贷款的借方所承受的国际利率风险,而且要承受对外货币资本借贷背景下的汇率风险。这种情况表明,现实中国际金融主体对自己所承受的国际金融风险在具体形态上往往不能一目了然,这就需要去认真地加以识别,以便为对之进行有的放矢的测量,对症下药的控制奠定科学的基础。

对国际金融风险进行识别,可以采用建立风险树的方法。这种识别方法是以图解的形式,将国际金融风险逐层予以分解,使国际金融主体可以顺藤摸瓜,最终找到自己所承受的国际金融风险的具体形态。鉴于风险分解后的图形呈树枝状,故称风险树。采用这种建立风险树的识别方法,国际金融主体可以清晰、准确地判明自己所承受的国际金融风险的具体形态及其性质,简单、迅速地认清自己所面临的局面,为以后的相关决策提供科学的依据。

第二节 国际金融风险的测量

国际金融风险的测量是国际金融风险管理系统运行的第二阶段。通过国际金融风险的识别,国际金融主体在准确判明自己所承受的国际金融风险在质上是何种具体形态以后,随之需要进一步把握这些国际金融风险在量上可能达到何种程度,以便决定对之是否加以控制,如何加以控制。国际金融风险的测量所要解决的核心问题就在于此。

国际金融风险的测量就是国际金融主体在量上对自己的国际金融风险中可能蒙受的经济损失进行测算和度量。其主要内容包括两个方面:一是估计经济损失发生的概率;二是测算经济损失的严重程度。对此下面予以具体分析。

一、估计经济损失发生的概率

概率是描述随机事件相对出现的频率的范畴。现实世界中存在着大量的随机事件。虽然在一定的条件下,这些随机事件可能发生,亦可能不发生,从而存在很大的不确定性,但是,通过大量的试验和统计观测,就可以发现随机事件相对出现的频率,亦即概率。如果在大量的试验和统计观察中,某一随机事件相对出现的频率是一种客观存在,则这种相对出现的频率就称之为客观概率。客观概率如果为人们所认识,由人们对某一随机事件相对出现的频率作出了主观估计,就称之为主观概率。

鉴于国际金融风险的实质在于它是一种可能性,便可以将国际金融主体在国际金融风险中蒙受经济损失视为一个随机事件。在多次重复的相同的经济条件下,国际金融主体在国际金融风险中发生经济损失会有一个相对稳定的频率,这就是国际金融主体在国际金融风险中的经济损失在一定经济条件下发生的概率。对此进行估计,便可以从一个侧面在量上把握国际金融风险的严重程度。

国际金融主体在估计其经济损失发生的概率时,如果能够获得足够的历史资料,这些历史资料能够准确地反映出当时的经济条件和经济损失发生的情况,则可以利用统计的方法计算出经济损失发生的客观概率。相应这种估计经济损失发生的概率的方法,可以称之为客观概率法。

设 A 代表国际金融主体在国际金融风险中蒙受经济损失这一随机事件, N 代表统计观测的次数, M 代表 A 发生的次数, $P(A)$ 代表 A 的概率,则 $P(A)$ 可用公式表示如下:

$$P(A) = \frac{M}{N} \quad (1)$$

再设 $B_i (i=1, 2, \dots, n)$ 代表国际金融主体的经济损失赖以发生的特定经济条件,则其作为一个随机事件与 A 是相依事件。当 A 能且只能与 $B_i (i=1, 2, \dots, n)$ 同时发生,且 $P(B_i) > 0$ 时,则有如下全概率公式:

$$P(A) = \sum_{i=1}^n P(B_i)P(A|B_i) \quad (2)$$

假定根据国际金融主体所掌握的历史资料,存在 B_1 、 B_2 、 B_3 等三种经济条件。根据公式(1)进行计算,这三种经济条件发生的概率分别为:

$$P(B_1)=0.2$$

$$P(B_2)=0.3$$

$$P(B_3)=0.5$$

在这三种经济条件下,根据公式(1)进行计算的结果,随机事件 A 发生的概率分别为:

$$P(A|B_1)=0.2$$

$$P(A|B_2)=0.5$$

$$P(A|B_3)=0.3$$

再根据公式(2)进行计算,随机事件 A 在历史上发生的概率为:

$$P(A)=0.34$$

假定存在这样一个前提,即国际金融主体蒙受经济损失的随机事件 A 及其依存的随机事件 B_i ($i=1,2,\dots,n$) 在未来受险时间内的发生情况,服从其在历史上发生的概率分布,便可以根据历史上国际金融主体在国际金融风险中的经济损失发生的概率,估计出国际金融主体在未来国际金融风险中的经济损失发生的概率。

然而,在现实经济世界中,国际金融风险中的经济损失赖以发生的特定经济条件不是一成不变的,国际金融主体运用客观概率法有时会遇到难以逾越的障碍。一方面,国际金融主体难以获得足够的历史资料。这或是由于其涉足国际金融领域的历史较短,自己没有足够的历史资料积累,或是由于收集、整理和贮存历史资料需要其付出难以承受的成本。另一方面,国际金融主体在国际金融主体蒙受经济损失的随机事件 A 及其依存的随机事件 B_i ($i=1,2,\dots,n$) 在未来受险时间内的发生情况,并不会完全服从其在历史上发生的概率分布,因此,运用客观概率法的假定前提往往并不成立。有鉴于此,在估计国际金融主体在未来国际金融风险中的经济损失发生的概率时,运用主观概率法便是一个适宜的选择。

主观概率法是国际金融主体选定一组专家,并拟出几种未来可能出现的经济条件提交给各位专家,由各位专家利用有限的历史资料,根据个人长期积累的丰富经验,对未来每种经济条件发生的概率和在每种经济条件下国际金融风险在风险中的经济损失发生的概率作出主观估计,再由国际金融主体对各位专家的估计数值进行加权平均,根据所得出的平均值计算出其在未来国际金融风险中的经济损失发生的概率。

设 $\bar{P}$ 代表全体专家主观概率估计值的平均值, P_i ($i=1,2,\dots,n$) 代表每位专家主观概率估计值, W_i ($i=1,2,\dots,n$) 代表给予每位专家主观概率估计值的比重权数,则计算全体专家主观概率估计值的平均的公式为:

$$\bar{P} = \sum_{i=1}^n P_i W_i \quad (3)$$

假定某一国际金融主体选定 5 名专家,拟出 B_1 、 B_2 、 B_3 等 3 种未来可能出现的经济条件,提请各位专家对未来每种经济条件发生的概率和在每种经济条件下该国际金融风险中的经济

损失发生的概率作出主观估计。如表 7.2.1 所示,5 名专家分别对所要求的两种概率作出了主观估计。再假定给予第 1 名至第 5 名专家主观概率估计值的比重权数分别为 30%、25%、20%、15%和 10%,根据公式(3),便分别计算出了这两类估计值的平均值。进一步根据公式(2)加以计算,该国际金融主体在未来国际金融风险中的经济损失发生的概率 $P(A)$ 为 0.3449。

表 7.2.1 随机事件 A 与随机事件 $B_i(i=1,2,3)$ 的主观概率

随 机 事 件		每位专家的主观概率估计值($n=5$)					主观概率估计值的 平 均 值
		P_1	P_2	P_3	P_4	P_5	
B_i ($i=1,2,3$)	B_1	0.4	0.5	0.3	0.6	0.2	0.415
	B_2	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.305
	B_3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.4	0.280
A	$A B_1$	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.430
	$A B_2$	0.3	0.2	0.5	0.1	0.2	0.275
	$A B_3$	0.2	0.3	0.1	0.6	0.5	0.295

二、测算经济损失的严重程度

测算经济损失的严重程度,首先需要确认受险部分。所谓确认受险部分,就是确认国际金融主体有何种货币、多少金额、将在多长的时间内承受国际金融风险。由此可见,确认受险部分包括三项具体内容,即确认受险货币、受险金额和受险时间。鉴于国际金融风险具有多种存在形态,因此,在确认受险部分时,需要具体情况具体分析,采用切合实际的确认标准。

从确认国际金融风险中的汇率风险的受险部分来看。如前所述,汇率风险细分为交易风险与折算风险。这两种汇率风险的受险部分迥然不同。就交易风险而言,交易风险的受险部分是:①受险货币是将要予以兑换外国货币,诸如对外商品与劳务贸易中用于计价结算的外国货币就是对外商品与劳务贸易背景下交易风险的受险货币;②受险金额是以外国货币作为媒介或载体的经济交易的金额,诸如对外商品与劳务贸易中外国货币的结算金额就是对外商品与劳务贸易背景下交易风险的受险金额;③受险时间是从产生对受险货币进行兑换的客观需要之时至实际对受险货币进行兑换之时,诸如对外商品与劳务贸易合约正式签订之时至实际结算之时就是对外商品与劳务贸易背景下交易风险的受险时间。

再就折算风险而言,鉴于折算风险产生于跨国公司的母公司将其财务报告与海外子公司的财务报告进行合并,而这种财务报告合并的一个重要考虑,是从母公司的角度来把握以之为核心的整个跨国公司的总体财务状况和经营业绩,因此,确认折算风险的受险部分亦就同样需要站在母公司的角度。从母公司的角度考察,确认折算风险的受险货币和受险时间相对简单清晰,前者即为海外子公司的当地货币。后者即以每个给定的会计期间为单元的

海外子公司的整个生命周期,而要确认折算风险的受险金额则较为复杂。这里问题的关键在于:在海外子公司的资产负债表和损益表中,有何种科目需要适用何时的汇率进行货币折算,相应有何种科目的金额应当算作受险金额。针对这一问题,为使海外子公司资产与负债的货币折算和收入与费用的货币折算有章可循,为国际社会所公认的财务会计准则作出了明确规定。这些原则性的规定为了适应不断发展变化的客观实际,曾几度作出调整,从而在历史上出现过几种规范上述货币折算行为的方法。根据这些方法,便可以较为清晰地把握用何时的汇率对何种科目进行货币折算,据以确认何种科目的金额是受险金额。透过有关为国际社会所公认的财务会计准则,由其中有关规定所推出的规范上述货币折算行为的方法有以下四种:

1. 流动——非流动法

流动——非流动法最早见诸于 1953 年出版的《会计研究公报》43 号的有关规定。这种方法是将海外子公司的资产与负债划分为流动资产与负债和非流动资产与负债。流动资产是可以迅速变现的资产,诸如现金、应收帐款、存货和有价证券等;流动负债是指期限为 1 年以下的短期负债,诸如应付帐款、应付票据、应付税金、应付利息与红利和短期借款等;非流动资产是指不能迅速变现,持有期为 1 年以上的固定资产,诸如土地、房屋、建筑物和机械设备等;非流动负债是指期限为 1 年以上的长期负债,诸如长期借款、应付债券和长期应付款项等。其中,流动资产与负债按现行汇率进行货币折算,相应流动资产与负债的金额便是受险金额;而非流动资金与负债则按历史汇率进行货币折算,相应非流动资产与负债的金额便不算作受险金额。

2. 货币——非货币法

货币——非货币法是由 1960 年《全国会计师协会研究报告》36 号提出的。这种方法是将海外子公司的资产与负债划分为货币资产与负债和非货币资产与负债。货币资产与负债是以一种货币表示的,不能在一段时间后变更这种货币单位数目的资产与负债。其中,货币资产包括现金、应收帐款、应收票据和有价证券等;货币负债包括应付帐款、应付票据、税捐负债准备、债券和优先股等。非货币资产与负债是具有实际价值,其以货币表示的价值随所用货币购买力的变化而变化的资产与负债。其中,非货币资产包括存货和固定资产等;非货币负债包括币值坚挺的外国货币的负债、普通股、已缴资本和保留收益等。对于货币资产与负债,均按现行汇率进行货币折算,相应货币资产与负债的金额便作为受险金额掌握;而对于非货币资产与负债,均按历史汇率进行货币折算,相应非货币资产与负债的金额便从受险金额中剔除。

3. 临时法

临时法是在 1972 年美国执照会计师协会出版的《会计研究》专题研究第 12 号中提出的。这种方法实际上是货币——非货币法的变形。按照这种方法,不仅货币资产与负债要按现行汇率进行货币折算,从而其金额归入受险金额,而且非货币资产与负债中用现行市场价格计价的部分,亦要按现行汇率进行货币折算,从而其金额亦要列入受险金额。

4. 现行汇率法

现行汇率法见诸于 1983 年由美国财务会计准则委员会公布的第 52 号财务会计准则报

告。它的理论依据是视跨国公司的母公司将其财务报告与海外子公司的财务报告进行合并的目的,在于为母公司的管理者提供以他们所熟悉的货币表示的财务和经营信息。按照这种方法,海外子公司的所有资产与负债均须按现行汇率进行货币折算,从而所有资产与负债的金额均为受险金额。

为便于理解和比较上述四种方法,下面以某一母公司在美国、海外子公司在德国的跨国公司对海外子公司的资产与负债进行货币折算为例予以说明。见表 7.2.2。

表 7.2.2 海外子公司资产与负债的货币折算

(当地货币:DEM;母国货币:USD)

海外子公司 的资产与负债	历史汇率 USD/DEM = 2	现行汇率 USD/DEM=2.5			
		流动— 非流动法	货币— 非货币法	临时法	现行汇率法
(1)资 产					
现 金 DEM5,000	USD2,500	USD2,000	USD2,000	USD2,000	USD2,000
应收账款 5,000	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
有价证券 5,000	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
存 货 12,000	6,000	4,800	6,000	4,800	4,800
固定资产 30,000	15,000	15,000	15,000	15,000	12,000
总 计 DEM57,000	USD28,500	USD25,800	USD27,000	USD25,800	USD22,800
(2)负 债					
应负帐款 DEM5,000	USD2,500	USD2,000	USD2,000	USD2,000	USD2,000
应付税金 5,000	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
应付利息 5,000	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
短期借款 10,000	5,000	4,000	4,000	4,000	4,000
长期借款 25,000	12,500	12,500	10,000	10,000	10,000
股东权益 7,000	3,500	3,300	7,000	5,800	2,800
总 计 DEM57,000	USD28,500	USD25,800	USD27,000	USD25,800	USD22,800
(3)汇兑损益	0	—USD200	+USD3,500	+USD2,300	—USD700

从确认国际金融风险中的国际利率风险的受险部分来看。鉴于上文曾以不同的国际货币资本借贷方式为背景,对国际利率风险的具体形态予以考察,这里便亦从这一角度对国际利率风险的受险部分进行分析。在国际商业银行贷款方式下,国际商业银行贷款的借方和国际商业银行分别承受不同形态的国际利率风险。这些不同形态的国际利率风险的受险部

分,其内部结构较为错综复杂。首先,就受险货币而言,在国际商业银行贷款的借方和国际商业银行作为单纯的贷方所承受的单一式国际利率风险项下,受险货币即为予以借贷的国际货币;而在国际商业银行作为贷方与借方的借方的组合体所承受的组合式国际利率风险项下,受险货币则为国际贷款利率与借款利率不相匹配的国际货币。其次,就受险金额而言,在国际商业银行贷款的借方和国际商业银行作为单纯的贷方所承受的单一式国际利率风险项下,受险金额即为未清偿的国际商业银行贷款金额;而在国际商业银行作为贷方与借方的组合体所承受的组合式国际利率风险项下,确认受险金额可以大体上划分出三类情形:

①假定国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上相匹配,而在固定利率与浮动利率上不相匹配。在此类情形下,固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额,浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额,均为受险金额。

②假定国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上相匹配,而在期限上不相匹配。在此类情形下,在每个给定的期限(如6个月、1年、5年等)档次上,固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额,浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额,均为受险金额。

③假定国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上和期限上均不相匹配。在此类情形下,可以将时期分割成连续相等的若干单元,诸如6个月或1年等,在每一时间单元内,利率敏感性国际商业银行贷款的金额与利率敏感性国际商业银行借款的金额之间的差额即为受险金额。这里的利率敏感性国际商业银行贷款与利率敏感性国际商业银行借款分别是指在给定的时间单元内到期或需要重新订价的国际商业银行贷款与国际商业银行借款。最后,就受险时间而言,在国际商业银行贷款的借方和国际商业银行作为单纯的贷方所承受的单一式国际利率风险项下,受险时间即为国际商业银行贷款的有效期;而在国际商业银行作为贷方与借方的组合体所承受的组合式国际利率风险项下,受险时间是以每笔长期国际贷款或长期借款的有效期为单元的国际商业银行的整个生命周期。

在发行或购买国际债券方式下,国际利率风险受险部分的内部结构较为清晰。首先,从受险货币来看,在国际债券发行者和国际债券购买者所分别承受的国际利率风险项下,受险货币均为计算国际债券面值的国际货币。其次,从受险金额来看,鉴于国际债券的发行价格往往要背离国际债券的面值,因此,在国际债券发行者所承受的国际利率风险项下,受险金额是按照国际债券发行价格计量的国际债券发行者所借入的未清偿本金金额;在国际债券购买者所承受的国际利率风险项下,受险金额是按照国际债券发行价格计量的国际债券购买者所贷出的未收回本金金额。最后,从受险时间来看,在国际债券发行者所承受的国际利率风险项下,受险时间即为国际债券的有效期;在国际债券购买者所承受的国际利率风险项下,如果国际债券购买者将所购买的国际债券一直持有到国际债券期满,则受险时间亦为国际债券的有效期;而如果国际债券购买者将所购买的国际债券于期满之前在流通市场上转让出去,则受险时间便是国际债券购买者实际持有所购买的国际债券的时间。

通过确认受险部分,可以使我们从质上辨清测算国际金融风险中经济损失的标的。然而,确认受险部分并不能给出国际金融风险中经济损失的严重程度究竟如何的答案。因此,

以所确认的受险部分作为标的,需要从量上进一步测算国际金融风险中经济损失的严重程度。

要测算国际金融风险中经济损失的严重程度,关键在于能否把握其决定因素——汇率和国际利率在受险时间内的变动幅度,这就需要对汇率和国际利率的未来走势作出科学的预测。汇率和国际利率预测是一项十分困难和复杂的工作。首先,要进行汇率和国际利率预测,必须把握汇率和国际利率变动的内在规律。由上章的分析可见,汇率和国际利率变动是客观的经济运动,是分别受一定的经济规律支配的,因此,即使存在大量的随机扰动因素,汇率和国际利率变动亦要呈现出不可抗拒的规律性。只有对这些规律性有准确透彻的认识,才能将汇率和国际利率预测建立在科学的逻辑思维基础之上。其次,要进行汇率和国际利率预测,必须占有汇率和国际利率变动的历史资料。汇率和国际利率预测是根据汇率和国际利率变动的过去和现在预见其未来,因此,要科学地预见汇率和国际利率变动的未来,必须准确地了解汇率和国际利率变动的过去和现在,这就需要对汇率和国际利率变动的历史资料作尽可能详尽的占有,通过对之进行由表及里的分析,去粗取精,去伪存真,为进行汇率和国际利率预测提供充足的依据。最后,要进行汇率和国际利率预测,必须将定性分析与定量计算有机地结合起来。汇率和国际利率变动是随机的。决定汇率和国际利率变动的因素是多种多样、错综复杂的。导致汇率和国际利率过去变动的因素有些是正常的、常规的,有些则是政党的、偶然的、意外的。这些不正常的、偶然的、意外的因素能否在未来再现,从而影响汇率和国际利率的未来走势是难以确定的。而且,在未来亦可能出现新的不正常的、偶然的、意外的因素,对汇率和国际利率的未来趋势产生影响。汇率和国际利率变动就是如此复杂变幻,难以全部予以量化。因此,进行汇率和国际利率预测需要借助专家,由之进行深刻的定性分析。定性分析的优点在于,有关专家可以运用自己丰富的知识与经验,剔除过去不正常的、偶然的、意外的因素对汇率和国际利率过去变动的影响,并充分估计到未来可能出现新的偶然因素会对汇率和国际利率的未来走势产生影响,最后提出对汇率和国际利率未来走势的判断。同时,进行汇率和国际利率预测,作科学的定量计算亦是不可或缺的。这是因为,汇率和国际利率变动亦有其相对稳定性;决定汇率和国际利率变动的因素及其相关关系具有惯性;汇率和国际利率变动有一定的内在规律可循;这些内在规律及其构成要素可以量化。在汇率和国际利率预测中,根据所占有的历史资料,建立起数学模型,据以进行定量计算,可以确切地推出汇率和国际利率的未来走势及其取值范围。由此可见,定性分析和定量计算各有其独到的功能,在汇率和国际利率预测中将两者有机地结合起来,可以达到优势互补,以便使预测结果更为准确。

在根据汇率和国际利率预测把握到汇率和国际利率在受险时间内的变动幅度的基础上,结合所确认的受险部分,便可以进一步测算出国际金融风险中经济损失的严重程度。首先就测算汇率风险中经济损失的严重程度而言,设以 L_{EA} 代表以本国货币或其他外国货币计量的经济损失绝对额,以 L_{ER} 代表以本国货币或其他外国货币计量的经济损失相对额,以 SM 代表以受险货币计量的受险金额,以 R_E 代表受险时间伊始的汇率实际值,以 R_E^e 代表受险时间终了时的汇率预测值,则以本国货币或其他外国货币计量的经济损失绝对额和相对额的计算公式分别为:

在直接标价法下:

$$L_{EA} = | SM(R_E^e - R_E^*) | \quad (4)$$

$$L_{ER} = \frac{L_{EA}}{SM \cdot R_E^*} \cdot 100\% \quad (5)$$

将公式(4)代入公式(2.5),可得

$$L_{ER} = \left| \left(\frac{R_E^e}{R_E^*} - 1 \right) \cdot 100\% \right| \quad (6)$$

在间接标价法下:

$$L_{EA} = \left| SM \left(\frac{1}{R_E^e} - \frac{1}{R_E^*} \right) \right| \quad (7)$$

$$L_{ER} = \frac{L_{EA}}{SM/R_E^*} \cdot 100\% \quad (8)$$

将公式(7)代入公式(8)可得

$$L_{ER} = \left| \left(\frac{R_E^*}{R_E^e} - 1 \right) \cdot 100\% \right| \quad (9)$$

再就测算国际利率风险中经济损失的严重程度而言,设以 L_{IA} 代表以受险货币计量的经济损失绝对额,以 L_{IR} 代表以受险货币计量的经济损失相对额,以 K 代表以受险货币计量的受险金额,以 R_I^* 代表受险时间伊始的国际利率实际值,以 R_I^e 代表受险时间终了时的国际利率预测值,则以受险货币计量的经济损失绝对额和相对额的计算公式分别为:

$$L_{IA} = | K(R_I^e - R_I^*) | \quad (10)$$

$$L_{IR} = | (R_I^e - R_I^*) | \quad (11)$$

鉴于上述 R_E^e 和 R_I^e 分别是对未来时点变动后的汇率和国际利率所作出的预测,而未来时点变动后的汇率和国际利率是两个随机变量,则可以在汇率和国际利率预测中引入主观概率法和统计分析,以提高测算国际金融风险中经济损失的严重程度的精确度。为了简化分析,下面仅以测算汇率风险中的经济损失的严重程度为例予以说明。

假定某一国际金融主体选定 5 名专家,拟出 5 种在受险时间终了时美元对德国马克汇率的预测值,提请各位专家对这 5 种预测值发生的概率作出主观估计。如表 7.2.3 所示,5 名专家分别对这 5 种预测值发生的概率作出了主观估计。再假定给予第 1 名至第 5 名专家主观概率估计值的比重权数分别为 20%、26%、28%、14%和 12%,便根据公式(3)分别计算出了这 5 名专家主观概率估计值的平均值。

再设 $\overline{R_E^e}$ 代表受险时间终了时的汇率预测值的平均值, $R_{E_i}^e$ ($i=1, 2, \dots, m$) 代表第 i 个受险时间终了时的汇率预测值, $\overline{P_i}$ 代表第 i 行全体专家主观概率估计值的平均值,则有公式:

$$\overline{R_E^e} = \sum_{i=1}^m R_{E_i}^e \overline{P_i} \quad (12)$$

根据该公式对表 7.2.3 的资料进行计算,受险时间终了时美元对德国马克汇率预测值的平均值为 USD/DEM=1.6913

表 7.2.3 美元对德国马克汇率的主观概率

汇 率 (USD/DEM)	每位专家的主观概率估计值(n=5)					主观概率估计值的 平 均 值
	P ₁	P ₂	P ₃	P ₄	P ₅	
1.6824	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.112
1.6876	0.2	0.2	0.4	0.3	0.1	0.254
1.6922	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.308
1.6948	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.212
1.6990	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.114
ΣP _i	1	1	1	1	1	1

如果将 $\overline{R}_E^e$ 替代公式(4)、公式(6)、公式(7)和公式(9)中的 R_E^e ,则这些公式便可以分别改写为:

在直接标价法下:

$$L_{EA} = | SM(\overline{R}_E^e - R_E^*) | \tag{13}$$

$$L_{ER} = \left| \left(\frac{\overline{R}_E^e}{R_E^*} - 1 \right) \cdot 100\% \right| \tag{14}$$

在间接标价法下:

$$L_{EA} = \left| SM\left(\frac{1}{\overline{R}_E^e} - \frac{1}{R_E^*}\right) \right| \tag{15}$$

$$L_{ER} = \left| SM\left(\frac{R_E^*}{\overline{R}_E^e} - 1\right) \cdot 100\% \right| \tag{16}$$

同理,亦可以通过引入主观概率法和统计分析,推出受险时间终了时的国际利率预测值的平均值。如果设受险时间终了时的国际利率预测值的平均值为 $\overline{R}_I^e$,并以之替代公式(10)和公式(11)中的 R_I^e ,则这两个公式亦可以分别改写为如下形式:

$$L_{IA} = | K(\overline{R}_I^e - R_I^*) | \tag{17}$$

$$L_{IR} = | (\overline{R}_I^e - R_I^*) | \tag{18}$$

第三节 国际金融风险的控制

在对国际金融风险进行识别和测量以后,国际金融风险管理系统运行便进入第三阶

段,即国际金融风险的控制阶段。国际金融风险的控制就是国际金融主体根据国际金融风险识别和测量的结果,针对自己所承受的国际金融风险的具体形态,经济损失发生的概率和严重程度,具体选择和实施对国际金融风险进行管理的战略和方法。

一、选择和实施国际金融风险管理的战略

国际金融风险管理的战略,是从全局和相对长远的角度,经过运筹谋划而制定的,对国际金融风险进行控制的大政方针。它是国际金融风险控制的基准和出发点。

可供选择和实施的国际金融风险管理的战略,主要有以下三种类型:

(1)全不控制战略。全不控制战略是指国际金融主体根据对自己所承受的所有国际金融风险进行测量的结果,认为如果对这些国际金融风险实施控制将得不偿失,从而决定对这些国际金融风险均不实施任何控制的战略。

(2)全面控制战略。全面控制战略是指国际金融主体在对自己所承受的所有国际金融风险的测量结果缺乏把握和信心的情况下,为了安全第一,决定对这些国际金融风险一概实施控制的战略。

(3)选择性控制战略。选择性控制战略是指国际金融主体根据对自己所承受的所有国际金融风险进行测量的结果,综合比较,酌情处理,对这些国际金融风险有选择地实施控制的战略。

上述三种国际金融风险管理的战略性质与特征各异。国际金融主体不可能同时实施这三种国际金融风险管理的战略,而只能从中作出唯一的抉择。选择国际金融风险管理战略的关键,在于国际金融主体要在量上对国际金融风险中的经济损失与国际金融风险的控制成本作出比较。一方面,如前所述,国际金融主体之所以要对国际金融风险实施控制,是因为国际金融主体要在国际金融风险中蒙受经济损失。通过前述的国际金融风险的测量,国际金融主体可以测算出其在国际金融风险中蒙受经济损失的严重程度。另一方面,如果国际金融主体对国际金融风险实施控制,在具体运用前述五种类型的管理方法的过程中,往往需要付出一定的成本,这里称之为控制成本。例如,向商业银行支付的手续费,向经纪商支付的佣金,向期权的卖方支付的期权费,等等,均为控制成本。在量上将国际金融风险中的经济损失与国际金融风险的控制成本进行比较,毫无疑义,如果前者大于后者,则国际金融主体主尚有利可图,因而需要对国际金融风险实施控制;如果前者小于后者,则国际金融主体得不偿失,因而无需对国际金融风险实施控制。有鉴于此,结合上述三种国际金融风险管理的战略来分析,如果选择和实施全不控制战略,虽然国际金融主体不付出任何控制成本,但是,却要蒙受所有国际金融风险中的全部经济损失,尤其是在对国际金融风险的测量结果失准的情况下,所蒙受的经济损失便会超出在受险时间伊始的预计,因此,为慎重起见,避免错过对国际金融风险实施控制的最佳时机,国际金融主体一般都不选择和实施全不控制战略;如果选择和实施全面控制战略,虽然国际金融主体不冒任何国际金融风险,可以避免所有经济损失,但是,却要付出较高的控制成本,因此,从实际情况来看,为了尽可能地降低控制成本,并希冀获取因汇率或国际利率朝有利于自己的方向变动而带来的经济收益,国际金融主体亦很少选择和实施全面控制战略;再从选择性控制战略来看,这种管理战略的核心是国际

金融主体根据在量上对国际金融风险中的经济损失与国际金融风险的控制成本所作出的比较,对自己所承受的各种形态的国际金融风险予以区别对待,对有利可图的就实施控制,对得不偿失的就不实施控制,在可避免的经济损失与须付出的控制成本之间、实施控制与不实施控制之间寻求最佳组合点。显然,这种管理战略更为灵活,更为经济合理、因而为绝大多数的国际金融主体所青睐和采纳。只是这种管理战略实施起来较为复杂,要求国际金融主体须具备较高的国际金融风险管理水平和较强的运筹决策能力。

二、选择和实施国际金融风险管理的方法

在选定国际金融风险管理的战略以后,要使之得以贯彻和实施,无疑只能借助于选择一定的国际金融风险管理的方法,并予以实施。因此,选择和实施国际金融风险管理的方法,是国际金融风险控制的落足点和重心,是决定国际金融风险管理的目标能否实现的关键。

如前所述,国际金融风险管理的方法形式多样,按照其作用机理划分,就包括五种基本类型。这些管理方法在相当大的程度上可以相互替代。在决定对自己所承受的某一国际金融风险进行控制时,国际金融主体无需亦不可能将所有这种管理方法同时予以采用。由此便提出了如何在这些管理方法中作出选择的问题。

要在众多的国际金融风险管理的方法中作出选择,根据前面在国际金融风险管理的定义中对所运用的方法作出的限定,需要遵循以下两项基本原则:

(1)经济性原则。所谓经济性原则,就是成本最低的原则。国际金融风险管理的方法,其中多数都伴有成本。这种成本是构成前述控制成本的主体。例如,如果选择货币期权交易控制汇率风险,国际金融主体在作为货币期权的买方时,至少要向货币期权的卖方支付期权费;如果选择利率期货交易控制国际利率风险,国际金融主体至少要向利率期货的经纪商支付佣金;等等。从量上比较,各种国际金融风险管理的方法成本不尽相同。因此,根据经济性原则,在所有各种国际金融风险管理的方法均适用的前提下,国际金融主体应当选择成本最低的方法,借以最大限度地提高国际金融风险管理的经济效益。

(2)适用性原则。所谓适用性原则,就是切实可行的原则。各种国际金融风险管理的方法,其适用性是各不相同的。要确认每种国际金融风险管理方法的适用性,需要依据三方面因素:①每种国际利率风险管理方法本身的性质与特点;②每种形态的国际金融风险的性质与特点;③每一国际金融风险的受险部分的内部结构与特点。据此分析,显然远期外汇交易绝不适于用来控制国际利率风险;货币期货交易绝不适于用来控制受险货币不在货币期货交易标准币种之列的汇率风险;等等。适用性原则的核心,在于选择国际金融风险管理的方法要有的放矢,对症下药。因此,根据这一原则,国际金融主体必须结合自己所承受的国际金融风险的性质与特点,其受险部分的内部结构与特点,有针对性地选择最为适用的管理方法,借以最大限度地提高国际金融风险管理的工作效能。

在根据上述原则选定国际金融风险管理的方法以后,便要对之予以实施。在实施所选定的国际金融风险管理方法的过程中,需要对实施情况进行跟踪监测,作好信息反馈。对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测,其必要性主要体现在三个方面:其一,国际金融风险的识别、测量和控制均为国际金融主体的主观行为,而国际金融风险却是客观的。

国际金融主体的主观是否与客观相吻合,最终只有通过实践来检验。这里的实践无疑就是实施国际金融风险管理方法的实践。通过对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测,可以观察出对国际金融风险识别得是否正确,测量得是否准确,对国际金融风险管理的战略和方法选择得是否科学和合理。如若不然,国际金融主体就可以及时予以纠正和调整,以免一错到底。其二,即使国际金融主体的主观与客观相吻合,对国际金融风险的识别和测量是正确和准确的,对国际金融风险管理的战略和方法的选择是科学和合理的,但是,在实施国际金融风险管理方法的过程中,由于国际金融主体具体操作上的原因,亦可能出现某种偏差,从而影响到控制国际金融风险的绩效。通过对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测,可以观察出国际金融主体在运用管理方法对国际金融风险实施控制的具体操作上是否存在偏差,如果存在偏差,就进而查出其症结所在,以便及时予以纠正和调整。其三,如前所述,国际金融风险是动态风险。在受险时间内,国际金融风险的程度和特征会出现一定程度的量变。根据受险时间伊始的情况所选定的国际金融风险管理的方法,伴随受险时间的推移和国际金融风险的动态变化,可能会变得不合时宜,从而影响到其实施的效应。通过对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测,可以把握到国际金融风险的动态变化,相应观察出原来所选定的国际金融风险管理方法对变化后的国际金融风险的某种不适应性,据以及时采取完善和补救措施。

对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测所获取的信息,必须及时予以反馈,否则,这种跟踪监测就失去了存在的价值和意义。由上述分析可见,对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测,是国际金融主体掌握所实施的国际金融风险管理方法能否产生预期效应,据以决定是维持还是调整原有决策的重要保证。如果对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测所获取的信息不能及时予以反馈,则这种跟踪监测就留于形式,国际金融主体并不能据此及时了解所选定的国际金融风险管理方法在实施过程中是否产生了预期效应。一旦出现偏差,国际金融主体未能及时掌握,势必就要错过纠正和调整的最佳时机。因此,对实施国际金融风险管理方法的情况进行跟踪监测,并作好信息反馈,这两者是密不可分的有机整体。要作好信息反馈,关键是要抓好两个方面的工作:一是要确保信息的质量,即国际金融主体要切实对实施国际金融风险管理方法的情况进行扎扎实实、一丝不苟地跟踪监测,确保所获取的信息真实、可靠、准确;二是要提高信息反馈的效率,即国际金融主体要通过疏通反馈渠道、简化反馈环节、使反馈手段现代化等途径,提高信息反馈的传递速度。

第四节 汇率风险防范及管理

一、几点说明

为使本节对汇率风险管理的方法及其应用的分析逻辑清晰,问题集中,首先作以下几点说明:

(1)在汇率风险的具体形态中,与名义汇率风险相对应的实际汇率风险只在经济分析中予以把握。有关国际金融主体在汇率风险管理的实践中,并不针对实际汇率风险进行管理,而只是针对名义汇率风险进行管理。因此,本节所考察的汇率风险管理的方法及其应用,均为名义汇率风险管理的方法及其应用,并不涉及实际汇率风险管理。

(2)在汇率风险的具体形态中,与交易风险相对应的折算风险存在于跨国公司将母公司的财务报告与海外子公司的财务报告进行合并这种会计行为,其风险结果只是跨国公司出现会计帐面损失。只要海外子公司在东道国永久地营业下去,并不将其资产调回母国,这种折算风险就不会转化为交易风险,这种会计帐面损失就不会转变为实际经济损失。有鉴于此,对折算风险的管理,跨国公司亦就主要依循为国际社会所公认的财务会计准则,借助一定的会计行为来进行,对此本节不予赘述。这样,本节对汇率风险管理的方法及其应用进行考察,便仅以交易风险作为背景。

(3)为便于借鉴,本节将从是否借助金融市场交易的角度,将汇率风险管理的方法归纳为两种类型,即非借助金融市场交易的管理方法与借助金融市场交易的管理方法。在这两类管理方法中,将分别包括前述依作用机理划分的管理方法。至于每一具体管理方法在分析中的先后顺序,将尽量按照历史与逻辑相统一的原则予以排列。

二、非借助金融市场交易的汇率风险管理方法

非借助金融市场交易的汇率风险管理方法适用于以对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷为背景的交易风险管理。这类管理方法,有些是在受险时间开始以前结合签订有关对外经济交易合同予以应用的,有些是在受险时间开始以后视具体情况予以应用的。这类管理方法主要包括:选用有利的合同货币;加列合同条款;提前或推迟收付外国货币;配对。

(一)选用有利的合同货币

在对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷中,能否出现汇率风险,若出现汇率风险,其严重程度如何,均与所签订的合同息息相关。因此,选用适宜的管理方法对汇率风险实施控制,首先应当从签订合同做起。

对外商品与劳务贸易的合同,或对外货币资本借贷的合同,要在有关条款中载明计价结算的货币或计值清偿的货币,这里称之为合同货币。由于选用何种合同货币直接关系到将

来是否发生不同货币的相互兑换,如果发生不同货币的相互兑换,其所依据的汇率如何,因此,为控制汇率风险,在签订有关合同时须努力选用有利的合同货币。

选用有利的合同货币不外要在本国货币、交易对方国货币和第三国货币之间作出抉择。这种抉择需要依据两个因素:其一,看所选货币是否可以自由兑换的货币。为便于日后可以借助金融市场交易控制汇率风险,应当选用可以自由兑换的货币。其二,看所选货币是硬币还是软币。硬币是指对外价值稳定,且趋于上升的货币。软币是指对外价值不稳,且趋于下降的货币。硬币与软币的区分是相对的。硬币与软币可以相互转化。要判别某种货币是硬币还是软币,需要随时注意和预测外汇市场上该种货币对其他货币汇率的沉浮变化。为控制汇率风险,应当在不同的场合或选用硬币,或选用软币。

根据以上考虑,选用有利的合同货币具体有以下方法:

(1)对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷选用本国货币。这是因为,在对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷中,如果以本国货币作为合同货币,则在结算日或清偿日可以直接收付本国货币,无须进行不同货币的相互兑换,从而可以从根本上消除汇率风险的风险因素。因此,这种方法属于风险回避型方法。然而,这种方法只有在本国货币是可以自由兑换货币的条件下才能得以自由选用,否则,交易对方一般不会接受这种方法。

(2)进口商品与劳务和借入货币资本选用自己已经持有或将要持有的外国货币。就进口商品与劳务而言,如果自己已经持有或将要持有某种外国货币,就以该种外国货币作为合同货币。这样在结算日就可以直接支付该种外国货币,而无须以该种外国货币去兑换其他外国货币,再就借入货币资本而言,如果自己将要持有某种外国货币,就以该种外国货币作为合同货币,这样在清偿日亦就可以直接归还该种外国货币,而无须以该种外国货币去兑换其他外国货币。在这两种场合,汇率风险的风险因素均被消除。因此,这种方法亦属于风险回避型方法。只是这种方法并不适用于出口商品与劳务和贷出货币资本的场合。

(3)进口商品与劳务和借入货币资本选用软币,出口商品与劳务和贷出货币资本选用硬币。以进口商品与劳务和借入货币资本为背景,如果计价结算或计值清偿的外国货币汇率上涨,即成为硬币,则进口商或债务人就要蒙受多付本国货币或其他外国货币的经济损失;而以出口商品与劳务和贷出货币资本为背景,如果计价结算或计值清偿的外国货币汇率下跌,即成为软币,则出口商或债权人就要蒙受少收本国货币或其他外国货币的经济损失。既然如此,便可以反其道而行之,即进口商品与劳务和借入货币资本转以软币作为合同货币,出口商品与劳务和贷出货币资本转以硬币作为合同货币。这样,进口商或债务人、出口商或债权人不仅不会蒙受经济损失,反而还会获取经济收益。由此可见,选用这种方法虽然不能消除汇率风险的风险因素,但却可以将蒙受经济损失的法律责任和财务负担转移给交易对方。因此,这种方法属于风险转移型方法。选用这种方法的前提是有关主体能够对备选货币的汇率在受险时间内的走势作出准确的预测,从而对何种货币是硬币,何种货币是软币有准确的把握。

(4)对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷选用两种以上软硬搭配的外国货币。不难理解,在对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷中,一方进口商品与劳务或借入货币资本,即为另一方出口商品与劳务或贷出货币资本;反之亦然。此方坚持选用软币或硬币,彼

方会坚持选用硬币或软币。如果交易双方各执己见,互不相让,必然难以成交。有鉴于此,交易双方应当经过认真协商,互作合理妥协。妥协的退路就是在同一笔交易中将软币与硬币搭配使用。这样,进口商或债务人选用硬币的经济损失可以被选用软币的经济收益所抵消,出口商或债权人选用软币的经济损失可以被选用硬币的经济收益所抵消。由此可见,可以将这种方法归入风险中和型方法。尽管这种方法显得较为麻烦,但是,如果一笔交易的金额较大,则选用这种方法就会显示出独到的优越性。

(5)对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷选用欧洲货币单位(ECU)。欧洲货币单位是由欧洲经济共同体 12 个成员国的货币(德国马克、法国法郎、英镑、意大利里拉、荷兰盾、比利时法郎、西班牙比塞塔、丹麦克朗、爱尔兰镑、希腊德拉克马、葡萄牙埃斯库多和卢森堡法郎)共同定值的一揽子货币。由于有 12 种货币共同定值,其中既有软币又有硬币,软币的贬值与硬币的增值可以在不同程度上相互抵消,因此,在主要国际货币的汇率动荡不定的情况下,欧洲货币单位以其币值稳定而独树一帜。在对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷中选用欧洲货币单位,实质上就等于选用 12 种软硬搭配的欧洲经济共同体成员国的货币,个中缘由,亦就不言自明。由此可见,这就种方法亦属于风险中和型方法。

以上这些选用有利的合同货币的方法,均不需要有关主体付出一定的成本。它们既可以单独应用,亦可以与以下将要论及的方法配套应用。

(二)加列合同条款

为控制汇率风险而加列合同条款,亦是在签订有关对外经济交易合同时就予以运用的管理方法。在对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷中,在不能消除汇率风险的风险因素的情况下,为了转移或合理分担可能蒙受的经济损失,可以选用加列合同条款的方法,即在有关合同中加列保护性条款。

目前,可供选用的保护性条款主要有以下几种类型:

1. 货币保值条款

货币保值,就是选择某一种或某几种货币给合同货币保值。其基本原理是:选择某一种或某几种货币作为合同货币的保值货币,并按照签约日的汇率确认与合同货币的金额等值的保值货币的金额,到结算日或清偿日,如果汇率已经发生变动,则按照结算日或清偿日的汇率逆向确认与保值货币的金额等值的合同货币的金额,并按此金额进行结算或清偿。货币保值现有两种方式:①选择特别提款权或欧洲货币单位给合同货币保值。假定合同货币为美元,金额为 100 万,保值货币为特别提款权,签约日的汇率为 $SDR/USD=1.4628$,则 68.36 万特别提款权与 100 万美元等值。再假定到结算日或清偿日汇率变为 $SDR/USD=1.6932$,则 115.75 万美元与 68.36 万特别提款权等值。根据合同中加列的货币保值条款约定,便按 115.75 万美元进行结算或清偿,而不是按 100 万美元进行结算或清偿。②选择软硬搭配的一揽子货币给合同货币保值。假定合同货币为德国马克,金额为 400 万,保值货币有 4 种,软币为美元和英镑,硬币为瑞士法郎和荷兰盾,每种保值货币对合同货币的保值权数均为 25%,相应每种保值货币各对 100 万德国马克保值,签约日的汇率分别为 $USD/DEM=2.0000$ 、 $GBP/DEM=4.0000$ 、 $CHF/DEM=1.2500$ 和 $NLG/DEM=0.8000$,则 50 万美元、25 万英镑、80 万瑞士法郎和 125 万荷兰盾分别与 100 万德国马克等值。再假定到

结算日或清偿日汇率分别变为 $USD/DEM=1.9600$ 、 $GBP/DEM=3.9000$ 、 $CHF/DEM=1.2750$ 和 $NLG/DEM=0.8120$, 则 98 万德国马克与 50 万美元等值, 97.5 万德国马克与 25 万英镑等值, 102 万德国马克与 80 万瑞士法郎等值, 101.5 万德国马克与 125 万荷兰盾等值, 相应德国马克的总金额为 399 万。根据合同中加列的货币保值条款予以自动调整, 便按 399 万德国马克进行结算或清偿, 而不是按 400 万德国马克进行结算或清偿。

选用加列货币保值条款的方法, 当合同货币对保值货币贬值时, 出口商或债权人可以将经济损失全部或部分转移给进口商或债务人; 当合同货币对保值货币增值时, 进口商或债务人可以将经济损失全部或部分转移给出口商或债权人。因此, 这种方法属于风险转移型方法。

2. 均摊损益条款

均摊损益, 就是当合同货币的汇率发生变动而出现经济损失或经济收益时, 由交易双方共同均摊。在有关合同中加列均摊损益条款, 适用于在对外商品与劳务贸易中控制汇率风险。这种方法的基本原理是: 在结算日, 根据签约日和结算日合同货币对本国货币汇率的简单算术平均数, 对签约日确定的合同货币金额予以调整, 并按调整后的合同货币金额进行结算。如果以 V_f 代表结算日调整后的合同货币金额, V_d 代表签约日等值的本国货币金额, R_o 代表签约日合同货币对本国货币的汇率(取直接标价法, 下同), R_t 代表结算日合同货币对本国货币的汇率, 则计算结算日调整后的合同货币金额的公式为:

$$V_f = \frac{V_d}{(R_o + R_t)/2} \quad 19$$

根据该公式, 对进口商而言, 如果 $R_t > R_o$, 则 V_f 少于签约日确定的合同货币金额, 按其进行结算, 虽然进口商仍要蒙受为购买合同货币而多付本国货币的经济损失, 但是, 损失的金额却因 V_f 的减少而同比率减少, 同时出口商亦因 V_f 的减少而同比率地蒙受了少收合同货币的经济损失; 再对出口商而言, 如果 $R_t > R_o$, 则 V_f 多于签约日确定的合同货币金额, 按其进行结算, 虽然出口商仍要蒙受因兑出合同货币而少收本国货币的经济损失, 但是, 损失的金额却因 V_f 的增多而同比率减少, 同时, 进口商亦因 V_f 的增多而同比率地蒙受了多付合同货币的经济损失。

由此可见, 通过在有关合同中加列均摊损益条款, 一旦出现经济损失, 便可以由进口商或出口商单方面负担变为由进口商与出口商共同均摊。因此, 这种方法亦属于风险转移型方法。

3. 选择货币条款

选择货币, 就是到有关合同期满时再选择确定据以进行支付的货币。这种选择货币的权利指定由交易双方的某一方行使。在有关合同中加列选择货币条款, 适用于对外货币资本借贷中控制汇率风险。在对外货币资本借贷中往往是债务人为免去债权人承受汇率风险的后顾之忧, 借以促进自己的筹资活动, 便在合同中加列选择货币条款, 赋予债权人在有关合同期满时选择对之有利的货币作为清偿货币的权利。运用这种方法, 可以使应当由债权人负担的经济损失转由债务人负担。由此, 这种方法亦是一种风险转移型方法。

以上诸种加列合同条款的方法, 亦不需要有关主体付出一定的成本。然而, 由于要加列

合同条款须得到交易双方的共同认可,如果只是某一方的一厢情愿,便不能付诸实施,因此,这类方法在运用起来缺乏灵活性。

(三)提前或推迟收付外国货币

提前或推迟收付外国货币,是指在受险时间开始以后,有关主体根据对计价结算或计值清偿的外国货币其汇率走势的预测,将收付外国货币的结算日或清偿日提前或推迟,借以控制汇率风险的方法。这种方法的应用可以归纳为表 7.2.4

表 7.2.4 提前或推迟收付外国货币方法的应用

管理主体	预测计价结算或计值 清偿的外国货币汇率上涨		预测计价结算或计值 清偿的外国货币汇率下跌	
	具体对策	直接目的	具体对策	直接目的
进口商或 债务人	提前支付 外国货币	避免多付本国货币 或其他外国货币	推迟支付 外国货币	争取少付本国货币 或其他外国货币
出口商或 债权人	推迟收 外国货币	争取多收本国货币 或其他外国货币	提前收入 外国货币	避免少收本国货币 或其他外国货币

从严格的意义上来说,进口商或债务人推迟支付外国货币,出口商或债权人推迟收入外国货币,均为有关主体故意将汇率风险的受险部分保留下来,希冀能够利用汇率向有利于自己的方向发生变动的机遇,获取额外的经济收益。因此,这两种对策均属投机的范畴。而只有进口商或债务人提前支付外国货币,出口商或债权人提前收入外国货币才属于控制汇率风险的范畴。进口商或债务人、出口商或债权人通过提前支付或收入外国货币,可以及早消除汇率风险的受险部分,借以避免或减少经济损失。因此,这种方法兼有风险回避型方法和风险控制型方法的属性。

运用提前支付或收入外国货币的方法,分别伴有一定的收益和成本。其中,只有进口商提前支付外国货币可以获取一定的收益,而债务人提前支付外国货币,出口商或债权人提前收入外国货币,均要付出一定的成本。具体说来,进口商的收益为出口商给予的折扣,折扣的多少取决于出口商所在国与提前支付的期限相当的短期贷款的利息;债务人的成本为付给债权人的罚金;出口商的成本为付给进口商的折扣,折扣的多少取决于进口商所在国与提前支付的期限相当的短期贷款的利息;债权人的成本为付给债务人的补偿金。

(四)配对

配对,是指有关主体将有远期外国货币收入的对外经济交易与有远期外国货币支出的对外经济交易予以组合搭配,使远期外国货币收入与远期外国货币支出在币种、金额和时间上相吻合,届时便以远期外国货币收入抵补远期外国货币支出,借以避免不同币别货币的相互兑换,以此控制汇率风险的方法。

对一般主体而言,将有远期外国货币收入的对外经济交易与有远期外国货币支出的对外经济交易予以组合搭配,存在两种模式:①在首先发生一笔出口或对外债权的场合,再进

行一笔进口,使之与出口或对外债权在币种、金额和时间上相吻合;②在首先发生一笔进口或对外债务的场合,再进行一笔出口,使之与进口或对外债务在币种、金额和时间上相吻合。

对具有分公司的主体而言,将有远期外国货币收入的对外经济交易与有远期外国货币支出的对外经济交易予以组合搭配,可以在总公司与分公司之间、不同的分公司之间进行。而且,这种组合搭配在模式上更为多样化。一家公司的出口或对外债权既可以由另一家公司同币种、同金额的同时间的进口与之组合搭配,亦可以由另一家公司同币种、同金额和同时间的对外债务与之组合搭配;一家公司的进口或对外债务既可以由另一家公司同币种、同金额和同时间的出口与之组合搭配;亦可以由另一家公司同币种、同金额和同时间的对外债权与之组合搭配。

通过上述配对,到对外经济交易的结算日或清偿日,有关主体可以直接用收入的外国货币去抵补马上或将要进行的外国货币支出,而无须进行所收付的外国货币与本国货币或其他外国货币之间的相互兑换,这就消除了汇率风险的风险因素。因此,这种方法是一种风险回避型方法。

运用配对的方法控制汇率风险,并不需要有关主体付出成本。然而,这种方法要求有关主体要相继进行两笔以上的外对经济交易,而且这两笔以上的对外经济交易须外国货币的收支方向恰好相反,外国货币的收支币种、金额和时间相吻合,这在实践中是较难做到的,要受到很多条件的制约。因此,这种方法在应用上具有局限性。

三、借助金融市场交易的汇率风险管理方法

借助金融市场交易的汇率风险管理方法一般适用于以所有对外或涉外经济交易为背景的交易风险管理。无论从事对外或涉外经济交易的主体是何种主体,无论所从事的对外或涉外经济交易是否签订了合同,均可以运用借助金融市场交易的管理方法对有关汇率风险实施控制。就已经签订合同的主体而言,运用借助金融市场交易的管理方法,既可以对签订合同时因忽略了采取有关管理方法或错误地采取了有关管理方法而出现的漏洞予以补救,亦可以作为签订合同时所采取的有关管理方法的补充,以进一步提高控制汇率风险的保险系数。

借助金融市场交易的汇率风险管理方法主要有:即期外汇交易;远期外汇交易;货币期货交易;货币期权交易;掉期外汇交易;货币互换;BSI;LSI。

(一)即期外汇交易

既期外汇交易,又称现汇交易,是指外汇买卖双方成交以后,在两个营业日(不包括成交日)内办理交割的外汇买卖交易。

借助即期外汇交易控制汇率风险,是一种单一型管理方法。这种方法可以为进口商、债务人和商业银行等主体所采用。具体说来,进口商在进口商品或劳务时,可以根据签约日的即期汇率,在签约日就进行一笔即期外汇交易,以本国货币或其他外国货币买进计价结算的外国货币,将之持有到结算日,据以向出口商支付;债务人在逐期向债权人支付利息时,亦可以预先就逐次进行即期外汇交易,以本国货币或其他外国货币买进计值清偿的外国货币,等到利息支付日再据以向债权人支付利息;商业银行在出现即期外汇头寸空头或多头,或综合

外汇头寸空头或多头时,可以通过在商业银行同业间外汇市场上做即期外汇交易予以轧平。例如,若是即期外汇头寸或综合外汇头寸空头,便在空头日买进与空头金额等额的即期外汇;若是即期外汇头寸或综合外汇头寸多头,便多头日卖出与多头金额等额的即期外汇。

由上述可见,借助即期外汇交易,有关主体在受险时间伊始便完成了不同币别货币的相互兑换行为,相应的汇率风险受险部分随之消失,无论日后汇率如何变动,均与有关主体绝缘。因此,这种方法兼有风险回避型方法和风险控制型方法的性质。

借助即期外汇交易控制汇率风险既伴有成本,又伴有收益。有关主体需要付出的成本包括:①佣金。如果即期外汇交易是经由外汇经纪商进行的,则须向外汇经纪商支付佣金。②利息的机会成本。如果用于买进计价结算的外国货币、计值清偿的外国货币或即期外汇的本国货币或其他外国货币为有关主体的自有资金,则要牺牲本国货币或其他外国货币在原确认的受险时间内做短期投资的利息。同时,商业银行卖出即期外汇,亦同样要牺牲该部分外汇在原确认的受险时间内做短期投资的利息。而有关主体可以获取的收益单纯就是利息收益,即将买进的计价结算的外国货币、计值清偿的外国货币、即期外汇、由卖出的即期外汇所兑换到的本国货币或其他外国货币在原确认的受险时间内做短期投资的利息。将上述成本与收益均折合为一种货币,并将成本由收益予以抵消,如果仍有剩余,便为有关主体需要付出的净成本。

(二) 远期外汇交易

远期外汇交易,又称期汇交易,是指外汇买卖双方成交以后,并不立即办理交割,而是根据所签订的远期合同,在未来固定的日期或可选择的日期,按照约定的远期汇率办理交割的外汇买卖交易。

借助远期外汇交易控制汇率风险,是一种传统的单一型管理方法。这种方法基本不受任何条件限制,可以广泛应用于所有交易风险的管理。

(1)对进口商和出口商而言,在其进口或出口的签约日,就可以做一笔交割日与结算日相适应的远期外汇交易,买进或卖出计价结算的外国货币,届时按照远期汇率办理交割。到结算日,进口商可以用交割到的计价结算的外国货币去履行向出口商支付的义务,而出口商则可以用收入的计价结算的外国货币去履行远期外汇交易的交割义务。

(2)对债务人或债权人而言,如果是短期货币资本借贷,便在借入日或贷出日做一笔交割日与清偿日相适应的一般远期(远期期限为一年以下)的远期外汇交易,买进或卖出计值清偿的外国货币;如果是长期货币资本借贷,便在借入日或贷出日做一笔交割日与清偿日相适应的超远期(远期期限为一年以上)的远期外汇交易,买进或卖出计值清偿的外国货币。到了债务人的清偿日,正好所做的远期外汇交易亦到交割日期,债务人便按照远期汇率办理交割,然后将交割到的计值清偿的外国货币偿付给债权人;到了债权人的远期外汇交易交割日,正好所贷出的货币资本亦到清偿日,债权人使用收回的计值清偿的外国货币去履行远期外汇交易的交割义务。

(3)对受资方或投资方而言,针对每期支付或收回投资利润,可以在支付日或收回日之前的适当时日,预先做交割日与支付日或收回日相适应的远期外汇交易,买进或卖出将要支付或收回的外国货币,届时便按照远期汇率办理交割,受资方可以用交割到的外国货币在支

付日向投资方支付投资利润,而投资方则可以用在收回日收到的外国货币去办理远期外汇交易的交割;针对收回本金,投资方可以在作收回投资本金决策之日就进行一笔交割日与拟定的收回日相适应的远期外汇交易,卖出将要收回的外国货币,待到收回日实际收到外国货币以后,便按照远期汇率将所收到的外国货币交割给远期外汇的买主。

(4)对商业银行而言,在其出现远期外汇头寸空头或多头,或综合外汇头寸空头或多头时,可以通过在商业银行同业间外汇市场上做远期外汇交易予以轧平。如果是远期外汇头寸或综合外汇头寸空头,便在空头日买进与空头金额等额的远期外汇;如果是远期外汇头寸或综合外汇头寸多头,便多头日卖出与多头金额等额的远期外汇。

在远期外汇交易中,办理交割所依据的远期汇率是在远期外汇交易成交日订定并记入远期合同的,而不是远期外汇交易交割日的即期汇率。因此,借助远期外汇交易,有关主体在受险时间伊始便将进行不同币别货币相互兑换所依据的汇率由远期汇率固定下来,使其未来实际收益或实际成本由不确定因素转化为可以通过远期汇率把握的确定因素,从而使原受险部分不再作为受险部分存在。由此可见,借助远期外汇交易控制汇率风险这种方法,属于风险控制型方法。

运用远期外汇交易这种方法,有关主体可能付出成本,其具体包括:①在买进远期外汇的场合,如果所买进的外国货币在远期汇率中对本国货币或其他外国货币升水,则升水即为成本;而在卖出远期外汇的场合,如果所卖出的外国货币在远期汇率中对本国货币或其他外国货币贴水,则贴水即为成本。②如果远期外汇交易是经由外汇经纪商进行的,则须向我汇经纪商支付的佣金即为成本。同时,有关主体亦可能获取收益,其体现在:在买进远期外汇的场合,如果所买进的外国货币在远期汇率中对本国货币或其他外国货币贴水,则贴水即为收益;而在卖出远期外汇的场合,如果所卖出的外国货币在远期汇率中对本国货币或其他外国货币升水,则升水即为收益。需要指出,这里买进远期外汇场合的升水成本与贴水收益、卖出远期外汇场合的贴水成本与升水收益并非同时并存的,因而彼此不能相互抵消。

(三)货币期货交易

货币期货交易是在国际金融创新中出现的一种新的金融工具,是由设在美国芝加哥的国际货币市场(IMM)于1972年5月16日正式开业时率行推出的。这种交易与远期外汇交易在交易原理上十分相近,即亦是买卖双方成交以后,并不立即办理交割,而是根据合同,约定在未来的某一时日,按照既定的汇率办理交割。

然而,与远期外汇交易相比,货币期货交易本质上不是采取商业银行的柜台交易方式,而是采取交易所的拍卖交易方式。基于这一本质属性,货币期货交易便具有以下基本特征:

(1)货币期货交易不是在以商业银行的营业柜台为依托的无形市场上分散进行的,而是在交易所这种有形市场上有组织地进行的;

(2)货币期货交易不能在买卖双方之间直接进行,而只能由交易所的会员进行交易,非会员要进行交易,必须委托作为会员的期货经纪商办理;

(3)货币期货交易的直接交易对象是货币期货合同,其内容中,除汇率是交易时现定以外,其余要项均实行标准化,即有标准的交易币别(不同币别的外国货币分别对本国货币)、标准的外国货币交易单位和标准的交割日期;

(4) 货币期货交易的买入价由买方报出, 卖出价由卖方报出, 成交价是最高买入价与最低卖出价的合一, 因而没有买入价与卖出价的差价;

(5) 货币期货交易采取保证金制, 即所有交易主体均须缴付保证金, 交易所的清算机构对每天的交易都予以清算, 获利的交易主体可以提走多余的保证金, 亏损的交易主体则须补足保证金;

(6) 鉴于非会员要进行交易均须委托作为会员的期货经纪商办理, 所有由非会员进行的货币期货交易使均须支付佣金;

(7) 货币期货交易很少到期实际交割, 基本上是在到期之前, 交易主体再做反向的货币期货交易将之对冲。

如果货币期货交易到期实际交割, 则借助这种交易方式控制汇率风险, 便是一种单一型管理方法, 其适用场合、操作过程和作用机理与远期外汇交易基本相同。然而, 诚如实践中的普遍情形, 如果一笔货币期货交易在到期之前被另一笔买卖方向相反、交易币别、外国货币交易单位和交割月份相同的货币期货交易所对冲, 则借助这种交易方式控制汇率风险, 便是一种组合型管理方法, 这种方法称为套期保值。

套期保值可以细分为两种形式, 即多头套期保值与空头套期保值。多头套期保值适用于在未来的某一时日, 有关主体须买进外国货币的场合, 诸如进口商购买计价结算的外国货币, 债务人购买计值清偿的外国货币, 投资方购买支付投资利润的外国货币, 商业银行买入空头的外汇, 等等。在这类场合, 有关主体在受险时间伊始便买进有关外国货币的期货合同, 其外国货币交易单位的总金额和交割日期均应与受险部分尽量吻合。到受险时期终了时, 如果有关外国货币的汇率果然上涨, 一方面, 有关主体通过做即期外汇交易买进有关外国货币, 相应蒙受多付本国货币或其他外国货币的经济损失; 而另一方面, 有关主体再按照上涨后的汇率水平, 卖出同额、同交割日期的有关外国货币的期货合同, 与原买进的有关外国货币的期货合同相对冲, 如此贱买贵卖, 可以相应获取净赚本国货币或其他外国货币的经济收益。显而易见, 通过此番运作, 有关主体可以用在货币期货交易所获取的经济收益来抵补在汇率风险中所蒙受的经济损失。再从空头套期保值来看, 这种方法适用于在未来的某一时日, 有关主体须卖出外国货币的场合, 诸如出口商出售计价结算的外国货币, 债权人出售计值清偿的外国货币, 投资方出售体现投资本金或利润的东道国货币, 商业银行卖出多头的外汇, 等等。在此类场合, 有关主体在受险时间伊始可以卖出有关外国货币的期货合同, 其外国货币交易单位的总金额和交割日期亦应与受险部分尽量一致。到受险时间终了时, 如果有关外国货币的汇率出现下跌, 一方面, 有关主体通过做即期外汇交易卖出有关外国货币, 会蒙受少收本国货币或其他外国货币的经济损失; 而另一方面, 有关主体再按照下跌后的汇率水平, 买进同额、同交割日期的有关外国货币的期货合同, 与原卖出的有关外国货币的期货合同相对冲, 似此贵卖贱买, 可以获取净赚本国货币或其他外国货币的经济收益。经过这种套期保值, 有关主体可以用在货币期货交易所获取的经济收益来抵补在汇率风险中所蒙受的经济损失。

由上述可见, 借助货币期货交易的套期保值, 有关主体可以为自己在汇率风险中的受损机会创造一个相匹配的获利机会, 从而一旦在汇率风险中果真蒙受经济损失, 可以由在该获

利机会中肯定能获取的经济收益所抵补。因此,这种方法实质上是一种风险中和型方法。

借助货币期货交易控制汇率风险,有关主体需要付出以下成本:①向期货经纪商支付的佣金;②不能将所缴保证金和所付佣金在受险时间做短期投资而损失的利息;③在受险时间伊始买进有关外国货币的期货合同时的场合,与期货汇率高于买进期货合同时的即期汇率相对应的所买外国货币对本国货币或其他外国货币的升水;而在受险时间伊始卖出有关外国货币的期货合同的场合,与期货汇率低于卖出期货合同时的即期汇率相对应的所卖外国货币对本国货币或其他外国货币的贴水。然而,如果在受险时间伊始买进有关外国货币的期货合同的场合,期货汇率低于买进期货合同时的即期汇率,或在受险时间伊始卖出有关外国货币的期货合同的场合,期货汇率高于卖出期货合同时的即期汇率,则有关主体就无须付出上述所买外国货币对本国货币或其他外国货币升水或所卖外国货币对本国货币或其他外国货币贴水的成本,反而会获取所买外国货币对本国货币或其他外国货币贴水或所卖外国货币对本国货币或其他外国货币升水的收益。

此外尚需指出,借助货币期货交易控制汇率风险具有一定的局限性。如前所述,为使货币期货能够在交易所这种公开市场上进行交易,货币期货合同须是标准化合同,即对交易币别、外国货币交易单位和交割日期均实行标准化。在有关主体所承受的汇率风险中,如果受险货币不在货币期货合同的交易币别之列,受险金额与每份货币期货合同的外国货币交易单位或几份货币期货合同的外国货币交易单位总值不相一致,受险时间与货币期货合同的标准日期不相吻合,则有关主体就难以借助货币期货交易控制汇率风险。

(四) 货币期权交易

货币期权交易亦是在国际金融创新中推出的一种新的金融工具,是由加拿大的蒙特利尔交易所(ME)于1982年11月率先开办的。货币期权交易的交易主体是货币期权的买方与卖方,交易客体是货币期权。货币期权具有三个方面的质的规定性:①货币期权是一种选择权,即货币期权的买方对在未来的某一时日,是否按照已经固定的价格,向货币期权的卖方买进或卖出规定数量的外国货币的选择权。这种选择权是一种权利,而不是一种义务。货币期权的买方是否行使这种权利,完全由其自主决定。②货币期权是一种远期选择权。在货币期权交易中,货币期权的买方向货币期权的卖方买进或卖出规定数量的外国货币须在未来的某一时日付诸实施,相应货币期权的买方亦就只能在未来的某一时日执行其所享有的选择权。因此,严格说来,货币期权这种选择权具有远期的性质。③货币期权区别于其他期权的根本标志,在于货币期权的买方向货币期权的卖方所买进或卖出的特定商品是货币商品,而不是其他金融商品或普通商品。

货币期权交易直接表现为货币期权的买方与卖方买卖货币期权合同。货币期权是一种抽象的权利,在实际交易中,需要以货币期权合同作为其具体代表。货币期权合同载有交易币别(不同币别的外国货币分别对本国货币)、外国货币交易单位、协定价格、期权费、合同到期日和货币交割日等要项。如果是在交易所市场进行的货币期权交易,相应的货币期权合同便是标准化合同,除期权费以外,其余要项均实行标准化;如果是在商业银行的柜台交易市场进行的货币期权交易,相应的货币期权合同便是非标准化合同,合同中的所有要项均可以根据货币期权买方的要求议定。在货币期权交易成交以后,货币期权的买方于第二天向

货币期权的卖方支付期权费,买下代表货币期权的合同。货币期权的买方便享有这样的远期选择权:与合同到期日或到期前某日的即期汇率相比,如果协定价格有利,便在合同到期日(欧洲型期权)或到期前某日(美国型期权)履行合同,即按照协定价格,向货币期权的卖方买进或卖出规定数量的外国货币;反之,如果协定价格不利,便在合同到期日或到期前某日不履行合同,或将合同在到期前某日转卖出去,或任其在到期日自动作废。

从交易性质的角度认识,货币期权交易分为看涨期权交易与看跌期权交易。看涨期权交易是在货币期权的买方预测外国货币汇率上涨时所进行的货币期权交易。在这种交易方式下,货币期权的买方基于“贱买”外国货币的考虑,向货币期权的卖方买下代表看涨期权的合同。根据该种合同,货币期权的买方可以在合同到期日或到期前某日,对是否按照协定价格向货币期权的卖方买进规定数量的外国货币作出选择。如果外国货币汇率在合同到期日或到期前某日涨至协定价格以上,货币期权的买方便在合同到期日或到期前某日履行合同,反之则不履行合同。与此相反,看跌期权交易是在货币期权的买方预测外国货币汇率下跌时所进行的货币期权交易。在这种交易方式下,货币期权的买方基于“贵卖”外国货币的考虑,向货币期权的卖方买下代表看跌期权的合同。根据这种合同,货币期权的买方可以在合同到期日或到期前某日,对是否按照协定价格向货币期权的卖方卖出规定数量的外国货币作出选择。如果外国货币汇率在合同到期日或到期前某日跌至协定价格之下,货币期权的买方便在合同到期日或到期前某日履行合同,反之则不履行合同。

从买进或卖出的货币商品是现货还是期货的角度认识,货币期权交易分为货币现货期权交易与货币期货期权交易。货币现货期权交易是以外国货币的现货作为货币期权的买方向货币期权的卖方买进或卖出对象的货币期权交易。在这种交易方式下,俟货币期权的买方履行合同,便构成外国货币的交割。货币期货期权交易是以外国货币的期货作为货币期权在买方向货币期权的卖方买进或卖出对象的货币期权交易。在这种交易方式下,俟货币期权的买方履行合同,便构成外国货币的期货交易。

借助货币期权交易控制汇率风险,亦是一种单一型管理方法。这种方法具有以下基本特征:

1. 这种方法可以用于所有形态的交易风险管理

从总体来说,无论是处于何种对外或涉外经济交易背景下的交易风险,均可以选用货币期权交易予以控制。由此可以推断,货币期权交易的适用场合与远期外汇交易、货币期货交易的适用场合相同,它们之间可以相互替代。然而,由于货币期权合同的交易币种十分有限,受险货币不在交易币种之列的交易风险就不能借助货币期权交易予以控制,因此,货币期权交易在具体应用上亦有一定的局限性。

2. 这种方法应用起来情形各异

从采取何种交易主体的身份来看,如果选择在交易所市场进行货币期权交易,承受汇率风险的有关主体既可以作为货币期权的买方,亦可以作为货币期权的卖方;如果选择在商业银行的柜台交易市场进行货币期权交易,有关主体一般作为货币期权的买方。由于可以进行选择,因此,有关主体究竟采取何种交易主体的身份,需视具体情况而定。再从选择何种交易方式来看,在须于未来的某一时日买进外国货币的场合,有关主体既可以买进看涨期

权,亦可以卖出看跌期权;既可以在受险时间伊始买进货币现货的看涨期权,卖出货币现货的看跌期权,亦可以远在预期受险时间到来之前买进货币期货的看涨期权,卖出货币期货的看跌期权;在须于未来的某一时日卖出外国货币的场合,有关主体既可以买进看跌期权,亦可以卖出看涨期权;既可以在受险时间伊始买进货币现货的看跌期权,卖出货币现货的看涨期权,亦可以远在预期受险时间到来之前买进货币期货的看跌期权,卖出货币期货的看涨期权。在有关时间的处理上,如果选择货币现货期权交易,其合同到期日须与受险时间终了的日期相适应;如果选择货币期货期权交易,其合同到期日须与受险时间开始的日期相适应,其货币期货的交割日期须与受险时间终了的日期相适应。最后从货币期权的买方是否履行合同来看,在作为货币期权的买方的场合,有关主体对是否履行合同具有选择权。如果是买进看涨期权,在外国货币汇率涨至协定价格以上时就履行合同,反之则不履行合同;如果是买进看跌期权,在外国货币汇率跌至协定价格之下时就履行合同,反之则不履行合同。而在作为货币期权的卖方的场合,有关主体对是否履行合同没有选择权,而须接受和服从货币期权买方的选择,因此在卖出看涨期权或卖出看跌期权时,相应就要适应货币期权的买方在买进看涨期权或买进看跌期权时的选择。

3. 这种方法在功能上比借助远期外汇交易和货币期货交易的方法有了新的发展

如前所述,作为单一型管理方法,借助远期外汇交易和货币期货交易之所以能够控制汇率风险,关键在于远期汇率和期货汇率可以使有关主体在受险时间伊始便将进行不同币别货币相互兑换所依据的汇率固定下来,从而使原受险部分不再作为受险部分存在。货币期权交易中的协定价格亦具有同样的性质与功能。货币期权交易中的协理价格亦就是协定汇率。它是在货币期权交易成交日就载入货币期权合同的,并不随此后外国货币即期汇率的变动而调整,从而亦使有关主体在货币期权交易成交日便将未来进行不同币别货币相互兑换所依据的汇率固定下来,原受险部分亦相应不再作为受险部分存在。由此看来,借助货币期权交易控制汇率风险这种方法,亦是一种风险控制型方法。不仅如此,货币期权交易还赋予了货币期权的买方以更大的回旋余地和灵活性。如果有关主体采取货币期权买方的身份,便可以充分地享有这种回旋余地和灵活性。这一点是其选用远期外汇交易和货币期货交易所不可比拟的。在远期外汇交易和货币期货交易中,交易双方有必须履行合同的固定义务。这样,当外国货币的即期汇率发生有利于有关主体的变动时,有关主体亦必须按照相对不利的远期汇率或期货汇率履行合同,从而不能获得若按当时的即期汇率进行交易所能获取的经济收益。而在货币期权交易中,货币期权的买方享有远期选择权,既可以履行合同,亦可以不履行合同;既可以在此时履行合同,亦可以在彼时履行合同(美国型期权)。因此,当外国货币的即期汇率发生不利于有关主体的变动时,有关主体便按照相对有利的协定价格履行合同,从而避免若按当时的即期汇率进行交易所会蒙受的经济损失;而当外国货币的即期汇率发生有利于有关主体的变动时,有关主体则不按照相对不利的协定价格履行合同,转而按照当进的即期汇率进行交易,以获取相应的经济收益。由此可见,借助货币期权交易实际上为货币期权的买方提供了双保险,既保证其可以避免蒙受可能的经济损失,亦保证其可以获取可能的经济收益。正是基于此,有关主体在借助货币期权交易控制汇率风险时,多采取货币期权买方的身份。

借助货币期权交易控制汇率风险,有关主体需要付出一定的成本。成本的构成因有关主体所采取的交易主体身份的不同而不同。设有关主体采取货币期权买方的身份,其需要付出的成本可以分两种场合进行分析。在履行合同的场合,货币期权的买方需要付出的成本包括:①向货币期权的卖方支付的期权费;②如果买进货币期权是由期权经纪商媒介的,则有向期权经纪商支付的佣金;③因不能将所付期权费、佣金和向交易所缴付的保证金在受险时间内做短期投资而损失的利息;④如果是买进看涨期权,则有与协定价格高于买进看涨期权时的即期汇率相对应的所买外国货币的升水;如果是买进看跌期权,则有与协定价格低于买进看跌期权时的即期汇率相对应的所卖外国货币的贴水。在不履行合同的场合,货币期权的买方需要付出的成本仅由上述前三项成本构成。再设有关主体采取货币期权卖方的身份,其需要付出的成本亦可以分两种场合进行分析。在履行合同的场合,货币期权的卖方需要付出的成本包括:①如果卖出货币期权是由期权经纪商媒介的,则有向期权经纪商支付的佣金;②因不能将所付佣金和向交易所缴付的保证金在受险时间内做短期投资而损失的利息;③如果是卖出看涨期权,则有与协定价格低于卖出看涨期权时的即期汇率相对应的所卖外国货币的贴水;如果是卖出看跌期权,则有与协定价格高于卖出看跌期权时的即期汇率相对应的所买外国货币的升水。在不履行合同的场合,货币期权的卖方需要付出的成本仅由上述前两项成本构成。

借助货币期权交易控制汇率风险,有关主体亦可以获取一定的收益。收益的构成亦因有关主体所采取的交易主体身份的不同而不同。在采取货币期权买方的身份时,在履行合同的场合,有关主体可以获取的收益是:如果是买进看涨期权,则有与协定价格低于买进看涨期权时的即期汇率相对应的所买外国货币的贴水;如果是买进看跌期权,则有与协定价格高于买进看跌期权时的即期汇率相对应的所卖外国货币的升水。在不履行合同的场合,有关主体可以获取的利益是:如果能够在合同到期日之前将有关货币期权合同转卖出去,则有收回的期权费收入。而在采取货币期权卖方的身份时,在履行合同的场合,有关主体可以获取的收益包括:①由货币期权的买方支付的期权费,以及将该期权费在受险时间内做短期投资而获得的利息;②如果是卖出看涨期权,则有与协定价格高于卖出看涨期权时的即期汇率相对应的所卖外国货币的升水;如果是卖出看跌期权,则有与协定价格低于卖出看跌期权时的即期汇率相对应的所买外国货币的贴水。在不履行合同的场合,有关主体可以获取的收益仅是由货币期权的买方支付的期权费,以及将该期权费在受险时间内做短期投资而获得的利息。

将上述成本与收益综合起来分析,应当指出,这里以所买或所卖外国货币的贴水或升水形式出现的成本与收益,在同一笔货币期权交易中,只能分别存在于货币期权的买方与卖方,即此方成本即为彼方收益,而不能同时存在于货币期权买方与卖方的某一方,即对某一方而言,如果有成本,便不能有收益,反之亦然。此外,所买或所卖外国货币的贴水或升水与期权费的高低存在着内在联系。仅从货币期权买方的角度分析,如果所买或所卖外国货币的贴水或升水是其成本,则期权费就低;反之,如果所买或所卖外国货币的贴水或升水是其收益,则期权费就高。

(五)掉期外汇交易

掉期外汇交易是指在买入或卖出即期外汇或远期外汇的同时,卖出或买入币别相同、金额相同,而交割日不同的即期外汇或远期外汇的外汇交易。这种外汇交易是一种组合型外汇交易,即同时包含两笔交易方向相逆、交易币别相同、交易金额相同而交割日不同的外汇交易。

掉期外汇交易有三种方式:①即期外汇交易与即期外汇交易的组合,即在买入或卖出即期外汇的同时,卖出或买入币别相同、金额相同而交割日不同的即期外汇;②即期外汇交易与远期外汇交易的组合,即在买入或卖出即期外汇的同时,卖出或买入币别相同、金额相同的远期外汇;③远期外汇交易与远期外汇交易的组合,即在买入或卖出远期外汇的同时,卖出或买入币别相同、金额相同而交割日不同的远期外汇。

由掉期外汇交易的性质不难看出,借助这种外汇交易控制汇率风险,是一种组合型管理方法。在有关主体既有外国货币支付,又有外国货币收入,且外国货币的收支日期不相吻合的场合,便可以运用这种方法对有关汇率风险进行控制。

(1)以对外商品或劳务贸易为背景,假定德国某一主体在某日同时进行了进口和出口,均以美元计价结算,结算金额相同,由该日至进口和出口结算日分别有3个月和6个月。为控制汇率风险,该主体便可以选用买入3个月远期美元与卖出6个月远期美元相组合的掉期外汇交易,将购买3个月远期美元的德国马克成本与兑出6个月远期美元的德国马克收益预先固定下来。

(2)以对外货币资本借贷为背景,假定英镑1年期定期存款的年利率为12%,美元1年期定期存款的年利率为10%,美国某一主体决定进行套利,这就需要将自己所持有的美元兑换为英镑,以英镑做1年期定期存款,俟英镑定期存款到期,再将英镑兑换为美元。为控制英镑汇率下跌的风险,该主体便可以选用买入即期英镑与卖出1年远期英镑相组合的掉期外汇交易,将兑出1年远期英镑的美元收益预先固定下来。

(3)以商业银行进行的外汇买卖为背景,假定瑞士一家商业银行管理前的综合外汇头寸如表7.2.5。

表 7.2.5 管理前的综合外汇头寸

交易类别	买 入	卖 出	头 寸	
			多 头	空 头
即期外汇交易	USD 250 万	USD 200 万	SUD 50 万	
远期外汇交易	USD 400 万	USD 500 万		USD 100 万
综 合				SUD 50 万

由该表可见,该商业银行有50万美元即期外汇的多头,100万美元远期外汇的空头,综合外汇头寸为空头50万美元。如果该商业银行确能将即期外汇头寸和远期外汇头寸分别轨平,则这种管理是尽善尽美的。然而,由于空头的远期外汇其交割日期十分复杂,难以将不同交割日期的空头的远期外汇分别予以补进,因此,可以选用相应的掉期外汇交易,将综合外汇头寸的空头予以轨平。具体做法是:首先做一笔买入50万美元的即期外汇交易,使

综合外汇头寸平衡,然后做卖出 50 万美元即期外汇与买入 50 万美元远期(择一典型期限)外汇相组合的掉期外汇交易。借助这种方法,可以消除或控制受险部分。

借助掉期外汇交易控制汇率风险,关键在于利用远期汇率预先固定实际收益或实际成本的功能。因此,这种方法亦属于风险控制型方法。

鉴于掉期外汇交易是一种组合型外汇交易,因此,借助掉期外汇交易控制汇率风险的成本或收益,亦就取决于进入组合的即期外汇交易和(或)远期外汇交易的成本或收益。一般说来,掉期外汇交易中的即期外汇交易与即期外汇交易的组合并不适于控制汇率风险,相应把握掉期外汇交易的成本或收益,亦就限于即期外汇交易与远期外汇交易的组合和远期外汇交易与远期外汇交易的组合等两种场合。

首先,从成本来看,在即期外汇交易与远期外汇交易相组合的场合,设掉期外汇交易的成本为 C_{SF} , 向外汇经纪商支付的佣金为 CM , 外国货币贴水为 D_C , 外国货币升水为 P_M , 在受险时间内本国货币投资与外国货币投资的利息差为 I_N , 则在买入即期外汇与卖出远期外汇相组合时,其成本为:

$$C_{SF} = CM + D_C + I_N$$

而在卖出即期外汇与买入远期外汇相组合时,其成本为:

$$C_{SF} = CM + P_M + I_N$$

在远期外汇交易与远期外汇交易相组合的场合,设掉期外汇交易的成本为 C_{FF} , 向外汇经纪商支付的佣金仍为 CM , 交割日期近的外国货币贴水和升水分别为 D_{C1} 和 P_{M1} , 交割日期远的外国货币贴水和升水分别为 D_{C2} 和 P_{M2} , 在两笔远期外汇交易的交割日之间本国货币投资与外国货币投资的利息差为 I_N^* , 则在买入交割日期近的远期外汇与卖出交割日期远的远期外汇相组合时,其成本为:

$$C_{FF} = CM + (D_{C2} - D_{C1}) + I_N^*$$

而在卖出交割日期近的远期外汇与买入交割日期远的远期外汇相组合时,其成本为:

$$C_{FF} = CM + (P_{M2} - P_{M1}) + I_N^*$$

其次,从收益来看,在即期外汇交易与远期外汇交易相组合的场合,设掉期外汇交易的收益为 R_{SF} , 则买入即期外汇与卖出远期外汇相组合的收益为:

$$R_{SF} = P_M + I_N$$

而卖出即期外汇与买入远期外汇相组合的收益为:

$$R_{SF} = D_C + I_N$$

在远期外汇交易与远期外汇交易相组合的场合,设掉期外汇交易的收益为 R_{FF} , 则买入交割日期近的远期外汇与卖出交割日期远的远期外汇相组合的收益为:

$$R_{FF} = (P_{M2} - P_{M1}) + I_N^*$$

而卖出交割日期远的远期外汇与买入交割日期远的远期外汇相组合的收益为:

$$R_{FF} = (D_{C2} - D_{C1}) + P_N^*$$

(六) 货币互换

货币互换同样是国际金融创新的产物。世界银行与美国国际商业机器公司(IBM)于 1981 年 8 月签订的美元固定利率债务与瑞士法郎、德国马克固定利率债务的互换合同,首

开货币互换的先河。

货币互换是指在一定时期内,具有相同身份(或均为债务人或均为债权人)的互换双方按照某一不变汇率,或直接或间接地交换不同币别货币的债务或债权。由该定义可以具体认识以下几点:其一,货币互换的主体须具有相同的身份,或双方均为债务人,或双方均为债权人。其二,货币互换的客体是不同币别货币的债务或债权。这里的债务或债权既包括本金,亦包括利息。其三,货币互换的内容有两种情形:一是某一债务人将其所负有的 A 国货币的债务与另一债务人所负有的 B 国货币的债务相交换;二是某一债权人将其所持有的 A 国货币的债权与另一债权人所持有的 B 国货币的债权相交换。其四,货币互换的方式有两种:一是直接互换,即互换双方不经由中间商,直接交换其不同币别货币的债务或债权,二是间接互换,即互换双方经由中间商交换其不同币别货币的债务或债权,其五,货币互换需要经历一定时期。货币互换需要进行货币兑换。但是,货币互换不是在某一时点进行一次货币兑换就可以完结的,而要经历若干次货币兑换,相应就要经历一定时期。这一定时期的长短是由有关债务或债权的期限所决定的。一般说来,在这一定时期内,根据特定的还本付息方式,诸如一次还本分期付息方式和分期还本付息方式等,互换双方首先在期初按照一定的汇率交换不同币别货币的本金,然后逐期按照约定的汇率交换不同币别货币的利息或本金和利息,最终在期末按照约定的汇率交换不同币别货币的本金和最后一期利息或最后一期本金和利息。其六,货币互换所依据的汇率须是不变汇率。货币互换涉及若干次货币兑换,显然要依据一定的汇率。期初的货币兑换为即期外汇交易,相应依据即期汇率。期间和期末的货币兑换均为远期的外汇交易,且多为超远期的外汇交易,其所依据的汇率一般为期初的即期汇率,亦有由互换双方特殊议定的远期汇率。

货币互换在性质上是即期外汇交易与远期外汇交易的组合,从而与相应的掉期外汇交易十分相近。但是,货币互换中的远期外汇交易不是一笔,而是时间间隔相等的若干笔。而且,每笔交易金额并不包含全部本金,而仅包含利息或利息和部分本金(分期还本付息方式下)。通过这若干笔远期外汇交易,可以实现四种不同币别货币的利息互换:①一种货币的固定利息转换为另一种货币的固定利息;②一种货币的浮动利息转换为另一种货币的浮动利息;③一种货币的固定利息转换为另一种货币的浮动利息;④一种货币的浮动利息转换为另一种货币的固定利息。

鉴于货币互换是一种组合型交易,则借助这种交易控制汇率风险便是一种组合型管理方法。基于所产生的经济背景及性质,这种方法仅适用于在对外货币资本借贷中控制汇率风险。首先,从债务人的角度来看。货币互换主要应用于对不同币别货币的债务进行交换。在借入外国货币的期初或期中,当预测所借外国货币对本国货币或其他外国货币的汇率趋于上涨时,债务人例可以直接或间接地同另一借入本国货币或其他外国货币的债务人作出货币互换安排。如果是在期初,便首先按照当时的即期汇率进行本金互换,然后逐期按照约定的汇率进行利息互换或本金和利息互换,到期末再按照约定的汇率进行本金和最后一期利息互换或最后一期本金和利息互换;如果是在期中,便先不进行本金互换,而是逐期按照约定的汇率进行利息互换,到期末再按照约定的汇率进行本金和最后一期利息互换。其次,从债权人的角度来看。在做外国货币债券投资的场合,债权人亦广泛选用货币互换对其债

权的币别进行调整。在购买外国货币债券的期初或期中,当预测所贷外国货币对本国货币或其他外国货币的汇率趋于下跌时,债权人便可以直接或间接地同另一购买本国货币债券或其他外国货币债券的债权人进行货币互换。如果是在期初,便首先按照当时的即期汇率进行本金互换,然后逐期按照约定的汇率进行利息互换,到期末再按照约定的汇率进行本金和最后一期利息互换;如果是在期中,便无须先进行本金互换,而是直接按照约定的汇率逐期进行利息互换,到期末再按照约定的汇率进行本金和最后一期利息互换。

由上述可见,借助货币互换,有关主体可以将对自己不利的货币交换出去,再按照事先约定的汇率将之交换回来,使自己的实际收益或实际成本通过约定的汇率固定下来,从而达到控制汇率风险之目的。因此,这种方法兼有风险控制型方法和风险转移型方法的性质。

虽然货币互换是由即期外汇交易与远期外汇交易组合而成的,但是,与相应的掉期外汇交易相比,货币互换在成本或收益的构成上具有特殊性。这种特殊性归根结底是由货币互换自身性质的特殊性所决定的。对此可以从两个方面来把握。一方面,货币互换中的即期外汇交易与远期外汇交易并不是同外汇市场上的商业银行进行的,而是由互换双方在互换合同中安排的,因而无须经由外汇经纪商,相应亦就没有佣金成本;另一方面,货币互换存在间接互换方式,在此方式下,债务人或债权人须向中间商支付启用费,从而相应有启用费成本。有鉴于此,货币互换的成本或收益就不能由相应掉期外汇交易的成本或收益所简单推出,而应另作具体分析。

首先,从成本来看,对债务人而言,设货币互换的成本为 C_{CS}^B ,约定汇率中所借外国货币的升水为 P_{MB} ,在互换期间以本国货币或其他外国货币的利息做投资与以所借外国货币的利息做投资之间的利息差为 I_{NB} ,向中间商支付的启用费为 F_B ,则直接货币互换的成本为:

$$C_{CS}^B = P_{MB} + I_{NB}$$

而间接货币互换的成本为:

$$C_{CS}^B = P_{MB} + I_{NB} + F_B$$

对债权人而言,设货币互换的成本为 C_{CS}^L ,约定汇率中所贷外国货币的贴水为 D_{CL} ,在互换期间以本国货币或其他外国货币的利息做投资与以所贷外国货币的利息做投资之间的利息差为 I_{NL} ,向中间商支付的启用费为 F_L ,则直接货币互换的成本为:

$$C_{CS}^L = P_{CL} + I_{NL}$$

而间接货币互换的成本为:

$$C_{CS}^L = P_{MB} + I_{NL} + F_L$$

其次,从收益来看,对债务人而言,设货币互换的收益为 R_{CS}^B ,约定汇率中所借外国货币的贴水为 D_{CB} ,则直接货币互换与间接货币互换的收益均为:

$$R_{CS}^B = D_{CB} + I_{NB}$$

对债权人而言,设货币互换的收益为 R_{CS}^L ,约定汇率中所贷外国货币的升水为 P_{ML} ,则直接货币互换与间接货币互换的收益均为:

$$R_{CS}^L = D_{ML} + I_{NI}$$

(七)借款——即期外汇交易——投资(BSI)

BSI 是 BORROW—SPOT—INVEST 的缩写,即借款——即期外汇交易——投资。这

是借款、即期外汇交易和投资等三种交易的组合。因此,借助 BSI 控制汇率风险,是一种组合型管理方法。

借助 BSI 控制汇率风险,分别适用于有关主体须在未来的某一时日买入外国货币和卖出外国货币的场合。首先从有关主体须在未来的某一时日买入外国货币的场合来看,这类场合一般是进口商须买入计价结算的外国货币,受资方须买入用于支付投资利润的外国货币,等等。在这类场合,有关主体在受险时间伊始便可以做一笔借款,从国内或国际金融市场上借入一笔本国货币或其他外国货币,其金额按照借入日的即期汇率计量与所买外国货币的金额等值,其期限与所买外国货币的远期支付期限相吻合。然后,做一笔即期外汇交易,所以借入的本国货币或其他外国货币买入用于远期支付的外国货币,再将所买外国货币做相应期限的投资,投资于国内或国际金融市场,借以赚取投资收益,抵消借款成本。到结算日或支付日,投资亦期满,有关主体便以收回的所买外国货币的本金履行相应的支付义务。

再从有关主体须在未来的某一时日卖出外国货币的场合来看,这类场合一般是出口商须卖出计价结算的外国货币,投资方须卖出体现投资本金或利润的东道国货币,等等。在这类场合,有关主体在受险时间伊始便可以做一笔借款,从国内或国际金融市场上借入与所卖外国货币币别相同、金额相同、期限相吻合的外国货币,然后做一笔即期外汇交易,将所借外国货币卖出,换为所需要的本国货币或其他外国货币,再将本国货币或其他外国货币做相应期限的投资,投资于国内或国际金融市场,借以赚取投资收益,抵消借款成本。到结算日或收回日,借款亦期满,有关主体便以收入或收回的外国货币清偿到期的借款。

由上述可见,借助 BSI,有关主体将不同币别货币的相互兑换由未来的受险时间终了时提前到现在的受险时间伊始,由按照未知的、不确定的未来汇率进行转化为按照已知的、确定的现行汇率进行,从而提前消除了汇率风险的受险部分。据此可以认为,这种方法兼有风险回避型方法和风险控制型方法的性质。

鉴于 BSI 是三种交易的组合,则有关主体借助 BSI 控制汇率风险的成本便取决于这三种交易的成本与收益相抵之后的余额。设 C_{BSI} 代表 BSI 的成本, I_B 代表借款的利息成本, I_L 代表投资的利息收益, CM 仍代表向外汇经纪商支付的佣金,则有:

$$C_{BSI} = I_B - I_L + CM$$

(八) 提前收付——即期外汇交易——投资 (LSI)

LSI 是 LEAD—SPOT—INVEST 的缩写,即提前收付——即期外汇交易——投资。这是提前收付外国货币、即期外汇交易和投资等三种交易的组合。由此可见,借助 LSI 控制汇率风险,亦是一种组合型管理方法。

根据前述,提前收付外国货币适用于以对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷为背景的交易风险管理,因此,借助 LSI 控制汇率风险,亦就相应适于为从事对外商品与劳务贸易和对外货币资本借贷的有关主体所采用。首先从进口商或债务人的角度来看,LSI 的操作机制为 BORROW—SPOT—LEAD,即在受险时间内,进口商或债务人先做一笔借款,从国内或国际金融市场上借入一笔本国货币或其他外国货币,其金额按照借入日的即期汇率计量与将要买入的外国货币的金额等值,然后,做一笔即期外汇交易,以所借入的本国货币

或其他外国货币买入用于支付的外国货币,据以提前向出口商或债权人进行支付,并相应获得一定的折扣或补偿金。

再从出口商或债权人的角度来看,ISI的操作机制为规范的 LEAD-SPOT-INVEST。在受险时间内,出口商或债权人先做提前收入外国货币,即经过协商,征得进口商或债务人的同意,请其提前支付外国货币,并给其一定的折扣或补偿金;在将外国货币收讫后,立即做一笔即期外汇交易,将所收入的外国货币卖出,换为所需要的本国货币或其他外国货币;再将本国货币或其他外国货币做一定期限的投资,投资于国内或国际金融市场,借以赚取投资收益,抵消付出折扣或补偿金的成本。

由上述不难看出,LSI 与 BSI 颇为相似。运用这种方法,有关主体亦可以将不同币别货币的相互兑换由受险时间终了时的远期提前到受险时间内的近期,由按照远期不确定的汇率进行转化为按照近期确定的汇率进行,从而提前消除了汇率风险的受险部分。只是进口商或债务人将以所买外国货币做相应期限的投资改为提前向出口商或债权人进行支付,相应将赚取投资收益改为从出口商或债权人获得一定的折扣或补偿金;而出口商或债权人则将从国内或国际金融市场上借款改为请进口商或债务人提前支付外国货币,相应将向自己的债权人支付利息改为向进口商或债务人给予折扣或补偿金,并减少了到期清偿借款的环节。然而需要指出,这里提前收付外国货币的时间一般会在受险时间伊始,而要滞后其若干天。在这若干天内,有关主体仍要承受相应的汇率风险。根据这些因素可以认为,借助 LSI 控制汇率风险,是一种风险控制型方法。

由于 LSI 亦是三种交易的组合,因此,有关主体借助 LSI 控制汇率风险的成本亦取决于这三种交易的成本与收益相抵之后的状况。设 C_{LSI} 代表 LSI 的成本, I_B 仍代表借款的利息成本,DC 代表折扣或补偿金, I_L 仍代表投资的利息收益,CM 仍代表向外汇经纪商支付的佣金,则进口商或债务人需要付出的成本为:

$$C_{LSI} = I_B - DC + CM$$

而出口商或债权人需要付出的成本则为:

$$C_{LSI} = DC - I_L + CM$$

第五节 国际利率风险防范及管理

一、几点说明

国际利率风险及其管理错综复杂,为从中理出较为清晰的线索,以便于分析有关方法及其应用,首先作以下几点说明:

(1) 在国际利率风险的具体形态中,从实际国际利率发生变动的角度所考察的国际利率风险只在经济分析中予以把握,并不在实践中真正作为国际利率风险管理的客体。因此,本

节分析国际利率风险管理的方法及其应用,均针对从名义国际利率发生变动的角度所考察的国际利率风险,并不涉及从实际国际利率发生变动的角度所考察的国际利率风险。

(2)在国际利率风险的具体形态中,虽然从名义国际利率发生变动的角度所考察的国际利率风险分别存在于国际商业银行贷款和发行或购买国际债券等两种背景之下,但是,诚如前述,在内容上,国际债券发行者所承受的国际利率风险与国际商业银行贷款的借方所承受的国际利率风险并无本质区别,国际债券购买者在将所购买的国际债券一直持有到国际债券期满的情形下所承受的国际利率风险与国际商业银行作为单纯的贷方所承受的国际利率风险亦无本质区别,同时,国际债券购买者无论是将所购买的国际债券一直持有到国际债券期满,还是将所购买的国际债券于期满之前在流通市场上转让出去,其所承受的国际利率风险在管理上是相同的。因此,为便于表达和分析,本节将国际商业银行贷款的借方和国际债券发行者统一为国际货币资本的借方,将作为单纯贷方的国际商业银行和国际债券购买者统一为国际货币资本的贷方,将作为贷方与借方组合体的国际商业银行就简称为国际商业银行,并相应将国际货币资本的借方或贷方所承受的国际利率风险统一称为单一式国际利率风险,将国际商业银行所承受的国际利率风险仍称为组合式国际利率风险。在此基础上,本节分析国际利率风险管理的方法及其应用,将以这两种不同模式的国际利率风险作为背景。

(3)为便于掌握,本节遵循历史与逻辑相统一的原则,从是否借助创新的金融工具的角度,将国际利率风险管理的方法划分为两种类型:一是非借助创新的金融工具的管理方法;二是借助创新的金融工具的管理方法。前类方法一般是由将传统的国际金融管理工具引入国际利率风险管理而形成并完善起来的;后类方法则是在国际金融创新的浪潮中涌现出来的,其产生的原动力就在于控制国际利率风险。在对这两类管理方法进行分析中,将分别包括前述依作用机理划分的管理方法。

二、非借助创新的金融工具的国际利率风险管理方法

非借助创新的金融工具的国际利率风险管理方法主要有:选用有利的国际利率;借助二级市场交易;调整国际商业银行贷款与借款。

(一)选用有利的国际利率

按照国际利率的确定原则予以认识,国际利率分为固定利率与浮动利率。选用有利的国际利率就是在固定利率与浮动利率之间作出抉择。这种方法适于为有关主体在控制单一式国际利率风险时所采用。

选用有利的国际利率的基本原理是,在受险时间开始以前对有关国际货币资本借贷进行协议时,有关主体基于对国际利率在未来受险时间内的走势所作的预测,或选用对己有利的固定利率,或选用对己有利的浮动利率,据以成交签约。具体说来,对国际货币资本的借方而言,如果预测国际利率在未来受险时间内趋于上涨,便选用固定利率;反之,如果预测国际利率在未来受险时间内趋于下跌,便选用浮动利率。而对国际货币资本的贷方而言,其抉择恰与国际货币资本借方相反。即,如果预测国际利率在未来受险时间内趋于上涨,便选用浮动利率;反之,如果预测国际利率在未来受险时间内趋于下跌,便选用固定利率。

对国际货币资本的借方而言,当国际利率在受险时间内上涨时,采用浮动利率会蒙受经济损失;而当国际利率在受险时间内下跌时,采用固定利率会蒙受经济损失。对国际货币资本的贷方而言,当国际利率在受险时间内上涨时,采用固定利率会蒙受经济损失;而当国际利率在受险时间内下跌时,采用浮动利率会蒙受经济损失。有鉴于此,便进行逆向思维,即国际货币资本的借方在预测到国际利率将在受险时间内上涨或下跌时,就转而选用固定利率或浮动利率;国际货币资本的贷方在预测到国际利率将在受险时间内上涨或下跌时,就转而选用浮动利率或固定利率。这样,国际货币资本的借方和贷方不仅可以蒙受经济损失的机会转移给交易对方,而且可以为自己争取到获得经济收益的机会。由此可见,选用有利的国际利率这种方法属于风险转移型方法。在运用这种方法时,有关主体并不付出直接成本。至于运用这种方法能否达到预期目的,其关键无疑在于有关主体对国际利率在未来受险时间内的走势所作的预测是否准确。

(二)借助二级市场交易

国际货币资本借贷存在着二级市场,即国际货币资本的贷方向其他国际货币资本的贷方转让现有国际货币资本债权的市场,主要包括国际商业银行贷款的二级市场和国际债券的二级市场。借助国际货币资本借贷的二级市场交易控制国际利率风险,就是有关主体在受险时间内,基于对国际利率在剩余受险时间内的走势所作的预测,在国际货币资本借贷的二级市场上买进或卖出尚余有某一定到期期限的固定利率或浮动利率的国际货币资本债权,据以调整受险部分,控制国际利率风险。这种方法既可以被国际货币资本的贷方用于控制单一式国际利率风险,亦可以被国际商业银行用于控制组合式国际利率风险。

借助国际货币资本借贷的二级市场交易控制单一式国际利率风险,存在两种抉择:①如果国际货币资本的贷方持有固定利率的国际货币资本债权,当预测到国际利率将在剩余受险时间内趋于上涨时,便可以在国际货币资本借贷的二级市场上卖出所持有的固定利率的国际货币资本债权;②如果国际货币资本的贷方持有浮动利率的国际货币资本债权,当预测到国际利率将在剩余受险时间内趋于下跌时,便可以在国际货币资本借贷的二级市场上卖出所持有的浮动利率的国际货币资本债权。

借助国际货币资本借贷的二级市场交易控制组合式国际利率风险,存在以下三类情形:

(1)在国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上相匹配,而在固定利率与浮动利率上不相匹配的情形下,具体有三种抉择:①如果预测到国际利率将趋于上涨,则在国际货币资本借贷的二级市场上卖出固定利率的国际商业银行贷款债权,买进浮动利率的国际商业银行贷款债权,从而将固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为负值,将浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为正值;②如果预测到国际利率将趋于下跌,则在国际货币资本借贷的二级市场上买进固定利率的国际商业银行贷款债权,卖出浮动利率的国际商业银行贷款债权,从而将固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为正值,将浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为负值;③如果对国际利率的走势把握不准,则通过在国际货币资本借贷的二级市场上买进或卖出固定利率或浮动利率的

国际商业银行贷款债权,将固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额、浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额均调整为零。

(2)在国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上相匹配,而在期限上不相匹配的情形下,亦具体有三种抉择:①如果预测到国际利率将趋于上涨,则通过在国际货币资本借贷的二级市场上买进或卖出某一期档次上固定利率或浮动利率的国际商业银行贷款债权,分别将每一期档次上固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为负值,浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为正值;②如果预测到国际利率将趋于下跌,则通过在国际货币资本借贷的二级市场上买进或卖出某一期档次上固定利率或浮动利率的国际商业银行贷款债权,分别将每一期档次上固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为正值,浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额调整为负值;③如果对国际利率的走势把握不准,则通过在国际货币资本借贷的二级市场上买进或卖出某一期档次上固定利率或浮动利率的国际商业银行贷款债权,分别将每一期档次上固定利率的国际商业银行贷款的金额与固定利率的国际商业银行借款的金额之间的差额、浮动利率的国际商业银行贷款的金额与浮动利率的国际商业银行借款的金额之间的差额均调整为零。

(3)在国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上和期限上均不相匹配的情形下,需要视在每一时间单元内利率敏感性国际商业银行贷款的金额与利率敏感性国际商业银行借款的金额之间的差额的性质,结合对国际利率走势所作的预测,在国际货币资本借贷的二级市场上选择做相应的交易。其具体抉择是:①如果预测到国际利率将在某一时间单元内上涨,则在国际货币资本借贷的二级市场上买进在该时间单元内利率敏感性国际商业银行贷款债权,从而将在该时间单元内利率敏感性国际商业银行贷款的金额与利率敏感性国际商业银行借款的金额之间的差额调整为正值;②如果预测到国际利率将在某一时间单元内下跌,则在国际货币资本借贷的二级市场上卖出在该时间单元内利率敏感性国际商业银行贷款债权,从而将在该时间单元内利率敏感性国际商业银行贷款的金额与利率敏感性国际商业银行借款的金额之间的差额调整为负值;③如果对国际利率在某一时间单元内的走势把握不准,则在国际货币资本借贷的二级市场上或买进、或卖出在该时间单元内利率敏感性国际商业银行贷款债权,将在该时间单元内利率敏感性国际商业银行贷款的金额与利率敏感性国际商业银行借款的金额之间的差额调整为零。

借助国际货币资本借贷的二级市场交易之所以能够控制国际利率风险,亦在于通过卖出对己不利的国际货币资本债权或国际商业银行贷款债权,买进对己有利的国际商业银行贷款债权,有关主体或将蒙受经济损失的机会转移出去,或既将蒙受经济损失的机会转移出去,亦将获取经济收益的机会捕捉到手。因此,这种方法是风险转移型方法。在运用这种方法时,有关主体一般需付出一定的成本,亦可能获取一定的收益。其中,就控制单一式国际利率风险的场合来看,如果国际货币资本债权的卖出价低于国际货币资本的本金,则其差额

即为国际货币资本贷方的成本;如果国际货币资本债权的卖出价高于国际货币资本的本金,则其差额即为国际货币资本贷方的收益。再就控制组合式国际利率风险的场合来看,鉴于在这种场合所进行的国际货币资本借贷的二级市场交易既包含卖出交易,亦包含买进交易,则把握国际商业银行的成本与收益,可以视成本与收益分别相加或彼此相抵之后的状况。设 CR_{TS} 代表国际商业银行进行国际货币资本借贷的二级市场交易时的成本或收益, P_S 代表国际商业银行贷款债权的卖出价, P_B 代表国际商业银行贷款债权的买入价, K_L 代表国际商业银行贷款的本金,则有:

$$CR_{TS} = (P_S - K_L) + (K_L - P_B)$$

式中,如果 $(P_S - K_L)$ 和 $(K_L - P_B)$ 分别为负值,则其绝对值就分别是国际商业银行的成本;反之,如果 $(P_S - K_L)$ 和 $(K_L - P_B)$ 分别为正值,则其绝对值就分别是国际商业银行的收益。就总体而言,如果 CR_{TS} 为负值,则国际商业银行付出相应的成本;反之,如果 CR_{TS} 为正值,则国际商业银行获取相应的收益。

(三)调整国际商业银行贷款与借款

调整国际商业银行贷款与借款这种方法,可以为国际商业银行用于控制在“借短放长”时所承受的组合式国际利率风险。

国际商业银行承受多种形态的组合式国际利率风险。其中,国际商业银行在“借短放长”时所承受的组合式国际利率风险是最为常见的。这种组合式国际利率风险直接由国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上不相匹配所构成。换一个角度分析,这种组合式国际利率风险亦在于国际商业银行贷款利率的重新订价日远远滞后于国际商业银行借款利率的重新订价日。这里的国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率的重新订价日既指国际商业银行贷款与国际商业银行借款的到期日,亦指浮动利率的国际商业银行贷款的利率调整日。由此可见,国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率的期限同国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率的重新订价日既有联系,又有区别。正是由这种联系与区别,可以导出两条基本思路:要控制“借短放长”时所承受的组合式国际利率风险,或调整国际商业银行贷款与国际商业银行借款的期限,以此来改变国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率的重新订价日,直接使国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率的期限结构发生变化;或将国际商业银行贷款利率由固定利率转换为浮动利率,借此来改变国际商业银行贷款利率的重新订价日,间接使国际商业银行贷款利率的期限结构发生变化。与此相适应,运用调整国际商业银行贷款与借款的方法就有以下两种具体方式:

(1)调整国际商业银行贷款与国际商业银行借款的期限。一方面,通过增加短期国际贷款的种类与数量,减少长期国际贷款的种类与数量,缩短总体国际商业银行贷款组合的期限;另一方面,通过增加长期借款的种类与数量,延长总体国际商业银行借款组合的期限。经过这些调整,可以直接改变“借短放长”的结构,进而使国际商业银行贷款利率的期限结构与国际商业银行借款利率的期限结构相匹配。

(2)调整国际商业银行贷款利率,即将国际商业银行贷款利率由固定利率调整为浮动利率。这种调整不是事后调整,即在国际商业银行贷款发放之后进行调整,而是事前调整,即

在国际商业银行贷款发放之前进行调整。在这种调整方式下,虽然国际商业银行贷款的期限并未缩短,国际商业银行贷款利率表面上仍然为长期国际利率,但是,由于不是采用固定利率,而是采用浮动利率,因此,国际商业银行贷款利率的重新订价日得以由贷款到期日提前到每个利率调整日,从而与国际商业银行借款利率的重新订价日相匹配。这同使国际商业银行贷款利率的期限结构与国际商业银行借款利率的期限结构相匹配有异曲同工之效。

以上分析表明,调整国际商业银行贷款与借款,旨在消除和控制有关组合式国际利率风险的风险因素。因此,这种方法兼有风险回避型方法和风险控制型方法的性质。运用这种方法,有关主体无须付出直接成本,亦不会获取额外的收益。

三、借助创新的金融工具的国际利率风险管理方法

借助创新的金融工具的国际利率风险管理方法主要包括:利率期货交易;利率期权交易;利率互换;远期利率协议;利率上限、利率下限与利率上下限。

(一)利率期货交易

利率期货交易是因美国芝加哥的国际货币市场于1976年1月率先开办90天短期国库券期货交易而正式问世的。目前,这种期货交易已经覆盖定期存款、定额存单、商业票据、国库券和政府债券等金融商品。

利率期货交易与前述货币期货交易同为期货交易,因而交易方法与交易原理完全相同,只是直接交易对象——期货合同不同。在利率期货合同的要项中,交易商品不是不同币别的外国货币,而是不同种类的金融工具,诸如短期国库券和长期政府债券等;交易单位的金额不是反映作为货币的外国货币的金融,而是反映作为货币资本的有关货币本金的金额;价格不是反映外国货币的汇率,而是反映金融工具的利率。

借助利率期货交易控制国际利率风险,就是进行套期保值。即,有关主体先做一笔旨在贱买或贵卖的利率期货交易,在其到期之前,再做一笔反向的旨在贵卖或贱买的利率期货交易将之对冲,以如此贱买贵卖利率期货所获取的经济收益来抵补在国际利率风险中所蒙受的经济损失。显然,这是一种组合型管理方法。这种管理方法既适于控制单一式国际利率风险,亦适于控制组合式国际利率风险。

根据利率期货头寸所处的状态,可以将套期保值细分为空头套期保值与多头套期保值。空头套期保值适于有关主体在国际利率趋于上涨时控制自己所承受的国际利率风险,具体场合有:①国际货币资本的借方控制以浮动利率为条件借入国际货币资本时所承受的国际利率风险;②国际货币资本的贷方控制以固定利率为条件贷出国际货币资本时所承受的国际利率风险;③国际商业银行控制其国际贷款采用固定利率、借款采用浮动利率时所承受的国际利率风险;④国际商业银行控制其“借短放长”时所承受的国际利率风险。在这些场合,有关主体可以择一适当日期先卖出利率期货合同,其交易商品的币别和交易单位的总金额应分别与受险货币和受险金额相吻合。到所卖利率期货合同到期之前的适当日期,如果有关国际利率果然上涨,一方面,有关主体要蒙受相对多付或相对少收国际利息的经济损失,另一方面,有关利率期货合同的价格亦相应下跌,有关主体便按照下跌后的价格买进有关利率期货合同,其交易商品的种类与币别、交易单位的总金额和交割日期均须与所卖利率期货

合同相同,从而使之与所卖利率期货合同对冲。如此贵卖贱买,有关主体便可以赚取与有关国际利率的上涨幅度相当的经济收益,据以抵补在国际利率风险中所蒙受的经济损失。与此相反,多头套期保值适于有关主体在国际利率趋于下跌时控制自己所承受的国际利率风险,具体场合是:①国际货币资本的借方控制以固定利率为条件借入国际货币资本时所承受的国际利率风险;②国际货币资本的贷方控制以浮动利率为条件贷出国际货币资本时所承受的国际利率风险;③国际商业银行控制其国际贷款采用浮动利率、借款采用固定利率时所承受的国际利率风险;④国际商业银行控制其“借长放短”时所承受的国际利率风险。在这些场合,有关主体可以在某一适当日期先买进利率期货合同,其交易商品的币别和交易单位的总金额应分别与受险货币和受险金额相吻合。在所买利率期货合同到期之前的另一适当日期,如果有关国际利率果然下跌,一方面,有关主体要蒙受相对多付或相对少收国际利息的经济损失,另一方面,有关利率期货合同的价格会随之上涨,有关主体便可以按照上涨后的价格卖出有关利率期货合同,其交易商品的种类与币别、交易单位的总金额和交割日期自然要与所买利率期货合同相同,从而使之与所买利率期货合同对冲。借此贱买贵卖,有关主体可以赚取与有关国际利率的下跌幅度相当的经济收益,以此抵补在国际利率风险中所蒙受的经济损失。

根据做利率期货交易的时间,可以将套期保值细分为预先套期保值与同步套期保值。预先套期保值是在国际货币资本借贷开始以前进行的空头套期保值或多头套期保值。在这种套期保值方式下,先手贵卖或贱买的利率期货交易在有关主体预计将借入或贷出国际货币资本时就进行,与之相对冲的后手贱买或贵卖的利率期货交易在有关主体实际借入或贷出国际货币资本时进行。借助这种套期保值,有关主体可以在预测国际利率趋于上涨或下跌的情况下,预先固定其国际利息成本或国际利息收益。仅以预先空头套期保值为例,假定某法国公司于某日预计6个月后借入一笔200万美元贷款,同时预测美元贷款利率趋于上涨。为使6个月后借入美元贷款的利率固定在现在美元贷款利率的水平上,该法国公司可以做利率期货交易的空头套期保值。某一种选择是:先在该日卖出200万美元的90天短期国库券利率期货合同,其交割日期须在6个月以后,到6个月后实际借入200万美元贷款时,若美元贷款利率果然上涨,例如上涨2%,且90天短期国库券利率与美元贷款利率完全正相关,则90天短期国库券利率期货合同的价格会同幅度下跌,该法国公司再按照下跌后的价格买进200万美元交割日期相同的90天短期国库券利率期货合同,与所卖出的利率期货合同相对冲。这样,该法国公司多付的2%美元借款利息,可以被贵卖贱买利率期货合同所赚取的2%收益所抵补。再从同步套期保值来看,它是伴随国际货币资本借贷的开始与结束同步进行的空头套期保值或多头套期保值。在这种套期保值方式下,先手贵卖或贱买的利率期货交易于借入或贷出国际货币资本时进行,与之相对冲的后手贱买或贵卖的利率期货交易于清偿国际货币资本时进行。通过这种套期保值,有关主体可以在预测国际利率趋于上涨或下跌的情况下,固定其国际利息成本或国际利息收益。仅以同步多头套期保值为例,假定某德国基金于某年购买一笔期限为15年,金额为1000万的欧洲美元浮动利率债券,同时预测欧洲美元债券利率在1年之内将趋于下跌。为固定其1年之内的欧洲美元利息收益,该德国基金可以做利率期货交易的多头套期保值。其一种选择是:先在购买欧洲美

元浮动利率债券之后立即买进 1000 万美元的 3 个月欧洲美元期货合同,其交割日期须在 1 年之后,到 1 年后收取欧洲美元利息时,若欧洲美元债券利率果然下跌,例如下跌 2%,则 3 个月欧洲美元期货合同的价格会同比率上涨,该德国基金再按照上涨后的价格卖出 1000 万美元交割日期相同的 3 个月欧洲美元期货合同,与所买进的欧洲美元期货合同相对冲。这样,虽然该德国基金少收 2% 的欧洲美元利息,却可以被贱买贵卖欧洲美元期货合同所赚取的 2% 欧洲美元收益所抵补。

如果需要保值的国际货币资本债务或债权的期限与利率期货合同的期限不相匹配,国际货币资本债务或债权的利率与利率期货合同中金融工具的利率不完全正相关,则在这两种情形下对国际货币资本债务或债权所做的完全套期保值称为交叉套期保值。在这种套期保值方式下,需要解决的核心问题是确定需要买进或卖出的利率期货合同数量。设 N 代表需要买进或卖出的利率期货合同数量, V 代表需要保值的国际货币资本债务或债权的金额, FV 代表利率期货合同的交易单位, M_K 代表需要保值的国际货币资本债务或债权的期限; M_F 代表利率期货合同的期限, b 代表国际货币资本债务或债权的利率与利率期货合同中金融工具的利率之间的相关系数,则有:

$$N = \frac{V}{FV} \cdot \frac{M_K}{M_F} \cdot b$$

根据由该公式计算出的利率期货合同数量,做交叉套期保值,有关主体在贵卖贱买或贱买贵卖利率期货合同中所赚取的经济收益可以完全抵补其国际利率风险中所蒙受的经济损失。

由上述分析可见,借助利率期货交易折套期保值,有关主体为自己创造了一个获利机会,以与自己在国际利率风险中的受损机会相匹配,从而能够在国际利率风险中果真蒙受经济损失时,有相应的经济收益予以抵补。由此可见,这种方法属于风险中和型方法。运用这种方法控制国际利率风险,有关主体需要付出成本,其中包括:①向期货经纪商支付的佣金;②不能将所缴保证金和所付佣金做相应期限的投资而损失的利息。

(二) 利率期权交易

利率期权交易是于 1982 年首先引入美国芝加哥农产品交易所(CBT)的。目前,这种期权交易主要覆盖 3 个月欧洲美元、3 个月美国国库券、定额存单和 3 个月欧洲英镑等金融商品。

利率期权交易,从狭义来讲,是指短期利率期货期权交易。这种期权交易与前述货币期权交易同为期权交易,因而交易方法与交易原则同出一辙,只是作为期权代表的期权合同存在本质区别。在利率期权合同中,载有交易商品、交易规模、协定价格、期权费、到期月份和交割日等要项。其中,交易商品不是不同币别的外国货币,而是不同种类的短期利率期货;交易规模不是外国货币的交易单位,而是短期利率期货的面值;协定价格不是外国货币的汇率,而是能够反映短期利率的短期利率期货的价格。

根据交易性质,可以将利率期权交易细分为看涨期权交易与看跌期权交易。看涨期权交易是在利率期权的买方预测短期利率期货的价格上涨时所进行的利率期权交易。这种利率期权交易存在两种情形:①利率期权的买方买进看涨期权。即,利率期权的买方预测短期

利率期货的价格趋于上涨,基于“贱买”短期利率期货的考虑,便向利率期权的卖方买下代表看涨期权的合同,从而有权在合同到期日或到期前某日对是否按照协定价格向利率期权的卖方买进规定数量的短期利率期货作出选择。②利率期权的卖方卖出看涨期权。即,利率期权的卖方预测短期利率期货的价格保持平稳或趋于下跌,基于赚取期权费的考虑,便向利率期权的买方卖出代表看涨期权的合同。与此相反,看跌期权交易是在利率期权的买方预测短期利率期货的价格下跌时所进行的利率期权交易。这种利率期权交易亦存在两种情形:①利率期权的买方买进看跌期权。即,利率期权的买方预测短期利率期货的价格趋于下跌,基于“贵卖”短期利率期货的考虑,便向利率期权的卖方买下代表看跌期权的合同,因而有权在合同到期日或到期前某日对是否按照协定价格向利率期权的卖方卖出规定数量的短期利率期货作出选择。②利率期权的卖方卖出看跌期权。即,利率期权的卖方预测短期利率期货的价格保持平稳或趋于上涨,为了赚取期权费,便向利率期权的买方卖出代表看跌期权的合同。

借助利率期权交易,可以控制所有形态的国际利率风险。在具体运用这种方法时,有关主体相应要确定其交易身份。利率期权交易既存在交易所市场,亦存在柜台交易市场。如果选择在交易所市场进行利率期权交易,无论是国际货币资本的借方与贷方,还是国际商业银行,均既可以作为利率期权的买方,亦可以作为利率期权的卖方;如果选择在柜台交易市场进行利率期权交易,一般是国际货币资本的借方与贷方作为利率期权的买方,而国际商业银行作为利率期权的卖方。确定交易身份又是与选择交易方式密不可分的。有关主体在确定其交易身份的同时,亦须对每种交易身份所对应的交易方式作出选择。其中,利率期权的买方买进看涨期权与利率期权的卖方卖出看跌期权适用于同一类场合;利率期权的买方买进看跌期权与利率期权的卖方卖出看涨期权适用于同一类场合。

具体说来,在这类场合,诸如国际货币资本的借方控制以固定利率为条件借入国际货币资本时所承受的国际利率风险,国际货币资本的贷方控制以浮动利率为条件贷出国际货币资本时所承受的国际利率风险,国际商业银行控制其国际贷款采用浮动利率、借款采用固定利率时所承受的国际利率风险,国际商业银行控制其“借长放短”时所承受的国际利率风险,等等,有关主体为避免蒙受因国际利率下跌而相对多付或相对少收国际利息的经济损失,一方面可以作为利率期权的买方,向利率期权的卖方买出看涨期权,另一方面可以作为利率期权的卖方,向利率期权的买方卖出看跌期权。在买进看涨期权的方式下,如果国际利率下跌,虽然有关主体会蒙受相对多付或相对少收国际利息的经济损失。但是,由于有关短期利率期货的价格亦会随之上涨,涨至协定价格之上,有关主体便可以通过履行合同,按照协定价格“贱买”到短期利率期货,然后再按照上涨后的价格“贵卖”出短期利率期货,从而赚取到相应的经济收益,以此来抵补在国际利息上的经济损失。而在卖出看跌期权的方式下,如果国际利率下跌,有关短期利率期货的价格随之上涨,利率期权的买方便不会履行合同,而作为利率期权卖方的有关主体便会净赚由利率期权 买方支付的期权费,以此来抵补其相对多付或相对少收国际利息的经济损失。

与上述场合相反,在这类场合,诸如国际货币资本的借方控制以浮动利率为条件借入国际货币资本时所承受的国际利率风险,国际货币资本的贷方控制以固定利率为条件贷出国

际货币资本时所承受的国际利率风险,国际商业银行控制其国际贷款采用固定利率、借款采用浮动利率时所承受的国际利率风险,国际商业银行控制其“借短放长”时所承受的国际利率风险,等等,有关主体为避免蒙受因国际利率上涨而相对多付或相对少收国际利息的经济损失,既可以作为利率期权的买方,向利率期权的卖方买进看跌期权,亦可以作为利率期权的卖方,向利率期权的买方卖出看涨期权。在买进看跌期权的方式下,当国际利率上涨时,虽然有关主体会蒙受相对多付或相对少收国际利息的经济损失,但是,由于有关短期利率期货的价格会随之下跌,跌到协定价格以下,有关主体则会通过履行合同,按照协定价格“贵卖”出短期利率期货,继而按照下跌后的价格“贱买”到短期利率期货,赚取到相应的经济收益,以此来抵补在国际利息上的经济损失。而在卖出看涨期权的方式下,当国际利率上涨时,有关主体一方面会蒙受相对多付或相对少收国际利息的经济损失,另一方面会因有关短期利率期货的价格随之下跌,利率期权的买方不会履行合同而净赚期权费,这种经济收益对其在国际利息上的经济损失无疑是一种抵补。

由上述分析可见,借助利率期权交易控制国际利率风险,在有关主体作为利率期权的买方时,并不能只做一笔利率期权交易,而要再做一笔反向的利率期货交易与之相配合,即做成套期保值,这种方法便是一种组合型管理方法;而在有关主体作为利率期权的卖方时,则只需做一笔利率期权交易,这种方法便是一种单一型管理方法。无论是在何种情形下,借助利率期权交易,有关主体可以在继续承受国际利率风险的同时,为自己创造一个平行的获利机会,从而一旦在国际利率风险中果真蒙受经济损失,便会有相应的经济收益予以抵补。由此可以认为,借助利率期权交易控制国际利率风险,本质上属于风险中和型方法。

在控制国际利率风险上,利率期权交易具有利率期货交易所不可比拟的优越性。借助利率期货交易控制国际利率风险,有关主体负有必须履行合同的固定义务。因此,如果国际利率发生有利于有关主体的变动,有关主体亦必须按照相对不利的利率期货合同的价格履行合同,由此而蒙受的经济损失会抵消国际利率发生有利于自己的变动所带来的经济收益,而借助利率期权交易控制国际利率风险,如果有关主体作为利率期权的买方,则享有既可以履行合同,亦可以不履行合同的選擇权。因此,当国际利率发生有利于自己的变动时,有关主体便可以按照相对不利的协定价格履行合同,或将合同提前转卖出去,或任其在到期日自动作废,从而切实获取到国际利率发生有利于自己的变动所带来的经济收益。由此可见,借助利率期权交易控制国际利率风险,既可以保证有关主体控制可能的经济损失,亦可以保证其享有可能的经济收益。

借助利率期权交易控制国际利率风险,有关主体需要付出成本。首先,设有关主体采取利率期权买方的身份。在履行合同的场合,有关主体需要付出的成本有:①向利率期权的卖方支付的期权费;②向期权经纪商和期货经纪商支付的佣金;③因不能将所付期权费、佣金和向交易所缴付的保证金做相应期限的投资而损失的利息;④如果是买进看涨期权,则协定价格高于买进看涨期权时的短期利率期货价格的差额;如果是买进看跌期权,则协定价格低于买进看跌期权时的短期利率期货价格的差额。在不履行合同的场合,有关主体需要付出的成本为上述前三项成本。其次,设有关主体采取利率期权卖方的身份。在履行合同的场合,有关主体需要付出的成本有:①向期权经纪商支付的佣金;②因不能将所付佣金和向交

易所缴付的保证金做相应期限的投资而损失的利息；③如果是卖出看涨期权，则协定价格低于卖出看涨期权时的短期利率期货价格的差额；如果是卖出看跌期权，则协定价格高于卖出看跌期权时的短期利率期货价格的差额。在不履行合同的场合，有关主体需要付出的成本为上述前两项成本。

借助利率期权交易控制国际利率风险，有关主体亦可以获取收益。首先，设有关主体采取利率期权买方的身份。在履行合同的场合，有关主体可以获取的收益是：如果是买进看涨期权，则协定价格低于买进看涨期权时的短期利率期货价格的差额；如果是买进看跌期权，则协定价格高于买进看跌期权时的短期利率期货价格的差额。在不履行合同的场合，有关主体可以获取的收益是：如果能够将利率期权合同在其到期日之前转卖出去，则可收回部分期权费。其次，设有关主体采取利率期权卖方的身份。在履行合同的场合，有关主体可以获取的收益有：①由利率期权的买方支付的期权费，以及将该期权费做相应期限的投资所获得的利息；②如果是卖出看涨期权，则协定价格高于卖出看涨期权时的短期利率期货价格的差额；如果是卖出看跌期权，则协定价格低于卖出看跌期权时的短期利率期货价格的差额。在不履行合同的场合，有关主体可以获取的收益仅为上述第一项收益。

需要指出，在上述成本与收益中，以协定价格高于或低于买进或卖出利率期权时的短期利率期货价格的差额这种形式存在的成本与收益，对利率期权的买卖双方而言，此方成本即为彼方收益，反之亦然；对利率期权的买卖双方某一方而言，如果有成本，便不能有收益，反之亦然。此外，利率期权买方的该种成本与期权费成反比，该种收益与期权费成正比；而利率期权卖方的该种成本与期权费成正比，该种收益与期权费成反比。

（三）利率互换

利率互换诞生于 1981 年初。它是指在一定时期内，具有相同身份（或均为债务人或均为债权人）的互换双方按照协议条件，以同一币别、同一数额的本金作为计算利息的基础，以一方的一种利率换取另一方的另一种利率。

利率互换的基本特征是：其一，利率互换的主体须具有相同的身份，或双方均为债务人，或双方均为债权人。其二，利率互换的客体是不同种类的利率，其中有固定利率与浮动利率互换，一种基础利率的浮动利率与另一种基础利率的浮动利率互换，在互换中，本金并不互换，只是作为计算利息的基础。这就要求互换双方的本金必须币别相同，数额相同。如果互换双方的本金数额不同，则需议定一个统一的本金数额。其三，利率互换的内容有两种情形：一是某一债务人以其一种利率的利息支出换取另一债务人的另一种利率的利息支出，诸如以固定利率或浮动利率的利息支出换为浮动利率或固定利率的利息支出等；二是某一债权人以其一种利率的利息收入换取另一债权人的另一种利率的利息收入，诸如以固定利率或浮动利率的利息收入换为浮动利率或固定利率的利息收入等。利率互换所需要经历的时期，在互换双方的债务期限或债权期限相吻合时，即为债务期限或债权期限；而在互换双方的债务期限或债权期限不相吻合时，则需由互换双方议定，例如以期限较长一方的债务期限或债权期限为准。在互换的时期内，互换双方最好统一互换利息支出或利息收入的时间，例如定为每 3 个月一次或每 6 个月一次。其六，利率互换需要签订合同。利率互换合同是由互换双方私下协议签订的，载明互换双方的全部权利和义务，据此规范和约束利率互换行

为。

利率互换既存在一级市场,亦存在二级市场。在利率互换的一级市场上,互换双方或将新债务或现有债务的不同种类利率进行互换,或将新债权或现有债权的不同种类利率进行互换,建立起新的互换头寸。商业银行和投资金融公司通常作为中间商,在该市场上发挥中枢作用。在利率互换的二级市场上,原有互换双方的某一方同其他债务人或债权人,不能满足某一特殊互换需要的中间商同其他中间商,均针对现有互换头寸进行交易。

借助利率互换控制国际利率风险,就是进行固定利率与浮动利率的互换。这种方法是一种单一型管理方法,适于控制所有形态的国际利率风险。

1. 从控制单一式国际利率风险来看

在国际利率趋于上涨的情况下,通过进行利率互换,国际货币资本的借方可以将其新债务或现有债务的浮动利率换为固定利率,借以固定国际利息成本,避免蒙受相对少收国际利息的损失;国际货币资本的贷方可以将其新债权或现有债权的固定利率换为浮动利率,借以使国际利息收益随行就市,避免蒙受相对少收国际利息的损失。而在国际利率趋于下跌的情况下,通过进行利率互换,国际货币资本的借方可以将其新债务或现有债务的固定利率换为浮动利率,借以使国际利息成本随行就市,避免因国际利率下跌而相对多付国际利息;国际货币资本的贷方可以将其新债权或现有债权的浮动利率换为固定利率,借以固定国际利息收益,避免因国际利率下跌而相对少收国际利息。

2. 从控制组合式国际利率风险来看

在国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上不相匹配的情形下,如果固定利率的国际商业银行贷款的金额大于固定利率的国际商业银行借款的金额,或浮动利率的国际商业银行贷款的金额小于浮动利率的国际商业银行借款的金额,则在国际利率趋于上涨时,借助利率互换,或将差额部分的国际商业银行贷款由固定利率换为浮动利率,或将差额部分的国际商业银行借款由浮动利率换为固定利率;反之,如果固定利率的国际商业银行贷款的金额小于固定利率的国际商业银行借款的金额,或浮动利率的国际商业银行贷款的金额大于浮动利率的国际商业银行借款的金额,则在国际利率趋于下跌时,借助利率互换,或将差额部分的国际商业银行借款由固定利率换为浮动利率,或将差额部分的国际商业银行贷款由浮动利率换为固定利率。在国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上不相匹配的情形下,如果是“借短放长”,则在国际利率趋于上涨时,借助利率互换,或将国际商业银行短期借款的利率换为长期借款的固定利率,这相当于将国际商业银行借款的浮动利率换为固定利率,或将国际商业银行长期国际贷款的固定利率换为浮动利率,这相当于缩短了国际商业银行贷款利率的期限;反之,如果是“借长放短”,则在国际利率趋于下跌时,借助利率互换,或将国际商业银行短期国际贷款的利率换为长期国际贷款的固定利率,这相当于将国际商业银行贷款的浮动利率换为固定利率,或将国际商业银行长期借款的固定利率换为浮动利率,这相当于缩短了国际商业银行借款利率的期限。

根据上述分析,借助利率互换,有关主体可以在自己债务或债权的某种利率对自己不利时将之交换出去,借以或固定国际利息成本或国际利息收益,或使国际利息成本或国际利息收益随行就市,从而达到避免蒙受相对多付或相对少收国际利息的经济损失之目的。由此

可以认为,借助利率互换控制国际利率风险,兼有风险控制型方法和风险转移型方法的性质。

利率互换多数为间接互换,即通过中间商作出互换安排。因此,借助利率互换控制国际利率风险,有关主体需要付出向中间商支付启用费的成本。同时,利率互换最初是作为降低筹资成本的工具由债务人推出的。作为利率互换双方的债务人,首先凭借自己在某一市场上的相对信誉优势,以自己所不需要的利率种类为条件,借入利率相对优惠的货币资本,然后通过利率互换,互从对方换到自己所需要的利率种类,这要比自己直接从某不具相对信誉优势的市场上借入自己所需要的利率种类的货币资本,利率相对要低。由此可见,借助利率互换,有关主体可以获取降低筹资成本的收益。这种收益,对于借助债务的利率互换控制国际利率风险的有关主体而言,同样可以得到。这对其支付启用费的成本无疑是一种抵补。

(四) 远期利率协议

远期利率协议是于 1983 年由欧洲货币的借贷率先推出的,到 1984 年便形成了相当成熟的银行同业市场。目前,这种交易方式已经覆盖所有西方国家的可自由兑换货币。

远期利率协议是由买方与卖方在现在时点签订的,商定在未来某一特定日期,根据特定货币的本金金额和特定期限的协议利率与特定期限的参照利率之间的差额计算出相应利息差额的贴现后现值,由买方或卖方向交易对方支付该利息差额的贴现后现值的远期合同。

远期利率协议的基本特征是:其一,交易主体为买方与卖方。买方是为了避免利率上涨,希望预先固定利息成本的货币资本借方;卖方是为了避免利率下跌,希望预先固定利息收益的货币资本贷方。其二,交易方式为柜台交易方式。远期利率协议的市场是柜台交易市场,而且是银行同业的柜台交易市场,一般法人要参加交易,须事选向商业银行提出申请。其三,交易合同是非标准化合同。无期利率协议本身就是一种远期合同。作为一种合同,远期利率协议由买方与卖方签订,并载有由买方与卖方达成协议的内容,其中包括协议计息期限、协议利率、参照利率、协议本金金额和交割日等要项。作为一种远期合同,远期利率协议要在签订后的未来某一特定日期办理交割。因此,交割日要滞后于签约日相当一段时间。作为一种非标准合同,远期利率协议是与柜台交易方式相适应的,对协议计息期限、协议本金金额、交割日和所用货币等均没有固定标准和限制。其四,交易方法为:买方与卖方首先须就协议计息期限、协议本金金额和交割日等达成协议,并签订合同。其中,协议计息期限根据买方借入或卖方贷出货币资本的期限确定,同时作为参照利率的期限;协议利率根据由签约日至交割日的短期利率、由签约日至协议计息期限到期日的长期利率、市场供求状况和市场利率预期等因素确定;参照利率一般选用伦敦银行同业拆放利率;协议本金金额以借入或贷出的货币计算,根据借入或贷出的本金金额确定;交割日是买方或卖方向交易对方支付利息差额的贴现后现值的日期,亦是远期利率协议的生效日。到交割日之前的两个营业日(不包括交割日),根据协议本金金额和协议利率与参照利率之间的差额计算出相主尖利息差额的贴现后现值,其计算公式为:

$$A_1 + \frac{K \cdot (L - FR) \cdot N}{360 \cdot 100} \cdot \frac{1}{1 + L \cdot N / 360 \cdot 100}$$

式中, A_1 代表息差额的贴现后现值, K 代表协议本金金额, L 代表参照利率, FR 代表协

议利率, N 代表协议计息期限(天数)。等到交割日, 买方或卖方向交易对方支付利息差额的贴现后现值。远期利率协议实际上遂告结束。

借助远期利率协议控制国际利率风险, 是一种单一型管理方法。这种方法适于控制单一式国际利率风险。对国际货币资本的借方而言, 如果拟定在未来某一特定日期借入一笔特定期限的国际货币资本, 为控制因国际利率到未来该特定日期上涨而相对多付国际利息的风险, 便可以作为买方向某一作为卖方的商业银行买入远期利率协议。协议本金金额即拟借入的国际货币资本本金金额, 协议利率由买方与卖方商定, 参照利率选用伦敦银行同业拆放利率, 协议计息期限即为拟借入国际货币资本的期限, 交割日即为未来国际货币资本的借入日。到交割日之前的两个营业日, 如果国际利率果然上涨, 伦敦银行同业拆放利率涨至协议利率之上, 则根据该公式计算出的国际利息差额的贴现后现值便为正值。等到交割日, 国际货币资本的借方虽然按照上涨后的国际利率借入国际货币资本, 将要相对多付国际利息, 但却同时获取由作为卖方的商业银行支付的国际利息差额的贴现后现值, 后者对前者无疑是一种抵补。

再对国际货币资本的贷方而言, 如果准备在未来某一特定日期贷出一笔特定期限的国际货币资本, 为控制因国际利率到未来该特定日期下跌而相对少收国际利息的风险, 便可以作为卖方向某一作为买方的商业银行卖出远期利率协定。协议本金金额即为预贷出的国际货币资本本金金额, 协议金额由买方与卖方议定, 参照利率选用伦敦银行同业拆放利率, 协议计息期限即为预贷出国际货币资本的期限, 交割日即为未来国际货币资本的贷出日。到交割日之前的两个营业日, 一旦国际利率果然下跌, 伦敦银行同业拆放利率跌至协议利率以下, 则根据该公式计算出的国际利息差额的贴现后现值便为负值。等到交割日, 国际货币资本的贷方虽然按照下跌后的国际利率贷出国际货币资本, 将要相对少收国际利息, 但却同时得到由作为买方的商业银行支付的国际利息差额的贴现后现值, 这对其少收国际利息便是一种抵补。

以上分析表明, 借助远期利率协议, 可以使有关主体的国际货币资本债务或债权得以保值。有关主体一旦因承受国际利率风险而蒙受相对多付或相对少收国际利息的经济损失, 便会由收入交易对方支付的国际利息差额的贴现后现值予以相应的抵补。由此可见, 这种方法是一种风险中和型方法。采用这种方法控制国际利率风险, 有关主体需要或可能付出一定的成本, 其中主要有: ①买方需要按照协议本金金额的一定比率向卖方支付固定费用; ②如果交易是由经纪商媒介的, 则需向经纪商支付佣金; ③因不能将所支付的固定费用或佣金作相应期限的投资而损失的利息。

(五) 利率上限、利率下限与利率上下限

利率上限、利率下限与利率上下限是作为利率期权交易的变型产品于 80 年代中期推出的。目前, 这类交易方式已经覆盖了以美元为主的国际货币和以伦敦银行同业拆放利率为主的国际利率。

利率上限是由利率上限的买方与卖方就固定未来某一特定日期的利率水平上限而签订的协议。在该协议所构成的交易方式下, 预测利率趋于上涨的买方与某卖方首先签订一个成交合同。该合同要载明协议本金金额、协议利率上限、参照利率、计息期限、合同费用和合

同期限等要项。其中,协议本金金额以借入或贷出的货币计算,根据借入或贷出的本金金额确定;协议利率上限由买方与卖方商定,一般为在整个合同期限内保持不变的固定利率;参照利率主要从伦敦银行同业拆放利率、美国商业银行优惠利率、商业票据利率和国库券利率中选择;计息期限以 3 个月和 6 个月最为普遍;合同费用为利率上限的买方向卖方支付的费用,类似利率期权交易中的期权费,按照协议本金金额的一定百分比计算,根据整个合同期限内的计息次数予以平均,分解到每次利息支付日支付;合同期限根据借入或贷出货币资本的期限确定。根据该合同,在合同期限内,于每一计息期限末,如果当时的参照利率高于协议利率上限,则利率上限的卖方便向买方支付利息差额;如果当时的参照利率不高于协议利率上限,则利率上限的卖方便不向买方做任何支付。

利率下限是由利率下限的买方与卖方就固定未来某一特定日期的利率水平下限而签订的协议。由该协议所构成的交易方式在下述方面恰与由利率上限所构成的交易方式截然相反:其一,交易主体是利率下限的买方与卖方,而不是利率上限的买方与卖方;其二,交易客体相应是利率下限,而不是利率上限;其三,交易背景在于利率下限的买方预测利率趋于下跌,而不是预测利率趋于上涨,因而才要购买利率下限,以防利率跌至下限以下;其四,交易合同中的协议利率项目相应为协议利率下限,而不是协议利率上限;其五,交易合同的执行情况是在合同期限内的每一计息期限末,利率下限的卖方向买方支付当时的参照利率低于协议利率下限的利息差额,而不是利率上限的卖方向买方支付当时的参照利率高于协议利率上限的利息差额。同理,如果当时的参照利率并不低于协议利率下限,则利率下限的卖方亦无须向买方做任何支付。

借助利率上限与利率下限控制国际利率风险,是一种单一型管理方法。这种方法既适于控制单一式国际利率风险,亦可以用于控制组合式国际利率风险。

(1)从控制单一式国际利率风险来看。在预测国际利率趋于上涨时,负有浮动利率债务的国际货币资本的借方和享有固定利率债权的国际货币资本的贷方均可以作为买方,向某一作为卖方的国际商业银行买入利率上限。协议本金金额即为新债务或新债权的金额,或现有债务或现有债权的余额,协议利率上限与卖方议定,参照利率诸如选用伦敦银行同业拆放利率,计息期限诸如定为 3 个月,合同费用诸如为协议本金金额的 0.5%,合同期限即为新债务或新债权的期限,或现有债务或现有债权的剩余期限。在合同期限内的每一计息期限末,如果国际利率果然上涨,当时的参照利率涨至协议利率上限之上,则作为买方的有关国际货币资本的借方或国际货币资本的贷方便会得到由作为卖方的国际商业银行支付的国际利息差额,这对其相对多付或相对少收国际利息的经济损失无疑是一种抵补。而在预测国际利率趋于下跌时,负有固定利率债务的国际货币资本的借方和享有浮动利率债权的国际货币资本的贷方均可以作为买方,向某一作为卖方的国际商业银行买入利率下限。协议本金金额即为新债务或新债权的金额,或现有债务或现有债权的余额,协议利率下限与卖方议定,参照利率诸如选用伦敦银行同业拆放利率,计息期限诸如定为 6 个月,合同费用诸如为协议本金金额的 0.625%,合同期限即为新债务或新债权的期限,或现有债务或现有债权的剩余期限。在合同期限内的每一计息期限末,只要国际利率确已下跌,当时的参照利率跌至协议利率下限以下,作为买方的有关国际货币资本的借方或国际货币资本的贷方便会得

到由作为卖方的国际商业银行付给的国际利息差额,这就可以相应抵补其相对多付或相对少收国际利息的经济损失。

(2)从控制组合式国际利率风险来看。以国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在固定利率与浮动利率上不相匹配为背景,如果固定利率的国际商业银行贷款的金额大于固定利率的国际商业银行借款的金额,或浮动利率的国际商业银行贷款的金额小于浮动利率的国际商业银行借款的金额,则在预测国际利率趋于上涨时,国际商业银行便可以作为买方,向其他作为卖方的国际商业银行买入利率上限。其中,协议本金金额即为有关国际商业银行贷款的金额与国际商业银行借款的金额之间的差额,计息期限可以根据浮动利率的调整日期确定,合同期限即为有关固定利率的国际商业银行贷款的期限或剩余期限,或有关浮动利率的国际商业银行借款的期限或剩余期限。在合同期限内的每一计息期限末,一旦当时的参照利率涨至协议利率上限之上,作为买方的国际商业银行便会得到相应的国际利息差额补偿。反之,如果固定利率的国际商业银行贷款的金额小于固定利率的国际商业银行借款的金额,或浮动利率的国际商业银行贷款的金额大于浮动利率的国际商业银行借款的金额,则在预测国际利率趋于下跌时,国际商业银行便可以作为买方,向其他作为卖方的国际商业银行买入利率下限。其中,协议本金金额即为有关国际商业银行贷款的金额与国际商业银行借款的金额之间的差额,计息期限可以按照浮动利率的调整期限确定,合同期限即为有关固定利率的国际商业银行借款的期限或剩余期限,或有关浮动利率的国际商业银行贷款的期限或剩余期限。在合同期限内的每一计息期限末,一旦当时的参照利率跌至协议利率下限以下,作为买方的国际商业银行便会得到相应的国际利息差额补偿。再以国际商业银行贷款利率与国际商业银行借款利率在期限上不相匹配为背景,如果是“借短放长”,则在预测国际利率趋于上涨时,国际商业银行便以买方的身份买入利率上限。其中,协议本金金额即为某一期限档次上固定利率的国际商业银行贷款的金额大于固定利率的国际商业银行借款金额的差额,或某一期限档次上浮动利率的国际商业银行贷款的金额小于浮动利率的国际商业银行借款金额的差额,计息期限可以按照浮动利率的调整日期确定,合同期限即为某一期限档次上有关固定利率的国际商业银行贷款的期限或剩余期限,或某一期限档次上有关浮动利率的国际商业银行借款的期限或剩余期限。到合同期限内的每一计息期限末,如果当时的参照利率涨至协议利率上限之上,作为买方的国际商业银行便会得到卖方支付的国际利息差额。反之,如果是“借长放短”,则在预测国际利率趋于下跌时,国际商业银行便以买方的身份买入利率下限。其中,协议本金金额即为某一期限档次上固定利率的国际商业银行贷款的金额小于固定利率的国际商业银行借款金额的差额,或某一期限档次上浮动利率的国际商业银行贷款的金额大于浮动利率的国际商业银行借款金额的差额,计息期限可以根据浮动利率的调整期限确定,合同期限即为某一期限档次上有关固定利率的国际商业银行借款的期限或剩余期限,或某一期限档次上有关浮动利率的国际商业银行贷款的期限或剩余期限到合同期限内的每一计息期限末,如果当时的参照利率跌至协议利率下限以下,作为买方的国际商业银行便会得到卖方支付的国际利息差额。

将利率上限与利率下限相结合,便产生了利率上下限。利率上下限是由交易双方就同时固定未来某一特定日期的利率水平上限与下限而签订的协议。其中,交易双方一般是商

业银行贷款的借方与商业银行。在该协议所构成的交易方式下,商业银行贷款的借方认为利率趋于上涨的可能性极大,便向商业银行买入一个利率上限,与此同时,认为利率趋于下跌的可能性极小,且为了降低购买利率上限的成本,便向商业银行卖出一个利率下限。在合同期限内的每一计息期限末。如果当时的参照利率高于协议利率上限,则商业银行便向商业银行贷款的借方支付利息差额;如果当时的参照利率低于协议利率下限,则商业银行贷款的借方便向商业银行支付利息差额;如果当时的参照利率处于协议利率上限与下限的区间之内,则交易双方互不做任何支付。

利率上下限虽然是利率上限与利率下限的组合,但是,就控制国际利率风险而言,仍然是一种单一型管理方法。这种方法受交易双方的身份所限,仅适于控制由国际商业银行贷款的借方和国际商业银行所承受的单一式国际利率风险。这种方法的应用原理与上述控制单一式国际利率风险中利率上限与利率下限的应用原理完全相同,这里不再赘述。

通过进行利率上限、利率下限与利率上下限等交易,有关主体或可以将自己的国际利息成本固定于协议利率上限以下,或可以将自己的国际利息收益固定于协议利率下限之上。这是因为,一旦国际利率上涨或下跌,相应参照利率涨过协议利率上限或跌过协议利率下限,有关主体在相对多付或相对少收国际利息的同时,会获得由交易双方支付的国际利息差额,使自己的国际货币资本债务或债权得以充分保值。由此可见,借助利率上限、利率下限与利率上下限控制国际利率风险,是一种风险中和型方法。此外尚需看到,通过进行利率上限、利率下限与利率上下限等交易,有关主体在协议利率上限以下、协议利率下限之上和由协议利率上限与下限框成的区间内,尚可以充分享有国际利率向有利于自己的方向发生变动的机会,获取由此而带来的经济收益。在这一点上,对有关主体控制国际利率风险而言,显然借助利率上限、利率下限与利率上下限的交易同借助前述的利率期权交易具有相同的功效。

借助利率上限、利率下限与利率上下限控制国际利率风险,有关主体要付出一定的成本。在参照利率涨至利率上限和利率上下限中的协议利率上限之上或跌至利率下限中的协议利率下限以下的场合,有关主体要付出的成本包括:①向卖方或交易双方支付的费用,以及因不能将所付费用做相应期限的投资而损失的利息;②如果交易是经由经纪商进行的,则有向经纪商支付的佣金,以及因不能将所付佣金做相应期限的投资而损失的利息;③协议利率上限高于签约时的参照利率的差额,或协议利率下限低于签约时的参照利率的差额。而在参照利率未涨至利率上限和利率上下限中的协议利率上限之上或未跌至利率下限中的协议利率下限以下的场合,有关主体要付出的成本只包括上述前两项。这里需要特别指出,鉴于利率上下限的交易存在两个特殊性,一是这种交易由国际商业银行贷款的借方同其贷款银行直接进行,并不通过经纪商,二是国际商业银行贷款的借方在向贷款银行买入一个利率上限的同时,亦向之卖出一个利率下限,从而在向贷款银行支付费用的同时,亦向之收取费用,因此,在借助利率上下限控国际利率风险时,国际商业银行贷款的借方这类主体并没有向经纪商支付佣金及其利息损失的成本,而且向交易对方支付费用的成本亦应是扣除向交易对方收费用后的净成本。

第八篇 证券风险分析与防范

第 八 篇

第一章 证券投资风险概述

第一节 证券投资风险基础知识

一、证券投资风险的概念及特征

(一) 证券交易风险的概念

所谓风险是指事物变化存在的多种可能性,而且这些结果事先已经全部预知,只是最后的实际结果不能事先确定,这是由概率中的分布问题决定的。证券投资风险则是指证券投资收益的不确定性,其具体含义是证券投资的预期收入与实际收入之间的差额。

对证券交易风险的上述理解,可谓是从本世纪 50 年代 H·马尔柯维茨创立现代证券投资组合理论以来出现的对证券交易风险理解的革命性的变化。因为证券交易风险被认为是收益的变动,这个变动既包括收益的上升,也包括收益的下降,异于对证券交易风险传统的理解:即认为证券交易风险是进行证券投资时遭受损失的可能性,而没有考虑到风险的另一面——收益。这样导致了在证券投资收益的衡量上现代观念与传统观念之差异。现代的证券投资组合理论以标准差来衡量风险,它考虑了证券在所有各种可能情况下实际报酬与期望报酬的偏离程度,于是就可用于比较不同证券的风险大小,进而进行有效的风险管理。传统的以单个离差衡量在某一种可能情况下证券实际报酬与期望报酬的偏离程度,是不能用于不同证券之风险比较的。

在实际生活中,任何一个证券投资者都是厌恶损失,而喜欢得利的,而较高的风险,不仅意味投资亏损的可能性大,同时也意味着投资者得到比预期更高的收益的可能性也大。因此,在更普遍的意义上,风险是和损失联系在一起的,损失观念在风险管理中占极重要的地位,于是有“无损失就无风险管理”之说,有所谓“风险的防范”、“风险的转嫁”、“规避风险”等等,都是基于这样一种一般的约定俗成的认识。在此意义上,证券投资风险,也就意味着投资者在进行投资后不能获得预期收益的可能性,即“亏损机会”。

由于证券的交易,主要是证券的交易价格本身受诸多条件或因素的限制,这些条件或因素的出现大多数情况下是无法预知的,所以证券交易才具有相对较大的风险性。例如一个新成立股份公司的股票上市时,按照预计,公司每年可取得占总营业额 10% 的盈利,而且

即使盈利只有 7%，也能够支付股票股利。但是新企业市场适应性、原材料价格变化、债务的偿付和债权的收回、外部经济政治条件、市场利率、物价水平等等影响企业盈利水平的因素都不可能确定，或者说存在着公司盈利率低于 10% 甚至低于 7% 的可能性，同时也存在公司盈利率高于 10% 的可能性，这就是该公司股票购买人把公司盈利估计为 10% 所冒的风险。实际投资者所得到的收益与预期的收益差异越大，则他所冒的风险越大，他遭受损失的可能性也越大，而得到较高收益的可能性也是同样存在的。于是，他的投资损失也可看作他为追逐较高收益而付出的代价。

证券投资风险的程度差别很大，有时是个别证券的价格波动，而有时却是整个股市的大振荡。1929 年爆发的纽约证券行市大暴跌，进而波及全世界，导致 250 亿美元的证券变得一文不值，使千百万个投资者遭受重大损失。进入 80 年代，人们印象更为深刻的就是 1987 年的“黑色星期一”。这次股价暴跌，其来势之猛、跌幅之大，在美国都是空前的，超过 1929 年的股市大“地震”。这一天纽约证券交易所从上午 9 点开市到中午 12 点仅仅 3 个小时，道·琼斯股票指数就下跌了 508.32 点，跌幅达 22.62%，是引发 30 年代世界性大萧条的股市崩溃日（1929 年 10 月 28 日）的两倍，顷刻间华尔街一片混乱，成千上万的投资者目瞪口呆。22.26% 的跌幅意味着投资者的股票在几小时之内就贬值了二成多，从绝对数上看，即有 5000 亿美元的资本付诸东流，足够中美洲和东欧国家老百姓一年的生活费。纽约的跌风很快波及到芝加哥等其他美国证券市场，而且很快变成了全球性的大风暴。自 10 月 19 日起的一周里，世界股市损失了约 1.5 万亿美元的票面价值，混乱与恐慌的乌云笼罩了整个世界股票市场，众多投资者的损失更是惨不待言了。

世界性的证券市场大振荡固然并非常见，而日常的经常都有可能发生的个别证券价格的波动可谓是俯拾皆是了。这里再介绍几个例证，以便更深刻地认识证券投资的风险。

1974 年 4 月 23 日，星期一。在美国纽约证券交易所，美国爱迪生联合公司（纽约的电力公用事业公司）在其一周内的第一个交易日里行情仍旧看好，收盘价为每股 18 美元。岂料第二天风云突变，该公司股票价格暴跌，收盘价为 12.25 美元，跌幅 32% 强，成为轰动股市的一大新闻。而其中原因是在这一天该公司董事会宣布无法向股东支付首季的股息，这是该公司第一次不能按期付息，所以引起投资者巨大恐慌，持股者纷纷抛售爱迪生联合公司的股票，触发了该公司的股票在股市遇到的破天荒的下跌纪录。而受打击最严重的则是公司的股票的投资者——股东，全体公司股东一夜间投资损失高达 3 亿美元。

这不是 1974 年春季的一个独立事件。康巴斯工程公司股票价格在一天之内从 76 美元掉到 51 美元，因为经纪商的研究报告声称该公司承建的几个核能发电厂，合约价格低于成本。上一年度有惊人成长率的帕立得股，在其盈余公告低于预期时，股价大幅度下跌。西屋电会股价则由于谣传公司现金短缺且濒于破产边缘而剧降。事实上谣传根本不确实，公司后来宣称业已安排几家主要银行进行 5 亿美元的贷款，但仍对股价的维持没有裨益。

这些事件以及其他无数事件，显示证券市场可以在一天之内发生重大损失。经历几个星期或几个月，甚至有更大的损失发生。世界最大的工业公司——通用汽车公司由于能源危机和 1973 年到 1974 年的空头市场，股价从 80 美元跌到 40 美元。以股票市价来说，属于世界最大公司的美国国际电脑公司，在大约 18 个月时间里，从 350 美元跌到 150 美元，全体

全部履行其各项义务的信誉和能力;②它是短期性的债务;③它有高度活跃的二级市场。前二个特点是有价证券具有高度流动性的基础,而第三个特点则是必要条件。因为发行有价证券的大多数公司(或政府)是很少在偿还期到来之前偿付债务的,他们的信誉只不过为证券能够流动奠定了基础,真正的流动则是在高度发达的二级市场上进行的。

一般说来,有价证券的流动性越小,表明其风险就越大,因而收益也相对较高。反之,有价证券的流动性越大,则其风险就越小,收益也相对较低。这种关系任投资者选择。如果投资者预测将来的支出要大大超过其收入,他就可能愿意放弃较高的收益而投资于期限较短、流动性较大、风险较小的证券。如果投资者有一定的储备,而且预计将来的日常消费之后仍有节余,他就可能愿意投资于期限较长、流动性较小,风险和收益都较大的证券。因为证券的风险、收益和流动性三个彼此相矛盾,又有某种联系的特征,可以组合成一个有三个变量的三元一次方程,供投资者根据自己的需要来选择其中的二个变量,而另一个变量则是由这个方程所决定了的。所以,从这个意义上讲,任何投资者在进行证券投资时,都是在解这个三元一次方程。当然,由于各种因素的作用,在某时,方程的系数可能与另一时刻不一样,这就需要投资者周密思考、权衡利弊,选择出最佳的投资方案。

3. 债券投资风险与股票投资风险

债券风险是指在债券的购买、转让和持有期间可能出现的持有人或交易人利益受损的种种可能性。在考虑债券风险因素时,主要在于购买行为的判定,交易行为相对风险要小一些。因为人们一旦购买并持有了某种债券,就取得了到期后收回确定收益的权利。如果债券交易行市疲软,债券持有人可以不急于转让,因为债券到期后的最终收益仍然存在,是可以预知的。

与股票风险相比,债券风险相对较小,这是因为:①债券交易的风险在一般情况下同企业的效益没有多少关系,债券的利息支出是企业的负债,不管企业效益高低、是否盈利、盈利多少,债券持有人均有权按期领取利息,企业即使出现了亏损也必须支付。而股票的股利收入则以企业盈利为条件。从税收角度讲,债券利息还属于公司的一种经营费用,被视为经营成本,从公司的应计税额中扣除。②债券到期必须本利一并偿还,这就保证了交易人的基本利益不受损失。③企业破产时,债券投资者在清偿企业的剩余资产时有优先的权利。这就减轻了债券交易的风险。

债券交易风险一般来自两方面:一方面是债券价格变化而带来的投资损失的可能;另一方面是担心债券发行单位因为意外情况而失去偿还能力。后一方面是特殊情况,是不容易发生的。所以债券交易的风险主要是债券价格的变化。决定债券价格变化的因素很多。如债券自身利率的高低、银行储蓄存款利率的高低、物价的变化、证券市场上的供求关系、政治因素等等。其中,债券的固定利息率对债券的交易价格不存在影响,证券市场的供求关系、政治因素等对股票价格的影响深刻而对债券价格的影响较小,物价上涨则对各种货币形式都有导致贬值的风险。与这些因素不同,唯有银行储蓄存款利率的变化对债券价格具有直接的、明显的影响,因此债券投资的主要风险因素是利率风险。所谓利率风险是指市场利率的变化给投资者收益带来损失的可能性。债券行市对银行利率的变化反应极为敏感,也非常迅速。因为利率降低,意味着把钱用来购买债券比存到银行合算,债券的价格上升;相反,

利率提高,则意味着把钱存在银行比用来购买债券合算,于是人们便会抛出债券转到银行存款,这又会导致债券价格下降,债券持有者便会蒙受损失。但损失的程度还是有限的,一般不会给债券持有者带来“全军覆没”的损失。

股票投资风险是指在股票持有期间和交易过程中出现的有损股票持有者利益的种种可能性。股票不同于债券,没有到期偿还问题。在对股票投资风险进行估计时,要把重点放在股票交易的风险上。股票收益的最大可能没有限制,因而股票价格行情相对于债券或储蓄利率就有更大的变化范围。

股票价格比起债券来,更直接地受到股票发行企业盈利水平的制约。企业盈利水平变化,股利也随之发生变化。企业盈利水平的下降会导致股利的降低,这种情况反映到股票市场上马上就会引起股票价格的下跌,人们便会抛售手中的股票。

除了企业经营状况和盈利能力等在购买股票时应该首先考虑以外,股票市场交易的一个重要特点是股票一经发售进入市场,连发行股票的公司本身也几乎无法控制股价的高低。尽管股票价格与企业经营有着密切联系,但证券市场上股价波动常常受股票供求关系或其他因素的影响,并不完全依赖于股份公司的盈利多少或股利的高低。尤其是股票价格呈下跌走势时,股票持有人的第一反应必然是尽快出售手中的股票,避免股价继续下跌时承受更大的损失。这时股票持有人所冒的风险在于,如果股价跌势并不反映企业真实经营状况时,就存在股价重新上涨,股票收益回升到新的高点的经济基础。一旦这种可能性变成现实,在股价下跌时出售该股票的持有人就又会蒙受损失。

此外,股票投资还面临“全军覆没”的风险,即有可能本利无归。股票和债券在企业破产时清偿的权利不同,债券清偿在先,股票清偿在后,而一旦企业剩余财产只够清偿债务,股票投资便是有去无回。

总的来说,股票投资风险远远大于债券投资风险,股票价格波动相对更为频繁和剧烈。股票价格对众多风险因素都颇为敏感,因而股市常被称为经济的“晴雨表”。

二、证券投资风险的历史追溯

证券投资风险几乎是伴随着证券市场的产生和发展而产生的。西方证券市场在 20 世纪 30 年代以前,一直处于放任状态,证券交易活动缺乏应有的约束,具有极大的投机性,欺诈、操纵等不正当行为屡屡发生,证券投资可谓风险四伏,在 18 世纪 20 年代的西方证券市场,就曾发生过两次典型的股票大灾难:密西西比大股灾和“南海泡沫事件”。

18 世纪初,法国国内连年战乱,经济凋敝,政府债台高筑,市民怨声载道。1716 年,一位名叫洛约翰(John Law)的货币理论学家说服当局让他成立了一家可以发行票据的银行,以拯救政府的财政金融危机。洛约翰还进一步取得了政府的授权,合法拥有铸币权、代理间接征税。随后,洛约翰大量发行他的大西洋公司的股票。大西洋公司垄断了路易斯安那与加拿大的海狸皮交易,北美洲密西西比河流域一时成为大西洋公司的天下。

密西西比人和许多投资者看到大西洋公司的势力日益增强,确信这是一个无尽的财源,他们潮水般地争抢大西洋公司及其下属公司的股票,形成了一个空前的投机热潮。1719 年起,这个公司的股票持续了 13 个月的“牛市”,股价涨幅高达 62 倍,是世界股市的最高纪录。

但是,好景不长,洛约翰的政敌开始剥夺他的权力,投资人也开始对高居的股价有所担忧,于是抛售大西洋公司的股票,股价明显下跌。洛约翰为了支撑股价,不惜通过大幅度发行票据来吸纳投资者卖出的股票,但结果只能更加重股价下挫。结果,“熊市”连续统治股市 13 个月,跌幅 90%。这是世界早期股市暴跌最惨的一次。许多富有的资产阶级和贵族因此而破产,密西西比河流域失去了往日的繁荣,洛约翰逃离法国,大西洋公司也自此一落千丈。

几乎在法国大西洋公司股价惨跌的同时,1719 年到 1720 年,英吉利海峡彼岸的英国南海公司,也经历了一场股市风潮。

起初,南海公司采用了一系列投机手段,创造了使其股价迅速上涨的条件。1720 年,南海公司贿赂了财政大臣,然后向政府提出申请,要求向政府贷款 3000 万英镑的国债,条件是政府允许它发行同等数量的股票,用发行股票的钱来贷给政府。政府为了摆脱财政困境,欣然应允,于 1720 年 3 月通过了“南海法案”,规定年金持有者可以将其投资换成南海公司的股票。由于证券的市价低于面值,而公司是按面值接受证券的,所以证券投资者都迫不及待地想用手中的证券去购买南海公司的股票,结果一年之内就有 80% 的年金和 85% 的其他证券转变成了南海公司的股票,抢购股票的风潮大幅度地抬高了南海公司的股票价格。1720 年 1 月 1 日,南海公司的股价指数为 128 点,而到当年 7 月 1 日,则已高达 950 点。

南海公司股票价格的上涨引起了股票行情普遍看涨,股票投机的狂热席卷了伦敦。当南海公司新股票以 300 英镑的一股发行时,连国王也禁不住诱惑,认购了 10 万英镑,此后价格一路上涨,340 英镑,400 英镑,550 英镑……。当股价升至 800 英镑时,半数以上的参议员和众议员都购买了股票。在狂热的气氛里,英国沉浸于股票发财的美梦,无数男女拿出自己的终身积蓄去买股票,不久,股价突破了 1000 英镑大关,且连续上升。

很快到来的股价飞跌令投资者目瞪口呆。具有讽刺意味的是,暴跌的起因是公司的董事们自己引起的。当他们认识到高价股票和公司的实际运营完全脱节时,便抛出了全部的股票。公众恐慌之余是猛醒,眨眼之间,公司的美好形象和公众的狂热预期荡然无存,股价如断线风筝往下掉。随后,南海公司行贿、操纵股市的劣迹被揭穿,股价下跌越烈,每天都有人破产、自杀。整个英国陷入灾难之中,人们不得不强咽下这颗投机与公众非理性预期的苦果。

“南海泡沫事件”的直接后果之一是英国通过了禁止公司发行股票的法案,此后一个世纪的时间里英国没有股票上市。在此之后,荷兰、法国、英国一些头脑精明的大臣和金融家为了消除“泡沫年”后遗症,制订了严厉的措施,加紧对股票投机活动的控制,也收到了一些效果。南海事件同时促进英国制定了最早的证券交易法,即《反欺诈法》。

此后,在西方证券市场发展至今的两个世纪以来,证券市场的暴涨暴跌几乎没有间断过,但随着政府对证券业发展的管理及证券业法规的日益完善,由投机和欺诈而造成的证券市场大规模的跌风则很少发生,证券市场基本上是在公平、有序地运作。但是,证券投资本身存在众多的不确定因素,诸如政治、经济、投资者心理变化等,随时都会影响证券价格水平,在证券价格涨落过程中,必有一部分人获利,一部分人受损,因此证券市场仍旧是高风险的聚集地。特别是随着现代经济的高度发展,各国经济交往的日益加深,证券市场正在走向国际化、多样化、现代化,证券种类层出不穷,交易量大幅度上升,使证券市场对生活具

有更加敏感的反应。进行证券投资,则必然要承担风险,这已成为所有投资者的共识。

第二节 证券投资风险类别分析

一、系统性证券投资风险

证券投资风险可分为两大类:系统性证券投资风险和非系统性证券投资风险。

系统性证券投资风险(Systematic Risk)又译作制度性风险,是指在企业外部发生的、为企业本身所不能控制的一些因素,例如战争、石油危机、经济衰退、自然灾害等引起的证券投资报酬的变动。它是一种影响证券市场上所有证券的风险。政治、经济以及社会环境的变动所产生的风险都属于此类。

政治因素对证券市场的影响很大,随着政治与经济间相互依赖性的增强,政治对经济的影响是不可忽视的。政治因素包括政权更迭、战争、国家关系等。纵观美国 40 年代至 70 年代 30 年间历届民主党与共和党当政后的股票市场的变化情况(表 8.1.1),就会看到证券市场对政治因素的敏感性。从表中我们看出一个有趣的现象:历届民主党当政的第一年股票价格均上涨(只有 1977 年例外),凡共和党当政的第一年,股票价格均下跌。

表 8.1.1 美国民主党与共和国当政后的股市变化情况

时间	总统名字	所属党派	股票价格的变化
1949 年	杜鲁门	民主党	升 12.9%
1953 年	艾森豪威尔	共和党	降 3.8%
1957 年	艾森豪威尔	共和党	降 12.8%
1961 年	肯尼迪	民主党	升 18.7%
1965 年	约翰逊	民主党	升 10.9%
1969 年	尼克松	共和党	降 15.2%
1973 年	尼克松	共和党	降 16.6%
1977 年	卡特	民主党	降 17.2%

这类事件对证券市场之所以有影响,是由于人们预测政府的更迭将导致经济政策的变化和经济结构的调整,从而影响到社会经济活动的微观主体——企业的经营活动和经营成果,进而会影响到企业所发行的证券的价格和收益。由于人们的预测本身是具有不确定性

统性风险。

这些经济、社会或政治等因素的变动主要是通过各种可变的因素,诸如利息率、消费需求、现行市场汇率、政府货币与财政政策以及经济和政治体制等其他方面的变动。系统性风险对证券市场上所有的投资者(除了无风险证券投资者外)都有影响。只不过有些证券可能比另一些证券对系统性风险的敏感程度低一些。由于系统性风险对所有证券的投资总是存在并且无法用投资多样化的方法加以避免和消除,因此,投资者常把它称作不可多样化的风险(Undiversifiable Risk)。例如,市场利率的同升或同降,就反映着不可多样化的利率风险;当中央银行紧缩银根,使市场利率水平升高,从而使原本财务强度较弱的企业因借不到钱而发生拖欠,就是不可多样化的财务风险;当出现一些系统性压力,诸如新的国外竞争对手,石油价格升高等,企业原本经营状况不佳,这时,投资者就不能指望靠多样化来保护它们自己免遭有关损失,这就是不可多样化的经营风险。系统性证券风险使大多数证券在多头市场上升高,在空头市场上下跌,它是系统性力量的组合,至于购买力风险,由于它来自于资产的实际收入和(或)实际价格的购买力的波动,因而很明显,只有货币资产具有不可多样化的购买力风险。

二、非系统性证券投资风险

非系统性风险(Unsystematic Risk),又译作非制度性风险,它是指由于工人罢工、经营失误、消费者偏好变化、资源短缺等因素影响了个别企业所产生的个别证券投资的风险。它是某个产业或企业独有的风险。例如,某公司劳动合同的紧缩,原材料的来源受阻,公司发生重大事故以及社会对公司产品需求量下降等等,皆可以看作是公司股票非系统性风险的来源。不同类型的股票在不同程度上都具有非系统性风险,但根据有价证券理论研究的结果,非系统性风险属于个别风险,投资者能够采用投资多样化的方式将它分解并且能够有效地进行防范。因此,非系统性风险又称为可多样化风险(Diversifiable Risk)。

当 80 年代初美国经济发生衰退,整个市场利率水平下降时,而濒临破产的克莱斯勒公司的债券的利率水平却从 1980 年 1 月份的 17.68% 上升到 4 月份的 25.02%。克莱斯勒公司在 1980 年第一季度的市场利率的非系统性行为,就是一种可多样化利率风险的例证。违约风险(财务风险)则一般都是可多样化风险,经营风险来自于企业经营管理状况变动和经营成果的变动,一般也属可多样化风险。市场周期波动风险一般是不可多样化的,但是也有例外。例如,在一致预期衰退即将出现从而使大多数证券的市场价格受抛售的影响而下跌时,某些股票的市场价格却反而上升,这少数的非系统性证券遭受着可多样化的市场周期波动风险。与货币资产不同,实际资产如钻石、不动产、金银等,很少受通货膨胀的影响,且其市场价格与通货膨胀率有着正相关关系。因此它作为一种较好的通货膨胀避险保值品,具有可多样化的购买力风险。

总之,系统性风险是由个别人、个别企业或产业所不能控制的涉及到经济、政治、社会环境等大系统范围内的一些因素带来的,它影响着大多数的人、企业和产业,从而不可多样化。其主要来源是市场利率风险、购买力风险、市场周期波动风险、国际政治风险及外汇风险。非系统性风险是由个别人、企业或产业由于积极性、管理能力等可控因素带来的,它只影响

少数的人、企业和产业,从而可被多样化。其主要来源是违约风险和经营风险。

证券投资遭受损失的总的可能性称为总风险。如上所述,所有的证券投资在不同程度上都受到系统性风险和非系统性风险的影响,因此,总风险=系统性风险+非系统性风险。(见表 8.1.2)

表 8.1.2 证券投资的总风险

名称	总 风 险	
种类	系统性分险	非系统性分险
来源	1. 市场(利率)风险 2. 购买力风险 3. 国际政治风险及外汇风险 4. 市场周期	1. 违约风险(财务风险) 2. 经营风险波动风险
特点	1. 由共同因素所致 2. 影响所有证券的收益 3. 用“贝他”系数测算其程度 4. 不能通过多样化投资分散	1. 由单个因素造成 2. 只影响某些证券收益 3. 通过多样化投资能够分散

第三节 证券投资收益分析

一、证券投资收益的概念与类别

(一) 证券投资收益的概念

证券投资收益是指证券投资者在购买证券后所得到的报酬,是投资者在证券投资活动中以牺牲现在价值而赚取未来更高价值的补偿,也是投资者苦心经营的唯一目的。证券投资收益的来源因证券类别的不同而不同:债券的收益主要来源于债券的利息,还有一部分来自于债券买卖价格的差异;股票的收益则主要来源于股票买卖价格上的差异,股份公司所分配的股息和红利是构成股票收益的不可缺少的组成部分,但由于这部分收益较为稳定,而且相对于股票价格的跌升所带来的增值收入来说,股息收入在绝大多数情况下只占很小一部分,因而一般股票投资者对其兴趣不是很大。

虽然不同的证券,具有不同的收入来源,但总的来说,所有证券投资的收益不外乎都来自于利息收入和资本增值收入(即买卖价格差)这两部分。因此不同证券的收益,是有供比较的规律可循的。表 8.1.3 是 1950~1982 年间美国的股票和各种债券(长期公司债、长期政府债券、财政票据三种)的年收益率的变动情况。表中最后一行是它们的平均数。

表 8.1.3 美国 1950—1982 年股票、债券
和财政短期票据的年收益率的变动

单位:百分比(%)

年份	股票	长期公司债	长期政府债券	财政短期票据
1950	31.71	2.12	0.06	1.20
1951	24.02	-2.69	-3.94	1.49
1952	18.37	3.52	1.16	1.66
1953	-0.99	3.41	3.63	1.82
1954	52.62	5.39	7.19	0.86
1955	31.56	0.48	-1.30	1.57
1956	6.56	-6.81	-5.59	2.46
1957	-10.78	8.71	7.45	3.14
1958	43.36	-2.22	-6.10	1.54
1959	11.95	-0.97	-2.26	2.95
1960	0.47	9.07	13.78	2.66
1961	26.89	4.82	0.97	2.13
1962	-8.73	7.95	6.89	2.73
1963	22.80	2.19	1.21	3.12
1964	16.48	4.77	3.51	3.54
1965	12.45	-0.46	0.71	3.93
1966	10.06	0.20	3.65	4.76
1967	23.98	-4.95	-9.19	4.21
1968	11.06	2.57	-0.26	5.21
1969	-8.50	-8.09	-5.08	6.58

年份	股票	长期公司债	长期政府债券	财政短期票据
1970	4.01	18.37	12.10	6.53
1971	14.31	11.01	13.23	4.39
1972	18.98	7.26	5.68	3.84
1973	-14.66	1.14	-1.11	6.93
1974	-26.47	-3.06	4.35	8.00
1975	37.20	14.64	9.19	5.80
1976	23.84	18.65	16.75	5.08
1977	-7.18	1.71	-0.67	5.12
1978	6.56	-0.07	-1.16	7.18
1979	18.44	-4.18	-1.22	10.38
1980	32.42	-2.62	-3.95	11.24
1981	-4.91	-0.96	1.85	14.71
1982	21.41	43.76	40.37	10.53
平均值	11.58	4.44	3.78	3.18

从表中可以看出,股票年收益率的变动幅度最大,最高为 1954 年的 52.62%,最低为 1974 年的 -26.47%,平均年收益率为 11.58%,是表中所列的各证券中年收益率平均数最高的。长期公司债则次之,最高为 1982 年的 43.76%,最低为 1969 年的 -8.09%,平均年收益率为 4.44%。再次是长期政府债券,其变动幅度情况为:1982 年最高为 40.37%,最低为 1967 年的 -9.19%,平均年收益率为 3.78%。短期财政票据的变动幅度最小,最高为 1981 年的 14.71%,最低为 1954 年的 0.86%,平均年收益率也最低为 3.18%。

证券收益率从股票、公司债券、政府长期债券、财政短期票据这样一个高低次序,反映出证券的风险和期限这两大特性对证券收益的影响。一般来说,股票的风险最大,公司债券次之,政府债券的风险最小,其中,财政短期票据由于期限较短而比政府长期债券的风险更小。风险越大,则证券投资的收益波动幅度越大而且也更厉害,投资者实现预期收益的可能性就越小,因此,风险大的证券,必须提供更高的收益,才能吸引投资者。

证券收益的基本衡量标准是收益率,它是指在证券持有期内所获得的总收益占其在持有期初的证券购买价格的百分比。其计算公式为:

$$\text{证券收益率} = \frac{\text{持有期内总收入}}{\text{期初购买价}} \times 100\%$$

上式中,持有期内总收入包括利息和价差损益两部分,价差损益即是股票和债券等证券

价格的变动所带来的增值收入或资本损失,利息则是指股息(对股票而言)或息票收入(对债券而言)。

(二)确定情况下的证券投资收益

确定情况下的证券投资收益,是指在购买了那些不受风险因素影响的证券后所获得的收益,由于不受风险影响,因此确定情况下的证券投资收益也是个确定值,也就是说,投资者所获得的收益将是确定的、肯定的、必然的。当然,无风险证券只是一种假想的合乎理想的投资工具,因为在世界上几乎没有一种证券是完全没有风险的。但是,研究确定情况下的证券投资收益可以帮助我们理解不确定情况下的证券收益,并且现实生活中确实有一些证券(如政府短期票据等)投资风险很小,在投资者购买这种证券时就只需考虑证券的时间影响了。

其计算方法分两种:

1. 单周期收益率

单周期是指实际分配证券收益的时间跨度与计算时所采用的时间长度一样而出现的单一时期。例如:要考察从年初到年末这一一年内的证券收益率,以这一年为长度单位进行计算时,所得结果就是单周期收益率。计算公式如下:

$$r_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \times 100\%$$

其中: $r_{i,t}$ 是第*i*种证券第*t*期的收益率;

$P_{i,t}$ 是第*i*种证券第*t*期末的价格;

$P_{i,t-1}$ 是第*i*种证券第*t*期初(即第*t-1*期末)的价格;

$D_{i,t}$ 是第*i*种证券第*t*期内的股息红利(或债券利息,若有的话)。

〔例 8.1.1〕 某投资者年初以 500 元购得 10 股普通股,年末以每股 52 元的价格全部售出,另,该股票的发行公司在年中派发了 3 元/股的股息。问投资者投资该普通股所得到的年收益率为多少?

解:因: $P_{i,t}=52$ 元/股; $P_{i,t-1}=50$ 元/股; $D_{i,t}=3$ 元/股;

$$\begin{aligned} \text{故: } r_{i,t} &= \frac{(52-50)+3}{50} \times 100\% \\ &= 10\% \end{aligned}$$

如果该投资者是在两年以后售出他的股票,且投资者在这两年中得到的股息总共为 3 元/股,其他条件不变时,以两年作为一个单周期考察时,则计算过程和结果都与上面一样,投资者这两年中的收益率为 10%。

这个例子也说明了单周期收益率这个指标的最大缺陷:即不利于不同期限的证券间的优劣比较。但单周期收益率也有简单实用的优点。

2. 多周期收益率

多周期是指实际分配证券收益的时间跨度长于我们进行计算时所采用的时间长度而出现的多个相同的时期。计算多周期收益率,有两种不同的方法,一是分别计算两个周期上的单周期收益率(这实际上是计算即期利率、远期利率的问题);二是计算这几个周期的平均收

果发生的量和概率,只要证券投资的预期收益(即所能发生的结果)或概率发生变化,都会使期望值变化。证券投资的期望收益率公式如下:

$$E(x)=\sum_i P_i X_i$$

其中: $E(x)$ 是证券投资收益率的期望值;

X_i 是第 i 种可能出现的收益率;

P_i 是第 i 种收益率出现的概率。

〔例 8.1.3〕 某证券分析人员专门负责分析 A、B、C 这三种股票的状况。他认为,目前存在四种经济发展态势:①高利率引起的经济衰退,发生的概率为 0.20;②低利率引起的经济衰退,发生的概率为 0.25;③高利率引起的经济繁荣,发生的概率为 0.30;④低利率引起的经济繁荣,发生的概率为 0.25。在每种态势下,A、B、C 三种股票的收益率如下:

表 8.1.4 四种经济发展态势下的股票收益率

经济态势	概率	股票收益(%)		
		r_A	r_B	r_C
(1)	0.20	-18	-13	-4
(2)	0.25	+16	+16	-2
(3)	0.30	+12	+32	+21
(4)	0.25	+40	+12	+20

问此三种股票的期望收益率为多少?

解:据公式,有:

$$\begin{aligned} E(r_A) &= (-18\%) \times 0.20 + 16\% \times 0.25 + 12\% \times 0.30 + 40\% \times 0.25 \\ &= 14\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} E(r_B) &= (-13\%) \times 0.20 + 16\% \times 0.25 + 32\% \times 0.30 + 12\% \times 0.25 \\ &= 14\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} E(r_C) &= (-4\%) \times 0.20 + (-2\%) \times 0.25 + 21\% \times 0.30 + 20\% \times 0.25 \\ &= 10\% \end{aligned}$$

需要指出的是,像本题这种情况下计算出来的收益率,实际上就是前面已讲过的算术平均收益率。

(四)持有期收益率

持有期指投资者购买证券后直到售出证券的这段时期。持有期收益率(Holding Period Return(HPR)或 Holding Period Yield(HPD))是指投资者在某证券持有期内所获得的收益率。它考虑了长期收入和价格变动收入的情况。在计算时假定:持有期间所获得的本期收入(如股票的股息、债券的利息等)用于再投资,即以当时价格购买更多单位的同种证

券。计算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{持有期收益率} &= \frac{\text{持有期末价值}}{\text{持有期初价值}} - 1 \\ (\text{HPR}) &= \text{持有期相对价值} - 1 \end{aligned}$$

1. 单周期的持有期收益率

〔例 8.1.4〕 某股票投资者在某年初以每股 45 元的价格购进某股票,年末他以每股 50 元的价格卖出,这一年中他得到每股 1.5 元的股利,则该投资者在这一年的持有期收益率为多少?

解:假定股息在年末取得

则:持有期末价值 = 50 + 1.5 = 51.5 元

持有期初价值 = 45 元

故:

$$\text{持有期收益率} = \frac{51.5}{45} - 1 = 0.144$$

(HPR)

2. 多周期的持有期收益率

计算多个周期的持有期收益率时,较为复杂。因为持有期末价值包括股票价格和股息两个部分。这里仍以例 8.1.4 为例,假设该投资者在第一年末不卖出他的股票,而在第二年末以 55 元/股的价格售出,在第二年他同时取得每股 2 元的股息,因此持有期末价值不仅要考虑到第二年末的股票价格(55 元)和 2 元的股息,更要考虑他在第一年取得的 1.5 元的股息,关键在于这 1.5 元还可在第二年进行再投资。这 1.5 元的股息在第二年初按当时价格(第一年末价格)可购得额外的 0.03 股股票($\frac{1.5}{50}$),而这 0.03 股股票在第二年末还可获得: $0.03 \times 2 = 0.06$ 元的股息,这 0.03 股的股票在第二年末的售价为: $0.03 \times 55 = 1.65$ 元。这样第二年末股票的总价值为: $55 + 2 + 0.06 + 1.65 = 58.71$ 元,因此:

$$\text{持有期相对价值} = \frac{58.71}{45} = 1.3047$$

$$\text{持有期收益率(HPR)} = 1.3047 - 1 = 0.3047$$

在出现多个周期时,仍可以以上推理过程推导求得持有期收益率,但出现多周期情况下使用该方法未免繁琐,另一种简便地计算持有期收益率的方法是:把几年的总相对价值看作是各年相对价值的乘积,这样就可以不考虑股息再投资造成的股份增加的问题,可计算如下:

如果持有期内有几个计算周期,则持有期总相对价值:

$$\begin{aligned} \frac{V_n}{V_0} &= \frac{V_n}{V_{n-1}} \times \frac{V_{n-1}}{V_{n-2}} \times \frac{V_{n-2}}{V_{n-3}} \cdots \times \frac{V_2}{V_1} \times \frac{V_1}{V_0} \\ &= (1+r_1) \times (1+r_2) \times \cdots \times (1+r_n) \end{aligned}$$

其中: V_0 为持有期初价值;

$V_1, V_2, \cdots, V_n$ 为持有期内各个周期的期末价值或相应下个周期的期初价值;

V_n 为持有期末价值;

$r_1, r_2, \dots, r_n$ 为各周期的收益率。

因为每个周期的相对价值 = 该期收益率 + 1, 故有上式的推导。

用这种方法计算上面两个周期的持有期收益率, 则可减化为:

$$\text{第一年末的相对价值} = \frac{50 + 1.5}{45} = 1.1444$$

$$\text{第二年末的相对价值} = \frac{55 + 2}{50} = 1.14$$

$$\text{故, 两年总的相对价值} = 1.1444 \times 1.14 = 1.3047$$

$$\text{持有期收益率(HPR)} = 1.3047 - 1 = 0.3047$$

以上持有期收益率考虑了复利因素, 这是欧美国家的普遍做法。在日本, 一般只考虑单利情况, 单利的持有期收益率的计算公式很简单, 表述如下:

$$\text{持有期收益率(年)(单利)} = \frac{\text{年利息} + (\text{卖价} - \text{买价}) \div \text{持有年数}}{\text{买价}} \times 100\%$$

〔例 8.1.5〕 1986 年 11 月 10 日, 某投资者以 965.10 元的单价购入某面额为 1000 元、票面年利率为 5.1% 的附息国库券。1988 年 4 月 12 日, 该投资者又将该国库券以 1043.40 元卖出, 求持有期收益率。

解: 据单利持有期收益率的计算公式, 有:

$$\frac{1000 \times 5.1\% + (1043.40 - 965.10) \div \frac{365 + 153}{365}}{965.10} \times 100\% = 11.00\%$$

(五) 名义收益率和实际收益率

在证券投资中最通常地认为名义收益率是指对通货膨胀影响进行调整前的证券投资收益率, 相应地, 实际收益率则是指对通货膨胀影响进行调整后的证券投资收益率。名义收益率和实际收益率的关系可以粗略地表示如下: 实际收益率 $\approx$ 名义收益率 - 通货膨胀率。后面论述证券投资的购买力风险时将要详述二者之关系。

另外, 衡量跨国证券投资收益时也要用到这对概念。当投资于某种外国证券而获得的以外国货币计算的收益(率)为名义收益(率)。当把名义收益转化为本国货币时, 由于可能会发生汇率变动, 因而以本国货币计量的收益(率)将产生变动而与名义收益(率)不一致。这种经过汇率调整的以本国货币计量的收益(率)即为实际收益(率)。

对债券来说, 名义收益率则是指按债券票面规定的利率, 即票面利率。而在考虑了通货膨胀或汇率变动因素后的债券收益率就成为实际收益率了。

二、债券投资收益

(一) 债券投资收益概述

所谓债券投资的收益是指投资者购买债券后所获得的全部收益, 也即投资所得与其支出(最初投资额)的差额, 包括债券利息收入、价格变动收入(债券到期前卖出后卖出价与买入价的差价)和利息再投资收入。在价格变动收入中, 其卖价小于买价称为资本损失; 其卖

价大于买价称为资本增值(或称资本利得)。资本增值表明购买债券的投资不仅获得了利息收入,而且还使最初投入的资本发生了增值。对前者投资者预先可知;对后者,投资者则难以预知,它取决于投资者的信息判断和决策能力以及入市时机的选择。通常情况下,由于债券事先所规定的票面利率和到期日决定了其利息收入是固定的,若在到期日之前的一定期限内没有发生其他情况,则不会发生资本增值或资本损失。然而由于债券价格由债券利息与同期市场利率之比所决定,因而债券价格水平随着市场利率的上升而下降,随着市场利率的下降而上升,在前种情况下,会发生资本损失,在后种情况下,则会发生资本增值。

债券投资收益率则是债券投资的收益与购买债券时所支付的投资总额之比。根据不同的情况,债券投资的收益率主要有以下几种:

(1)名义收益率(或息票收益率),是债券利息收入与债券票面金额之间的比率;

(2)本期收益率,是债券的利息收入与其实际购买价格之比;

(3)单利的到期收益率,日本一般采用单利计算方式,它是债券利息收入与债券到期时的价格变动收入之和与其实际购买价格之比;

(4)复利的到期收益率,是利息收入,债券到期时的价格变动收入和利息再投资收入之和与其实际购买价格之比,欧美国家一般采用复利计算方式,它较为繁琐,但却较单利方式严密精确,当债券的期限短时,差距不大,期限越长,差距越大;

(5)单利的和复利的到购回日的收益率,这是债券到期前被发行公司购回,发生购回价格的情况下,用(3)和(4)中的分子(只是要把“到期”换成“购回”),与购回时的价格之比所得到的比率;

(6)当存在风险时,应衡量不同风险下的债券期望收益率;

(7)债券从购入到还本付息可能要经历一段较长的时间,包括好几个计算周期,每个周期上的收益率有可能不一样,这样就有即期收益率和远期收益率之分;

(8)由于债券有许多不同类型,每种类型的债券由于各种不同因素的影响,其收益率存在着或大或小的差异,因此,债券收益率又可划分为国债的收益率、地方债券的收益率、公司债券的收益率等;

(9)由于债券付息方式的不同,可分为付息票债券和零息票债券(即贴现债券),由于贴现债券不支付利息,只是以低于票面额的价格发行,以票面额偿还,因此其收益只来源于偿还价格与购买价格之差额,故付息票债券和零息票债券的收益率的计算是不同的。

债券收益的大小主要受债券利率高低的影响。一般来说,债券利率有两层含义:一是指债券的利息率,用于计算债券利息,是构成债券发行条件的一个要素;二是指债券的收益率。在这里,我们仅使用第一种意见,以免混淆。债券利率对债券的发行者和购买者都非常重要。发行者当然希望利率越低越好,因为这样他可以降低筹资成本。但如果利率定得太低,就有可能因缺乏对投资者的吸引力而造成债券发行的销售的困难。对购买者来说,其购买债券的目的是为了使初始资本增值,如果存在着除利率之外,其他条件都相同的几种债券,他肯定会选择利率较高的债券。债券利率主要受到发行者的资信、银行存款利率、资本市场资金供求状况的影响。如果发行者的资信较高,尽管其发行的债券利息低一些,由于其风险较小,投资者也愿意购买。当银行存款利率上升时,债券利率也应随之上升,否则人们就不

会购买债券而把钱存入银行。从资本市场的资金供求状况来看,如果资金充足,供大于求,债券的利率就可以定得低一些,如果资金供不应求,债券的利率就应定得高一些。因此债券利率与债券收益率在数量上并不完全相同。只有当债券的实际买卖价格与其面值相同时,两者在数量上才会相同。但在许多情况下债券的买卖价格并不等于面值,所以,债券收益率并不等于债券利率,它们并非一回事。

影响债券收益率的因素有:①债券利率的高低,它影响债券利息收入的大小;②债券还本期限的长短,在无风险的情况下,如果其他条件相同,则还本期限越长的债券收益率越低;在存在风险的情况下,还本期限越长,债券本身的不确定性越大,因而必须提高收益率水平才能吸引投资者;③债券的实际价格,即投资者在买卖债券时所面临的实际市场价格水平。影响债券价格变动的因素主要有:一是市场利率水平,债券价格与其成反方向变动;二是经济发展态势,当经济发展呈上升态势时,资金需求量大,市场利率上升,则债券价格下跌;反之则债券价格上升;三是物价水平,当物价水平上涨较快,幅度较大时,则债券价格下跌;四是公开市场活动,即中央银行通过在证券市场上买卖证券以调节货币供应量的活动。当紧缩信用时,中央银行卖出有价证券,增加市场上的债券数量,则债券价格下跌,当扩张信用时,中央银行买入证券,投放货币,则债券价格上升;五是新债券的发行量,如果新债券的发行量超过投资者增加的用于购买新债券的资金量,债券价格就下跌;六是汇率变动,当某种货币升值时,以该种货币标价的债券价格就会上升,反之则价格下跌;七是投机操纵,哄抬或压低债券价格。债券价格与债券收益率的关系是:债券价格与债券收益率呈反方向变化,债券价格高于债券面值时,债券收益率低于债券利率;债券价格等于债券面值时,债券收益率等于债券利率;债券价格低于债券面值时,则债券收益率高于债券利率。

债券投资收益的特点在于:①比较安全。债券投资收益的一个主要部分是于固定时间支付的以固定利率计算的债券利息,不管发行者财务状况如何,只要不破产,就可获得,期末时还可拿回本金。因此,相对来说,债券投资收益受债券价格变动的影响较小,债券投资的收益要比股票投资的收益安全得多。②收益较高。主要体现在债券利率高于银行同期存款利率从而有较高的利息收入外,另外还有债券买卖价差产生的收入。债券投资的收益要小于股票投资的收益,因为后者有较高的风险。在不同的债券种类中,公司债的收益率最高,市政公债的收益率次之,国库券的收益率最低。

(二) 各种债券收益率的计算

1. 名义收益率和本期收益率

在债券投资中,名义收益率是指债券票面所规定的利息收益率,实际上是债券的利率,由于未剔除通货膨胀因素,故又称息票收益率或面值收益率,计算公式为:

$$\text{名义收益率} = \frac{\text{年利息收入}}{\text{债券面值}} \times 100\%$$

名义收益率的意义在于它确定了债务人每年应付利息的货币金额,其不足是没有考虑债券实际市场价格对其收益率的影响。按这种方法计算,只有当实际购买时的价格与债券的面值相等时,名义收益率才等于投资者的实际收益率,但债券的市场价格受多种因素的影响不断变化,很难与面值一致,因此,债券名义收益率很难反映出债券投资的实际收益水平。

为克服上述名义收益率指标的缺陷,可用债券的实际市场价格去除债券的年利息收入,结果则是本期收益率。本期收益率亦称作当时收益率、当期收益率或现行收益率。在日本把它称作直利收益率或直接收益率。其计算公式如下:

$$\text{本期收益率} = \frac{\text{年利息收入}}{\text{债券购买价格}} \times 100\%$$

〔例 8.1.6〕 某投资者以 1046.51 元的价格购买一张面额为 1000 元、票面年利率(息票率)为 9%、期限为 10 年的债券。问该债券的名义收益率和本期收益率各为多少?

解:根据题意有:

$$\text{名义收益率} = \text{息票率} = 9\%$$

$$\text{本期收益率} = \frac{1000 \times 9\%}{1046.51} \times 100\% = 8.60\%$$

本期收益率的不足之处在于:它并没有反映出投资者在购买债券后整个持有期内的平均收益率;不能反映不同期限的债券在收益上的差别;利用本期收益率还不能比较不同期限,不同价格及不同票面利率债券的收益水平。以下一例可证明:

〔例 8.1.7〕 两张面额均为 1000 元、票面年利率均为 8%、发行价格均为 930 元的债券,其中之一期限为 1 年,另一张期限为 3 年,则其本期收益率如下:

1 年期债券的本期收益率:

$$\frac{1000 \times 8\%}{930} \times 100\% = 8.60\%$$

3 年期债券的本期收益率:

$$\frac{1000 \times 8\%}{930} \times 100\% = 8.60\%$$

结果表明,尽管两张债券期限不同,却具有相同的本期收益率。再把它们与〔例 8.1.6〕中的 10 年期债券相比,又可发现,两者在发行价格票面利率上有较大差异,然则却有相同的本期收益率。

2. 即期收益率和远期收益率

即期收益率是指按照债券投资持有期内各个计算周期上当时的条件和情况而计算的当时的收益率,而并非仅仅指第一个计算周期上的收益率。远期收益率则是指现在估计的债券于未来各个计算周期上的预期收益率。

在实际生活中,投资报酬的支付有的在一年以后,有的在二年以后,因而与之相联系的收益率不应只是一种,而应是许多种。

〔例 8.1.8〕 有两种面值都是 1000 美元但分别为一年到期和两年到期的美国政府债券(贴现债券,即投资者到期取得 1000 美元)。对这两种债券,交易商的要价分别为:一年期 934.58 美元,二年期 865.35 美元。这样,一年期债券的收益率为:

$$\frac{1000 - 934.58}{934.58} \times 100\% = 7\%$$

两年期债券的收益率的计算有三种方式。第一种最简单,缺点也最多,它只考虑债券实际期限,其计算如下:

$$\frac{1000-865.35}{865.35} \times 100\% = 15.56\%$$

显然,这种方法不能比较具有不同到期日的债券,而且该方法还不适用于那些在到期日前有中间利息支付的债券的收益率的计算。

第二种方式是计算债券到期日前的间歇(即复利计息期)复利率。以一年为一个计息周期,计算如下:

$$(1+r)^2 \times 865.35 = 1000$$

$$r = \sqrt{\frac{1000}{865.35}} - 1 = 7.499\%$$

这里算出来的 r ,就是后面将要讲到的到期收益率。它用一个单一的数字表示不同周期上的收益率,未免于过简单化。

第三种方法认为,没有任何理由可说明不同计息期上的收益率必须相等。因此,假定第一年收益率为 r_1 ,第二年收益率为 r_2 ,则有:

$$(1+r_1) \times (1+r_2) \times 865.35 = 1000$$

可见到期收益率只是上式中的一个特例,即 $r_1 = r_2 = r$ 。理论上讲,上式的解有无穷多。但在实际计算时,可把已知的一年期债券的收益率作为 $r_1 (=7\%)$,这样,就有:

$$(1+7\%) \times (1+r_2) \times 865.35 = 1000$$

$$\therefore r_2 = 8\%$$

这个 8%就是第二年的远期收益率,即从现在算起第一年未借的而到第二年未才归还的一笔贷款的投资收益率,它是个预期收益率,因为该笔贷款协议或合同是现在签订的。

3. 到期收益率(Yield-to-Maturity, YTM)

(1) 单利的到期收益率。

假定到期收益率为 r ,初始投资即购买价格为 P ,年利息为 D ,债券到期时偿还的面值为 R ,期限为 n 年,在单利条件下则是:

$$P(1+n \times r) = nD + R$$

$$r = \frac{D(R-P) \div n}{P} \times 100\%$$

所以:

$$\text{到期收益率} \begin{matrix} \text{(年)} \\ \text{(单利)} \end{matrix} = \frac{\text{年利息} + (\text{面值} - \text{购买价格}) \div \text{剩余年数}}{\text{购买价格}} \times 100\%$$

〔例 8.1.9〕 分别计算本节〔例 8.1.6〕、〔例 8.1.7〕中三种债券的到期收益率。

例 8.1.6 中 10 年期债券的到期收益率为:

$$\begin{aligned} r_1 &= \frac{1000 \times 9\% + (1000 - 1046.51) \div 10}{1046.51} \times 100\% \\ &= 8.156\% \end{aligned}$$

例 8.1.7 中 1 年期债券的到期收益率为:

$$r_2 = \frac{1000 \times 8\% + (1000 - 930) \div 1}{930} \times 100\%$$

$$=16.129\%$$

例 8.1.7 中 3 年期债券的到期收益率为：

$$r_3 = \frac{1000 \times 8\% + (1000 - 930) \div 3}{930} \times 100\% \\ = 9.355\%$$

上述结果表明,本期收益率都一样的三种债券却具有各不相同的单利到期收益率。因此,利用到期收益率,可以对不同期限、不同价格,以及不同利率债券的收益率进行比较,它是衡量债券收益的广泛应用的指标。

当债券从购买到到期这段时期不是整数的年份时,其到期收益率中剩余年数的计算应为：

$$\text{非整数剩余年数} = \frac{\text{剩余天数}}{\text{一年总天数}}$$

根据不同的债券市场上的不同惯例,上式右端分子、分母的计算又是不同的。美国 and 欧洲债券市场都以 360 天作分母,日本则以 365 天作分母。就分子来说,美国和日本都是按每月的实际天数计算,而欧洲债券市场则按每月 30 天计算。另外,在日本,短期的贴现债券和剩余天数不满 365 天的债券要考虑闰年因素,闰年的 2 月是 29 天,其他债券则不考虑闰年因素。

例如:某投资者于 1986 年 3 月 20 日购入一张美国中期债券,该债券于 1990 年 1 月 25 日到期,则剩余天数的计算应为：

表 8.1.5 中期债券到期剩余天数的计算

月份	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	合计
天数	11	30	31	30	31	31	30	31	30	31	25	311

所以,总的剩余天数为：

$$3 \times 360 + 311 = 1391(\text{天})$$

$$\text{则剩余年数为: } \frac{1391}{360} = 3 \frac{311}{360}(\text{年})$$

若投资者购买的是欧洲债券,则剩余天数的计算又不同。欧洲债券市场上对剩余天数的计算方式是指国际债券交易商协会方式,按照该方式,从 1989 年 3 月 20 日到 1990 年 1 月 25 日间的剩余天数为 305 天,如下表：

表 8.1.6 欧洲债券到期剩余天数的计算

月份	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	合计
天数	10	30	30	30	30	30	30	30	30	30	25	305

则计算到期收益率时使用的剩余年数为：

$$3 + \frac{305}{360} = 3 \frac{305}{360} (\text{年})$$

若投资者在同样的时间购买与上例具有同样到期日的日本债券，则剩余天数的计算与美国一样，为 311 天，但一年的总天数则为 365 天，故剩余年数为：

$$3 + \frac{311}{365} = 3 \frac{311}{365} (\text{年})$$

如果投资者是在债券的发行日以发行价格买进并将它一直持有至到期日，那么上面计算的到期收益率就成为认购者到期收益率。计算公式为：

$$\text{认购者到期收益率(年)} = \frac{\text{年利息} + (\text{面值} - \text{发行价格}) \div \text{偿还年限}}{\text{发行价格}} \times 100\%$$

(单利)

上式中，如果偿还年限不足 1 年，则计算时用偿还天数除以 365 天。

如果投资者是在市场上投资购入已发行的债券并持有直至期满，则该购买者的到期收益率的计算为：

$$\text{到期收益率(年)} = \frac{\text{年利率} \times \text{剩余年数} + \frac{\text{面值} - \text{购买价格}}{\text{剩余年数}}}{\text{购买价格}} \times 100\%$$

(已发债，单利)

通过到期收益率可以计算购买价格或发行价格。因为：

$$r = \frac{D + (R - P) \div n}{P} \times 100\% \text{ 所以,}$$

$$P = \frac{R \cdot D \cdot n}{1 + n \cdot r} \text{ 即:}$$

$$\text{购买价格} = \frac{\text{面值} + \text{年利息} \times \text{剩余年数}}{1 + \text{年收益率} \times \text{剩余年数}}$$

(或发行价格)

〔例 8.1.10〕 某投资者于 1988 年 4 月 10 日以年收益率 5.432% 购买某种面值为 1000 元，票面年利率为 6.5% 的财政库券，其偿还期为 1995 年 6 月 20 日，则该库券的购买价格为：

$$P = \frac{1000 + 65 \times 7 \frac{71}{365}}{1 + 5.432\% \times 7 \frac{71}{365}} = 1055.247 (\text{元})$$

以上这些债券(例 8.1.8 除外)在到期日前都有固定的利息支付，这种债券被称为附息债。有一些债券如例(8.1.8)在发行后并不支付利息，但在其发行时是按照债券面值打了一定折扣的发行价格出售，这种债券就是贴现债。美国的短期财政票据(Treasury Bill, T-Bill)和银行承兑汇票(B·A)都是典型的贴现债。这种债券的收益是由偿还时按债券面值领取的偿还金额与投资者的购买价格之间的差额来实现。对于一年以上的，则计算复利的到期收益率(下文详述)。

贴现债单利到期收益率的计算公式如下：

$$\text{到期收益率(年)} = \frac{\text{面值} - \text{购买价格}}{\text{购买价格}} \times \frac{365}{\text{剩余天数}} \times 100\%$$

(单利)

(2) 复利的到期收益率。

在单利到期收益率基础之上,再考虑利息再投资因素,就可以得到复利的到期收益率。它是一个能使初始投资(即购买价格)按复利运用到债券偿还期为止的未来价值同各期利息按复利运用到偿还期为止的未来价值与偿还价格(即债券面值)之和相等的再投资率。或者反过来说,它是一个能使各期利息和偿还价格(即债券面值)的现在价值之和与初始投资相等的贴现率。下面是分别按上述两种理解思路求复利到期收益率公式;

令 P = 初始投资(或购买价格);

R = 债券面值(或偿还价格);

D = 年利息(面值 $\times$ 债券利率);

n = 剩余年数;

η = 每年付息次数;

r = 复利到期收益率(年)。

根据第一种理解,把 r 理解成一个再投资率,则以价格 P 购入某债券后,在 r 条件下,初始投资 P 在一年后的价值为: $P_1 = P + Pr = P(1+r)$,二年后的价值为: $P_2 = P_1 + P_1 r = P_1(1+r) = P(1+r)^2$, n 年后的价值则为: $P_n = P(1+r)^n$ 。

假定该债券每年付息一次,即 $\eta = 1$,则该债券所产生的一系列现金流(包括债券利息和到期偿还价格)在 r 条件下于到期日的价值为:

$$\begin{aligned} P_n &= D(1+r)^{n-1} + D(1+r)^{n-2} + \cdots + D + R \\ &= D[1 + (1+r) + \cdots + (1+r)^{n-1}] + R \\ &= D \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r} + R \end{aligned}$$

$$\therefore P(1+r)^n = P_n = D \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r} + R$$

$$\therefore P = \frac{D}{r} \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{(1+r)^n} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

在已知 P, D, R, n 条件下,根据上式即可求出 r 。

根据第二种理解,即把 r 理解成贴现率,则当现在以价格 P 买入某种债券后,在 r 条件下,该债券每年所产生的利息及到期时的偿还价格折合到现在的价值为:

$$\frac{D}{1+r} + \frac{D}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{D}{(1+r)^n} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

所以,

$$\begin{aligned} P &= \frac{D}{1+r} + \frac{D}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{D}{(1+r)^n} + \frac{R}{(1+r)^n} \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+r)^t} + \frac{R}{(1+r)^n} \end{aligned}$$

在已知 P, D, R, n 的条件下根据上式即可求得 r 。

上述两种思路所得出的求解 r 的方程实际上是一样的,因为:

$$P = \frac{D}{1+r} + \frac{D}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{D}{(1+r)^n} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

$$\begin{aligned}
 &= D \left(\frac{1}{1+r} + \frac{1}{(1+r)^2} + \frac{1}{(1+r)^n} \right) + \frac{R}{(1+r)^n} \\
 &D \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} + \frac{R}{(1+r)^n} \\
 &= D \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n} + \frac{R}{r(1+r)^n}
 \end{aligned}$$

这说明,两个求解方程是相等的。

〔例 8.1.11〕 某投资者以 991.20 元的价格购买某张财政中期债券,其面值是 1000 元,票面年利率为 8.5%,还有 2 年到期,则该中期债券的复利到期收益率计算如下:

$$991.20 = \frac{85}{1+r} + \frac{85}{(1+r)^2} + \frac{1000}{(1+r)^2}$$

得到 $r=9\%$ 。它表示,投资者以 991.20 元的价格购入这种债券,并且持有它直至到期,就能预期在该债券到期日前每期(年)获得 9% 的收益率,假定第一年所获得的利息也以 9% 的收益率进行再投资。

上面讲的是附息债的复利到期收益率,对于贴现债的复利到期收益率的计算,只要把附息债复利到期收益率求解方程中的年利息假定为零即可,公式如下:

$$P = \frac{R}{(1+r)^n}, r = (\sqrt[n]{R/P} - 1) \times 100\%$$

所以,贴现债复利到期收益率

$$= \left(\sqrt[\text{剩余年数}]{\frac{\text{面值}}{\text{购买价格}}} - 1 \right)$$

(3) 到期收益率的精确化。

前面介绍的附息债到期收益率的计算公式和所举实例中,都假定债券利息支付为一年付息一次,但这并不能反映实际情况,例如许多公司债的付息就是每半年一次。因此,精确地计算债券的到期收益率,就必须对前述公式进行修正。

在单利情况下,设 r' = 债券每半年的到期收益率, d = 债券每半年支付的利息。显然 $D = 2d$, $r = 2r'$, 于是有:

$$P(1 + 2nr') = d \cdot 2n + R$$

$$r' = \frac{d + (R - P) \div 2n}{P}$$

$$r = 2r' = \frac{2d + (R - P) \div n}{P}$$

$$= \frac{D + (R - P) \div n}{P}$$

可见,在单利条件下,每年付息次数的增加不影响年收益率的值。

在复利情况下,当债券每年付息两次,即 $\eta=2$ 时,前面的求解方程应变为:

①美国计算方式: $D=2d$, $r=2r'$, 于是:

$$P = \frac{D}{r} \cdot \frac{(1 + \frac{r}{2})^{2n} - 1}{(1 + \frac{r}{2})^{2n}} + \frac{R}{(1 + \frac{r}{2})^{2n}}$$

$$\text{或: } P = \sum_{t=1}^{2n} \frac{\frac{D}{2}}{(1 + \frac{r}{2})^t} + \frac{R}{(1 + \frac{r}{2})^{2n}}$$

②国际债券交易商协会计算方式: $D=2d, r=(1+r')^2-1$, 于是:

$$P = \frac{D}{2(\sqrt{1+r}-1)} \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{(1+r)^n} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

$$\text{或: } P = \frac{r}{2(\sqrt{1+r}-1)} \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+r)^t} + \frac{R}{(1+r)^n}$$

〔例 8.1.12〕 假定埃克森公司债券的现行市场价格为 910 美元, 息票利率为 6.5%, 还有 10 年到期, 届时投资者可得面值偿还 1000 美元, 则该债券分别在一年支付一次利息和每半年支付一次利息, 这两种情形下的复利到期收益率为:

当每年支付一次利息时

$$910 = \sum_{t=1}^{10} \frac{65}{(1+r)^t} + \frac{1000}{(1+r)^{10}}$$

$$r = 7.83\%$$

当每半年支付一次利息时, 根据美国方式计算:

$$910 = \sum_{t=1}^{20} \frac{65/2}{(1+r/2)^t} + \frac{1000}{(1+r/2)^{20}}$$

$$r = 7.81\%$$

这个数字更精确地衡量了埃克森公司债券的到期收益率。

一般地, 令 η 为每年付息次数, 则根据美国方式有: $P = \sum_{t=1}^{\eta \cdot n} \frac{D/\eta}{(1+r/\eta)^t} + \frac{R}{(1+r/\eta)^{\eta \cdot n}}$

(4)对到期收益率的评价。

到期收益率由于全面地考虑了债券的面值、利率、偿还期限、价格变动、付息次数等因素, 从而要比本期收益率等具有明显的优点, 成为计量证券投资收益率水平的一个广泛通用的指标。

但是, 到期收益率假定投资者在购买债券后会一直持有到偿还日, 这显然是不符合实际的。由于种种原因, 如市场利率的变动, 新证券的发行, 投资者和发行者境况的变动等, 都可能使投资者决定于到期日之前卖出债券, 或者使发行者决定于到期日之前购回已发行的债券。投资者于到期日之前卖出债券的价格和发行者于到期日之前购回债券的价格很可能与债券的面值不等, 因此, 到期收益率就不如持有期收益率和到购回日的收益率计算准确了。(计算到购回日收益率时, 只需把到期收益率公式中债券面值换成购回价格, 把偿还年限换成购回日期就行了。)

其次, 到期收益率是一个在偿还期内每期的收益率都相等的收益率。但实际上没有充

分理由可以证明偿还期内各期的收益率必须相等。从这个角度看,到期收益率指标没有前面论述的远期收益率指标合理。

4. 风险情况下的债券收益率

前面介绍的几种债券收益率,不管是名义收益率、本期收益率还是到期收益率,都假定债券的利息收入能在固定的时间按固定的量取得,但是,这种“固定”是相对的,因为这些支付量和支付时间都是事先约定的,而随着时间的推移,各种影响因素的存在,它们能否按时按量实现,则显然是有疑问的。决定一个企业或公司能否实现其固定收入证券支付的关键因素主要有三个:①公司的获利能力;②公司资产的市场价格;③债务保护条款的性质。

获利能力即公司通过现行经营所能获得的足以满足其约定支付的收入水平的能力。显然,如果公司所获得的收入足够地高,则债券持有者就能得到其约定的支付,若公司的收入不足以约定支付,则公司可有三种选择:①将资产变现,以筹集足够的现金如期进行支付;②发行新的证券以筹集现金;③拖欠其债券。获得能力不仅决定着公司支付现行证券之约定支付的能力,而且也最终决定着投资者对所有公司证券的愿付价格。如果选择将资产变现,则公司资产的市场价值就与公司之支付能力直接相关。影响公司支付能力的第三个主要因素是债务保护条款及其所规定的一系列权利和限制,诸如抵押资产的说明,偿债基金或偿还条款,拖欠的定义及拖欠时债券持有人的权利,对公司发行其他证券或投资于资本设备的各种限制和上述限制适用的条件等。

因此,债券收入的“固定”是相对的,因发行者有可能拖欠其债务。另外,构成债券收益的另一部分,即资本增值收入,则受到市场利率水平的强烈影响。总的来说,债券投资的风险主要是利率风险和拖欠风险。

(1) 拖欠风险下的债券收益率。

如果某种债券有可能拖欠,那么这种债券的到期收益率取决于拖欠的可能性和拖欠时可能的损失。假定某种债券在各个年代都有相等的拖欠可能,其概率为 P_d ,当拖欠发生时,只能获得其前一年价格的 $(1-\lambda)$ 倍的支付。这样,该债券在拖欠风险下的到期收益率(年)为:

$$r_d = \frac{r + \lambda P_d}{1 - P_d}$$

式中, r_d 是拖欠风险下的到期收益率;

r 是非拖欠时该债券每年的预期收益率;

债券在拖欠风险下的到期收益率与其预期收益率的差额,就是拖欠风险的溢价(default premium)

$$d = r_d - r = \left(\frac{r + \lambda P_d}{1 - P_d} \right) - r$$

〔例 8.1.13〕从 1920~1930 年,所有发行在外的中等级别的债券平均每年有 2.3% 发生拖欠。某种拖欠债券的持有者损失了其面额的一半,假定这种债券的预期报酬率为 9%,则拖欠溢价:

$$d = \left[\frac{0.09 + (0.5 \times 0.023)}{1 - 0.023} \right] - 0.09 = 0.0139$$

〔例 8.1.15〕假定某财政库券 5 年后到期,息票利率为 8%,每 1000 美元面额的售价为 1000 美元,这意味着市场之现行的收益率就是 8%。如果期望的收益率上升至 10%,这时该库券的价格为:

$$\sum_{t=1}^5 \frac{80}{(1+0.1)^t} + \frac{1000}{(1+0.1)^5} = 924 (\text{美元})$$

这时价格下降了 76 美元(7.6%)。如果市场期望的收益率继续升高至 12%,则此时该库券的售价为:

$$\sum_{t=1}^5 \frac{80}{(1+0.12)^t} + \frac{1000}{(1+0.12)^5} = 856 (\text{美元})$$

这个价格与上面的 924 美元相比下降了 68 美元(7.4%)。可见,第二次的价格下降幅度要比第一次小,这是因为第二次的市场期望收益率起点较高,为 10%,因此,可得出结论:现行利率水平或均衡期望收益率越高,则期望收益率每升高(下降)1%所引起的债券市场价格下降(升高)的绝对量和相对量越小。

(三) 各种类型债券的收益率

债券的类型颇多,一般地是因发行者的不同,把债券分成国债、地方债和公司债三类。国债或称国家公债,是以国家名义在证券市场上筹措的各项债务凭证的总称。按期限长短的不同,国债又分为短期国债(习惯上称国库券,或短期财政票据, Treasury Bills, 偿还期一年以内)、中期国债(Treasury Notes, 一般是 1~5 年,我国是 10 年)、长期国债(Treasury Bonds, 偿还期在 5 年或 10 年以上)。地方债又称市政债(Municipal Bonds),是地方政府发行的各种债务凭证的总称。公司债(Corporate Bonds)是由公司或企业所发行的各种债务凭证的总称。

1. 国债的收益率

国债由于是由国家作担保并负责偿还本息,因而在任何时候、任何具体的偿还期限中、任何利率水平上都将产生最低的收益率。影响国债收益率的特殊因素主要是中央银行的货币政策和财政部对债务的管理政策。政府往往通过中央银行在公共市场上大量买卖有价证券来作为实现其货币政策的一部分,当中央银行在公开市场上大量买进有价证券时,国债的价格将上升,收益率下降;反之,如果中央银行在公开市场上大量售出有价证券时,则国债的价格将下降,收益率上升。财政部对债券的管理政策是通过发行或偿还国债的数量和期限来影响国债收益率的,一般来说,国债的发行数量越大,期限越长,则收益率越高;反之,则收益率越低。

2. 地方债的收益率

地方债与国债相比,其发行者的信用程度低一些,但从税收待遇角度来看,却享有比较大的优惠。综合起来考虑,如果地方债属于高资信等级,则它与相同期限的国债相比,收益率较低。

地方债收益率主要受以下因素的影响:①利率总水平。利率越高,收益率越高;利率越低,收益率越低。地方债收益率对利率总水平的变动非常敏感。②发行在外的该类新地方债的供给。一般说来,当其他条件不变时,则新地方债的供给量越多,地方债的价格就将下

在图中,到期收益率(纵轴)和到偿还期时间(水平轴)相联系,代表一组债券,它们除了到偿还期时间以外,其他所有方面都是一样。上图中,当到偿还期时间增加时,到期收益率也增加。这种正数的到期收益率和偿还期之间的关系,通常被称为“正常的”收益率曲线。

收益率曲线也称为利率的期限结构。从图 8.1.1 中可以看出,收益率曲线并没有把利率及所适用的时期联系起来,而是代之以把到期收益率与其相应的时期联系起来,这一方面使收益率曲线不完善(即曲线所代表的因素间的关系不完善),但从另一方面来看,它在一定程度上也提供了对利率期限结构的一种估计,因为到期收益率是实际远期利率的几何平均值,因而它一方面能在某种程度上代表实际利率,另一方面又模糊了债券价格的基本决定因素。

1. 收益率曲线的形状及其解释

图 8.1.2 中显示的是美国财政证券在过去一段时间内存在的四种不同的收益率曲线形状(即利率期限结构形式)。它们都是通过在过去某个特定日期实际存在的市场价格的基础上计算各种不同满期日的美国财政证券的到期收益率而得出的。从图中可以看出,收益率曲线,有时反映了到期收益率和满期年份之间一个较低的水平 and 斜向右上;一个中等利率水平且到期收益率和满期年份间几乎没什么关系;一个较高利率水平但到期收益率和满期年份间的关系斜向右下;一种驼背式关系。

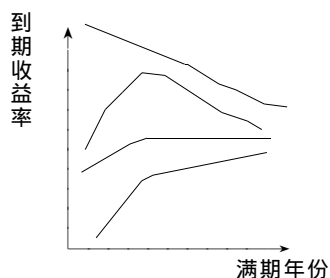


图 8.1.2 收益率曲线的各种形状

如果投资者的投资时期较短(例如一年),那么该投资时期上利率水平的变动就会引起期末投资者的投资组合的价值高于或低于预期的收益率。这种利率风险,随着投资组合中所拥有债券的满期年份越长而越大。因而,那些认为投资于长期债券要比投资于短期债券具有较大的不可多样化利率风险的投资者们,就不愿意在其投资组合中拥有这些长期债券,从而对长期债券的需求不足,这又会迫使长期债券提供较高的报酬(即风险溢价),以使其本身具有吸引力。这就形成了一种斜向右上收益率曲线。它表明要得到较高的到期收益率,只有靠投资于长期债券才能得到。这种由利率总水平变动所引起的不可多样化的利率波动风险的溢价,称为流动性溢价。上述推导逻辑,是基于投资者们的投资时间都是短期的这一前提的,从而长期债券面临着较大的不可多样化的利率风险,它们必须提供较高的收益。这也就是流动偏好理论对斜向右上收益率曲线的解释。

影响收益率曲线形状的另外一个因素,就是债券在未来的供给和需求,这当然只是一种预计。假定所有具有相同拖欠风险的不同到期日的债券提供的收益大致是相同的,再假定由于新信息进入市场,从而引起所有市场参与者都预测短期债券在未来的利率较低,在这种情况下,长期债券就不必于现在提供一个较高的收益来吸引投资者了,这时的收益率曲线形状是斜向右下。相反,如果短期债券的未来利率由于新市场信息而提高,那么,长期债券就必须比短期债券提供一个较高的收益,这时收益率曲线的形状是斜向右上的。

解释收益率曲线形状的理论颇多,但主要有三种:①纯预期理论;②流动性偏好理论;③市场细分理论。它们都认为,金融市场上只有两个作用力量,一是投资时期,二是对未来利率的预期。

纯预期理论首先由费雪尔于 1896 年提出,并由卢茨和希克斯等发展完善。该理论认为,收益率曲线完全是由对未来短期利率的预期决定的,不存在流动性溢价,因为没有理由期待债券的发行者和投资者偏爱某种或某些到期日。收益率曲线可以是斜向右上(如果预期短期利率要高于现行利率),也可以斜向右下(如果未来短期利率低于现在的短期利率),或者是水平的。这样,当现行条件使得短期利率反常地高(例如由于过高的通胀率),那么,收益率曲线的斜率为负。当现行条件使得短期利率反常地低(例如由于短期衰退和紧缩),收益率曲线的斜率为正。

纯预期理论在推导时有许多假定,如金融市场须是完善有效的,投资者主要追求利润、市场对未来利率的预期一致、没有交易成本等。该理论将金融市场视为整体,强调不同证券间的完全替代性,短期债券和长期债券间也是可相互替代的。

图 8.1.3 表示的债券收益时间差异(收益率曲线的不同形状),这种理论的解释分别是:

对于曲线 a,纯预期理论认为是公众预测今后利率不会变动,故长短期债券的收益相同。

对于曲线 b,该理论认为是公众预测今后短期市场利率将会上升,故未来的收益将要上升,因而长期债券的收益高于短期债券。

对于曲线 c,则是公众预测短期利率将下降,从而长期债券的收益低于短期债券。

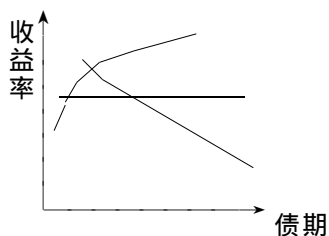


图 8.1.3 收益率曲线的形状

纯预期理论暗示斜向右下的收益率曲线和斜向右上的收益率曲线一样可能,但从实证结果来看,斜向右上的收益率曲线更为常见。纯预期理论在解释上的这种不充分性,由流动

性偏好理论得到解决。

流动性偏好理论认为,长期债券必须提供一个较高的均衡预期收益率,因为它们具有较大的不可多样化利率风险。从而收益率曲线的形状,通常是斜向右上的。但是,当在某个高利率时期所预测的未来短期利率较低时,收益率曲线就会变成缓和的斜向右下。从这个意义上说,流动性偏好理论经常被作为纯预期理论的修正,而非替代物。

市场细分理论认为,不同的持有者和发行者由于受到法律、偏好或者风险习惯等的限制而偏爱或专意于特定范围的到期日。例如银行要保持极高的资金流通性,他们通常将资金投向短期债券;人寿保险公司则喜欢收益率较高的长期债券;而责任险、损失伤害险保险公司等则偏好中期债券。于是,各种期限所提供的收益率就独立于其他期限所提供的收益率,这当然要取决于它们各自那部分相当有限的市场参与者的供求间的相互作用。根据该理论,收益率曲线可以有各种形状,但是形成实际收益率曲线形状的主要力量来自于财政部的借款活动、中央银行的公开市场活动、私人金融机构的投资行为和私人公司的借款实践。市场细分理论从实际应用分析角度认为不同的证券期限适应着不同的需要,尽管期限相近的证券间存在着某种替代性,但有着某种局限性而不能任意替代。

从目前的实际检验情况来看,市场细分理论的有效性并没有得到充分的证实,尽管它指出了金融市场的某种独立性和不完全性对收益性曲线的影响。纯预期理论作为利率期限结构理论的基础,其金融资产选择和替代的论点得到普遍接受,但其若干假设前提却不能适应经济现实。流动性偏好理论兼容了以上两种理论,在实践中得到了充分证实。

2. 收益率曲线的应用

(1)预测利率变动。利率的变动与证券价格的变动有密切关系。当利率上升时,证券价格下降,相反,当利率下降时,证券价格上升。利率和证券价格的逆向变动关系,为证券投资者提供了获取巨大收益和遭受巨大损失的两种可能性,而事先预测利率的变动趋势则成为证券投资获益的先决条件。

收益率曲线的形状为投资者提供了一种对未来利率水平的预测。当收益率曲线向右上倾斜时,则提供了未来利率较高的信息,从而显示未来证券价格的下降趋势。相反,当收益率曲线向右下倾斜时,则提供了未来利率较低的信息,从而未来证券价格趋于上升。

(2)为投资者决定延长或缩短偿还期限服务。当收益率曲线向右上倾斜时,投资者可以准确地预测延长偿还期对他们投资收益的影响,并对风险和额外收益作出选择。在一般情况下,收益率曲线起初向右上倾斜,超过 10~15 年时就趋于拉平。投资者则会作出只延长偿还期到 10~15 年的这一段时间,原因在于这段时间的收益最大,而超过这段时间收益增加很少,投资者不会再购买在此期限以上的长期债券。

(3)为投资者选择投资何种证券服务。选择一组各种条件相同的证券,观察其变更偿还期限对收益率的影响。在除了偿还期之外,所有因素都不变时,多数证券会在曲线上,但也有些证券的到期收益率和偿还期组合高于或低于收益率曲线,如图 8.1.4 所示:

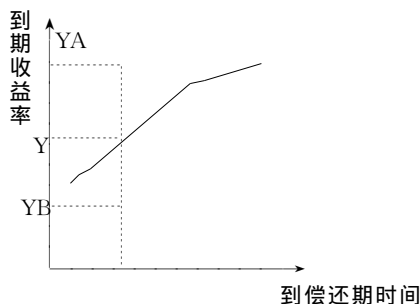


图 8.1.4 收益率曲线的应用

证券 A 在收益率曲线以上, 证券 B 在曲线以下, 形成这种现象的原因有两种情况, 一是, 这两种证券的价格定价失误。证券 A 在到期收益率应是 Y, 而在图上却是 YA, 明显高于与证券 A 的条件和偿还期相同的证券。证券 A 过高的收益率表明它的价格很低。而证券 B 的到期收益率也应是 Y, 而在图上却是 YB, 明显低于与证券 B 的条件和偿还期都相同的证券。这种情况使投资者作出投资证券 A 的决策, 同时避免选择证券 B, 如果在投资者持有证券中包括证券 B, 则应将 B 出售。另一种情况是, 收益率曲线没有把除偿还期以外的其他因素视为常数。证券 A 可能有某些不受欢迎的特征, 使得它的价格太低从而收益太高, 而证券 B 可能有某些吸引人的特征, 使得它的价格太高导致收益率太低。

(4) 为证券发行价格的制定服务。证券发行价格的制定应遵循既不使发行人负担过重、又使其价格对投资者有吸引力的原则, 收益率曲线可为之提供参考。

(5) 运用收益率曲线获取持有期收益率。主要作法是从一种向右上方倾斜的收益率曲线寻求利润, 即投资于一种证券, 这种证券的偿还期限比投资者的持有期限要长, 投资者在其偿还期限前出售证券, 从而取得高于偿还期和持有期相等的投资收益。持有期收益率计算公式如下:

$$\text{持有期收益} = \text{原有收益} + \frac{\text{证券售出后尚余期限}(\text{原有收益} - \text{出售时市场收益率})}{\text{持有时间}}$$

假设某种 1 年期债券可得到的收益率是 5%, 2 年期债券是 6%, 投资者的持有期是 1 年。在这种情况下, 投资者所购买的 1 年期债券的持有期收益率是 5%。但如果购买 2 年期债券并在 1 年终了卖出, 这时的持有期收益率又为多少呢? 假定收益率曲线不变, 这时, 今年的 2 年期债券就是从现在起 1 年后的 1 年期债券, 其收益率 5%, 则:

$$\text{持有期收益率} = 6\% + \frac{365(6\% - 5\%)}{365} = 7\%$$

可见持有期收益率比单纯持有 1 年期及 2 年期债券并直到期偿还期限的收益率要高。这是因为购买的 2 年期债券收益率在持有 1 年后收益率降为 5%, 在出售时必然高于买入时的价格。

三、股票投资收益

(一) 股票投资收益概述

股票收益是指投资者购买股票后所获得的全部投资收益。股票投资的收益包括：股息和红利收益、股票交易差价收益、资本增值收益和认股权证的收益，这些收益最终都是通过股利与资本利得来体现的。

(1) 股息和红利收益。股票包括普通股和优先股，通常优先股的收益采取股息形式，普通股的收益采取红利形式；优先股的股息是确定的，一般不随公司盈利状况而变化，收益低于普通股，但安全性强。普通股的红利不固定，当公司盈利状况好时，红利就多，反之则少，普通股的收益比优先股要高，但风险也大。股份公司发放股息的形式主要有现金股息、股票股息和财产股息，但采取现金股息形式的比较多。

(2) 股票交易差价收益。即资本利得，指将股票低价买进、高价卖出所赚得的差价利润，当买卖股票的差价幅度越大时，股票交易差价收益也越高。通常投资者购买股票是为了获得长期资本利得，而投机者购买股票是为了获得短期资本利得。靠投机获取股票买卖差价收益主要有买空、卖空和套利。

(3) 资本增值收益。指由于利用盈利和借贷资金再投资，或公司经营管理水平提高，使公司实有资本增加，反映在单位股票股息的增加，致使股价上扬，给股东带来资本利得的好处。资本增值表现为股票帐面价值的增加。

(4) 认股权证的收益。认股权证是股份公司给予持证人一定期限内，以确定的价格购买一定数量的公司股票的一种权利证书。当股价涨至高于确定的价格时，持证人便可获得差价收益，即是认股权证的收益。但认股权证也有一定的风险。通常认股权证是作为一种好处，附加在其他证券上一起发行的，它也可脱离所附属的证券单独买卖。

股票收益的特点主要是：不固定，安全性较差。首先，从股利收益来看，股利来自于公司税后净利润，如果公司税后无净利，则一般就不可能分派股利。而且即使公司有税后净利润，也要首先用于弥补前几年的亏损、提取法定盈余公积金和公益金等，然后才能支付优先股股息和普通股红利，因此，股利的发放有一定条件的限制。股利与债券利息相比，显得不那么安全，不具有稳定性。普通股股利不像债券利息那样能按固定的利息提取，一般要视公司盈利情况而定。其次，从股票买卖的差价收益来看，由于股价的波动频繁，这种价差收益很难长期稳定地获取，由于股票投资的安全性差，风险较大，因此股票收益是高于债券投资收益的。

(二) 优先股的收益

优先股是股份公司发行的、代表持股人在公司中的财产和所有权的一种股票。它具有优先于普通股票取得股息和当企业破产倒闭时优先于普通股票得到清偿的权利。

优先股的收益表现为股息。对于优先股的收益来说，优先股的面值具有重要意义。优先股的股息是根据其面值再按固定比例给付的。如规定股利率为 8%，其面值是 100 元，则可获得股息为 8 元。在美国，大部分优先股的面值为每股 100 美元，有的优先股面值较低或无面值（仅在公司章程中注明规定的价格），人们通常直接用美元收益数来称呼。例如美

国通用汽车公司的优先股,一般称为 5 美元优先股,意即其股息为每股 5 美元。

优先股的股息是事先确定的,一般不随公司的盈利情况而变化,由于优先股股息是固定的,因此当企业经营景气时,一般不能像普通股那样获得高额盈利。但在西方,也有少数企业的优先股具有参与分享剩余盈利的性质,称作参与优先股。

从投资地位上看,优先股处于普通股票和债券之间。它的收入高于债券,但安全性不如债券。另一方面,它比普通股安全,但收益不如普通股。各类公司发行的优先股的收益也各不相同,某些公用事业公司和工业公司(如杜邦公司等),其收入在很长一段时期内都很好,因此这些公司优先股的投资地位较强。但也有许多公司优先股的收益很有可能得不到保障。

美国自 60 年代以来,优先股的市场一直不景气。特别是工业公司的优先股,包括高信用等级优先股,因其收益低于公用事业公司的优先股,也低于部分公司债券和市政债券,对个人投资者一直没有多大吸引力。然而,机构投资者对优先股却有特别的偏好。因为公司或其他机构从优先股中获得的股息收入可享受 85% 的免税。因此,如购买信誉较好且较高固定股息收入的优先股,便可获得较高的收益。对公司来说,在条件相同的情况下,公司得到的税后股利收益率高于相同利率的高等级的应税债券的收益率。因而优先股比债券对于机构投资者更有吸引力。事实上,公司投资者成了优先股的主要购买者。

在一家公司的资本结构中有无优先股和优先股的多少,对普通股的收益影响很大,这种影响称为优先股的杠杆作用。股息来源于公司的利润,而公司的利润是由公司总资本增值的,即由普通股、优先股、债券、借款等筹集的总资金赚得的。当总资本的盈利率增加时,杠杆作用可以使普通股的股息收益有很大的增加,当总资本的盈利率减少时,杠杆作用也会使普通股收益的下降幅度大于没有发行优先股、债券时的下降幅度。例如,某公司的资本结构只有普通股,某期可分派作为股息的利润为 300 万元,则此 300 万元全由普通股股东分享。如果公司下一期盈利增加到 600 万元,则普通股股息增加 1 倍。但是,当公司总资本结构是由普通股和优先股两部分组成时,情况就不同了。假定可派息的利润仍为 300 万元,须付优先股的股息为 200 万元,则普通股持有人能得到的股息为 100 万元。如有 5 万股东,则每股股息为 20 元。当总资本在下一期盈利增加到 600 万元时,付给优先股的股息仍为 200 万元,而分配给普通股的利润达 400 万元,归普通股股东分享的每股股息为 80 元。由此可见,可派息的利润只增加 1 倍,而普通股股息却增加了 3 倍!反之,如果总资本下期供分派股息的利润下降为 200 万元,则普通股 1 分钱股息也分不到。

(三) 普通股的收益

普通股的收益与债券和优先股不同。从理论上讲,普通股的收益是没有限制的。它大体包括两部分。一部分是红利收益,指普通股股票按照持股的数量,从公司盈余中分配到的现金红利、股票红利和财产红利等的收益。另一部分是资本利得,是指股票买卖差价所形成的收益。由于普通股较债券和优先股有更大的风险性,所以它的期望收益和长期应实现的收益,包括红利和资本利得,必须高于有优先权并有稳定收益的证券(债券、优先股)。

普通股股东有领取红利的权力,红利的数量和支付方式则由公司经理决定,但应经公司董事会批准。影响红利发放的因素主要有:①公司盈利状况。公司的税后利润是股利的唯

一来源,公司税后利润并不能全部用来发放红利,而是要在弥补亏损和提取公积金、公益金并发放优先股股息后的剩余部分才能用于发放红利。如果公司盈利状况好,则可发放红利的剩余部分就多,反之则少。②公司经营政策。从理论上说,公司税后利润是用于发放股利还是留存下来作为资本积累,对股东来说是一样的,因为两者都属于股东权益。如果公司不发股息而将全部税后净利以留存利润的形式转作资本,股票价格就会提高,股东未来收回红利的时间价值和风险价值将由股票价格的上升获益,即以资本增值收益来补偿。许多国家都规定,股东所获得的股利需缴纳个人所得税,这个税率在美国高达 60%。如果不发股利而把利润留存下来,这时需缴纳的资本所得税税率一般较低,在美国最高不超过 25%。但由于股票价格波动较大,许多股东仍愿定期获得股息红利。因此,在实践中,许多公司都依据其经营政策来确定红利的发放数量,一个倾向于扩大生产求得公司长远发展的高层领导班子,则会少发红利;反之,则会多发红利。③股东的态度。许多投资者往往主张到期就发红利,而且要多发。还有的投资者及公司领导者认为,红利发放越多,将会增加公司股票对大众的吸引力,从而支持或提高公司股票的市场价格。因此,许多公司在对待红利问题上,是根据公司税后利润多寡,根据公司的经营政策和大多数普通股股东的态度来确定红利发放水平。很少有公司把其税后利润全部或大部分用于发放红利,也很少有公司一点不发。④法律限制。有时公司分红派息还要受公司法或公司章程等的制约。各国公司法一般都规定,当公司当年无盈利时,不得分派股息红利;公司流动资产不足以抵偿到期应付债务时,不得分派股利;公司利润在未扣除各项应交税收、未弥补亏损、未提存法定公积金时,不得分派股利;公司董事会作出的分派股利的决定,不得与公司章程相抵触,不得违反该公司签订的有关自动约束分派股利合同中的有关规定等等。另外,有些国家规定,政府可以在必要时采取行政性的办法限制公司的股利分派。

公司的红利政策,实际上是上述四个影响红利因素的函数。不管公司执行什么样的红利政策,其目标都是一样的,即要发放红利使股东满意,又要有利于公司增加内部资金来源,降低筹资成本。公司的红利政策主要有四种:一是定额红利政策,即每年分派的红利余额的绝对数量保持不变;二是定率红利政策,即按规定的红利付出率(每股红利占每股盈余的比例)支付红利的政策;三是不规则红利政策,是视公司盈利状况随时调整红利发放水平;四是稳定梯级微升红利政策,即公司红利额逐步低速上升。

普通股收益的另一个大的部分是资本利得,是将股票低价买进、高价卖出时所赚得的差价利润。在股票市场上进行股票交易时,同时存在着两种行为,即投资行为和投机行为,也存在着投资者和投机者两种人。投资者进行投资旨在准备获得长期的资本利得或定期收益,并较长时期地持有股票;而投机者进行投机,往往是为了通过赌博式的证券买卖,获得短期的资本利得。但投资和投机很难划分,在很多情况下,有不少人是投资和投机兼而有之,投资于股票本身就具有投机性,投资与投机在一定条件下是可以相互转化的。

靠投机获取股票买卖差价收益的方式主要有买空、卖空和套利等。①买空亦称“多头交易”,指交易者利用借入资金,在市场上买入股票期货,以期将来价格上涨时,再高价抛出,从中获利的投机活动。在现代证券市场上,买空交易一般是利用保证金帐户来进行。当交易者认为某种股票的价格有上升趋势,他就通过保证金帐户,从证券公司借入资金购买股票期

货。以后,当股票价格上涨到一定程度时,以高价向市场销售,取得票款收入后,归还证券公司贷款,从而结束其买空地位。交易者则通过买入卖出股票的两次交易的差价取得收益。

②卖空亦称“空头交易”。是指交易者利用借入的股票,在市场上以较高的价格抛出股票期货,以期将来行市跌落时,再低价买进,从中获利的投机活动。卖空交易也是利用保证金帐户进行的。当交易者认为某种股票的价格有下跌趋势时,他就通过保证金帐户交纳保证金,从证券公司借入股票向市场抛售股票期货。以后当股票价格下降到一定程度时,他又低价从市场购入股票,归还证券公司。交易者则通过卖出和买进股票的两次交易价差中取得收益。③套利。指交易者利用不同金融市场上股票价格的差异,以获取利润为目的,而进行买进或卖出股票的一种投机方式。

由于股票市场价格变化无常,实际上很难做到低价进、高价出,常会给投资者带来收益损失,为了减少风险,投资者要时刻关注股票市场价格的变动趋势。

根据不同公司普通股收益的不同特点,可将普通股票划分为蓝筹股、成长股、收入股、周期性股、防守性股等。蓝筹股是指一些经营得法,有强大金融实力的大公司发行的股票,其红利稳定,而且优惠,但售价一般较高;成长股是指当前收益并不高,但随着公司的迅速发展,其价格将逐渐上升的股票;收入股是指那些可以提供较高的当前收益的股票,但未来情况则不可知;周期性股指那些收益随商业周期而波动的公司所发行的股票;防守性股指经营稳定,不受经济波动干扰,能够持续提供稳定收益的公司股票。

投资于普通股的风险较大,收益也较高,能给投资者带来很多好处,主要有:①普通股股东对公司利润享有永久参与资格,对公司当前所获得的利润及长期内公司利润的增长,股东都可参与获得。尤其是普通股红利不固定,当公司盈利多时,红利也较高。②投资普通股的当前收入有时可能不多,但在价格变动过程中获得资本利得的潜力却可能很大,因此,在较长时间里的总的收益可能很高。③普通股股东在税收方面也能得到一定的好处。普通股收益的很大一部分来自于资本利得,在西方对这部分收入的征税率要低于一般的其他收入。另一方面,从风险角度来看,给投资者带来的不利主要有:①普通股的红利不固定,随公司盈利状况而变动,且在公司利润分配次序上排在最后;②普通股对机构投资者较缺乏吸引力,因风险太大,而机构投资者的目标是取得较高并且稳定的收益,因此投资于债券或各种形式的抵押更容易实现目标。

(四)股票的价格和股息、红利

1. 股票的价值与价格

从本质上讲,股票自身并没有价值,也不可能价格,因为它不是劳动生产物,而仅仅是用以证明持有人具有的财产权利的法律凭证,所以它并不具有普通商品所包含的使用价值和价值。然而,股票代表着获取收益的权利,能够给持有人带来股息、红利收入,所以在实际生活中,股票的价值就是用货币来衡量的作为获利手段的价值,股票流通转让的实质是这种获利凭证的让渡。

股票是一种虚拟资本,其价值分为四种形式:

(1)股票的票面价值(面值)。是股份公司在其所发行的股票上标明的票面金额。票面价值的最初目的,在于保证股票持有人在退股之时,能够收回票面所标明的资产。但随着股

票交易的发展,其现在的作用则只是表明认购者向股份公司投资的货币价值以及该笔投资在公司资本总额中所占的比例,作为确认股东权利的依据。因此,股票的票面价值是以股为单位,用每股的资本数额来表示。

(2)股票的帐面价值(即净值)。指股票所包含的实际资产价值。公司的资本额加上法定公积、资本公积、特别公积及累积盈余(如有累积亏损,则减去累积亏损)即为公司帐面净值总额,净值总额除以发行股份总数就是每股净值。股票上市公司的净值,属于股东所应享有的,所以会计上又将净值称为股东权益。由于帐面价值是财会计算结果,数字是具体的、准确的、可信度高,所以,它成为股票投资者进行投资评估分析的依据之一。股份有限公司股票的帐面价值高,则股东所能享有的权益就大而其股票价格较低时,即具有投资价值。反之,股份有限公司股票的帐面价值低而股票价格较高时,就不具有投资价值。

(3)股票的清算价值。指在股份有限公司进行清算之时,每个股票股份所代表的实际价值。从理论上讲,普通股股票的每股清算价值应当与每股的帐面价值相一致,但实际上并非如此。只有在股份有限公司进行清算之时,资产的实际销售额与财务报表上所反映的帐面价值相等,股票的清算价值才能与帐面价值一致起来。不过大多数股份公司在进行清算的情况下,要压低价格才能出售其资产,这就使得每股股票的清算价值低于帐面价值。只有少数公司能用高于帐面价值的清算价值出售其资产。

(4)股票的市场价值(又称市值),即股票行市。指股票在股票市场进行交易过程中具有的价值,这是为投资者最为重视的股票价值,因为,股票的市场价值直接反映着股票市场行情,成为投资者的直接参考依据。由于受各种因素的影响,股票的市场价值是一种经常变动的数值。

股票价格所反映的是股票的相对价值,它与不同阶段的股票价值有联系,又有区别。股票在首次发行时,其价格与股票的票面价值大体上一致。大多数股份公司是以略高于或等于股票票面价值的价格发行股票的;也有一些公司以略低于股票的票面价值发行。而在股票进入了股票交易市场以后,股票的价格就与股票的票面价值相分离,彼此已无直接联系。股票价格在供需规律与诸多因素的影响下独立存在,股票的票面价值对于股票价格的确定已失去重要意义。

股票的帐面价值的更大意义在于是一个会计概念,它不是产生股票价格的直接依据,在股票市场中,投资者不是特别关心股票的帐面价值,而是密切注意股份公司的经营状况和盈利水平。股票的清算价值则只是在股份公司因破产或其他原因丧失法人资格而进行清算时,才被作为确定股票价格的根据,在股票发行和流通过程中不具有普遍意义。只有股票的市场价值与股票价格是紧密相联的。股票价格是股票市场价值的集中表现,前者随后者的变化发生相应的波动。股票投资者在股票市场上是根据股票的市场价值(股票行市)的高低变化,分析判断和确定股票价格的。正是在此意义上,通常所说的股票价格,也就是股票的市场价值。

2. 股票价格与股利

股票之所以可以买卖流通,具有价格,是因为股票能给它的持有者带来股息、红利等收益。因此,投资者在进行股票投资时,主要考虑的是收益的多少,而不在于面值,从而股票在

股票流通市场上的交易价格与其收益有密切关系。

确定股票交易价格的方法在于预期股息红利收益与当时的市场利率。对于投资者来说,虽然股票所代表的股东权益包含着诸项具体权利,但他们主要感兴趣的还是参与股利分配的权利。为此,有的西方学者把收益获取权看作是决定股票交易价格的唯一因素。同时,若把资金按当时的市场利率存入银行或购买股票投资都可以获取收益,而前者基本上没有风险,后者则要冒较大的风险。所以,人们在决定是否认购股票或以什么样的交易价格认购股票时,自然要把股票的股息、红利比例与当时的市场利率(银行存款利率)相比较,当股票的股息、红利低于存款利息时,人们当然不愿购买股票。所以,股票获取收益的数额与市场利率直接关系到股票交易市场的供求关系,进而决定着股票的交易价格。它们成为确定股票交易价格的基本依据。股票价格与预期的股息、红利收益成正比,与当时的市场利率成反比。股票交易价格的确定公式是:

$$\text{股票价格} = \frac{\text{预期收益(股息红利)}}{\text{当时市场利率}}$$

例如:一张面值为 100 元的股票,预期第二年可获得 10 元的红利收益,当时的市场利率(银行存款利率)为年息 5%,则这张股票在市场上的价格为 200 元($10 \div 5\%$)。

在市场上,股票价格总是千变万化的,在很大程度上还要受供求关系的影响。当股票卖者多于买者,股票供过于求时,股价则下跌;反之,股票供不应求时,股价则上涨。股票市场上这种供求关系的变化是难以预测的,其原因也是错综复杂。影响股票供求关系和股价波动的因素可概括为两大类:主观因素和客观因素。主观因素是指与公司本身有关的一些因素,如公司营业范围、信誉、经营状况、盈利水平、发展前景等。客观因素是指与公司无直接关系的外界因素。其中主要有:政治因素;经济因素,如经济发展水平、市场资金的增减、利率、通货膨胀率、失业率的变化;心理因素,以及人为操纵股票价格等等。

股票价格非常敏感多变,人们很难准确地预测它的涨跌趋势,只是常常注意考察它的开盘价、收盘价、最高价、最低价及各种股票价格的涨跌幅度。其中最重要的是收盘价,它是人们分析股市、制作股市行情图表的基本依据。

3. 股票股利估值模型

以上介绍的是一般使用的股票市场价格的决定公式,投资者可用它作短期内的股价估算。股票价格与股利及市场利率之间的关系更精确的表达,则要通过股票股利估值模型,它考虑了未来收益的现值及在股票价格决定中对市场利率的修正,公式为:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{d_1}{1+K_s} + \frac{d_2}{(1+K_s)^2} + \frac{d_3}{(1+K_s)^3} + \cdots + \frac{d_n}{(1+K_s)^n} \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+K_s)^t} \end{aligned} \quad (i)$$

式中: P_0 是股票价值;

d_t 是 t 时刻预期股利;

K_s 是与股票风险相称的折扣率。

股票的价值取决于未来收入的现值,因其风险大于银行储蓄,所以在计算未来股利收入的现值时使用的折扣率也大于银行利率(即当时的市场利率)。使用什么样的折扣率取决于

特定股票的风险情况和投资者对这种股票的期望。

上面公式(i)乃是股票市场价值与股利关系的通式。古登指出当每年股利以一定的百分比成长(固定成长股票)时,则股票价格与股利间将维持一定的函数关系。

〔例 8.1.16〕某投资者购买了一张股票,面额为 10 元,这一年公司已发放的股利为每股 2.16 元,公司宣布以后每年股利的发放都增长 10%,这位投资者一直拥有这张股票而不出售,那么在折扣率 16%的情况下,该股票的市场价值为多少?

解:据题意,投资者购买股票后

第一年股利为: $d_1 = 2.16 \times (1 + 10\%) = 2.376$ (元)

第二年股利为: $d_2 = 2.376 \times (1 + 10\%) = 2.6136$ (元)

.....

由公式(i)有:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{2.16 \times 1.10}{1 + 0.16} + \frac{2.16 \times 1.10^2}{(1 + 0.16)^2} + \dots + \frac{2.16 \times 1.10^n}{(1 + 0.16)^n} \\ &= 2.16 \\ &\quad \left\{ \frac{1.10}{1.16} \left[1 + \frac{1.10}{1.16} + \left(\frac{1.10}{1.16} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1.10}{1.16} \right)^{n-1} \right] \right\} \\ &= 2.16 \left[\frac{1.10}{1.16} \left[\frac{1}{1 - \frac{1.10}{1.16}} \right] \right] \\ &= 2.376 \times \frac{1}{0.06} = 39.60 \text{ (元)} \end{aligned}$$

因此,在股利成长率为 10% 低于折扣率 16% 的情况下,第一年股利为 2.376 元/股时,其股票的市场价值应为 39.60 元。由此可得股利固定成长率 g 低于折扣率 K_s 的条件下,股票价值与第一期股利有以下的关系:

$$P_0 = \frac{d_1}{K_s - g} \quad (\text{ii})$$

此式就是固定成长股票的价格公式,也称“古登模式”。

从表面上看,这个公式只考虑了股利,并未考虑股票买卖的差价收益。特别是股票的短线炒作,往往是以获取差价收入为目标。那么在考虑买卖差价的情况下,股票市场价值又应如何决定呢?

假定股票买后一年出售的价值为 P_1 ,则其资本利得为 $(P_1 - P_0)$,它加上每股股利 d_1 ,那么股票总的盈余就是: $d_1 + (P_1 - P_0)$ 。据盈余与现值的关系,则 $P_0 \cdot K_s = d_1 + (P_1 - P_0)$,即:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{d_1 + (P_1 - P_0)}{K_s} \\ \therefore P_0 &= \frac{d_1}{(1 + K_s)} + \frac{P_1}{(1 + K_s)} \end{aligned}$$

同理:

$$\therefore P_1 = \frac{d_2}{(1+K_s)} + \frac{P_2}{(1+K_s)}$$

可见期次扩大之后, P_0 的数学公式也因而改变。当期数为 2 期时, P_0 则为:

$$P_0 = \frac{d_1}{1+K_s} + \frac{d_2}{(1+K_s)^2} + \frac{P_2}{(1+K_s)^2}$$

同理 n 期的股票价格

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+K_s)^t} + \frac{P_n}{(1+K_s)^n} \quad (\text{iii})$$

当期数 n 趋近于无穷时, $\frac{P_n}{(1+K_s)^n} = 0$, 于是式 (iii) 可化成:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+K_s)^t}$$

因此, 当期次无穷多时, 股利的现值仍然成为股票价值的决定因素, 并兼顾股利与资本利得。尤其是固定成长股票模式在股市的实际操作上不失为简单实用的公式, 广为投资专家所采用。

在 60 年代, 美国的墨迪格连尼和米勒提出了他们有名的股利无关论, 认为在完全的资本市场里公司股利的多寡与公司股票价值并无关联, 亦即股利的发放与股票价格无关, 引起投资专家的广泛讨论。股利无关论认为: 公司股票价值决定于未来盈余及未来的投资、利息支出及新债务与新股票的募集。很明显地, 厂商的生产与投资决策决定了未来的盈余, 而生产与投资决策有各种不同的财源都可获取相同的盈余, 于是生产及投资决策在完全的资本市场里可与财务决策互相独立, 因此米勒等指出股利政策不会影响公司股票的价值。

本质上, 股利无关论(又称 M—M 理论), 乃是股利剩余理论的孪生兄弟, 视股利为投资等因素的剩余值。正如股利剩余理论学者所强调, 投资者偏好于投资而不偏好于股利, 股利只是盈利扣除了投资等外生变量后的剩余值, 以致股利本身成为决定于投资的决策, 从而影响公司股票价值的是盈余与投资决策, 而与公司的股利政策无关。但是更多的学者相信股票价值基本公式的存在, 何况 M—M 理论所提出的股票价值之决定公式(这里略去)的演算都是从股票价值基本公式出发, 以致他们仍然坚信股利的多寡是决定公司股票市场价值的基本因素。

(五) 股票的资本增值收益

资本增值是指因利用盈利和借贷资金再投资所引起的公司实有资本的增加。资本增值表现为股票帐面价值的增加。一般可用下面的公式来计算:

$$\text{单位股票的帐面价值} = \frac{\text{有形资产} - \text{负债}}{\text{股票总股数}}$$

例如: 某公司已发行面值为 10 元的股票 10 万股, 公司现拥有各种资产 180 万元, 负债 20 万元, 则该公司单位股票的帐面价值为:

$$\frac{180 - 20}{10} = 16 (\text{元})$$

假设公司负债不变, 通过一年经营获纯利 15 万元, 其中 8 万元用于派分股利, 其余 7 万

元用于再投资,则该年公司单位股票的帐面价值为:

$$\frac{180+7-20}{10}=16.7(\text{元})$$

其中 $16.7-16=0.7$ 元,就是该年单位股票的资本增值额。

股份公司在正常年景的经营中都会获得一定的纯利润,但公司不能将全部纯利润用于扩大再生产,根据公司的股利政策,它是要划出一部分利润作为股利发放给股东的。从操作顺序上讲,是先预留一定的纯利润,剩余部分才能发放股息和分派红利。因此,资本增值是优先于股利分配的。各国公司法都规定了公司盈利中应用于再投资的比例,股份公司必须依法办事。实际上,公司的盈利都是股东的收益,但一部分以即期股利兑现,另一部分要在将来的股利中才能兑现,因此,多发还是少发股利,是一个长期利益与当前利益的平衡问题。这一平衡点的选择,往往与当时的经济环境、公司盈利状况和公司的发展战略密切相关。成长股公司就是采取高积累的策略,以较多的再投资使公司规模迅速扩大,但其股东的当前股利收益并不一定优厚。股份公司在上市前一般采取高积累模式,提高资本增值速度,以使公司尽快达到上市规模。

(六) 认股权证及其收益

认股权证是股份公司给予持证人在一定期限内以确定的价格购买一定数量的公司股票的一种权利证书。认股权证一般是具有期限的,多数认股权证的有效期为 1 至 2 年,有些股份公司发行的认股权证是永久性的。

认股权证一般是附加在其他证券上一起发行的。公司发行认股权证一般出于为发行低利率的公司债或可望将来从认股权获取新的资金的目的。认股权证价格波动幅度很大,投机性较强。例如:某公司发行公司债券,本应支付 9.5% 的较高利息,公司发给债权人以认股权证而有意改付 8% 的利息。假设公司股票的市场价格为每股 15 元,投资者每购买 100 元的公司债券,就给予他 10 股认股权证,规定在 5 年内可随时凭该认股权证以每股 17 元的价格购买 10 股股票。如果公司股票的市价在 5 年内没有涨到每股 17 元以上,则认股权证毫无价值,但若 5 年内公司股票市价涨到 17 元以上,如涨至 20 元,则认股权证的价值就非常可观了。这时,投资者除了拥有 100 元利息为 8% 的债券外,还可从股票的资本利得得到很大的好处,这远远高于仅仅拥有 100 元利息为 9.5% 的公司债券的收益。

认股权证也可脱离其附属的证券单独买卖。续前例,假若某公司的普通股市价为每股 15 元,而购买认股权证每股只须付 1 元,假若某人打算有 150 元投资,如购买股票,以现行市价可买进 10 股,但若用于购买认股权证,则可拥有购买 150 股股票的权利。若 4 年后,该普通股股票市价涨至 20 元,对于股票的购买者来说,他得到的净收益为: $(20-15) \times 10 = 50$ 元;对于认股权证的购买者来说,则此时净收益可达 $(20-17) \times 150 - 150 = 300$ 元,后者是前者的 6 倍!当然,若公司的股票在 5 年内没有涨到规定的每股 17 元以上的话,则认股权证的投资者将会完全损失掉 150 元的投资,一分钱也收不回。

(七) 收益率的计算

股票收益率是反映股票收益水平的重要指标。投资于股票的收益来源于股利收益和资本利得两个方面。衡量一项股票投资收益的高低常以收益率来表示,与收益率有关且经常

使用的有三个指标:持有期收益率、股利收益率和市盈率。

1. 持有期收益率

股票没有到期日,投资者持有股票的时间可以根据个人的愿望来决定,可长可短。股票在持有期间的收益率称为持有期收益率。用公式表示为:

$$\text{持有期收益率} = \frac{[\text{持有期单位股利之和} + (\text{出售价} - \text{购买价})] \div \text{持有年数}}{\text{购买时市价}} \times 100\%$$

股份公司在派发股利时,可采用现金股利、股票股利和财产股利三种形式,在计算持有期收益率时,应将股票股利和财产股利按相应的市价折合成现金来计算

〔例 8.1.17〕某投资者某年 2 月 1 日以每股 30 元的价格购进某种普通股股票,当年每股领取红利 1.5 元,次年又每股领取红利 1.5 元,并于次年 8 月 1 日以每股 39 元的价格售出,其持有期收益率为:

$$\frac{[(1.5 + 1.5) + (39 - 30)] \div 1}{30} \times 100\% = 24.44\%$$

2. 股利收益率

股利收益率又称为周息率、股利获利率,是单位年股利与股票市场价格之比,以公式表示为:

$$\text{股利收益率} = \frac{\text{每股年股利}}{\text{股票市场价格}} \times 100\%$$

例如:某公司股票每股股利为 5 元,该股票的市场价格为 40 元/股,则其股利收益率为: $5/40 \times 100\% = 12.5\%$ 。它说明,投资者以每股 40 元的价格买进每股股利为 5 元的股票,持有一年会给投资者带来 12.5% 的以股利形式表现的利率。

股票投资的股利收益率这一指标的优点是:①股票股利收益率可以说是证券流通市场中股票的利率,它可以跟其他投资工具,如公债、公司债、票据、投资信托、银行存款或其他股票相比较,以判断该股价是偏高还是偏低;②可将全部上市股票的平均股利收益率当作市场整体的一种标准,以判断某种股票价格的高低。

这一指标的缺点是:由于企业自有资金的增长及增资等因素使股价上涨,从而股票投资收益率偏低,丧失它应有的功能。

3. 市盈率

市盈率即市价—盈利比率,又称本益比,英文缩写为 P/E,它是每股现行市价与每股税后利润之比,公式为:

$$\text{市盈率} = \frac{\text{每股现行市价}}{\text{每股税后利润}}$$

市盈率采取倍数形式,倍数越高,则表示投资价值越低。例如,某股票现行市价为每股 10 元,每股税后利润为 1 元,则该股票的市盈率为 10 元。它说明,投资该种股票,投资者必须投下本金 10 元,才能获得盈利 1 元。

假设:P 表示每股现行市价;D 表示每股年获股利;E 表示每股年税后利润,则有:

$$\text{市盈率} = P/E = \frac{D}{E} \div \frac{D}{P}$$

式中, $\frac{D}{E}$ 为股利倾向, 即股利占企业利润的比率, $\frac{D}{P}$ 则为上述股票股利收益率。如果 $\frac{D}{P}$ 不变, $\frac{D}{E}$ 变化, 则市盈率随着变化, 股票投资价值也随着变化。换言之, 如果股利倾向提高, 亦即股利占企业税后利润比率提高, 表示将降低公司增资能力或未来派息能力, 反之, 则表示可提高增资及未来派息能力。因而, 如果股利收益率不变, 企业利润的增减就可通过市盈率来表示股票投资价值的变动。

因此, 市盈率除股利收益率外, 加上企业利润作用衡量股票投资价值的尺度, 使投资者更易观察股票投资价值的变动。

一位美国证券投资专家曾指出, 若干年前, 10:1 的市盈率被华尔街金融界公认为是标准的市盈率, 但最近几年认为这个倍数太大, 不是安全的投资。目前美国金融界认为, 市盈率应是愈低愈好。从经验上说, 市盈率标准值应为 10 左右, 但从理论上讲, 市盈率越低, 投资股票的风险越小, 而实际上, 世界上许多国家或地区的股票平均市盈率都高于 10。

作为判断股票投资价值的尺度, 市盈率虽比股利收益率进步, 但也有它的缺点: ①在市盈率计算公式中, 所谓年税后利润, 是上年期的资料, 当年的无法知道, 所以严格地讲是不合理的。此外, 与股利收益率一样, 市盈率未能修正包含增资的优先认股权的股价。②股价与收益的关系为:

$$\text{市盈率(本益比)} = \text{股价} / \text{年获纯利} = \text{股价} / (\text{未分配盈余} + \text{股利})$$

取其倒数, 则:

$$(\text{未分配盈余} + \text{股利}) / \text{股价} = \text{未分配盈余} / \text{股价} + \text{股利收益率}$$

换言之, 以股价除未分配盈余所得的商加上股利收益率的倒数即为市盈率。未分配盈余并未分配给投资人, 而将它纳入计算公式中, 显然使市盈率偏高。因为股利收益率是现已支付给投资人的股利与股价之比, 所以它可与一般利率相比较并发生有机关联。但受一般利率影响的是派息率而非股利倾向, 所以本益比即市盈率不能跟一般市场利率水平发生有机关联且无客观标准。

虽然市盈率有这些缺点, 但作为一种收益指标, 仍有为数众多的西方国家以市盈率代替股利收益率作为国际比较之用。

4. 股票的预期收益率与股利收益率、资本利得获利率

从本节式(ii)即古登模式: $P_0 = d_1 / (k_s - g)$ 中, 进一步解 k_s , 在已知 P_0 、 d_1 及 g 的前提下, k_s 的预期值应为:

$$k_s = \frac{d_1}{P_0} + g$$

式中的 $\frac{d_1}{P_0}$ 为股利收益率, g 为股利成长率或称资本利得获利率, k_s 则为股票的预期收益率。就股利收益率而言, 乃是股利与股价之比, 在完全的市场里, 均衡的股利收益率会等于无风险证券的利率 i , 资本利得获利率可视为风险溢价 θ 。以致在均衡的条件下, 有:

$$k_s = i + \theta$$

股市汹涌波涛, 股价逐日变动, 而实际的股票的预期收益率可利用(ii)式去求取。

〔例 8.1.18〕某投资者于去年初购买某股票,每股价格 45.52 元,去年应配股利 2.60 元,依过去该股票的发行公司的每年股利成长 10%,则预期的股票收益率为:

$$\frac{2.60(1+0.10)}{45.52} + 10\% = 16.28\%$$

实际的股票价格每日有所变动,于是预期的收益率与实际收益率往往会有差异,甚至南辕北辙。若是今年的经济有了急速衰退的现象,这时股利维持 10% 的假定则不切实际。如果该投资者于去年底以 40.52 元的价格卖出股票,一年间他的资本损失为 5 元。则实际的收益率等于实际股利收益率 $\frac{d_1}{P_0}$ 加上实际投资利得收益率 $(P_1 - P_0)/P_0$, 即由式

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{d_1}{1+k_s} + \frac{P_1}{1+k_s} \text{ 知:} \\ k_s &= \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \\ &= \frac{2.60}{40.52 - 45.52} + \frac{-5}{45.52} \\ &= 0.0571 - 0.1098 \\ &= -5.27\% \end{aligned}$$

实际的股票收益率为 -5.27%。实际收益率与固定成长股票的预期收益率有显著不同,乃在于实际的股价是下跌的,而预期的股价是上升的。显然经济成长有明显异于以往时,理论模式的预期收益率与实际产生严重的分歧。

所幸的是,从长期的资料显示,经济虽无固定的成长率,除非有重大经济事故,否则经济的成长始终有一定规律可寻。从长期来看,视过去的成长率为未来的预期成长率,仍不失为对未来预期的一种理性判断。



第四节 证券投资风险与收益对比分析



一、证券投资风险与收益的辩证关系

证券投资的_{风险与收益}有密切的联系,一方面证券投资的风险越大,对收益的影响就越大,损失就可能越多,另一方面,证券投资的风险越大,投资者要求证券发行人付给的收益也就应越多。因此,一般说来,证券投资的收益与其风险之间存在着某种正向的函数关系,也就是收益高的证券,风险也大;而收益低的证券,风险也小。其原因在于:一般投资者都力图避免购买风险高的证券,结果高风险的证券就必须提供较高的收益报酬才能吸引投资者。相反,较安全的证券,大家都愿购买,只要付出不太多的收益报酬就能销售出去。

各种证券的收益率反映了以上所讲的一般关系,这在本章第三节第一部分证券收益概

述中已有论述。大致来讲,普通股的风险最大,优先股次之,公司债券再次之,政府公债的风险则最小,即,从风险角度,是普通股>优先股>公司股>政府公债;收益则顺同方向递增。如果将证券投资进行细分,则其收益与风险的关系如图 8.1.5:

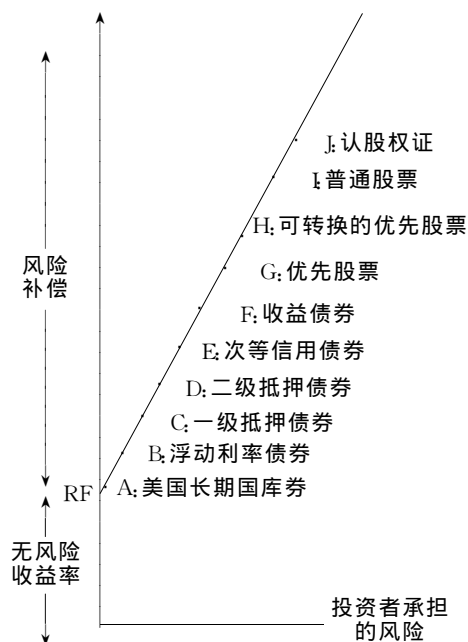


图 8.1.5 收益与风险的关系图

几十年来对各种不同投资所获收益的研究,也证实了资本市场对较具风险性的投资对象总是提供较高的利润。如对美国 1926~1973 年的资本市场的研究结果表明,各种证券的平均收益率分别是:普通股 9.3%,长期公司债 3.6%,国库券 2.2%。

二、风险与收益图

将风险与收益率加以量化,有助于投资分析,收益率原来就已经量化了,剩下的是如何将风险参数加以量化。如果我们把最没风险的资产——美国国库券,在风险量上赋予“0”值,就可以作为风险的衡量依据了,然后,我们再将股市的风险视为 1。如此具有 1.0 程度风险的投资对象即与整个股市的风险一样,具有 0.5 程度风险的投资对象也就等于具有股市风险的一半,以此类推。(这里主要是研究证券收益与风险的关系,证券风险的量化只是一种假设而非精确的数据。)

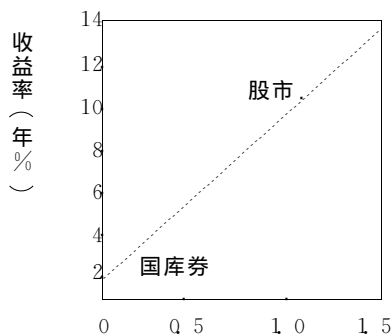


图 8.1.6 风险与收益图

如图 8.1.6 是一幅风险与收益图,纵坐标为收益率,横坐标为风险,股市风险定为 1.0。如此即可显示股市的收益率为 9%,风险程度为 1.0;国库券的收益率为 2%,而风险程度为 0。因为比起股票来,国库券实质上没有风险。

绘出图 8.1.6 只是为了显示前面所述各种不同证券的风险与收益之间的关系,并非是对未来收益的预测,因为事实上 2% 的国库券收益率是难以为人所接受的。

图 8.1.6 中从国库券到股市的那一条线,在财务学文献上称为“资本市场线”。它的解释很简单,线上每一点代表一种,部分为国库券,部分为普通股的投资组合。例如,在国库券与股市之间连线的中心点,代表 50% 国库券和 50% 股票的一种投资组合,这一投资组合具 0.5 的风险。这一投资组合的预期收益率为:

$$\begin{aligned} & 50\% \text{ 的国库券} \\ & (\text{收益率为 } 2\%) = 0.5 \times 2\% = 1.0\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & 50\% \text{ 的股票} \\ & (\text{收益率为 } 9\%) = 0.5 \times 9\% = 4.5\% \end{aligned}$$

总收益率为 5.5%

“资本市场线”建立可接受投资的界限。假设有人提供收益率为 7%,但风险与整个股市风险程度相等的证券,显然这是不合算的投资。在风险收益图上,当风险程度为 1.0 时,应提供 9% 的收益率,而 7% 的收益率偏低了。

结果“资本市场线”界定了可接受投资的上限与下限,也即,几乎所有的投资组合都必须落在这条线上,不可能超过“资本市场线”而获得远高于风险的收益,因为市场有效的竞价使任何具有优厚利润的证券,都会涨价而使收益率相对下降。也不可能低于“资本市场线”。“资本市场线”显示为什么投资者愿意承担风险,长期来说,资本市场对那些愿意且有能力承担风险的投资者,付出超额的利润。在过去几十年中,股票市场的超额利润约高出国库券 7%。为了获得这一超额利润,投资者必须在财务和心理上能够拥有风险性资产,因而超额利润也可视作证券的“风险溢价”。

三、系统性风险对证券投资收益的影响

前面已经讲过,风险划为两类:系统性证券投资风险和非系统性证券投资风险,它们对证券投资收益的影响是不同的。这里,先论述系统性风险对证券投资收益的影响。

系统性风险对证券投资收益的影响又可划分为两部分,一部分是系统性风险对证券所得收益的影响(所得收益即证券的股利和本金部分收益),另一部分是系统性风险对证券资本利得的影响,也即对资本收益的影响。

(一)系统性风险对证券所得收益的影响

系统性风险集中反映在购买力的变化上,无论系统性风险的来源如何,最终在市场上表现为购买力的变化和证券价格总水平的变化。而购买力变动主要对证券的所得收益(即股利、本金)发生影响。

购买力风险是根据收益的购买力来衡量的,购买力的增减和物价水平成反比关系,物价上升,购买力减少;物价下降,购买力增加。购买力的变化对所有证券的收益都有影响,但其影响程度视不同的证券而有所差异,下面分别论述之:

1. 购买力风险对普通股的影响

普通股的收益是不固定的。当通货膨胀严重、物价猛烈上升时,股票发行公司的收益会随其产品价格的上涨而增加,虽然此时的生产费用也会上涨,但其净收益仍会比以前增加,因此,股票红利的支付额也将随之增加,从而引起股票市场价格的上升,这时投资普通股的投资者往往取得较多的收益,因而购买力风险一般情况下不会使普通股的持有人遭受损失。在价格水平下降时,一般公司的收益将会缩小,原因是产品销售价格下降,纵使生产费用的开支数额也有所减少,但其净收益的数额也会减少,这样,支付红利的数额也将减少,进而股票价格下跌,普通股持有人的收益必将下降。总的来看,普通股票的价格和红利,在物价上升时,有增加的趋势;在物价下降时有减少的趋势,但应指出,这种现象对不同股票的影响程度是不一样的。有些股票的红利增加较多,有些则少。

购买力风险对不同股票的影响程度不同,是因为公司的盈利水平要受多种因素的影响,如市场的销售竞争、生产效率、公司本身的资本构成和经营状况等,而不是仅仅受物价变动的影响。在产品价格上升时,有些产品的价格上升多一些,有些会少一些,从而导致在价格普遍上升中每个公司收益的不同。再从生产费用开支来看,每个公司的成本减少程度也是不同的,有些公司的成本开支大一些,有些则小一些。特别需要指出的是公用事业公司的股票通常受购买力风险的影响较大,因为这类公司的产品价格为国家所控制,它的价格变动通常在一般物价水平的变动以后。

2. 购买力风险对优先股和债券的影响

由于优先股和债券的收益具有固定的特点,因而它们的购买力风险也越大。价格水平与优先股和债券的收益成反比关系,社会物价水平上升,优先股和债券的实际收益减少;反之,物价水平下降,优先股和债券的实际收益增多。举例来说,假定某一时期物价上涨50%,对于优先股和债券的投资人来讲,他们所获收益的购买力将损失一半,他的本金也将损失一半。如果物价水平下降50%,将会使本金和收益均增加50%。

（二）系统性风险对证券资本收益的影响

系统性风险对证券资本收益的影响主要表现在由于市场利率的波动而使所有证券价格上下波动,当某一个股价高点(低点)低于前一个股价高点(或低点)时,在前一个高点前后购买的股票在此之间的资本收益全部为负数,投资者并没得到股票买卖的差价收入,反而发生了亏损。利率风险对债券的影响要次于对股票的影响,但长期债券对利率变动的敏感性则要大于短期债券。利率上升,长期债券遭受的损失大于短期债券;利率下降,长期债券获得的收益要高于短期债券。

四、非系统性风险对证券投资收益的影响

（一）非系统性风险对证券所得收益的影响

非系统性风险集中反映在公司的财务强度变化(财务风险)上。财务强度又叫财务实力,是公司财务状况好坏的一种反映。财务强度对证券收益的影响表现在支付股利或债息的能力上。支付无力或者不履行债务会使投资者的股利或债息收入受到不同程度的影响。

1. 财务风险(违约风险)对普通股的影响

一旦公司因为盈利增加,红利的支付便呈现趋于增加的现象,同样,如果公司盈利下降,对普通股红利的支付便呈减少的现象。公司的盈利水平与普通股的收益,基本上是正比例关系。

2. 财务风险对优先股的影响

由于大多数的优先股是非参与性优先股,如果公司盈利水平欠佳,则就要停止优先股股息的支付。但在一般情况下,如果公司不是特别困难,则要保持股息的支付,若不能支付,也不能视为赖帐,原因在于优先股多为累积性的优先股,暂不付红利,待以后公司盈利情况好转时再行支付。但当公司盈利增加时,由于优先股的股息是固定的,故不能享受盈利增加带来的好处。

3. 财务风险对公司债的影响

公司债是公司的第一债权人,在通常情况下,公司债的利息都能按期支付,即使在盈利巨额下降的情况下,也不会减少对公司债持有人的利息支付,因而,它所受影响,远比普通股股票要小。这是因为:①公司债是发行公司的一种契约债务,如果公司不能按照契约的规定作全额的支付,它的信誉将受到毁灭性的打击,因此,公司会尽一切努力保证利息的支付,当然如果公司破产倒闭则另当别论;②公司债发行公司对所需的利息支付,常保持一定数量的准备金来应付这种需要。正因为如此,公司债的利息支付较少发生停止支付的现象。但是另一方面,却不能享受公司收益增加的好处。

（二）非系统性风险对证券资本收益的影响

非系统性风险对证券资本收益的影响主要是非系统性风险导致个别证券价格水平的波动,从而给投资者的资本收益带来影响。

非系统性风险主要来源于两个方面:经营风险和财务风险,企业经营状况的变化最终还是反映到财务实力的变化上,通过财务报表的各种指标的变化表现出来。

非系统性风险对股票价格的影响较大。普通股股票的价格常常因公司盈利水平的变动

而升降,当盈利上升时,公司分派的红利增加从而引起普通股股票价格的上升。相反,当公司盈利下降时,公司派发的股息减少,亦会引起普通股股票价格的下降。公司盈利水平的高低,同样会引起优先股股票价格的升降,二者呈相同方向变动,但变动的幅度较小,原因在于优先股的股息是固定的,盈利水平对其股票价格的影响是有限的。

公司债发行公司的财务状况足以使公司债的价格变动。盈利上升时,公司债的价格上升,因为这时利息的派发更有保证,风险降低,投资者愿意支付较高的价格;反之,盈利下降,使利息派发的可能性降低,投资者便不愿付出较高的价格。应该指出的是,信用评级高的公司债,公司盈利水平的变化对其影响较小,但对信用评级较低的公司债影响较大,在其处于不能履行债务风险的边缘时,财务风险很大,投资者纷纷退出,将引起价格的大幅下跌。而一旦公司盈利增加,财务风险减少,也可引起价格的剧烈上升。

由于证券(股票)的增值收益取决于公司盈利水平的变化,公司实有资本的增加和公司的发展战略选择,主观因素相对较浓。至于各类证券风险对证券增值收益的影响则是间接的,因为各类风险首先直接作用于企业经营状况和盈利水平本身,然后才是证券的帐面价值。

第二章 证券投资风险的定量分析与评估

第一节 证券投资风险预测 :方法与技术

一、证券投资风险预测的依据

证券投资风险依据什么进行预测,是实现预测结果有效性的关键。如果以范围广、比较粗略的经济现象和经济指标作为预测的依据,就很可能花了大量的人力、物力、财力,所得出的预测结果不一定适用,准确性差;如果以范围太狭窄、太具体的经济活动和经济数据作为预测的依据,就很可能使预测结果带有一定的片面性,从而错误地把个别证券的风险视为整个证券市场的风险。因此,紧紧把握住与证券投资风险密切相关的经济现象和经济指标,作为各类证券投资风险预测的依据,可以使预测工作简便、准确,从而为进一步防范证券投资风险提供一个正确的方向。

各类证券投资风险可分为两大类:系统性证券投资风险和非系统性证券投资风险。系统性证券投资风险是导致整个证券市场的证券价格波动的风险,是企业本身所不能控制的风险。系统性证券风险的来源主要是:国际政治风险及外汇风险、利率风险、通货膨胀(购买力)风险、市场周期波动的风险等。从导致系统性风险的因素可以看出,对证券投资系统性风险的预测,应主要依据:

(1)经济的发展及循环变动。我们知道,一国经济的发展并非一帆风顺,其发展速度也难以做到均衡的增长。经济发展总是呈现周期性波动的特点,这同时也给证券投资带来了不稳定性。经济发展的周期性和某一段时期的特殊性是造成证券投资市场周期波动风险、购买力风险等的主要因素。

(2)国家政策变动。国家政策的变动往往导致证券投资的_{政治}风险、_{外汇}风险、_{利率}风险和_{购买力}风险等这类系统性证券风险,特别是国家的_{财政}、_{金融}政策,更是对_{利率}、_{汇率}和_{物价}水平有直接的影响。同时,政策性的因素还间接影响个别企业的经营活动和盈利水平(如对某产业的扶持政策、税收优惠政策等),从而导致证券投资的非系统性风险。

证券投资的非系统性风险是某个产业或企业独有的风险,表现为证券市场上个别证券价格的剧烈波动。导致非系统性风险的因素主要是企业的经营风险和违约风险(或财务风

险)。因此,对证券投资非系统性风险的预测应主要依据:

(1)企业的经营状况和财务能力分析。对企业经营状况和财务能力的分析,其本身既是对上一次投资的跟踪、检查和评估,又是对下一次投资的调查、预测和研究,是对投资这一企业的风险进行全面预测的重要参考指标。

(2)对多个行业进行分析。从多个行业的经济结构入手,分析行业中各类企业数量、产品性质、价格控制程度等因素,了解各个企业在行业中所处的地位及行业的发展前景,进一步对各行业的证券进行正确的预测。事实上,行业所处的地位与企业的经营状况和盈利前景密切相关,作行业分析实际上同时也是对行业中个别企业进行分析。

另外,对各类风险的预测,还可依据证券投资技术分析的结论。证券投资技术分析不仅仅是分析某种证券或证券市场的现状,而且更重要的是描述某种证券或证券市场的发展趋势。证券投资的技术分析是直接对证券价格变动的分析,特别是其中的图表分析,在图上,经济活动的潜流都直观化、表象化了。通过技术分析体现的是证券投资总风险对证券价格的影响,是各种风险因素综合地作用而产生的结果。因此,证券投资技术分析是把各类证券风险预测最终化为对证券价格变动趋势的分析和预测,其中涵盖了各种系统性及非系统性证券投资风险的还有心理因素等对证券价格的影响,因而是较准确地进行证券投资总风险预测的依据。

二、证券投资风险的预测方法

依据前面所述,证券风险的预测主要包括政治风险的预测、经济形势及发展方向的预测、对行业及企业发展的预测和对证券价格变动趋势的预测。其中,导致证券投资系统性风险的政治因素,是很难选用合适的指标和数据进行预测的,一般只有根据新闻媒介的消息及各种政治评论进行分析判断,而事实上像政权更迭、战争甚至自然灾害这类事件并不经常发生,所以对这类风险的预测这里略去不讲。

对经济形势及发展方向的预测包含了对市场利率、汇率、物价水平(通货膨胀风险)、经济周期波动这类系统性证券投资风险的预测,因此,经济预测在系统性证券风险预测中至关重要。

对行业及企业发展的预测则着重于行业成长周期的分析和企业财务能力的分析,因为这直接关系到企业的经营状况和盈利能力,因而实际上也是对经营风险和财务风险这类非系统性风险的预测。

通过技术分析掌握证券价格变动趋势,则是对各类证券风险作用结果的一种综合分析预测。

以下分别介绍:

(一)经济分析及预测

分析经济形势,预测经济活动变化趋向的主要方法,是取得和分析主要经济指标。经济指标的实际数值,可从政府、大的投资服务机构等编发的各类期刊或报告册中获得。

(1)国民生产总值(GNP)。这是衡量经济总体形势时最广泛地采用的指标。剔除通货膨胀因素之后,GNP增长速度适宜,就代表经济繁荣,前景乐观。构成国民生产总值的具体

前景乐观。但在这一阶段的后期,销量增长明显减速,直接地获取高额利润的机会减少。接着到来的阶段为“稳定阶段”,企业数量减少,市场稳定,风险减小。

39																			
38																			
37																			
36																			
35																			
34																			
33																			
32																			
31																			
30																			

图 8.2.1 产业周期

该阶段持续较长一个时期以后,转而进入“衰落阶段”,市场规模和利润都过了最高点而向下滑动,行业日趋没落。但却也有可能重新恢复活力。例如石油价格高涨,曾使煤炭行业在长期不景气之中突然重现了生机。

根据上述各阶段中行业的特征,我们进行行业分析时,可以首先找出其产业周期的位置,然后即可得出其前景如何,向该行业的企业进行投资到底风险有多大(主要是经营风险)。例如,行业处于成长周期的创业阶段时,如果对其投资,只有有限的几个企业可供挑选,并且该行业投资风险很高,另一方面,这种投资也可能会带来巨大的利润。

(三)企业财务分析

主要是对企业财务报表及相关指标的分析。企业的财务报表,是按照财务制度的要求,根据日常核算资料定期编制的一整套报表的总称。资产负债表和损益表是两个最重要的会计报表。通过企业财务分析,可以深入了解企业经营状况和盈利能力,并对能投资企业的证券的经营风险和财务风险作出正确的预测。

资产负债表是反映一企业在某一特定日期(往往是年末或季末)的财务状况的静态报告。表 8.2.1 是 AB 公司 1989 年和 1990 年末的资产负债表。

可以看出,资产负债表由资产与负债两部分组成。上半部分为资产方。资产是指公司所拥有或所掌握的,以及其他公司所欠的各种资源或财产,主要包括流动资产(现金、应收帐款、存货)、固定资产、长期投资和无形资产四种。资产负债表的下半部分,是公司的负债与净值。负债表示公司所应支付的所有债务,它又分为流动负债和长期负债两个主要组成部分。流动负债主要包括应付帐款、应付票据、应费用和应付税款等一年以内到期的债务,长期负债包括应付债券、抵押借款等项目,它是公司一年以上到期的债务。公司的净值即股东权益,是在偿清各种债务以后,公司股东所拥有的资产价值。资产、负债、股东权益三者关系是:资产=负债+股东权益。

表 8.2.1 AB 公司资产负债表

单位(千元)

	1989	1990
资产		
现金	11310	19648
应收帐款	85147	118415
存货	91378	118563
其他流动资产	<u>6082</u>	<u>5891</u>
流动资产总额	<u>193917</u>	<u>262517</u>
固定资产(净额)	94562	115461
其他长期资产	<u>5899</u>	<u>5491</u>
资产总额	2 <u>94468</u>	3 <u>83469</u>
负债与净值		
应付帐款	47460	62725
应付票据	4680	17298
其他流动负债	<u>8132</u>	<u>15741</u>
流动负债总额	60272	95764
长期负债	<u>1276</u>	<u>1917</u>
负债总额	<u>61548</u>	<u>97681</u>
优先股	0	2088
普通股	26038	26450
资本公积	45883	63049
保留盈余	<u>160999</u>	<u>194201</u>
净值总额	<u>232920</u>	<u>285788</u>
负债与净值总额	2 <u>94468</u>	3 <u>83469</u>

损益表则是反映公司在一段时期(通常是一年、一季度或一月)之内各项收入、费用以及纳税情况的财务文件。下表是 AB 公司 1989 年和 1990 年各个会计年度内的收入与盈利。

表 8.2.2 AB 公司损益表

单位(千元)

	1989	1990
销货收入	375088	479077
其他收入	2963	3017
总收入	<u>378051</u>	<u>482094</u>
销货成本	184507	223690
销货费用	103975	125645
管理费用	36290	48114.4
息、税前收入	<u>53279</u>	<u>84644.6</u>
利息费用	8985	13604.6
税前净利	<u>44294</u>	<u>71040</u>
所得税	20413	52579
税后净利	23881	38461

可以看出,损益表由三部分组成:①由销货收入和其他收入组成的总收入;②由与产生收入有关的各种各样的费用组成的费用总额;③收入与费用间的差额即净利。

企业财务报表除了资产负债表和损益表外,还有财务状况变动表和股东权益变动表,后两种是前两种的衍生报表,这里不一一介绍。

利用公司财务报表进行公司经营能力的分析,方法很多,常见的是采用比较分析法和比率分析法。比较分析法根据比较基准的不同,又分为水平分析和垂直分析。水平分析是将财务报表上的各项数据与某基年的数据进行比较,这种分析方法又称同积分析,它可使投资者了解企业资金变动的情况和趋势;垂直分析是将财务报表上各项目与某一基数(例如资产总额或销售总额等)进行比较,以反映同一财务报表各数据项目间的关系,这是种纵向分析,又称作项目组成百分比分析。对资产负债表和损益表均可进行垂直分析和水平分析,以损益表为例,以下两表分别是 AB 公司的垂直分析损益表和水平分析损益表:

表 8.2.3 AB 公司垂直分析损益表

	1989	1990
销货收入	100.0	100.0
销货成本	<u>49.2</u>	<u>46.7</u>
销货毛利	<u>50.8</u>	<u>53.3</u>
销货费用	27.7	26.2
管理费用	9.7	10.0
利息费用	<u>2.4</u>	<u>2.9</u>
费用总额	39.8	39.1
其他收入	<u>0.8</u>	<u>0.6</u>
税前净利	11.8	14.8
所得税	<u>5.4</u>	<u>6.8</u>
税后净利	<u>6.4</u>	<u>8.0</u>

表 8.2.4 AB 公司水平分析损益表

	1989	1990
销货收入	100.0	127.7
销货成本	100.0	121.2
销货毛利	100.0	134.0
销货费用	100.0	120.8
管理费用	100.0	132.6
利息费用	100.0	151.4
费用总额	100.0	122.4
其他收入	100.0	101.8
税前净利	100.0	160.4
所得税	100.0	257.6
税后净利	100.0	161.1

以上 AB 公司损益表的垂直分析和水平分析采用的是 1989 和 1990 年底两年的统计数

AB 公司 1990 年资产负债比率为 $97681/383469=25.5\%$ 。该比率说明对债权人之债权的保障程度。资产负债比率越低,则保障程度越高。

$$(2) \text{资产净值比率} = \frac{\text{自有资金(包括股东权益)}}{\text{资产总额}} \times 100\%$$

AB 公司 1990 年资产净值比率是 $285788/383469=74.5\%$ (这里,自有资金即资产净值)。该指标表明总资产投资中依赖自有资金的比重,该比率愈高,说明公司主要靠自有资金经营,对债权人权益的保障性能愈高。

2. 经营能力比率分析

经营能力比率衡量一个公司使用资源的效率,常见的指标如下:

$$(1) \text{存货周转率} = \frac{\text{销货成本}}{\text{平均存货余额}}$$

式中,平均存货余额为期初、期末平均数。AB 公司 1990 年的存货周转率为:

$2236901(\frac{91387+118563}{2})=2.13$ 。存货周转率反映一个公司的存货经由销售转化为应收帐款的速度。当存货周转率过低时,表明存货移动很慢。但太高的存货周转率也可能表明公司的存货水平过低而导致经常缺货或者订购量小、采购次数频繁。

$$(2) \text{固定资产周转率} = \frac{\text{销货收入}}{\text{固定资产净值}}$$

AB 公司 1990 年的固定资产周转率为: $479077/115461=4.15$ 。该比率需与公司以往的水平 and 同业平均数比较,才能显示公司是否充分利用了它的生产能力。一般固定资产周转率越高越好。

$$(3) \text{股东权益周转率} = \frac{\text{销货收入}}{\text{股东权益(或净值)}}$$

该指标用以衡量资本的营业活动能力。AB 公司 1990 年的股东权益周转率为 $479077/285788=1.68$ 。

3. 盈利能力比率分析

$$(1) \text{资产报酬率} = \frac{\text{税后净利}}{\text{有形资产总额}} \times 100\%$$

AB 公司 1990 年资产报酬率为: $(38461/383469) \times 100\% = 10.03\%$ 。该指标综合反映了一个公司的营业效率,表明该公司使用全部资源的获利能力,故又称有形资产收益力。

$$(2) \text{销货净利率} = \frac{\text{税后净利}}{\text{销货收入}} \times 100\%$$

该指标反映了一个公司在考虑了所有费用及所得税后的相对效率。AB 公司 1990 年销货净利率为: $(38461/479077) \times 100\% = 8.03\%$ 。

$$(3) \text{普通股报酬率} = \frac{\text{税后净利} - \text{优先股股利}}{\text{净值} - \text{优先股面额}} \times 100\%$$

AB 公司 1990 年的普通股报酬率为:

$$\frac{38461}{283700-2088} \times 100\% = 13.66\%$$

它是反映普通股帐面投资获利能力的指标。

对于一个公司的盈利能力,投资者要将它与同行业其他公司或行业平均水平相比才具意义,这样也才能更清楚地判断该公司在同行业中的地位,进而了解所投资公司证券所具有的经营上的风险。

4. 发展能力比率分析

发展能力比率是预测企业发展的前景和潜力的重要指标,常用的有:

$$(1) \text{销货成长率} = \frac{\text{本期销货收入} - \text{基期销货收入}}{\text{基期销货收入}} \times 100\%$$

$$\text{若以 1989 年为基期,则 AB 公司 1990 年的销货成长率为: } \frac{479077 - 375088}{375088} \times 100\% =$$

27.72%

销货成长能力是分析公司发展程度的指标。

$$(2) \text{税后净纯利增长率} = \frac{\frac{\text{本期税后净利} - \text{基期税后净利}}{\text{基期税后净利}}}{\text{基期税后净利}} \times 100\%$$

$$(\text{AB 公司}) \text{税后净纯利增长率} = \frac{38461 - 23881}{23881} \times 100\% = 61.05\%$$

税后净利是公司经营在考虑税收因素上的最终结果,净利成长趋势反映公司发展后劲。如果各年的净利成长率均高于销货成长率,就说明公司在经营过程中成本、费用控制合理、效益日益提高。

以上四个方面的指标是从不同侧面,测定公司的经营力、安全力、盈利力和发展力,也就是考核企业生存、发展、壮大的能力,这便于投资者了解证券发行公司的全貌,并通过运用不同的指标洞察和预测证券投资的风险。

预测不是凭空产生的,可以以趋势推算法对企业未来经营规模、收入、生产成本、销售及管理费用、利息、应纳税额等分别进行估测,所有的估测合起来就形成了对企业未来的利润额的预测。利润额的预测至关重要,因它直接与证券的收益和风险相联系。如果想省些事,也可以只推算销售收入,然后以一定比例折算利润。销售收入和利润的关系可采用过去 3 年的平均数。常用的趋势推算法有移动平均法、回归分析法、时间序列分析法。

(四) 技术分析

如前所述,通过以财务分析为中心的经济性分析,可大致了解证券价格变动的方向、涨跌的幅度等。而技术分析是以股票市场的技术性强弱变动为分析对象。技术性分析者认为,股票在市场上的价值,取决于供需状况的变化。而影响供需的因素颇多,且投资人所扮演的角色随股价波动而改变,鉴于股价因素太复杂,于是技术分析者专注于股价的历史轨迹,从过去股价的波动、成交量的增减等技术性演变因素衡量出证券市场的购买力等,并对股票未来价格的变动进行预测。

这里需要注意的是,技术分析是专门对股票价格走势的分析,股票价格相对于债券价格来说,波动更为频繁、剧烈,股价的变化对各种风险因素反应灵敏,其涨跌也是没有限度的。不像债券,其市场价格不会偏离其面值太大,且越接近偿还期,其价格越具稳定性。因此,对

股票价格的技术分析具有很大意义。它不仅可以预测未来股价运动趋势,而且还可由此确定买卖股票的时机。(如果是对单个股票价格的技术分析,则预测该种股票运动趋势;如果是对股价指数或平均数的技术分析,则预测股市的运动趋势。)

技术分析的方法很多,依据西方国家现行的做法,常见的有:道氏理论确证法、K 线分析法、OBV 线分析法、移动平均分析法、抵抗线法和点形图法等,现分别介绍如下:

1. 道氏理论确证法

道氏理论就是利用道·琼斯铁路工业股价平均数的分析与解释来预测工商业活动的变化。道氏理论认为,证券市场的股价变动趋势必有三种现象互相协调移动:①原始移动,又称长期趋势,表明证券价格上涨或下跌的主要趋势;②次级移动,又称中期趋势,它是原始移动的中间性离心变化,是证券价格的反弹现象;③日常移动,又称短期趋势,指市场内的每日证券价格微小波动。

道氏理论确证方法主要有两个:

(1)利用线路来确证。市场经过一定程度的上涨或下跌以后,证券价格平均数的波动幅度将停滞于某一范围以内。利用线路确证的方法,就是对数月内的平均数狭窄范围内画出线路,从而确定移动的未来趋势。要是证券价格被抬高或压低到这一范围以内时,买卖双方的力量已经接近相等。要是一旦跳出画线范围呈上升趋势,则表明证券价格上涨信号。反之,则表明下跌信号。图示如下:

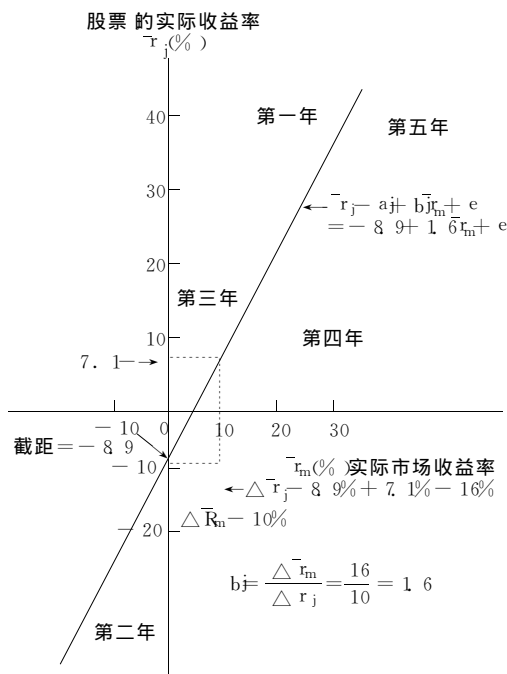


图 8.2.2 道氏理论确证法

(2)利用平均数来确证。道氏理论是道·琼斯工业平均数与铁路平均数比较其变动趋

向,当其中一种平均数造成新高峰,而另一种也随之产生新高峰时,就确证证券价格上扬。当工业平均数显示下倾信号,而铁路平均数也随之下落时,就确证证券价格下落。

2. K 线分析法

K 线分析法起源于日本德川幕府时代的大阪堂岛米市交易,后来利用证券的开盘价、最高价、最低价,以及收盘价变化的情况来作为买进卖出的信号。

一般的作法是把每天证券的开盘价、最高价、最低价和收盘价展示在图形纸上,再将开盘价和收盘价之间涂上黑色或红(白)色,以表示当天收盘价低于或高于开盘价。如图 8.2.3 中,某两种股票价格变化情况为:

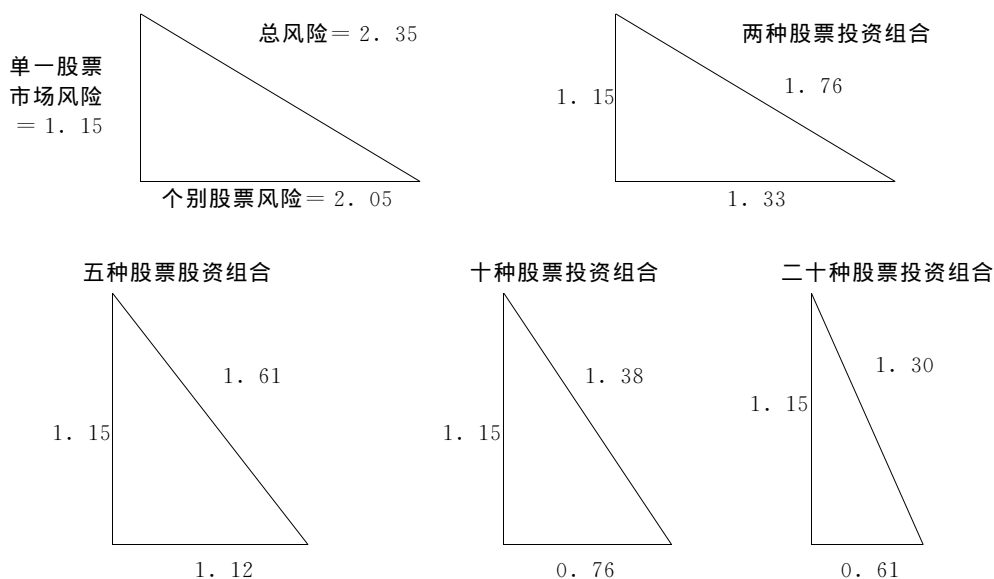


图 8.2.3 K 线图

把某一公司一定时期每日股票价格变动连续画出来就是 K 线图,如图 8.2.4,红色图增多,且矩形愈拉愈长,证券价格呈强烈的上升信号;若矩形愈来愈短,证券价格是稳中有升。黑色图的出现并增多,且矩形由短而长,则表示证券价格由稳中有降到强烈下降的信号。

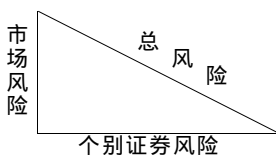


图 8.2.4 K 线分析法

3. OBV 线分析法

K 线分析法是以成交价格为分析对象,而 OBV 线分析的对象则是成交量或成交值。OBV 又称成交量净额,OBV 的计算所需资料为收市价与当日成交量。当今日收市价比昨日收市价高,今日的成交量为正数累积滚存;当今日收市价比昨日收市价低,今日成交量即为负数累积滚存。再与 OBV 数值相加即为今日新的 OBV 数值。参见表 8.2.5:

表 8.2.5 OBV 算法

日期	每日收市价	成交量	OBV(累积成交量)
1	27.09	—	—
2	27.15	+3000	+3000
3	27.22	+2500	+5500
4	27.07	-800	+4700
5	26.85	-1200	+3500
6	27.01	+2500	+6000

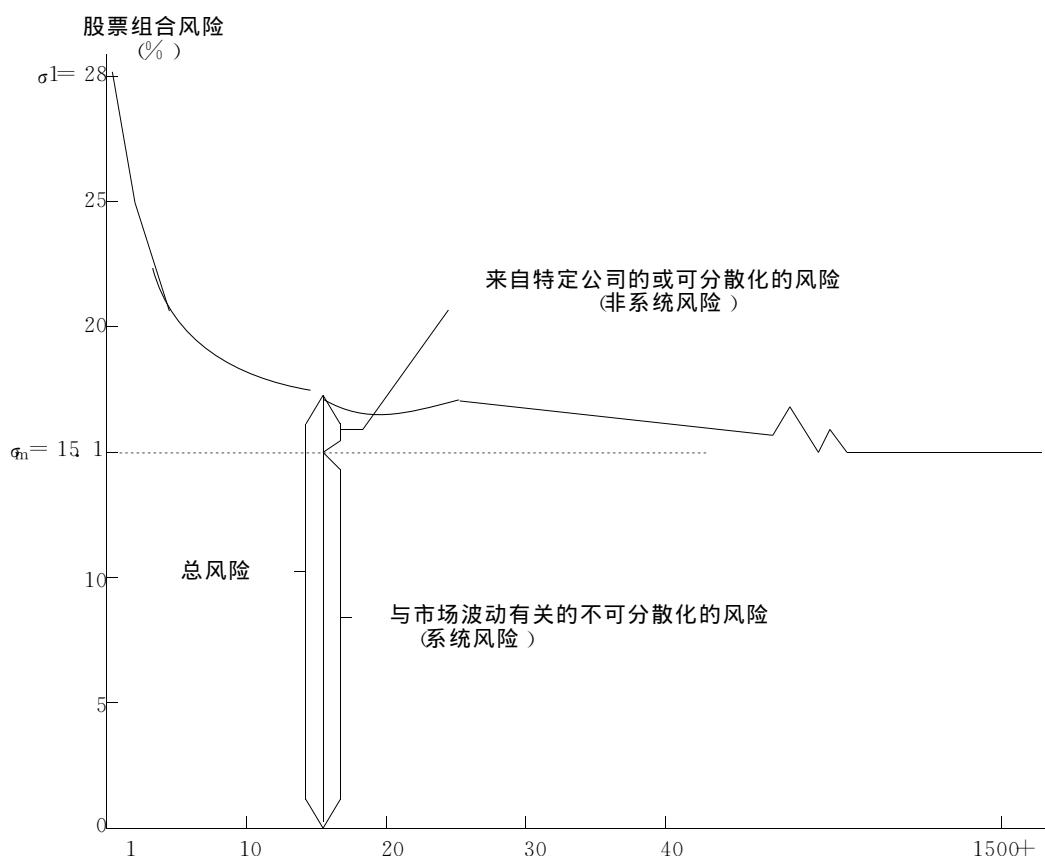


图 8.2.5 OBV 线图

若以日期为横坐标,以成交量为纵坐标,计算 OBV,并逐日标出,其连接线就是 OBV 线。如图 8.2.5 所示。

OBV 线向上凹,且愈来愈上翘,则表示证券价格强烈上升,其成交量随涨势增大;OBV 线向下凹,且愈来愈下翘,则表示证券价格下降,其成交量随降势而减。

4. 移动平均线分析法

移动平均线分析法和 K 线分析法相类似,都是以曲线形状来判断其发展趋势。移动平均线法是将一般收盘价应用统计学的移动平均法,来求得平滑的曲线。普通所用的移动平均线有当日平均价、6 日平均价、10 日平均价、30 日平均价等。其目的是找出平均成本,将每日的各种平均线联接起来,即成为一个股价趋势图。如图 8.2.6 所示:

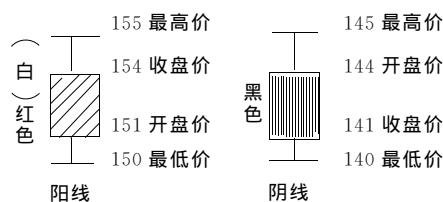


图 8.2.6 移动平均线图

各种平均价所绘出的股价趋势线,都有其特定意义。一般股价分析者,通常多以 6 日、10 日平均线作为分析股价走势的依据。因这二种平均线最接近当日平均价,对于预测短期行情的动向很有帮助。

5. 抵抗线分析法

抵抗线分析法是试图找出证券价格在某时期的上、下限,以便作为买进卖出的准则。一般市场上所谓上值抵抗线,是指证券价格上升到了那个水准后,就有很强的卖出压力,使证券价格无法再上升。而下值抵抗线,则指证券价格下跌到某个水准,就有很强的反弹力量。至于抵抗线形成的地带及抵抗线的位置,一般是证券转手次数多的价格区域,也就是抵抗线多的区域,人们称之为密集地带。当证券价格升至最高线时,证券价格将以此线为上值抵抗线。当证券价格下降,跌至最低线,证券价格将以此线为下值抵抗线。

6. 点形图分析法

点形图不是用坐标来表现价格变化,而是通过小方格来表示。当每次股价上升时,用“×”表示,价格每上升一个单位,使用一个小方格表示。假如价格上升多个单位,便须一次打多个“×”,若是价格上升不足一个单位,则用不着打任何记号。每次价格下降,用“0”来表示,价格每下降一个单位,便在相应的小方格中填上一个“0”,下降多少个单位就须填上多少个“0”。当价格朝相反方向变化时,则另起一列。小方格中的阿拉伯数字表示月份。如图 8.2.7 所示:

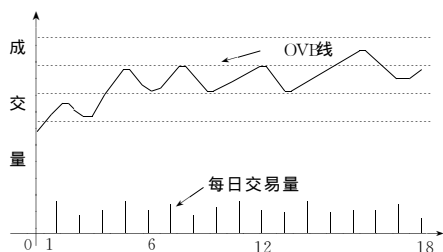


图 8.2.7 点形图

投资者通过上述点形图作为依据来分析股价走势：首先要寻找“×”、“0”的密集区域，如图中证券价格在 31—34 中徘徊，为密集域。突破密集域的顶部就是证券价格上升的信号；跌破密集域的底部，就是证券价格下降的信号。

此外，还有升降线分析法、信心指数分析法、零沽理论分析法、相对强度分析法等，这里不再一一细述。

三、证券投资风险预测的内容

(一) 长期趋势的预测

1. 长期上涨趋势的预测

从技术分析中显示的强烈上升信号，主要有：①证券价格上升曲线突破长期下跌趋势线；②价格曲线在下值抵抗线形成坚强的原始反弹形态，而且向上突破原始趋势线，使价格加速上升；③成交量大幅增加，OBV 线位于最低点；④每日平均线与 6 日、10 日平均线经过长期的向下平行发展后，每日平均线开始向上穿过 6 日及 10 日平均线，且 6 日平均线与 10 日平均线交于每日平均线下方；⑤价格在加速下跌时，逐渐远离趋势线，并且发现一段时间无任何交易，有不再下跌的迹象。

从财务分析来看，预估证券发行企业当期纯利润或股利、债息所计算出来的获利率，可与以往资料比较，看证券价格是否已到低价范围内。

从经济发展前景来看，以下各点均有可能出现：国家颁布经济稳步发展的政策和发表的好消息；国际收支状况良好；就业量扩大；企业留利额大幅度增加，偿债能力增加；市场物价平稳，商品销路畅通；中央银行放松银根，市场货币供应量增多；社会安定等。

2. 长期下跌趋势的预测

从技术分析中显示的强烈下跌信号，主要有以下方面：①证券价格曲线向下突破长期上升趋势线；②价格曲线在上值抵抗线形成明显的原始下跌反转形态，并且向下突破原始趋势线，使价格加速下降；③成交量随形态变化而大幅增加，且交易量越大，价格越低，OBV 线达到最高点；④价格在加速上升时逐渐远离趋势线，并且出现在一段时间里无任何交易，有下落的迹象；⑤每日平均线与 6 日、10 日平均线经过长期的向上平均发展后，每日平行线开始向下穿过 6 日及 10 日平均线，且 6 日及 10 日平均线相交于每日平均线上方。

从财务分析，预估企业股票或债券的获利率，是否已到过去的高价范围，同时注意企业

的偿债能力及流动比率等,是否发生偿债困难。

从经济发生紧缩前兆来看,有可能:国家采取紧缩政策,提高利率;通货膨胀严重;不利的政治、外交、贸易形势等。

(二)中期趋势的预测

证券价格在长期趋势的变动过程中,大约会出现 2—4 次中期改正变动,这种改正变动使上升的多头市场价格跌落,使下跌的空头市场价格回升,其持续时间通常在 2 周至 3 个月之间。中期趋势产生的原因是:证券价格在长期上涨或下跌趋势中变动过速,超越了实际经济繁荣或衰退的合理范围,或是市场技术性强烈与技术性软弱形势的互变。

1. 中期下跌趋势的预测

中期下跌趋势的先兆,可能表现为:①证券价格从原始方向上涨的幅度已超过了前一个形态所给予的力量;②价格向上变动趋势正受到逐步增加的阻力;③价格曲线加速上升远离中期趋势;④价格加速上升过程中出现一段时间停止交易;⑤价格上升途中逐渐减缓力量,并呈弧形,向中期趋势线接近;⑥出现了近期内的最高交易量,OBV 线向上凹力强;⑦价格每日平均线加速远离 6 日及 10 日平均线;⑧计算的获利率和股息率上升的幅度已超过了合理标准。

2. 中期上涨趋势的预测

从中期上涨趋势的先兆来看,主要有以下几方面:①证券价格从原始方向下跌的幅度已超过了前一个形态所给予的力量;②价格向下变动趋势已受到阻力,且愈来愈强;③价格曲线加速下跌,逐渐远离中期趋势线;④在加速下跌途中出现一段时间停止交易;⑤价格在下跌途中逐渐减低速度,并呈弧形向中期下跌趋势线接近;⑥成交量大幅减少,出现近期内的最低潮或是已由最低潮逐渐增大,OBV 线向下凹力强;⑦价格每日平均线加速远离 6 日或 10 日平均线;⑧计算的获利率或股息率下跌幅度已超过合理标准。

(三)短期变动的预测

短期变动绝大部分是市场技术性操作而造成。从短期上升变动的起点来看,也就是从短期下跌变动终止信号判断,有以下几方面:①证券价格下跌受阻,成交量相对减少或至较低点;②每日平均线在中期上涨趋势中,下跌接近 10 日平均线,或在中期下跌趋势中,向下远离 10 日平均线;③价格在连续的跌势中,成交量萎缩,并出现反弹的现象;④市场传出增产增收的消息,使价格止跌。

从短期下跌变动的起点看,也就是从短期回升变动终止的信号判断,有以下几方面:①证券价格上涨受阻,成交量相对的增大至高峰;③价格在上涨途中,出现几天无交易;③每日平均线在中期上升趋势中,向上远离 10 日平均线,或在中期下跌趋势中,上升接近 10 日平均线;④价格在大涨之后,出现反弹迹象;⑤市场传出减产减收消息,使价格涨势缓和。

第二节 证券投资风险的相关因素分析

一、市场利率风险与证券投资

(一) 概说

利率是一定时期内利息额同借贷资金额的比率。在资金的借贷市场上,利率被看作是资金的“价格”,也可以说,利率是一个国家货币在供求相等时的价格。一般说来,商业与信贷的扩张、银根紧缩时期,利率较高;在经济萧条或停滞时期,货币贷款需求下降,利率则急速下降。但在特殊情况下也有可能出现反常,当通货膨胀率极高,投资者强烈要求提高货币价格以补偿购买力损失,20世纪80年代初在美国就曾出现过这种反常现象。市场利率水平受多种因素的影响,利率的频繁变动更是引致了多种投资风险。

证券投资的利率风险就是指由于市场利率的波动可能给证券投资者带来的损失。因为,证券的交易价格通常不是按证券的票面价值而是按其市场价格来进行的,而证券的市场价格的决定因素之一便是市场利率:

$$\text{证券价格} = \frac{\text{实际年收益}}{\text{市场利率(年)}}$$

因此,当实际收益不变时,市场利率水平越高,则证券市场价格就越低;反之,当市场利率下降时,则证券价格上升。这样,市场利率水平的变化导致证券市场价格的上下波动,使证券投资者有手持证券贬值而遭受损失的可能性。例如有一张面值1000元,利率为7%,期限20年的债券。当市场利率也是7%时,该债券的市场价格与债券的面值相等,都是1000元。当市场利率上升为9%时,那么某证券投资者手中的现金也应得9%的收益,否则,他就不进行对该种证券的投资,他必须以低于债券面值的价格去购买这种债券,才能得到高于债息率7%的收益率(9%),此时,债券的市场价格应是777.78元(1000元/9%)。对于债券的持有者来说,他手中的债券由于市场利率的上升而贬值,遭受到资金损失。当市场利率下降时,情况则相反。如果上例中市场利率从7%下降为5%,则债券市场价格上涨为1400元(1000元/5%),这样,债券持有者手中的债券增值,使他获得了较高的投资收益。

市场利率风险对所有证券均有影响,尤以长期的固定收益证券为最。以下将分述市场利率风险对债券和股票价格的影响。

(二) 市场利率风险对债券价格的影响

在有关证券市场上,当货币市场利率发生变化时,受影响最大的就是债券。因为债券是典型的利息商品,投资者总是在对各种投资方式下的利率水平做充分比较的基础上进行债券投资的。因此一旦货币市场利率发生变化,债券的价格也要发生变化,其收益必然有损失的可能,即投资者面临一定的风险。要深入了解市场利率与债券价格的关系从而进一步明

迅速的影响。

利率变化导致股票价格波动,对投资者的收益产生影响,当利率急速上升时,会引起股票价格的大幅度下跌。1987年纽约股市大暴跌,其中一个重要原因就是利率的提高。1986年美国商业银行曾5次提高优惠利率,每次提高半个百分点。在1987年9月4日联邦储备委员会将贴现率由5.5%调高到6%之前,商业银行的优惠利率已经高达8.75%,联邦储备委员会调高贴现率以后,优惠利率即普遍提高到9.25%,其中两家大银行还调高到9.75%。而在美国提高利率之后,西德也进一步提高了回购协议利率,使美国和西德的利差缩小,影响资金向美国的流动。许多人担心美国有可能进一步提高利率。由于利率提高,国库券和其他债券的利率也相应提高,使投资者更倾向于从事债券投资获利而从股票市场转移走资金,因而成为触发股市暴跌的一个重要原因。

但是利率的变动与股价的变动在时间上也有差距,利率的改变,并不一定会立即在股价上反映出来,因为利率的变化毕竟只是影响股票价格的因素之一,当利率因素未上升为主要因素时,股价对利率的反应则并不敏感。另一方面,由于股票市场具有提前反应、过度反应与瞬间反应的特性,也有可能出现中央银行上调利率的同时,股价上涨;调低利率时,反造成股价下跌。这可能是因为投资者对利率变动早有确证的预期,所以股价在政策公布前早已经反应出利率的变动了。

(四)投资者期望理论关于利率与股价关系的解释

投资者期望理论是美国斯坦福大学教授保罗·库特奈创立的股价阻碍反应理论的主要内容。该理论研究了股价与利率的关系,不同于一般所论及的股价与利率的负相关关系,投资者期望理论认为股价的升降只与投资者的期望有关,低利率不可能成为高股价的原因,同样,高利率也不可能是低股价的原因。该理论并从长期和短期趋势两方面分别论述了利率与股价的关系。

1. 从长期趋势看利率与股价的关系

从长期来看,利率的高低与股价的涨跌一般应向反方向发展,但两者之间的这种相关性并非必然。因为利率结构有其全面的相关性和前后连续性。利率的变化,除非因经济发生重大变化,为应付紧急措施而作大幅度的升降外,通常情况多为适应金融市场的需要,只作小幅度的调整。这种百分之零点几的变动,对公司生产能力和获利能力的影响是很轻微的。故其对股价的涨跌很难有必然性的影响。另外,利率的高低直接关系到公司获利能力的强弱,这是假定其他影响生产成本因素不变的情况下得出的结论。在现实中,这一假定并不一定存在,因为各种经济情况变化非常复杂。在利率调整前后,可能其他因素早已变动,或连带变动,特别是在商品市场竞争日益剧烈、价格机制过于敏感的时候,利率调整的预期效果势必减弱,甚至被抵消。因此,利率降低,公司获利能力并不一定增强;反之,即使利率提高,但由于其他因素仍然有利,特别是市场远景看好,公司获利能力也并不一定减弱。股价涨跌的长期趋势,当然以其发行公司的获利能力为基本条件。利率的调整,对公司获利能力并无更密切关系,对股价涨跌自然也难有必然影响。

该理论还举出美国1928、1929及1954、1955年的利率水平与当期股价水平的实例作为佐证:1928、1929年的利率水平已达1920年以来的最高峰,但同期纽约证券交易所竟为“利

当 q 很小时,可进一步减化为:

$$rr = r - q$$

这个式子在实际生活中经常用到。

投资者只有把注意力集中实际收益率而非名义收益率,才能克服“货币幻觉”问题。

如果投资的名义收益率等于通货膨胀率,则其实际收益率为零。如果投资者的名义收益率为 9%,通货膨胀率为 5%,则投资者的购买力增加为 $3.87\% (= \frac{1+9\%}{1+5\%} - 1)$;如果通货膨胀率为 10%,超过了投资的名义收益率,则投资者的购买力减少为 0.9%(即实际收益率为负),投资者实际上亏损了。

购买力风险主要涉及有固定收益的投资,如债券投资、优先股投资和储蓄存款等。举例来说,假设现有一张 20 年期的债券,其票面值为 1,000 美元,每年的利息为 100 美元。如果通货膨胀率保持为 7%,这样,在债券持有的每年里,100 美元利息的实际购买力都要比上一年减少 7%。到第 5 年末,100 美元的实际购买力为 71.30 美元 $(= \frac{100}{1+7\%})$;到 10 年末,100 美元的实际购买力降为 50.83 美元。20 年后债券到期时,100 美元的利息收益和 1000 美元本金的实际购买力将分别下降为 25.84 美元和 258.40 美元。这是持有固定收益证券所面临的购买力风险。在通货膨胀时期,由于市场利率往往会上升,因而已出售的有固定收益的证券(如债券)价格往往会下跌。因此投资者可能要遭受购买力减少和证券资本价值降低的双重损失。

再比如,我国在 1986 年国库券发行时规定,个人购买的国库券年利率为 10%,到 1990 年每 1,000 元的利息收益为 400 元,四年总的收益率为 40%,而根据国家统计局公布的全国零售物价总指数计算,1986 年到 1990 年上半年,物价上涨幅度为 54.28%,就是说债券持有人的每 1000 元 1986 年国库券实际上已经损失了约 143 元,实际购买力反而下降。因此,购买债券时,不仅要看债券利息率比同期储蓄存款利率高多少,也要考虑到通货膨胀因素。在物价水平变动较大的时期,高利率债券并不一定能带来高收益。通常,利率略高于储蓄存款又带保值贴补率的债券是最可取的,它的收益至少可以与储蓄存款利息持平。但这种情况下,正如把钱拿到银行去储蓄一样,仍旧有可能要遭受因物价水平的上升而带来的购买力减少的损失。

和通货膨胀对固定收入者影响显著的道理一样,通货膨胀对固定收入的债券投资的影响大于对股票的影响。对股票持有人来说,购买力风险的影响是间接的,因为物价上升有时会使一部分企业利润增加,支付的股息也有增加的可能,但是股票及股息的总价值实际上下降了,只不过下降幅度小于债券的贬值幅度。尤其当物价上升幅度不大时,股票收益还会略有增加,则因购买力风险降低的损失可获得部分甚至全部补偿。因此,股票投资的购买力风险相对债券投资要低。

三、国际政治及外汇风险与证券投资

(一) 证券投资的国际政治风险

本银行陷入困境,进而引发房地产价格下跌,还影响整体经济的发展。日本股市之所以对海湾风去如此敏感,主要是因为日本原油的 99% 依赖进口。而进口原油的 70% 需由海湾国家供应。全球股市持续下跌,既反映了西方经济持续八年增长后所呈现的疲惫状态,更反映了海湾风暴的不断加剧,使股市变化莫测,前景充满着迷雾。参见主要股票市场在伊拉克入侵科威特前后的升降幅度表:

表 8.2.6 主要股票市场月末指数比较

主要股票指数	90 年 7 月 31 日收盘 价	90 年 8 月 31 日收盘 价	(升 降 幅 度 1%)
纽约道·琼斯 30 种工业股票	2905.25	2614.36	—10
伦敦《金融时报》 100 种股票	2362.20	2162.80	—7
东京日经 225 种 股票	31035.65	25978.31	—16.3
香港恒生指数	3438.49	3087.50	—10.2

自海湾危机爆发以来,美国等国源源不断地派兵前往海湾地区,多国部队与伊拉克双方陈兵数百万,形成军事对峙,随时都有爆发大规模战争的可能,在这剑拔弩张的局势面前,股票投资者惶惶不安。1991 年 1 月 14 日开始的这一周,临近联合国规定的伊拉克从科威特撤军最后期限,加之多国多方和平解决海湾危机的调解努力均未成功,股票市场阴云笼罩,呈下跌态势,交易清淡。1 月 17 日,战争的硝烟弥漫取代了战前的寂静之时,最先开市的东京股票市场一片恐慌。开市不久,日经指数狂泻不止,大有一发不可收拾之势,日本中央银行行长立即表示,将密切监督市场变化,必要时,中央银行将介入金融市场,以保护市场。美国金融管理当局也表示,在战争期间将密切注意金融市场的变化。与此同时,以美国为首的多国部队首批战报公布,宣称军事行动“进展顺利”并掌握了制空权,而且沙特的油田也未遭破坏,这给股票市场注入了一丝“活力”,顿时,股票市场由阴转晴,股价腾升。在以后的战争期间,世界股市的变化随战争进程而左右,时升时降。投资者普遍认为海湾战争难以在几周内结束,加之石油价格较为稳定,因此西方股票市场的行情渐渐趋于平稳。经过 40 多天的激战,伊拉克宣布无条件投降,多国部队取得胜利,西方股市开始普遍上升。

海湾战争不仅给海湾各国人民带来灾难,而且使许多远离这场战争的股票投资者在股市的震荡中也遭受了惨重的损失。

3. 政府政策的变动对证券投资的影响

政府经济政策,诸如社会经济发展规划、货币政策、财政政策、汇率政策、贸易政策、产业政策以及一系列法令和条例的颁布,都可能会影响股价。

1980 年密特朗当选法国总统后,推行其经济政策,宣布一部分企业国有化。法国股市

实际投资收益率 = (1 ± 名义投资收益率) × (1 ± 汇率变动)

例如,有个中国人用人民币购买美国某家公司的债券,获得 20% 的收益率(以美元衡量),以人民币支付最终报酬。假定在债券持有期间人民币相对美元贬值 10%(美元持有者获益,人民币持有者遭损),那么到期取得收益把美元转换成人民币时,汇率的这个变动,将使原来的以美元衡量的 20% 的收益率缩小到 8%。计算过程如下:

$$\frac{(1+20\%) \times (1-10\%)}{108\%} \quad \text{债券价格,以美元衡量,相对于美元,人民币贬值损失,初}$$

始人民币投资使中国投资者得到的以人民币衡量的价值(收益率为 8%)

由于实际收益率(8%)小于名义收益率(20%),所以该投资者遭受了外汇损失。如果实际收益率大于名义收益率则意味着外汇得益。

汇率的波动还会从另一个角度影响证券价格,那就是汇率的上升或下跌将直接影响一个国家的进出口和资本流动,进而对一国的国内经济产生影响,作为经济晴雨表的证券市场自然会有所反应。1994 年 2 月,因日美两国首脑会晤的失败,美国将对日本实施经济制裁的风声越来越紧,外汇市场上日元对美元汇率又巨幅波动,日元急剧上升,美元跌势不止。日元的升值严重影响了日本的外贸收入,这对日本经济的复苏无疑是一个沉重打击,反映到股票市场上,日本股市的众多投资者大量抛售股票,股价大跌。

外汇风险尽管不能被许多投资者预测,但据统计资料来看,汇率变动所引起的投资收益变动只占跨国投资者所遭受的总收益变动的大约 10—20%,同时,外汇期权的存在给投资者提供了减少外汇风险的较好机会,投资者还可分别投资于不同国家的证券,以降低平均外汇风险。由于以上因素的存在,外汇风险是能得到一定程度的控制的。

四、市场周期波动风险与证券投资

市场周期波动风险是指由空头和多头等周期性的市场波动所导致的对投资者收益的影响。

证券市场上不可避免地会出现各种不同的周期性变化。当证券价格指数从某个较低点(波谷)持续稳定上升,这种上升趋势称为多头市场(牛市 Bull Market)。多头市场在证券指数达到较高点(波峰)并开始下降时结束。而空头市场(熊市 Bear Market)则是市场指数从较高点一直呈下降趋势至某个较低点。从这个点开始,证券市场又进入多头市场。在证券市场上,多头和空头就是这样交替出现,引起证券行市发生变动,进而引起证券投资者的收益发生变动。需要指出的是,多头市场的涨潮和空头市场的跌风都是就市场总趋势来说的。实际上,在多头市场,证券价格也可能下跌,只不过总趋势是上升,而在空头市场上,证券价格也可能呈现涨态。

统计资料分析表明,多年以来,证券市场都处于多空交替的周期性变化中。幸运的是,在美国的股票市场,多头占据了主要地位。见表 8.2.7 所示。

表 8.2.7 蒲耳氏 500 种股票价格指数峰点与凹点

峰点		凹点		峰点至凹 点变化 %	峰点至凹 点 时 限 (月)	凹点至下 一个峰点 变化 %	凹点至下 一个峰点 时限(月)
日期	峰值	日期	凹值				
1948.6	16.74	1949.6	14.16	(15.4) %	12	87.6 %	42
1952.12	26.57	1953.8	23.32	(12.2)	8	111.8	35
1956.6	49.39	1957.12	39.99	(19.0)	17	51.3	19
1959.7	60.51	1960.10	53	(11.7)	15	34	14
1961.12	71.55	1962.6	54.75	(23.5)	6	69.6	43
1966.1	92.33	1966.9	76.56	(17.6)	8	41.5	26
1968.11	108.37	1970.6	72.72	(32.9)	19	62.3	30
1972.12	118.05	1974.9	63.54	(46.2)	21	69.1	27
1976.12	107.46	1978.3	86.90	(19.1)	15	61.7	32
1980.11	140.52	1982.8	102.42	(27.1)	21	—	—
平 均				(22.5)	14.2	65.4	29.8

资料来源:《股票交易 ABC》[美]克劳德·罗森伯格著,陈传望等译,北京出版社,P57。

市场的这种周期性波动与经济周期(Business Cycle)密切相关。经济周期是整个国民经济活动的一种波动,它包括四个阶段,即高涨、衰退、萧条和复苏。这几个阶段依次循环,但不是定期循环。当经济强劲增长,各业繁荣,公司盈利增加,使人们对未来充满信心,强有力地支撑多头市场(牛市),吸引更多的人进入证券市场,证券价格趋于上升。当牛市过旺,市盈率过高,而经济也过热时,预期经济将会从繁荣走向衰退必将使证券市场失去支持,投资者信心不足,于是牛市转为熊市。一般来讲,多头市场是从萧条开始,经复苏到高涨,而空头市场则是从高涨开始,经衰退到萧条。

经济的周期循环和证券市场的周期波动虽然多数时间不是同时开始变动(中间的时滞短则 1 年,长则 3、4 年),但在一个周期内,国民经济的繁荣或衰退是和证券市场的多头或空头的交替基本吻合的,因此,准确地预测经济周期的变动,看准时机,恰好在证券市场价格于多头市场上升前买进,恰好在证券市场价格于空头市场上降低前卖出,就能把市场波动的风险降低到最低程度。

五、经营风险与证券投资

经营风险又称为企业风险。从狭义上讲,经营风险指企业在竞争中失败、企业倒闭可能给投资者带来的收益波动。从广义上讲,经营风险还包括企业萧条、企业处于危险境况,或企业的经营活动受到严重限制等情况,这些都使发行证券的企业的财务状况发生变化,从而给投资者带来收益的波动。这对投资者来说是一种威胁,因为这可能使投资者不但得不到

策对不同行业施加影响,以提高社会经济的整体效益。一般对于从事公用事业,如煤气、自来水和电力的公司,政府授予它们区域性垄断地位。而对于公用事业以外的产业,则采取反垄断政策,对大型的公司,为了防止其过分垄断市场,政府往往要采取一定的法律手段或行政措施,进行必要的干预。美国司法部就设有反托拉斯署,专门审理有关大型垄断公司垄断市场和经营业务的条件。美国的反托拉斯法案,曾涉及到很多著名的公司,美国电话电报公司就是因此而分解的。

此外,政府的产业扶持政策、税收政策、贸易政策等对国内企业的经营状况都有不同程度的影响,由此而导致的企业经营风险相对要小一些,因为政府政策具有一定稳定性,企业在政策变动后经过一段适应期大多都能调整过来,而使经营状况维持在一个较好的水平。

由以上分析可以看出,由于经营风险的存在,进行证券投资时,就必须了解公司的情况,调查公司的过去,分析公司的现状,预测公司的发展前景,如果盲目投资,则面临的风险更大,从证券投资的经营风险考虑,要着手考虑的内容有:

(1)分析证券发行企业担保的种类、金额以及占整个企业资产的比重,估算不可抗拒事件发生后受损失的大小;

(2)分析企业产品结构、技术结构等情况,预测未来发展前景,判断投资收益能力大小;

(3)分析企业发展的潜在能力,判断企业竞争能力;

(4)利用公司的财务报表资料进行财务分析,借此了解公司的生产情况、经营能力、盈利能力和发展前景等。

六、违约风险与证券投资

违约风险是指证券发行人不能按约定的时间向证券持有人支付利息和本金而使投资者遭受损失的可能性。证券发行人如果不能偿付债务,证券投资者的损失是显而易见的;而证券发行人仅仅是延期偿付债务,对于投资者来说也是一种损失,因为投资者在拖延期内不能用这笔资金去再投资和获取利息。证券发行者不能履行对其债务所承担的义务,主要是因为财务状况不佳,如流动性过低、负债比例太高、盈利能力下降甚至亏损等,它的性质属于债务人的失信,也就是没有能力维持其信用。所以违约风险与不履行债务风险、财务风险、拖欠风险、信用风险是同一个意思。

导致违约风险的直接原因是公司的财务状况不好。一个公司的财务状况是好是坏,可以通过分析公司财务报表资料而得到的财务比率得知,如流动性比率、杠杆比率等。从本质上讲,也不外乎是公司所拥有的资金数量对它所需支付出去的资金数量的一种关系。公司拥有的资金对所需支付资金的比例越大,则公司财务状况越好,财务实力越强,则违约风险越小。

违约风险的大小另一方面还与支付要求的强度有关。所谓支付要求的强度,是证券持有者要求发行公司支付证券报酬的先后权利。支付要求的强度大,说明证券持有者有较优先的权利。这种强度的大小,可以从发行公司破产后,其拍卖财产所得的先后支付次序中体现出来。一般地说,当一家公司宣告破产后,其财产拍卖收益的支付顺序如下:

(1)有关法律上的费用,如律师费等;

- (2)如果有剩余的话,公司雇员工资的支付;
- (3)如果有剩余的话,各种税收的支付;
- (4)如果有剩余的话,有担保贷款者的支付;
- (5)如果有剩余的话,一般(无担保)贷款者的支付;
- (6)如果有剩余的话,优先股的支付;
- (7)如果有剩余的话,普通股的支付。

可以看出,普通股票持有者的支付要求处在最后,从而所遭受的违约风险最大;其次是优先股,再次是无担保贷款,有担保贷款(如抵押贷款等)的违约风险最小。财政公债就没有违约风险,因为政府有依靠印钞票支付其债务的权力,而州或地方政府的证券可能会带来风险,如70年代中期,美国纽约市政府曾出现付不起债券本息的情况。

投资者,不管是投资于普通股、优先股,还是债券或其他公司证券,都面临公司违约拖欠甚至破产的可能性。破产通常能够被财务分析者预知,因为不断恶化的财务比率和债务拖欠几乎总是先于破产。投资者所遭受的违约风险损失,实际上在破产可能发生前几个月就已经开始。违约风险损失,主要由证券价格引起。当实际破产发生时,陷于困境的公司证券的市场价格将会降低到接近于零。因此,破产损失只占由违约拖欠所造成的总损失的一小部分。也就是说,更大程度上是拖欠而不是破产引致投资者的损失。而且拖欠不一定导致破产,尽管它是破产的早期先兆。

不管怎么说,拖欠和破产都严重影响着投资者得到应得的报酬。因此,证券投资者都要求高风险证券的发行者支付比低风险证券发行者高的报酬。从发行者角度来讲,他只有对那些风险较大的证券支付较高的报酬才能吸引投资者。

违约风险的大小,还是证券评级的主要衡量标准。发行证券前,特别是在公募的情况下,一般要由一家或几家评级机构对所发行的证券进行评级之后,此类证券才能进入市场。有价证券只有通过评级才能为投资者所接受,证券的评级结果也是投资者作出投资决策的最重要的参考依据。在美国除了信誉较高的联邦政府证券外,大部分证券一般都要参加评级。如果发行证券公司的财务强度变弱,即公司对其所发行的证券的将来支付报酬的不确定性增大,那么证券的等级就低,它所包含的违约风险就大。下面列表说明美国穆迪公司和标准普尔公司的证券等级划分。

表 8.2.8 穆迪公司和标准普尔公司的证券等级及其说明

级别	信用等级		等级说明
	穆迪公司	标准普尔公司	
高级	Aaa	AAA	证券发行人的偿债能力很强,资信较高。投资者一般不承担投资风险。这一级别的证券通常被称为“蓝筹码”证券。
	Aa	AA	证券发行人的偿债能力较强、资信较高。它们之所以比 AAA 差一级,主要是因为其保护限度不如后者。
中级	A	A	证券发行人的偿债能力和资信状况与 AA 级相仿,但投资者的风险略高。
	Baa	BBB	这些债券被认为具有充分的能力支付本金和利息。但是其发行缺少一定的保护性要素,以致不利的经济条件会导致支付能力下降。
投机性	Ba	BB	证券发行人有偿债能力,但不履行债务的风险较大。这一级别及其以下级别的债券均被称为“垃圾债券” ^① 。
	B	B	证券发行人的偿债能力在平均水平以下,缺乏合乎要求的投资特点,对任何较长时期内的利益和本金支付的保证非常脆弱。
拖欠	Caa	CCC	这些证券品质较低,可能发生拖欠或面临拖欠的危险。
	Ca	CC	这些证券具较高投机性,经常违约或具有其他显著的缺点。
	C		这是证券的最低等级,这些证券可被认为投资品质极差,在穆迪公司看来,他们可能破产。
		C	在标准普尔公司看来,那些利息得不到支付的收益证券被定级为 C。
		D	这些证券的发行公司已经违约,其利息和本金支付处于拖欠状态,被标准普尔公司定级为 D。

第三节 证券投资风险的衡量评估

在证券投资中人们为了规避风险,产生了对证券投资风险测量的需要。证券投资风险的测量方法在实践中不断地被创造出来。最初是采用较简单的算术法来对风险进行测量,其优点是简单、明了,但较粗糙,不能准确地反映风险的实际状况。在证券投资中,某一种具体风险出现的可能性不一样,也就是概率不一样,而且其分布也不同,于是人们为了更准确地对风险进行衡量,引入了概率的一些概念。这样,风险的描述就开始采用概率分布、标准差、协方差等概念了。对单一证券风险的考察之后,又进一步发展对对证券组合形式的风险的度量。由于系统性风险的存在,证券市场的价格波动表现为某种共同的趋势,这可通过数学上的各种平均方法来求得,当人们想了解某一证券相对于市场平均证券价格的变动性时,所谓的 β 值法(贝塔法)被创造出来,某一股票随市场波动的趋势可以用它的 β 系数来反映。

本节将分别对证券投资风险的算术法(主要是价差率的计算)、概率法(标准差的计算)、证券组合的风险测量法及证券风险的贝塔衡量法进行介绍。

一、算术法

算术法即是指以股票的年度价差率来衡量投资风险的方法。价差率的计算公式为:

$$\text{价差率} = \frac{\text{最高价} - \text{最低价}}{(\text{最高价} + \text{最低价}) \div 2} \times 100\%$$

以下两表(表 8.2.9 及表 8.2.10)分别是美国 IBM 公司 1968~1975 年股价表和美国国家半导体公司 1968~1975 年的股价表(包括最高价、最低价及价差率)。

表 8.2.9 美国 IBM 公司 1968~1975 年股价表
(所有价格按 1975 年股票分割来调整)

年度	最高价(元)	最低价(元)	价差率(%)
1968	300.00	224.00	29.0
1969	294.90	233.30	23.3
1970	309.60	175.00	55.6
1971	292.50	226.50	25.4
1972	341.30	265.30	25.1
1973	365.13	235.23	43.3

年度	最高价(元)	最低价(元)	价差率(%)
1974	254.00	150.50	51.2
1975	227.38	157.25	36.5
平均			36.2

表 8.2.10 国家半导体公司 1968~1975 年股价表
(所有价格按 1975 年股票分割来调整)

年度	最高价(元)	最低价(元)	价差率(%)
1968	8.42	5.00	50.9
1969	11.33	7.00	47.3
1970	9.42	1.92	132.4
1971	6.88	3.08	76.2
1972	13.22	6.50	68.1
1973	36.25	7.63	130.5
1974	25.13	6.25	120.3
1975	48.38	9.25	135.8
平均			95.2

资料来源:《股票投资入门》,陆云编译,中国物资出版社,1991 年版 P287—288。

从以上两表中可以看出,IBM 公司股票年度价差率最低为 1969 年的 23.3%,最高为 1970 年的 55.60%,平均价差率是 36.2%。美国国家半导体公司股票年度价差率最低为 1969 年的 47.3%,最高为 1975 年的 135.8%,平均价差率是 95.2%。可以看出,国家半导体公司股票的最低价差率几乎等于 IBM 公司的最高价差率,可见 IBM 公司股票是相当安全的股票,而国家半导体公司股票价格波动剧烈,投资风险明显大于前者。

如果将风险视为股价可能的波动,年度价差率则是一个较好的衡量风险的指标,价差率越大的股票意味着风险也越大。同时价差率既可以年衡量,也可以月、周来衡量。

价差率的计算简单、方便,但测量范围有限,风险所包含的内容也过于狭窄。

二、概率衡量法

概率法就是采用概率论中标准方差(σ)(或协方差)的概念来测量和比较不同资产的风险情况。所谓标准差的数学含义是,在某一事件中,各种可能发生的子事件的结果对其期望

值的离散程度。标准方差越大,则证券风险越大。以下举例说明如何运用标准方差测量证券的风险。

假定预测×公司证券的持有期收益。在对有关的资料进行分析后,预计该公司证券的持有期收益率(HPR)可能在 1.10 至 1.70 这个幅度以内。表 8.2.11 列出了在 1.10~1.70 这个幅度内各种可能的持有期收益率及概率。〔概率被定义为一事件发生的可能性,概率必须遵循五条原则:①概率不能是负数;②概率不能大于 1(或 100%);③各种不同的可能结果的概率之和恰好等于 1(或 100%);④某种结果如果必然发生,则其概率为 1;⑤不可能发生的结果的概率为 0。〕

表 8.2.11 预期持有值收益率期望值

持有期收益率 (1)	概率 (2)	持有期收益加权平均值 (3)=(1)×(2)
1.00	0.00	0.00
1.10	0.07	0.077
1.20	0.10	0.120
1.30	0.15	0.195
1.40	0.36	0.504
1.50	0.15	0.225
1.60	0.10	0.160
1.70	0.07	0.119
	1.00	预期收益率期望值=1.400

上表中计算出的预期持有期收益率期望值(加权平均值)为 1.400,即投资者可以预计得到本金和 40%的收益。持有期收益率期望值是投资者所预期的最可能实现的收益值。但由于许多因素,如股价上升的幅度没有达到所预测的水平等的影响,预计的持有期收益率期望值与证券实际的收益率可能并不相等。

各种预计的持有期实际收益率与其期望值(加权平均值)之间的离差可用标准方差 σ 来说明。

三、证券组合的风险衡量法

(一)证券组合的预期报酬

证券组合的预期报酬是各证券预期报酬(收益)的加权平均值,其权数为个别证券占投资组合的比例,其和应等于 1。因此:

$$\hat{R}_P = W_1 \hat{R}_1 + W_2 \hat{R}_2 + \cdots + W_n \hat{R}_n = \sum_{i=1}^n W_i \hat{R}_i$$

其中： $\hat{R}_i$ 为 i 种股票的期望收益率；

W_i 为加权系数；

n 为证券组合中包含的股票种数。

若给定 W_i 和 R_i , 就可算出证券组合的期望收益率。以表 8.2.12 的数据来说明预期收益率的计算。

表 8.2.12 投资组合的收益

可能状况(1)	概率(2) $f(x_i)$	A 公司收益率(%) (3) X_{1i}	B 公司收益率(%) (4) X_{2i}	收益率(%) (5) = (3) × 0.6 + (4) × 0.4 X_i
a	0.1	5.0	-1.0	2.6
b	0.4	7.0	4.0	5.8
c	0.3	-2.0	2.0	-0.4
d	0.2	10.0	12.0	10.8

由表 8.2.12 的数据, 可知 A 公司的预期收益率 R_1 与 B 公司的预期收益率 R_2 分别是:

$$\begin{aligned} R_1 &= (5.0 \times 0.1) + (7.0 \times 0.4) + (-2.0 \times 0.3) + (10.0 \times 0.2) \\ &= 4.7\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R_2 &= (-0.1 \times 0.1) + (4.0 \times 0.4) + (2.0 \times 0.3) + (12.0 \times 0.2) \\ &= 4.5\% \end{aligned}$$

倘若投资者的所有资产有 0.6 的比例投资于 A 公司, 0.4 的比例投资于 B 公司, 那么投资者的预期(期望)的收益率 $\hat{R}_P$ 为:

$$\begin{aligned} \hat{R}_P &= (4.7 \times 0.6) + (4.5 \times 0.4) \\ &= 4.62\% \end{aligned}$$

其值也等于:

$$\begin{aligned} \hat{R}_P &= (2.6 \times 0.1) + (5.8 \times 0.4) + (-0.4 \times 0.3) + (10.8 \times 0.2) \\ &= 4.62\% \end{aligned}$$

(二) 证券组合的风险

与收益不同, 投资组合的风险, 通常并不等于该组合内各种股票标准差的加权平均。证券组合的风险除考虑个别证券风险外, 尚须考虑各种证券相互间的关系。

仿照个别证券计算标准差的方法, 可计算投资组合的标准方差。表 8.2.13 就是依据表 8.2.12 的数据计算投资组合的风险。

表 8.2.13 投资组合的风险

可能状况(1)	概 率 (2)	(3) = (X _{1i} - R ₁) ² f (xi) A 公司平方差 × 概率	(4) (X _{2i} - R ₂) ² f(xi) B 公司平方差 × 概率	(5) = (X _i - R _p) ² f(xi) 平方差 × 概率
a	0.1	0.0090	3.0250	0.4080
b	0.4	2.1160	0.1000	0.5570
c	0.3	13.4670	1.8750	7.5601
d	0.2	5.6180	11.2500	7.6385
方差		21.21	16.25	16.16
标准方差		4.60	4.03	4.02

表 8.2.13 的第(1)栏和(2)栏完全引自表 8.2.12 的第(1)、(2)栏,第(3)栏和第(4)栏根据方差与标准差的测定方法,分别计算得 A 公司的标准差是 4.60%,B 公司的标准差是 4.03%。而投资组合的风险的计算要先知道投资组合在各种可能情况下的收益率 xi,有如表 8.2.12 的数据。再依方差的计算公式获知投资组合的方差等于 16.16,标准差是 4.02。从本例不难看出,投资组合的风险比 A 公司或 B 公司之任何一家公司的风险都要小。

如前所述,个别证券的相关程度会影响到证券组合的风险,统计学家常以协方差(Co-variance)或相关系数(Coefficient of correlation)的大小来测量证券间的相关程度。求协方差 Cov(X₁,X₂)公式如下:

$$\text{Cov}(X_1, X_2) = E\{[x_{1i} - E(x_1)] \cdot [x_{2i} - E(x_2)]\} = \sum_{i=1}^n (X_{1i} - R_1)(X_{2i} - R_2)f(x_i)$$

将表 8.2.12 的数据及 F₁、R₂ 之值代入上式,则二公司证券的协方差为:

$$\text{Cov}(X_1, X_2) = [(5.0 - 4.7) \times (-1.0 - 4.5) \times 0.1] + [(7.0 - 4.7) \times (4.0 - 4.5) \times 0.4] + [(-2.0 - 4.7) \times (2.0 - 4.5) \times 0.3] + [(10.0 - 4.7) \times (12.0 - 4.5) \times 0.2] = (-1.65 \times 0.1) + (-1.15 \times 0.4) + (16.75 \times 0.3) + (39.76 \times 0.2) = 12.35\%$$

协方差的正负显示了二种证券间收益变动的方向。协方差为正,表示二证券收益呈相同方向改变;协方差为负,则表示二证券收益呈相反方向变动。协方差数值越大,表示二证券收益的关系愈密切;反之则表示缺乏关系。

但采用协方差衡量两种证券收益的相关程度有其本质上的缺点,即它不是一个相对的概念。为此,统计学家更常以相关系数 γ 取代协方差,衡量两种证券收益的相关程度。公式为:

$$\gamma = \frac{\text{Cov}(X_1, X_2)}{\sigma_1 \sigma_2} = 0.66$$

式中 σ₁、σ₂ 分别表示第一种证券和第二种证券的标准差。A、B 两公司证券的相关系数

字应是：

$$r = \frac{12.35}{4.60 \times 4.03}$$

相关系数的正负与协方差相同。就其绝对值而言,与协方差大小呈同方向变化,与个别证券的方差呈反方向变动。系数值越高,表示两证券收益的关系越密切,系数值越小,表示两证券收益越不相关。相关系数的绝对值介于 0 与 1 之间。若相关系数等于 0,表示两种证券的收益是独立的或不相关的事件;若相关系数等于 1,表示两种证券的收益完全相关,即一种证券收益变动的百分比与另一证券收益变动的百分比完全相同。

投资组合的方差不但与个别证券的方差有关,而且也跟各个证券间的协方差有关。二种证券 X_1, X_2 方差 σ^2 为:

$$\sigma_2^2 = W_1^2 \sigma_1^2 + W_2^2 \sigma_2^2 + 2W_1 W_2 \text{Cov}(X_1, X_2)$$

以表 8.2.14 数据代入上式,得到投资组合方差;

$$\begin{aligned} \text{Var}(X) &= (0.6^2 \times 21.21) + (0.4^2 \times 16.25) + 2 \times 0.6 \times 0.4 \times 12.35 \\ &= 7.64 + 2.60 + 5.92 \\ &= 16.16 \end{aligned}$$

比较利用上式计算得到的方差 16.16,恰恰等于表 8.2.14 的计算方法求得的方差。可见二法是可以通用的。

上面讨论的证券只有两种,如果投资组合的证券更多,超过三个以上时,则证券组合的方差 σ_P^2 为:

$$\sigma_P^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \text{Cov}(X_i, X_j)$$

由风险的计算公式,可知投资者在进行多项证券投资时所承担的总风险,不但与个别证券的风险有关,还与各个证券间的相关程度有关。从上例简单的两种证券的投资组合中可得到一些重要的启示:

(1) 当各个证券收益完全正相关时:

由于相关系数 $\gamma=1$, 则 $\text{Cov}(X_1, X_2) = \sigma_1 \sigma_2$,

$$\begin{aligned} \therefore \sigma^2 &= W_1^2 \sigma_1^2 + W_2^2 \sigma_2^2 + 2W_1 W_2 \sigma_1 \sigma_2 \\ &= (W_1 \sigma_1 + W_2 \sigma_2)^2 \end{aligned}$$

$$\therefore \sigma = W_1 \sigma_1 + W_2 \sigma_2$$

故个别证券间具完全正相关时,则总风险等于个别证券风险的加权平均,也就是说,这样两种证券组成的证券组合的风险与它们单独存在时的风险相同。这表明如果证券组合由完全正相关的证券组成,则投资多元化对减少风险毫无作用。

(2) 当各个证券收益间具有完全负相关时:

由于相关系数 γ 等于 -1, 所以有:

$$\sigma^2 = (W_1 \sigma_1 - W_2 \sigma_2)^2$$

$$\text{即 } \sigma = W_1 \sigma_1 - W_2 \sigma_2$$

表示个别证券收益具完全负相关时,则投资组合的风险等于个别证券风险的相减。从

中可得到启示:投资者为了分散风险,投资的证券间宜有负的相关,负的相关系数越高,投资者所承担的风险就越小。

投资过程中精明的专家往往采取了风险冲销策略,特别是在期货市场中,投资者往往调节个别的证券或期货持有量,使其相对持有比例与相对风险成反比。极端的例子,设:

$$\frac{W_1}{W_2} = \frac{\sigma_2}{\sigma_1}$$

$$\begin{aligned}\text{则有: } \sigma &= W_1 \sigma_1 - W_2 \sigma_2 \\ &= \frac{\sigma_2 W_2}{\sigma_1} \cdot \sigma_1 - W_2 \sigma_2 \\ &= 0\end{aligned}$$

这时投资组合的风险为 0。表示通过风险冲销策略的运用使投资风险化消了。

(3)当各个证券间完全不相关时:

由于相关系数 γ 等于 0,则有:

$$\sigma^2 = W_1^2 \sigma_1^2 + W_2^2 \sigma_2^2$$

W_1 与 W_2 的值都小于 1,以致 W_1^2 与 W_2^2 有助于风险的减少,此时证券的分散投资有助于风险的降低。极端的例子,若证券有 n 个之多,且各个证券的风险都相同为 σ_i ,且各证券的投资比例都相等为 $\frac{1}{n}$ 时,则

$$\sigma_p^2 = \left(\frac{1}{n}\right)^2 \sigma_i^2$$

$$\therefore \sigma_p = \frac{\sigma_i}{n}$$

意指风险聚合有分散风险的功能。当 $n \rightarrow \infty$ 时, $\sigma_p \rightarrow 0$ 。即投资的证券个别数越多,则投资组合的风险越小,可见分散投资有避免风险的作用。

第三章 证券风险的防范与管理

第一节 证券风险的防范

一、证券风险防范的基本原理

所谓证券投资风险的防范,就是指用一些方法降低非系统性风险和系统性风险。根据前面的分析,我们知道系统性风险是与市场波动有关的、不可分散的风险,而非系统性风险则可以通过证券组合技术来降低和分散风险。降低非系统性风险的方法,主要是基于以下两个基本原理:

(一) 证券组合风险与证券组合规模非线性反比关系

所谓证券组合,就是依据证券的利润与风险程度,加以适当地选择、搭配、以降低风险负担的方法。在一般情况下,证券组合的规模越大,则证券组合的风险越小。反之,证券组合的规模越小,则证券组合的风险越大。图 8.3.1 显示了证券组合风险与证券组合规模的关系。这是根据美国纽约证券交易所的数据绘制的。

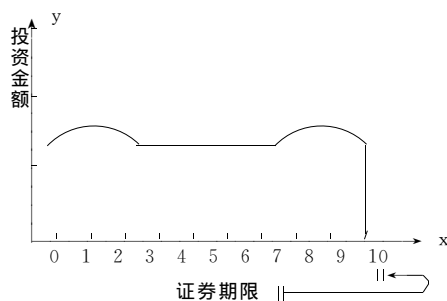


图 8.3.1 证券组合风险与证券组合规模关系图

图 8.3.1 中绘出了平均水平的一种、两种,到 1500 多种纽约证券交易所普通股票的证券组合收益的标准等。该图说明,由平均水平的纽约证券交易所股票组成的证券组合,其风

险通常随证券组合的规模增大而减小,并趋于一个极限值。根据近年来积累的数据,单种股票(或平均股票)的标准差约为 28%。包含所有股票的证券组合称为“市场证券组合”,其标准差约为 15.1%,市场证券组合的标准差用 σ_m 表示, $\sigma_m = 15.1\%$ 。

所以,普通股票几乎半数的固有风险都可通过拥有合理的完全多元化的证券组合(大约包含 40 种股票),来消除掉。但是,某种风险依然存在,所以要想消除几乎所有股票都遭受到的股票市场价格普遍下降的影响,实质上是不可能的。

可以消除掉的那部分股票风险称为可通过多元化消除的风险,即前面所讲的非系统性风险。不能消除掉的那部分风险就是系统性风险。因此任何单一股票的一部分风险(非系统性风险部分)都可以通过合理的证券组合消除掉。

(二)在证券组合规模一定的条件下,证券组合的方式不同,防范风险的效果不同

在证券组合规模一定的前提下,证券组合方式是多种多样的,不同的组合方式会产生不同的效果。因此,证券组合方式既对同一风险收益组合有优劣之分,也有对不同的风险收益组合的适应问题。也就是在无数的证券组合中,肯定存在一些有可能把组合证券资产的风险减少到最小程度,或者在承受的风险相同时使预期收益达到最高的组合,我们把这样的组合称为“最理想的证券组合”。

通过分散化投资进行合理的证券投资组合可以最大限度地降低证券的非系统性风险,那么唯一稳定的却是系统性风险(或称为“市场风险”)的程度了。根据证券市场统计,平均来说,个别股票的价格变动,大约有 35%是属于系统性的市场风险,可是绝大多数股票的价格变动受到市场风险影响的要高到 50~70%。至于分散得很好的证券,即指证券组合中有各种类型的股票和债券,则几乎全部的不稳定都是由于有规则的系统性风险所引起的。实际调查所得,个人和机构投资者所拥有的证券都分散得不够多和广,因此增加了证券投资者市场价格下降的风险。

据估计,到 1980 年底,美国公众手中持有的证券,其价值约为 14,000 亿美元。拥有这些财产而没有一种对冲保护措施(指用期货合同来套期保值),那就等于一个投机者在做“多头”时冒着风险而没有办法很有效地处理持有证券所存在的市场风险,用一句行话来说这就使投资者被迫处于“投机性的多头地位”。由于这种风险的存在,促使美国 600~700 万投资者从 70 年代起不得不放弃拥有公司证券或互助基金。股票指数期货的出现使拥有大量证券的投资者得以套期保值,减少了有规则的市场系统性风险。因此股票指数期货交易是有其客观需要的基础的。

二、证券风险防范的基本措施与策略

(一)投资选择

任何证券投资者在进行证券投资时,首先必须对投资于何种证券作出选择,选择投资证券一般要考虑以下因素:

1. 对证券发行公司的评价和分析

(1)发行公司效率。发行公司盈利的多少及办事效率的高低,直接关系到投资者收益的高低,因此投资者对其作出评价和分析十分重要。评价效率高低的指标有:财务报告公

布的早晚、每月营业结算速度的快慢、营业额公布的早晚、股东会的情况等。发行公司在处理这些事务上效率的高低,从一个侧面反映了营运效率的高低。

(2)公司经营状况的评价和分析。包括对公司的经营管理水平、营运能力、盈利能力的分析和评价。这通常可通过公司的财务报表数据获知。经营好发展潜力大的公司,管理成本低,产品质量高,盈利高于同行业的平均利润,善于开拓创新,并且即使在行业普遍不景气时,也能获取利润。投资者应投资于这种证券,更可作为长期投资决策的依据。

(3)对公司资本结构的评价和分析。这方面的资料来源也主要是公司的财务报表,如资产负债表、损益表等。

(4)对证券等级的分析。由权威证券评估机构对公司证券评等,可以说是较客观、较精确、较少感情用事的一种评估。一般评估机构所做的证券评等,大多是采用多年的资料,以各种统计方法计算出盈余和股利等成长和稳定指数,并经调整后得出各种证券的分数或等级,是证券投资者进行投资时重要的决策依据。

2. 证券投资对象的选择

进行证券投资,目的是为了获取收益。但一般收益高的证券,流动性较差,风险较高;反之,收益低的证券,流动性较高,风险较小。投资者不能为单纯追求盈利性,而忽视流动性与风险性,也不能为了流动性与安全性而不敢追求盈利。投资者必须对以上三方面因素作出平衡。盈利性,是证券投资的目的,正常情况下,投资者愿意选择盈利高的证券,但受流动性与风险性的制约。投资者应结合自身的偏好、能力及市场情况,合理作出选择。一般包括以下几方面:

(1)股票与债券间的选择。股票与债券是两种不同性质的证券。股票投资的风险较大,但盈利也高。债券利率在发行时就已经确定,收益稳定,且一般都能到期还本付息,因此风险较小,但盈利也低。投资者在收益与风险间权衡利弊作出抉择,同时,也应考虑政治、经济等环境因素的影响。一般来说,政局稳定,经济增长时,股票收益增长,风险减小,投资股票较有利;政局动荡,经济衰退时,股票价格狂涨狂跌,风险增大,而此时债券风险较小,收益虽低却稳定,投资于债券较有利。

(2)股票种类和债券种类的选择。股票的具体形式各种各样,投资何种类型需根据不同的投资目的而定。如在经济稳定增长时,普通股价格看涨,收益增加,可考虑投资普通股;在经济剧烈波动时,普通股价格波动剧烈,收益不稳定,而优先股则相对收益稳定,优先派息,风险较小,可考虑投资于优先股。

根据市场表现及性质的不同,普通股又可进一步细分出很多类来,如新价股、股价循环股、领导股、热门股、蓝筹股、防卫性股、成长股、表现股、黑马股等。不同的普通股票对市场风险因素的敏感性不同,其收益不同,投资者认真分析其特性后,作出投资选择是必要的。

债券种类也繁多,投资者可依据期限、利率、物价水平等因素进行选择。如遇通货膨胀,债券利率较低,可选择浮动利率债券,也可选择可转换成股票的债券。相反,当物价稳定时,债券利率较高,则可选择固定利率债券。

3. 证券投资价值多样化的选择

证券投资者选择投资对象的主要标准是证券的投资价值。投资者所追求的投资价值,

实力、信用的最好方式。通过这种制度,小公司、无信用公司、新设公司、假公司、经营不好的公司都不能上市,如果上市的公司一旦出现信用问题或经营状况不好,那么,该公司必须被取消上市资格。

③管理和监督股票、债券的交易。包括规定交易方式,对自营买卖和代理买卖业务作出原则规定;规定证券交易所应遵循的价格优先、时间优先和数量优先的原则;规定股票、债券交易的收费标准,以及对证券交易行为的管理。

对证券交易行为的管理主要包括反垄断、反欺诈与假冒、反内部沟通等内容。反垄断的主要内容是:禁止为影响市场行情而进行的不转移股票所有权和买空卖空;禁止为影响市场行情而连续以高价买入或以低价卖出的行为;禁止为影响市场行情与他人共谋。以约定价格大量买进或卖出的行为。反欺诈、反假冒的主要内容是:禁止无实际成交意思虚报价格,欺骗交易对手;禁止编造和散布影响市场交易秩序和市场行情的流言;禁止向交易对手和公众提供有关股票发行和交易的虚假消息;禁止采取蒙骗、威吓等不正当的手段劝说或强迫公众买进或卖出。反内部沟通的主要内容是禁止公司的内部人员或关系户利用公职之便在股票交易中内部沟通,牟取暴利。

④依法审批设立或撤销从事证券业务的机构,包括证券公司、信托投资公司、证券评级机构,以及证券投资咨询机构和证券交易清算与登记过户机构;审定上述机构的经营范围和业务规章;规定上述机构定期应报送的财务会计报表和经营报告。

⑤审批和管理证券交易所,监督交易场所内的各项活动,协调证券市场中的各方关系,审批证券业协会等。

⑥根据国家有关证券的立法,对证券交易各方行为进行检查、监督和稽核,对于其中的违法行为,执行经济处罚和建议有关部门予以行政处理,对于触犯法律的违法行为,可提出诉讼,由司法部门予以仲裁。

2. 损失抑制

证券投资的损失抑制,是指在遭遇证券风险当时或之后,还未实际出现亏损之时,为了缩小投资亏损的幅度所采取的各项措施。损失抑制的措施主要有:

(1)套牢解套措施。

投资者进行证券投资,总希望能从低买高卖中获取差价收益,但证券市场风云变幻,有时候买进证券,不涨反而一直下跌,使投资者失去了高价出卖的机会;有时候卖出证券,不跌反而一直上涨,使投资者难以再低价补进。这就是套牢。前者称为多头套牢,后者称为空头套牢。

套牢的原因,除政治、经济等因素的变动,使证券市场趋势逆转外,主要是投资者缺乏证券投资的知识与经验,或有不正常的心理状态,对证券市场的走势不能作出全面、正确、深入地了解和分析,听信市场中的传言,而作出错误的选择。

投资者在套牢后,可采取各种方法,使遭受的损失减轻,甚或反败为胜,这就是解套。套牢后手足无措,怨天尤人,都不是解套的办法。有经验的投资者,应冷静而仔细地对整个证券市场重新作一番分析判断,哪些因素忽视了,哪些因素仍将是有益的,利空与利多的比重如何,如何应对目前的行情等,并重新调整投资策略,套牢并不可怕,可怕的是不知道如何用

二、损失控制的时机选择

所谓时机,并不是一个点的概念,而是一个阶段的概念。因为证券价格是连续的、日复一日永不停止的。证券价格从上升趋势转为下降趋势,或从下降趋势转为上升趋势,不是几个小时或一天之内就反转,而是逐渐的、缓慢的呈现变化。如将涨势反转为跌势的过程细加分析,大致可分为三个阶段:涨势缓和阶段、涨势抑制阶段和回头下落阶段。广义来说,这三个阶段都可以说是卖出时机。证券价格跌势反转为涨势从止跌到回升所拖延的时间,可能比跌势所延续的时间还要长,一般也可将之分为三个阶段:跌势缓和阶段、跌势停止阶段和回升抬头阶段。这三个阶段都是买进的好时机。

在证券投资风险的损失控制中,时机的选择至关重要。尽管损失控制的直接目的在于减少亏损发生的频率和降低亏损额,但从其在证券风险管理中的作用来看,则更可广义地理解为:尽可能地减少亏损,增加收益,这也是证券风险防范之目的。而一旦把握住证券买卖时机,就有如顺流行船,收到事半功倍的效果,不仅可以有效地避免和控制亏损的发生,还可以尽可能地获得较高收益。

(一)买进时机的选择

一般来说,对以下所有或大多数问题的答案为“是”,则是买进的最佳时机。

1. 景气循环

- (1) 全国的商业活动是否向下?你是否预见到这一向下趋势将结束?
- (2) 通货膨胀是否减缓?
- (3) 经济领先指标是否开始上升?
- (4) 公司盈利是否减少?你是否预期它们会很快开始增加?
- (5) 存货是不是减少?
- (6) 是否大多数经济预测相当悲观?是否大多数经济消息都是不利的?

2. 货币政策与利率

(1) 中央银行是否开始采取扩张活动?是否正在降低银行贴现率、银行准备金率、证券保证金交易的保证金比率?

(2) 中央银行的首脑,是否对失业率和经济增长比对通货膨胀和经济过热更为热切?

(3) 短期利率(如国库券、商业票据、储蓄券等的利率)是否正在下降?是否降至足以促使经济扩张的程度(短期利率在衰退期间下降大约 50%)?

3. 股票价值

股市的平均本益比是多少?它是否已达到或低于上次股市最低点时的本益比?

4. 证券市场参与者

- (1) 大公司股东或债权人是否很少卖出证券?是否新上市证券实际上很少?
- (2) 零股交易、短期抛空者是否大增?
- (3) 共同基金所持现金是否大增?

5. 技术上

(1) 证券市场是否已从上一次高峰下降了好几个月(20 世纪空头市场期间中位数为 18 个月至 22 个月)?

(2) 是否已从上一次高峰下降了很可观的幅度(20 世纪空头市场跌幅中位数约 41%)?

(3) 是否加速其下跌(空头市场的最后阶段倾向于加速并加剧跌幅)?

(4) 是否已经到谷底? 是否已开始回升? 是否最后一回跌落, 其指数仍比上一次低点指数高?

6. 个人因素

(1) 如果你曾经投资, 那么你是否在最近亏过老本?

(2) 你的朋友、亲戚以及公司同事是否劝告你离开证券市场或者他们已经全部对证券投资丧失兴趣?

(3) 你现在投资组合的风险是否低于你原先认为应有的水准?

(二) 卖出时机的选择

对以下所有的问题或大多数问题的答案为“是”, 则是卖出的最佳时机。

1. 景气循环

(1) 是否有越来越多的证据显示目前为景气循环高峰?

(2) 通货膨胀是否加速?

(3) 经济领先指标是否下降?

(4) 公司盈利的成长率是否减缓, 或者目前高获利率的好景是否好得难以持续?

(5) 存货是否增加?

(6) 你所知道的经济预测是否都是乐观的?

2. 货币政策与利率

(1) 中央银行是否开始采取紧缩措施? 是否提高银行贴现率、银行准备金率、证券保证金交易的保证金比率?

(2) 中央银行的首脑, 是否对通货膨胀和经济过热谈论得比失业和经济增长更多?

(3) 短期利率(如国库券、商业票据、储蓄券等的利率)是否正在上升?

3. 股票价值

股市的平均本益比是多少? 它是否已达到或超过上一次股市最高点时的本益比?

4. 证券市场参与者

(1) 是否有大公司股东或债权人卖出证券? 是否报章杂志经常刊载新证券上市的消息?

(2) 零股交易者、短期抛空者是否相对减少?

5. 技术上

(1) 证券市场是否已从其上次的低点涨升了很长一段时期(20 世纪多头市场涨升期间的中位数为 26 个月)?

(2) 是否已从其上次的低点涨升了很高的幅度(20 世纪多头市场涨幅的中位数为 90%)?

(3) 上涨速率是否减缓(每段多头市场的最后一期即末期, 上涨幅度只占全部涨幅的

19%) ?

(4)“市场广度”是否正逐渐下降?相对来说是否只有较少的证券在上升?涨跌指数是否比一般证券价格指数软弱?

(5)是否已到高峰?这一回的上升是否无法突破上次涨势的高点?

6. 个人因素

(1)你最近是否曾在证券市场大赚一笔?

(2)你的朋友、亲戚以及公司同事是否劝你更多投资一点,以便能够像他们一样,轻轻松松地大获其利?

(3)你现在投资组合的市场风险是否高于你原先认为的应有水准?

第三节 证券风险的转嫁手段

一、股票指数期货交易

(一)利用股票指数期货交易防范风险的基本原理

证券投资风险分为系统性证券投资风险和非系统性证券投资风险两大类。非系统性风险可以通过分散投资或投资组合进行防范,但传统的证券理论在如何对待系统性风险这一问题上并未给出肯定的答案。股票指数期货交易则妥善解决了这一风险难题。

系统性风险通常被定义为以 β 系数来确定, β 系数的计算公式是:

$$\beta = \frac{c_{ov}(r_i, r_m)}{v_{ar}(r_m)}$$

其中; r 表示证券收益;

i 表示特定的证券范畴;

m 表示总的证券市场(或所有证券);

$c_{ov}(r_i, r_m)$ 表示所述证券收益与市场所有证券收益(市场收益)之间的协方差;

$v_{ar}(r_m)$ 表示总的证券市场收益的方差。

这样,低风险证券具有接近于 0 的 β 系数,因为与市场的协方差小。较大风险的证券具有大于 1 的 β 系数。作为分析证券平均收益风险方法的 β 系数的结合,包括在著名的资本资产价格模式中。 β 系数越高,证券的平均收益也就越高。

例如,投资者持有总市场价值为 1000 万美元证券投资组合中的一个工业股票样本。现在所担心的是今后三个月中利率水平会上升。可以发现,如果可建立对价格下跌进行适当保值,与提前清偿交易额相反,在今后三个月持有股票更合适。这样,投资者可到芝加哥商品交易所买卖标准普尔 500 股票指数期货合约,设三个月期标准普尔 500 期货指数标价为

180.95,即期货合同的价值达到 90475 美元(500×180.95)。股票的 β 系数是对过去 6 个月的数据进行计算,为 1.45,即所持股票比标准普尔 500 指数所代表的总的股票市场更加易变。为补偿这一过分的价格活跃,应以 1.45 : 1.00 的比率出售额外的指数期货合同。这样,出售合同的总数等于 $160(1.45 \times 1000 \text{ 万} / 9.0475 \text{ 万})$ 。如果股市价格下跌,出售的期货被固定在较高的价格上,所以在股票投资上发生的损失由从指数期货交易中所获的收益来抵补。这一保值类型中的不稳定因素是所计算前 6 个月的 β 系数,此外,股票指数期货交易将对股票价格浮动提供给投资者合理的套期保值。

首先推出股票指数期货交易的是美国堪萨斯交易所,至于 1982 年 2 月以价值线(Value Line)综合指数作为合约的基础,开办了股票指数期货合约,每天经营合约达 2000 份左右。接着芝加哥商品交易所在同年 4 月也开始根据标准普尔 500 种股票指数经营期货,每天营业合约 1.5 万份左右。5 月,纽约期货交易所也根据纽约股票交易所 1540 种股票的综合指数经营股票指数期货。英国伦敦,澳大利亚悉尼也先后仿效芝加哥期货交易所提供股票指数期货合约。1986 年 10 月,新加坡国际货币交易所买卖日经 225 指数期货,日本第二大城市大阪证券交易所也计划推出其本身的指数期货。香港股票指数期货于 1986 年 5 月 6 日开始推出,它主要为香港恒生指数期货。

(二)股票指数期货交易的实际运作

股票指数期货交易是在期货交易所中进行交易的。不是期货交易所会员的一般客户必须委托任何一家期货经纪公司代为买卖股票指数期货合约。期货经纪公司在期货交易所派驻交易员,一俟公司接获客户要求代为买进或售出股票指数期货合约的指令,公司就马上打电话告知其在期货交易所的代表,由后者根据客人提出的价格和数量进行交易。

在香港,恒生股票指数合约的买卖是在期货交易所的交易栏上采用上牌和公开喊价两种方法相结合的方式。这种交易方式类似于一种拍卖活动,买卖双方可以竞相出价,彼此竞争,从而获得较好的买价和卖价。在这种股票指数期货合约的交易中,买卖双方优先考虑的是价格,其次才是合约的具体月份以及合约数量的多寡。出现这种情况的主要原因,在于大多数的合约持有人在实际交收日之前便结束了自己所处的“地位”(Position)。

那么,什么是股票指数期货交易商所处的“地位”呢?比如说,当一个股票指数交易商预料整个股票市场的趋势是上升的,他就可能买进股票指数期货合约,待到股市真的上升时,再将合约售出,从中获利,这时交易商是处于“多头”的地位(Long Position)。以香港恒生指数期货为例,处于“多头”地位的股票指数期货交易商(简称甲)的营利过程如下:

1987 年 12 月 14 日,甲以 2040.62 点购进 4 份恒生股票指数期货合约。

1987 年 12 月 17 日,甲以 2142.23 点售出 14 日购买的 4 份恒生股票指数期货合约。

买卖期货合约所得到的利润为: $101.61 \times 50 \times 4 = 20322$ 港元(佣金未计)。

当一个股票指数期货交易商预计整个股票市场趋于下跌时,他便售出合约,待股市真的下跌后,再行购入,从中获利,这时股票指数期货交易商所处的“地位”为“空头”(Short Position)。处于空头地位的股票指数期货交易商(简称乙)的营利过程如下:

1987 年 10 月 15 日,乙以 3828.64 点售出 4 份恒生指数期货合约。

表 8.3.1 套期保值的地位

现货市场	期货市场
1982 年 2 月 2 日	1982 年 2 月 2 日
股票的价值:	出售 1982 年 3 月的 Value Line
@ $51\frac{3}{8} \times 1400 = 71925$ (美元)	@ $141.00 \times 500 = 70500$ (美元)

结果股票市场价格没有下跌,在 1982 年 2 月和 3 月市价回稳。如果这个人直到 1982 年 3 月底都是保持其套期保值地位,当 Value Line 指数在 1982 年 3 月的交易价是 154.13 美元,那么做空套期的结果如下:

表 8.3.2 套期保值的结果

现货市场	期货市场
1982 年 3 月 31 日	1982 年 3 月 31 日
股票价值	买进 1982 年 3 月 Value Line
1400 股狄思奈公司股票	股票指数期货合同
@ $61\frac{1}{8} \times 1400 = 85575$ (美元)	@ $154.13 \times 500 = 77065$ (美元)
在股票上所得利润	在期货合同上的损失
85575 美元	70500 美元(出售)
<u>-71925 美元</u>	<u>-77065 美元(买进)</u>
13650 美元	-6565 美元
套期保值净结果	
13650 美元	现金资产所得利润
-6565 美元	期货市场损失
7085 美元	净所得

进行套期保值的结果使得持有狄思奈股票的投资者减少了净利润,但该投资者在 1982 年 2 月 2 日至 3 月 31 日期间的股票价值猛跌时会得到“保障”。

套期保值者一般要比那些没有进行套期保值者得到较小的利润和遭受较小的损失。采取套期保值的做法,很能看出套期保值所起的价格——风险——转嫁作用。一个套期保值者放弃了可能得到的某些利润,从而同时也把风险转嫁给那些愿意承担风险的投资者。

2. 一批股票的套期保值

〔例 8.3.2〕 假定某人于 1982 年 6 月 30 日拥有一批股票,每种股票是 100 股,情况如下:

表 8.3.3 拥有一批股票的情况

公司股票	股票数	价格	市场价格(美元)
公司 A	100	$56\frac{1}{4}$	5625.00
B	100	68	6800.00
C	100	$38\frac{1}{8}$	3812.50
D	100	$53\frac{1}{8}$	5312.50
E	100	$61\frac{7}{8}$	6187.50
F	100	$67\frac{5}{8}$	6762.50
G	100	$45\frac{3}{4}$	4575.00
H	100	68	6800.00
I	100	$92\frac{1}{2}$	9250.00
J	100	47	4700.00
K	100	$33\frac{1}{4}$	3325.00
L	100	$25\frac{3}{4}$	2575.00
M	100	$38\frac{5}{8}$	3862.50
N	100	97	9700.00
全部股票价值			79287.50

该投资者想要保障其所持有的股票价值,可以从事空头套期保值,即出售远期到期合同。如果在 1982 年 6 月 30 日,1982 年 9 月合同的期货价是 157.50 美元,则合同的交易如下:

假设 1982 年 9 月 Value Line 指数价格是 157.50 美元,合同的出价值=157.50×500=78750.00 美元,到 1982 年 9 月底,各股票和期货合同价值如下:

表 8.3.4 1982 年 9 月 30 日股票情况

公司股票	股票数	价格	市场价格(美元)
公司 A	100	$43\frac{3}{4}$	4375.00
B	100	$51\frac{5}{8}$ 51	62.50
C	100	36	3600.00
D	100	$38\frac{1}{8}$	3812.50
E	100	$54\frac{7}{8}$	5487.50
F	100	$58\frac{1}{2}$	5850.00
G	100	$39\frac{5}{8}$	3962.50
H	100	$48\frac{3}{4}$	4875.00
I	100	$84\frac{7}{8}$	8487.50
J	100	$40\frac{1}{4}$	4025.00
K	100	$28\frac{7}{8}$	2887.50
L	100	$20\frac{5}{8}$	2062.50
M	100	$32\frac{3}{4}$	3275.00
N	100	$82\frac{7}{8}$	8287.50
全部股票价值			66150.00
日期		股票价值(美元)	
6/30/1982		79287.50	
9/30/1982		66150.00	
损失			13137.50

1982 年 9 月 30 日买进股票指数期货合同:@129.76×500=64880.00 美元,于是股票指数期货交易上的盈利为 78750.00-64880.00=13870(美元)。

在这时期,例子中的股票价值下降了 13137.50 美元,可是在 Value Line 股票指数期货交易
交易所赚的 13870 美元足以对冲损失有余,进行套期保值的结果是取得了净利润,这是由于
他所拥有的股票的价值波动随整个股票市场价值波动的部分被转移走了,因此,Value Line
为其他股票指数期货合同提供了一种风险管理机制。

3. 多头套期保值(Long Hedge)

当现货市场有大量“存货”(股票)存在,减少风险的主要形式通常是上述的空头套期保
值,那就是出售远期到期的有关期货合同。可是,Value Line 股票指数期货的灵活性使股票
买空者也可以进行风险管理。

[例 8.3.3]

表 8.3.5 套期保值交易的情况

现货市场	期货市场
1982 年 2 月 2 日 卖空 1200 股通用电气公司股票 @ $60\frac{5}{8}$ 价值 共 72750 美元	1982 年 2 月 2 日 买进 82 年 3 月 Value Line 短货合同一份 @141.00 美元,价值共 70500 美元
1982 年 3 月 31 日 买进 1200 股通用电气公司股票 @ 67 共计 80400 美元	1982 年 3 月 31 日 出售一份 82 年 3 月的 Value Line 期货合 同 @154.13 共计 77065 美元
现货市场上损失 — 80400 美元(买进) <u>+ 72750 美元(卖出)</u> — 7650 美元	期货市场上利润 77065 美元(卖出) <u>— 70500 美元(买进)</u> 6565 美元

(注:1982 年 9 月 30 日 Value Line 指数价值:129676 美元,合同价值:129.76 美元 × 500 = 64880.00 美元)

如果股票持有人于 1982 年 9 月 30 日结清 Value Line 股票指数期货的地位,套期保值
交易的净结果如下:

表 8.3.6 套期保值交易的净结果

股票指数期货合同(美元)	套期保值后净结果(美元)
78750(出售) —64880(购进) ——13870 利润	
从套期保值得到的净结果	
—7650 美元	现货市场的损失
+6565 美元	期货市场的利润
—1085 美元	净损失

在前述例子中,现货市场(做空头)和期货市场(做多头)采取相反的做法,这样,Value Line 股票指数多头套期保值减少现金资产地位的损失 7650 美元,净损失为 1085 美元。另一方面,在很短的时期中,可能个别股票和市场是相反方向移动的。

〔例 8.3.4〕

表 8.3.7 套期保值交易的情况

现货市场	期货市场
1982 年 2 月 2 日 卖空 1700 股 GM 公司股票@ $42\frac{5}{8}$ 共计: 72462.50 美元	1982 年 2 月 2 日 买进一份 82 年 3 月的 Value Line 股票指数期货合同@141.00 美元,共计 70500 美元
1982 年 3 月 31 日 卖进 1700 股 GM 公司股票 @ $36\frac{5}{8}$ 共计: 62262.50 美元	1982 年 3 月 31 日 出售一份 82 年 3 月 Value Line 股票指数期货合同@154.13 美元,共计 77065 美元
现货市场利润 72462.50 美元(卖出) —62262.50 美元(买进) ——10200.00 美元	期货市场上利润 77065 美元(卖出) —70500 美元(买进) ——6565 美元
从套期保值得到的净结果	
10200 美元	现货市场利润
+6565 美元	期货市场利润
16765 美元	净利润

4. 预期会有的多头套期保值

还有一种套期保值形式是利用期货为现货市场交易或在以后时间要建立的地位的临时替代。例如,养老基金或信托基金收到的份额金(假定是每季度)是按经常收进的数字进行投资的。这种基金可以利用 Value Line 股票指数期货合同以改进购买股票的时间选择。

〔例 8.3.5〕 假定某年 2 月 1 日 A 种股票价格为每股 50 元,B 种股票每股 25 元。某养老基金的财务经理认为,股票行市将在未来几个月中有较大升幅,其中尤以 A、B 两种股票看好。但苦于手中无钱,因为该基金的收入都集中在每季末,也就是最接近的一笔资金来源也得在 3 月 31 日才能得到。假定这笔资金共 30 万元,若按现行价格该财务经理计划购买 A、B 两种股票各 4000 股。但如果到 3 月 31 日时股票价格已上涨,则就买不到上面的计划购买股数。因此,他决定,为不失去这次投资机会而用股票指数期货进行保值。其过程如下:

(1)假定 2 月 1 日标准普尔 500 种股票指数的 6 月份期货价格为 127.25。基金经理以此价格买进 5 份 6 月份期货合同,合同总价值为:

$$127.25 \times 500 \times 5 = 318125 (\text{元})$$

(2)到 3 月 31 日,A 股票已涨到 56 元/股,B 股票涨到 30 元/股。这时如仍按计划购买股数的话,则基金需支付:

$$4000 \times (56 + 30) = 344000 (\text{元})$$

这要比基金此时能收到的 30 万元超出 44000 元。但与此同时,标准普尔 500 种股票指数的 6 月份期货已从 127.25 上升到 144.85。因而基金抛出 5 份该指数 6 月份期货,合同价值为:

$$144.85 \times 500 \times 5 = 362125 (\text{元})$$

期货对冲后,基金获期货利润为

$$362125 - 318125 = 44000 (\text{元})$$

这样,期货盈利 44000 元正好弥补了实际按计划购买所缺的款项。从而保证了基金按计划购买。

(3)相反,如果股价与基金经理的预测相反,3 月 31 日时 A、B 两种股票的价格分别下降到 44 元/股和 20 元/股。这时基金按计划购买只需支付:

$$4000 \times (44 + 20) = 256000 (\text{元})$$

这说明,当股价下跌基金可节省 44000 元就可实现原购买计划。然而,与此同时标准普尔 500 种股票指数的 6 月份期货却从 127.25 下降到 109.65,从而使原先的 5 份 6 月份该指数期货的合同价值降为:

$$109.65 \times 500 \times 5 = 274125 (\text{元})$$

基金经理被迫以此价格出清期货,期货对冲出现的损失为:

$$318125 - 274125 = 44000 (\text{元})$$

这个数字恰好将因股价下跌而造成的实际购买节省额抵消掉。也就是说,基金还是以 30 万元分别买了 4000 股的 A、B 两种股票。

二、股票期权交易

股票期权交易是 70 年代初发展起来的一种新的股票交易方式,是期权交易双方经过协调以后以支付一笔约定的保险费为代价,取得一种在一定期限内按协定价格购买或出售一定数额股票的权利。股票期权交易按其买进和卖出的性质区分,可分为看涨期权和看跌期权。看涨期权又称买入期权,购买该种期权可以获得一种在未来一定期限内根据合约所确定的价格购买一定数额股票的权利;看跌期权又称卖出期权,购买该种期权可以获得一种在未来一定期限内根据合约所确定的价格卖出一定数额股票的权利。

利用股票的期权交易,期权的购买者在到期看到情况不利时可以不行使其买或卖的权利,这时他损失的不过是保险费。因此,期权交易被投资者用作转嫁风险及进行股票保值的有效工具。

〔例 8.3.6〕 假定有个投资者在某年 1 月时以每股 30 元的价格买进 1000 股金田公司股票,总投资支出为 30000 元。假定这种股票的年股息为 4 元/股,每半年付息一次。该投资者准备把所买的股票持有 6 个月,等到公司支付股息(2000 元=1000 股×4 元/股÷2)后便脱手卖掉。很明显,如果他能在 7 月份仍以 30 元/股的价格出售股票,则他就能获利 2000 元。但如果 7 月份金田公司股票价格下跌为 27 元/股,此时他手中的股票会产生 3000 元的资本损失:

$$1000 \times (30 - 27) = 3000 (\text{元})$$

显然,把所得到的股息 2000 元贴进去后,投资者还要亏 1000 元。投资者为了避免这种股价下跌风险,确保 2000 元的投资收入,便采用期权交易来转嫁风险,具体做法是:

该投资者开价出售一份 7 月份的看涨期权。由于不同的投资者对未来股价走势的预测和判断不尽相同,因而总会有一些人的看法与该投资者的看法不同。比如张某认为金田公司股票价格于未来将上升,于是他就会前去购买该投资者开出的看涨期权。假定张某预测 7 月份时金田股票将涨至 36 元/股,因而他就与该投资者商定协议价格为 32 元/股,出价为 3 元/股,即期权费为 $1000 \times 3 = 3000$ 元。也就是说,张某以 3000 元的价格购得在 7 月份以每股 32 元的价格从该投资者处购买股票的权利。如果到 7 月份,金田股票价格确如该投资者预料的那样降到 27 元/股,这时他出售手中的股票就亏损 3000 元。但与此同时,张某看到股票行市并没有与其预料一致反跌,因而他肯定不愿意真正地去实施购买,但期权费 3000 元已经支付出去,对于该投资者来说,这 3000 元恰好弥补股价下跌造成的实际出售的损失,即他还是以 30 元/股的价格卖出股票从而确保了 2000 元股息收入的所得。对于张某来讲,如果他购买的是期货因而必须实施购买的话,则需花 $32 \times 1000 = 3200$ (元),然而现在市场上只需花 2700 元就能买到 1000 股金田股票,两者差额为 500 元。这要在比所支付的期权费还要高出 2000 元。因此,在行情下跌时该投资者利用期权交易要么确保了收益,要么减少了损失。

反过来,我们再看当股票行市恰如张某所预料的那样涨到 36 元/股,这时张某就要以协议价格 32 元/股实施购买然后抛出以从中获利。获利程度为 $36 \times 1000 - 32 \times 1000 - 3 \times 1000 = 1000$ (元)。从该投资者角度来看,由于行市上涨,他的获利程度为 2000 元的价差收

益,2000 元的股息,3000 元的期权费,共计 7000 元。当然,如果投资者当初不出售这份看涨期权的话,他就能获得 2000 元的股息和 6000 元的价差收益,共计 8000 元。这要比上面的 7000 元多 1000 元好处。但是,如果该投资者要得到这 1000 元的额外好处的话就必须冒股价可能下跌而造成 3000 元损失的风险。而该投资者为确保 2000 元股息收入的获得,他就不愿冒这种风险。从以上的论述可以看到,期权交易不论对出售方还是对购买方即对期权交易的双方都能起到有效的保值避险作用。

三、股票指数期货的期权交易及股票指数期权交易

股票指数期货的期权交易就是允许买方按协定价格在一定时期内向卖方购买或出售特定的股票指数期货合约,这种期权合同于 1982 年上市。建立在股票指数期货基础上的期权,使期货交易者面临的风险变得可预见、可限制(最大损失限于买期权所支付的保险费),而且不必为补交保险金所累。但它有一重大缺陷,就是在期权交易上赚的钱会被期货交易上的亏损吃掉,或反过来。因此,期权交易并不适合所有期货交易者的需要。例如,某人以协定价格 140(指数)、保险费 2.75 买一个“纽约证券交易所综合指数”期货的 5 月到期的看涨期权。若 5 月份该指数升为 160,期权买主行使权利,在期权交易上可赚 $(160 - 140 - 2.75) \times 500 = 8625$ 美元,但他行使权利就是从卖方手中买一份该指数期货,价格为 $160 \times 500 = 80000$ 美元,比他在买期权时的期货价格贵 8625 美元 $(80000 - 142.75 \times 500)$ 。为克服这一缺陷,1983 年 2 月初,芝加哥期权交易商会发明了一种既不建立在任何指数期货基础上,又不根据任何流行指数的指数期权——普尔 100 指数期权。接着,纽约证券交易所综合指数期权、美国证券交易所主要市场指数期权、价值线指数期权都陆续登上了期权市场。

普尔 100 指数期权是在一定时期内按协定价格购买或出售构成该指数的一篮子股票。普尔 100 指数由普尔 500 股票指数中最热门股票构成。

普尔 100 指数期权行情——期权保险费,是以每股报价。例如 7 月份看涨期权协定价格为 180,保险费为 $9\frac{3}{8}$,实际期权费即 $9\frac{3}{8} \times 100 = 937.50$ (美元),期权价值为 $180 \times 100 = 18000$ (美元)。

股票指数期权交易有两类:一般性交易和对冲交易。

(一)一般性交易

一般性交易又分看涨期权和看跌期权两类,这两种期权交易不是为股票设计的,而是为股票指数期货合约而推出的。从购买看涨期权的交易看:假设某一投资者在芝加哥交易所于某年 1 月 15 日购进一份 3 月份到期的协议价格为 135、保险费即期权价为 9.00 的“普尔 500”股票指数的看涨期货合约,他预测股市看涨,3 月份股市果真上涨,“普尔 500”股票指数升为 160,该投资者行使期权,盈利 $160 \times 150 \text{ 美元} - 135 \times 500 \text{ 美元} = 12500 \text{ 美元}$ 。减去购买期权的保险费,净利润为 8,000 美元(不计佣金)。从购买看跌期权交易看,假设某一投资者在芝加哥交易所于 1 月 15 日购进 1 份 3 月份到期,协定价为 144,保险费为 13.00 的“普尔 500”股票指数看跌期权合约,预期股市将下跌,在到期前股市果真下跌,“普尔 500”股票指数下降为 125,该投资者行使看跌期权,获利 9500 美元(即 $144 \times 500 - 125 \times 500 \text{ 美元}$)。

剔除期权费以后净获利 3000 美元($9500 - 13.00 \times 500$)(佣金未计)。可见这种一般性股票指数期权交易是在交易者十拿九稳的情况下进行的。如果他对未来股市的行情难以断定时,他必须采取对冲交易方式,才能有效地规避风险。

(二)对冲交易

对冲交易又分三类:期权与期货合约的对冲交易、双重期权对冲交易、期权与期权的对冲交易,以下分述之:

(1)期权与期货合约的对冲交易。这种交易比较简单,这是在购买股票指数期货合约的同时,购买一份看跌期权,以避免在股市下跌时对股票指数期货合约所带来的风险。因为他可以利用看跌期权中赚取的利润来弥补股票指数期货合约交易中的损失。若股市行情见涨,投资者就可以在股票指数期货合约交易中获利,在期权交易中不行使看跌期权,让其自动失效,其损失仅在于购买看跌期权时的保险费。

(2)双重期权的对冲交易。即双向式期权交易,它是在同一个协议价格上购进一张看涨期权和一张看跌期权。因为投资者对股市变动情况捉摸不定,但又预计股市会有较大幅度的变动。因此,他愿意花比分别购买一张看跌期权和看涨期权贵得多的保险费来保障期权交易的成功。当股价上涨时,他就行使看涨期权,放弃看跌期权;当股市下跌时,他则行使看跌期权,放弃看涨期权。这种双管齐下的投资策略,尽管保险系数大,成功的可能性强,风险小,但付出的代价也太大。除非股市的波动幅度较大,否则投资者要达到其成本与收益的持平点是困难的,假如实际股票指数的点数波幅不大,投资者花费在期权上的费用是很难弥补的。

(3)期权与期权的对冲交易。是对同一到期时间、不同协议价格的看跌期权和看涨期权的组合。例如,某投资者购买一张 6 月份到期,协议价格为 140,保险费为 12.50 的“普尔 500”看涨期权。3 个月后,该股票指数上升了 15 点,此时获利情况为: $(140 + 15) \times 500 - 140 \times 500 = 7500$ 美元。纯利润 1250 美元($7500 - 12.50 \times 500$)。若此时离到期日还差 3 个月,而未来 3 个月的股市行情会出现由好转坏的势头。为了保险起见,他又在 3 月份购买一张 6 月份到期的看跌期权,协议价格为 155,保险费为 15.50。若 6 月份股市仍是上升的,“普尔 500”涨了 25 点,则该投资者放弃看跌期权,行使看涨期权,盈利为 20000 美元〔即 $(140 + 15 + 25) \times 500 - 140 \times 500$ 美元〕。纯利润 6000 美元(即 $20000 - 12.50 \times 500 - 15.50 \times 500$ 美元)。若 6 月份股市由涨转跌,则情况正好相反,看涨期权上的损失由看跌期权加以弥补。

以上仅从期权交易的买方角度看股票指数期权交易的策略。若换个角度,从期权交易的卖方看股票指数期权交易的策略也有三类:出售看涨期权、出售看跌期权、出售双向期权。卖方刚好是站在买方的反方向角度来预测。当买方预测未来行情见涨时,卖方则认为行表会有跌的可能,故他愿意出售看涨期权,希望期权到期时股票指数期货合约的价格能够低于、等于或略高于协议价格,以便保留全部或部分期权保险费。他出售看跌期权的情况正好相反。他出售双向期权是因为他预测未来股票指数涨跌幅度不大,而采取的期权交易方式。

股票指数期权交易的技巧是相当多的,这些交易方式的出现,弥补了股票指数期货合约交易的不足和风险,深受国际金融界的关注和接受,但因其交易技术复杂,技巧多变,要在全

世界范围内普及和发育还需要一定的时间和条件。

第四节 证券投资策略

证券投资的目的是要以最小的风险获得最大的收益。如何实现和达到这一目的呢？在长期的证券投资实践中，人们总结出了许多证券买卖操作的技巧和方法——即证券投资策略。这些方法，大多是证券投资组合理论的具体运用，很好地体现了证券投资收益性、安全性、流动性并使三者达到最佳组合状态的原则。

一、分散投资与风险三角

分散投资，即将投资广泛分布于一些不同的投资对象上，可以由减少个别证券风险而减少总风险。在一种分散的投资组合里，个别证券的风险会彼此抵消，而使其平均风险下降。某一天证券价格上涨，某些证券比整个大势涨得多，而另外一些证券比整个大势涨得少；涨得多的证券与涨得少的证券平均起来，其涨幅就与整个证券市场大势差不多了。结果，分散的投资组合大致上会与整个市场走势的步调相似。用风险三角图可表示证券风险减低的情况。

如当只投资于一种股票时，市场风险与个别风险构成直角三角形的两边。投资于两种类似风险的股票时，这两种股票具有与第一种差不多的市场风险，但由于组合，使个别股票风险降低。原因是一种股票下跌或上升时，另一种股票可能不跌不升。因而使总风险降低。当然可能出现两种股票价格同时跌升的情况，但如此发生的机率甚少。当投资于 20 种股票时，总风险会显著降低，大约只有单个风险的一半。

这时的市场风险并没有改变。投资组合的市场风险是所有个别股票所具有市场风险的平均，分散投资并未降低市场风险。事实上，越来越分散的投资，会使其越来越与大势吻合。其涨跌也会与整个市场一致。

以上所指个别股票风险即非系统性风险，市场风险即系统性风险。分散投资是最大限度地防范非系统性风险的最佳策略。

二、分散投资策略

（一）种类分散投资策略

就是使投资的证券多样化，从而使投资风险分散化。证券投资者最关心的莫过于投资的安全性，因为没有安全性，收益性也就失去了保证。因此，把全部投资压在一种证券上，不是一个稳健的投资者具有的行为。各种投资对象皆有利弊，流动性强安全性高的证券往往收益比较低，而收益高的证券风险也较高。所以投资者应避免集中投资于只有某一方面具有优势的证券，而应实行种类分散的投资策略。这种策略的具体方法有：

1. 投资三分法

即把投资于证券的资金分为三部分。一部分购买安全性较高的债券或优先股股票；一部分购买具有潜在增殖能力的普通股股票；另一部分作为投资的预备机动金。第一部分称作“防御性资产”；第二部分称为“进攻性资产”；第三部分保留的资金目的在于投资组合上的灵活调整。运用三分法兼顾了证券投资收益性、安全性、流动性三原则。

2. 固定金额投资计划法

又称常数投资计划，主要适用于拥有巨额投资资金的投资者。其投资方式为，投资者把资金分别投资于股票和债券，并经常保持固定金额的股票，在此基础上，确定股价上涨或下跌的百分比，当股价上涨，使所购入的股票价格总额增长幅度超过上涨百分比时，就出售增值部分股票，用于购进债券；当股价下跌，使所购入的股票价格总额降低幅度超过下跌百分比时，就出售债券，购进股票，使股票的总价值维持在固定的金额。

例如，某投资者以 10000 元购买股票和债券，确定股票的固定投资金额为 5000 元，并决定当股票价格总额超过固定金额的 20% 时，出售增值部分股票，购进债券；当股票价格总额低于固定金额的 10% 时，出售债券，购买股票，补足股票的固定金额。假定投资时间为 5 年，其过程如下表（表 8.3.8）。

表 8.3.8 固定金额投资过程表

年份	股票总额(元)	调整过程	债券总额(元)	投资总额(元)
1	5000	5000	10000	
2	6500 5000	卖出股票 1500 元 买进债券 1500	5000 6500	11500 11500
3	4500 5000	走出债券 500 元 7000 买进股票 500 元 6500	12000 12000	
4	6000 5000	卖出股票 1000 元 买进债券 1000 元	6200 7200	12200 12200
5	5500		7000	12500

从上表看出，第一年购进的股票为 5000 元，作为固定金额；第二年股票价格上涨，使股票价格总额达到 6500 元，超过了 20% 的百分比，则出售 1500 元股票，并购入同等金额的债券；第三年股价下跌，使股票价格总额降至 4500 元，下降幅度为 10%，此时出售债券 500 元，并用于购入股票；第四年股价又上涨，使股价总额达到 6000 元，上涨幅度达到了固定金额的 20%，则出售 1000 元股票，用于购进债券；第五年股价上涨的幅度没有达到 20%，所以投资者不用调整。

运用固定金额投资计划，投资者需要合理地确定以下几个环节：①确定股票的恰当固定

金额;②确定适当的买卖时间表。其方式有两种:一种是根据股票市场价格变动超过一定比率的方法,另一种为利用股价指数变动超过一定比率的方法;③确定恰当的买卖时机,避免股价高峰时买入或股价跌到低谷时卖出。

利用这种投资方法,投资者可集中资金投资于一种股票,也可投资于数种股票,后者的操作过程如同前者。这种投资计划的优点是,不必考虑投资的时间确定问题,按股价变化是否达到一定比率决定股票的买卖,既简单又易于掌握;其次在正常情况下,股价变动幅度要比债券价格变动幅度大,投资者在股价高时卖出股票,在股价低时买进股票,在这种不断的循环过程中,可获取收益。从长期看,经济发展往往呈波浪式前进,当经济发展处于高潮时,股份公司赢利增加,股价上升,利率也上升,使债券价格下跌,此时卖出股票,买进债券,投资者可获取差价;反之经济处于低潮时,股份公司赢利减少,股价下跌,债券价格上升,此时买进股票,卖出债券,投资者也同样可获取差益。这种投资计划的不足之处是,在此项投资计划开始时,投资者较难确定投资于股票与债券的总额比率;其次是如果购买的股票价格持续上升,当上升到一定程度,达到预定的比率时,投资人就出售股票买债券,减少了股票投资金额在总投资额中的比例,从而失去了股价继续上升时获取更多收益的机会;反之,如果购进的股票持续下跌,投资者需不断出售债券来购买股票,也会造成不良的后果。因此这种投资计划不适用于价格持续上涨或下跌的股票。

3. 固定比率投资计划法

又称耶鲁投资计划,它为耶鲁大学基金会所创立。指投资者将投资资金分别投放于股票和债券,并使股票金额和债券金额维持在一个固定比率之上的投资方法。它与固定金额投资计划方法的区别是:固定金额投资计划方法是要维持固定的股票金额并不注意股票总额与债券总额在总投资额中的比率;而固定比率则主要考虑在一定的总投资额中维持股票金额和债券金额的固定比率。现举例说明如下。

某投资者用 3000 万元的总投资额,分别投资于股票和债券。采用固定比率法投资,股票和债券之间的比率是各占 50%,并确定在股价总额上升或下降幅度达 20%时即调整比率,也就是卖出股票买入债券,或者卖出债券买入股票,以保持原有比率不变,如下表所示:

表 8.3.9 固定比率投资过程表

月份	股价总额万元	调整(买进或卖出)	债券价格 总额(万元)	总投资额 (万元)
1	1500		1500	3000
2	2000	卖出 250 万元股票	1500	3500
	1750	买进 250 万元债券	1750	3500
3	1150	卖出债券 650 万元	2450	3600
	1800	买入股票 650 万元	1800	3600

从资料上看,这位投资者在第一个月份将 3000 万元分别投资于股票和债券,二者的比率为 50%,即投资股票 1500 万元,投资债券 1500 万元。在第二个月份股价上升达 2000 万元;超过股票投资额的 20%。为维持比率,该投资者卖掉 250 万元的股票,买入 250 万元的债券。这样股票和债券的比率仍保持各占 50%(1750 : 1750)。第三个月出现股价下降到 1150 万元,而债券价格上升到 2450 万元的情况,二者原有的比率又被打破,需进行调整,于是卖出债券 650 万元,买进股票 650 万元,这样股票价格和债券价格都是 1800 万元,仍是各占 50%。需要指出的是固定比率是投资者任意确定,它可以是 50%比 50%,也可以是 70%比 30%。但比率一经确定则不要轻易再行改变。比率的确定是否科学,有赖于投资者的预测分析能力。

这一方法实质是固定金额投资计划法的变形,所以,其优缺点与上法相近。

4. 可变比率投资计划法

即投资者将资金分别投资于股票和债券上,并确定两者适当的比例,以后随着股价的变动,随时调整股票投资额与债券投资额的比例。其基础是趋势线,也即中央价值。

趋势线确定后,还要以决策线作为边线。决策线表示股票价格上升或下跌到一定水平时应买卖股票,调整比率。

采用可变比率计划,投资者事先还应确定如下几个环节:①持有股票的最大与最小比率;②在持有股票的最大与最小比率之间,每一次股票买卖点数;③在股票买卖行动点上股票与债券的比率。

可变比率计划根据股票与债券投资比例调整的规则不同,可划分为非标准型计划与标准型计划两种。非标准型计划指随股价的上涨或下跌,及时减少或增加股票投资所占的比率。标准型计划指股价上涨或下跌未超过中央价值时,就不降低或增加股票投资所占比率,见表 8.3.10:

表 8.3.10 可变比率投资过程表

行动点 (股价指数)	股票与债券比率		
	非标准计划	标准计划	
		股价上升	股价下跌
460	25 : 75		25 : 75
440	30 : 70		30 : 70
420	35 : 65		35 : 65
400	40 : 60		40 : 60
380	45 : 55		45 : 55
360	50 : 50	50 : 50	50 : 50
340	55 : 45	55 : 45	
320	60 : 40	60 : 40	
300	65 : 35	65 : 35	
280	70 : 30	70 : 30	
260	75 : 25	75 : 25	

表中假定股价指数在 260 和 460 点时,这一投资组保持最大与最小的股票比率,而非标准型投资与标准型投资不甚相同。非标准型投资计划中,股票指数每上涨 20 点就卖出股票,每下跌 20 点就买进股票,也就是说,只要股价变动达到一定水平,就可随时调整股票与债券的投资比例。因此不管股价是上涨还是下跌,均不会对买卖行动产生影响。标准型投资计划中,计划分为上涨股市的买卖程序与下跌股市的买卖程序两种。在股价上涨,股价指数没有达到或超过中央价值时,就不卖出股票。在股价下跌,股价指数未低于中央价值时,就不买入股票,也就是说,股价的高低和变动方向,是决定买卖行动的重要因素。在上表中,标准型计划的买入行为发生在 360 点到 260 点之间,卖出行为发生在 360 点到 460 点之间,而非标准型计划的股票买卖范围在股价指数 260 点到 460 点之间。

运用可变比率计划,投资者不能逐次确定投资的时机,但必须根据各种情况确定趋势线,并且要对股价的变动作持续的监视和准确的预测。

(二)金额分散投资策略

1. 投资资金成本平均计划法

亦称资金平均计划、定时定量投资计划,指在一个较长的时期里,不论股票的价格如何变动,投资者均以一笔固定数额的资金,按固定的日期(按月或按季)投资于同种股票。当股票价格上涨时,所能购进的股份数较少;当股票价格下跌时,所能购进的股份数则较多。以低价买进的较多份额的股票,在股票价格上涨时,能获取更多的收益,因而使股票的平均投资成本低于平均价格。

例如,某投资者选择某公司的普通股作为投资对象,投资期限确定为 10 个月,每月定期投资金额 1000 元。当每股售价为 60 元时,投资者第一次买进 16 股,第二个月股票价格下跌到每股 50 元时,又买进 20 股;以后几个月逐次类推,如表 8.3.11 所示:

表 8.3.11 投资资金成本平均计划表

月份	每股市价 (元)	本期购进股数	累积购进股数	投资总额 (元)	股票总价格 (元)
1	60	16	16	960	960
2	50	20	36	1960	1800
3	40	25	61	2960	2440
4	30	33	94	3950	2820
5	40	25	119	4950	4760
6	50	20	139	5950	6950
7	60	16	155	6910	9300
8	70	14	169	7890	11830
9	80	13	182	8930	14560
10	70	14	196	9910	13720

从上表可见投资者在 10 个月中共购入投票 196 股,支出价款共 9910 元,10 个月后持有的股票总值为 13720 元,如此时卖出所有股票,则可获利 3810 元,其利润率约为

38.45%。

投资资金成本平均计划一般适用于股价波动幅度大,且股价呈上升趋势的那些股票。如果股价波动不大,且股价呈下跌趋势,则投资可能会发生亏损。

例如某投资者仍以每月 1000 元的金额投资于某种股票,期限为 10 个月,当股价为 60 元时购进 16 股,当股价为 55 元时购进 18 股,以下几个月依次类推,如下表(表 8.3.12)所示:

表 8.3.12 投资资金成本平均计划表

月份	每股市价 (元)	本期购进股数	投资总额 (元)	累积购进股数	股票总价格 (元)
1	60	16	960	16	960
2	55	18	1950	34	1870
3	50	20	2950	54	2700
4	55	18	3942	72	3960
5	58	17	4926	89	5062
6	55	18	5916	107	5885
7	52	19	6904	126	6552
8	50	20	7904	146	7300
9	48	21	8912	167	8016
10	45	22	9902	189	8505

从上表可看出,每股的平均成本=投资总额/累积购进股数=9902/189=52.49(元)。每股平均价格=各期的购进价格之和/投资次数=(60+55+50+55+58+55+52+50+48+45)/10=52.8(元)。平均成本仍低于平均价格。但如果按计划在 10 个月后出售所持股票,则 189 股的市场总值为 8505 元,而投资总额为 9902 元,投资者亏损 1397 元。

投资者利用投资资金成本平均计划获得成功,还必须具备两个基本条件:一是必须有长期投资计划,并连续不断地投资。如果投资时间过短,则难以发挥其作用;二是必须具有不负担利息而能长期自主运用的资金,因此此计划尤其适用于有经常性固定巨额收入的投资者。

2. 等级投资计划法

它是投资计划中最简单的一种,例如选择股票中的普通股作为投资对象时,股票价格下降时买进,上升时卖出。进行这种投资方法的第一步是就分级买卖等级范围进行划分,以股票价格升降的某一等级为标准,例如以一个百分点,二个百分点或者三个百分点为一级。每

次股票价格下降一级时买进一定数量的股票,股票价格上升一级时卖出一定数量的股票,当然,卖出时的价格要大于他买进的价格,即平均购买价格低于平均售出价格,以获取差额利润。为使读者全面理解,现举例说明,参见表 8.3.13 所列资料:

表 8.3.13 股票买入、卖出和获利情况

每股市场价格(元)	买入股数	投资金额(元)	每股市场价格(元)	卖出股数	收回价款(元)
100	100	10000	97	100	9700
97	100	9700	100	100	10000
94	100	9400	103	100	10300
合计	300	29100	合计	300	30000

某银行确定投资某种股票,等级标准为每一级 3 元,每升降一级买卖 100 股。

由表 8.3.13 可以看出,这家银行购进股票的平均价格为 97 元一股,卖出价格为 100 元一股,因此获利为(总卖价—总买价) $30000-29100=900$ (元)。

运用这种投资方法时需注意,一旦市场价格下降到平均价格以下时,投资人将会受到损失。因此,委托买卖时,必须做停止损失委托。市场价格下降到平均价格以下时取消投资计划,如果股票价格起伏变动不大时,这种投资方法最为有利。但如果是长期下降或长期上升的市场则不能适用,原因在于在长期下降的市场中,投资者如果买进股票,由于股票价格是持续下降时,这样投资人就没有机会出售股票。而在长期上升的市场,也同样无法应用这种方法。原因在于由于股票价格持续上升,分次出售会丧失可能得到的更大收益。



第五节 证券投资风险自留



一、证券投资风险自留的定义及特征

从风险管理的一般意义上讲,风险自留是一种由企业或单位、个人自行承担损失发生后财务结算的方式。由于证券投资风险有区别于其他风险的特殊性,因此证券风险自留的定义不能简单套用上述风险自留的一般定义。

在企业风险管理中,风险自留是企业不通过保险来转嫁风险而自行承担损失发生后的财务后果的方式,它不是一种风险控制工具,不同于损失控制;也区别于风险的转嫁;同时和风险的避免也有根本的不同,后者指通过采取某种措施出售风险标的。风险自留或自留风

险被视为一种处置残余风险的技术,即在其他风险管理技术无法有效处理风险,无法避免、转移和控制的情况下,只好自己承受这部分残余风险。

从以上风险自留的含义中,可以看到,若从自行承担损失这个角度来讲,投资者一旦进入了证券投资领域,购买了股票或债券,他就承担着风险,这种证券投资风险随时都有可能给投资者造成财务上的损失,毫无疑问,投资者是要承担损失的。因此,广义地讲,几乎所有的证券投资风险的管理方法都可视为一种自留风险技术,即便投资者可以通过证券指数期货(套利),寻求套期保值从而转嫁风险,但也是一种积极的主动的自留风险技术,都是在自身承担风险的情况下采取的策略措施以尽可能减少损失。但是若从“处置残余风险”这个角度来讲,在证券投资风险的损失控制措施、风险转嫁措施、分散投资措施等这些风险管理技术无法有效地完全地规避证券投资风险的情况下,证券风险自留便仅仅作为一种处置残留证券风险的技术。在本篇中,证券风险自留的含义也正是从此狭义上来讲的。

证券投资风险自留除具有一般意义上的风险自留的“处置残余风险”的特征外,还有其独特之处:在于证券风险防范中不存在所谓保险转嫁的因素,因此证券风险自留的涵义(狭义)比一般风险自留要狭窄得多,而自留的证券风险部分则较前者程度又要轻一些,这与其狭窄的涵义不无相关。

证券的风险自留技术不能看作是采用其他风险防范措施都无效或效果欠佳时所使用的一种被动的方法。与一般风险自留一样,证券风险自留在某些情形下仍不失为一种积极有效的、合理的处置证券投资风险的技术,特别是当把风险自留与其他风险防范技术相结合,将获得更佳的风险管理效果。

二、证券投资风险自留的作用及局限

(一) 证券投资风险自留的作用

1. 潜在损失补偿资金的储蓄作用

风险自留技术包括非计划性的风险自留和计划性的风险自留。前者也称被动性的风险自留,是人们无意识的行为,如在预测失误或损失很小的情况下,被动地承担证券投资亏损。计划性的风险自留则是经合理的判断,科学的分析,已经了解投资的证券的风险及可能出现的最坏后果,而主动采取的自己承担亏损后果的方式,也称主动的风险自留。它包括两种方式:一是以准备金的方式来承担亏损,这种准备金来源于当期收入;另一种是提取基金方式来承担风险。

一个投资者进行证券投资时,他从一开始就知道证券市场是风险四伏的,对于一个有经验的投资者来说更是如此,一般投资者进行投资活动基本上都是理智的,这里的理智是指投资者至少知道他在冒风险,这种风险可能会使他盈利,但也有可能使他亏损甚至收不回本金,这种最基本的理智必然促使一个投资者要对他承受亏损的财务能力作出估计,不管这种估计是乐观的抑或是悲观的,投资者都要下意识地保留一部分资金作为亏损补偿金以防不测。对于一个机构投资者或银行、公司的证券投资部门来说,补偿金的提取有远比普通投资者更为重要的意义。在一般情况下,谨慎的投资者或专业机构投资者在运用自留风险时,实际证券投资的亏损都小于或较大幅度地小于他所预计的最坏结果,这导致投资者经常不断

地调整其提留或准备的损失补偿金,但从长期来看,这笔损失补偿金是始终存在的且有一最低额度,这样投资者便获得这一笔损失补偿金的储蓄额。这种储蓄的作用不能狭义地理解,这笔资金其实可以有多种存在方式,它可以是一种专项资金,专用于补偿证券投资亏损,也可以是流动资金的形式存在。补偿资金的储蓄作用在普通投资者身上体现更充分些。因为对于大的机构投资者来说,有效的投资组合策略可以使其能从流动性高且较保值的证券(如短期国库券)上迅速收回资金以弥补在其他证券投资上的亏损,因此其补偿资金的数额相对极少。

2. 促进盈利的稳定,生产生活的稳定

对于企业来说,积极性的风险自留技术,可以使其在证券投资活动上的亏损不致影响到正常的生产、经营活动。对于普通投资者也具有同样的意义,特别是个人投资者资金有限,又热衷于通过证券投资来获取收益的情况下,风险自留显然不失为一种有效的防卫措施。

投资者承受证券投资风险的能力主要来源于其财务风险承受能力。承受财务风险能力的大小因各人的财力不同而不同。一般来说,投入本金亏损 10~15% 是可以承受的。另外,投资是自有闲散资金还是借贷资金也决定了承担财务风险的能力。如果用闲钱投资股票或债券,即使证券价格下跌 30% 或 50% 以后,投资者仍还能坚持到证券市场的复苏时期,也不至于影响正常的工作与生活。如果是借款入市,情况就不同了,投资亏损将会严重影响投资者的工作与生活,这时承受财务风险的能力就要小得多,采取自留风险技术,可以避免财务危机的出现,对投资者来说意义重大。

(二) 证券投资风险自留的局限

1. 证券投资风险自留存在着失去更多盈利机会的可能性

证券投资风险是投资的实际收益与预期收益的不一致性,它可能是实际收益大于预期收益而出现的盈利,也可能是实际收益小于预期收益而发生的亏损。证券风险自留技术使投资者或多或少保留了一部分损失补偿资金,不用作证券投资,则这部分损失补偿资金不具有投资风险,同时也丧失了盈利的可能性。

2. 财务基础脆弱

一个投资者所保留的亏损补偿资金毕竟是有限的,这种有限的补偿资金可以在投资者发生小幅度亏损时予以弥补,但其所提供给投资者的财务基础毕竟相当有限。大多数投资者并不把这笔补偿资金作为专门的专项资金来使用,而是把它当作日常生活中的流动性开支或进行储蓄(另一种投资)。因此,一旦投资者亏损额度巨大,特别是在信用交易情况下,发生财务调度困难时,风险自留技术很有可能失效。

第 九 篇

第九篇 其他类风险防范及管理

第一章

债务风险的防范与管理

第一章 债务风险的防范与管理

第一节 债务风险的概念与种类

一、债务风险的概念

在当今的国际金融领域中,资金的借贷是一项主要的业务活动。利用国际信贷、吸收外国资金是许多国家发展本国经济的重要渠道。我国也不例外,自从 80 年代实行改革开放以来,已通过多种形式利用大量的外国资金,对我国经济发展起了积极的促进作用。

利用外资的主要形式是国际信贷,包括从外国商业银行取得的商业信贷,从外国政府取得的政府信贷,从国际组织、机构获得的贷款,以及通过在国际市场上发行债券而取得的信贷资金,等等。对于债务人来说,这些都形成具有契约性清偿义务的对外债务,即外债。而且,在债务期限以内,债务将面临着多方面的风险,即债务风险。

债务风险是指债务人的对外负债所面临的各种风险,或者说是因各种因素而造成的债务清偿的不稳定。其中既包括债务的汇率风险、利率风险,也包括政治风险、商业风险及其他一些意想不到的风险。

由于债权债务发生于两个或两个以上不同的国家,债务风险也就不仅产生于本国,而且更多地产生于其他国家、其他货币,其中主要受国际金融市场上各种价格(汇价、利率)波动的影响。汇率风险和利率风险是债务风险中最主要的内容,它们是外汇风险在对外债务中的具体体现。因此,对于债务方(国家)来讲,债务管理的重要内容之一就是债务风险的防范与管理。

二、债务风险的种类

造成债务风险的原因是多方面的,由此,可将债务风险划分为以下不同种类:

(一) 汇率风险

这种风险是指从借款到偿还期间由于借贷所用货币的汇率变化而给借款方造成的风险。

在借贷合同中,双方都确认了借贷期限、借贷币种、偿还方式及时间等内容,可以用一种

货币借入和偿还,也可以借入一种货币,用另一种货币偿还,它们一般是非债务货币,常常是西方主要货币,如美元、日元、德国马克、英镑等。这样,如果本币与这些货币之间的汇率是浮动的,借款合同签定时与债务清偿时汇率水平的不同就会给债务方带来不同的损失(或盈利)。这就是债务的汇率风险。而且,借贷期限越长,汇率波动的不稳定性也越强,债务人承担的汇率风险也就越大。

举简例说明:甲国某公司从国际市场上借入 100 万美元,期限为 5 年,利率 10%,借入时本币与美元之汇率为 $\$1=1.5$ 甲币,则该公司获得了相当于 150 万本币的美元。如果 5 年内它没有采取任何保值措施,5 年后当汇率变为 $\$1=1.8$ 甲币后,它就需偿还相当于 180 万本币的美元本金加上相当于 90 万本币的利息(假设本息到期时一同偿还),则 5 年间由于美元升值带给该公司的债务损失合计为 45 万本币(本金 30 万+利息 15 万)。当然,在偿还之前这笔损失是未实现的。

债务的汇率风险,在偿还前或保值前仅是一种未实现的风险,它是签署借款合同时的汇率与测算风险时的汇率相比较的差异部分。到债务清偿时,风险成为现实,它是借款时与偿还时汇率变化之差异。但是,实现了的风险程度大小还取决于债务方采取的汇率保值手段所达到的效果,汇率保值会抵消或部分地抵消借款与还款时汇率变化带来的损失。

因此,债务的汇率风险管理是十分关键的,它决定了债务成本的高低或投资收益的大小。有效的管理会缩小汇率变化的损失,甚至会化弊为利,而缺乏汇率风险管理或管理不当会使债务负担加重,甚至最终陷入无力偿还的困境。

70 年代以后,国际货币制度进入浮动汇率时期,国际金融市场上西方货币汇率波动日益加剧,常常是变化莫测、难以预料,这就使债务的汇率风险大大提高,从而为债务管理增加了难度。汇率预测是债务风险管理的主要内容,但汇率预测本身又是一项十分复杂的工程,这就使得债务风险管理是一个没有“定数”的工程。人们难以通过汇率预测准确地测定出债务策略,决定借贷的币种,但是国际市场上已逐渐产生了一些相互冲抵风险的方法来减少汇率变化中能带来的损失,这是债务风险管理的“突破”。

(二)利率风险

这种风险是指由于利率的上升或下降而造成的外币资产减少或负债增加的损失的风险。利率变动引起的风险可以说是外汇风险的具体形式之一,在债务风险构成中,它与汇率变动引起的风险是两种最主要的风险形式。

在浮动汇率制度下,国际金融市场上利率与汇率之间存在着密切的关系,某种货币的利率水平变化会使得该货币汇率水平发生相应的变化,一般来说利率提高,该货币存款收益增加,外汇市场上对其需求增加,汇率会短期上升;反之,利率降低则汇率也相应下跌。因此,利率变化风险对于债务来说也就不仅限于直接的外债利息负担风险,而且也带来相应的汇率风险。

利率风险主要表现在利率水平的相对变动给债务的利息成本带来的可能性变化。具体地有两种情况:①如果借贷是固定利率,则借款所用货币的市场利率水平在借贷期限内下降,债务人仍需按原定的较高利率水平付息,那么债务人的实际利息支付就相对地提高,即借款成本相对增加。例如,每半年付息一次,但从 1986 年以后,5 年期美元商业信贷利率下

降为 10%，但该公司仍需每半年一次按年率 14% 的水平付息，而同时，它在借款的前段时期资金是分批投入的，有一部分暂时未利用的资金需要以存款或其他形式进行投资，其利息收入都很可能低于借款所付利息。另外，公司为偿还利息和本金而准备的美元资金也需暂存于银行中，只能享受较低的利息。这种因利率下降造成的利息支付相对于收益的提高是一种由利率造成的“额外负担”，也是债务人所必须重视的利率风险。另一方面，如果在借款期内市场利率相对于借款利率上升了，则债务人就会获得相应的收益。②如果借贷是采用浮动利率，债务人支付的利息水平就随着市场利率水平变化经常地调整，在这种情况下，市场利率水平的提高直接造成借款利息偿付的增加，债务人的借款成本提高。例如，一笔 10 万美元浮动利率借款，在签定借贷合同时确定的利率为 10%，债务人年付利息 1 万美元，后来，市场利率水平上升，此借款的利率相应上调至 12%，则债务人需年付利息 1.2 万。

由此看来，无论是固定利率还是浮动利率借贷，对债务方来说都存在一定风险。这种现象在 70 年代以后愈加明显，因为从那时起，国际金融市场上日益动荡不安，西方各国利率水平均处于经常性波动之中，这就大大增加了国际借贷中的利率风险，这种风险对于发展中国家的债务方来说是主要的，它们面对西方货币汇率和利率的变动，往往处于较为被动的地位。据测算，在 1986 年前后，身负 1 000 亿美元外债的巴西因美元利率上升 1%，就需多支付约 40 亿美元的利息，这是一笔相当可观的利息负担。

又例如，仅在 80 年代中，美元利率就曾经经历了历史最高水平和高低水平，美元 6 个月的 LIBOR 在 1981 年 11 月高达 18.5%，到 1987 年 3 月又低至 6%，如果同样借一笔 1 亿美元 10 年期款项，按 1981 年签定的固定利率借款协议，借款人 10 年需付利息共 1.85 亿美元（ $1 \text{ 亿} \times 1.85\% \times 10$ ）；而按 1987 年签定的固定利率借款协议，债务人只需付 6 000 万的利息总额（ $1 \text{ 亿} \times 6\% \times 10$ ）。按这两个高利率和低利率水平计算，债务人面临的是多付 1.25 亿美元利息还是少付 1.25 亿美元利息这种严峻的现实。因此，进行债务的利率风险管理、选择良好的时机对债务人来说是十分关键的。

（三）政治风险

是指由于各种政治因素造成的债务不能顺利偿付或债务负担加重的风险。政治风险主要产生于债务国内部，例如，由于国内政局动荡造成经济秩序混乱，使债务人难以正常地投资生产，从而使债务不能如期偿还；又如，本国政府的对外政策发生变化，也会影响到债务人的资金运转机制，从而不能按期还贷，如此等等。政治因素的变化往往是难以预料的，因此，造成的风险也往往是很难避免的。

（四）商业风险

是指债务方由于商业性原因造成资金投入的效益低下，从而影响债务的本息偿还的风险。外债的本金从偿还期开始偿还，利息一般从借款支取之日就开始计息并每年（或每半年）偿还一次，所以就要求债务人必须分秒必争地创造效益。但是，如果在生产投资过程中遇到诸如原材料供应不足、产品销路不畅、生产效率低下等情况，投资计划就难以完成，本息的偿还就遇到困难。这种情况在国内经济或国际经济进入周期性变化的衰退或危机阶段时是常见的，它往往造成债务积累，不能如期偿还，债务人不得不采取“借新债还旧债”的办法来渡过难关。

避免商业风险的措施主要在于债务方内部的投资管理,一方面要保证债务资金的投资效益,另一方面力争减少经济周期性变化的干扰。

第二节 债务风险管理的原则和策略

一、债务风险管理的原则

债务风险的管理主要在于控制债务的汇率风险和利率风险,管理过程中应遵循的主要原则有以下方面:

(1) 债务管理的目的是尽可能避免或减低因汇率、利率等因素造成的额外债务成本,而不是通过债务管理来牟取盈利,这是管理者应明确的基本原则。因此,在利用掉期、期货等方式时,是利用它们来达到保值或避险的目的,而不是利用它们能盈利或投机的功能。

(2) 选择适当时机进行保值,既要防止操之过急,又要避免坐失良机。债务管理部门要全面地了解金融市场上汇率和利率的变化过程、现状和发展趋势,了解自己的债务现状与市场行情变化之间的相互关系,随着市场行情的变化或者较为准确的预期变化来调整自己的债务结构与内容。如果过早地采取措施,可能会因市场的一些意外变化而失利;反之,如果没有及时地采取相应的措施,而是希望观望后再采取措施,就可能会失去良好的机会,给今后的管理带来更大的负担。

为了能够抓住适当时机,债务管理者需要在整个债务期限内全面地掌握有关的市场信息,尤其是与借贷货币、借贷双方有关的各种因素的变化,如市场汇率、利率变化、政府货币金融政策变化、对外经济政策化等等。它们都会直接地或间接地影响到债务的质和量的变化。

(3) 债务管理要贯穿整个债务过程,包括借、用、还三个环节。自始至终,从借债之前就要着手进行预测、规划,借入后随时关注形势变化,作相应地调整,直到最终偿还后,债务管理方告完成。切忌借定后就万事大吉,一劳永逸,否则将会前功尽弃。

(4) 对债务风险的管理应全盘考虑综合管理。即针对市场上的汇价、利率进行预测分析,制定出相应的策略,又要针对自身的需要确定所需债务的币种、期限、付息等结构比例,将资金进行合理安排。避免资金的闲置浪费,因为资金的闲置期内遇到的风险是一种纯粹的“无效成本”。当需要追加新的资金时,可以随时根据市场条件选择新的债务形式,如发行新债券等,以调整原有债务结构。

(5) 充分利用市场渠道,选择多种债务方式,进行多样化搭配。因为现代国际金融市场上风云变幻,汇价、利率等频繁波动,往往是人们预料不及的,选择多种形式的债务搭配包括不同借贷方式、币种、期限结构、偿还方式、利息支付方式等方面的合理搭配。

二、债务风险管理的策略

债务风险管理在遵循上述原则的基础上,可以采取不同的策略,归纳起来,债务风险管理策略有以下方面:

(1)100%地防范外汇风险。这是最为保守风险的防范策略,也是保险系数最高的。这种策略的目的是使债务风险控制在最小量限,不能有“缺口”,因此,从借款时就设法将汇率、利率等因素尽可能固定下来,并根据可能出现的任何风险采取相应的对策。

(2)部分地防范外汇风险。即不需要全部地对风险进行预先防范,而是有意识地留有一定余地,视将来的变化再采取措施。这实际上就是将部分债务“暴露”在外,或者说是留有“敞口”,“敞口”部分并不是要盲目地去冒风险,而是债务人认为自己有能力根据市场行情的变化随机应变地去平掉,或称将“暴露”部分掩护起来,为此付出的成本应低于原保值水平或原预计水平,从而从总体上降低债务风险的成本。

部分地防范风险,即留有债务“敞口”,在技术上要求是较高的。一是要求债务人有充分的能力和资金来从事“敞口”管理,即一方面有较为准确地预测市场行情变化的能力和迅速采取应变措施的能力,另一方面有较为充裕的准备金来平掉“敞口”。二是要求债务人能够通过精确的测算和较准确的预测来确定出留有“敞口”的比例。“敞口”比例越大,整个债务的风险系数就越高,债务风险管理的难度也就越大。“敞口”比例必须严格控制在债务人能够承担的界限以内,可以是对三分之一的债务进行预先保值,三分之二债务留有“敞口”,也可以是60%的债务留有“敞口”,而40%的债务防范外汇风险。如果没有能力对债务“敞口”进行管理,就需要进行100%的外汇风险防范。

部分地防范外汇风险是在保障债务安全的前提下提高债务效益的方法。这种策略一般还用于借款金额大、期限长的债务人。一些5年以上甚至长达20年的债务所受的汇率和利率变化影响是较为复杂的,在一个时期可能是向着对债务人有利的方向变化,而在另一个时期却又可能向着不利于债务人的方向变化,对这种情况下的债务留下一定“敞口”进行灵活处理是一种可能的策略。

(3)100%的“敞口”外汇风险。这实际上是没有防范的外汇风险管理策略,没有防范的措施不等于没有债务风险管理,而是一种高风险的管理策略,其根据是债务人对市场各种行情变化有十分把握的预测,并自信即便发生了不测变化也能迅速地采取措施“化险为夷”,而在一般情况下,市场行情的变化则可能会致使债务升值。

留有100%敞口外汇风险的债务策略从某种程度上说是一种投机性的策略选择,在国际市场和国内经济都相对稳定的情况下,这种风险管理难度不大,成功的可能性较大,而在国际市场行情变化频繁莫测的形势下,要想成功地平掉全部的风险“敞口”则是很不容易的,相反,很可能会遭受风险损失,使债务成本提高。

留有全部“敞口”的风险管理策略对于期限长、金额大的债务来说是不可取的。相比而言,这种策略较适合稳定时期的短期债务管理,尤其是短期而小额的债务。因为,在较短的时期内,市场行情变化的幅度不会过大,其方向和程度也是可以预测得到的,这样,对“敞口”进行管理成功的可能性就较大,而由于金额小,即使“敞口”不能有效地平掉,其损失也将是

有限的。

第三节 债务风险控制的内容与措施

一、债务风险控制的内容

债务风险控制主要是针对中长期的借款进行的管理。这些借款经历的过程长,其中的风险是多方面的,因此,管理需要自始至终贯穿整个债务期,包括借、用、还三个阶段。三个不同阶段风险管理的内容和方法是不同的。具体内容如下:

(一)借款阶段

是指从筹措贷款的准备到签定贷款协议为止,其中包括可行性分析、报价、定价、谈判和签订协议等主要步骤。这一阶段是整个借款的前期阶段,也是十分重要的阶段,因为它奠定了整个借款内容和条件的基础,对日后债务可能遇到的风险都有直接的影响。

债务人在国际市场上筹措资金有许多可选择的方式,如银行贷款、银团贷款、发行债券、项目贷款等等,不同种借贷方式有不同的债务期限结构、利息支付方式,它们可能遇到的利率、汇率等风险也是不同的。因此,债务人首先应根据自己对资金的需求状况和对市场风险的承担能力选择借款方式,坚持既能保证资金来源和数量,又要有一个适合实际情况的融资结构和融资成本。这就要求借款人事先全面地了解融资市场的行情,比较各种方式的利弊、条件,预测未来市场变化可能给不同方式的融资带来的影响……。在作了大量的调查、准备工作之后,选择出一种合适的筹资方式,力争以低成本、低风险获得稳定的资金,这是未来进行成功的债务风险管理的基础。

具体地,在借款阶段应采取的风险防范措施有:

1. 合理选择借款币种

选择合适的借款币种至关重要,它主要是针对货币汇率变化产生的风险。在选择货币币种时,首先要坚持借款与还款币种相一致的原则。因为借款的币种投入使用后一般产生一种的货币收入,而直接用这种收入偿还借款省去了因货币兑换过程中可能产生的汇率损失,这从总体上减少了债务风险,降低了风险管理的难度。

同时,还要适当选择流通货币,随时用于资金的调拨和周转,一旦出现了汇率变化,也可能将一种货币兑换成另外一种货币。

在借款准备过程中,一定要坚持借硬币、还软币的原则。所谓硬币是指汇率坚挺且有升值趋势的货币;所谓软币是指汇率疲软且有贬值趋势的货币。对借款人来说,应力争选择在借款和用款期内币值坚挺,而在还款期币值疲软的货币,而实际的还款期往往从一定时间后持续几年甚至十几年,所以借硬币还软币也就是借那些在初期币值坚挺而后趋于疲软的货币。这样,借来的硬货币使用时无无论是投资还是购买、消费都能产生较高的收益,而偿还时

无论是用作投资收入的外汇还是从市场上购买的外汇,软币都只需较低的成本。反之,如果借软币还硬币,或者说借来的币种在使用时不断贬值而到了偿还期又不断升值,则会使债务人投资收益降低而还款成本提高,这样的“一低一高”直接加大了借款人的债务负担,甚至会造成清偿困难或债务危机。

为了做到借硬币还软币,汇率预测是关键,而这里的汇率预测是一项复杂的系统工程,既包括对货币的短期变化预测,又包括对中长期发展趋势的预测。对汇率进行短期预测相对来说较容易,它主要是对影响外汇市场供求关系的各种有关因素进行分析和预测,如果熟悉和关注市场行情,能够较为准确地估计出货币变化的短期趋势是不难的。难的在于对中长期汇率变化趋势作出准确的判断,尤其是在国际金融市场形势复杂、变化莫测的时期,有很多人们不可预知的因素或事件会影响汇率变化,这就使得中长期债务的风险管理具有很大难度,而且难点就在汇率预测上,关于汇率预测我们已作过专门介绍。

由于国际金融市场上行情变化迅速而不可捉摸,就使得债务如果过于死板地集中于一种货币也有一定风险,它的风险体现在如果人们对这种货币的趋势预测的错误的,则债务将直接遭受损失。所以,在人们无法有把握地预测货币趋势时,可以采取各种货币保值方法,即选择“一篮子”货币作为资金来说,这样,即使其中货币的贬值也会被里边升值的货币相抵消,或者将来偿还时有些已成为硬币,但其中必定有软币相补充,因为货币的升、贬值或硬币、软币都是在货币之间相对而言的。总之,各种货币的组合可以提供各种避免风险的机会或手段,它使得债务风险管理更加灵活和主动,从而也会更加有效。

2. 确定合理的付息方式

利息支付是借款的主要成本,借款利率的高低决定成本的高低,因此,在市场利率多变的形势下,利率变化引起成本的增加也是一种风险,对此必须加以防范和管理。防范和管理分两个阶段,一是在借款期确定利息支付水平和方式时,二是用款期间市场利率发生变化时,前者重在决策,后者重在调整。

在筹措借款时,如果国际市场处于低利率水平,或将来有上升趋势,应尽量争取固定利率借款,而不采取浮动利率借款,以避免将来应付利息随市场利率上升而增加;反之,如果借款时国际市场处在高利率时期或将来有下降趋势,应争取浮动利率借款,以避免在未来若干年内一直承担高利息负担。同样的道理,如果在高利率时期难以浮动利率方式达成借款协议,则应争取缩短借款息期限或最大限度地减少不必要的资金占用,宁肯在借款到期之后视市场利率变化量筹措新的款项,达成新的借贷协议,或者在利率下降后补充新的资金,这些都会相应地避开高利率时期,减少债务成本。

在这个过程中,同样存在着风险管理的技术性需求,那就是借款人必须明确当前市场的利率处于何种水平,是高利率还是低利率;能够准确地预测未来利率水平的变化趋势,是升还是降;能够根据市场利率变化敏捷地作出反应,调整债务结构。尤其是采取浮动利率借款后,应能根据市场变化采取一些措施,如利率调换等,将要承受的风险转嫁出去。

另外,如果一笔借款中部分采用固定利率,部分采用浮动利率,则还需要确定出浮动利率借款在总额中所占的比例。一般来说,借贷双方都不太可能对长远的利率变化作出明确的趋势预测,即便作出较准确的预测,双方利盈关系也正相对,这样采取何种支付方式就需

要通过协商解决,部分采用固定利率,部分采用浮动利率无疑是借贷双方相互妥协后的选择,对双方都有好处。在这种情况下,借款人就必须进一步地通过市场预测确定出对自己有利的比例,并通过谈判争取到这一比例。

3. 综合权衡汇率与利率两方面因素

根据前面所说的,考虑到汇率变化,应选择近期硬、远期软的货币;考虑到利率变化,应选择低息货币。但是,常常出现的是汇率和利率“顾此失彼”的现象,对债务人来说,保证了汇率方面好处的同时遭受了利率方面的损失;或得到了利率方面好处的同时遭受了汇率变化的损失。例如,债务人选择一种将来可能贬值的货币,但这种货币的利率水平往往高于币值趋于升值的货币,为此,他必须权衡汇率变化方面的所得能不能补偿高利率所带来的损失;又例如,债务人认定了一种低息货币,以为借它比借其他货币可以少付许多利息,但低息货币又往往是趋于升值的硬币,汇率上升可能抵消甚至超过他得到的利息好处,这样他必须认真权衡货币可能升值多少,能否用低息成本所补偿掉。如此等等,债务人必须全面考虑汇率与利率两方面因素,分析它们的现有水平,尽可能地对它们的未来作出预测,以权衡利弊得失。任何一种偏颇的选择都是有风险的选择,都可能招致债务人的损失。

4. 在贷款协议中确定保护条款

借贷双方在借款阶段签定协议是一项十分重要的程序,它明确了有关借贷的权利与义务的全部内容,同时也决定了借款人将面临的风险。因此,借款人应力争使协议中包含对自己有利的条款,对将来可能会出现风险,作出相应的防范性规定,如关于货币可能转换条款、延期还款、提前退款、利率安排等等,都直接牵涉到借款人(同时也是贷款人)的利益。

(二)用款阶段

是指从实际支取到款项到最后偿还这一段时期,这是借贷的中期阶段,对借款人来说就是用款阶段。用款阶段重点在于对资金的管理工作,其中包括对外汇风险的管理,这一阶段对外汇风险的管理是以借款前期所采用的防范策略和规定的条款为基础的,如果在借款时就采取了严密的风险防范措施,如 100% 风险防范策略和协议中有各种避免风险的条款,那么在管理阶段就比较轻松了;如果在借款时,就留有一定余地,如部分地留有风险“敞口”,那么在管理阶段就应随时关注“敞口”部分,尽早消除市场变化对风险敞口的冲击,以避免使其转化为实际的损失;而如果在借款时没有采取防范策略,如留有 100% 的风险敞口,合同中也没有包括有关的保护性条款,那么全部的风险管理就集中于用款阶段,这一阶段往往是较长期的,则在长时期中借款人都需随时根据市场行情的变化来调整资金结构,采取抵补措施,其任务是非常艰巨的。

为了尽量减少外汇风险损失,除了对借款直接进行风险管理外,用好款项本身也是对风险损失的一种补偿。任何国际借贷都具有一定风险(尽管由于原因不同而有大有小),它理应列入借贷成本之中,而借贷成本必须通过投资收益来抵补,因此,从广义上理解(或者从问题的另外个角度来理解),借款的投资管理也是一种风险补偿措施。投资效益越高,能够抵消掉的风险成本就越多,反之,风险成本就真正地成为一种额外成本了。

(三)还款阶段

指贷款的偿还期,这是执行借贷协议的过程,债务人应力争做的是筹集好偿还资金,保

证债务能如期偿还,且偿还不至于因汇率、利率风险而发生损失。

如果在借款和用款期间借款人已实行了外汇保值措施,则在还款期往往是这些措施的具体交款的时间。

还款阶段往往不是一个具体时间,而是一段时期,在国际借贷协议中规定的还款期一般是整个借款期的后几年,还款期越短,贷款越优惠,还款期越长,条件越苛刻,对借款人来说,还款阶段的风险管理应贯穿整个偿还过程,尤其是重视余留未偿还部分的款项,对此如何加以充分利用,如何在准备偿还期间进行保值,等等。

二、外汇风险的保值措施

80年代以来,国际金融市场上各种新的业务层出不穷,国际银行业不断创新出适应各方面要求的工具,它们或者为了对外汇或其他资产进行保值,或者为了开创一些获得更多利润的途径。其中包括外汇远期交易、期货交易、外汇期权、利率协约、外汇掉期等等。

我们在此仅就用于外汇保值的主要方法(如工具)如外汇币种掉期和利率掉期进行详细介绍。

掉期交易(Swap)(也可称作“调期”),是国际金融市场上的一种创新工具,它是除了传统的外汇远期、期货、期权等业务之外的另一种外汇保值和盈利方法,也就是说,它既能够用于防范外汇风险,又能够用来牟取投机利润,但由于这两方面目的不同,具体做法也有所不同,我们仅就其保值功能进行介绍。

在债务风险管理中运用掉期工具可以防范因未来利率、汇率等因素不可预知变化带来的风险,或者将此类风险部分地抵消,同时,还可以对债务结构进行重新组合,使其更符合债务人的意愿。掉期业务的产生为债务管理提供了许多便利和机会,债务人不必像过去那样为借款初期所作出的不明智的决策而困惑,也不会因不能预知未来行情变化而束手无策以致于最终遭受损失。因此,掉期业务一产生便受到出口商、外汇银行及其他一些金融机构的青睐,被广为接受和运用,掉期业务规模得到迅速扩展。

掉期业务可以说是即期交易和远期交易的结合,即在买进某种货币的同时又卖出同种货币,但交款日期不同,货币买入和卖出的数量总是相等的。

债务风险管理方面的掉期业务涉及币种掉期和利率掉期两种,以及这两种业务的结合——货币和利率交叉掉期。

(一)债务风险控制中的币种掉期

币种掉期是指两个独立的筹资者将各自筹集到的相同数量、相同期限,但不同币种、不同计息的债务(亦或是不同货币但相同计息的债务)进行交换,由银行或其他金融机构作为中间人,协调交易双方达成互换协议。当然,互换交易的双方也可以不是两个独立的筹资者,而是一个独立的筹资者和一个银行作为互换伙伴。这样做的目的是将一种货币的债务换成另一种货币的债务,实际上成了用一种货币借款而用另一种货币偿还,从而减少了借款中的成本,或者避免了将来汇价的变动所带来的风险。

例如,甲公司在市场上筹集了一笔金额为100亿日元的5年期固定利率日元债,乙公司在市场上筹集到一笔金额相当于100亿日元的5年期浮动利率美元债。但是,甲公司的营

业收入是美元,乙公司的营业收入是日元,如果不进行调换,则甲需将其美元收入在外汇市场上换成日元来支付债务,乙需将其日元收入在外汇市场上换成美元来支付债务,这无疑增加了它们的债务成本和因市场汇率变化造成的风险。因此,它们可以通过银行作为中介人达成货币掉期协议,具体过程如图 9.1.1 所示。

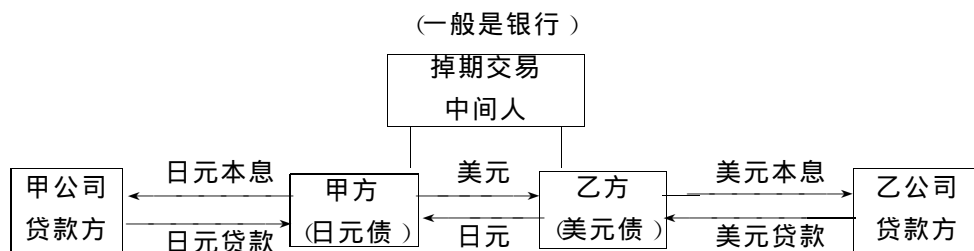


图 9.1.1 掉期交易防范货币兑换风险图示

此例是为了减少货币兑换成本和风险而进行的掉期交易。在很多情况下,债务人并非由于债款币种与收入币种不统一而进行掉期,而是因为对未来汇率变化预期的不同进行掉期,这就是纯粹为了避免汇率变化风险采取的掉期措施,如下例所示。

A 公司持有美元债务,B 公司持有英镑债务,由于双方对汇率变化有不同的看法,A 公司预料英镑将下跌,美元将升值;而 B 公司预料美元下跌,英镑升值,所以双方通过银行达成协议,由 A 公司在将来支付英镑给 B 公司,偿还英镑本息,而 B 公司则在将来支付美元给 A 公司,清偿美元本息,过程见图 9.1.2。

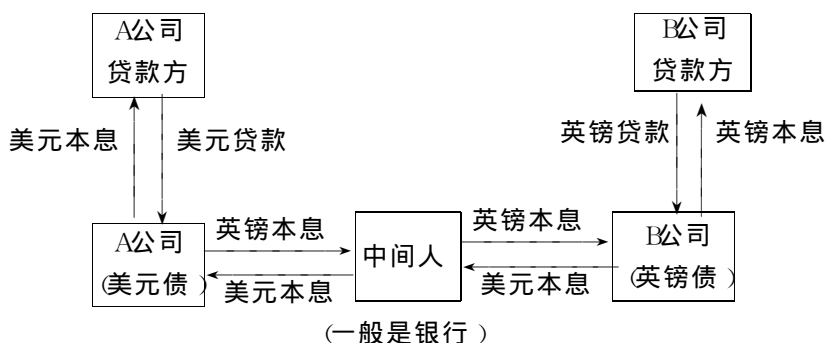


图 9.1.2 掉期交易图示

掉期交易由于有了银行的参与而更加方便和迅速,在掉期业务量少的过去,要完成一笔掉期交易必须找到能相互掉换的两个客户;而在市场上掉期业务迅速发展的今天,银行很容易将两个客户的交易相对而做成,所以,银行本身也就作为一个客户而对许多客户做掉期了,因为银行所承接的各项交易之间可以相互搭配,相互转换。

币种的掉期在债务管理中并不是在签定协议时就执行了,而是在协议中规定将来某个时期双方按协定的汇率来交换不同币种。也就是说,到期时无论市场汇率水平如何,双方必须按原先合同规定的汇率付出一种货币,收到另一种货币,再用已掉换了的货币偿还本息。所以,掉期交易也是一种远期交易行为。

(二) 债务风险控制中的利率掉期

利率掉期是指两个独立的筹资者,利用各自的筹资优势,分别借入币种、金额和期限相同,但计息方法不同的债务,然后双方通过中介人(通常是银行)掉换付息方式,以期得到各自所需要的利率种类。利率掉期交易对于债务人来说可以降低或者避免将来利率变化带来的损失,减少借款成本,同时还可以固定自己的边际利润。

利率掉期的具体做法有许多种,可以根据债务人的实际情况加以选择,主要方式有以下几种:

1. 掉期双方直接掉换付息方式

即掉期双方直接洽谈,商定掉期的方式和内容,而不需要第三者(如银行)作为中介人。同时,利息的支付也是直接的,这样做的目的是可以节省付给中介人的一笔费用。

例如,甲公司筹措到一笔浮动利率贷款,乙公司筹借到一笔固定利率贷款,而甲公司希望以固定利率方式付款,乙公司则希望以浮动利率方式付款,这样,甲乙双方在债务数量、期限都相同的基础上,达成利率掉期协议,由甲方支付乙方固定利率利息,而乙方支付甲方浮动利率利息,双方都能实现各自的愿望。具体过程见图 9.1.3。

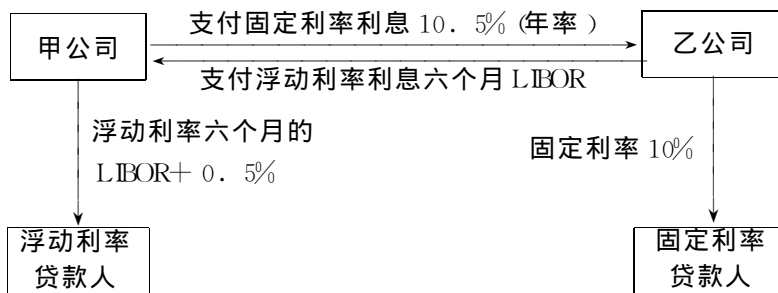


图 9.1.3 直接掉期图示

如图所示,甲方按双方协议支付给乙方 10.5% 的利息,再加上 0.5% 的浮动利率利差,实际成本是 11%,如果他预算的利息成本是 12%,则他不仅通过利率掉期固定了利息成本,还会有 1% 的额外收入;乙方则通过利率掉期使其利息偿还节省了 0.5% (收到甲方 10.5%, 付给贷款人 10%),而且还达到了以浮动利率付款的愿望(浮动利息则可能上涨,也可能下跌)。因此,这笔交易对双方来说都是有利可图的。并且,从比例中可以看出,处于甲方的往往是经营性的企业和公司,它们希望固定其债务成本,而处于乙方的则可能是银行,它们即以浮动利率方式提供贷款,又需要用浮动利率支付来冲抵其业务。

这种利率掉期被称为“息票掉期”(Coupon Swap),是一种常见的利率掉期形式。

2. 交易双方通过中介人进行掉期

实际上,大多数的利率掉期业务并不是在双方之间直接达成协议的,尤其是双方如果都是公司或企业,就更需要金融机构来代理其业务。金融机构(或是银行,或是其他清算机构等)作为掉期业务的中介人,可以便于掉期业务的顺利进行,使其专业化和具有高效率,他们在其中起的是牵线搭桥和担保作用。仍以前边的例子为代表,加入中介人之后,掉期业务的过程就变成图 9.1.4 的形式。

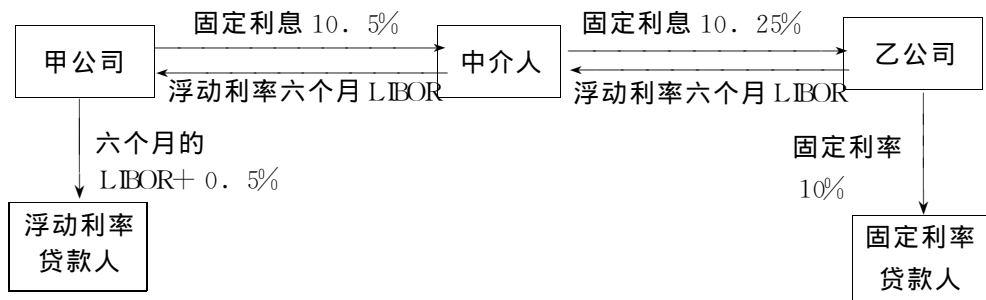


图 9.1.4 间接掉期图示

在这里,乙公司通过掉换所得盈利就成了 0.25%(10.25-10)而不是前述的 0.5%了,其差额 0.25%作为掉换业务的中介人应得利润或报酬被扣除了。中介人一般是银行或非银行金融机构,它们主要通过从事中介或代理业务来获得收入,在其中起一个搭桥的作用,相比来说,它们不需要承担过多的风险,收入是较为稳定的。在掉期例子中,如果甲乙中某一方没有按约支付利息,中介人也会停止向另一方支付利息,以避免损失。

在国际借贷中,利息支付往往每半年进行一次,则在每一个付息日,甲乙双方的资金收付状况如下:

甲公司:

$$\begin{aligned}
 &\text{收:中间商的浮动利率利息} && \text{本金} \times \text{LIBOR} \times \frac{1}{2} \\
 &\text{付:中间商的固定利率利息} && \text{本金} \times 10.5\% \times \frac{1}{2} \\
 &\text{付:浮动利率贷款人} && \text{本金} \times (\text{LIBOR} + 0.5\%) \times \frac{1}{2} \\
 &\text{总成本为净付:} && \text{本金} \times (10.5\% + 0.5\%) \times \frac{1}{2}
 \end{aligned}$$

乙公司:

$$\begin{aligned}
 &\text{收:中间商的固定利率利息} && \text{本金} \times 10.25\% \times \frac{1}{2} \\
 &\text{付:中间商的浮动利率利息} && \text{本金} \times \text{LIBOR} \times \frac{1}{2} \\
 &\text{付:固定利率贷款人} && \text{本金} \times 10\% \times \frac{1}{2}
 \end{aligned}$$

总成本为净付：
$$\text{本金} \times (\text{LIBOR} - 0.25\%) \times \frac{1}{2}$$

3. 交易双方不直接进行的掉期交易

在有的情况下,交易中的某一方或双方不愿意直接参与掉期交易,便全权委托中介商来代来执行掉期业务,这样,银行等中介商就成为掉期业务的主要承担者。其过程如图 9.1.5。

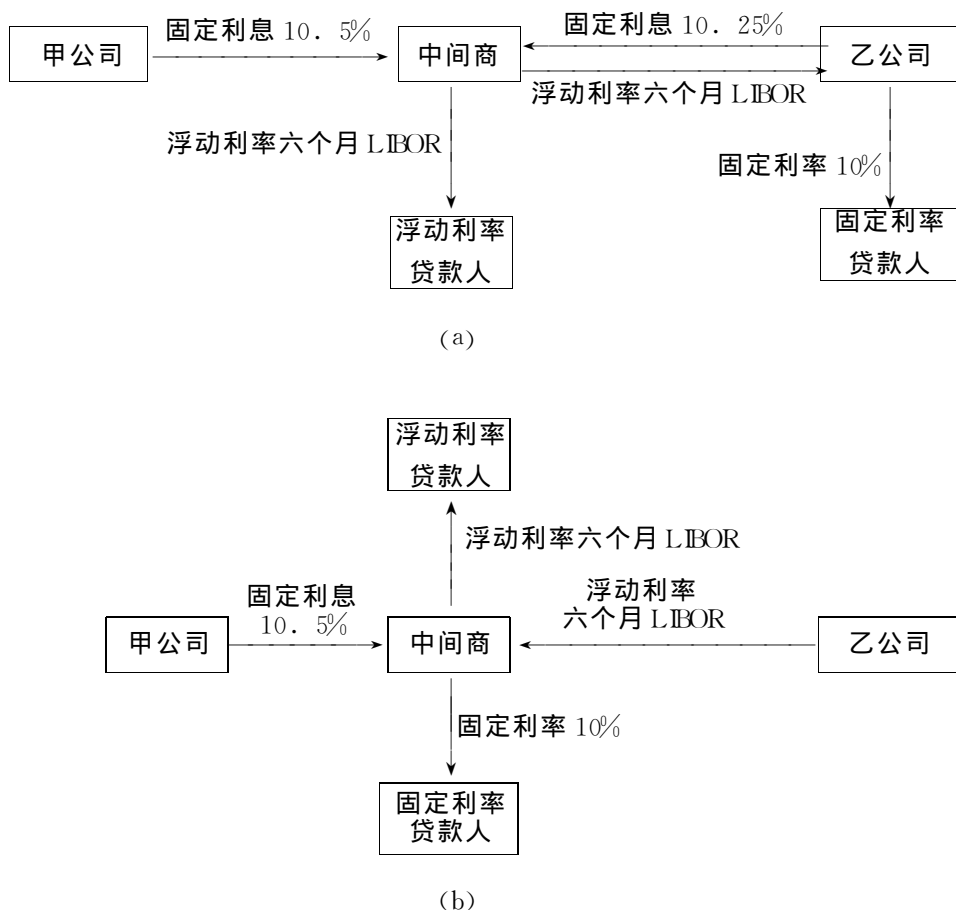


图 9.1.5 交易双方不直接进行的掉期交易图示

在这两种情况中,虽然掉期交易是在甲乙双方进行的,但因甲方或甲乙双方不直接参与交易,所以它们往往并不知道交易对方为何人。实际上,在目前国际银行业掉期业务日益普遍和盛行的情况下,大多参与掉期交易的公司或商人都是单方面委托银行等中介机构,而中介机构将各种不同内容和要求的掉期汇总到一起,然后分门别类地进行搭配,使各种交易得以完成。这就是说,掉期业务已经得到专业化发展,并具有高效率。

4. 浮动利率与浮动利率的掉期

前面三种形式的掉期均为固定利率与流动利率之间的掉期。在利率掉期形式中还有一种是浮动利率与浮动利率之间的掉期(Float to Float Swap),即不同方式的浮动利率支付相交换,以对自己有利的浮动利率代替对自己不利的浮动利率进行支付。这种掉期的前提是掉期者预计未来利率将会发生变化,而且这种变化对自己现有的浮动利率债务将带来损失。掉期的特点是本金不变、数量不变,只有浮动利息支付方式发生变化。

如前面例子中,甲公司原持有浮动利率的美元债务为6个月的LIBOR,半年支付一次,由于他认为利率曲线将发生变化,长短期利率水平将出现倒挂,决定将6个月一次付息方式换成每一年支付一次,这样,一年期的浮动利率可能会相对地低于半年期浮动利率。

另外,多数的浮动利率对浮动利率的掉期是在内容不同的付息方式之间进行的,如:6个月的LIBOR和3个月的大额存单利率之间的掉期;3个月的存单利率与3个月国库券利率之间的掉期;3个月的LIBOR与1个月的商业票据利率之间的掉期;3个月国库券利率与3个月商业银行优惠贷款利率之间的掉期;等等。浮动利率对浮动利率的掉期可以有多种不同的选择,但是,在市场的实际应用中尚不普遍,因为这种掉期都带有一定的冒险成分,与浮动利率对固定利率的掉期相比投机性较强,风险较高,因此也不是债务风险管理的最佳选择。

5. 利率轧底付息掉期方式

在利率掉期业务中,尤其是在固定利率债务与浮动利率债务掉期中,利息支付方式一般有两种:一是按照掉期合同的规定双方各付自己的利息;二是将两种不同的利息进行轧底后支付。前者比较简单,双方都有资金的实际收付;后者则较为复杂,往往只有一方的收和另一方的付,至于说是甲方付、乙方收,还是乙方付、甲方收,则要视市场利率水平的变化,由市场利率变化的方向和幅度决定收付的方向和数量。这实际上是轧平(即抵消)共同应付利息之后进行的差额的收与付。

例如,甲公司和乙公司都持有一笔1000万美元的5年期债务,甲公司是固定利率借款,按合同每半年支付利息一次,年利率为9.25%;乙公司是浮动利率借款,利率按6个月的LIBOR,每半年付息一次。由于甲乙双方对市场利率趋势产生了不同的预测,决定进行利率掉期,甲公司将固定利率债务换成浮动利率债务,乙公司则将其浮动利率债务换成固定利率债务,掉期交易的期限相同,起息日都是1992年6月1日,到期日都是1995年5月31日,付息日为每年的12月1日和6月1日,付息日同时也就是双方掉期交易的清算交割日。

假如在第一个付息日(即1992年12月1日),6个月的LIBOR为8.8125%,低于固定利率9.25%,那么乙方在掉期业务中由于将固定利率换成了浮动利率而遭受损失,他需要向甲方支付轧差21875美元,计算过程为:

$$1000 \text{ 万美元} \times (9.25\% - 8.8125\%) \times 1/2 (\text{半年}) = 21875 \text{ 美元}$$

(这里的1/2如果不是正好半年,则需要具体计算天数,如200天的利息就应为200/365,等等)。在这种情况下,甲公司因掉期业务而盈利,可以只收不付。

又假如到第二个付息日时,市场收6个月的LIBOR上升至9.75%,超过了固定利率水平,那么结果正相反,甲公司需要支付超过固定利率的高利息给乙公司,而乙公司则因此而盈利,具体为:

$1\,000\text{ 万美元} \times (9.75\% - 9.25\%) \times 1/2 = 25\,000\text{ 美元}$

甲公司只付不收,乙公司只收不付。

轧差掉期在每个付息交割日进行,一直持续到到期日为止,实际上,在现代银行业务中,类似的交易也可以不在甲乙双方间进行,而分别地与银行等中介机构进行,银行分别对它们进行轧差之后的利息收付,只是银行要从中扣除其掉期业务的利润和费用,然后对客户进行收付。

以上是利率掉期的主要形式。利率掉期已成为广受欢迎的风险管理手段,因为它会降低债务的利息成本,在国际金融市场动荡不安的条件下是十分必要的一项业务。但是,如上例所示,掉期交易既能避免损失,也有可能带来损失,这其中关键就在于对市场行情变化的正确预测;当市场利率预期下降时,可将固定利率掉换成浮动利率;当市场利率预期上升时,可将浮动利率掉换成固定利率。如果市场利率预期正确,这样的选择必定会减少损失,增加盈利,但如果预期有误,则必定会蒙受损失。

当然,人们不可能对利率的未来变化作出十分肯定且确切的预测,尤其是长期发展变化趋势的判断更为困难。这就要求在具体操作上采取灵活措施,如分阶段地进行利率掉期,把长期拆成中期的,或把中期的拆成短期的。或者在进行了掉期的基础上如果发现市场行情发生了逆转,就可以把已掉换的利率进行再掉换;固定→浮动→固定,或浮动→固定→浮动,这不失为一种弥补办法。

(三) 债务风险管理中的货币和利率交叉掉期

货币和利率交叉掉期(Cross Currency and Interest Swap)是债务风险管理中一种综合的、有效的措施,它是币种掉期与利率掉期的综合运用,集两者的特点,可以有效地减少或避免因汇率变化和利率变化带来的损失。80年代以来的国际金融市场上,浮动汇率制度和可变利率对国际借贷的安全造成两种威胁,也是最重要的两种威胁,国际债务的风险管理也就主要地针对这两个方面,前面介绍的币种掉期和利率掉期可以分别地用来防范汇率风险和利率风险,而货币与利率的交叉掉期则可以同时防范汇率和利率两种风险。下面介绍货币和利率交叉掉期的主要形式:

1. 固定利率对浮动利率的货币掉期

仍以实例来解释这种交叉掉期交易。

例如,甲公司筹集到一笔200万瑞士法郎的5年期6%固定利率债务,乙公司筹集到一笔等值于200万法郎的5年期浮动利率美元债,利率为6个月LIBOR+0.375%,两笔债务的付息日一样。如果在甲乙双方各自对市场预测基础上,进行货币和利率的交叉掉期,则掉期过程中的交易、付息、交割过程具体如下:

(1)在掉期业务的生效日,甲公司将其所筹集到的200万瑞士法郎按1美元兑1.5瑞士法郎的汇率卖给乙公司,乙公司付给甲公司133万美元。如图9.1.6所示。

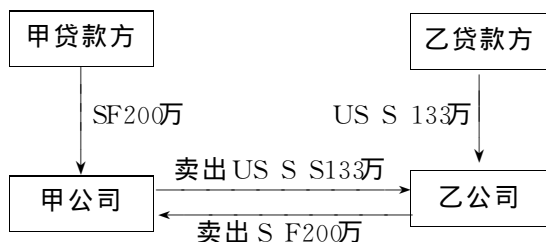


图 9.1.6 掉期交易执行(一)

(2)在币种进行了掉换后,双方互代对方分期支付利息。如图 9.1.7 所示。

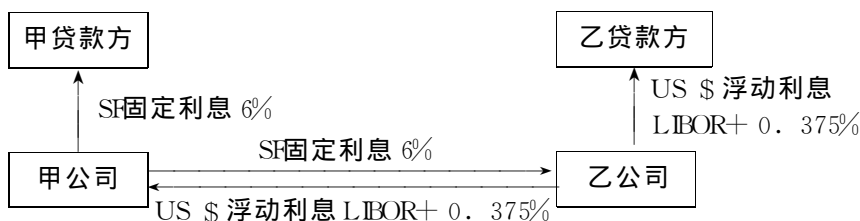


图 9.1.7 掉期交易执行(二)

(3)在到期时,双方掉期业务结束,进行交割,按预定汇率即 1 美元兑 1.50 瑞士法郎买回当初卖出的贷款,并分别偿还各自的贷款。如图 9.1.8 所示。



图 9.1.8 掉期交易执行(三)

由此例可看到,通过这项掉期,甲公司将原有的固定利率瑞士法郎债换成了浮动利率美元债,而乙公司则把原有的浮动利率美元债换成了固定利率瑞士法郎债,并成为互代对方支付债务利息的代理人,其中,甲公司的资金成本为 $\text{LIBOR} + 3.375\%$ 的美元浮动利息,乙公司的资金成本为 6% 的瑞士法郎固定利息。双方掉期的基础是对美元与瑞士法郎之间的汇率变化以及美元浮动利率和瑞士法郎市场利率水平变化的不同预期;掉期的目的在于根据自己对上述的预期和对本身所处的市场地位的分析作出避免风险、减少损失的选择。

2. 固定利率对固定利率的货币掉期

这是两笔金额相同、期限相同,但币种不同、利率不同的固定利率债务之间的掉换,掉换的内容是两种不同货币和两种货币所具有的不同利率支付水平,目的是转嫁因汇率变化和市场利率变化带来的损失。

例如,A公司有一笔1亿日元、期限3年、年利率6%的日元固定利率债,B公司有一笔85万美元(按即期汇率 $\$1 = ¥117.6$ 计算,折合1亿日元)、期限3年、年利率8%的美元固定利率债。两笔债务的起息日均为1993年1月20日,到期日是1996年1月19日,利息每半年支付一次,按实际天数和1年365天计算。双方根据各自的预测作出相互掉换两笔债务的选择,则具体过程如下:

(1)在掉期业务生效日,A公司付给B公司1亿日元,B公司付给A公司85万美元,这是合同中规定的本金交换(即币种掉期)。如图9.1.9所示。

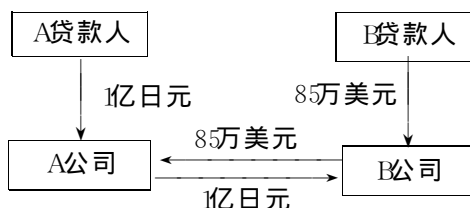


图 9.1.9 掉期交易执行(一)

(2)付息结算日每半年一次,为每年的7月20日和1月20日,在付息日A公司按8%年利率付给B公司美元利息,金额为: $85 \text{ 万美元} \times 8\% \times 1/2 = 34\,000 \text{ 美元}$;B公司按6%年利率付给A公司日元利息,金额为: $1 \text{ 亿日元} \times 6\% \times 1/2 = 300 \text{ 万日元}$ 。这是双方进行的利息掉换。如图9.1.10所示。

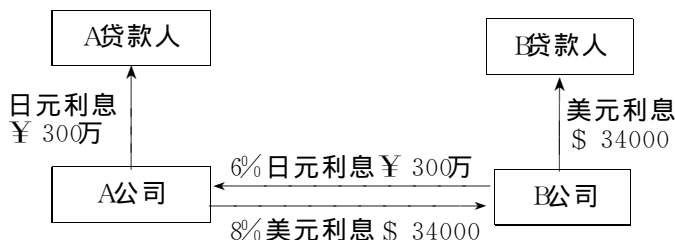


图 9.1.10 掉期交易执行(二)

(3)在到期日(即结算日),双方进行最后的交换,A公司付给B公司原有的美元债本金和最后一期美元利息,B公司还给A公司原来的日元债本金和最后一期日元利息。具体金额为:A公司支付: $85 \text{ 万美元} + 34\,000 \text{ 美元} = 884\,000 \text{ 美元}$;B公司支付: $1 \text{ 亿日元} + 300 \text{ 万日元} = 1.03 \text{ 亿日元}$ 。如图9.1.11所示。

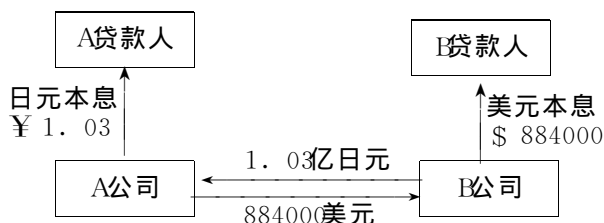


图 9.1.11 掉期交易执行(三)

这样,两笔固定利率货币掉期交易即告结束。A 公司通过这一过程可能会转嫁出他不愿承担的日元本息风险,B 公司通过这一过程可能会转嫁出他不愿承担的美元本息风险。当然,他们都可能会因自己对市场预测的错误而遭受损失。但这不是掉期业务本身的缺陷,掉期的意义在于:在人们预知自己的债务将会有汇率和利率风险的前提下,能够将其转嫁出去,使其尽可能地减少以至消除。

3. 浮动利率对浮动利率的货币掉期

这是两笔金额相同、期限相同,但币种不同、利率不同的浮动利率债务之间的掉换。掉换的内容是两种不同的货币和两种不同的利率支付方式,其目的仍然是避免货币汇率和市场利率水平变化带来的损失。从其实行的过程来看,这种掉期与前述两种掉期形式是相同的。我们仍以固定利率对浮动利率的货币掉期中的例子为基础,假设甲公司瑞士法郎债务是浮动利率债务,以 6 个月欧洲瑞士法郎商业票据利率+0.25%支付,则掉期交易经过的三个过程为:

(1)掉期合同生效日,双方交换本金,如图 9.1.12 所示

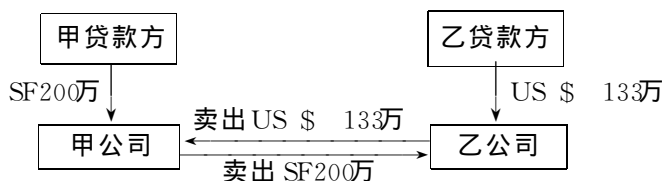


图 9.1.12 掉期交易执行(一)

(2)付息日,双方互代对方支付利息,如图 9.1.13 所示。

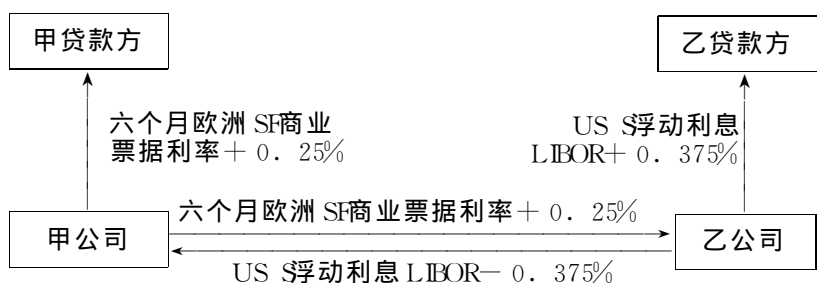


图 9.1.13 掉期交易执行(二)

(3)到期日,双方互换本金支付最后一期利息,如图 9.1.14 所示。

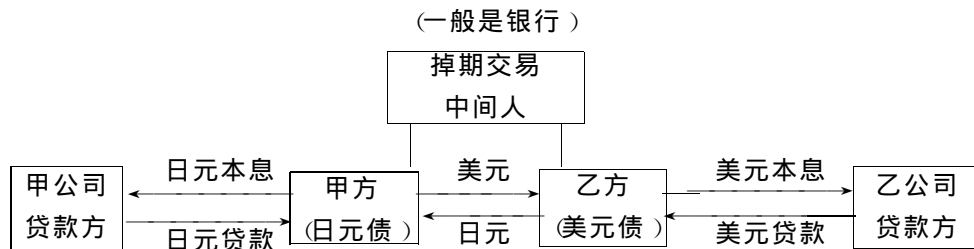


图 9.1.14 掉期交易执行(三)

至此,两笔浮动利率债务之间的掉换便告完成,如果债务人对市场汇率和利率的预测是正确的话,这种掉期交易就能够实现其减少债务成本、增加债务收益的目的。

(四)利息期权

如前所述,利率变化带来的风险一向是债务风险的重要部分,国际金融市场上利率变化越频繁,利率风险成本就越高。因此,近一二十年来,国际银行业不断开拓出一些新业务,寻找出一些新途径,来防范利率风险,这其中不仅有我们前面介绍的各种形式的利率掉期,还有一种方法称为“利率期权”(Interest Rate Option)。

期权与期货交易、远期交易相比是一种较为保险的交易方式,期权合同的买方(持有方)可以按市场对自己有利的条件执行合同内容,当市场行情的变化对自己不利时,可以不执行合同内容,这就保持了期权合同持有者要么是预测准确,有利可图,要么是预测错误,只承担有限的损失,这有限的损失是指他为持有合同所支付的费用(即购买期权的投资)。期权合同的另一方是卖方(制造方),他只是从购买期权的商人那里获取费用,如果对方不执行期权,这笔费用是其净盈利,而如果对方执行合同,有盈利,则他就可能遭受损失。充当期权卖方的一般是银行或一些从事期权交易的金融机构。

期权交易的内容是多种多样的,如外汇期权、股票期权、债券期权等,利率期权也是其中之一,是近些年来国际金融市场创新的结果之一。它的出现,无疑为债务风险管理又增添了一种方式或手段。

利率期权的具体内容也是比较丰富的,国际上较流行的利率期权有封顶利率期权(Cap)、封底利率期权(Floor)和两头封利率期权(Collars)。这三种利率期权的内容如下:

1. 封顶期权

封顶期权是在双方签定的合同中规定利率上限作为浮动利率贷款的最高成本,如果市场利率超过利率上限(此称为协定利率),期权合同的卖方(出售方)需付给买方(期权持有方)利率差额。在签定期权合同时,期权买方要付给卖方以一定比例的封顶期权费作为转移风险的成本,如果市场利率未超过合同中规定的利率上限,卖方不必付利率差额,也不需要退回买方交纳的封顶期权费,这时,买方所交的封顶期权费就成为了一种净成本了。因此,对买方有利的变化是市场利率上升,超过规定的利率上限。买方也是根据这种发展趋势来进行封顶期权交易的。

封顶期权的目的在于针对浮动利率债务,防范市场利率升高带来的风险。当某一个公司或企业身负浮动利率债务时,利率在一定范围内上浮是可以承受的(否则他们不会采取浮动利率借款方式),但当利率上升超过一个较高的水平时,该公司就会难以承担由此带来的高成本,资金流动受到影响。在这种情况下,利率封顶期权无疑是一种理想的选择方式。下面以实例说明该种利率期权的作用。

例如,某公司于1990年6月1日借入一笔2年期浮动利率美元1000万,6月15日正式生效,起息日为1990年6月15日,按LIBOR计息。同时,该公司预期市场利率会有上升趋势,便买入一笔封顶期权,结算日为付息日,半年一次,为每年6月15日和12月15日,封顶期权费为年率0.25%,协定利率上限为10%。在第一个付息结算日(1990年12月15日)LIBOR为8.5%,则该公司的实际借款成本为 $8.5\% + 0.25\% = 8.75\%$ (年率);到第二个结算日(1991年6月15日),LIBOR上升为10.5%,该公司的实际借款成本为 $10\% + 0.25\% = 10.25\%$ (年率);第三个结算日(1991年12月15日)LIBOR继续上升至11.5%,该公司的实际借款成本仍为 $10\% + 0.25\% = 10.25\%$;在最后一个结算日(1992年6月15日),LIBOR回降至10%,该公司实际借款成本为 $10\% + 0.25\% = 10.25\%$ 。四次付息的实际情况如表9.1.1所示。

由此可见,采取利率封顶后,实际利息成本为年率9.875%,而如果没有利率封顶期权,借款者就应按LIBOR实际水平支付利息,年率为10.125%。两者相比,节省利息成本0.25%。

如果从实际利息支付金额来看,采取利率封顶后,该公司两年共需付息为:

$$1000 \text{ 万美元} \times (8.5 + 10 + 10 + 10) \times 1/2 = 192.5 \text{ 万美元}$$

加上两年间所付期权费用为:

$$1000 \text{ 万} \times 0.25\% \times 2 = 5 \text{ 万美元}$$

$$\text{共计成本 } 192.5 \text{ 万} + 5 \text{ 万} = 197.5 \text{ 万美元}$$

相比之下,如果不采取封顶期权,则该公司两年所付利息为:

$$1\,000\text{ 万美元} \times (8.5 + 10.5 + 11.5 + 10.0) \times 1/2 = 202.5\text{ 万美元}$$

表 9.1.1 封顶期权的利息支付 (%)

时 间 项 目 利率 (年率)	第一次付息 1990. 12. 15	第二次付息 1991. 6. 15	第三次付息 1991. 12. 15	第四次付息 1992. 6. 15	平均成本
LIBOR	8. 5	10. 5	11. 5	10. 0	10. 125
封顶期权费	0. 25	0. 25	0. 25	0. 25	0. 25
利率上限	10. 0	10. 0	10. 0	10. 0	10. 0
实际利息成本	8. 75	10. 25	10. 25	10. 25	9. 875

这也是公司的实际借款成本,与前种情况相比,多付出 5 万美元利息成本,或者反过来说,由于封顶期权,公司节省了 5 万美元的风险成本,使因市场利率上升带来的损失相应地减少。另一方面,封顶期权封顶不封底,市场利率下降给借款人带来的成本减少好处不会受到影响,这就是期权的优点。但是,其不足之处在于借款人要为此付出一定的期权费,这笔费用当市场利率上升、超过一定幅度时会被抵销掉,但当市场利率下降时,借款人所得的成本减少好处会被期权费部分地或者全部地抵消。在封顶期权交易中,借款者的受益情况可以由图 9.1.15 表示出来。

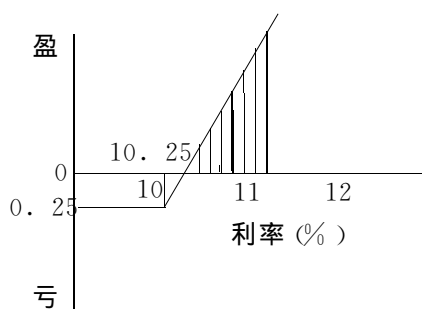


图 9.1.15 封顶期权交易中的借款人收益

即:当市场利率超过 10.25% 时,该借款人有净利,并且随着利率的上升而不断扩大,划线部分即其盈利区间。而当市场利率下降到 10% 以下时,利率期权给借款人带来的成本为 0.25%,或者说,在 10% 以下,借款人从市场利率下降得到的好处均要减去 0.25%。

封顶期权的交易一般是在结算日计算市场利率与协定利率之间的差额从而支付利差的,当市场利率超过协定利率时,期权卖方应向买方(即债务人)支付高出部分的差额;但当市场利率低于协定利率时,期权卖方不必支付,而仅由买方向贷款人按市场利率付息(另一方面他照例向卖方付期权费)。

2. 封底期权

封底期权与封顶期权正相反,是交易双方签订合同,规定一个利率下限,当市场利率下降到协定利率水平以下时,由期权卖方付给买方差额利息。期权买方为此需要向卖方支付购买封底期权费用,作为转移利率下跌风险的成本。

对于债务人来说,签定封底利率期权主要有两种情况:一是他认为市场利率下降的可能性很小,便向银行卖出封底期权,收取期权费用。当市场利率低于协定利率时,他向银行支付利息差额,当市场利率等于或高于协定利率时,他以期权费用作为净收入;二是债务人认为市场利率有下降的可能,而自己持有固定利率借款,这样他就寻求买入一笔封底期权,交纳一笔费用,当市场利率如他预期的那样下降之后,期权卖方会向他支付贷款利率超过市场利率的部分,如果市场利率没有下降,反而上升,债务人仍按较低的固定利率付息,成本低于市场水平,但为此付出的代价是购买封底期权的费用。

由上述两种情况来看,债务人如果作为封底期权的卖方,是有一定风险的,其风险在于如果对市场利率变化预测错误,就需付给对方(如银行)一笔利率差,市场利率下降越大,他所付出的利息差就越多;他的盈利是市场利率上升,超过协定利率。

作为封底期权卖方的债务人其盈亏关系可如图 9.1.16 所示。图中划线部分是其亏损区间。因此可看出,作为封底期权的卖方,必须确保对市场利率变化预测的准确才能有盈利,否则,亏损将不断扩大。

另一种情况是,债务人如果作为封底期权合同的买方(持有方),则相当于为自己的债务利息成本上了一把“保险锁”,市场利率上升或下降都不会给他带来不可预知的损失,反而会因利率下降而获得一定利益。其盈亏关系如图 9.1.17 所示。其中划线部分是其盈利,他的亏损是当利率高于协定利率时付出的期权费。

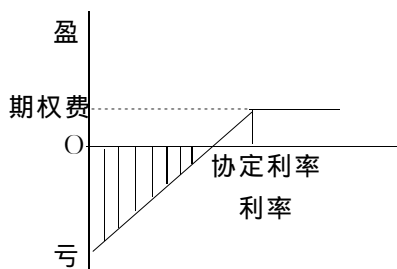


图 9.1.16 封顶期权中债务人作为卖方的盈亏关系

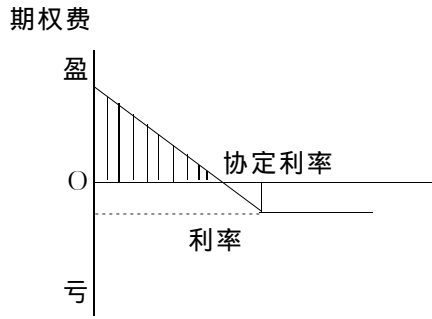


图 9.1.17 债务人作为买方的盈亏关系

同样的道理,封底期权的做法也是在每一个结算日(付息日)由卖方付给买方利率差价(或者双方不用收付),期权费则是在初期买方购买期权时先付的。

3. 两头封期权

两头封期权实际上不是一种与前面所说的封底期权和封顶期权不同的利率期权,而是这两种形式的综合运用。即债务人在买进封顶期权的同时,卖出一个封底期权,以卖出封底期权所得费用收入来部分地抵偿买入封顶期权所付出的费用,从而达到防范利率上升或下降风险,并减少封顶期权成本的目的。它适用于浮动利率债务的风险管理。

这种特殊形式的利率期权是在现有的封顶期权和封底期权内容基础上的灵活运用,它集两种利率期权的优点为一身,并弥补了单种利率期权只保一方变化而不能保另一方变化的缺陷。通过上、下两个方面的封口,将风险限制在一个非常有限的范围内,使债务人能够有效地降低其债务成本。

我们仍以封顶期权中的例子为基础来说明。如果该公司确定利率有上升的趋势,不太可能下降,就可以同时买入一个封顶、卖出一个封底,如果封底协定利率为 8%,费用为年率 0.20%,则该公司的实际成本如表 9.1.2 所示。

表 9.1.2 封顶期权交易成本表 (%)

时 间 项 目 利率(年率)	第一次付息	第二次付息	第三次付息	第四次付息	平均成本
LIBOR	8.5	10.5	11.5	10.0	10.125
封顶费用支出	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
封底费用收入	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
实际利息成本	8.55	10.05	10.05	10.05	9.675

由表 9.1.2 可看出,增加一个封底期权后,实际利息成本下降为年均 9.675%,低于只做一个封顶期权时的成本 9.875%,它使债务人的实际成本下降。这就体现出两头封期权的优点了。

当然,这是在浮动利率上升的情况下产生的对债务人有利的结果,如果市场利率下降,债务人的利息支出会相应地减少,但由于卖出了一个封底期权,这个期权在市场利率低于封底协定利率后使他需要付给买方差额利息,他从市场利率下降所得的好处会由于这笔交易而部分地甚至全部地抵消。因此,当债务人预测市场利率会下降或不能肯定利率会上升时,是不应该做两头封期权的,而只能做一个封顶期权,否则就是多此一举、事倍功半。

实际上,两头封期权不仅可以买封顶、卖封底,而且可以反过来进行封顶和封底期权的其他组合。如固定利率借款的债务人在预测市场利率有可能下降时,可以买入一个封底期权,同时卖出一个封顶期权,买入的封底期权可以使其得到市场利率低于固定利率的那部分差额利息,而卖出的封顶期权所得费用收入又可以补偿他买入封底期权的费用支出,这同样会使其债务利息成本减少,期权盈利增加。同样的道理是,这种两头封期权的前提是债务人要对利率下降有较为肯定的预测,或者能较有把握地保证市场利率不会上升。否则,他所买入的封底期权不会给他带来任何收益,反而有一笔净费用支出,同时他还必须为其卖出的封顶期权支付利息差额。两项相加,形成一个更为沉重的负担。这样的结果是与债务人进行债务风险管理的原则和目的背道而驰的。

因此,两头封期权与封顶期权或封底期权相比,既有其独特的优点,又可能会增加额外的风险。结果如何,关键在于债务人对利率变化预测的准确性。预测准确了,结果会比单做一种期权收益更大,而预测失误了,则结果是损失更大,做一种期权本可盈利的,却由于另一种期权的亏损而抵消掉。

我们在本章中介绍了国际金融市场上已有许多种防范债务风险的措施或工具。它们各具特点,可为不同的债务人在不同的条件下进行选择使用。现代金融市场虽动荡不定,风险四伏,但同时避免风险的方法也层出不穷,只要债务人能客观地估价自身的债务风险状况,并且能密切关注市场行情的变化趋势,就可以选择出一种或几种适用的风险管理手段,使债务的风险被控制在理想的目标范围内。这样的管理过程就是成功的债务风险管理。

第二章 国际储备风险防范及管理

第一节 国际储备概述

国际储备是一国货币当局为弥补国际收支逆差和维持本国货币汇率稳定以及应付紧急支付而持有的为各国普遍接受的资产。

目前,一国国际储备由四部分组成:黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权。黄金储备是一国货币当局持有的货币黄金总额,它在国际储备中的比重受黄金市场价格波动的影响比较大。外汇储备是一国货币当局持有的储备货币的数量。充当国际储备资产的货币应该具备下述条件:可自由兑换成其他储备货币,在国际货币体系中占重要地位,各国能无条件地获得该货币,其购买力具有稳定性。目前,世界主要的储备货币有美元、日元、德国马克、瑞士法郎、英镑、法国法郎等。在国际货币基金组织中的储备头寸是成员国在基金组织中的份额加上它对基金组织的债权头寸。债权头寸主要是成员国对基金组织贷款形成的。特别提款权是国际货币基金组织经过漫长的国际谈判之后于1969年发行的储备资产,作为一种国际流通手段用以补充原有储备资产的不足。

特别提款权具有以下特点:它是一种由五种货币加权计算定值的复合记帐单位,不能直接用于国际贸易支付和结算;属于官方资产,非官方机构不得持有和使用;是无附带条件的流动资产,实质上是基金组织发给成员国的一种无抵押贷款。特别提款权按规定每5年分配一次,根据成员国在基金组织中份额的大小分配,但种种因素使特别提款权只在1970~1972年和1979~1981年分配过两次,一次91.5亿特别提款权,另一次120亿特别提款权。一国发生国际收支逆差时,可动用分配到的特别提款权来换取所需外汇,也可直接用其偿还基金组织的贷款。成员国取得特别提款权要承担两项义务:支付利息和在需要时按照基金组织的指定,接受特别提款权并兑给相应的可自由兑换货币,后一项义务通常是由储备货币发行国家和其他发达国家承担。

国际储备资产具备以下特性:一是公认性,即它能为世界各国在事实上普遍承认和接受;二是稳定性,即内在价值相对稳定;三是适应性,即储备资产的规模能适应国际经济和贸易发展的需要。

国际储备对国际收支调节、汇率以及国际贸易的发展有积极的作用。它用于保持本国

的国际支付能力,调节临时性的国际收支不平衡;用于干预外汇市场,支持本国货币汇率;用于维持并增加国际上对本国货币的信心;是本国向外借款和对外偿债能力的保证。

第二节 国际储备风险概述

国际储备风险主要是指外汇储备风险,即由于储备货币汇率、利率或货币发行国的政治局势变动而影响到储备资产的价值增减。

一、汇率风险

国际储备的汇率风险就是由于储备货币汇率的波动对储备资产价值的影响。

在固定汇率制度下,各国外汇储备主要是由英镑或美元单一货币构成,由于汇率波动幅度很小,外汇储备资产的汇率风险不大。在浮动汇率制度下,汇率波动的频繁和波幅的扩大,使单一储备货币体系面临巨大的风险压力。大部分国家开始实行多元化储备体系,即以美元为中心,马克、日元、英镑、瑞士法郎和法国法郎等储备货币共存的外汇储备体系。这种体系在一定程度上缓解了储备风险,却大大增加了外汇市场的动荡,并影响到储备货币国家货币金融政策的贯彻。

实际上,目前的多元化储备体系下仍然存在汇率风险。因为当某种储备货币汇率下跌造成的储备价值损失,不能由其他储备货币汇率上涨的储备价值收益完全抵补时,就会出现汇率风险损失。

二、利率风险

国际储备的利率风险是指由于储备货币利率的变动造成的外汇储备资产的机会价值损失。

在多元化储备体系之下,某种货币储备占比重大,而该种货币在国际资金市场上利率下降很大,或者说利率上升远远不如汇率下跌幅度更大,都会造成外汇储备资产的机会价值损失。

三、安全风险

国际储备的安全风险是指由于重大政治、军事事件或外国银行的倒闭造成本国外汇储备中某种货币储备价值完全损失或冻结的风险。

比如,1950年,由于我国抗美援朝,出兵朝鲜,美国冻结我国的美元储备;1979年,由于伊朗同美国关系恶化,美国也将伊朗在美国的美元资产冻结等,都是国际储备中的安全风险。在复杂的国际形势下和多元化储备体系下,来自安全因素的风险是储备管理中必须重视的方面。

第三节 国际储备风险控制

一、国际储备风险控制的必要性

国际储备风险控制的必要性归结为四个方面:

(1) 由于浮动汇率制度下,受多种因素影响,国际储备体系中各储备货币的汇率波动频繁,硬通货和软通货时常发生“易位”,使一国的国际储备特别是外汇储备存在价值不稳定的潜在风险。

(2) 由于国际金融市场动荡不安,各种投资工具的利率水平存在因西方各国货币政策的变化而上调或下落的可能,从而使一国持有国际储备资产的收益和机会成本随之发生增减。

(3) 由于随着西方国家金融改革和金融创新的不断发展,国际资本市场证券化趋势十分明显,新的融资工具和手段层出不穷,在相当程度上拓宽了储备资产投向的选择余地。

(4) 由于国际储备是保证国际收支调节和干预汇率的最重要的手段,对其进行风险管理有助于充分发挥国际储备的作用。

二、国际储备风险控制措施

(一) 遵循“安全性、流动性、盈利性”原则

储备资产的安全性即储备资产存放可靠。这就要求各国货币当局在确定外汇资产存放的国家及银行、币种、信用工具时,一定要事先充分了解西方主要国家外汇管制、银行资信、币种、信用工具的种类等情况,以便将外汇资产投放到外汇管理宽松的国家、资信卓著的银行、相对稳定的币种和安全的信用工具上去。

储备资产的流动性即储备资产能随时兑现,灵活调拨。各国在安排外汇资产时,应根据对本年度外汇支付的时间、金额、币种的估算,将外汇储备作短、中、长不同期限的投资,以使各信用工具的期限与对外支付的日期相衔接,且保证资金能自由进出有关国家。

储备资产的保值性即储备资产能保持原有的价值。在浮动汇率制度下,主要储备货币汇率多变,各国在安排外汇资产时,尽量使储备货币多样化。多样化储备使各种储备货币的升值和贬值能相互冲抵,整个外汇储备资产价值不变或少变。此外,还应尽量使储备货币与进口支付和干预市场需用的货币保持一致,以防避汇率风险。

储备资产的盈利性即储备资产在保值的基础上有较高的收益。这已是各国国际储备管理经营者所尽力争取的目标。这有赖于经营者有良好的汇率预测能力和资产有效组合能力。

(二) 外汇储备结构合理安排

外汇储备的结构安排包括储备货币币种的选择及其在储备中的比重。合理的结构安排

需要满足下列要求:

(1) 一国对外贸易和其他金融性支付所使用的货币种类。需考虑进出口商品的来源流向和数量,以及贸易伙伴国之间的支付惯例以及干预外汇市场的货币需要。

(2) 一国对外债务的币种构成。它要求外汇储备中的货币结构能够满足偿还外债的需要。

(3) 合理把握国际货币体系中各主要货币的地位,各货币市场的深度、广度和弹性。

(4) 正确预测各种储备货币汇率变动的趋势。需要考虑储备货币发行国的经济金融状况,国际市场的利率变化趋势,世界政治经济局势,外汇市场的心理预期和投机力量。

(5) 考虑有关国家的货币经济政策,把握储备货币汇率与利率的比较和收益率之间的比较。

目前,在外汇储备币种的构成上,多数国家仍以美元作为主体。虽然 70 年代以来,美元地位被削弱,而德国马克和日元的地位不断提高,但在国际贸易和国际借贷中仍以美元的使用量为最大。因此,美元仍是多数国家最主要的储备货币,其次是德国马克、日元、英镑及瑞士法郎。

(三) 储备资产组合法

储备资产的最大风险是来自货币汇率和利率的风险,这些风险可通过储备资产到期日的选择和搭配以及币种的选择和搭配来抵补,这就是储备资产组合法。

70 年代中期,各国中央银行为避免或减少因美元汇率的剧烈变动而造成的损失,纷纷将其外汇储备由单一的美元转向日元和一些欧洲货币,将美国金融学家 J·托宾的“资产选择理论”具体应用到储备货币管理之中。资产选择理论的核心内容是:资产的组合应根据各种资产的风险和收益的比较加以确定,在浮动汇率制度下,任何货币都存在汇率风险,而且它们的利息收益也不断变化,在此时收益较大的储备资产,在彼时可能收益很小,甚至成为负收益的资产,这就需要确定一个最佳的储备构成,采取多样化的最优组合和搭配。

储备资产组合法是储备资产管理的一项重要策略和方法。它包括两项重要内容:一是对到期资产进行分类,确定分布在现金形式和投资工具形式上的储备资产的比例,一般取决于经常帐户和资本帐户的比例。二是对储备资产的变现能力与收益能力进行权衡。

按变现能力划分,储备资产可分成三部分:

(1) 一级储备。包括现金或准现金,如活期存款、短期国库券或商业票据。这类储备收益最低但流动性最高。

(2) 二级储备。包括所有投资收益高于一级储备而变现能力很强的资产,如中期债券。

(3) 三级储备。包括所有长期投资工具,投资期限长,收益高,但风险大,流动性最差。各国中央银行一般在一级储备和二级储备的规模确定之后,才考虑将其余的部分进行长期投资。许多国家都尽量限制将储备资产投资于世界银行和有国家风险的政府证券,而多选择那些信誉良好、政治稳定的政府债券和欧洲债券,另外储备资产不投向公司债券。

英国中央银行运用资产组合法构建自己的美元外汇储备,呈现下述结构:一部分是流动储备资产,包括短期票据、短期国库券等,平均期限 5 个月;一部分是二级流动储备,投资于美国政府和金融机构的中期国库券,平均期限 2~5 年;一部分是高收益但变现能力差的储

备资产,选择美国长期公债和其他信誉良好的债券,平均期限 4~10 年。

(四)借款资产抵补法

1. 融资抵补

投资资产组合主要是用于抵补借贷资产的利率风险。将储备资产分别安排在适当期限的投资工具上,保证到期贷款的偿还,即为每一笔借款安排一组存款准备,以减少或避免进行临时性融资抵补而带来的利率上升的风险。但是,在实际操作中,不可能每一笔未到期借款都有一组存款投资工具的期限与其到期日完全吻合,这就需要用新的融资进行抵补。

2. 期限抵补

利用储备资产的期限结构抵补利率变动的风险,即使储备资产的期限长于借款的期限。在债券收益一定的条件下,期限较长的债券价格变动幅度一般要大于期限较短的债券,所以当债券的收益发生变化时,少持有期限较长的债券与多持有期限较短的债券其价值是一样的。

储备资产的盈利性要建立在有安全保障的资本头寸结构的基础上,根据对外汇市场、货币市场和资本市场变动趋势的预测来进行运营。



第四节 我国的国际储备风险控制



我国的国际储备是指我国的黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织中的储备头寸和特别提款权。由于黄金储备、储备头寸和特别提款权在一定时期内价值变化不大,因此,对国际储备风险的把握和管理主要是针对我国的外汇储备。

从 1983 年起,我国对外公布的国家外汇储备包括两个部分:国家外汇结存和中国银行营运外汇结存。国家外汇结存是指国家对外贸易和非贸易外汇收支以及国家借用偿还外债的余额。中国银行营运外汇结存是指中国银行的自有资金加上中国银行在国内外吸收的外币存款及中国银行通过发行债券或其他方式从国际金融市场上筹集的外汇资金,减去中国银行在国内外的外汇贷款和投资所得的差额。

从 1993 年起,我国对外公布的国家外汇储备只包括国家外汇结存。因为国际上计算外汇储备,一般不包括国家指定的商业银行在经营外汇业务时得到的营运外汇结存。

与其他国家的外汇储备一样,我国外汇储备也存在着汇率风险、利率风险和安全风险等风险因素,也要求安全性、流动性、盈利性的管理。但目前我国储备风险管理中尚存在两个方面的问题。一是我国国际储备的运营管理机制还很不健全,中国人民银行负责掌管我国的黄金储备、特别提款权、普通提款权,并统领国际储备,中国银行负责运营和管理我国主要的外汇储备,国家外汇管理局负责国家外汇结存中一小部分的运营和管理,这种多元结构的国际储备管理体制,将本质上作为一个整体的国际储备人为地分割为相对独立的几部分,限制了国家对国际储备的统一规划和管理,从而影响国际储备整体使用和运营效率。二是我

国外储备的币种构成还存在不合理的因素。目前,我国在确定外汇储备的币种结构时,选择的是“一篮子货币”法,但在具体操作中,由于我们长期受“购买力平价论”影响,在我们选择货币的币种结构时,往往忽视其他诸如出口收汇及非贸易外汇收入的主要货币的比重、进口用汇及偿还外债的支付货币比重等因素的作用。这种单以购买力因素决定汇率角度出发所选择的外汇储备的币种结构,往往脱离我国国际收支的实际运行状况,从而带有不合理的因素。造成这种现象的主要原因是我国现行外汇储备管理体制下,国家缺乏对外汇储备币种结构管理的手段,也没有建立较为完善的外汇储备调整机制,并缺乏对国际外汇市场和国际政治经济形势变化的准确把握。

强化我国的外汇风险管理首先是要健全我国现有的国际储备管理体制,强化中央银行对我国国际储备管理的职能。在这个基础上,执行下述外汇储备风险控制的策略:

(1)储备货币要多元化,以分散风险。

(2)要根据支付进口所需货币确定该种货币资产在储备中的比例。比如,日元要支付达30%,那么储备资产中日元就不应低于30%。

(3)在选择各种形式的资产时,要考虑是否可以随时变现,是否调拨灵活,同时要考虑利息收益的高低。

(4)作好汇价趋势预测,适当调整各种货币的比例,切忌大幅度脱离支付比例。因为储备管理的中心问题是保值,而不能以盈利为主要目的,如果不根据支付需要作调整,而是押在某种货币的升贬值上,就可能会蒙受巨大损失。

第三章 国际筹资与投资 风险防范及管理

第一节 国际筹资风险及其防范

一、国际筹资方式概述

在开放的市场经济中,企业进行生产经营活动,经常需要到国际市场上筹集资金,解决进口设备、原材料及其他方面的资金需要。国际筹资方式主要包括国际股份集资、发行国际债券、取得国际信贷、进行国际租赁和开展国际补偿贸易等方式。

国际股份筹资是企业通过向国外发行股票来筹集和扩大资本金的工具。发行股票筹资的优越性表现在三个方面:一是股票可以自由买卖,有偿转让,这对国外投资者十分方便,它们可以灵活地决定投资方式和投资规模;二是由于股份公司的产权具有永久性,通过股票集资比发行债券和补偿贸易等方式更有吸引力;三是发行股票具有广泛性和灵活性,可以从多方面吸收国外分散的小额资金。

国际债券筹资是指企业通过发行外国债券或欧洲债券筹集资金的方式。外国债券是发行人在国外债券市场上发行的,以发行所在地国家的货币为面值的债券,比如中国国际信托投资公司在日本市场上发行的日元债券。外国债券市场主要在美国、日本、瑞士和德国。欧洲债券是指发行人在其本国以外的债券市场发行,而不是以发行所在国的货币为面值的债券,比如中国企业在德国市场上发行的美元债券。欧洲债券市场在地理位置上包括欧美、中东和亚洲的境外货币债券市场,是目前世界上最大的国际债券市场,它以欧洲美元债券为主体,还有相当数量的欧洲英镑、欧洲日元和欧洲马克债券。企业在欧洲债券市场上可以筹集到各种主要货币资金。

国际银行信贷是一国借款者在国际金融市场上向外国贷款银行借入货币资金的一种信贷关系。包括短期银行信贷和中长期银行信贷。这种筹资方式的特点是:贷款可以自由使用,不受贷款银行的限制;贷款方式灵活,手续简便;贷款资金的供应比较充沛,但贷款利率相对较高,期限较短。

国际贸易信贷是企业在进出口贸易中筹集资金的方式,包括短期贸易信贷和出口信贷

两种形式。短期贸易信贷用于满足商品周转较快,成交额不大的资金需要;出口信贷是各国进出口银行对本国出口商或外国进口商发放的 1 至 5 年的中长期贷款,以促进本国大型机械和成套设备的出口。出口信贷的特点是:国家成立专门的出口信贷机构,出口信贷的发放与信贷保险相结合,出口信贷的利率低于相同条件资金贷放的市场利率,利差由国家补贴。

国际开发银行贷款是各国政府或企业向世界性开发银行和地区性开发银行筹措投资性贷款的渠道。主要是向国际复兴开发银行(世界银行)、亚洲开发银行、非洲开发银行、泛美开发银行筹措。这些银行贷款的特点是:贷款不以营利为目的,而是协助会员国发展本国经济;贷款一般与特定的项目相联系,贷款期限较长,最长可达 30 年;贷款利率与国际金融市场利率同向浮动,但比市场利率低;贷款数额一般不超过该项目总投资的 10%,而且贷款使用的监督审查十分严密。

国际租赁是出租人把某种物品租借给外国承租人在一定期限内使用,承租人按合同规定分期付给出租人一定的租金。实质上,对出租人来说,它是一种通过信贷取得利润的方式,对承租人来说,则是一种筹措资金的方式。对承租人来说,国际租赁的好处是:从国外租入设备,实质上等于筹措一笔相当于设备价款的外资,获得全额资金融通;租赁合同规定的各期租金是固定的,因此企业容易计算成本,对投资更有把握,租赁期限也比银行贷款期限长;通过租赁可以加快引进外国先进技术设备,促进本国企业的技术改造;利用租赁引进设备,手续比较简便,到货快。

国际补偿贸易是指国外厂商向国内企业提供机器设备、技术、专利及各种服务等作为贷款,待项目投产后,国内企业以该项目的产品或双方商定的其他办法予以补偿。利用补偿贸易筹资有下述优点:通过补偿贸易,引进先进的机器设备或技术,有利于搞好企业的技术改造,提高企业技术水平和劳动生产率;利用补偿贸易引进技术设备不需要动用外汇;补偿贸易把进口与出口结合起来,有利于扩大商品的出口,可以利用外商的销售渠道来推销企业的产品。

二、国际筹资风险涵义

国际筹资风险有两个方面的涵义:国际筹资成本变动风险和国际筹资财务风险。

(一)筹资成本变动风险

这种风险是指由于借款期限内汇率变动或利率变动造成的筹资成本的增加给企业带来的风险。

国际市场中的企业从不同来源取得的资金,它们的成本率有高有低,为了进行筹资和投资决策,需要一个总的、综合的资金成本。它是用加权平均法计算的,其公式如下:

$$K = \sum W_i K_i$$

式中, K 代表加权平均资金成本; W_i 代表某种长期资金来源占全部长期资金来源的比重; K_i 代表某种长期资金来源的资金成本。

一家企业的资金利润率应当超过此数,这是企业投资决策的基础。但是,由于浮动汇率制度下汇率的频繁大幅度波动和利率的升降,一旦资金成本超过了企业的资金利润率,就会使企业蒙受损失。

(二)筹资财务风险

国际市场中的企业可以从多种来源筹集资金,但可归纳为自有资金和借入资金两类,前者称为权益或主权资本,后者称为负债或债务。这两类资金的比例关系称为企业资金来源结构,它涉及企业的财务利益与风险。

假如企业有借入资金,就必须按期还本付息,由于企业的资金利润率不肯定,借款利息率也不断地变动,资金利润率可能高于或低于借款利息率,因而可能使企业的自有资金利润率提高或降低,甚至发生亏损。当企业没有利润或发生亏损时,就要用自有资金来支付利息,因而使企业自有资金的风险增加。这种因借款而增加的风险,即筹措资金决策而产生的风险,称为筹资风险。

比如,某国内企业生产经营共需资金 100 万元,有以下三个筹资方案:一是全部为自有资金;二是自有资金 60 万元,借入资金 40 万元;三是自有资金 40 万元,借入资金 60 万元。预计年息税前利润 15 万元,借入资金年利息率 8%,三个方案自有资金利润率的计算见表 9.3.1。

从表中可以看出,在企业息税前资金利润率(15%)大于利息率(8%)的情况下,利用借入资金能够提高自有资金利润率,其原因在于借入资金所获得的收益付息后的部分,并入企业自有资金的收益中。

表 9.3.1 三个筹资方案自有资金利润率的计算

方 案 项 目	方案一	方案二	方案三
自有资金(万元)	100	60	40
借入资金(万元)	—	40	60
资金总额(万元)	100	100	100
息税前利润(万元)	15	15	15
利息(8%)(万元)	—	3.2	4.8
税前利润(万元)	15	11.8	10.2
所得税(50%)(万元)	7.5	5.9	5.1
自有资金利润率(%)			
税前	15	19.67	25.5
税后	7.5	9.83	12.75
财务杠杆系数	1.0	1.27	1.47

利用借入资金提高自有资金的收益率,是一种有效的财务手段,在国外称之为“财务杠杆”。财务杠杆系数的计算公式为:

$$K = P / (P - R)$$

式中, K 代表财务杠杆系数, P 代表息税前利润, R 代表利息。

从表 9.3.1 中可以看出, 借入资金越多, 财务杠杆系数越高, 自有资金利润也就越高。但是, 如果企业生产经营情况不良, 息税前资金利润率下降, 使企业息税前资金利润率低于借入资金利息率, 就会出现相反的结果。可见, 在企业资金总额中, 借入资金的比例越大, 财务杠杆利益越大, 但财务风险也越大。

三、筹资风险的控制方法

筹资风险控制中最普遍采用的方法是利率和货币调换法, 以及最佳资金来源结构法。

(一) 利率和货币调换法

利率和货币调换是指将固定利率与浮动利率的债务或不同货币的债务进行相互交换的业务。它是目前国际上筹资者为了获得较低的资金成本和防范外汇风险而普遍采用的一种方法。

1. 利率调换

利率调换是两个独立的筹资者, 根据各自的筹资优势, 分别借到贷款币别、数据和期限相同, 但是计息方法不同的债务 (通常是固定利率与浮动利率之别), 然后双方或通过中间人对利率部分进行调换, 以获取期望得到的、贷款成本较低的利率种类。利率调换交易的双方一般是银行与企业或者企业与企业, 少数情况下是银行与银行之间。

以香港金融市场为例。例如, A 企业有一笔两年期的港元负债, 其利率为一个月的香港银行同业拆息率。现在 A 企业为了确定借款成本和防止利率风险, 就与 B 银行订立合约, 作了两年期的利率调换: B 银行每月按一个月的香港银行同业拆息率付息给 A 企业, 同时 A 企业按 10.5% 的利率每月付息给 B 银行。这样, A 企业两年内的借款利率就固定下来了。

通过利率调换, 可以使一个能以较优惠条件获得固定利率资金却需要借入浮动利率资金的借款人, 与另一个能以较低利率获得浮动利率资金但需要借入固定利率资金的借款人各自得到满意的结果。

2. 货币调换

货币调换是两个独立的筹资者各自筹集到的等值的、期限相同的, 但以不同货币不同计息率的债务, 或不同货币相同计息率的债务进行包括货币和利率的互换, 目的在于避免筹资中的货币汇价风险。

企业通常在三种情况下会利用货币调换。一是在国际贸易中, 进口商从出口方的银行获得优惠条件的资金融通, 但有时这种资金属于进口商不想要的货币。二是投资人有时觉得用本币调换外币金融资产比直接购买那种外币金融资产能产生更大的收益。三是借款人欲套取低利率的资金。

(二) 最佳资金来源结构法

企业在筹集资金时, 应在财务杠杆利益和财务风险之间作出权衡, 根据企业具体情况, 正确安排自有资金和借入资金的比例。

一般地说,企业销售水平较高并稳步上升,资金利润率(息税前利润)超过借款利率甚多时,可以适当多地使用借入资金,提高财务杠杆系数。相反,则应适当地少使用借入资金,降低财务杠杆系数。

进一步讲,由于企业一般负债(特别是发行债券)的成本率比较低,而主权资本(特别是普通股)的成本率比较高,如果企业将其资金来源结构中的一般负债的比率提高到一定程度,既不明显增加负债的成本,对主权资本的成本也不会有多大影响,这样就能降低企业的资金平均成本率。但是,如果企业增加负债超过了一定限度,其结果就不一定了。因为负债比率越高,企业的风险也越大,如果生产经营不好,不能及时还本付息,就会出现财务困难,甚至倒闭,所以,负债增多不但使今后借款时贷款人要求提高利息率,而且投资者也会要求更高的报酬率,结果会使负债成本和权益成本都提高,使企业综合的资金成本率提高。由此可见,应当找出一个最适当的负债比率,在这一点上,企业综合的平均资金成本率为最低。

一个企业的最佳财务结构是由某一权益和负债的综合体所决定:这一综合体能使该企业的资金成本为最低,而这一资金成本为按权益和负债一定比率计算的加权平均成本(见表 9.3.2)。

表 9.3.2 各种资金来源结构的资金平均成本(%)

资金来源结构		权益成本	负债成本	加权平均成本
权益	负债			
100	0	12.0	3.0	12.00
90	10	12.2	3.0	11.30
80	20	12.5	3.0	10.60
70	30	13.0	3.5	10.15
60	40	14.0	4.5	10.20
50	50	16.0	6.0	11.00
40	60	19.5	8.5	12.90

表中,当负债比率为 0 时,加权平均的资金成本为: $0 \times 3\% + 100\% \times 12\% = 12\%$;当负债比率为 10% 时,加权平均的资金成本为: $10\% \times 3\% + 90\% \times 12.2\% = 11.30\%$ 。以此类推,即可推算出各种负债比率下的加权平均的资金成本率。

根据表 9.3.2 中的数据可以绘出图 9.3.1。

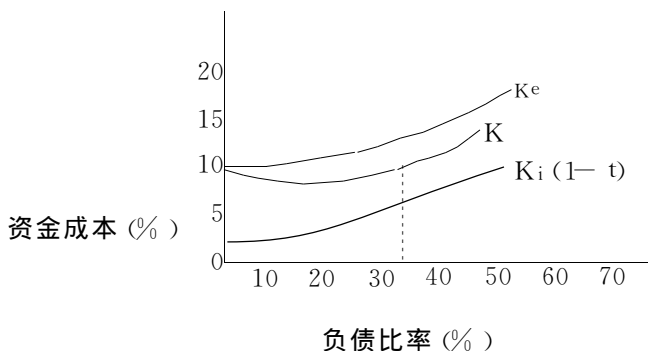


图 9.3.1 资金成本与财务结构

K_e —权益成本； t —所得税税率； E —权益额；
 K_i —负债成本（税前）； $K_i(1-t)$ —负债成本（税后） D —负债额；
 K —加权平均资金成本率 $= K_e(E/E+D) + K_i(1-t)(D/E+D)$

从图 9.3.1 中可以看出,该企业最佳资金来源结构应为 35% 的负债和 65% 的权益。当负债比例为 35% 时,企业的平均资金成本率为最低,当负债比率高于或低于这一点时,企业的平均资金成本率都会提高。同时也应当看到,该企业的平均资金成本率曲线在相当广泛的范围(负债比率在 25%~45%)内是相对平坦的,在此范围内,负债比率尽管不同,资金成本率大体相近,这使得企业财务经理在筹资时安排负债比率有很大的弹性。企业的最低资金成本率是整个企业的全面资金成本,在评估企业的新投资计划或建立新事业时,企业即以此资金成本作为贴现率。

第二节 国际投资风险及防范

一、国际投资的方式概述

这里所说的国际投资(International Investment),是指一个国家的政府、企业将其资本(包括货币、机器设备、技术秘密、专利、商标等)投放到另外一个国家或几个国家,即向国外进行经营资本的输出。但不包括政府及其所属机构对外的赠与、赔偿,以及纯属借贷资本输出的各种贷款活动。

国际投资可分为直接投资和间接投资两种基本形式。

(一)直接投资

直接投资是投资者在国外举办并经营企业而进行的投资。具体方式有:创办新企业,开设子公司;开办合资企业;收买现有企业;为取得一定比例的股权而购买外国企业股票;参加资本以及以投资利润进行再投资。

直接投资与发放贷款的区别主要有以下几点:一是直接投资要亲自去建立企业,而贷款者不亲自建立企业;二是直接投资者建立的企业一般要亲自经营,用贷款方式建立的企业,由借方进行经营,贷方不参与经营;三是用直接投资方式建立的企业,经营风险由投资者承担,而用贷款方式建立的企业,经营风险由借方承担,即使亏本,也要归还贷款;四是直接投资方式取得经营利润,贷款方式取得贷款利息,前者从利润中收回投资,后者由借方以还本付息方式归还贷款。

直接投资有着各种动机,简要地说有五种:获得高额利润,促进出口贸易发展,开发利用国外自然资源,促进技术引进,发挥国外信息“窗口”的作用。

与国内投资相比,国外直接投资有以下特点:第一,国外投资涉及不同国家货币的转换,因此外汇汇率必须考虑;第二,各国税制、金融制度、财务规范以及资金流动限制等方面存在的差异,都会影响融资和款项汇回母公司。第三,国外投资除了存在经营风险和外汇风险之外,还存在政治风险,因此需要分析投资的安全性。第四,向国外投资办企业,国外子公司的收益要汇回母公司。因此,对每一国外投资计划需作两套现金流量分析,一是国外投资计划本身的现金流量,二是国外投资计划对母公司现金流量的影响。

(二)间接投资

间接投资是投资者在国际金融市场上购买外国的公债、公司债或公司股票等而进行的投资。投资者依据债券或股票按规定收取利息和红利,但无权干涉外国政府和公司对这部分投资的具体运用。

(1)国际债券投资。国际债券投资是指企业通过在国际市场上购买外国政府或企业发行的债券,成为债券发行单位的债权人,拥有按期收取利息和到期收回本金的权利。

债券投资的收益包括三部分:一是利息收入;二是偿还差益或销售差益,是指债券的购入金额与偿还金额或销售金额的差价收益;三是利息再投资的收益。

(2)国际股票投资。国际股票投资是指在国际证券市场上通过购买外国企业发行的股票而进行的投资活动。

股票投资通常出于四个动机:一是作为中长期投资手段,获取股息收益;二是作为所有者之一,参与股份企业的经营管理活动,扩大收益;三是控制股份发行企业,使之隶属于自己;四是获取股价上升的市场收益。因此,股票投资者最关心的事情莫过于企业的利润、股息的收入和股价的上升情况。

二、国际投资风险的涵义

国际投资利润是投资者投入资本所取得的报酬。这个报酬包括时间价值和风险价值。时间价值是投资者因牺牲使用或消费资金的机会而取得的报酬,风险价值则是投资者在投资中冒风险而取得的报酬。由于国外投资的投资者必然要求获得高于国内经营的利润率,因此十分注重风险价值分析。

国际投资风险包括外汇风险、经营风险和政治风险。

(一)外汇风险

国际投资中的外汇风险是指投资于用外币计算的资产,由于汇率的变动而使企业的资

金发生增加或损失的风险。有关外汇风险的种类及避免方法在前面有关章节已做论述。

（二）经营风险

国际投资中的经营风险是指由于企业生产经营而导致的财务上的风险。这类风险主要来自市场对产品的需求及价格的不稳定性,特别是在竞争的条件下,使企业供产销不能肯定。

经营风险也有来自成本方面的各因素,比如原材料的供应和价格,工人和机器的生产率,工资和资金等,都有不确定性因素。另外,还有来自生产技术方面和外部因素的影响,比如设备事故、产品质量、天灾人祸、经济不景气等因素都会引起企业利润率的不确定性。

（三）政治风险

国际投资中的政治风险是指国际经济活动中因政治因素导致经济损失的风险,包括国有化风险、战争风险以及转移风险。

国有化风险指资本输入国政府没收或征用外国投资企业的股权、债权、营业收入及不动产等产生的风险。

战争风险是由于资本输入国发生战争、内乱、暴动,使外国投资者的利益受到直接或间接损失。各国外资立法中,一般对由于战争造成的投资者损失不进行补偿。

转移风险则是指资本输入国政府实行外汇管制或当地货币的非自由兑换,导致投资者的利润等正当收入无法从该国正常汇出。转移风险的大小,是考察投资环境优劣的重要标志。

除上述各种风险之外,有些国家的政府规定外国投资企业要支付较高的税率和工资水平等,这些种种限制实际上也属于国际投资中的风险。

三、国际投资风险的防范措施

防范风险实质上是一个控制风险的问题。而控制风险就是采取措施,使收益波动的上下幅度尽量减少。为了控制国际投资风险,一般应采取下述措施:

（一）认真进行投资前的风险论证

在投资之前,应该通过投资项目的可行性研究,从宏观和微观两个方面评价投资风险的大小。宏观可行性研究主要是进行国别评价,对资本输入国的投资环境进行全面的分析论证,即对资本输入国的政治、经济、社会状况进行综合评价。微观可行性研究则是对投资项目进行选择,对国外投资企业的经营环境进行评价,对项目的费用与收益进行预测等。通过可行性研究,选择投资环境理想、投资风险较小的国家或地区进行投资。

（二）改善生产经营管理

（1）加强对国内外市场的调查研究,及时沟通生产和市场,生产和存货之间的信息,按市场需要组织生产,正确制订和调整产销计划,保证产品及时销售,防止产品积压。

（2）为减少原材料价格和产品销售价格波动对利润的影响,应采用签订长期供销合同的办法,把价格预先固定。对生产用机器设备及时进行技术改造,避免技术落后带来的风险。

（3）实行投资和经营多样化,向多个国家投资,多经营几种商品或业务,使盈与亏、旺季与淡季可以相互抵销或补充,以减少风险。因为,如果几种商品的利润率是独立的或不完全

相关的,企业的总利润率的风险,就能因经营多种商品而减少。

(三)采取海外投资保护措施

主要包括两类措施:一是采取与资本输入国签订双边投资保护协定或国际多边投资保护协定,使海外投资企业的利益得到保护。二是建立海外投资保险机构,进行海外投资保险。

(四)加强与有关国家的合作

为了控制投资的政治风险,应采取一些防护性措施。比如,在选择合适的投资项目,雇佣当地人员以及其他方面,同资本输入国的政府进行合作;或者与资本输入国的企业合资或合作经营,以提高国外投资企业在当地公众心目中的地位。

第四章 银行业风险的防范及管理

第一节 银行和银行控股公司的风险分析

银行和银行控股公司在其经营过程中,由于面临着管理和经营环境的不同,将会遇到各种各样的经营风险。因此,银行管理人员必须对各种风险的状况进行调查、分析,并建立相应的风险管理制度,以保证银行业的正常经营和发展。

一、银行的营业环境

这里,我们主要通过对银行的营业环境(国内和国外)情况的分析,以了解银行赖以经营的金融系统的竞争结构和市场环境,从而分析银行面临的市场风险——包括竞争风险、利率风险和汇率风险。

(一)国内银行业的竞争趋势

我们要了解银行所在地竞争环境的状况及其发展趋势,就需要了解和分析如下几个环境特征:

(1)来自其它金融中介机构的竞争,如银行、专业住宅放款机构、合作组织、政府贷款机构、财务租赁公司等。

(2)在银行贷款市场的各种细分市场中,银行所面临的主要竞争因素,即在国内企业贷款、住宅零售贷款、耐用消费品贷款、商业房地产贷款等市场中,同竞争对手相比较,银行在技术创新、市场营销手段、价格、服务质量等方面,具有的优势和劣势。

(3)金融中介的集中程度以及银行体系的合并前景。

(4)银行(或其竞争对手)在何种程度上享有政府支持和特权。

(5)为执行国内经济政策或对外金融政策,政府运用银行体系的程度如何。例如,日本运用银行来执行其产业政策,对银行的收益产生了极大影响。

(6)外国银行的作用及其竞争能力。

(二)银行经营的国际环境

对于从事较多国际业务的银行,我们必须分析银行经营的国际环境及其变化趋势,从而分析其面临的市场风险、国家风险等。

例如,随着欧洲统一市场的形成,管理壁垒将消失,那么欧共体银行向公司贷款的机会将增加;但另一方面,银行之间的竞争将加剧,从而面临更严重的竞争风险。同时,本地金融体系的非中介化将加速发展,银行必须顺应这种市场环境,开拓新业务,进行服务产品创新。这样,银行进入新的环境,由于缺乏经验而可能面临更高的市场风险。另外,我们还要分析国际营业环境的变化给各个信贷市场的细分带来的变化。

二、银行业面临的管理环境

(一)国内管理环境

在银行信用分析中,我们应注意分析一个国家管理当局的管理质量和管理方法。一般说来,管理质量高的国家,其银行的风险较小;相反则较大。分析时,我们应注重分析管理当局的如下能力:保持各机构在国内金融体系中的平等性;当银行出现问题时,政府干预和消除问题的能力和意愿;当某银行出现危机时,政府的控制能力和解决问题的能力;等等。分析一个国家的管理方法——完全市场原则、完全直接控制或两者中间的混合体,有助于我们预测当银行出现风险危机时管理当局的行为。

(二)对国内管理变化的预测

我们主要分析两个大问题:①金融市场的自由化进程;②银行体系所面临的金融非中介化程度及发展趋势。

预计世界 90 年代金融机构的非中介化将进一步发展。非中介化将迫使银行改变经营战略,进入新的业务领域,如房地产投资等,而他们在这些方面往往缺乏经验,容易产生问题,导致风险增加。

金融市场自由化的引入,可能向金融体系注入新的不稳定因素。特别是不正确的管理自由化更可能导致信用问题,美国储蓄贷款行业发生大量违约事件就说明了这一点。在一些发展中国家,随着利率、汇率市场机制的建立,银行将面临这些市场风险,即利率风险和汇率风险。在分析过程中,我们要研究金融市场自由化的具体形式,以便进一步分析银行将面临的风险和机遇。对于这些预期的管理变化,我们应该分析其对整个银行体系和某一具体银行机构在盈利能力和资产质量等方面的影响。

例如,在瑞士,管理当局为了进一步增强该国金融系统的透明度和流动性,增强瑞士国际金融中心的竞争地位,引入了许多市场自由化手段,其中包括取消了许多价格限制,如证券经纪人的佣金和托管费用的卡特利制。但是由于瑞士银行业高度集中,取消价格限制,将大大有利于大银行,因为它们规模大,可以操纵市场价格,同时相对弱小的地区性银行或商人银行将面临激烈的盈利压力,迫使它们合并,甚至被大银行吞并。

(三)国内银行与管理当局的关系

国内银行与管理当局的关系如何,将可能是对其问题预测的一种指示器。下面是一些关键性问题:

(1)过去几年里,银行与管理当局在以下方面存在问题吗?如资本充足性、资产质量,对该银行的管理与记录情况等。

(2)管理当局对银行是否进行过特殊的审计、寄送过要求其谨慎经营的信件或正式批

评？

(3) 是否要求或强迫过该银行参与援助某银行或公司？以上这些对该银行的金融地位有何影响？

(4) 由于流动性需要，银行是否曾向中央银行请求过紧急援助？

(5) 银行经理与其审计员近期是否存在争议？

(6) 近年来，该银行是否撤换过审计员？

(7) 在有关的控制方面，银行经营者是否受到过批评？

(8) 过去几年，银行是否存在公开丑闻或争议？

(四) 国际管理变化的影响

随着国际经济区域化和一体化，以及国际金融市场的一体化，国际间金融管理已势在必行。同时，国际管理变化对银行系统的影响重大。因此，在进行分析时，我们应根据国际银行管理体制的变化，来预测其对银行经营带来什么影响。

例如，我们要分析“巴塞尔协议”有关资本充足性的规定将对银行经营带来什么影响。另外，该协议对资本标准的严格管理将对防止银行表外业务风险产生什么影响等。

三、银行业在国内整个金融系统中的地位

某个金融机构与政府的关系，以及其在整个金融系统中的地位（现在和将来），对于其在紧急情况下可能得到的政府支持有重要影响。因此，在对银行进行风险分析时，必须对银行在国内金融系统中的地位进行分析。为此，我们要分析以下几个因素。

(一) 政府担保

我们在对银行风险评估时，实际上是分析银行各类债权人所面临的风险，当然，我们站的角度是多种多样的：银行经营者、政府管理人、银行股权所有者等。因此，在分析时，我们要了解其是否通过一定的明确的合法补偿手段，如政府担保、保险等，在银行违约或破产时，来保障银行存款人或其他各种证券持有人的利益。另外，在分析中，我们要善于将债权人分类，如优先债权人与次级债权人，零散债权人与批发债权人，因为他们的受偿地位不同，银行风险对他们也是有差别的。

(二) 银行业破产可能对当地或世界经济造成损失的程度

这里，我们要分析一家银行的本身目标与一国经济和金融发展未来目标的相关性；要分析该银行与国际贸易伙伴的关系；要分析该银行的现有业务与该国民经济目标的相关性；该银行在零售和批发业务市场中所占的份额，以及其在国内资本市场上的地位；要分析该银行对该国的国际政策的影响程度；要分析其他重要的利益机制。所有这些都有助于我们分析当银行发生危机时，政府可能提供的支持。

例如，虽然美国重视市场原则，但它决不会让货币市场中心的几家银行破产，因为这些银行在国内和国际银行系统中起着关键作用。

(三) 银行的所有权及法律地位

分析银行的所有权将有助于我们预测银行是否会从其所有者那里得到明确或不明确的支持，以便正确评估银行信用等级。另外，分析银行的法律地位，如将银行分为公共部门性

质的“公共银行”和“合股银行”，有助于我们分析政府对该银行的支持情况。

当然，要具体情况具体分析，如果政府决心将私有化进行到底，实行市场原则，那么在私有化银行遇到困难时，政府也不一定会给予支持。

（四）对债权人法律地位的规定

我们对银行信用等级的评估，如果具体地说，实际上是站在银行各种债权人（存款债权人、金融债券持有人等）角度上来对银行信用进行评级的。因此，我们需要分析各类债权人的受偿次序及法律地位，要分析这些法律规定的变化，即分析银行各种债权人——存款人、长期或短期债券持有人、优先股持有人、信用证持有人等法律地位的变化。实质上，就是分析债权人面临的法律风险。

例如，美国 1989 年通过的“关于金融机构的改革（FIRREA）、补偿、执行法案”，改变了美国银行签发的信用证的受偿次序。同年，银行管理当局对一家破产的附属银行机构的债权人的处理，也进一步说明：美国银行签发的信用证的受偿地位次于存款人和绝大部分债券持有人。

另外，我们应注意政府存款保险制度和紧急援助方面有何变化。例如，FIRREA 规定：在美国，同属于一家银行控股公司的所有联营银行负有交叉补偿责任，即若其中一家联营银行破产时，其他联营银行必须向联邦存款保险机构（FDIC）补偿其对存款人的补偿赔付。这种规定对于集团中弱小的联营银行有利，因为当它遇到流动性困难时，将能得到其他联营银行的支持。另一方面，当一家联营银行困难或破产时，该集团中力量大的银行将无法免受损失。这样一来，大的联营银行就存在着比较大的法律风险。

四、银行的经营管理和风险

银行在业务经营中，由于各种不确定因素，会面临众多经营风险，遭受经济损失。一般情况下，经营风险可分为以下几种类型：

（一）贷款风险

贷款风险即贷出去的款项，借款人到期拖欠或根本无力偿还，致使贷款发生呆帐、坏帐，给银行带来损失。

（二）流动性风险

流动性风险指银行没有足够的现金清偿债务、满足客户提取存款，不得不以亏损价格出售其资产来取得现金，从而使银行蒙受经济损失。更为严重的是，由于流动性不足，因而导致银行倒闭破产。

一般来讲，客户提取存款的原因有：①日常交易开支需要；②发生金融恐慌、公众对银行失去信心而挤提银行存款，这种情况现在已不多见，因为金融监管体系中的存款保险制度，使客户对银行充满信心；③金融非中介化导致客户从银行提走款项以便在其他投资中取得更高的收益，这种情况通常发生在经济高度活跃时期，由于金融市场自由化的深入，居民购买证券能获得较高收益，而银行由于受“存款利率上限”管理条款的限制，而未能使客户获取较高收益。

基于银行的流动性还可能出现这种情况，即银行过多地把短期负债资金投放于长期资

产,产生负债与资产的不匹配,从而导致流动性风险。

(三)侵吞公款和被盗风险

这种风险往往被忽视,实际上这种风险是相当严重的。例如,在美国,银行发生侵吞公款案件的记录非常惊人,据美国银行家协会报道,1958—1970年,数字超过1万美元的银行侵吞公款案件就有1768起,总金额达1.66亿美元。

(四)利率风险

利率风险指市场利率变动时,银行资产与负债利率变化不一致,而可能给银行带来损失。

(五)证券投资风险

证券投资风险指投资者不能获得预期报酬的可能性,有两方面的含义:一是指投资资本损失,二是指实际收益低于预期收益。

证券投资风险主要是由两部分构成:系统风险和非系统风险。系统风险指同时影响整个证券市场价格的风险,这种风险存在于所有证券之中,无法通过分散投资、加强管理来减少或消除,它主要由一国或国际上的宏观经济、政治或社会环境的变化所引起。非系统风险是指只对个别公司或行业的证券发生影响的风险,投资者可以通过有效的管理和适当的投资组合来减少这类风险。

根据证券投资风险起源的不同,又可分为四类:

(1)违约风险。指公司不能按时偿还其发行债券的本金和利息的可能性。

(2)经营风险。由于发行公司经营过程中发生失误或其他不可抗力导致公司资产或盈利减少,因而使投资者遭受损失的危险性。

(3)利率风险。指市场利率变化可能引起的证券投资收益的不确定性。利率变动通过两方面影响投资者的收益,一是债券收息的多少,二是债券价格变动。

(4)市场风险。指证券价格波动可能引起的投资收益的变化,它主要是针对股票投资而言。

(六)外汇业务风险

外汇业务风险是指银行在经营外汇业务中所面临的风险,通常包括以下几项:

(1)汇率风险。指外汇汇率的变化可能导致银行的资产负债或者收益的不确定性。

(2)利率风险。指市场利率波动可能导致银行外汇业务中资产与负债的不确定性。

(3)信用风险。指银行在本国或外国的外汇信贷业务中可能发生违约风险。

(4)国家风险。指国际政治、军事形势发生的极端变化或一国实行的外汇管制政策有较大改变可能导致的外汇资产业务的损失。

五、银行控股公司的特殊风险分析

银行控股公司是指一家公司通过持有股权的方式,对一家或多家商业银行和其他公司拥有所有权或管理权,这种集团银行控股组织形式,最初产生于美国,是美国银行体系的一大重要特征。这种组织形式可以摆脱美国许多州政府关于设立分支机构的限制,同时,增强了银行的竞争能力,有效地抵抗了来自金融非中介化和银行体系管制放松带来的竞争压力,

使银行更好地做到地区分散化、业务多样化,搞好风险管理和收益管理。另外,这种银行组织形式大大增强了美国银行在国内外的竞争能力。预计,随着 20 世纪 90 年代金融非中介化和全球竞争的进行,一些国家的银行体系内将会出现更复杂的银行集团组织形式。例如,法国、英国、瑞士和瑞典的几家银行已发展了控股组织形式,还有日本和德国出现了由几十家联营银行组成的一个更为复杂的集团的形式。

虽然银行控股公司利用集团优势,可以更好地利用市场机会、增加盈利、创造更多的股利,对债券投资人也十分有利,但这种银行控股公司可能存在几个潜在的弱点,具有特殊的风险。这些缺陷和风险与其资本、现金流动和流动性有关。

（一）资本

由于一家银行控股公司的主要资产通常由子银行和非银行子公司的股权投资所组成,因此只要这些资产是通过借债而形成的,那么就会出现双重财务杠杆比率现象。双重财务杠杆比率的意思是:在母公司层次上,控股公司的股本首先与负债比较一次,然后,在子公司层次上,再与子公司的负债比较一次。

双重财务杠杆比率现象将给银行控股公司的债权人带来以下几个风险因素。首先,从子公司得到的股息可能不足以偿还母公司的到期债务本息。同时,管理当局可能禁止了银行对母公司拨付股息。其次,由于负债用于非流动投资,因而使银行控股公司的财务灵活性降低。再次,如果集团中的某家银行或非银行子公司破产,控股公司的追索权,相对于子公司的其他债权人,将不明确地处于从属地位。

另外,控股公司集团内一家联营银行的问题可能会影响到集团内部其他成员。这种“传染病”在考察银行控股公司及其子公司时要特别注意。

除以上所提到的因素外,我们还应该分析如下因素:

(1)子公司的信用质量,应该根据每个子公司的经营质量、盈利能力和资本充足性来确定该子公司的信用质量。

(2)股本和还本付息,应该重点分析母公司的计划分红派息在多大程度上超过了子公司的持续盈利能力。即使现在所需时分红派息还没形成很重的负担,那么分红派息额的增长趋势也预示着风险的出现。因为双重财务杠杆比率现象是所有控股公司组织形成的潜在风险因素。

（二）现金流量

现金流量分析对于银行评估,其意义还显得不是十分重大,但对于银行控股公司就是一个关键问题。因为控股公司(母公司)必须从其子公司那里取得充分的上缴利润和分红,以弥补其管理费用、偿还债务、优先股和普通股的分红。如果一家银行控股公司债务负担过重,或者其几个主要子公司的分红能力不佳,那么就会产生现金流量危机。

我们在对银行控股公司进行评信时,要预计子公司的将来分红能力与银行控股公司的现金需求之间的关系,并分析这种关系在多大程度上可能构成将来的风险。另外,还要估计管理当局是否会限制子公司上缴给母公司的利润。

（三）流动性风险

我们还要分析银行控股公司的流动性来源与其短期负债之间的关系。这是因为银行控

股公司有相当一部分资产是子公司的股本,不具有流动性。因此,我们要重点分析其流动性风险。着重分析三方面的流动性:①流动性资产,如存款和证券;②对非银行子公司的预支款项——它可能具有流动性,也可能不具有流动性;③可替代的流动性,如银行的授信额度。要注意分析银行控股公司在困难情况下,仍能在多大程度上获得流动性,同时,要注意非确认的授信额度,一般情况下,只提供很少的流动性,只能算作一种信用支持。

第二节 银行业的信用评估

在银行的监管工作中,各国银行监管当局大多采用自己的评级方法对被监管的银行评级。然而,由于监管当局的银行分析人员不足,所能获得的资料有限,往往还要参考国际银行信用评级机构的评级。目前,主要的国际银行评级机构是美国的标准·普尔公司、穆迪公司和英国的国际银行及信用分析公司。标准·普尔和穆迪公司评级的重点是美国银行,国际银行及信用分析公司评级的重点是欧洲和远东地区银行;在评级方法上,美国的评级机构是对银行的各种债务进行评级,从侧面反映银行的业务经营和财务情况,而英国的评级机构是对银行本身的信用进行综合评级。但目前各评级机构也在吸取两种评级方法的优点,力图更准确、全面地反映银行经营情况。1995年7月,穆迪公司开始用新的评级方法对银行本身信用进行评级。新的评级方法是采用银行财力实力评级(BSFR)指标,其评级定义如表9.4.1所示。

信用评估人员在对银行信用进行评估时,通常运用定性和定量相结合的方法。具体地说,既要定性地分析银行所处的经营环境和其在金融系统中的作用,又要运用CAMEL模型对其本身经营进行定量分析。前两方面我们已在第一节中作了详尽分析,本节重点介绍如何运用CAMEL模型来分析银行的信用等级。

表 9.4.1 穆迪公司银行财务实力评级表

评级类别	信用级别的含义
A	表示银行的财务实力极强,业务的价值极高,对于外界恶劣环境的抵抗力极佳,经营环境稳定
B	表示银行具有很强的财务实力,对外界环境的抵抗力较强,经营环境稳定,财务状况基本良好
C	表示银行的财务实力良好,业务经营和对外界环境的抵抗力都比较好
D	表示银行的财务实力尚可,但可能受基本财务状况恶化和经营环境不稳定的影响
E	表示银行的财务实力极弱,极有可能发生财务危机

CAMEL 是由对商业银行 5 个方面进行评估的 5 个英文单词的第一个字母所构成的。这 5 个方面是：① 资本 (Capital)；② 资产的质量 (Assets Quality)；③ 管理水平 (Management)；④ 盈利状况 (Earning)；⑤ 资产流动性 (Liquidity)。这个模型中除了管理水平方面需要定性分析外，其他 4 个方面都可用数据说明。

通常情况下，我们用被评估银行 5 年来的历史数据与同类银行的水平进行比较。在做评估分析时，要运用一些典型的金融比率（详见附录二），如资产收益率、股权收益率、净利息报酬比率、经常费用比率等等，这些金融比率是我们对 CAMEL 模型中 4 个方面进行定量分析的有效工具。

同时，我们应该注意这 5 个方面是相互联系在一起的。如不能将银行描述为“资本充足但资产质量差”，因为这两者是相关的变量。当一家银行机构有几家大附属机构时，我们主要看这家银行本身的财务数据以及这个集团的合并报表，但也要分析相关联的一些主体的经营状况和经营行为。这些主体包括集团、银行本身、主要附属机构、与银行业务相关的重要金融和工业界的参与者。所谓参与者是指企业的少数长期持股者。另外，我们需要运用的数据，不仅包括银行的公开财务报告数据，而且包括银行自身的数据信息和分析，因为后者对于预测银行的信用前景具有很重要的意义。

一、银行资本

（一）资本的作用

资本的职能有 3 个：营业职能、保护职能、管理职能。美国银行家协会在一份正式报告中对此作了如下表述：

- （1）提供一个承受偶然损失的“资本缓冲器”，使存款人自始至终得到保护。
- （2）为购置房屋、设备与其他营业所需的非盈利资产提供资金。
- （3）满足银行管理当局针对银行可能招致的风险而要求其备足资本的规定。

（4）向公众保证即使发生贷款损失和投资损失时，银行具有能力即时偿付债务，并继续为公众服务。

由以上报告内容可以看出，资本标志着银行对资产组合和业务风险带来损失的补偿能力。高水平的资本能够帮助银行渡过难关，并允许其追求更有进取性的战略，承受更大的风险；相反，低水平的资本，则使其经营管理的回旋余地很小。特别是由于资本充足性是管理当局衡量一家银行整体健康水平的重要指示。

另外，资本是银行开拓业务的首要条件。因为许多国家实行资产负债比例管理制度，如单项贷款占资本金的比率，等等。

（二）资本评估办法——估算真实的经济资本

首先，我们应该了解银行经营管理者是怎样保持恰当资本水平的，以及对银行风险的识别和估计。这些风险通常包括信用风险、市场风险、利率风险、汇率风险、表外或有风险等，而这些风险都需要资本作为补偿。另外，还要了解银行的资本在内部是如何分配的——是根据业务种类，还是根据法人，其资本计划如何等。

然后，我们（信用评估人员）要估算银行真实的经济资本，即评估人员要根据银行各种业

务的风险程度,估计银行应保持的资本额度——经济资本。一般说来,只有那些能够真正用来补偿潜在风险损失的资本项目才叫经济资本。这些项目包括:

- (1)普通股和优先股;
- (2)贷款损失准备、隐蔽准备和其他准备(分为专项和普通两类);
- (3)帐外(或隐蔽)资产,如低估的不动产或商标;
- (4)低估的证券和股权参与;
- (5)次级债务。

此外,评估人员还要进一步考虑到潜在的贷款损失和资产高估(根据当时的市场价格),以及表外或有损失(如诉讼赔偿)等。上述分析工作完成后,评估人员还要考察银行真正的经济资本与业务经营中潜在风险(如激烈的竞争、严格的管制、技术创新)的预期关系,判断每种业务所需资本在未来是要减少还是要上升,还要考虑弥补资本的方法。在分析估算过程中,要尽可能运用资本的市场数据。

评估人员在运用这种估算方法时,可以了解银行经营者对于真正的经济资本的看法,如经营者是如何测度其真正资本的,经营者的资本计划战略等。

二、银行业的资产质量

分析银行的资产质量,是银行评估中最重要但又最困难的一个环节。评估资产质量的重要性在于资产质量问题是银行破产的最主要原因。其困难性在于银行会计核算的主观性,比如银行的备付准备金和呆帐准备金的提取都是银行经理人员的主观决策。

在这个环节上,我们要从两个方面着手,即通过分析银行的信用风险管理质量和整个资产组合质量。

(一)银行对信用风险的有管理质量

随着银行业逐步全球化和复杂化,对银行风险的控制和管理等问题越来越显得重要了,而资产组合管理技术是控制银行资产信用风险的有效工具。因此,评估人员要分析该银行在多大程度上利用了该项技术来对其各项业务风险进行有效的管理。

在考察银行的风险控制系统时,评估人员要了解银行的集中风险——即向某一地区或某一行业的过分集中贷款。我们要了解和分析银行利用信用风险评估系统的程度,以及利用这个系统防范以往带来风险问题的程度。

评估人员还要了解银行利用这个信用风险评估系统对其全面资产组合风险分析的程度。

评估人员还需要了解银行是怎样评估和测度其资产质量的。例如,从银行经营者角度看,哪些财务比率较好地反映了贷款客户的信用状况;对于有问题的贷款和贷款损失,银行经理人员认为最好的测度手段是什么;银行经理认为国内外贷款组合中风险最大的是哪几个部分,银行最大的承付款项、有问题的贷款和贷款损失的准备是多少;对于部门风险,银行管理者是如何控制的;对于贷款风险如何评估,是由谁来评估,评估的时间间隔等。

(二)银行资产组合的总体质量

这里要全面分析表内和表外业务的全部资产风险,其中要对银行贷款和担保项目逐项

分析,同时还要分析银行同业风险。

评估人员在长期的信用评估工作中,要善于分析有问题信贷的违约的种类,以便找到银行国内外贷款组合中风险最大的部分,积累这方面的资料和经验数据,便于以后作定量分析。评估人员要以自己长期工作中所积累的资料为素材,总结历史上的国内外借款违约比率的情况分析,并与该银行的违约比率进行比较,以判断该银行的资产质量。

评估人员要善于利用银行自身的会计报表并测度银行的资产质量。要用恰当的定量手段(如逾期贷款比率、呆帐贷款比率、坏帐贷款比率等),将该银行与国内外类似的银行相比较,用以测定该银行的资产质量。由于对于有问题资产和损失的定义不同,评估人员需要做其他深入细致的分析、研究工作。

对于较多从事国际业务的银行,我们要分析该类银行对国际资产中存在的国家风险进行控制的程度。评估人员要评估该类银行的国家信用评估系统的质量,了解该系统是否完善,能否防范该类银行在国际信贷上的风险,以及利用该评估系统确定用于某国家的贷款限额的情况。

此外,我们要考察银行资产中占有相当比例的其他资产(如证券投资等)的质量,要分析银行面临的风险类型,以及该银行控制这种风险的办法。

三、银行业的管理质量

我们将从几个方面来研究银行的管理质量。要与银行经理直接接触以获得主观评估资料,来分析银行的各项管理政策及其质量,还要分析银行经营管理的长期战略,以及银行用以指导经营的信息系统的完备性。

(1)评估人员要分析银行的各项管理政策及其效果。这些政策包括资产管理政策、负债管理政策、内部审计和控制制度、人事政策等。评估人员应与银行经理人员直接面谈,了解以上这些管理政策的具体内容,以及由这些政策可能带来的风险,还有银行经理是怎样控制这些风险的。

例如,我们要了解银行经营者从事高风险借款和其他高风险投资的管理政策,包括向欠发达国家贷款、从事高杠杆比率交易的资产购置及购买股权的控股行为、从事房地产或其他高风险与高收益的业务。如果银行经营者要承担高风险,那么采取恰当措施以限制和管理这些风险就十分关键了。评估人员应分析在哪一点上资产运用达到了极限(上限和下限)、经营管理者什么时候做出的决策以及决策的理由。同时,我们还要分析影响经营者决策的因素(如最大持股者的影响力)。

(2)评估人员要分析银行长期经营战略的可行性。这种分析和判断要依据银行可能得到的资源——包括资金来源、管理专家、经营特许权以及市场地位等。如果该银行战略激进,那么关键问题就是要了解经营者怎样才能在一个特定的时间内完成这个战略,以及在多大程度上制定了定量目标以保证后续措施方案按计划执行。

(3)评估人员要评估银行经理赖以决策的管理信息系统的质量,从而分析银行经理得到信息的质量、深度和相关性。

(4)评估人员要评估银行的管理控制体系,分析该体系在控制各种风险方面的效果。这

些风险包括信用风险(即违约风险)、市场风险(市价下跌风险)、贷款及其他金融资产的流动性风险、业务风险(如战略计划目标失败或竞争挑战)。

四、银行业的盈利

盈利状况是一家银行经营是否良好的最终标志,它衡量银行创造价值的能力。盈利能够增加资金来源、保持或改善资本充足性。同时,它又定量地反映银行在资产质量、成本费用控制、收益增长等方面的业绩。对于盈利状况,我们将从盈利能力和资产负债管理两方面进行评估。

(一)盈利能力

首先,评估人员要分析银行收入的构成以及支出的构成。要了解银行主要业务的规模和实力,分析银行的各项业务的现状及其潜在盈利能力,研究银行每项业务的经营战略和经营行为,分析银行经营者在多大程度上了解每项业务的潜在价值(即潜在盈利能力),并且分析银行的经营战略在多大程度上反映了其现有业务的潜在盈利状况。

其次,评估人员要着重分析银行的将来盈利能力。分析的方法是将经济利润同相应的风险进行比较,即将经常性收入与表内、表外信用风险相比,全部收入与主要业务项目的风险(如证券交易中的市场风险)相比。将这个分析结果同经营者自己的盈利指标相比较,以预测该银行将来的盈利能力。

此外,我们要研究银行在国内外市场上的现在和将来的发展状况,根据其实力和弱点来分析其战略可能实现的程度。另外,要根据银行国际业务收入占全部收入的比重,来判断国际业务的重要性,还要分析国际市场上的竞争和其他变化对这部分国际业务的影响程度。

(二)资产负债管理

要从两个角度,即利率敏感度和外汇风险来分析银行的资金平衡表。

(1)利率敏感度。首先,应着重分析收益曲线上某一点或曲线本身的变化,将在多大程度上影响银行盈利。根据这类风险的规律,估计银行经营过程中过去和将来所面临的利率风险规模。其次,要分析银行对于利率敏感度是如何管理的,估算银行可承受的最大利率敏感度。

(2)外汇风险。当银行资产是某种货币,而负债却是另外一种货币时,外汇汇率的变动会给银行造成比较大的风险。对外汇风险的分析类似于上述的利率风险分析。

五、银行业营运资金的流动性

从历史上看,流动性不足常是银行倒闭的较直接原因。

首先,我们要分析评估对象(银行)经营管理人员对流动性和管理政策和措施情况。

其次,我们要分析银行抵御“名誉抗力风险”的能力。所谓抵御“名誉抗力风险”的能力是指银行对于有害传闻或其他信息的传播所带来的风险,依靠其信誉,即使在紧缩时期,仍能在证券市场上融得所需流动资金的能力。一般说来,大的商业银行抵御“名誉抗力风险”的能力要强些,小的则要弱些。

为了分析银行在紧缩时期能否筹得足够的流动资金,我们对一些短期资金来源的信誉

敏感性做一下分析。一般说来,商业票据和可转让定期存单对信誉最为敏感,敏感性从大到小排序如下:来自国外银行的同业拆借资金、来自非银行投资者的欧洲存款、来自国内银行的同业拆借资金、来自国内非银行投资人的存款。

总之,我们评估银行的流动性,最重要的是要将银行稳定的核心负债与缺乏流动性的核心资产相对比,评估银行在流动性资金发生困难时可能得到的可替代的流动性。在评估银行的可替代流动性时,我们无法利用统一的公式或确定的数量,只能对如下因素进行主观判断。

(1)银行的基本信誉——如果其他条件相同,信誉越高,能够得到紧急流动性的可能性则越大。

(2)银行的整个资产(包括国外资产、非流动资产),在多大程度上依赖于信誉敏感性大的资金来源。

(3)银行在国内及国际市场上的地位——在危机时,一个有名的银行可能比无名的银行有更大的市场信誉,起码暂时会这样。

(4)主要银行同业往来额度分布的深度和广度,特别是对在国际金融市场中心的银行更应重点分析。银行同业往来不包括再回购协议。

(5)银行国内流动性状况,如持有的易于销售的证券的数量。

(6)银行资产负债表上外币流动状况,如所持有的外国政府债券和外币同业存款。

(7)银行资产负债表上,银行在主要美元市场(特别是纽约和伦敦市场)上所持有的流动性。

(8)为支持国际金融市场的流动性而承担的义务额度,包括循环信用证额度、票据发行便利和循环包销便利等。

(9)银行在本国所处的地位,当银行出现流动性危机时,能够在多大程度上得到政府支持。

综上所述,并非所有的机构都需要支持性储备,以确保危机时能保持充足的流动性。一般说来,对于 Aaa 或 Aa 级的高品级银行,由于这些银行在国际市场上历史悠久且实力雄厚,并且在大金融中心有许多良好分支机构,那么就不必保持足额的准备。这类银行不会出现因知名度不足而产生的问题,能够仅仅依靠同业往来关系而渡过难关。然而,许多银行不可能仅仅依靠银行同业关系而渡过难关。因为,他们信誉较低,在国内不太重要,国际上地位欠佳,又处于一个弱小国家,或主要依靠对信誉敏感性强的资金来源(如商业票据)。一般地讲,银行越依靠信誉敏感性大的资金来源,越需要精心策划其替代流动性,越需要保持较高的准备水平以防止潜在的损失。

资产风险管理关注于资产业务的风险,稳健有余而进取不足,负债风险管理则仅关注于负债业务的风险,进取有余而稳健不足,两者都不能保证银行安全性、流动性和盈利性的均衡。70年代中期,西方通货膨胀不断上涨,经济急剧波动,银行的风险不断加大,在这种背景下产生了资产负债风险管理理论。这一理论强调对资产业务风险、负债业务风险的协调管理,通过资产结构和负债结构的共同调整,在保证银行有一定收益性、流动性的前提下,谋求银行风险的最小化。资产负债风险管理所运用的主要技术方法包括利差管理、缺口管理、期银管理、金融期货、期权交易等。

(三) 银行风险管理的目标

银行风险管理的原则(或称为目标),同银行经营管理的目标相一致,都是安全性、流动性和盈利性的统一。

1. 安全性目标

银行是一种特殊的企业,它主要运用客户存款及其他借款,来获取利润,但它的正常经营有一个前提条件:保证存款人和其他债权人到时应能收回自己款项的本息。这就要求银行在资金运用过程中把握好资金的安全性,即到期收回资产的本金和利息。资金的安全性还体现在银行的非盈利资产不能过多,以免遭受机会成本过高等损失。

2. 流动性目标

所谓流动性,指银行对全部应付款的支付、清偿能力以及满足各种合理的资产需求的能力。具体地说,它包含以下三层意思:一是负债的流动性,即负债的清偿需求,其清偿需求越大,说明负债的流动性越高;二是指资产的流动性,即银行各类资产应能在无损状态下迅速归位以满足客户提现以及客户的贷款需求。资产归位的频率越高,满足所有的资金需求的能力越强,则说明资产的流动性越高;三是指应付意外情况的流动性,这主要就生息资产的变现力而言,当出现突发性的提款高潮时,银行必须保证贷款或投资的一部分能够迅速无损地回到现金货币状态,以满足各种清偿需求。

把握流动性目标,还可以从存量与流量两方面来考察。从存量角度看,它要求银行必须留有一定的现金资产或容易变现的资产,即一级储备或二级储备。从流量角度看,资金的流动性可以通过银行各种资金的流入来获得,如存款的存入、贷款的归还、利息的收入等。从这个角度看,流动性目标不仅要求银行应持有充足的现金等流动性资产,而且应有迅速通过其他来源渠道筹资的能力,以便及时应付支付义务和贷款承诺。

银行流动性需要包括两部分:一是负债的流动性需要,主要取决于负债的清偿需求,二是资产的流动性需要,主要取决于客户对贷款需求的压力,也就是银行为维持与客户的良好关系,需要维护足够的流动性资产以应付各种资产需求。

3. 盈利性目标

所谓盈利性,指银行获取利润的能力。它是银行改进资产负债管理,不断开拓业务经营的内在动力。而且,银行只有保持理想的盈利水平,才能扩充资金实力、巩固信誉、加强竞争力。

银行盈利性高低,主要取决于3个因素:一是银行的资产负债规模。在资金价格即利率

一定的情况下,资产收入的增加主要取决于资产的规模,而资产的规模又受负债规模的制约。二是资产和负债的结构。高盈利资产比重越大,低成本负债的比重越大,银行盈利越多。三是奖金价格,即资产和负债的利率水平及其差额的大小。在资产负债规模和结构一定的情况下,若资产与负债之间的正利差越大,则银行盈利增多;反之,则减少。

以上3个目标在银行经营当中是统一的,但相互之间存在一定的矛盾性。如盈利性目标要求提高盈利资产的比重,而流动性目标 and 安全性目标则要求提高低盈利资产的比重。这就需要在银行经营实践中去灵活把握,并实行资产负债比例管理办法。

(四) 银行风险管理过程

银行风险管理过程按逻辑顺序可以分为3个阶段:风险分析、风险控制和风险的财务处理。

1. 风险分析

风险管理过程的第一阶段是分析一个投资项目或一笔贷款所面临的风险。风险分析有两大基本要素:风险识别和风险估价。风险识别是指要对贷款或投资项目进行全面分析调查,以识别将面临的风险种类。风险估价包括两方面的内容:①估价风险发生的可能性;②估价风险发生后所导致的损失程度。

2. 风险控制

风险控制包括:避免、消除或减少风险发生的机会;限制已经发生的损失(如逾期贷款、呆帐贷款的催收处理等)。风险控制的过程也就是经营者力求避免、减少风险和损失的过程。

风险控制的措施因不同企业、不同项目、不同业务的具体情况下同而各异,并且常常需要大量的专业知识。因此,银行经营者必须求助于不同领域的专家和市场分析人员。

3. 风险的财务处理

在风险控制措施采取以后,还要以财务手段来对风险进行处理,主要有3种方法。

(1)风险由银行自己承担。这是银行经营经常选择的方法。在此种情况下,银行风险财务处理的方法有:损失发生时,直接打入营业成本,或设立等待摊费用帐户。

(2)大银行内部实行专业自保,即在银行内部建立风险基金制度,通过筹集一定的风险基金,用于弥补银行内部的风险损失。

(3)风险转嫁,即银行通过一定的手段或金融工具将风险转移、分散出去,确保经营稳健和安全。这些方法有:①运用担保贷款、抵押贷款、银团贷款以及浮动利率贷款等方式将风险转移、分散出去;②在金融市场上,运用外汇远期交易、利率掉期、期货交易等金融工具将风险转嫁出去;③银行也可以利用金融期货交易、期权交易将证券投资风险转嫁出去,以获得稳定的投资收益。

此外,在银行风险管理的全过程中,要加强监督和检查。

二、流动性风险管理

(一) 流动性风险管理概述

1. 流动性风险的概念

流动性风险有广义和狭义之分。狭义的流动性风险仅指银行不能满足客户提取存款的需要而发生的支付风险,而广义的流动性风险还包括银行的资金来源不足而不能满足客户合理的贷款要求。作为一个有远见的银行家,必须重视广义流动性风险上的第二层含义。因为在一个激烈竞争的商业社会中,银行与客户是互相选择的关系。银行必须设法留住客户,尤其是资信良好、往来业务较多的客户,并满足他们的合理贷款需求。如果银行资金来源不足,不能满足要求,必然会把客户推向竞争对手。

2. 流动性风险管理的目标

其管理目标可概括为:在保证一定收益水平情况下,保持资产负债期限结构的平衡,保持适当的流动性,降低流动性风险。

同时,我们可以量化为几个指标:

$$(1) \frac{\text{长期资产}}{\text{负债对应比率}} = \frac{\text{长期资产总额}}{\text{长期负债总额}}$$

$$(2) \frac{\text{中期资产}}{\text{负债对应比率}} = \frac{\text{中期资产总额}}{\text{中期负债总额}}$$

$$(3) \frac{\text{短期资产}}{\text{负债对应比率}} = \frac{\text{短期资产总额}}{\text{短期负债总额}}$$

$$(4) \frac{\text{专项资产}}{\text{负债对应比率}} = \frac{\text{专项资产总额}}{\text{专项负债总额}}$$

以上比率尽可能为 100%。

3. 流动性风险管理的基本原则

如果一种负债来源的流动性较大,即波动性较强,从该渠道获取的负债就应投向流动性较高的资产上;反之,一种负债来源流动性较小,即稳定性较高,从该渠道获取的负债就应投向流动性较低的资产上。

（二）流动性风险管理的内容

流动性风险管理主要是通过对银行资产的流动性和负债的流动性的严格的有效管理,促使资产、负债的期限结构协调配置,避免出现流动性风险。所以其主要内容便是对资产负债的流动性需求的预测和采取相应的措施。

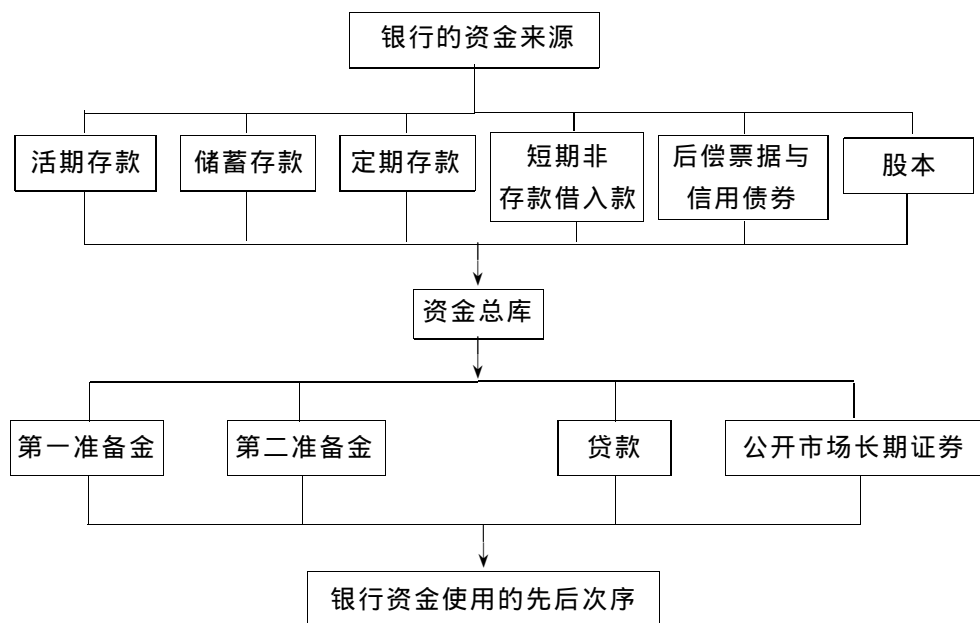


图 9.4.1 资金总库法示意图

1. 资产的流动性管理

首先,我们要分析银行资产的流动性。银行的资产分为 4 类:现金资产、证券资产、贷款和固定资产。前 3 类属于金融资产,是银行资产的主要部分,也是资产流动性管理的主要对象;固定资产比重比较小且相对稳定,不可随便调整,因此,不在资产流动性管理范围之内。现金资产、证券资产、贷款资产的流动性依序减小。其次,我们研究资产流动性的管理方法,如图 9.4.1 和图 9.4.2 所示。

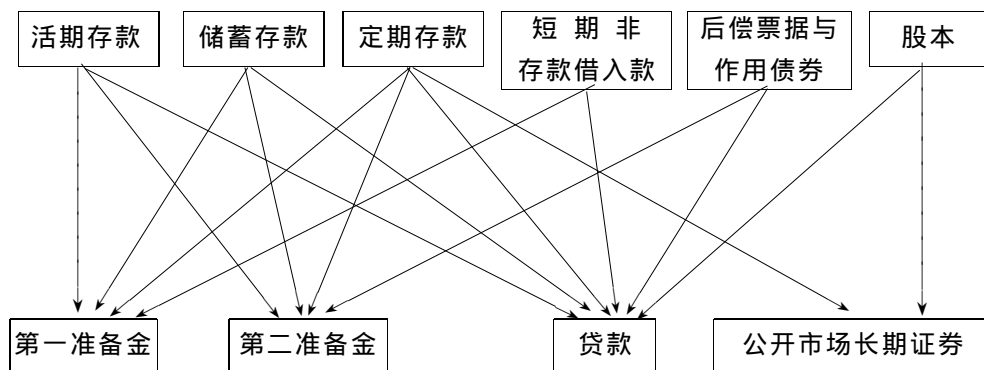


图 9.4.2 资金分配法示意图

(1)资金总库法(Pool—of—Funds Model)。该方法的思路是这样的。首先,估计流动性需求,确定其流动性和盈利性,然后依次将这些资金分配,首先满足第一准备金(即现金资产,包括库存现金、央行存款、同业存款以及托收中的现金项目),其次安排第二准备金(即非现金流动资产,包括短期政府债券等),然后才考虑发放贷款和购买其他长期有价证券。

这种资金分配方法首先保证了资金流动性,防范了流动性风险,同时也兼顾了盈利性。但它没有提供评价资金流动性的标准,忽视了各类贷款所提供的资金流动性,另外,就是没有考虑到不同的资金来源具有不同的流动性。

(2)资产分配法(The Asset—Allocation Model)。该方法的特点是,根据法定准备金比例和资金的周转速度区分不同资金来源。例如,活期存款需要极高的流动性,因此,将其以很大的比例分配于第一、第二准备金资产,而只能以很小的比例用于贷款和投资,因为活期存款在存取的过程中只能有一部分沉淀下来,可以用作中长期投资。定期存款只要求较小的流动性,从而可以把较大比例用于贷款和中长期证券投资。

资产分配法的优点是对于资产的管理由强调流动性转移到盈利性上,但其缺点仍有忽视贷款流动性的倾向。

(3)线性规划法。为了更准确地制定业务经营管理战略,许多大银行采用复杂的数学规划法。其中应用最广的方法就是线性规划法。银行管理中采用的线性规划法是指在一定的资金流动性与法规限制的先决条件下,用于确定各项资产负债的量,使银行的利润最大化的方法。它往往设定目标函数,选择最优方案。

2. 负债的流动性管理

首先,我们要了解银行各种形式的负债及其流动性特点。这些负债形式包括活期存款、定期存款、债券和借款。然后,我们再研究负债流动性管理的方法。负债的流动性管理是指银行为了弥补资金流动性不足而积极向外筹措资金的负债经营活动。其主要内容是银行由被动负债转变为主动负债,积极创新融资工具,广泛组织资金来源,以应付贷款的流动性需求,减少银行非盈利资产和低盈利资产的比重,提高盈利总水平。概括起来有4种方法:

(1)发行大额可转让定期存单(CD)。CD是银行发行的有固定面额、到期日和利率,在到期前不予偿还但可以自由流通转让的大额定期存单。它是传统存款业务的一大创新,具有如下特点:一是发行CD筹得资金具有高度的稳定性;二是CD具有高度流动性;三是CD利率与同期定期存款利率相当;四是银行发行CD是主动负债。CD改变了银行的存款结构,提高了银行存款的稳定性,促进了存款的大幅度增长,有效地防范了银行流动性风险。

(2)发行债券。发行债券是西方商业银行筹措资金,弥补流动性不足的常用手段。金融债券同普通存款相比,一是利率不受限制;二是不用缴纳存款准备金;三是发行债券筹集的资金稳定性极高,到期才会支付;四是债券的流动性很高。因此,它成为一种重要负债工具,并有效地提高了银行存款的稳定性,从而有利于防范流动性风险。

(3)同业拆借。它主要用来弥补银行经营过程中因某种突发因素或特殊因素所造成的暂时性资金流动性不足。

(4)向央行借款和再贴现。其目的主要用来解决银行短期性资金不足,如临时性和季节性的流动性不足。

3. 流动性需求的估计

其主要包括:存款与贷款的季节性变动,存款与贷款的周期性变动(主要指经济周期),存款和贷款的非正常的和长期的变化。

三、资产风险管理

银行资产多种多样,其风险特征各不相同,这里主要介绍两种资产的风险管理方法:即银行信贷资产和证券资产。

(一)信贷资产风险管理

信贷资产风险是银行风险的最主要方面,因此,信贷资产风险管理是银行风险管理的关键。

1. 信贷风险分析

信贷风险生产的原因有两方面:

(1)外部原因。其导致的风险可分为信用风险和市场风险。信用风险,即放款对象不能依约偿还借款本息的风险,通常有两种情况:一种是借款者有意骗取银行贷款用于投机或其他不正当的经济目的而使银行遭受损失的风险,这种风险为道德风险;另一种是借款者由于自然的、社会的、经济的原因而招致经营失财,以致无力偿还贷款本息的风险,这种风险叫企业风险。市场风险包括利率风险、汇率风险等。

(2)内部因素——经营风险。它指诸如以下内部因素:一是银行内部贷款管理制度的不健全,缺乏自我约束、相互制约机制;二是信贷管理人员素质差,给银行信贷资产带来损失,这种风险叫经营风险。

2. 信贷风险控制

信贷风险的控制主要采取以下措施:

(1)健全信贷规章制度、强化信贷管理。

(2)实行资信调查评估制度,建立授信额度管理制度。银行信贷人员在贷款前,要对企业进行信用评级,评估的内容包括企业产品市场评估、企业经营能力评估以及财务状况评估等。要根据企业的信用等级,确定贷与不贷以及授信额度。在资信评估过程中,银行要建立企业经济档案与贷款档案制度,这样,便于银行全面掌握该企业的资信状况,从而有效地防范信用风险。

(3)严格贷款审批制度。

(4)健全贷后检查监督制度。贷后检查和监督是贷前调查和贷时审批的继续,是贷款风险管理的重要环节。

3. 信贷风险管理办法

银行要针对贷款风险采取相应的管理办法,主要有以下几种:

(1)开展抵押放款、担保放款和贴现放款;减少信用放款。

(2)坚持信贷资产的分散化策略。银行信贷资产运用的分散化,是指银行应避免贷款的投向、投量过多地集中于某一目标,而尽可能使其分散化、多样化,以此分散贷款风险,谋求全部信贷风险的最小化。分散化策略的主要内容有:贷款不应集中于同一地区或某一国家,这主要考虑到自然灾害、经济周期以及经济形势变化;贷款不应集中于某一行业,而应分散于各个行业,因为同一个行业往往面临着相同问题,如石油行业面临石油价格下跌的风险;贷款不应集中于少数客户,以防客户破产、倒闭给银行造成损失。

(3)建立贷款风险保障制度。其有两种形式:一是实行贷款保险制度,将贷款风险转移给保险公司。二是大银行内部建立风险基金,实行贷款风险的自保制度,实质上就是建立坏帐准备金制度。

(4)建立信贷资产监控考核制度,完善贷款风险的管理目标体系。其目的:一是为了让银行经理了解其信贷资产的风险水平;二是为了加强对贷款质量的考核,提高信贷资产的质量。

反映信贷资产的总体风险水平的指标有:

$$① \text{资本资产比率} = \frac{\text{资本}}{\text{资产}};$$

$$② \text{贷款存款比率} = \frac{\text{贷款}}{\text{存款}}。$$

反映信贷资产质量的指标有:

$$① \text{逾期贷款比率} = \frac{\text{逾期贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}}$$

$$② \text{呆帐贷款比率} = \frac{\text{呆帐贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}}$$

$$③ \text{坏帐贷款比率} = \frac{\text{坏帐贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}}$$

$$④ \text{信用放款比率} = \frac{\text{信用放款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}}$$

$$⑤ \text{担保贷款比率} = \frac{\text{担保贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}}$$

$$⑥ \text{抵押贷款比率} = \frac{\text{抵押贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}}$$

(二)证券投资风险管理

证券投资风险管理的内容主要有,证券投资风险的分析(见本章第一节)和制订相应的管理办法。证券投资风险管理的措施主要有以下几个方面:

(1)证券投资分散化、多样化。主要体现在期限分散化、地域、行业、发行者、证券种类(债券、股票)分散化上。

(2)利用金融期货工具,回避转移证券投资风险。例如,利用股票价格指数期货交易来减少股票投资中的系统风险。

四、利率风险管理

利率风险管理的实质是在比较浮动利率资产和浮动利率负债之间关系的基础上,制定相应的措施,减少和避免风险。浮动利率资产和负债是那些将按市场利率展期,从而在计划期内重定利率的资产和负债。资产负债管理计划期,可以从几天到一年或更长时间,主要取决于利率环境。

由于银行所处的金融环境,利率变化十分频繁,银行家一直在寻找防范利率风险的办法,下面介绍的利率收益敏感性分析就是一种有效办法。

(一)利率收益敏感性分析办法中的几个概念

资金缺口是指用来衡量一家银行净利息收益对市场利率变动的敏感性,它是浮动利率资产与浮动利率负债之间的差额。

利息收入与利息支出之间的差额,除以生息资产得出的百分比,称为净利息收益,而净利息收益等于利息收入减去利息支出。

资金缺口有三种形式:零缺口、正缺口与负缺口。

零缺口或帐面收支相抵型,它的特点是计划期内收益变动最小。

正资金缺口,即浮动利率资产金额大于浮动利率负债金额。其特点是:当市场利率上升时,净利息收益增加;当市场利率下降时,净利息收益减少。

负资金缺口,指浮动利率资产金额小于浮动利率负债金额。其特点是:当市场利率上升时,净利息收益减少;当市场利率下降时,净利息收益增加。

通过分析可以得出结论:净利率收益受到市场利率变动和资金缺口形式的影响。

(二)利率风险管理办法

(1)把握利率周期,调整资金缺口形式,如图 9.4.3 所示。在利率周期的初始阶段,即利率上升阶段,银行应建立一个正的资金缺口,而且最大的正资金缺口应在利率周期达到最高点前出现。这时,银行在预期市场利率下降时,应适当减小正资金缺口,即降低敏感性比率(即浮动利率资产/浮动利率负债),虽然这种政策变动的即时影响往往会造成一个负利差,但是,银行必须在整个利率周期内通盘考虑资金缺口策略;另外,要在利率接近最高峰时,果断降低敏感性比率,因为按照不对称利率风险模式,利率下降时的速度要快于上升时的速度,那么不降低敏感性比率而带来的损失风险要大于上升时不愿提高敏感性比率而带来的损失风险。这样,一直保持负资金缺口,直到有明显迹象表明利率模式正在变化,即在 N 点开始采用正资金缺口策略,即提高敏感性比率。

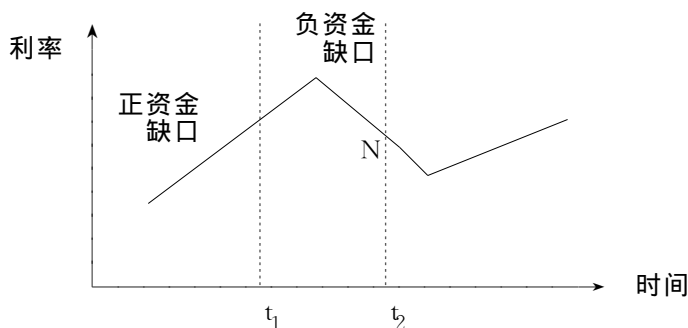


图 9.4.3 资金缺口

(2)保守一些,采用零资金缺口。这种策略虽不会获取利率变动的好处,但比较稳健,银行净收益不会随利率变动而发生变化。

(3)利用金融期货市场做套头交易,以回避和转移风险。

五、其他风险管理

这里我们主要讨论的内容是加强银行审计和控制,以防范侵吞公款等经营风险。其控制是指运用于某种过程或一系列事件中的机械装置或程序设计。如保险库门上的定时锁和控制储蓄过帐机上的锁;还有为保证安全起见而为银行经济业务设计的、必须遵守和执行的程序规则,例如,超过一定数额的银行汇票,则必须有两个银行负责人的共同签名。另外,一种控制形式是验证,如复式计帐法上借贷双方相等就是一种验证。

审计的职能就是要检查控制是否已经建立和实行,验证是否准确。

在有关控制的决策中,银行要发挥审计师的作用,因为审计师有责任维护和检查所制定的控制制度。

另外,银行控制的基本原则主要有以下几个方面:一是无论何时、何地,资金管理与管理与帐务处理分开。二是无论何时、何地,货币与证券双重控制。三是实行员工的轮换制度。例如,让会计之间的分工实行轮换。

第五章 保险公司风险防范及管理

保险,是在大数法则的基础上,保险人通过向被保险人收取保费,建立保险基金,以对自然灾害和意外事故所造成的财产损失或人身伤亡进行经济补偿或给付。作为经营保险业务的法人主体——保险公司,是一类特殊的金融机构,它向社会提供保险服务,起到社会稳定器的作用。按照所经营业务的种类,保险公司主要分为两类:人寿保险公司和非寿险公司。前者指那些经营生命保险、个人和团体年金以及健康保险的保险公司;而后者则指经营财产险和意外事故保险的公司。在西方大多数国家里,一家保险公司一般只能单方面经营寿险或是非寿险,而不能将两者同时经营,这是由于以下几个原因造成的:

(1)寿险业务一般期限比较长,通常 10 年或 20 年以上,具有较强的储蓄性;非寿险业务一般期限较短,通常 1—2 年。从业务期限结构上来看,两者不可合帐经营。

(2)寿险业务的给付由于人的生命结构比较稳定而趋于稳定状态,风险性较小;非寿险业务的赔付是很不确定的,风险性较大。若两者合营,将侵犯寿险被保人的利益。

(3)从保险资金的运用来看,由于寿险业务的保费收入具有长期性,因而适合于长期的投资,而非寿险业务的保费收入只适用于期限短、流动性强的投资。

保险公司本身是风险的经营者,其本身存在着风险。本章主要介绍保险公司的各种风险,对这些风险如何进行科学、有效地管理以及对保险公司进行信用评估的方法。

第一节 保险公司风险的类型

保险公司进行经营的基础是大数法则。保险公司通过把众多不可预测的事件集中起来,将其变成在整体上可预测的事件。保险公司的风险,指的是在保险公司经营过程中,由于外界社会、经济和自然环境的不利变化或自身经营不当,而造成保险公司财务损失的可能性。损失的可能性越大、可能造成的损失金额越大,保险公司潜在的风险越大。根据造成保险公司财务损失的原因的不同,保险公司的风险可分为竞争风险、经营风险、投资风险以及利率、通货膨胀和汇率风险等。

一、市场竞争风险

保险公司本身财务状况的好坏与保险市场的竞争情况相关性很大。一般来讲,市场垄

断程度越高,保险公司在经营中盈利越容易;相反,如果市场竞争激烈,在激烈的竞争中必然会引起保险公司利润率的下降,最终市场上会出现优胜劣汰的结局,有一批相对来说实力不强、经营不善的公司会倒闭或退出保险市场。对保险公司财务状况产生影响的竞争可以细分为以下几类:

(一)行业内的竞争程度

行业内的竞争程度可以通过几种指标来衡量,如某一地区或国家保险公司的数量;前几家大的保险公司在保险市场上所占份额的大小;同一个地区、同一种保险业务是否有两家或两家以上的保险公司提供服务等。例如,在某国保险市场上,最大的几家保险公司占据了主导地位,很可能市场竞争井然有序,从而使利润率较高;然而在相反情况下,若某些国家的保险市场是由一些零散的保险公司组成,利润率可能较低。

(二)行业间的竞争程度

在许多国家,银行业、证券业、保险业和信托业是分业经营、分业管理的,非保险机构不能从事保险业务,否则将处以重罚。但这一禁令在金融不断发展、进化的今天,并非是绝对不许逾越的。在西方的某些国家(如加拿大以及西欧一些国家)银行业涉足于保险业并非新鲜之举。这使得传统的保险公司的部分业务被实力雄厚、网点众多的大银行抢走,这对传统保险公司的财务状况将产生不利的后果。

(三)竞争的有序程度

这主要涉及一个国家或地区对保险市场和保险业从业人员的监督和管理。其管理分两部分:一是保险业的行业自律;二是保险的管理部门根据制订的法律和行业规章对保险业的监管。一般来讲,在保险业比较发达的国家,保险市场上通过行业协会进行的行业自律比较有效,有关保险的法律、规章比较齐备,管理部门和人员素质较高并富有经验,同时,保险市场的参与者有比较长久和良好的信誉。然而对于保险业正处于发展初级阶段的国家,市场管理往往是不足的并且缺乏经验。良好的市场管理体系,可以保证有序的竞争,避免市场混乱(如乱收保费、乱调高或调低费率、乱抢业务等),为保险公司正常经营提供良好的市场环境,减少经营风险。

(四)国家对保险业的保护程度

如果一个国家政府为了促进本国保险业的发展,为保险业提供优惠的政策。比如减少对保险公司的税赋,为保险公司的最终财务亏损提供补贴,为保险公司提供担保,或为其无力赔付的困难提供资金援助等,那么保险公司的风险就会大大降低。一个国家政府还可以为保护国内保险业免遭外来冲击,限制或严禁外国保险公司的市场侵入,或者对进入的保险公司限制其经营范围。这一点在许多发展中国家比较普遍,即使对于一些发达的国家,国外保险公司在其国内开设分支机构亦非易事。有些发达国家,如日本和德国,即使可在其国分设外资的保险分支机构,该分支机构所经营业务的范围却受到限制。但有些国家,有传统的开放的保险市场,如英国和荷兰允许外国保险公司通过建立分支机构在本国市场上经营。近几年,随着国际上贸易自由化的双边、多边谈判,各国对保险市场的保护程度有所放松。如关贸总协定谈判中,往往将保险业视为服务行业的一部分,要求缔约国逐步放开这一市场。区域间的经贸合作也会引起限制的放松。如 90 年代初期,欧共体内实施统一的保险市

场计划,这使得欧洲保险市场的壁垒遭到削弱。在新的统一市场计划中,实行“服务业自由流动”这一原则,即不必在某国设立分支机构即可在该国境内经营保险业。这对于一些限制竞争的国家来说,将增大保险公司经营的压力。

二、营业风险

保险公司的目的是通过自身的经营活动,达到经营目标,实现财务的稳定性和盈利性。保险公司的常规业务除投资之外,主要有展业、承保、分保、理赔几项。通过这些业务的开展收取保费再加上投资收入,从中除去给付或赔偿的金额以及保险公司的营业费用,便是公司的税前盈利。在承保的保险责任确定情况下,保险公司的保费收入是一定的(假如费率一定的话),而公司的赔偿或给付却是不确定的,这便存在着公司经营亏损或倒闭的可能性。下面我们具体分析:

(一) 保险费率的风险

在保险公司承保时,一个重要的因素是保险费率。费率的高低直接涉及到保险公司收入的高低。保险公司要根据在一定时间和范围内的各种灾害事故的损失概率,并运用概率论来计算实际的保险费率。如在财险中,根据财险每个险种在一定时期内的保险额损失率,加上若干次均方差计算出平均保险费率后,再根据保险标的不同危险性质、危险程度、危险等级或不同地区的风险频度进行级差费率调整,再加上保险人的营业费用后,成为实际使用的保险费率。又如,根据人身险各个不同险种在一定时间内的生命表不同的年龄档次、投保年限、存款利息、营业费用以及地区、性别、经济状态差异等因素,精确计算出每个投保人在其投保年龄、投保期限内应缴付的保费和计算出每个被保险人在生存期或发生疾病、伤残、死亡时,应给付的保险金。在上述的营业费用中包括保险公司的预期利润。这种费率厘定方式,往往借鉴和参考过去的保险统计数据,把同一险种的赔付率视为比较稳定的常量。然而事实上,随着社会、经济不断向前发展以及技术的进步,会引起实际赔付率的变动。比如,由于人口的增加、交通的拥挤,汽车事故的发生率可能会上升。另一方面,随着保险市场的发育,必然会带来竞争,可能导致费率被迫下降,并导致保险公司财务不稳的风险。

(二) 过度承保的风险

一个保险公司所承担的责任必须与其自身财力相适应,这才能符合稳健经营的原则。一家保险公司的财力一般以其资本金与总准备金之和来体现。一般将其称为保险公司的偿付准备金。为了考核一个保险公司的偿付能力的大小,我们这里介绍偿付能力额度这个指标。如果甲保险公司每年保费收入为 5000 万元,具有偿付准备金为 1000 万元;乙公司每年保费收入为 1 亿元,却同样具有 1000 万元的偿付准备金,两个公司的偿付能力显然相差一倍。我们规定:

偿付能力额度 = 偿付准备金 / 保费收入

对于甲公司,该指标为 $1000 \text{ 万} / 5000 \text{ 万} = 20\%$,而乙公司则为 10% 。在国际保险市场上,保险公司的偿付能力额度最低大约为 20% ,而一般被认为有信誉的公司都要保持在 35% 左右。但如果保险公司只追求盈利性,而不顾自身偿付能力,过多地承接保险业务,将会给其财务造成极大的不稳定性。

(三) 赔付率过高的风险

保险公司的赔付率指的是在一段时间内赔付的金额与其所收保费多少的比率。保险公司的支出主要以赔付形式进行,所以赔付率的高低,决定了保险公司支出的多少,决定其盈利或亏损。赔付率的高低有一定规律,从某种程度上讲,可以进行一定精度的预测;但同时又有很大的随意性,有较大的波动,造成赔付率波动的因素有以下几种:

1. 社会、经济的发展和技术的进步

这一点前面已经提到过。如果只依靠过去的经验数据,并不能准确地反映未来的赔付率。

2. 道德因素和心理因素

所谓道德因素指的是被保险人为了获得私利而采取欺诈或故意毁坏保险标的的行为,这样可能造成赔付率的上升;所谓心理因素,指被保险人由于参加保险而放松对保险标的的谨慎保护,放松警惕性,这也可能造成赔付率的上升。

3. 自然界异常灾害

自然灾害所造成财产损失或人身伤亡往往是巨大的,尤其当一些百年不遇的特大的灾害发生或自然灾害连连发生(如 1992 年在美国)的情况下,保险公司将遭受巨大损失。一般来讲,用于赔付这种损失的资金光靠保费收入是不够的,另一个主要的资金来源是总准备金。总准备金的积累需要很长时间,同时也是很难精确计算的。如果由于保险公司成立时间过短或总准备金提存不够,保险公司的财务如果遇到以上情况,将面临极其困难的处境。

(四) 保险公司财务处理的风险

保险公司的经营需要专门的技术,如保费的厘定、责任准备金和总准备金的提存、寿险的精算,等等。如果经营管理人员知识不足或缺乏经验,也往往会造成财务处理不当,使公司陷入困境。

三、保险金投资的风险

保险公司在其经营中收取保费与资金的给付有一段时间差,对于寿险公司来讲,这一时间期限尤其长。在这段时间里,保险公司可以将其所掌握的资金进行运用,获取收益。这也是保险经营的一个重要组成部分,也是保险具有金融性质的一个重要体现。保险投资,在发达的保险市场上十分普遍,是保证保险公司财务稳定的重要手段。在一些西方国家,保险赔付率在 90% 以上,甚至超过 100%,因此,保险投资是保险公司盈利的主要手段。用于投资的资金有资本金、各项责任准备金等。投资方向包括: 有价证券、贷款、不动产、企业投资等,下面对各种投资的风险分别进行分析。

(一) 有价证券

有价证券可以分为债券和股票。在债券投资中有政府担保的国库券、公债,其风险很小,而未加担保的企业债券则风险性较大,尤其是那些信用级较低的企业债券。对股票投资,是具有风险的。如果企业经营不善,效益不好,预期股息减少,股票就会跌价;企业破产,资不抵债,股价就等于零。同时,发生政治或金融危机,也可能引致整个股市下跌。这种事情并不少见,如 1987 年世界范围内的股灾,日本近几年来泡沫经济的破裂等。我国的股票

市场正处于发育中,股市行情波动很大,对于保险投资来说,有很大的风险。

(二)不动产投资

不动产投资包括在土地、房屋等不动产上的投资。这种投资一般收益较高但风险巨大。在国外保险公司的资产负债表上,不动产投资占其资产的比率有的达10%以上,是非常关键的一部分。在经济发展时期,房价、地价迅速上涨,投资于房地产可获得很高的盈利,甚至一夜之间,房价翻倍;但在经济衰退时期,由于消费者消费收缩,大量的房地产无人问津,不动产的市价必然会大幅度下跌,这使得保险公司资产的帐面价值下降,同时又缺乏流动性,财务遭受损失。房地产大幅度跌价在西方国家时常发生,如美国曾经发生的引起银行倒闭浪潮的房地产萧条和日本泡沫经济的破裂。如果保险公司陷入过多,那其财务将面临困境。我国保险投资正在活跃,同时房地产市场也在迅速发展,这一风险值得每一个稳健经营者给以关注。

(三)贷款

保险公司的资金中有一部分可用于贷款。其贷款分为:信用贷款、抵押贷款和担保贷款等形式。信用贷款只是凭借款人的信用高低来决定是否对其贷款,风险性很大。一旦企业经营不善、借款人信誉下降时,贷款的偿还将得不到保证。抵押贷款和担保贷款一般风险较小。

(四)参与企业兼并

保险公司实力雄厚,有大量可动用的资金。由于激烈的竞争,保险公司也被迫谋求高收益的投资途径。参与企业兼并就是一种。当一个企业要兼并另一个企业时,需要大量的资金去收购对方的股权,达到控股的目的。如果兼并的是规模庞大的公司,则需要的资金尤为巨大,有的甚至需要上百亿美元。保险公司可以通过贷款或购买债券的形式参与兼并。然而兼并失败时,购买债券的资金无法得到偿还,公司将遭受巨大损失。

除了上述情况之外,保险公司还可以将资金用于创建新的企业,组建企业集团,在收购其他企业的基础上,扩展其业务范围,同时还可以在国内外设立分支机构。这些活动中都存在着各种风险,当不利情况出现时,将对保险公司造成财务损失。

四、利率、汇率和通货膨胀风险

(一)利率

保险公司在以下几个方面,受到利率风险的影响:

1. 资产增值减少的损失

保险公司资产很大一部分是银行存款,当银行利率下降时,将使这块资产的升值减少。一般来讲,银行利率下降往往伴随各种证券利率亦随之下降,则保险公司所投资的证券的增值也将比预计的要小。若保险公司将资金改为其他投向,则可能减少资产的流动性或安全性。这对于业务周期较长的寿险公司来说,情况尤其不利。

2. 行业间替代效应

银行的利率以及证券利率的上升必然会吸引公众的资金投向银行储蓄和购买证券,这样可能减少愿意投保的保户,或者已经投保的保户开始退保,而将资金投向证券或银行存

款。这样,保险公司业务量将萎缩,并由于大量的经营费用无法维持。

3. 使寿险精算失去合理的计算基础

在寿险保费制订过程中,利率是一个十分重要的因素。如果利率变化不定,就使寿险精算失去客观合理的基础,就使寿险的经营增大风险。

(二)通货膨胀

通货膨胀一般表现为货币购买力的下降。其对保险公司的财务有以下影响:

(1)通货膨胀可能造成保险公司的资产实际价值的下降。如果保险公司所持有的资产大部分是现金、存款或有权证券,在通货膨胀情况下,货币的购买力将下降;如果实际利率是负值的话,则存款和有权证券的实际价值不仅没有预期的增值,反而会价值下降。

(2)在通货膨胀的经济环境里,保单持有者,尤其是寿险保单持有者,认为按原来利率计算的保费和保额是不合理的,按原来的保额所提供的保障不能满足其要求。这样,则可能造成保险业的萎缩,人们将资金投向实物,以持物保值。

(3)费用增大的风险。在通货膨胀情况下,实物商品的价值、劳务价格都会有较大幅度的上升,保险公司经营过程中的成本费用将不可避免地上升。保险公司的费用可以细分为:手续费支出、业务费、企业管理费、固定资产维修费、固定资产折旧费。手续费支出、业务费、企业管理费、固定资产维修费或者表现为对劳务、商品的购买,或者表现为对雇员工资支付,往往会上升。在保险公司理赔过程中,分为现场查勘、责任审核、损失计算、追偿诉讼、损余处理和赔付结案几项。在通货膨胀的情况下,现场查勘、责任审核费用必然会上升;而当这种查勘和审核是委托专门的机构(如交通部门和公估行)进行时,这种费用可能会上升得更快。追偿诉讼中的律师费用也会大幅度上升。在保险公司的赔付中,对于非全损的标的,有时采取修理复原等方式,这时的修理费、复原费必定比预期的要高。如果保险公司在经营时没有把通货膨胀因素考虑在内,这必然为其经营带来不利影响。

(三)汇率风险

一些大的保险公司,往往同时经营国内业务和涉外业务,其所收取的保费不仅有本币,还有各种外币。例如,中国人民保险公司为国际运输(海关运输、航空运输)提供保险、接受国际分保等,都是以外币为收费币种。一个公司同时持有多种货币,这必然存在汇率风险,即由于各国货币间汇价的变动而引致的财务损失。在会计处理上,在年终结算损益时,一般都把外币转化为本国货币,以本国货币为统一的计帐单位。在外币贬值时,往往表现为帐面价值的减少。另外,保险公司在外国设立分支机构,在外汇管制严厉的国家,其分支机构的盈利可能无法自由汇回,这也是一种外汇风险。

五、其他风险

保险公司业务涉及到社会生活的各个方面,其范围不只限于国内、还包括国外。在这种情况下,世界上发生的重大事件大多与保险公司休戚相关。除了上述的四种主要风险外,还有以下风险:

(一)政治风险

许多保险公司在其所承保的风险中,往往受到战争、骚乱、暴动等因素的影响。这意味

着保险公司的经营与国内外政治形势是紧密相关的。例如,在海湾战争中,许多商船被滞留在海湾地区,不能正常运营,这使许多劳合社承保人承受巨大损失。由于罢工、政府的颠覆或法律制度的变化,使得被保险人不能继续营业或资产遭到没收,承保营业中断险或投资保险的保险公司需对此进行赔付。因此,保险公司所承担的政治风险是巨大的。

(二)监管风险

关于保险的法律或行政法规的变动,对保险公司也构成重大风险。例如,一个国家取消对保险企业优惠税率或提高税率,这使得保险公司将增加税收支出。国家监管部门为了保护被保险人的利益,增强保险公司的偿付能力,可能规定保险公司的偿付能力额度必须达到一定水平,未达到标准的保险公司则面临两种选择:要么增大资本金数额,要么削减承保的金额。这对保险公司来说,亦是极大的风险。

第二节 人寿保险公司的信用评估及风险管理

保险公司的信用评估,指的是对保险公司偿付其保单持有人债务能力的评估。在整个世界范围内,保险公司总的来说比其他金融机构有更高的信用质量。一些主要保险公司的投资证券通常质量很高,并且大多数情况下其资产负债表上的准备金极为稳健。在大多数国家里,另外还有一些因素也相应地加强了保险公司的财务实力,如政府提供的税收优惠以及市场壁垒和市场集中等。保险公司极少采用大规模的财务杠杆,也在一定程度上加强了其财务实力。在对保险公司的信用评估过程中,有两种信用评估要注意区分清楚。一个是上面所讲的信用评估。但许多保险公司自己也发行债券证券,这就存在其债券的信用评估。由于保险管理人多以对保单持有人提供全面的保护和以清偿为首要目标,所以保单持有人一般拥有更优先的待遇。因此,对保险人来说,其债券信用评级一般低于其财务实力信用评级。本章在对寿险公司和非寿险公司进行信用分析时,主要是考核其对保单持有人偿付能力的状况。

一、寿险公司的信用评估

总的来说,寿险公司由于其所经营的寿险业务的性质,在财务上是比较稳定的。但不同公司之间,由于经营管理方式不同、水平不同以及所处的市场环境不同,往往存在很大的差别。由于经营不善而倒闭的例子也发生过。如1959年,台湾的国光人寿保险公司由于其资金运用不当,而最终倒闭。下面从具体的几个方面来对寿险公司的信用状况进行评估。

(一)行业评估

为考核一个寿险公司的信用状况,首先对寿险行为的整体状况进行考查是大有益处的。在第一节的风险中我们提到,行业分析可以从行业内的集中程度、行业间的竞争程度、竞争的有序程度和国家对寿险的保护四个方面来考核。对于一个寿险公司来说,如果该公

司在这 4 个方面占有比较有利的地位,比如占有较大的市场份额,经营环境的竞争是有序的并受到国家保护,那么这一公司在评估中将占有有利地位。如果一个寿险公司占市场份额较少,又面临激烈竞争,同时没有任何国家优惠待遇,则在信用评估中是不利的因素。在信用评估中,一个重要的目的是对寿险公司的未来状况作出尽可能准确的预测。因此,在评估中,必须充分重视已经发生的形势变化以及即将发生的变化,并要将其造成对寿险公司的影响进行细致、合理的分析,从而对寿险公司的未来状况作出合理的判断。前面所提及的欧洲共同体内统一保险市场的计划必然会使那些以前曾得到政府保护的寿险公司受到冲击。此外,在行业内竞争分析中,尽可能将分析作得非常详细,不仅要关注行业内寿险公司的数量,还要对公司的各主要寿险产品进行分析,分析其供给状况与需求状况,是否有很大发展潜力。同时还要考虑行业内是否有正式或非正式的卡特尔的存在,因为这可能在一定程度上限制竞争,降低寿险公司的信用风险。

(二)组织结构

无论从理论上还是从实际上来看,寿险公司可以采取各种组织结构。比较典型的是股份有限公司和相互公司,这两者有显著的差别。股份公司是由股东所组建,股东是公司的投资人,股份公司的最高权力机构是股东大会。相互公司则由社员组成,社员即保户,所有投保人皆是公司的社员,其权力最高机构为社员大会。这种组织结构的不同直接结果是两种寿险公司的经营目的不同、经营产品结构不同。股份公司经营的目的是最大可能获利,经营的主要寿险产品是普通寿险保单;而相互公司经营目的是使社员获得最大利益,经营的主要寿险产品是分红寿险保单。由于以上的不同,必然对公司信用产生不同的影响。对股份公司来说,追求盈利的冲动一般要比相互公司强烈,这在公司的经营策略上可能反映为放弃一定程度的稳健性而更多地去追求盈利性。所以在信用评估中,要考虑这种由组织结构所造成的对寿险公司信用的影响。

从寿险公司在企业集团中的地位这一个角度来考虑,可以是控股公司,也可以是子公司或附属公司等。而且各国、各地有关保险的法律和管理条例常常导致一些复杂的保险组织结构的产生,这常常也会带来一些难以处理的问题。比如说,在复杂的保险组织结构中,各个附属公司之间的财务方面的关系往往很难判断。例如,在一个公司处于劣势时,它可以在多大程度上从另一附属公司取得现金支持等。世界范围内最常见的组织形式是把大量有关联的保险公司组成一个“集团”。为了评价集团内各公司之间关系的紧密程度,通常要研究该集团结构的组织性和法律性情况。例如,要研究集团内每一个法人实体间的法律关系,特别是有关公司间的再保险协议、正式援助协议、市场协议以及税款分担协议等。从法律上看,有些国家公司法规定持股公司必须对子公司的债务负责,这对保单持有人是有利的。然而,大多数情况下公司之间的协议都限制了集团内每个单位间的资金流动,因此,在一定程度上限制了对保单债务的偿还能力。

(三)公司业务评估

以上重点分析了寿险公司所处行业状况和组织结构,下面转向对寿险公司业务经营的分析。

为了弄清集团及集团内每个寿险公司的风险特征,通常把集团内每个公司的业务范围

进行划分,并且在“寿险”和“非寿险”总体划分后,再进行细分。例如,普通个人寿险(定期寿险、养老寿险和终身寿险三种)、团体寿险、健康保险以及个人年金和团体养老年金等。在信用评估过程中,需查清各种主要寿险产品在总保费收入中所占的比例,并回顾和预测该寿险产品在市场上的竞争状况,尤其要关注这种竞争状况可能导致未来的收益或损失的变化。寿险公司在以往5—10年间主要业务部门和主要产品的盈利趋势,可以帮助我们预测寿险公司在未来相似的市场环境中盈利是否稳定。如果一个寿险公司的业务开展非常活跃,对于有发展前途和潜力的寿险商品积极开发和出售,同时在业务开发中态度谨慎,那么该公司在信用评估中会处于较为有利的地位。

在对寿险公司的信用评估中,有几个要重视的环节。寿险产品的推销是一个重要的方面。寿险公司的产品最终要出售给保户,但如何高效地推销寿险产品对任何一个寿险公司来说,都至关重要。保险公司推销产品可以有三种制度:即独立代理人、专用代理人制度和直接推销制度。在考核寿险公司的信用时,对其推销制度的效率要予以考虑。

寿险公司的一个重要工作是核保。核保又称为风险选择,是对保户风险程度的高低进行评估,并就其风险高低的程度决定适宜适用费率。这种风险选择可能进行多次,如业务招揽人员在与保户接触过程中,可以对其风险有初步了解;医师所做的身体检查,可对其风险进一步了解;如必要的话,可另派专门调查人员,进行调查;最后则经核保人员根据上述信息做出分析,决定是否承保。经过核保,对寿险公司有以下益处:①增强企业竞争力。若没有核保程序必会产生优良客户补贴劣等客户的不良现象,可能导致逆选择(优良客户退保),使公司竞争力受到削弱。②使费率制定适当。只有通过核保方能了解承保业务的风险程度,在此基础上制定公平合理的费率。鉴于以上情形,一个寿险经营者是否认真进行核保,对其公司的经营关系重大,因此,评估人员对此也要十分注意。

(四)投资评估

投资既是保险公司收入源泉之一,也是保险公司风险的重要出处。在信用评估中,对投资分析的重要性是不言而喻的。保险公司投资的一个重要方向是证券,我们首先对证券进行分析。

在分析中,首先要了解每个寿险公司投资的目标和局限性,正是这两个因素影响公司投资的证券结构。投资目标和局限性不仅体现寿险公司的负债状况,同时也体现寿险公司在资产运用中受到外来的竞争情况。在很多情况下,寿险公司选择几种独立的证券进行投资,并且每种投资都有其独特的战略方针。许多欧洲国家的保险集团把股东的资金与投保人的资金分开管理。前者通常投资在企业的资本金上,后得投放在高质量的固定利息证券上。管理环境和国家资本市场结构通常对证券结构起到重要的影响作用。在以上众多因素的影响下,保险公司对证券的投资总的来说都具有较高的质量。

1. 证券风险范围

了解公司投资证券组合中的每一种资产在各种恶劣的证券市场和经济环境中的可能表现是很重要的。例如,在通货紧缩的环境下,不动产收益的不景气将会部分抵消高质量债券的高收益。然而通货膨胀则会导致不动产的高收益率以及固定收益资产的低收益率。对一个寿险保险人来说,债券、贷款和抵押贷款的收益率必须与隐含在公司准备金中所要求的利

率因素结合起来分析。对一些随利率变化而可能导致资产和负债变化的敏感性因素也应该进行分析。这种分析可以凭直觉或定量分析法。如标准差(或方差)分析法,即通过资产等级与证券收益的相关关系,来预测资产中所有的证券的收益和风险水平。

2. 流动性分析

寿险公司资产的流动性应该与对公司流动性的潜在需求联系起来评估。证券组合中的固定收入证券、贷款和抵押贷款的信用风险都对公司资产的流动性有重大影响。在评估贷款和抵押贷款的违约风险方面,评估人员可着重研究违约的统计指标。不论是证券,还是贷款和抵押贷款,投资的多样化必须从借方类型、其所处的行业和地理位置等几个方面来进行分析。对保险人证券组合流动性的需求要从以下几个方面来评估:①保险人的负债中选择权的大小;②保险人面临灾难性风险的范围;③未来可能出现的潜在的周期性的对流动性需求的增大。第一条如果反映在寿险中,则是考核被保险人是否有权退保或提前领取保险金;第二条指的是重大灾害事故发生时,寿险公司为此可能偿付的金额;第三条指的是在长期寿险经营中,寿险支出的周期性增大情况的发生。

寿险公司资金来源比较稳定、期限较长,所以其中一部分可用于房地产等不动产的投资上。对于这一块资金的运用,也是信用评估人员关注的重点。评估人员要关注的方面有:①不动产投资占总的寿险收入的比重;②不动产市场的未来变化趋势;③在不产市场极其恶劣的情况下,寿险公司可能出现的最坏结果。尤其在经济衰退期,土地、房地产的价格都会随之下降,如果恰好寿险公司需要大量的流动资金去进行给付时,可能会对寿险公司的财务造成不利的影响。

(五) 寿险公司财务分析

对寿险公司的信用评估,最关键的还是从其财务状况来看,很难想象一个财务状况一直不佳的公司会有较高的信用级别。对寿险公司的财务分析可以分为以下几个方面:

总收入和总费用。寿险公司的主要收入来源有保费收入、投资收入。总支出主要有保险给付和费用支出两个方面。在信用评估中,应考核保费收入的增长状况,对未来保费收入进行预测,同时要考虑在最恶劣情况下,寿险公司需做出的寿险给付和费用支出;基于这一分析,来对其财务状况进行评价。根据寿险经营的方式,每年寿险经营者要按有关规定提存责任准备金,以使其责任与资产状况相一致。期末责任准备金的公式可以写为:

期末责任准备金 = 期初责任准备金 + 总保费 - 附加保费 + 预定累积利息 - 死亡成本

基于上述公式,寿险公司的利得可以写为:

利得或损失 = 总保费 + 实际利息 - 实际费用 - 实际死亡成本 - (期末责任准备金 - 期初责任准备金)

上项公式所求的利得或损失,对寿险公司的盈余有极大影响。利得可以增加寿险公司的盈余,损失则使寿险公司的盈余减少。

寿险公司为何会出现利得呢?这是由于寿险公司经营的特殊性所决定的。在寿险经营中,先将寿险产品确定下来,而成本则是不确定的。因此,在经营上先以保守的态度预定死亡率、预定利率和预定费用率,在此基础上确定费率和准备金的提存。然而实际上,往往死亡率、利率和费用率的情况要比预计的有利,从而产生了利得。寿险的盈余主要来源有三:

即死差益、利差益和费差益。死差益指实际的死亡率低于预定死亡率所得之利益。利差益，当实际收益率高于预定利率时，则产生利差益。寿险公司通过对资金安全地、高收益地、高流动性地投资，所得的实际收益率往往高于预期利息率。费差益，这是公司的实际营业费用少于预计营业费用所产生的利益。除了上述三个盈余来源外，寿险公司还有其他的盈余来源：①解约益；②资产增值；③实际给付与预计给付之差等。

在考核寿险公司财务状况时，须对公司经营时所预计的三种比率进行考核，以便确定公司经营是否谨慎，在未来不利环境中，是否会出现亏损。

考查寿险公司盈亏状况是财务评估的一个方面，对寿险公司承保能力的考核也是财务评估的一个方面。对于一个寿险公司来说，根据其所拥有的资本金数额来承担符合其承受能力的寿险业务是十分重要的，对于超出其承保能力的部分应采取分保的形式分给其他保险人。若没有这种分保机制的话，信用评估人员要格外谨慎地对该公司进行考核。

（六）监管趋势

对监管趋势的分析通常包括三个方面：一是与保险经营者的讨论；二是对一国金融体制的深化的理解；三是了解寿险公司在该体制中的地位。此外，还包括对可能影响到保险业的国家财政和货币政策的分析，尤其是对关于某种寿险产品的税收政策的分析。无论在何种情况下，分析者都应致力于分析那些潜在的管理方法和税收政策的变化，这些变化可能约束和限制了保险人的竞争地位，从而使其用来满足未来保险索赔的现金流量受到不利影响。

例如，80年代，很多国家的寿险业都从主要经营保险业转至经营个人存款，这种变化主要是由于全球范围内对金融市场放松管制而形成的。这种行为，强化了寿险的储蓄性质，但同时也面临着新的监管风险。在许多国家，税收政策对寿险业有传统的优惠，比如保险人在保单价值累积过程中可以免税，而直至保险人对保单持有人实际支付后才征税，而这一段累积期间通常长达几十年之久。然而，在欧洲的几个国家中，这一优惠税收政策正受到越来越大的压力。

（七）考核寿险公司经营状况的几个重要指标

- （1）收入类：保费收入、投资收入、总收入。
- （2）支出类：保险给付金、总费用和佣金。
- （3）收益类：保单持有人红利、资本收益、实现资本收益后的净收益。
- （4）资产类：现金和投资资产、总资产。
- （5）负债类（包括权益）：责任准备金、资本金、总准备金。
- （6）重要比率。

①营业费用率=营业费用/保费收入，该指标反映寿险公司的经营效率。降低费用率，则增大费差益；

②平均利率=

年度的利息+红利收入/1/2〔年初资金+（年末资金一年度的利息和红利收入）〕

③保费增长率=本年度保费收入/前年度保费收入-1；

④新契约率=本年度新签契约保额/年初有效契约保额；

⑤解约率=本年度解约保额/年初有效契约保额；

- ⑥资本化比率 = 资本 / 总资产；
- ⑦风险调整后的资本比率 = 公司实际资本 / 所需最低资本；
- ⑧资产运用率 = 运用资产 / 总资产。

二、人寿保险公司的风险管理

寿险公司的管理者,为了其稳定经营,必然采取一定的手段进行风险管理。寿险公司风险管理的质量如何,直接影响其信用的高低,寿险公司的风险管理,可以分为以下几个方面:

(一)定价和承保

正如前面所述,在保险业的经营中,是“先有定价,后有成本”。这与一般工商企业的“先有成本,后有定价”的程序恰恰相反,并给保险管理者带来风险。如何对这种风险进行管理,一个比较切实可行的办法就是在定价和承保中采取谨慎的态度。寿险公司在定价中,其死亡率、利率和费率是三个重要的因素。为了降低风险,对上述三种比率要尽可能地估计到其不利的一面,并为恶劣的经营环境作好比较充分的准备。在谨慎定价之后,经营结果是否盈利主要视其他业务的效果,比如节省费用、妥善投资等。谨慎承保也是不可忽视的重要环节,承保过程中对保户标准的松严直接关系到承担风险的大小。如果承保工作不够仔细、谨慎的话,可能会造成承保的保户的质量不高,并有可能造成逆选择。所以谨慎承保也是寿险公司风险管理的一个重要方面。在过去一段时间内,寿险公司一般不把承保过程当作重要环节来对待,但如今在美国,这种情况显然已经变化,在世界其他国家,承保过程都引起越来越多的重视。信用评估也把寿险公司的承保办法作为一个考核的方面。

(二)负债类(包括权益)的风险管理

寿险公司为了确保经营稳定和有竞争力,保持一定的资本规模是必要的。保险公司不断通过各种途径扩大其资本金规模,增大业务范围和种类,是抵御市场风险的一条重要途径。当然规模的扩展是有一定限度的,资本过于膨胀也并非是有意义的事。

确保寿险公司负债的稳定性和可预测性,也是寿险公司进行风险管理的一个重要方面。保费收入、责任准备金是寿险公司主要的负债。只有对负债的变化趋势有清醒的认识,才有可能据此制订出妥善的投资决策和其他经营管理方面的决策。在负债可能发生波动的情况下,保险公司应采取合适的手段,扭转不利的趋势。例如,当通货膨胀时,投保的保户人数减少、金额减少,退保解约率上升,保险公司的负债呈下降趋势,管理人员可以推出保值的寿险产品来扭转这一趋势。

(三)资本/负债比例管理

寿险公司的管理部门保持资本和负债的适当平衡对其公司的信用来说,变得越来越重要。一般理解,负债规模越大,寿险公司出售的产品越多,获利越多。这种理解部分是正确的,但这种看法只看到积极的一面,而忽视了市场极端不利的情况。比如说,尽管寿险公司在考虑三种比率时比较谨慎,但由于某种原因,市场利率下降很大,低于原先预定的利率。结果寿险责任准备金的积累不足以进行对保户的寿险给付,只得从资本金(这里包括总准备金)中拿出部分进行弥补。当负债的规模远远大于资本金的数额时,资本金中所能用于弥补债务的数额相对来讲太少,结果资不抵债,保险公司将面临倒闭的境地。因此,从这个角度

来考虑,资本/负债的比例不宜过低,最少一般在 10%,而在国际保险市场上被认为有信誉的公司,这一比率达到 30%以上。

(四)投资管理

正如前面所言,投资即是收入来源,也是风险之源。因此,要谨慎处理。首先要在投资中保证安全性、流动性和盈利性。在投资方向上,要作适当搭配,比如投资于证券、房地产和贷款的不同方向的金额保持合理的比例。不易把大部分资金投在收益虽比较高,但风险较大的投资方向上。投资于证券时,须对所投证券作合理的组合,以此降低风险。在贷款中,尽量作抵押或担保贷款的业务,降低信用贷款的数额,投资的管理者必须有专业的知识和丰富的经验。

(五)外汇管理

从偿付赔款的角度来看,外汇管理策略将影响保险公司的财务状况。寿险公司大多数对准备金在货币币种上进行搭配,使这部分资产与负债在币种上相适应,降低汇率风险。在投资时,也应注意准备金的负债性质,要投资于合适的币种的债券或其他金融工具上。

(六)套头交易

一个寿险公司可能会在证券管理人向他提供足够的长期投资收益之前,向投保人保证其保险赔付率;或者公司在没有卖出足够的保单之前,可以预先约定投资金额。这是套头交易的两个例子。寿险公司还可以用套头交易来对外汇利润或外汇交易进行保值,降低本国货币收益的不稳定性。但不可过分地运用该项工具,因为这也可能导致公司面临一定的风险。

(七)再保险管理

再保险是保险公司进行风险管理时一个相当重要的工具。寿险保险人通过签订再保险合同,支付规定的分保费的方式,将其所承保风险和责任的一部分转嫁给另一家或多家保险公司。任何寿险公司为了自己承保的业务不遭受巨额损失,可以采取三种不同的分散风险方法:①每笔保险业务以自己所能承担的损失为限。这种限制保额的方法,会使保险公司失去承保大额业务的机会。②对于大额业务与其他保险公司联合承保。这种做法,实际操作时非常不便。③通过再保险。这是现代保险公司普遍采取的风险管理的做法。经由其签订再保险合同,使原保险人可以大胆地积极地开拓业务,承保超过其自身能力所能承担的业务,同时在巨灾发生时,保险公司不致遭受重大损失。对于寿险公司来讲,分保的一大好处是:降低营业费用率,增加运用资金。寿险公司办理分保后,对于未到期责任,可在分保费中扣存未到期责任准备金,同时还有分保手续费收入。由于考虑到管理费用等因素,分保手续费率一般是高于营业费用率的。寿险公司由于通过手续费的收入摊回了部分营业费用,从而降低了自己的营业费用率。另外,寿险公司办理分保后,收到保户的保费和支付分保费时有一定的时间差,这样,可以增加一定的可运用资金。在寿险公司决策分保时,应该考虑的因素有以下几个方面:

(1)选择分保的分入公司。在国际上存在分保市场,有许多公司和集团专门经营或兼营再保险业务,作为寿险分出公司在选择分入公司时,要注意其财务状况和信誉等方面,确保分保得到充分的保障。

(2)选择分保的方式。在分保的具体操作时,有各种方式可供选择,如比例再保险(成分数再保险和溢额再保险)和非比例再保险(分险倍超赔再保险、事故超赔再保险和赔付率超赔再保险)。寿险公司应根据自己所分出业务的性质来选择合适的分保方式。

(3)选择安排分保的方法。安排分保的形式有许多种,如临时分保、合同分保和预约分保等。由于寿险公司的业务种类、特点不尽相同,寿险公司可按其经营的需要安排分保。

(4)分保合同的签订。寿险公司一旦作出决策,要向某再保险公司进行分保,双方要做的一件重要的事情是签订分保协议。这是一个复杂过程。需要双方协商、谈判,认真考虑每一个细节,如责任范围、业务范围、手续费、分保费、准备金的提存方法、赔款处理,等等。在这个过程中,分出公司和分入公司的利益与合同关系重大,任何一点小的疏漏都容易造成分出方或分入方重大责任的承担,进而可能最终导致财务遭受损失。

第三节 非人寿保险公司的信用评估及风险管理

非寿险公司是一个非常广泛的概念,凡是经营非人寿险业务的保险公司都可归属于这类公司。除了传统意义上的非寿险保险公司之外,还可以包括债券保险公司(承保债券的延期或偿付违约的风险)和不动产抵押借款保险公司等,非寿险公司所经营的业务也是多种多样,难以尽述。按我国传统的分类可以分为:财产保险、国内运输保险、海洋运输保险、海洋船舶保险、海洋石油开发保险、航空保险、农业保险、责任保险、信用保险和保证保险,等等。非寿险公司由于所经营的业务与寿险公司相比起来更具有不可测性,因而需对其财务和业务进行详尽地分析,以对某个非寿险公司的信用有清楚的认识。

一、非人寿保险公司的信用分析

对非寿险公司进行信用评估时,在许多方面与寿险公司有相似之处。这也体现了信用评估的一致性。

(一)行业评估

行业的竞争状况,对非寿险公司有巨大的影响。竞争的一个必然结果,就是保险费率下降。在西方的一些国家中,如美国、英国等,其非寿险保险市场竞争非常激烈,这引致保险公司的保险费率下降,与此同时经纪人的手续费大幅度上升,增大非寿险公司的经营成本和财务风险。在美国,许多非寿险保险公司的赔付率超过100%,公司的盈利主要靠投资来维持。这里应注意的是非寿险公司与寿险公司的投资有很大的差别,这将在下面仔细讨论。总之,在信用评估的过程中,首先要根据市场以及监管方面的情况,判断非寿险公司所处的环境是自由竞争,还是垄断竞争或者寡头垄断,然后判断公司在该市场中所处的地位,以及所占的市场份额。在我国,虽然现今市场是一个垄断的市场,中国人民保险公司占市场份额达95%以上,但从发展的角度来看,中国人民保险公司这种优势地位很可能被削弱。因为

根据现在发展的趋势,新的全国性保险公司的成立已经是大势所趋,地方性、行业性的保险公司或互助组织也将大批涌现,外资保险机构继 AIG 保险公司在上海设立分部之后亦将有新的公司涌入。从这些情况来看,中国人民保险公司的市场份额将会逐渐下降,其优势地位将受到削弱。

(二) 组织机构

对于面临评估的非寿险公司,其可能是一个控股公司,或许是一个控股公司下面的子公司。无论是子公司还是控股公司,我们都须搞清公司集团内部的财务关系。比如控股公司是否有权调用子公司或附属公司的资金;子公司或附属公司在多大程度上可以得到其他子公司或母公司的财务支持;子公司是否具有独立法人资格等。我国中国人民保险公司的组织结构是一个例子,既包括省分公司、地区分公司和县级分公司;还有控股的信托投资公司、咨询公司等。省分公司有相对独立的法人地位,但在财务和人事上受制于总公司。分公司与总公司之间可有资金往来支持,但分公司之间却缺少这种联系。在信用评估中,对中国人民保险公司这种组织结构须细致考察其可能对公司财务造成的影响,这是评估考核的一个重要方面。

(三) 公司的业务评估

对于非寿险公司,其可做的业务范围十分广泛,但其实际经营中可能有所侧重,各种业务所占的比例也是不同的。如果赔付率比较稳定、水平适中业务在保险业务中占的比例较大,而赔付率变动无常、可能给保险公司造成极大财务损失的业务比重较小,则该非寿险公司的财务应该说是比较稳定。一般认为农业保险、地震保险、洪水保险、卫星保险等属风险较大的险种,而机动车辆保险、家庭财产保险、企业财产保险是比较稳定的险种。但也不尽然,随着形势的发展变化,有些赔付率比较稳定的险种可能变得不稳定了,而有些不稳定的险种却更容易准确地预测了。比较切实可行的方法之一就是将其某一非寿险公司历史上(过去 5—10 年)的各种业务所收保费占总保费收入的比例计算出来,然后分别计算在该年度各险种的赔付率,这样,就可以对公司未来的状况有一个初步的预测。

(四) 投资评估

非寿险公司一般业务的期限都在 1 年之内,不像寿险公司那样,资金来源的期限比较长。非寿险公司与寿险公司在投资上比较起来,应该更加注重资金的流动性,以备损失发生时,进行及时的赔付。因此,非寿险公司的投资更多地应投向变现能力较强的证券上。对非寿险公司的投资分析也分安全性、盈利性和流动性三个方面,三者任何一方面都不能忽视。投资的方向影响到非寿险公司的资产质量和履行赔付责任的能力。

(五) 财务评估

对非寿险公司的财务分析可以分为以下几个方面:

(1) 总收入和总支出。首先考察非寿险公司的保费收入的大小和增长的趋势,保费收入和投资收入各自所占的比重,保费收入占所处保险市场中保费收入的份额。总支出可分为赔偿金额和营业费用,要考察各自在总支出中所占的比重。在总收入和总支出的基础上,分析当年公司的盈利或亏损状况。要与历史的盈亏状况来比较,分析其是否在不断地改善财务最终结果。

(2)准备金分析。主要分析责任准备金提存是否充分,是与未了责任相一致,总准备金的积存与特大灾害所可能造成的损失是否相适应。

(3)考核其财务稳定性指标。这是衡量一个非寿险公司财务是否稳定、风险是否分散的重要指标。该指标有确定的定量计算方式,在此我们只说明该指标越低越好,越低越表明非寿险公司的财务越稳定。

(4)考核其偿付能力额度。该指标在前面已讨论过。对于一个信用比较高的非寿险公司,其偿付能力也应该是比较高的。

(六)监管趋势

在信用评估中,应该对那些可能对非寿险公司的经营和财务发生影响的监管事实和趋势进行研究。比如市场管理的放松,可能增大竞争的风险;税收政策的变化;规定对第三者责任险赔偿额的提高等。又比如,在我国放松市场的准入是大势所趋,同时很多人也认为降低对保险公司的征税率也势在必行,这将对已经成立的保险公司来讲,会有重大的影响。

(七)实例介绍

下面是穆迪公司对 Wintherthur 瑞士保险公司的信用评估意见。该评估仅适用于保险公司优先保单持有人的债权。

穆迪公司将 Wintherthur 瑞士保险公司的保险财务实力评定为 Aaa 级,这项评级是鉴于该公司在瑞士直接寿险和非寿险业务中所占的市场主导地位,其具有多样性的国际业务以及雄厚的承保和投资管理实力。这一评级还基于对 Wintherthur 控制的由独家代理商和经纪人所构成的推销系统的考虑。

Wintherthur 是瑞士最大的非寿险保险公司,并且它的寿险保险公司——Wintherthur 人寿保险公司,按保险费计在瑞士人寿保险公司中排名第二。该公司通过分支机构和子公司网在欧洲大陆和北美洲国家,以及通过多种形式的联合公司和合伙公司在上述国家和其他一些国家进行业务经营,公司的投资证券质量很高,并且准备金和资本金都很雄厚。我们还注意到公司总的承保结果是稳定的。

Wintherthur 瑞士保险公司成立于 1875 年,现在已是一批在世界范围提供寿险和非寿险服务的保险公司的母公司。我们相信,只要该公司在某些市场上,对于存在问题的部门在其总保险费收入中所占份额保持很少,那么其承保结果是会保持稳定的。

二、非人寿保险公司的风险管理

(一)定价和承保

在世界范围内,由于竞争造成定价下降,最终导致经营亏损(即使考虑到投资收入)的状况并不少见。因此,作为非寿险管理者必须做好两件事:一是制订出符合实际损失率和费用率的保险费率;二是提高承保质量。对于高风险的保险标的,要么放弃该业务,要么提高其费率。通过这两方面的谨慎作法,降低非寿险公司赔付率过高、最终财务亏损的风险。

(二)准备金的提存

非寿险公司为了使自己的财务稳定,必须准确、合理地提存各种准备金。为应付未到期责任,应按科学的方法提存未了责任准备金;为了应付已发生但没有赔付的事故,应提存足

够数额未决赔款准备金;为了应付巨灾损失,非寿险公司应逐年积累巨额的总准备金。进行各种准备金的提存,可使保险公司的资产与所承担的责任相一致。

(三)资金运用

运用资金时,按照投资管理的要求,分散投资方向,做好投资组合,分散投资风险,并根据流动性的要求,使其的变现能力与可能出现的大额赔付相适合。

(四)保额损失率

非寿险公司为保证其财务的稳定,一个重要的工作是降低损失率。为做到这一点,保险公司要积极参与防灾防损工作,比如支援消防队改善设备,支持承保企业改进防灾设备,对防灾工作做得好的保户给予优惠,进行防灾宣传等。

(五)再保险和其他方法

对于非寿险公司来讲,再保险对其财务稳定更为重要。进行再保险,可以使非寿险公司将超过承保能力的保险业务转让出去,同时使保险业务的保险金额比较平均,更适合于大数法则,使赔付率更为稳定,增强财务稳定性。对于非寿险业务,其再保险的筹划有其专门的技术和方法。比如:确定自留额、选择分保方式、进行分保管理等。此外,非寿险公司也可运用套头交易、外汇管理等方法避免风险损失。

第六章 其他金融机构的风险防范和管理

第一节 证券公司的风险防范和管理

一、证券公司面临的风险

证券公司的传统业务主要为证券承销和证券经纪,并不涉及重大的投资风险。进入 20 世纪 80 年代,随着证券公司“商人银行”业务的不断扩展,其中包括商业抵押贷款、不动产投资和其他高风险业务,他们已承担了越来越多的投资风险和信用风险。这种情况的出现,使得人们难以简单地通过分析公司公开发布的财务报表(特别是资产负债表)来准确评估一家证券公司短期的风险状况。

与商业银行和其他以信用为基础的金融机构不同,对证券公司来说,没有可以预示公司违约可能性的标准化比率,如非盈利性资产占股权和准备金的比率、一般资产的回报率等。这表明,证券公司所面临的风险主要是市场风险和业务风险,这些风险变化无常,很难直接衡量。事实表明,证券公司的业务风险主要取决于下列因素的变动:证券业内在的多变性与不可预测性,公司在同行业所处的地位以及各种各样的环境因素。因此,单纯的资产负债分析并不是了解公司风险状况的有效方法,事实上很多公司的资产负债表处于不断变动的状态,在不同的时间往往相差比较大。在这种情况下,从分析公司在整个市场周期中的损益入手,是判断一家证券公司风险状况的一种较好的方法。例如,一家具有相对稳定的交易收益的公司,所面临的交易风险,就比另一家收入变化无常的公司低。这体现了一个重要的原则:收入多样化能增加收入的稳定性,从而提高资产的安全性。

二、证券公司的信用评估

(一)判断其主要业务

对一家证券公司进行信用评估,首先要从对这个公司的业务进行分类入手。一般情况下,零售和机构性的证券经纪业务属于最常见的业务;证券承销的对象可能包括国内和国际的债券和各种股票;交易业务可能包括风险套利、正当套利、柜台交易、交易所交易等,此外,资产管理也是很多公司一项重要的业务。

另外,证券公司其他一些重要的业务还可能包括:证券研究、为企业提供财务咨询的服务(如合并与收购、破产清算、垫头借款、不动产筹资)以及其他一些商业银行的业务。

(二)评估每一类业务的风险状况

在明确了公司的主要业务以后,接着就是从外界债权人的角度评估每一类业务的风险状况。以下所列项目便是分析每一类业务的风险状况时应考虑的重要因素。

1. 市场风险

市场风险是指公司拥有的金融资产的市场价值迅速下降的风险,它是证券公司必须注意管理的主要风险。为评估一家公司的市场风险状况,可以从这些角度来考虑问题:

(1)分析交易收益的变动性。将收益变动性定量化的一个好办法是计算收益的标准差,高的标准差一般意味着较大的风险,反之则是较低的风险。

(2)计算市场风险。很多公司对投资债券的风险进行预测时,使用某种类型的折算方法,比如,将美元债券折算成相应的美国国库券期货、将日元债券折算成相应的日本政府债券期货,这样,就形成了判断债券市场风险的一个共同的分析标准。

(3)监控市场风险。这一过程有时是正规而集中的,有时则不然。一些公司配有建立在实时基础上的追踪其产品风险头寸的计算机系统,另一些公司则使用分批处理的系统,即每天正规地计算一次风险头寸,同时,由高级交易员手工追踪分析一日内的头寸情况。此外,还应注意公司对那些超过其风险界限的交易者采取什么样的措施以及公司获准超过规定风险界限的程序。其中重要的是在全球范围内考查这些问题,同时,注意不同地方的经营者是否具有改变自己风险界限的权力。

(4)自营交易与委托交易的比例。自营交易的目标是通过承担风险来产生收益,因而相对委托交易来说往往风险更大。同时,某些类型的自营交易,例如风险套利,本身就比其他交易面临更大的风险。

(5)对证券头寸进行的保值以及保值是如何与市场风险评估和控制相结合的。考察这些问题可以评价公司业务经营的复杂性及其风险控制的程度。

2. 资本充足性

评估一家证券公司的资本充足性是一个复杂的过程,其中会涉及很多问题,包括:

(1)这家公司是否有足够的资本来承受因一次较大范围的市场冲击而遭受的损失;

(2)这家公司是否有足够的资本在其收入持续不佳的时候能维持自身的存在。

常用的资本与资产比例分析只是回答上述问题的一种方法,原因在于公司面临的市场风险和经营风险并不是与其资产规模或资产组合十分相关的函数。

鉴于此,专家们设计出4种特殊的分析资本充足性的方法,以便较为准确地回答上述问题,他们是:

①现金资本。现金资本是指公司在不能获得短期、无担保借款而又必须保证公司安全的情况下,所要筹集的股本和长期借款的数额。这种必要的长期融资数量是通过计算得到担保的贷款人将提供多大规模的贷款来决定的——这项贷款是以公司的某项资产作抵押的。例如,如果一家公司能够通过抵押市场抵押价值为100美元的债券而迅速获得一笔90美元的贷款,那么它就需要10美元的现金资本来支持这项资产,这家公司总的最低现金资

本需要量是通过汇总各项资产的现金资本需要量计算出来的。在这种概念下,现金资本包括长期债务、股本、正常的应付贷款以及延期的税款,其中特别需要测定公司现金资本中股本所占的比重,在其他条件相同的情况下,超额的现金资本越多,在紧急时刻可能的保险程度就越大。

②风险调整资本。这项资本的计算是以现金资本为基础,加上源于公司市场风险、信用风险及其他风险的资本需要。因此,具有较高市场风险偏好的公司就需要额外的资本,具有较大“商人银行”业务风险的公司也比没有这些风险的公司需要更多的资本,而具有强有力的、稳定的、多样化利润的公司所需的资本量就可以相应降低。

③经济资本。这项资本的计算是以风险调整资本为基础,加上或减去公司隐藏的资产或负债(如低估或高估的“商人银行”投资业务),还要加上公司的特许权价值等项目。

④法定资本。这种资本往往在监管当局审查受监管实体的资本状况时才真正有用。不过一个受监管实体良好的法定资本状况并不一定意味着整个组织(或者甚至这个受监管实体本身)的资本就很充足。

美国的证券交易委员会、英国的证券业协会以及日本的财务部所使用的计算法定资本的方法,相对说来能够较好地测定受监管实体的资本充足性。在美国,附属债券也被视为法定资本,因此,如果一家公司是个附属的债务人,测定其法定资本的充足水平可能就没有多大意义。因此,审查法定资本中股本的比重就显得十分重要。

当然,在各种各样的情况下,公司所需要的资本——特别是股本的估计值是不同的;在这之后,需要将这些估计值同公司实际拥有的资本数量相比较。在条件相同的情况下,公司经过比较后剩余的资本越多,表明债权人得到的保护程度就越大,因此,公司的信用级别也就越高。

此外,还需弄清公司如何把资本分配到各个经营方向中,因为这种分配不仅反映出管理人员对于所经营业务面临的各种风险的认识,而且反映了不同业务对公司战略的重要性。

3. 集资

公司的集资风险与其资本分析是密切相关的。如果公司依赖于信用敏感的集资方式(如商业票据),它就会暴露于可能带来重大消极影响的筹资扰乱的风险中。为避免这些风险,一些公司通过保持未使用的、长期的银行贷款承诺,一些公司则保持能够迅速质押或抵押以换取有担保贷款的资产。为了使这些集资手段行之有效,公司需要对所有这些可供选择的流动资金来源建立一个良好的经营体系,该体系能够使资产的质押或银行贷款承诺的使用得以顺利地、迅速地实现,而不必受制于市场因素的变动。同时,很多公司也通过发行额外的长期债务来减少他们的集资风险。

4. 盈利能力

将“财务比率”作为衡量一家证券公司盈利能力的唯一方法往往是不恰当的,原因在于:首先,资本收益率只是一个很弱的衡量指标,因为它是公司财务杠杆的函数;其次,资产收益率指标也可能导致误解,因为证券公司的收益并不是资产规模严格的函数,比如说,A公司可能获得同B公司一样的利润,但拥有两倍于后者的资产,其资产收益率只是后者的一半。然而,A公司的风险状况也可能只有B公司的一半,因此,经风险调整后的两家公司的盈利

能力就大体相同了。

由于有这些限制因素,为了解一家公司收益的规模和稳定性,最好使用若干衡量盈利能力的标准,并且在一个完整的市场周期中考核这些指标。同时,应该将一家公司的盈利能力与同等的公司作比较,了解它是否与同行业中的其他公司有明显差异;当然,最好是将同类的公司作比较,例如,零售性公司与零售性公司相比、批发性公司与批发性公司相比,这样,会有助于控制那些可能歪曲特定行业的盈利能力的环境因素。

应该注意根据公司的风险偏好考查他们的收益水平,越是激进的公司就越应赚取更高的收益。同时,了解公司所在行业盈利能力也很重要;很多公司都计算这个数据,但很少公开披露。获得有关信息的有效方法是与公司里及行业中的从业人员交谈,并考察公司的收益对零售经纪业务量的下降或利率的下跌作何反应。一般说来,利润来源越稳定、越多样化,债权人得到的保护也就越好。

证券行业具有很高的固定成本,而收入又是易变的,因此,证券公司的盈利水平具有内在的不稳定性。因为证券公司有这样的经营特点,所以有必要了解他们管理成本的情况,分析其固定成本与变动成本的组成、临界收入水平、奖金的作用以及预算的过程等项指标。

5. 市场地位

在所有其他条件相同的情况下,一家公司的市场地位越牢、越稳定,获得的保护水平就越高。市场地位的牢固与稳定程度又依赖于如下因素:

- (1)长期从事证券业务;
- (2)拥有熟练的专业工作人员;
- (3)专有技术与分销系统;
- (4)与重要客户的良好关系;
- (5)获得“一流公司”的声誉。

在对证券公司的承销和股权情况的调研过程中,各种各样的“联盟表格”能够反映公司目前所处的市场地位;在零售业务中,经纪人的数目和生产率水平是公司实力的一个重要标志;在资产管理业务中,管理的资产数量是公司实力的象征;在合并与收购业务中,交易的数目、连贯性及规模,体现着公司的市场地位。由于这些复杂的因素,要衡量公司在交易活动中的市场地位就更加困难。值得提醒的是,公司的市场地位并不一定与其行业的盈利能力直接相关。

6. 相关的信息

以下所列的是在对一家证券公司进行信用评估时,很有用的信息来源:

- (1)公司提交的法定报告;
- (2)公司合并的和未合并的财务报表,未合并的财务报表对控股公司来说尤其重要;
- (3)公司的资本在各种业务中的分配情况;
- (4)公司经营情况的说明性信息,这些信息通常包括在年度报告及公司发布的其他市场材料中;
- (5)其他分析员的报告:包括信用分析员、股本分析员等提交的报告;
- (6)通过与信用分析员、股本分析员及证券从业人员的交谈,可以获得很多有用的信息;

(7)交易公告。

三、证券公司的风险管理

(一)信用风险

证券公司所经营的每种业务中隐含的信用风险,是一个需要十分重视的问题;特别是在公司经营信用风险比较集中的业务(如商人银行业务)的情况下,更需加强其风险管理。

信用风险管理的主要内容包括:

(1)保证金贷款的抵押政策:包括保证金的初始水平和维持水平及抵押品的构成等。比如说,如果公司保证金贷款的一个重要部分仅以单个公司的股票作抵押,就是一种较大的风险。

(2)提供信贷的规模、范围与独立性。

(3)批准新的信贷额度或扩大原来的信贷额度以及审批承销交易的程序等,其中需要注意有关政策的合理性,考查这些政策在实际业务中的运作情况以及新产品的信用风险。

(4)确保公司的信用程序得到实施,其中涉及研究公司内部的稽核政策和监控信贷额度的计算机系统的建设。

(5)商人银行业务的批准程序及其风险控制,因为这类业务的潜在风险高,所以对有关方面的管理、控制就显得特别重要,主要包括:

- ①努力获得有关每笔交易的重要信息;
- ②设立单一风险限额及商人银行业务总限额,并规定突破这些限额的条件;
- ③建立业务审批委员会;
- ④规定过渡贷款的结构及其合同条款;
- ⑤制定过渡贷款的提取计划;
- ⑥决定公司能否按照自己的意愿出售过渡贷款;
- ⑦决定公司能否迫使用户放弃一笔交易中的股权以换取一笔过渡贷款;
- ⑧在由公司承诺一笔过渡贷款之前,决定是否从其他公司获得承担全部或部分过渡贷款的合约承诺;
- ⑨公司组织过渡贷款的辛迪加能力;
- 10为全部或部分安排一笔过渡贷款,要掌握一笔商人银行业务基金;
- 11制定处理有问题的商人银行业务的有关政策。

(二)业务风险

证券公司每天都要进行成千上万笔的交易并转移数额巨大的现金和证券,为迅速而有效地完成这些任务,公司掌握高效率的内部控制系统和信息管理系统成为管理经营风险的重要手段,其主要内容包括:

(1)运用其系统分析失败的实例,研究这些实例是如何发生的、又是在何时、以何种方式得以更正的;

(2)保证其系统硬件、软件两方面的能力;

(3)注意系统的需要与新产品开发相结合;

(4)运用其系统实施市场开发战略及信用风险控制策略;

(5)确立其系统的规模、范围及管理制度。

(三)监管当局的管理

证券公司是证券市场最重要的流通中介机构,为保证证券市场的健康、有序地运作,各国的管理当局都很重视对证券公司、投资银行等机构的管理,其主要内容包括:

1. 注册管理

美国证券交易法规定,所有经营全国性证券业务的投资银行,必须向证券交易委员会登记注册;取得证券交易委员会的注册批准后,还要向证券交易所申请会员注册。只有同时取得证券交易委员会的注册批准和证券交易所的会员资格,投资银行才能进行证券经营活动。证券交易委员会在考虑是否批准投资银行的注册申请时,主要审查的内容有:

(1)投资银行是否有齐全的交易设施和足够的自有资本;

(2)投资银行是否有合格的管理人员;

(3)投资银行能否遵守联邦证券法和证券交易委员会制定的关于证券交易的规章制度。

2. 经营管理

(1)经营报告制度。要求投资银行和证券公司将其经营活动按照统一的格式和内容报告主管的金融管理部门。

(2)纯资本比例制度。这是为防止证券公司进行过度风险投资建立的一项制度。纯资本由现金和随时可变成现金的自有资本构成。美国证券交易委员会规定投资银行的纯资本与其负债的比例,最低不得低于1:15;其他国家也有类似的比例控制。

(3)经营收费最高限额控制。为了防止证券公司在证券代销、承购、经纪和咨询服务中收费过多,人为抬高社会筹资成本,降低证券市场营运效率,各国对证券公司的各种业务收费大多实行最高限额控制。

(4)对投机经营的管理。有证券交易就必然会有证券投机,问题的关键是怎样把证券投机建立在非垄断、非欺诈的基础上。为此,各国对证券公司等中介机构的投机活动都实行严格的监督、管理;有的国家还实行各种比例控制办法,以维护经营的安全与市场的稳定,降低风险。

(5)缴纳管理费制度。除了缴纳注册费以外,证券公司还必须按照营业收入总额的一定比例,向相应的管理机关缴纳管理费。管理费主要用于对投资银行经营活动的检查、监督等方面的行政管理费用开支。

(6)对证券公司违法活动的惩罚制度。证券公司若在经营报告中虚报、漏报,或有隐瞒经营情况,违反经营收费标准和纯资本比例制度,从事不法投机等问题,证券管理部门有权采取行政管理措施或诉诸法律。行政管理措施可包括:限制经营范围、勒令暂停营业、取消注册执照等。法律措施主要是由管理机构通过法庭提起公诉,对违法的有关人员追究刑事责任或民事责任。

(7)保护制度。由于证券公司在业务经营过程中必然会承担一定的风险,因此,各国和各地区陆续建立了证券公司保险制度,以保护公众利益,妥善解决由投资风险引起的破产等问题。例如,美国国会于1970年通过了《证券投资保护法》,建立了保护投资者协会,规定所

有在证券交易委员会注册的投资银行必须成为该协会的会员,并按其经营毛利 5%的比例上缴会费。这笔款项主要用于投资银行遇到财务困难或破产时对客户的债务清偿。

(8)保证金管理。为防止过度地使用和提供保证金信用,各国管理当局对证券公司在证券交易过程中的保证金信用金额加以限制。美国证券交易法规定:证券交易所及其会员从事证券交易所交易和店头市场交易时,要向联邦储备银行缴纳一定比例的保证金。该法还限制证券经纪商向银行借款,禁止承销商承销新证券时在 30 天内对购买该证券的顾客给予借款。

日本有关证券公司的立法规定:证券公司为顾客提供信用进行有价证券买卖和其他交易时,须按规定向该顾客预收不得少于该项有价证券时价的 30%的款项予以寄存。

(9)保全经营的监督和命令。日本有关证券公司的立法规定:贷款或有价证券的借入、受托、贷出或者有价证券及其他财产的保有状况违反规定的健全性准则或有违反的危险时,为了保护投资者的利益,大藏大臣可在必要限度内命令证券公司变更业务方法,在 3 个月以内的期间停止业务的全部或一部分,并委托保管财产和实施其他监督上的必要事项。

(10)有关准备金的规定。日本有关证券公司的立法规定:证券公司当买卖有价证券的收益超过损失时,须按规定提存买卖损失准备金,作为补偿买卖有价证券的损失超过收益的差额,并不得充作其他用途。

证券公司在达到资本金额度之前,应于每一决算期提取收益分配额的 1/5 以上作为收益准备金积累。

证券公司须按照有价证券的买卖及其交易的数量,提存证券交易责任准备金,作为补偿买卖有价证券和其他交易中所发生的损失,并不得挪作他用。

(11)台湾关于证券商的一些规定。证券商的对外负债总额,不得超过其资本净值的规定倍数;其流动负债总额,不得超过其流动资产总额的规定比例。具体的倍数或比例由主管机关分别规定。

证券商的董事、监察人或经理人,不得投资于其他证券商,或兼为其他证券商的董事、监察人或经理人。

证券商办理公司设立登记后,应依主管机关规定,提存营业保证金。因证券商特许业务所发生债务的债权人,对于该保证金有优先受清偿的权利。

证券承销商包销有价证券时,其包销总金额不得超过其流动资产减去流动负债后余额的一定倍数,该标准由金融主管机关确定。

证券承销商在承销期间,不得为自己取得所承销或代销的有价证券。

第二节 共同基金的风险防范和管理

一、共同基金风险概述

共同基金是一种金融中介机构,它们向公众出售受益凭证或股份,以此筹措资金。共同基金通常由基金的股东选举出的受托人委员会管理,该委员会又与投资顾问签订合同,委托其经营这笔基金,包括决定资产的购买与出售、执行各种各样的会计任务等。

共同基金的主要特点是把个人或机构拥有的分散的资金集中起来进行投资,以分散每一个投资者在自行投资时可能遇到的风险;同时,它使每个投资者享受到由专家管理其资金的好处。

从投资者的角度看,他们购买基金的受益凭证或股票只是一种投资选择;基金经营得好,他们可以从中获利;基金经营得不好,发生亏损,他们就会蒙受损失。因此,对投资者来说,投资于共同基金与投资于其他金融工具,除在风险与收益方面的差异外,其他方面没有大的区别。

共同基金有两种基本类型,即“开放式”和“封闭式”。“开放式”基金在进行新的投资时向投资者发行新的股份,并在投资者希望变现他们的投资时偿还其拥有的股份;因此,这种基金在外的股份数目可能每天都有所变化。其股份的发行与偿还都是按照每股的“净资产价值”进行的,即用基金净资产的市场价值除以当时在外的股份数目。“货币市场基金”是一种特殊形式的“开放式”基金,通常投资于短期和信用等级高的债务工具,如商业票据、银行存款或政府债券,同时维持一个稳定的每股净资产价值。相比之下,“封闭式”基金具有固定数目的在外股份,投资者如果想要变现其基金股份,必须寻找另一个愿意购买这部分股份的投资者。出让“封闭式”基金股份获得的金额并不一定反映该基金当时的每股资产市价,同时,这种基金的股份经常在证券交易所进行交易。不过,从信用风险的角度看,“开放式”基金与“封闭式”基金的区别就不一定十分重要了。

共同基金的信用风险主要取决于两个因素:

- 一是基金资产的质量,这一质量的高低直接决定了基金的投资者将要承担的信用风险;
- 二是基金投资顾问的质量,这一质量的高低反映出投资顾问执行基金投资政策、按照股东们的最佳利益从事经营基金资产的能力,从而从另一方面决定了投资者将要承担的信用风险。

二、共同基金的信用评估

对共同基金的信用评级适用于投资者在基金中的普通股投资,这种投资没有到期日、没有约定的偿还价值、也没有固定的红利,因此,对共同基金的评级与对传统的债务评级有所

不同。共同基金评级的重点是放在基金资产的质量(这将有助于投资者决定某个基金的资产质量是否符合他们对信用风险的承受力)以及基金投资顾问的质量上(这将有助于投资者了解投资顾问是否具备执行基金投资政策及按照股东们的最佳利益进行经营的能力)。

(一) 资产质量

我们应该看到,要精确评价一个基金未来的资产组合是不可能的事情,因为这种组合会随着时间的推移而发生变化。不过,很多共同基金的投资政策把允许的投资限定在某个质量范围内(这种质量常常以信用等级表示)。例如,一种基金可能把自己的投资限制在“最高质量”的短期债券上,也可能限制在“投资级别”的债券上,甚至可能限制在位于质量系列另一极端的“垃圾债券”上。

转售协议是共同基金,特别是货币市场基金中最普遍的投资方式。转售协议是一种非常短期(经常是隔夜)的抵押贷款,常被用来为银行和证券公司的库存证券提供资金。由于这种投资方式的期限较短,因而成为共同基金现成的流动性来源。同时,转售协议的担保品常常具备非常高的质量,通常是政府债券或与政府有关的机构的债券。

转售协议信用质量的主要内容包括:

(1) 转售协议对方的信用质量,如银行或证券公司的信用质量;

(2) 担保品的第一担保物权(如留置权)的完善程度,其目的是保证共同基金提供的转售不是一项无担保的贷款;

(3) 与对方议订的主转售协议的运用程序及其法律地位;

(4) 超担保水平的情况。超担保——即抵押证券的当前市场价值高于转售协议金额的部分,其作用在于确信担保品市场价值的迅速波动不会将担保品的市场价值降低到转售协议的面值及应计利息的水平之下;

(5) 第三方在担保品上设置的留置权,即担保品是由对方通过其与第三方投资者之间的转售协议获得的。这种留置权的存在可能会限制共同基金在需要时出售担保品获得清偿的能力;

(6) 对担保不足的补救政策。如果超额抵押的金额降至某个事先议定的维持水平之下,共同基金就可以要求对方提供追加的担保品,以补救这种不足;当然,允许补救不足的时间越长,担保过低的危险性就越大;

(7) 随市清算、补足担保品价值的经常性与准确性。谨慎的共同基金每天都要按照某些报价确定担保品的市场价值,一旦担保不足就要求对方及时补救,以保证有足够的担保水平。

(8) 在对方破产或无力偿付情况下对转售协议的法律处置。有的时候,若对方破产,转售协议会受到特殊的处理,例如,免于担保品清算的自动中止等。

(9) 担保品的保管。其重要的是共同基金(或其保管人)对担保品拥有实际的保管权,以便最有效地保证对担保品的适当控制。

事实上,对共同基金来说,保证转售协议信用质量的最好办法是与高质量的对方打交道,将担保品置于有效的掌握之下,以及保证有一个建立在随市清算基础上的、充足的担保水平。

对共同基金其他固定收入的投资来说(如商业票据、银行存款、中期票据和债券等),评估的标准就是这些资产的级别。在对货币市场基金进行评级的情况下,要使某种货币市场基金达到“最高质量”的级别,则该基金的所有资产都必须达到“最高质量”的级别(在转售协议的情况下,因为多数转售协议没有明确的评级,则要求它们具备相当于“最高质量”的水平)。在对债券基金进行评级的情况下,对资产质量的评估是基于基金资产的最小加权平均信用质量,其中的权数包括证券的票面价值以及已知信用级别时证券的违约发生率。其中,信用级别高的债券,违约发生率的权重就很低,而信用级别低的债券,违约发生率的权重就很高。对债券基金的评级采用这种计算方法,其目的在于最准确地反映当债券基金把其资产持有到偿还期时,可能面临的整体违约情况的风险,而这正是基金的投资者衡量信用风险时,最需要了解的信息。

(二)投资顾问的质量

投资顾问的专业技能及其业绩档案能提供下面一些重要的信息:基金的投资策略和风险制度能否被坚持,基金对未来的机会或严峻形势将作何反应,以及该顾问以受托人的方式,按照基金股东的最佳利益行事的可能性。

为评估投资顾问的质量,应该考查如下几个方面的问题:

- (1)顾问人员的专业经验和专业知识水平;
- (2)顾问信用研究部门的老练程度与独立性;
- (3)涉及监管、会计和检查方面的有关事项;
- (4)顾问内部审计,检查部门的规模、结构、质量与独立性;
- (5)顾问内部管理信息系统的广度、深度与及时性;
- (6)顾问的财务状况;
- (7)顾问经营系统、政策体系以及内部程序的质量;
- (8)基金受托人委员会的构成——该委员会通常包括顾问的一些雇员。

三、共同基金的风险管理

(一)基金资产的风险管理

基金资产的风险管理主要包括以下几个方面:

1. 选择证券组合的类型

一个基金所投资的证券可以只包括普通股票,或只包括优先股票和债券,也可以用平衡方法组合这些证券。尽管全部持有债券的基金可能比全部持有普通股股票的基金更带有投机性,但一般来讲,由信用级别较高的证券或平衡分配组成的基金,其投资目的比全部由普通股组成的基金更着重于收入和价格的稳定性,因而风险也就更小一些。

2. 掌握证券实际分散化程度

基金资产的分散化程度用该基金所持证券的发行公司数以及基金的证券总值中不同发行公司和部门的分配百分比来衡量。每个基金都有自己的分散化政策,如果基金的主要目标是经常收入的稳定性,则会在投资政策上采取较大程度的多样化;而那些只单纯投资在一个部门的普通股票上或具有特殊要求的基金,其分散化程度就有一定的限度。

3. 控制证券组合的质量

投资的分散化也体现出证券组合质量的高低,只选择优级证券,只选择投机性证券,或是二者结合选择,分别代表了不同的风险程度。

4. 掌握基金充分投资的程度

基金的投资政策同样也反映其充分投资的程度。如果基金注重取得经常性收入或追求高的资本利得,往往把资产全部投资于某种有价值证券,从而面临较大的市场风险及信用风险。有些基金可能依据对金融市场前景的判断,经常在短期票据、债券和普通股股票间转移,从而降低了基金总的风险水平。

5. 投资目标的选择

如果基金的投资目标注重资产的收入,则会选择一些防守性的证券,取得稳定的股息收入;如果注重资产的增值,则会选择进攻型证券,取得买卖利润和长期资本增值。这两种不同的选择将涉及不同的风险程度。

6. 香港对于基金资产管理的各项规定

为保护共同基金的投资者,很多国家和管理当局都对基金的投资进行了一些限制,目的是控制风险,保证基金的稳健经营。当然,对于基金的投资限制,各国和各地区有不同的规定,现以香港为例加以考察。

(1) 投资分布的有关规定:

①基金如果持有任何单一发行人发行的证券,则该基金所持有的该种证券的价值,不可超过该基金总资产净值的 10%;

②基金持有的任何单一发行人发行的任何类别的证券数量,不可超过该证券数量的 10%;

③基金如果持有并非在认可市场上市或挂牌的证券,则其所持有的该类证券的价值,不可超过该基金总资产净值的 15%;

④基金最多可将其总资产净值的 30% 投资于同一种发行类别的政府及其他公共证券之上;

⑤基金可将其全部资产投资于最少 6 种不同发行类别的政府及其他公共证券之上;

⑥基金可投资于认股权证及期权作套利之用;

⑦除上述 a 款外,基金投资在非用作套利的认股权证及期权的价值,不可超过其总资产净值的 15%;

⑧禁止提供空头期权;

⑨提供证券投资组合的买入期权,以行使价格来说,不可超过该基金总资产净值的 25%;

10 基金可为套利而订立金融期货合约;

11 除第九条外,基金可以并非为套利而订立期货合约,但就所有未到期的期货合约来说,该类合约价格的总净值,不论是须付给该基金或由该基金支付,连同以下第十一条所规定持有的投资的总值,均不可超过该基金总资产净值的 20%;

12 如果基金持有实物商品(包括黄金、白银、白金等)及以商品为基础的投资(从事商品

的生产、加工或贸易的公司的股份除外),则所持的实物商品及以商品为基础的投资价值,连同根据第十条所规定持有的投资净总值,不可超过该基金总资产净值的 20%;

13 基金如果持有其他基金的单位或股份,其总值不可超过基金本身总资产净值的 10%;此外,该类基金不可以明文限制的投资为主要投资;如果该基金以受限制投资为主要投资,持有该类基金也不可违反有关的限制规定;

14 即使第十一条另有规定,基金可将其全部资产投资于某单一基金,则要求:

所投资的基金必须已获得监察委员会认可;契约文件说明该基金是其所投资的基金的直接基金;直接基金不可借进超过其总资产净值 10% 的款项,并须限于将借款用作应付赎回要求或支付营运费用。

15 基金不可投资于任何类别的地产(包括楼宇)或地产权益(包括期权或权利,但不包括地产公司的股份)。

(2) 买卖的限制。

① 如果卖空会引致基金有责任交付价值超过其总资产净值 10% 的证券,则不可进行卖空。

② 拟卖空的证券在准许进行卖空活动的认可市场,必须有活跃的交易。

(3) 对借款的限制。

① 如果事先未获保管公司书面同意,基金不可进行放贷、承担债务、进行担保、背书,或直接或偶然地为任何人士的责任或债项承担责任。

② 基金不可取得任何能使其承担无限责任的资产。

(4) 对投资在董事和高级人员拥有利益的证券的限制。如果经理公司任何董事或高级人员拥有一家公司或组织的任何类别的证券,而其票面值又超过该类别全部已发行证券票面总值的 0.5%,或经理公司的董事及高级人员总共拥有的该类别证券,其票面价值超过全部已发行证券票面总值的 5%,则有关基金不可投资于该类别的证券。

(5) 对未缴款和已部分缴款证券的限制。如果证券有任何未缴款项需通知清缴,则基金的投资组合不可将此类证券包括在内;但有关此类证券的催缴款项可由基金投资组合,用现金或近似现金的资产全部清缴者除外。

(6) 借进款项的限制。基金不得借进超过其总资产净值 25% 的款项(其中资本市场基金不得超过 10%)。

(7) 对雨伞基金(这是在一个“母基金”下,再组成若干“成分基金”的基金,它允许投资者根据情况变化,把投资从一个成分基金转移到另一个成分基金)的限制。成分基金投资在任何单一发行人所发行的任何类别的证券的集合投资总额,不可超过该类证券总数的 10%。

(8) 对违反投资限制的补救措施。如果出现违反投资限制的情况,经理公司的首要目标是在合理的时间内,采取一切必要措施进行补救工作,并且须适当地考虑持有人的利益。

(9) 如果基金的名称显示某个目标、某个地区或市场,则该基金最少须将其非现金资产的 70% 投资于可反映该基金所代表的某个目标或某个地区或某个市场的证券及其他投资之上。

7. 我国对于基金资产管理的有关规定

我国深圳市规定基金的保管公司和经理公司必须遵守信托契约的条款以及下列约束条件：

- (1) 不得从事证券承销业务；
- (2) 不得从事信贷业务和提供借款担保；
- (3) 不得从事承担无限责任的投资；
- (4) 不得从事信用交易；
- (5) 不得在同一经理公司下的基金间作证券交易；
- (6) 不得投资于其他信托基金的受益凭证；
- (7) 不得投资于与保管公司或经理公司有利害关系的公司证券；
- (8) 投资于某一上市公司的股票不得超过该基金净资产价值的 10%；
- (9) 投资于某一家公司的证券不得超过该公司总股份的 10%；
- (10) 主管机关规定的其他投资限制。

(二) 投资顾问和经理公司的风险管理

投资顾问和经理公司与基金的信托资产有直接的信托责任，负责基金具体的投资管理与日常操作，他们的质量高低直接关系到基金的风险程度。为保护投资者利益，需要控制基金的信用风险，因此，各个国家和地区都对投资顾问和经理公司应具备的条件进行了规定。虽然这些规定的具体内容不尽相同，但通常都要求依照该国和地区的证券投资信托法规，由政府的证券交易管理部门进行审核，审核的内容包括：公司是否具有一定的资本实力和良好的证券经营业绩，是否具有经营管理基金的专门人才和良好的投资计划等。审核合格并取得核发执照者才有资格作为投资顾问和经理公司受理基金业务。

香港规定，基金公司和投资顾问必须符合以下条件：

- (1) 公司的主要业务为基金管理；
- (2) 公司有能力动用足够的财力去有效处理业务及承担债务，尤其是该公司的发行和实收资本及资本储蓄最少须达到 100 万港元或等值外币；
- (3) 公司贷出的款额不能占其资产的重大比例；
- (4) 公司在任何时候都要维持正资产净值。

第三节 房屋互助协会等金融机构的风险防范和管理

一、房屋互助协会面临的风险状况

房屋互助协会是专门为住宅购买者提供住宅抵押贷款的互助性储蓄机构。进入 20 世纪 80 年代，商业银行的抵押贷款业务范围得到了很大的扩展，从而对房屋互助协会的业务领域构成了直接的挑战。与此同时，一些国家和地区放松管制的措施又鼓励了房屋互助协

会进入新的业务领域,这样一来,房屋互助协会与零售银行业务间的差别可能变得不那么明显了。

目前,在英国具有全世界最大规模及最成熟的房屋互助协会,协会是国内抵押贷款市场的主要推动力量,在个人储蓄部门也有着重要的地位。在历史上,由于房屋互助协会专门从事住房融资,因此,它是只有单一产品的金融机构。不过,在1986年英国开始部分放松对房屋互助协会部门的管制之后,协会已开始经营多种新的零售型业务,其中包括:提供不动产代理、出售保险及零售无担保贷款等。同时,他们还不断加入到商业抵押贷款及不动产开发的融资活动中。尽管如此,房屋互助协会所提供的产品范围仍然比商业银行或综合性储蓄银行的产品范围窄得多。

房屋互助协会通过大规模的分支机构网及中间机构筹集到的“股金帐户”,即散户可随时收回的储蓄存款,成为协会抵押贷款的传统的集资来源。在英国,协会至今仍然是个人储蓄最重要的接受者。近几年来,为了在发放新的抵押贷款时补充零售储蓄资金的不足,他们已获准从银行及国内、国际金融市场上筹集批发资金。作为互助性机构,房屋互助协会没有股权资本;其自有基金仅由未分配盈余组成(红利是从来不发放的)。大的房屋互助协会也用附属债务来补充其资本基金,同时用其他形式筹集资本的想法目前也在考虑之中。

房屋互助协会面临的信用风险主要是住宅抵押贷款的借款人违约的风险;对于有政府抵押保险机构保险的抵押贷款来说,风险极小;对于有私人保险机构保险的抵押贷款来说,风险的大小取决于私人保险公司的信用评级情况;对于无保险的抵押贷款来说,风险的大小取决于借款人的情况,包括其收入情况、经营能力、资本大小、事业的前途和稳定性等。

二、房屋互助协会的信用评估

对房屋互助协会的信用分析着重于对协会机构实力的评估,主要包括:

(一)监管环境

监管环境,即监管协会业务的有关法律、法规及条例等,这些法律文件规定了协会的筹资来源、业务范围、资产管理等。信用分析的重点要放在协会充分利用这些法律的程度及掌握使其风险最小化的控制系统的程度。

(二)当地及国内抵押借贷市场的发展趋势

因为协会的盈利状况很大程度上依赖于抵押市场的活跃情况,所以,这一指标成为信用评估的一个重要因素,主要包括:

- (1)居民拥有住宅的水平及发展趋势;
- (2)新住宅建筑开工数;
- (3)住宅价格的变化;
- (4)消费者人口统计。

同时,其他一些更宏观的经济指标也可能为住宅需求的发展趋势提供重要的信号,如通货膨胀率、利息率、就业水平、国家或地区重要经济部门的盛衰等。

(三)个人储蓄的发展趋势

因为个人储蓄代表了协会抵押贷款的主要资金来源,所以,个人储蓄的全面增长可能促

进零售抵押借贷市场的扩大;反之,个人储蓄的下降又可能迫使协会暂时中止提供新的抵押贷款。作为个人储蓄的替代,协会可能试图通过批发集资来筹措资金,或通过提高利率增加零售帐户对顾客的吸引力;这两种情况都可能加大筹集资金的波动性。

(四)提供产品的市场份额

(1)不同抵押产品的市场份额与预期的协会主要市场中住宅购买者需求倾向的比较。通过考查协会提供的抵押产品系列,能够获得有关该协会保持或提高其市场份额的重要信号。不同的抵押产品对协会的资产质量会造成不同的影响,比如大规模地提供所谓“递延利息抵押贷款”(这种贷款有助于缓解利率上升对借款人的冲击),就会对协会的资产质量带来消极的影响。

(2)协会在个人储蓄市场中所占的份额。主要包括储户的地区分布与社会经济类别,储户的稳定性以及协会能够监控储户风险状况与盈利能力的程度等。

(五)竞争情况

(1)来自抵押贷款市场中其他金融机构的竞争;

(2)来自房屋互助协会本部门内的竞争。

(六)特许权价值

鉴于提供住宅抵押贷款仍然是大多数房屋互助协会的主要业务,信用分析应着重于以下几个方面:抵押产品的范围、抵押贷款的价格策略、提供新抵押贷款的渠道(即经由协会自己的分支机构或通过代理人与中间机构)。同时,对协会经营的其他形式的贷款业务也应加以考查,包括建筑与土地开发融资、非住宅抵押贷款以及无担保贷款等。

(七)经营战略

评价协会的经营战略可以说是分析协会风险状况最重要的方面之一,这常常是通过与协会高层管理人员的讨论进行的。评价其经营战略的主要因素包括:

(1)经营战略需要大量额外花费的程度及其对协会盈利能力的影响(包括短期和长期的情况);

(2)从协会的经营业绩看,成功实施这一战略的可能性;

(3)经营战略对协会总体风险状况的主要影响。

三、房屋互助协会的风险管理

(一)资产构成和资产质量的监控内容

(1)协会的住宅抵押贷款组合:包括抵押品类型、贷款金额与抵押品价值的比例、首次购买者的比例、平均期限与合同期限的比例、住宅价格、住宅已使用的年限、平均贷款额、地区分布以及净贷款水平等。

(2)担保过程、后续控制和贷款审查过程:包括抵押“欠款”(即逾期贷款)的水平、协会贷款损失准备金政策、没收财产的水平以及冲帐数额等。

(3)协会的其他贷款组合:包括建筑开发贷款及无担保贷款。这些贷款比传统的抵押贷款风险更大,其中商业不动产贷款(特别是大规模贷款)、消费贷款及其他类型无担保贷款的资产质量出问题的可能性更大。

(4)重要指标的内容:

①每一类主要资产(总额包括住宅抵押贷款、非住宅担保贷款和非担保贷款)占总资产的百分比;

②一些风险更大的资产,如商业不动产贷款等占贷款损失准备金和资本额的百分比;

③贷款损失准备金、欠款、冲帐额等占商业资产的百分比。

(二)集资情况的分析与监管

(1)个人储蓄的有关指标:包括偿还期、利率、规模、产品类型、波动性及新存款与转期存款的比例等;

(2)批发资金的有关指标:包括批发集资占总集资的百分比、批发集资占商业资产的百分比、批发集资的结构及其对利差和波动性的影响等。

(三)资产负债管理和财务经营

(1)利率不匹配风险与期限风险的控制管理;

(2)财务经营:其中包括流动资产的管理、通过负债管理实现保值和盈利最大化以及风险管理(如运用互换、保值手段等);

(3)重要的规定指标:

①流动性指标,即流动资产占总资产的百分比;

②资金来源的稳定性指标,即住宅抵押贷款与股金存款的比例。

(四)准备金和其他资本来源的有关规定

由于到目前为止还不允许房屋互助协会通过发行股票来筹集资本,因此,准备金的水平对协会来说就显得十分重要。衡量准备金水平的重要指标有:

(1)资本准备金占总资产的百分比;

(2)资本准备金加附属债务占总资产的百分比。

(五)盈利来源和获利能力的指标

协会盈利的主要来源是提供抵押贷款的净利息收入,这部分收入受到众多因素的影响,包括批发集资的增加、零售集资利率的提高及市场价格的变动等。此外,那些“基于收费”的收入也成为协会盈利的重要来源,这部分盈利的状况及随着时间推移的持续性是决定其稳定性的重要因素。其中资产的收益(按税后收入占平均总资产的百分比计算)是协会获利能力的重要指标。

(六)管理费用指标

随着协会经营业务的多样化,管理费用往往呈上升趋势。一项强有力的多种经营战略在产生新的收益之前,常常会使管理费用大幅度增长;同时,协会为配合发展日益广泛的产品系列所设立的广阔的分支机构网,也加大了管理费用。在住宅市场下降的周期里,这部分费用的增长会使协会的经常开支水平以高于收入水平的速度上升。其重要指标包括:

(1)管理费用占平均总资产的百分比;

(2)管理费用占未扣除经常开支前的经营收入的百分比;

(3)费用的增长率。

四、信托投资公司的风险管理

(一)机构的管理

信托投资公司设立必须具备下列基本条件：

- (1)确属经济发展需要；
- (2)具有符合规定的最低限额实收货币资本金；
- (3)具有合格的业务管理人员；
- (4)具有完善的组织章程；
- (5)符合经济核算原则。

(二)资本金管理

资本金是反映公司实力和最终偿债能力的重要经济指标,为了保证客户的财产安全,信托投资公司必须拥有最低限额的实收货币资本金;同时,自有资本金还需随着信托业务的发展不断补充,补充的来源一是发行股票,二是从每年的利润中提留一定比例。

实收资本金必须达到注册资本金规定的限额,二者不一致时,须限期补齐。

(三)人员管理

业务公司部门的负责人中,熟悉并从事有关业务一定年限的人数应达到一定比例;业务工作人员中熟悉并从事有关业务一定时间的人数也应达到一定比例。

(四)业务管理

日本信托业法对信托公司的业务管理主要有如下规定：

(1)信托公司不得承受下列以外的财产信托。

- ①金钱；
- ②有价证券、金钱债权；
- ③动产；
- ④土地及其固定物；
- ⑤地上权及土地租借权。

(2)信托公司除下列方法外,不得运用其业务资金。

- ①公债、公司债以及股票的应募、承受或买入；
- ②以公债及前面所列其他有价证券为质押的放款；
- ③买入动产以及以动产为担保的放款；
- ④买入不动产；
- ⑤以不动产或以依法令设定的财务为抵押的放款；

⑥对公共团体、农业协同组合、产业组合、消费生活协同组合或生活消费协同组合联合会之放款；

- ⑦向银行、邮局的存款；
- ⑧买入银行或信托公司已承受的票据。

信托公司在其缴足资本总额之前,每个决算期须以金钱信托利益分红额的 $\frac{1}{5}$ 以上充作利益准备金。

第七章 国际金融机构的风险防范及管理

国际金融机构,是指由各成员国联合成立的,致力于支持成员国经济增长,促进本地区及全球经济发展和经济合作的多边金融机构。大体上可分为进行长期项目贷款和投资的国际开发银行和具有欧共体预算支持并享有一定征税特权的欧洲国际金融机构。

多年以来,国际金融机构一直保持了最高的信用评级,这是与它们的特殊地位、资本构成、经营宗旨及稳健的金融管理分不开的。然而,经营环境的变化和业务的逐步扩展,使它们在管理中面临一些新的问题。特别是 80 年代的债务危机,不仅对西方商业银行造成巨大的影响,而且涉及到了国际金融机构。主权风险分析引起了主要以主权国家为贷款对象的国际金融机构的极大关注。另外,各国经济金融管制的放松和经济一体化对宏观经济环境造成的影响,使得风险管理在多边金融机构的金融管理中日益占据了突出的地位。

与一般跨国经营机构不同,多边金融机构的资本金为成员国认缴的股本,在地位上具有国际合作性质;在经营宗旨上不以盈利为目的,而意在为成员国发展经济提供资金支持,促进资源的国际间合理配置,资产中以项目贷款为主,表外业务较少。这些特点决定了国际金融机构的信用评级结果和风险分析、风险管理的侧重点。

第一节 国际金融机构的信用评估

国际金融机构的特点决定了它的信用级别。国际金融机构除了业务经营的国际性,还具有一种超国家的职能,它们作为一种高级的国际间合作形成的金融机构,由众多主权国家支持,致力于为发展某一地区或某类部门的经济提供融资。因此,在对这些金融机构进行信用评估时,不仅要考虑其经营策略及其风险管理能力和盈利能力,更要着重分析成员国对它们的各种政策、资金、政治上的支持和其资本组成情况。

下表列示了穆迪公司对国际金融机构进行信用评级的结果。

表 9.7.1 穆迪公司对国际金融机构的信用评级

机构名称	长期		短期
	优先	次级	
国际开发银行			
非洲开发银行(AFDB)	Aaa	Aa1	—
亚洲开发银行(ASDB)	Aaa	—	p—1
世界银行(IBRD)	Aaa	—	—
泛美开发银行(IADB)	Aaa	—	—
国际金融公司(IFC)	Aaa	—	—
欧洲跨国机构			
欧洲社会发展基金委员会(CESDF)	Aa1	—	p—1
欧洲铁路融资公司(Eurfima)	Aaa	—	p—1
欧洲原子能委员会(Ettrotom)	Aaa	—	—
欧洲煤炭钢铁委员会(Eocsc)	Aaa	—	—
欧洲经济委员会(EEC)	Aaa	—	—
欧洲投资银行(EIB)	Aaa		p—1
北欧投资银行(NIB)	Aaa	—	p—1

从经营的总体情况来看,近年来各国际开发银行的工作环境不太理想,但它们资产组合的质量仍然比较好。这此组织的贷款有拖欠情况发生,但并没有重新协定期限。各国际开发银行从未宣布过贷款损失,而且拖欠并没有影响到它们的金融状况。相比而言,几个欧洲金融机构的经营环境稳定些,资产组合的质量也良好,发生的贷款拖欠要比国际开发银行少,但也发生过几次贷款损失。1987年北欧投资银行宣布它对挪威政府所有的公司贷款遭到损失,但这些贷款并没有严重影响到该银行贷款资产组合的信用等级。实际上,该银行还回收了一部分已冲销的贷款。除了经营策略稳健等原因,这些国际金融机构之所以能保证贷款得到偿还,是因为有一些特殊的原因。

一、国际开发银行具有优先债权人的地位

这一地位是通过债权人和债务人共同达成的协议确定的,协议表明:相对于其他债权,如商业银行的贷款,这些金融机构的债权要优先予以偿还。尽管近年来一些国际开发银行

的贷款拖欠时有发生,但这种协议一直执行得很好。大多数国际开发银行对贷款被全部归还还有较高的期望,尽管它们为贷款提取了贷款损失准备金,但它们并没有冲销贷款的计划。国际开发银行和各借款国之间的特殊关系,使借款国都表示愿意及时还款,尽管有些拉丁美洲国家和非洲国家的经济还有相当的困难,但它们仍然认真执行借款协议,以下因素为这种关系作了进一步解释:

首先,借款成员国是该组织的股东,因而乐于合作。偿债违约将意味着它对其他成员国不履行诺言,而坚持对国际开发银行还款,会使它们保持良好的融资渠道,并以低成本取得借款。

其次,国际开发银行的贷款或投资项目能对借款国经济发展和社会进步提供有力支持,而且借款项目往往是列入一国总体投资计划的项目。每笔贷款都经过政府的仔细审查,借款人一般是成员国政府或该国的公共、私人实体且由成员国政府或地方政府提供担保。但各组织的借款法定限制不一样。例如,国际金融公司的全部贷款都是针对发展中国家的私人企业;再如,亚洲开发银行有一部分贷款是给予无须政府担保的私人企业。世界银行的章程规定贷款必须有政府担保,非洲开发银行和泛美开发银行的贷款可以不要政府担保,但也有关于政府担保的规定。

再次,这些国际金融机构除了向借款国提供贷款,还提供了各种技术援助、赠款和政策建议,许多建议都分别被各国政府采纳了。因此双方之间的关系已超过了一般的债权债务关系。

再其次,国际金融机构贷款总额占一国的外债总额比重并不高,因而双方都对贷款的偿还还有足够信心。

优先债权人地位对于欧洲的国际金融机构并不十分重要,因为它们的经营环境较稳定,而且欧共体对这些机构提供预算支持,这为它们的信用提供了重要保证。

二、资本构成

国际开发银行的资本增加主要依靠成员国定期提供的补充资金,还从占相当比例的非借款成员国得到巨大的资金支持。这种补充资金和待催缴资本或抵押资本是资本构成的重要形式。各成员国的政治担保也是一项重大支持。总之,国际开发银行的信用能力关键取决于成员国的支持。如果成员国都决定不维护自己的信用质量了,那么提供待缴资本的能力将产生问题,对总资本增加的延误将限制国际开发银行的贷款扩张能力。因此,不能只从这些机构本身去分析其风险程度,而要看其背后的支持状况是怎么样的。例如,泛美开发银行的高级官员对贷款审批程序存在争议,以致耽搁了其近 3 年的资本增加,限制了其贷款工作的进行,使其贷款风险增加。

国际金融机构的资本基本为成员国认购的股份,分为实缴资本和待缴资本,待缴资本是其信用能力提高的重要因素。总资本中的大部分是待缴股本,只是当机构无法以其他通常渠道筹集款项来支付债务和担保时才利用。待缴股本是成员国的十足信用担保债务,如果国际金融机构需要这部分资本,将按照各成员国的认股比例催缴股本。成员国之间的义务是独立的,如果成员国不能按时缴付,机构将再次甚至多次催缴,直至缴足为止。另外,也不

允许任何成员国缴纳多于其催缴资本的总量。

测定国际金融机构的资本充足性时,首先将可利用资本与风险资产相比较。可利用资本包括机构持有的且以可自由兑换货币形式存在的实缴资本和待缴资本,外加机构的所有储备。只有国际金融公司例外,其资本都是实缴资本。风险资产是指对信用级别在投资级以下的国家的贷款。有时候,还利用到一种广义的可利用资本,其内容是再将 Aaa 与 Aa 级的国家的待催缴资本加进去。这个比率值越高,该国际金融机构的资本基础越雄厚。1989 年底,亚洲开发银行的可利用资本与风险资产比率为 92.7%,世界银行为 28.6%。这一比例远远可以满足巴塞尔协议的要求,说明国际金融机构有充足的资本实力进行贷款扩张,同时,资本/资产较高也反映了这些机构稳健的经营策略。

优先债权人地位和充足和资本是国际金融机构信用级别高的两个重要决定因素,是各信用评估机构必然加以考虑和仔细分析的方面,同时对一般金融机构进行评估一样,信用评估机构还将考查这些国际金融机构的金融管理和风险管理能力,这就是以下两节所要详细说明的内容。

第二节 国际金融机构的风险类型

风险识别是风险管理的前提。作为一个筹资与投资中介,国际金融机构面临的风险,也可以从其产生的来源一般地分为违约风险、流动性风险、市场风险(又称价格风险,包括利率和汇率风险)。其中一些风险在国际金融机构的经营中显得十分突出。

作为国际开发银行来讲,国际金融机构的贷款对象主要是政府或有政府担保的企业,贷款的还款保证不仅取决于项目本身,还在很大程度上取决于政府的偿债信用。因此主权风险分析和管理是整个风险管理中最为重要的内容。

由于流动性风险、利率风险已在其他章节作了介绍,所以本节着重介绍主权风险(国家风险)分析和汇率风险分析。

一、国家风险

国家风险是指国际经济活动中由国家主权行为引起的可能损失。

国家风险评估实际上是讨论国际违约可能性,因而国家风险实际上是违约风险,只不过违约的对象是主权国家或政府。

国家风险主要表现在以下两个方面:①国家政治、经济等问题引起的风险。由于国家政局的动荡、政治体制和经济体制的改革、国家政策的变化;由于各种社会问题和经济利益冲突引起的动乱、战争等;由于国家经济周期的变化、出口下降和进口增加、政府财政支出与税收的变化、通货膨胀、利率和汇率的变化;以及由于市场供求关系的变动而带来的投资风险。②自然环境变化而带来的风险。由于一国遇上了人力不可抗拒的自然灾害,如地震、特大风

暴和洪水、火山爆发等,也属于国家风险。

国家风险评估就是要分析以上各方面因素对一国中央银行(或中央政府)偿还外债的意愿和能力的影响。一国政府可能因为在国内拥有的种种权力,对本国国内债务的偿还能力被毫无疑问地评为 Aaa 级,但其偿还外债的能力却不因同样有这些权力而得以确认。另外,一国的国家外汇风险信用等级或国家风险等级形成了一国企业对外发债的信用等级上限。这是因为,至少部分地因为所有的外汇偿还都要经过银行的汇兑结算机制,处于中央银行的控制之下,当情况严峻时,中央银行有权采取紧急措施,将公共部门及创汇私营部门的外汇收入集中,并严格控制资本的流动。同时,政府还可以通过贸易政策及其他金融、税收、会计手段,限制境内其他法人的外债水平。实际上,其他借款人的信誉必然依赖于政府提供的诸多条件,如一国的政治结构、基础设施、法律体系、管理水平、政策的稳定等等,以保证借款人得到贷款并予以按期偿还。

(一)国家风险分析的方法

在实践中一般采取特尔菲法、幕景分析法、计量模型等方法评估国家风险,另外常见的方法还有:

1. 核对清单法

即将有关指标依其对一国对外信用的重要性赋予权数,然后加权平均,求出分数。有关指标主要有:数量指标、比例指标、等级指标,其中前两者用于定量分析,后一种用于定性分析。数量指标主要反映一国基本经济情况,包括 GNP 大小、财政赤字规模、通货膨胀率、国际收支总额等。比例指标主要反映外债负担情况,即各种外债负担率等。等级指标用于对政治、社会因素的分析,它首先将国家的风险程度分成几个等级,从风险最小到风险最大进行排列,在对一国的政治社会因素作出综合分析后,对该国政治与社会的稳定作出估价,判断该国的风险程度属哪一等级,得出的指标作为最终估计国家风险的参考。这种方法要求长期、系统地收集资料,并须与其他方法配合使用,以保证良好的综合分析结果。

2. 政治经济风险指数

许多咨询机构目前制订出一些加权国家风险指数,供进行主权贷款的国际经营机构参考,它们有:

(1)富兰德指数。由美国商业环境风险情报所提供,综合反映政治和经济环境风险,以 0—100 表示,指数越高,风险越低。

(2)国家风险国际指南。由美国纽约国际报告集团编制。该指南包含政治、金融、经济三部分,分别占 50%,25%,25%。指数越高,风险越低。

(3)《机构投资者》杂志国家风险等级表。

(4)《欧洲货币》杂志国家风险等级表。该杂志通过分析经济表现、政治风险、债务指标、拖欠及重新安排债务数额、信用等级、国际融资能力等指标来评估国家风险。

目前,对国家风险分析用得最广泛的方法是核对清单法和结构化定性分析法的结合,这种结合能够充分利用所有信息,使国家风险分析具有一定的客观性,能较好地进行国家之间的比较,并反映集团、政治组织结构、社会危机的形成途径及演变,等等。尤其重要的是制度经济政策的决策机关的组织方式。如中央银行相对于财政部的独立性,以及对收入政策、工

资政策、福利政策产生影响的组织力量如何。

其次,要研究社会行为,研究社会形式的动态变化。社会经济生活中,国家政策的作用将越来越重要,它们对资源的再分配、经济的增长产生重大影响,因此,必须注重对国家政策的分析,并要推测社会公众对国家制定的各项政策的反应,这些行为将影响政府政策的传导,及最终效果。

(二)政治因素分析

1981年3月,波兰政府宣称无力偿还到期外债本息,给西方银行发出危机的信号。1982年,墨西哥政府宣布无法偿还债务,紧接着巴西、阿根廷、委内瑞拉等拉美各国纷纷效尤。这一债务危机对西方银行冲击很大,引起了国际金融界对风险管理以及主权风险评估的重视。人们注意到,许多国家采取紧急措施并不是由于严重的经济衰退,而是出于对政治、社会等因素的综合考虑,如无法实行紧缩政策,担心引起政治动乱和公众丧失对政府的信心等。所以,在分析国家风险时,政治因素是至关重要的。

1. 应考虑政治体系是否能推动经济增长

法律机制是否促进有效投资,增加有效产出;财政政策及管理法规是否阻碍商品、劳务、资本的流动与配置,等等。国家在不利的条件下,如何制定政策等。

2. 政治对经济管理的影响

这包括政府的用人制度能否保证一批高素质的官员高效率地管理经济,关键的经济决策机构多大程度上受政治因素的影响,决策的连续性是否不受领导人更换的影响。

3. 国际政治关系对国际经济关系的影响

如各种由政治原因引起的贸易制裁,以及因政治原因结成的经济联盟,等等。

(三)基本经济因素分析

一国在经济发展的初始阶段,经常会出现财政赤字,并一般会导致相当数额的外债。因此一国如果有足够的经济实力在国际市场上出售商品劳务,就可以赚取足够的外汇,以偿付所欠外债、支付进口货款,并留有外汇储备;反之,如果不能维持外汇收支的平衡,就要多次举借外债,增加债务负担。一国调整内外经济政策,避免过重的债务负担,可考虑下列基本因素:

(1)国民经济总体情况,包括自然资源、人力资源的供给及剩闲情况、人均国民生产总值及增长情况、宏观经济运行情况。

(2)国际收支情况,包括经常项目、资本项目、储备项目的变动,以及一国经济的开放度,进出口总额占国民生产总值的比重,出口创汇能力,出口产品结构,进出口商品的供给,需求弹性,利用外资的效益,资本外逃情况,外汇政策及外汇制度。

(3)管理和政策方面。政府如何影响资源配置、把握宏观经济的运行,宏观经济政策如何传导、效果如何等等,在市场机制失灵时,政府如何发挥其作用。

(四)分析外债负担

根据国际上四家权威机构的定义,外债是指对一切非居民以本国货币或以外国货币为核算单位的,有偿还责任的负债。这是根据债权人是居民还是非居民来区分外债的,也有根据债务的币种来区分的,即所有需用外币偿还的债务总和。两种定义造成的差别很大。应

该注意到,由于政府可以通过增税或增加货币发行来偿还以本币计值的债务,所以以本币计值的债务和以外币计值的债务风险不同,以外币偿还的债务显然因为债务人面临转换风险而拥有较高的风险度。

另外,一国外债总额应包括政府和私人的全部外债总和,因为发生债务危机时,政府将吸收私人部门的债务,并将其转换成自己的债务。

债务负担是一个相对量,它相对一国的经济规模,以各种比值来计量。通常用的指标有以下几种。

1. 净外债

一种算法是以外债总额减去对外资产得到对外净负债。另一种算法是从总债务中减去官方外汇储备,这主要是因为储备中包括大量流动资产,但这种算法削弱了债务比率在不同国家之间的可比性。因为储备中有可能包含一些对偿债困难国家的债权;同时外汇储备易受汇率变动的影响,并且一国中央银行可以随时从国际金融市场或其他国家的中央银行借到短期资金。

2. 债务负担率

常用的债务负担率有三个,它们从不同侧面反映了一国债务负担能力,并且由于是相对指标,因而使不同国家之间具有了可比性。

(1)外债/GDP;经济负债率,反映总体经济的债务负担程度;一般为 15%左右。

(2)外债/出口;出口负债率,说明出口收入在多大程度上用于偿还外债;一般为 100%以下。

(3)当年外债还本付息额/出口,说明出口收入用于当年外债还本付息的比例;一般为 20%以下。

当对不同的国家进行比较时,各个指标可能会反映出不同的情况,如经济负债率高的不一定出口负债率高。哪一个更能反映一国的债务负担能力呢?出口负债率高,往往表明一国的经济开放程度较高,对国际市场的冲击和压力已有一定适应力,而经济负债率低的国家可能在提高出口负债率方面很有潜力。因此要注重比例后面的经济背景,对比率的分析只能以过去的经验为基础。

(五)资本自由流动对国家信用评估的影响

20 世纪 80 年代,在发达国家内部和发达国家之间出现了资本流动自由化的趋势,对于 OECD 成员国尤其如此。一般说来,80 年代这些国家的政府对外借款下降,而私人部门通过欧洲货币市场和跨国银行的对外借款逐步增长。这些趋势对国家风险评估产生了一定的影响。

有的专家分析,工业国家借款的增加是由于私人部门活动的结果,属于市场机制作用下的资本流动,即使增加了风险,也只是借款人与私人部门的信用风险增加,而不会引致国家信用风险的增加。市场机制决定了私人部门之间的资本流动有自我约束力。退一步说,即使私人部门的借款影响了国家的信用等级,但政府部门可以利用政府手段予以控制,如可以提高利率,从而提高储蓄,减少借款。

资本自由流动可能确定为国家带来好处。例如,实现了国家资源的合理配置。而且,资

本流动的自由化趋势也是技术进步和全球证券市场效率提高的必然结果。但这种趋势并不能消除国家风险,理由如下:

(1)私人部门的对外借款,不会只因为市场力量限制,就成为较稳定的一部分。市场机制的作用需要经过较长的时间才能发挥作用,但这往往带来较大的不稳定因素。例如,国际资金市场资金充裕时,公司基于对未来盈利的预测过分向外借款,但以后可能证明这种预测是错误的,并不能盈利。在这种情况下,公司极可能违约,并可能对货币贬值造成压力,但这种结果不是国家所希望的。所以,市场失灵时很难再说明这种趋势对国家带来好处。

另外,一国财务地位削弱时,将会有债务危机的危险时,私人部门倾向于减少对外借款,而公共部门会主动吸收私人部门的对外借款,防止违约的发生和经济衰退。此外,外国债权人也可能要求公共部门吸纳私人部门对外债务。在这些情况下,公共部门和私人部门的债务差别趋于变小。

因此,国家信用评估不只是针对单个债务人或政府。国家信誉标志了一个整体国家的协同能力。好的信誉能够保证资源的有效组合,保证该国居民签订的任何对外借款合同都得到较好地履行。所以,只注重单独的私人部门、公共部门或用简单组合的方法都不能确切评估国家风险的程度。

(2)资本自由流动可能会削弱宏观经济政策的实施效果,并对一国长期的经济增长及还债能力产生影响。在资本自由流动情况下,利率调整几乎无效。由于货币紧缩和高利率政策导致外国资本的流入,削弱紧缩政策的作用,并且资本流入导致本国货币对外升值,导致进口的增加。当资本流入时,还可能导致资产价格和个人收入的增加。这些情况意味着资本流动与宏观经济平衡在一定程度上的脱节。因此,如果不能充分利用财政政策,其他经济政策的作用就会减小,政府短期宏观经济调控的能力也会降低。

(3)短期内资本流动可能不受基本经济因素的影响。国际间的游资经济是由对未来利率、汇率趋势的预测决定的。然而一些时候,资本流动并不依据这些资本市场预测,缺乏任何决策的固定标准。资本流动的不稳定性,往往会增加短期宏观经济的波动性,并对资源配置产生影响,也可能使资本投入到低社会效益的部门,特别是投机资产上。

资本自由流动还会对某些经济特征产生影响。如改变人们的借贷行为和家庭储蓄倾向,并引起外债的增加或减少。

事实上,资本自由流动制度往往会提高国家风险,使政府驾驭经济的余地缩小,投机资本流动十分明显,同时,经济失去了创汇潜力。另一方面,由于市场失灵,要承担政治、经济代价。这些新情况,也许没有以外债直接表示的国家风险明显,但在进行国家风险评估时,是必须考虑的。

(六)短期外债

在国家风险评估中,偿债能力的分析要注重区分两种情况,这两种情况相互关联,且都可能导致该国外债偿还违约。第一种情况是,外汇收入严重不足,这通常归因于该国经济结构的脆弱性。因此,在评估时就要找出导致该国经济结构脆弱的长期因素,如结构问题等。这包括上面提到的一系列的政治、社会、经济因素,找出它们与一国经济长期下降及信用能力相关之处。另一种情况是由于短期流动性不足导致的借款人违约。如突然的现金流动对

外汇收入产生的影响等。所以,在分析国家信用时,不仅仅要考虑到长期的债务结构,同时应考虑短期债务的存在以及是否具有金融缓冲机制,以便在危机出现的初期将其消除。

短期债务一般是指政府和公司通过发行商业票据及存单的一年期限以下的债务。然而,更普遍的是,为了满足对外支付的需要,通过银行系统筹集短期资金。在许多国家里,银行持有的短期对外债务远远超过了其对外资产,这种结果转嫁给国内的公共和私人部门,产生期限结构的不匹配。

拥有大量短期外债的国家,与只有少量短期外债的国家相比,其偿债能力更易受资本流动的影响而摇摆不定。当基于各种原因,如怀疑政策的稳定性,日益恶化的外汇收支状况,预计一国货币将对外贬值时,大量投机性的短期资本流动可能发生。这时候,银行则会把短期外债资产抛售出去。短期资本的经常性突变,会使人们失去信心,结果使债务人难于融资支持其短期债务。

其结果,政府往往只有两种选择:要么本币大幅度贬值,要么动用外汇储备。当短期资金市场压力最大时,如果短期资金与长期负债严重不匹配,那么大量的本金偿还与外汇市场出现的混乱结合在一起,将导致更严重的情况发生。在这种情况下,就需要考虑债务期限的重新修定。

因此,在分析国家信用风险时,要考虑到一国短期资金市场出现混乱时,该国能有什么样的金融信用支持手段,以渡过危机。这种信用支持可以来自从其他政府的短期资金借入以及从国际金融机构如 IMF 及区域性集团如 EMS 取得资金来源。

总之,对一国国家信用风险的识别和评估必须全面和动态地把握,而不能仅仅从几个角度抽象概括的数据中简单地予以推断。对于信用和机会而言,数据仅仅是历史的、第二手的。各国的出口竞争能力、贸易政策、宏观经济政策可能在短期内发生很大变化,从而影响一国的对外收支地位,而使历史数据完全失效。另外,应根据具体情况进行具体分析,比如在国家对外信用分析中,经常用到外汇储备能支付多少个月的进口用汇这一指标,对于有不同的外汇制度和信用等级的国家,这一指标将有很大差别。

二、汇率风险

布雷顿森林体系瓦解后,世界各国纷纷采取了浮动汇率制度。近 20 年来,各国对利率管制和资本流动限制的放松,大量游资在国际市场间寻求投资机会,使汇率的波动更为剧烈。随着跨国经营机构业务向全球进一步扩张,它们面临的汇率风险问题也日益突出。

汇率风险是指在经济、金融活动中由汇率的变动而引起损失的可能性。汇率风险产生于跨国经营机构资产负债的币种不对称。汇率风险大致可分为如下几种类型:

(一)转换风险

转换风险,是指跨国经营机构的资产和负债在决算时由于汇价变动发生的帐面价值的损益。

(二)经济风险

经济风险,是指汇率变化对整体经济产生不利影响,从而对跨国经营机构的所得造成损失。这种不利影响是通过汇率变动对客户的影响,传导到跨国经营机构的各项业务上来而

产生的一定后果。

(三)交易风险

交易风险,包括外汇买卖和外汇借贷风险。一家跨国经营机构如果持有某种外汇的长头寸,当该种外币贬值时就会遭受损失。相反,如果持有某种外汇的短头寸,当该种外币升值时也会遭受损失。

汇率风险的识别是通过编制外汇头寸表进行的。跨国机构在经营过程中要随时监测外汇资产、外汇负债的数额的变化,以及汇率的走势,根据各部门编制的资产负债外汇敞口头寸表和损益敞口头寸表,及对汇率走势的预测,对汇率风险进行判定识别,并决定可采取的补救措施。

汇率风险计算公式为:

外汇损益 = 外汇敞口头寸 × 预期的汇率变动百分比

以上分析了国际金融机构经营中遇到的两种主要风险。风险分析和评估依赖于客观环境,客观环境的变化有可能产生新的风险,因此,在经营中,要时刻注意这些变化,及时发现和识别风险,为风险管理奠定基础。

第三节 国际金融机构的风险管理

国际金融机构的风险管理既遵循风险管理的一般原则和做法,同时,又由于其组织结构和经营宗旨的特点而与普通的跨国银行以及其他跨国经营机构有所不同。下面首先介绍风险管理的一般做法,然后具体说明多边国际金融机构的实践。

一般说来,风险管理的整个过程可分为四个阶段。一是风险的鉴定和识别。这是风险管理的基础,通常采用幕景分析法、特尔菲法等办法分辨经济主体所面临的风险和风险可能造成的后果。二是风险的估计,指根据搜集的各种详尽数据、资料,对风险造成损失发生的频度和数量加以确定。三是确定控制风险的手段。根据前两步对风险的定性定量分析,选择风险管理技术用来减少、分散及控制风险。四是执行及反馈。执行选定的管理技术,并定期对其效果进行检查,不断改进并把握风险的变化。

在风险管理中,控制风险的主要方法有:

(1)风险规避,是指事先预测风险产生的可能性,判断导致其实际发生的条件和因素,采取回避的作法来达到消除这一风险的目的。这样做虽然是从根本上消除了风险,但代价是放弃相应的投资机会和可能的投资收益,常见的作法是:

- ①选择风险小的项目,避免风险大的项目;
- ②选择币种时遵循收硬付软、借软贷硬的原则;
- ③通过债务互换,扬长避险,趋利避害;
- ④调整资产结构,使其期限结构趋于合理化。

(2) 风险抑制,是指通过各种手段减少或减轻风险发生的概率及经济损失程度,这是一种较积极的对抗措施。常见作法有:通过各种金融创新,如套头交易、掉期交易、期货交易、期权交易降低风险。

(3) 风险自留处理。对一些无法避免和难以转移的风险,采取一种防范措施,使风险不至于影响到全局利益。它也是一种较为积极的风险控制手段,虽然为防范风险做某种准备会丧失一定的或部分的投资机会,但这种办法意在尽力将风险降到可承受的范围之内。具体操作方法是:增加自有资本规模,预提坏帐准备金等。

(4) 风险集合,包括内部集合和外部集合。内部集合是指在经营中将资产重新组合以降低整个组合的风险。外部集合,是指和其他机构采取联合行动,降低防范风险的成本。例如,国际多边金融机构和国际商业银行的联合融资,以及辛迪加贷款。

(5) 风险转移,是指通过各种技术和经济手段,将风险转移给他人承担。分为保险转移和非保险转移。保险转移是指向保险公司投保,以缴纳保费为代价,将风险转移给保险公司承担,或要求第三方担保,以付担保费为代价。非保险转移是指采取保险以外的途径将风险转移给别人。例如,调整外汇头寸,发放可转让的贷款证等。

以上控制手段策略不同,各有侧重,在实践中要结合实际情况及机构的特点,针对具体不同的风险,选择相应的一种手段或几种手段,以做到以最小的成本获得最大效益和最高的安全性。

如前所述,多边金融机构,作为筹资和投资以及其他各种金融服务的中介,它们的经营环境随着各国经济金融管制的放松和全球一体化的发展而变得动荡不定。在国际金融市场上筹资并把资金投入各个经济效益不同的项目的过程中的不确定因素也因而增大。对于它们可能遇到的风险在上节中已做了一些叙述。要达到继续实现其发展各成员国经济、促进区域及全球经济合作的宗旨,各多边金融机构必须保持良好健全的财务状况,提高资产组合质量,有效地实行风险管理。有关情况可以从以下几个方面见到一斑。

一、开发计算机系统实行风险评估和管理

目前,各多边发展金融机构纷纷采取了各项管理措施支持并建立各种计算机模型实现风险管理。其中世界银行是这方面的先行者,其他各机构则纷纷效尤。其中比较重要和通行的模型是:

(一) LINK 模型

LINK 模型是在 LINK 项目下建立的。LINK 项目是一个国际合作的研究项目,目的在于研究各种计量经济方法,用于全球经济评价和预测。该项目下联合建立了 80 个国家的宏观经济计量模型,可对全球经济形势和国别经济中长期状况进行分别预测,预测结果成为世界各国及多边国际金融机构的研究部门和决策部门的重要参考资料。例如,亚洲开发银行将此结果和它对各国宏观经济建立的模型结合起来,对成员国近两年的各项宏观经济指标和国际收支总体趋势公布预测结果。

(二) 世界银行的 RMSM 模型

世界银行的 RMSM 模型对各国经济在保持相对一致可比性的基础上进行了比较。简

单地说,该模型是一个建立在各宏观经济原理上的贸易缺口模型,可以进行各种扩展。RMSM—X 即是扩展项目之一,它具有建立在资金流量分析上的多部门经济模型,这为决策者在保有 RMSM 各种功能的基础上,提供了政策选择方面的帮助,其重要性对于政策贷款地位日益显著的国际开发银行是显而易见的。有的机构利用这一模型可以对其成员国 5 年内的国民收入帐户、公共部门帐户(包括政府和公共金融机构)、私人部门帐户、货币部门帐户以及国际收支、各项债务负担率、各类商品进出口额进行详细的预测。

二、营业谨慎政策

除了通过计量经济模型进行定量分析和预测管理,多边金融机构还采取各种金融财政政策实行风险管理,主要包括以下几方面:

(一)国别限额和风险分散

出于全面支持各国经济发展的目的和其他贷款政策考虑,以及管理决策制度(如按成员国出资份额投票的决策制度)等原因,多边金融机构在实行贷款规划时,一般要制定一定的国别限额。近年来,在国别限额的决策中,分散风险(包括主权风险在内)以保持谨慎经营的考虑,逐渐受到重视。各国际金融机构面临着维持低风险资产组合,以及更好地支持各国经济发展关系上的平衡。

国别限额与多边国际金融机构的资金来源结构有关。以亚洲开发银行为例。

亚行的资金来源由普通资金和特别基金组成。普通资金包括已认股本、储备、收回的贷款以及从国际资本市场上筹集的资金。特别基金包括成员的捐赠款、累积的净收入及部分实缴资本。亚行 1990 年 10 月 31 日的相关数字如表 9.7.2 所示:

表 9.7.2 亚行资金来源情况表

普通资金:	(百万美元)
①法定资本	23938.2
②认缴资本	22884.4
(a)待缴	20121.6
(b)实缴	2762.8
③借款余额	8215.3
④储备及未分配净收入	3423.1
特别基金:	
①亚洲开发基金	13353.3
②技术援助特别基金	202.6

根据亚行现行贷款政策,亚行将成员国按人均国民生产总值和债务偿还能力分成 A、B、C 三组,A 组国家完全有资格使用亚洲开发基金,B 组国家在特别情况下勉强有资格使用亚洲开发基金,但要与普通资金混合使用;C 组国家没有资格使用亚洲开发基金。亚行贷款有“硬贷”和“软贷”两种。硬贷由亚行普通资金提供资金,贷款条件与资本市场贷款条件接近,大约占亚行贷款总量的 2/3。软贷由亚洲开发基金提供资金,绝大多数贷给最穷的借款国,条件优惠,占亚行贷款总量的 1/3。

因此,国别限额首先受到资金来源结构和机构贷款政策的限制。另一方面,这种贷款政策在一定程度上支持了最穷国家的经济,又规定只能将低成本的资金来源用于高风险的主权贷款,因而有谨慎操作的作用。

另外,世界银行在制定国别限额中制定了几条原则,以助于风险管理,它们是:

第一,世界银行对任何借款国的贷款总额不超过已拨付未清偿贷款余额的 10%。这一条规定既考虑了在所有合格的借款国之间公平地分配资金,又考虑了风险管理的要求。在实际操作中,此条规定会因一些特殊原因而有突破,具有一定的灵活性。

第二,尽管对有些国家的贷款风险并不高,但如果该国外债中国际金融机构的贷款比重过高,当该国遇到偿债困难时,也会导致很大风险。为此,世界银行又制定了如下两个监测指标:

(1)世界银行贷款本期偿债额占借款国所有中长期公债(包括政府担保债务)本期偿债额的比重;

(2)有优先债权人地位的国际金融机构贷款本期偿债额占借款国所有中长期公债(包括政府担保债务)本期偿债额的比重。

世界银行对这两个比率规定的警戒线为 20%和 35%,当该比例高于这两个数字时,需引起格外注意。

另外,孤立地观察这两个比率有时候会产生误导。例如,当一国的外债水平很高或者近期债务堆积,而世界银行的贷款本期偿债额比重很低,形势也可能很危急。再如,一国进行中长期债务重新安排后,世界银行或其他有优先债权人地位的贷款的本期偿债额比重将会上升,而实际上债务重整意在加强国家经济实力,从而减少了世界银行贷款的风险,所以单以上述两个比例衡量债务风险并不能正确地说明问题。为此,世界银行强调指出使用这两个指标时应辅以对宏观经济状况的具体分析。

第三,高风险国家借款国对世界银行的本期偿债额不超过出口商品和劳务总额的 4%,对中等风险的国家,该比例不超过 5%,对低风险国该比例不超过 6%。

这些指标综合起来反映了世界银行对该国的贷款限额。在实践中,这些指标只在对一国信誉需要更仔细的考察时使用。在这些指标既定时,国家风险取决于借款国的外债余额、政府管理经济的水平以及适应外部冲击的能力和与世界银行合作的情况等。

按照这几条原则考查一下亚洲开发银行的贷款分配情况,可列表 9.7.3,据表可知,亚行贷款占借款国债务总额的比重一般都很低,不超过 15%。同样,亚行贷款本期应偿额占国际金融机构本期应偿贷款总额的比重绝大部分都低于 35%,亚行贷款本期应偿额也基本上低于出口额的 5%。这些情况表明,在亚行普通资金借款国中,由于多边金融机构本期贷

款应偿额的比重不高,短期波动对借款国偿还有优先债权人地位的多边金融机构债务的能力影响不大。

表 9.7.3 亚洲开发银行贷款国别比率(1991 年)

	亚行贷款额 债务总额	亚行贷款本 期应偿额 本期应偿 债总额	亚行贷款 本期应偿额 多边金融 机构贷款 本期应偿额	多边金融 机构贷款 本期应偿额 本期应 偿债总额	亚行贷款 本期应偿额 出口总额
中国	0.5	0.2	3.7	5.1	0.0
斐济	14.6	7.0	20.3	34.4	1.7
印度	1.2	0.8	3.5	22.2	0.3
印尼	4.9	3.9	21.8	18.0	1.4
马来西亚	2.6	2.9	26.7	11.0	6.3
巴基斯坦	12.1	9.9	33.0	30.0	3.0
菲律宾	6.0	7.8	26.6	29.2	2.7
巴布亚新几内亚	10.7	3.2	23.2	13.9	1.1
泰国	1.9	10.0	64.6	15.5	1.7

另一些资料则表明亚行贷款出现了集中于个别国家的情况。1992 年底,亚行已拨付未清偿的贷款总额约为 120 亿美元,其中大约 36%为对印度尼西亚的贷款额,17%为对菲律宾的贷款额。印尼、菲律宾、印度、巴基斯坦四国贷款未偿额达到了亚行贷款总额 76%。为避免贷款过于集中,造成分配不公和风险较高等问题,亚行已提出计划在今后逐步压缩这几国的贷款。其计划方案如表 9.7.4 所示。但从计划方案上看,中国、印度、印尼、巴基斯坦、菲律宾 5 个国家的贷款额仍将达到亚行贷款总额的 80%以上。

表 9.7.4 普通资金贷款国别分配情况及计划

	1992.12.31 各 国 份 额 (百万美元)	占亚行贷款 总额百分比 (%)	计 划 1998 年底各国份 额	长期计划各 国份额
中国	460	4	13	17
印度	1236	10	20	20

	1992. 12. 31 各 国 份 额 (百万美元)	占亚行贷款 总额百分比 (%)	计 划 1998 年底各国份 额	长期计划各 国份额
印尼	4298	36	29	25
马来西亚	758	6	5	5
巴基斯坦	1584	13	10	7
菲律宾	2083	17	13	14
泰国	800	7	5	6
其他成员国	804	7	5	6
总计	12023	100	100	100

(二)金融谨慎操作政策

与一般金融机构一样,多边国际金融机构也采取了一系列措施,以维持健全的财务状况,良好的信用级别,避免过高的风险,加强其对成员国经济增长的有力支持。这些谨慎操作政策有:

1. 资本/资产和资本/负债的限制

多边金融机构的贷款操作要受其资本基础的限制。首先,贷款受到齿轮比率(Gearing Ratio)的限制。齿轮比率是未清偿贷款额与认缴资本、储备和净盈利三者之和的比率。大部分国际开发机构的齿轮比例为 1 : 1,即贷款额与资本、储备、净盈利之和相当。但国际金融公司例外,其负债与资本的比例达到了 2.5 : 1,这样,就可以超过资本总量进行贷款。另外,区域性国际金融机构已采纳了这样的政策:其负债不超过非借款成员国待缴资本总额的一定比例(如 80—100%)。另外,欧洲国际金融机构的齿轮比率越高,EIS 和 NIB 的齿轮比率为 2.5 : 1。欧洲社会开发基金(CESDF)的借款也受到限制,其负债额只能达到认缴股本的 15 倍。

2. 强调资产负债比例管理

国际金融机构十分注重资产负债管理。这主要是因为这些机构是合作制的,不以盈利最大化为目标,灵活性较大,在这些条件下能集中力量改善金融管理。

大多数国际金融机构,其借款与贷款的期限是相当匹配的。发放的项目贷款,通常与项目完成同步,需要 5—7 年。贷款利率包括借款成本和管理费用。近 10 年来,国际金融机构争取了浮动利率贷款政策,以防止利率变动带来的影响。根据多边金融机构的章程,其负债的货币种类组合与资产的货币组合要基本一致,以避免汇率风险。另外,有些国际金融机构还采用风险总库制。

此外,国际开发机构保有相当水平的流动资产,以支持其发放期限较长的项目贷款。在

市场条件不利引起借款收缩时,国际金融机构的流动资产,能充当缓冲器,以保证它对成员国的贷款并承担贷款组合恶化带来的损失,并确保几年内有足够的资金来偿还机构本身的借款。欧洲国际金融机构保有的流动资产较少,这是因为,当机构的贷款在生效时就马上解付款项,这样,就保证了借贷款在期限上的匹配。例如,EIB 和 NIB 的未解付与未偿还贷款之比通常低于 10%,而多边开发金融机构的这个比值达到 35%—50%之多。因此,欧洲国际金融机构只需要保持较少的流动资产,以在短期内维持大量的解付,由于实现了所有贷款与借款即资产/负债期限匹配原则,从而降低了金融风险。

3. 其他保护政策

随着贷款拖欠情况的普遍发生。一些多边开发金融机构已对有关拖欠和呆帐政策作了调整。有的机构对拖欠明确规定了处罚条例,这些措施要求补偿贷款费用,或规定贷款拖欠的时间限制,超过时限,将不对拖欠贷款国增加贷款,或者规定当某一拖欠贷款国的拖欠额达到一定程度时,与该国重新订立协议。其国际金融公司对于拖欠采取根据拖欠额收取罚金的办法。由于高度的经营保持原则,欧洲金融机构的贷款拖欠发生将比多边开发金融机构少,因此,它们没有关于贷款拖欠和违约的具体政策。欧洲投资银行和北欧投资银行也从事对发展中国家的担保贷款,但对没有担保的贷款制定了一些拖欠条款。它们并没有为长期性贷款违约制定有效的会计方法。欧洲铁路融资公司对违约部分要收取罚金,如果贷款本金拖欠 3 个月,它将取消合同并要求归还铁路设备。

对于呆帐,所有的多边开发金融机构已建立了特殊的会计处理方法。贷款呆帐处理方法由各组织自己决定,一般说来,拖欠 180 天的贷款按呆帐处理,非洲开发银行规定 12 个月。根据稳健性原则,多边开发金融机构为呆帐从其收入中提取潜在的贷款损失准备金,但并不准备冲销任何贷款。

此外,国际金融机构的贷款中绝大部分贷款给政府或要求政府担保。在没有政府担保时,欧洲投资银行和北欧投资银行要求借款人有高信誉的担保人以背书或信用担保形式提供担保。亚洲开发银行有一些没有政府担保的私营企业贷款,但它将此类贷款限制在一定数额内,以保证将风险限于一定的水平。

再有,各多边开发金融机构在管理监督贷款项目的执行时,经常定期考查一国宏观经济运行情况,并对贷款项目可能造成不利影响的经济政策举行政策对话,以帮助各国政府制定各项政策保持经济的稳步增长,这一监督管理措施也在一定程度上为降低风险提供了保证。有关各项政策的总结参见表 9.7.5。

表 9.7.5 几家国际金融机构的金融政策

	贷款限制	借款限制	拖欠/呆帐准备金政策
非洲开发银行	未偿还贷款、股权投资和担保总额不超过认购总资本一般准备和净收益之总和	总负债不超过待缴资本的 80%；优先债券不超过非借款成员国待缴资本的 80%	拖欠贷款：90 天内不提供新的贷款承诺；180 天内不对该借款人解付款项；270 天内不对该国解付款项；360 天算作呆帐；两年后考虑提取贷款损失准备金
亚洲开发银行	未偿还贷款、股权投资和担保总额不超过实缴资本和一般准备	总负债和担保不超过货币自由兑换成员国的待缴资本	12 个月算作呆帐；无其他政策
欧洲社会发展基金委员会	无	总负债不能超过认购资本和准备的 15 倍	无
欧洲投资银行	未偿还贷款和担保总额不超过认购资本的 250%	无	对 EC 成员国无贷款政策限制，EC 以外国家：如果发生贷款拖欠，90 天内不对该国解付款项
欧洲铁路融资公司	无	无	贷款拖欠要罚息。3 个月以上，须将铁路设备返还该公司
国际复兴开发银行	未偿还贷款和担保额不超过认购资本和准备金	无	贷款拖欠 60 天以内，不考虑新的贷款；75 天不对该国解付款项；6 个月算作呆帐；6 个月后将开始按每月 1% 提取呆帐准备金

泛美开发银行	未偿还贷款和担保额不超过认购资本和准备金	负债与担保总额不超过非借款成员国的待缴资本	贷款拖欠 30 天中止解付款;120 天开始考虑对贷款人和贷款参加者的款项中止解付;180 天对该国贷款都算作呆帐;两年后考虑提取准备金
国际金融公司	无	负债和担保总额不超过认购资本和累积盈利的 250%	贷款拖欠一律收取罚息;60 天中止款项解付;60 天算作呆帐;一年提取两次准备金
北欧投资银行	未偿还贷款和担保总额不超过认购资本的 250%	无	贷款拖欠:都罚息;180 天后,对非北欧的分期款项按 10%计呆帐(如果是北欧国家提供的担保,算 90%);计呆帐时,每月按 1%提取准备金

三、亚洲开发银行的汇率风险总库制

亚行章程规定:亚行要避免所贷出货币可能蒙受的汇率风险。若要亚行承担汇率风险,即使是间接承担,也势必影响亚行的收入和信用等级,并提高其贷款成本,最终对借款人不利益。因此,亚行贷款条款明确规定:①从贷款帐户提取的是哪种货币在偿还贷款本金时,必须用哪种货币偿还;②利息须按本金所借的币种构成比例用原币种偿还。

这种规定实际上是将贷款的汇率风险转嫁给了借款人,而且由于币值随时出现的波动和贷款币种的分配差异,借款人所承担的汇率风险是不均衡的。因此,1981 年 8 月,亚行采取了汇率风险总库制,使汇率风险由亚行普通资金借款人平均分担。亚行利用近两年半的时间充实、完善这一制度,编制电脑程序,建立会计核算,进行法律和行政配合。

汇率风险分担的机制,从其实质内容上看,是将借出去的由各种货币组成的资金,以美元为计值单位,按比例地在所有贷款之间进行分摊汇率风险的一种核算方法。具体作法是:把以各种货币发放的贷款按币种记入一个“总库”,而实际拨付款项在贷款帐户上则只记相当于美元的金额。以前是在贷款帐户上记录实际拨付的贷款币种和金额。“总库”内各种货币每半个月根据国际金融市场的各种汇率调整重新定值一次。把美元对各种货币组合的汇率差价,分摊到库里所有贷款。因此,对任何一个偿付额,每笔贷款应偿还的本金额,就是拨付款时以相当于美元的金额入帐数,加上汇率差价分摊给这笔贷款的份额或减去由于汇率

差价而减少的份额(以相当于美元的金額表示)。美元升值部分可用亚行所规定的任何一种可兑换货币偿付。另一种方法是,借款人可事先与亚行协商,确定一种可兑换货币进行偿还,然后由亚行代借款人买进亚行所需要的货币。贷款的利息和收费也按同样的方法进行核算。

这样,贷款收回或偿还贷款的货币,不论是哪一种对借款人都没有什么区别,因为借款人所付的币值是同等的。汇率风险分担制还间接地起到了使每一个借款人提取和偿还的每种货币保持适当比例的作用,而这一点是借款人单靠自己的力量难以做到的。由此,汇率风险分担制可以使币种构成趋于合理,汇率风险得到适当分担。

第八章 金融机构授信风险的防范与管理

金融机构在授信活动中,强调其营运资金的安全性、流动性和盈利性,但企业在经营过程中,会由于本身经营不善以及遇到各种风险而发生不能及时归还贷款,甚至不能清偿自身债务的情况,并造成金融机构营运资金的损失。这种由于借款人不能偿还其债务而遭受损失的可能性,称为信用风险。因此,金融机构要对其授信企业进行信用评估,对企业的经营状况和偿还债务的能力进行分析和预测,加强对其授信风险的控制。

第一节 企业的信用评估

金融机构在授信活动中,首先必须对授信企业的信用进行全面的评价,要鉴定和评价借款人,从而也是鉴定和评估金融机构所面临的风险来源和种类,并作出相应的信贷决策,防范信用风险的发生。

一、企业风险的种类

企业在经营过程中,可能会由于自身的经营情况和外部环境的变化而遇到各种各样的风险。企业的风险来源主要包括以下几个方面:①社会政治、经济变动造成的风险。社会政治的不稳定、经济的周期性波动和通货膨胀都会给企业带来经营困难,甚至遭受巨大损失。②利率风险。例如,1970年代末期开始,美国联邦储备局为控制国内严重的通货膨胀,将货币政策由利率的主导改为货币供给额的控制,将利率交由市场决定,这导致企业的利率风险增加。③汇率风险。1973年布雷顿森林货币体系崩溃后,浮动汇率取代了固定汇率制,各种政治、经济的因素往往使汇率在短期内大起大落,从而给企业带来很大的经济风险。④商品(原材料)风险。贵金属、工业金属和能源原料与许多企业生产经营紧密相联。这些商品的变化对企业的业绩有重要的直接影响。世界经济、政治形势的动荡多变,再加上原材料价格和利率、汇率的变动息息相关,使得这些商品价格的浮动性不断升高,从而给企业管理带来较大的风险。⑤经营者管理策略上的风险,企业经营者在经营管理过程中,往往会出现决策失误和管理不善的情况。这样,就会使企业利润下降,甚至出现亏损和倒闭的情况。⑥企业责任风险。企业在经营过程中,往往会由于企业职工和代理人的活动以及销售的商品与提供的劳务而承担责任风险。如果这些活动给他人的身体造成损害或财产损失,就负有赔

偿的责任。如果这些赔偿数额很大,就会损害企业的偿债能力。

二、企业信用评估的原则

企业信用风险评估的目的是为了说明借款人违约的可能性,以便为金融机构作出信贷决策提供可靠的依据。目前,西方国家评价借款人的信用如何主要考虑到以下几个方面:

(一)采用“五C法”

即品格(Character)、权力/能力(Capacity)、资本(Capital)、担保品(Collateral)、环境(Condition),这5个词的第一字母因都是C,因此,以五C法命名。它代表借款人信用的5个重要方面。有的金融机构只注重评价品格、权力/能力和资本3个方面,即采用“三C法”。

1. 品格

品格主要是评价借款人的品行是否诚实可信,其偿还贷款的主动性如何?它反映在借款人过去的偿债记录上。银行一般都保留有客户这方面的档案,在作信用分析时,可随时查询。此外,西方国家一般还专门设有调查个人和企业信用状况的机构,如美国的邓恩—布雷斯特征信公司,从事征信工作已有近百年的历史,是世界上最大的征信公司之一。如果借款人是国家,品格则主要是指该国政府的稳定性,它的哲学和各项政策,与其他国家和主要贸易伙伴的关系等。如果借款人是公司企业,品格是指它的经营能力和经营作风,在同行业中的信誉,企业资方在企业界和金融界的地位等。

2. 权力/能力

权力/能力有经济上和法律上两方面的含义。从经济上看,权力/能力是指借款人广泛利用其才能对所借资金妥善运用获取利润并偿还借款的能力。收益是借款人现时和潜在的偿债能力的重要指标。评价公司企业的偿债能力主要应依据它的财务报表,如资产负债表、损益计算书、现金流量表等。偿还能力可以用借款者的预期现金流量来测定。同时,银行等金融机构在考察借款人的还款能力时,除了注意它的预期现金收入,而且要注意在此基础上的其他需求。如果其他的承付款项、债务等有可能冲减预期收入,那么,还款能力也会受到较大的影响。此外,西方国家普遍认为,公司企业的成败在很大程度上取决于管理能力如何。管理部门的应变能力、革新能力、抓住有利机会的决策能力等,都是企业兴旺发达的保证。如果借款人是外国政府,其创收能力仍然很重要。不过,在这种情况下,是指实行有效的货币政策和财政政策,采取各种有效的措施来改善其国际收支,增强其偿债的能力。从法律上看,金融机构必须掌握借款人在法律上能否对借款负责。如果借款人是一个官方实体(主要是指各级政府、中央银行、国营单位等),则应了解它本身是否有借款的权力,还是必须获得上级领导机关的批准,同时还应调查了解它是否有资格在国外借款;如果借款人是合伙企业,应注意在贷款协议上签字的合伙人是否有法律上的权力(如获得其他合伙人的授权书等),从而能使合伙企业对这笔借款负责;如果借款人是公司企业,应先审查公司企业的章程,查明谁有权力代公司借款,若章程上并无明确规定,需要董事会决议指明谁有权力借款。

3. 资本

资本是显示公司财力的一个重要标志,通常用净值来衡量(总资产—总负债)。资本反

映了借款者的财富积累情况,并在某种程度上反映了公司的实绩。借款人资本雄厚、财力充裕则偿债能力较强,易于获得贷款。在评估借款人的资本时,要注意其帐面价值和市场价值的差别,以及资本的稳定性与变现能力。如果借款人是一个官方实体,评价资本只是在这种情况下才显得很重要,即这个官方实体是既有公股又有私股的股份制企业。如果这家企业的官股很少,那么资本往往是它能否获得贷款的决定因素之一。如果官股很大,那么这家企业的借款必然会得到政府的支持。在这种情况下,评价的重点就不是该企业的资本情况,而是必须对政府本身作出评价分析。

4. 担保品

这是指借款人应提供的用作还款保证的抵押品。主要是评价借款人提供抵押品的可行性。提供抵押品的作用是保障贷款安全,使贷款银行的风险和损失程度减至量少。贷款银行把抵押品作为收回贷款的最后保证。同时,也是为了增强借款人的责任心,保证按期还本付息。借款人所提供的抵押品必须是价值稳定,一般要求已在保险公司投保,并且是易于变现的、可以转让的资产。如果抵押品不能转让,常常会引起所有权纠纷,这种抵押品是不能接受的。抵押品一般包括房地产、有价证券、应收帐款、存货、机械设备等。在借款人无法偿还贷款时,银行可以很快出售抵押品,收回资金,从而减轻银行的风险和损失程度。

5. 环境

这是指评价企业自身的经营情况和其所处的经济环境。前者主要是指企业的经营特点、经营方式、技术设备状况和劳资关系等,是企业自身能够控制的内容。后者则是指企业无法控制的外部环境,它也许是有利的、也许是不利的、也许是暂时性的、也许是长期性的。经济环境主要是指国家政治经济体制变动对经济发展的影响,如经济周期、行业发展趋势、市场情况、政府管制和同业竞争等。金融机构了解企业经营环境的目的,主要是在事先采取某些必要措施作为应变准备,以保证贷款的安全。

综上所述,“五C法”是金融机构综合评价借款人偿债信用的。品格是评价借款人是否愿意偿债和能否主动偿债;权力/能力是评价借款人是否有权力借债和偿还债务,是否有能力按期偿债;资本是评价借款人是否有足够的财力清偿债务;担保品是评价借款人是否有能变现的抵押品,以保证债务的偿还;环境是评价借款人是否会受到内外部环境的影响,从而使偿债也受到影响。

(二)采用“LAPP”法

“LAPP”法是以 Liquidity(流动性)、Activity(活动性)、Profitability(盈利性)和 Potentialities(潜力)四个词的第一个字母命名,从这四个方面评价借款人的信用。

1. 流动性

流动性亦称变现性,系指借款人以易变为现金的流动资产来偿付其债务的能力。流动资产的变现有个速度问题,即在必要时可以快速变现。进行流动性分析主要依靠借款人的财务报表,并依据几个必要的财务比率。例如,反映企业财务状况的流动比率、速动比率等。

2. 活动性

活动性主要是指借款人的业务活动能力。借款人业务活动能力强则偿还贷款较有保证。要掌握借款人业务活动能力的情况,就需要了解企业的生产和销售、市场竞争、市场占

有额、往来客户、应收帐款和应付帐款、其平均收帐期、资金周转等情况。

3. 盈利性

盈利性是指借款人的获利能力。贷款一般不能超出借款人的预期盈利能力。这就要求掌握业务量与利润的关系、成本与利润的关系、毛利润和净利润、利润率,等等。在一般情况下,主要是根据借款人过去的经营业绩来预测未来的盈利能力。

4. 潜力

这是指借款人的业务发展潜力。由于贷款是在将来的某一个时期偿还,因此,借款人的业务发展潜力大,就对按期偿还贷款是个有利条件,要掌握借款人的发展潜力的情况,就需要了解和分析产品结构、市场趋势、经济周期、业务的开拓和发展、资金来源、管理效率等情况。

上述的“五 C 法”和“LAPP 法”的作用都是评价借款人的信用,但两者的侧重点不同。在对借款人进行信用评估时,可单独使用一种方法,如果尚不能完全解决问题时,可用另一种方法进行补充评价。

(三)借款人是因家或一国政府时采用的方法

此外,如果借款人是一个国家或一国政府,上述两种方法是难以适用的,则可采用另外一些方法专门评价借款国的信用。

1. 偿债率

偿债率是目前国际上广泛使用的一种评价借款国偿债能力的方法。

$$\text{偿债率} = \frac{\text{本年度期限在 1 年以上的外债还本付息额}}{\text{本年度商品劳务出口收汇额}}$$

这里所指的外债并不仅仅是政府借的外债,而且包括政府、银行和其他私人企业所借的一切中长期债务。由于每笔外债的到期期限、利率和每年的还本额都不相同,因此,实际的各个年度的还本付息额也就不同。每年的偿债率当然也不会相同。这样,为了进行正确的评价,往往需要不仅考察本年度的偿债率,而且应多考察几年的偿债率,至少 3—5 年,取其平均值。国际上通行的标准是,偿债率在 20%—25% 以下,借款国的偿债能力没有问题,超过这一比率则有问题。偿债率方法有其缺陷,主要是以下几个方面的问题:一是它只是一种静态分析的方法,往往只着重借款国出口收汇的偿债能力;二是它忽视了与外汇外流有关的其他因素,例如,经常项目是逆差还是顺差,资本的流入流出情况,进口的支付和压缩进口的能力、国际储备水平和国民储蓄占国民收入的比重,等等。因此,单凭偿债率的高低很难准确地预测这个国家是否会拖欠债务和延期偿还债务。国际社会往往还采用其他比率作为补充,以便从几个方面综合性地考察和评价借款国的偿债信用。主要有下述的几种方法。

2. 外债与国民生产总值比率

$$\text{外债与国民生产总值比率} = \frac{\text{外债总额}}{\text{国民生产总值}}$$

外债总额通常不包括 1 年以内的外债。这个比率一般在 15% 以下为适当。如果超过 30%,则被认为有问题。

3. 外汇储备额与进口额比率

$$\text{外汇储备额与进口额比率} = \frac{\text{外汇储备额}}{\text{进口总额}}$$

外汇储备额如果只能满足不到 1 个月的进口额的需要,则被认为偿债信用很差。

4. 经常项目差额与国民生产总值比率

$$\text{经常项目差额与国民生产总值比率} = \frac{\frac{x(n-1)}{y(n-1)} + \frac{x_n}{y_n} + \frac{x(n+1)}{y(n+1)}}{3}$$

其中, x 为经常项目差额, y 为国民生产总值, n 为本年度。通常采用 3 年(上年度、本年度、下年度)的数据。本年度和下年度均为估计数字。由于采用平均值,其精确性有所提高。这一比率为正值,说明情况良好;负值说明要利用外来资金或需要动用储备。如果比率小于 -5% 时,说明偿债能力有问题。

5. 宏观经济偿债率

宏观经济偿债率是根据一国当年所能获得外汇资金总额与该年所需支付的外债还本付息额的比率来评价该国的偿债能力。这种方法的特点是不仅考虑到借款国偿债能力的静态因素即外汇资产,而且还考虑到动态因素即进出口额的变化。

$$\text{宏观经济偿债率} = \frac{\text{年初的官方储备总额} + \text{各金融机构的外汇资产净额} + \text{所能获得的最高贷款额} + \text{经常项目(不包括转移)差额收支}}{\text{外债还本付息额}}$$

这种方法的缺陷是:一是分子分母重复包括利息支付额。分子中的经常项目差额包括贸易收支和劳务收支,因而利息支付额也包括在内,而分母中也有外债的利息支付额。这样,利用该方法进行考察所得出的比率,其可靠性往往存在疑点。二是比率有可能出现负值,而反映的情况可能并不真实。因此,采用这种方法进行预测有一定的局限性。只有分子为正值时才比较可靠。如果为正值,则比率越大,偿债能力越强;比率越小,偿债能力越差。

6. 宏观经济金融通率

$$\text{宏观经济金融通率} = \frac{\text{年初的官方储备总额} + \text{各金融机构的外汇资产净额} + \text{所能获得的最高贷款额} + \text{商品和劳务出口收汇额}}{\text{商品和劳务的进口支付额} + \text{到期的外债偿付额}}$$

采用这种方法,分子的前三项与宏观经济偿债率相同,第四项不同,只采用商品和劳务的出口收汇额而不采用经常项目差额。分母是外汇支付总额。这里,分子表示一国当年所能获得的外汇资金总额,分母则表示一国当年的外汇资金支付额。如果该比率大于 1,说明该国当年可以获得的外汇资金能够应付进口支付额和外债还本付息额,即偿债能力良好;如该比率小于 1,说明该国当年可以获得的外汇资金额不足以应付进口支付额和外债还本付息额,偿债能力有问题,但这并不意味着该国会拖欠或延期偿付外债,因为该比率并没有把对该国的自主性资本流入,如外国对该国的投资等考虑进去,而这一因素会有助于改善其偿债能力。

三、企业信用评估的主要措施

金融机构信用分析的对象主要是工商企业,不仅需要分析这些企业负责人员的经历和

情况,企业的概貌和营业情况以及企业所在的行业特点等,而且还要深入仔细地分析企业的财务状况,并采用各种不同的方法。

四、调查企业的方法

金融机构在对借款者的信用进行评估时,第一个问题就是采用什么样的手段和通过什么样的途径来获取所需要的信息资料。这些资料的获取应当准确及时,而且收集成本较小。其主要有以下几种方法:

(一)委托调查

即把被调查的企业及所须调查的事项列成明细表,委托信用调查机构进行调查。信用调查机构有一般性的和专业性的之分。一般性信用调查机构的活动范围包括全国的各种行业,而专业性的调查机构往往只以特定的行业为限。

(二)书面调查

书面调查就是指把各方面载有的关于被调查者的情况加以收集、整理,用以分析研究,探索其信用状况。如果申请借款者是关系比较密切的老客户,那么其大部分信息资料往往在银行档案里,只要加上近期资料就行;如果是新客户,就需要做比较大量的信息资料收集工作。一般来讲,借款者在向银行提出贷款申请时,也要提供一些有关的资料。这些资料应当说明贷款的数额、用途、还款程序、还款资金预期来源、提供的抵押品,以及借款者的财务历史等。

此外,金融机构还可以从以下几个方面获取有关的信息资料,主要有:

- (1)分析研究被调查者的营业报告书和财务报表;
- (2)分析研究有关部门和信用调查机构公开发表的信息;
- (3)收集被调查者的同业或同业公会及往来银行的报告;
- (4)研究本金融机构过去与被调查者往来情况的报告和收集、整理报刊上的经济资料以及有关的被调查者的信息资料。

(三)实地调查

实地调查是金融机构向被调查者直接当面询问情况,或者派人通过其他途径直接或间接调查。例如,可以专门派人到各种交易场所、国家有关部门和往来银行、企业以及同业公会等了解情况,探悉其信用状况。

五、企业的财务分析

在对企业的经济活动进行的分析中,与金融机构信用评估工作关系最密切的就是企业的财务分析。金融机构作为企业的债权人,首先最关心的就是企业资金的短期流动性和长期偿债能力;其次是企业的利润率。因此,金融机构要通过对企业财务报表的分析,掌握企业整个经济活动的动向,并需要对企业过去、现在和未来的经营状况作出正确的评估。财务分析按照内容和方法的区别,可以分为财务报表分析和财务比率分析。前者主要是分析资产负债表、损益表、财务状况变动表等项目的构成状况;后者则是运用企业各项财务报表提供的数据,计算出各种比率,从而对企业经营状况做出完整的评估。

(一)企业财务报表的分析

财务报表是金融机构可得到的信用评估的最重要来源。财务报表也称“会计报表”，是总体反映企业在一定时期内的经济活动情况和经营成果的报告文件，主要包括资产负债表、损益表、财务状况变动表和现金流量表。金融机构对企业财务报表的分析主要集中于资产负债表和损益计算书。

1. 资产负债表

资产负债表是总括反映企业在一定日期全部资产、负债和所有者权益的财务状况的报表。资产负债表是根据“资产=负债+所有者权益”这一会计基本等式而编制的。一般说来，在资产负债表上资产按其流动性程度的高低顺序排列；负债按其到期日由近至远的顺序排列，所有者权益则按其永久性递减的顺序排列。资产负债表上的各项目通常按以下方式分类，如表 9.8.1 所示：

表 9.8.1 资产负债表上的各项目分类表

资 产	负 债
1. 流动资产	1. 流动负债
2. 长期投资	2. 长期负债
3. 固定资产	所有者权益
4. 无形资产	1. 实收资本
5. 其它资产	2. 资本公积
	3. 盈余公积
	4. 未分配利润

对企业资产负债表的分析，主要是为了了解企业所拥有的各种经济资源(资产)的构成，其流动性如何；企业所负担的债务(负债)和净值项目的构成，借以判断企业抵抗风险的能力，以及了解企业未来财务状况的变动趋势，并对这三大项目做出评估。

(1)资产项目。资产项目包括流动资产和非流动资产两部分。其中流动资产包括现金、有价证券(或短期投资)、应收票据、应收帐款、存货、待摊费用等。其中主要对应收帐款、应收票据、存货等情况做出评价。

①存货。存货是指一个企业为了销售或耗用而储存的一切商品和货物。通常在 1 年或长于 1 年的一个营业周期内被消耗或出售，具有明显的流动性，属于流动资产。信用评估人员在评估企业存货的流动性方面主要考察存货的周转时间、存货的规模、存货的实物状态、寿命、结构、适销性、价格稳定性等。信用分析人员还必须考察决定存货估价的方法，因为它与企业销售成本、盈利能力有关。此外，还要对存货是否投保和保险金额进行了解。因为，投过保的存货在变现有问题或遇到意外时，可得到一定补偿，没有投保的存货在遇到上述情况下，往往就会带来较大损失。如果企业以存货作担保向银行取得贷款，那么当企业无法偿

债时,银行就会遭受损失。

②应收帐款。对应收帐款要详细加以分析,因为这是企业偿还短期债务的主要资金来源,其重要性仅次于现金。金融机构对于企业应收帐款的分析重点是应收帐款帐户分布、帐龄分布和来源情况。在一般情况下,如果应收帐款集中于少数大户,那么贷款不还的内在风险就要大于其分散在许多小户所带来的风险。在某些情况下,可以对借款人的财务状况和还债情况进行调查,深入了解借款人的偿债能力和还款意愿。如果应收帐款的帐龄远远超过一般的收帐期限,那就不正常了,有可能是过期帐款,或者是虚假帐户,则须对它们做出评价,并且需要建立足额的坏帐准备。此外,在分析应收帐款时,应特别注意确定帐户中的任何部分是否已经抵押或转让。如果帐款是按可追索的条件抵押或转让的,就存在着或有负债的可能性,即这些抵押出去的应收帐款在一定条件下有可能成为企业的债务。例如,如果A企业把其拥有的应收帐款抵押给B企业后,在应收款期限已到时,由于付款人无法偿付,这时,A企业就成了B企业的债务人,这样,会使A企业的偿还能力受到影响。

③应收票据。企业因开展业务活动而收到的各种票据,应通过“应收票据”帐户核算。在许多情况下,应收票据是由于企业的客户不按照赊帐条件偿付帐款而发生的,而票据的取得则是为了保障企业的利益。如果应收票据与应收帐户相比显得比较多,就应该引起注意,并且进行仔细的分析,以确定这些票据的可靠性和流动性。如果应收票据已向信贷机构贴现,那么便会和应收帐款一样,有发生或有负债的可能性。

④固定资产。固定资产的一个主要特征是在企业经营过程中可以长期地使用。但由于这些资产具有在未来产生收益的服务潜力,因而,一个企业拥有的固定资产规模的大小,通常可以反映其未来收益的能力。在正常的情况下,金融机构并不期望企业出售固定资产来作偿还贷款的资金来源。但如果金融机构对企业发放中长期贷款,特别是发放以企业固定资产作担保的贷款时,固定资产就可能有更大的重要性。在了解其授信企业的固定资产状况时,主要了解三个方面的情况:其一,要了解企业是否按规定提足了固定资产折旧;其二,要了解企业的固定资产是否全额投保;其三,要了解企业固定资产用途是否广泛。因为这三个方面涉及到企业固定资产价值的真实性、易售性,以及企业在遇到灾害时,如果企业的固定资产没有全额投保也就难以保证金融机构贷款的安全。

⑤投资。企业进行投资的对象,主要是其他公司的债券和股票。此外,还有采用合同、协议方式进行的投资,例如,对联营企业的投资。对于某个企业拥有一家或更多家企业的股票时,金融机构应从两个方面加以注意:其一是注意企业投资的价值;其二是注意这些企业之间的相互关系,特别是着重关注那些可能会影响借款人的偿债能力的财务关系或约定义务的情况。如果企业的资产中包括有职工或联营公司、附属公司的欠款数额,那就要仔细加以分析,并评价它们的偿债能力。假使借款人的资产负债表上列示有偿债基金的项目,金融机构要注意它们是否足额,并查明有关该企业偿债基金的使用情况。

(2) 负债与净值项目。

①负债。在资产负债表的负债方,项目是按期限递增的顺序排列的,即分为短期负债(又称为流动负债)和长期负债。短期负债主要包括应付款、应缴税金等。长期负债主要包括长期借款和企业发行的中长期公司债券。金融机构应了解企业短期负债的数额和期限,

以及企业是否漏计其数额等情况,正确估计企业的抗风险能力和偿债能力。审查长期负债的重点是企业长期负债的到期日和企业偿还长期负债的安排情况,以便对其偿债能力做出正确的评估。

②净值。所谓净资产,在数量上等于企业全部资产减去全部负债以后的余额,称作净值或业主权益。金融机构应着重了解其中是否存在着虚假成分和其结构情况如何。对于假设的公司顾客来说,净值是由普通股、资本盈余和留存盈余组成。一般认为普通股资本所占比例较大的企业,其资本实力比较稳定。另外,金融机构还需考虑其企业以外的收益、资产、负债和资本状况。这是因为,当发生经济纠纷时,这些企业以外的情况也会影响到企业的偿债能力。

2. 损益表

损益表,亦称利润表,是用来反映企业在某一会计期间的经营成果的一种会计报表。在损益表中,要反映企业在一个会计期间所有的收益与所有费用,并求出报告期的利润额。利用损益表,可以评价一个企业的经营成果和投资效率,分析企业经营的稳定程度和企业管理的效能及企业的盈利能力和未来一定时期内的盈利趋势。A公司的损益表如表9.8.2所示:

表 9.8.2 A 公司损益表(简缩)1992 年度

(单位:百美元)

销货净额	720000
销货成本	468000
销货毛利	252000
营业费用与所得税	204000
营业净收益	48000
营业外损益—出售土地收益(税后)	16000
净收益	64000

总收入和现金折扣、销售折让以及退货三者总额之间的差额就是销货净额。信用分析人员要对该项目进行详细的审查。例如,这家公司产品的制造可能要很长时期,销售时间如何确定?有的公司根据完工百分率记录收入,而另外一些公司则要等到最后交货时记帐。为了得到净收益,还必须从销货净额中减去全部费用。这些费用包括销货成本、销货费用、管理费用、财务费用与税金。信用分析人员在检查企业的费用支出时,应注意某些容易出问题的项目。例如,企业的销货成本是采用从期初存货和新购入相加之和减去期末盘存的间接方法进行计算。由于期初盘存是按不同价格购入的产品组成的,所以其金额要采用相应的一种存货估计方式(先进先出或者后进先出)来决定,这样,最终盈利情况会随着公司所采

用的估价方法而有所不同。另外,采用不同的企业固定资产折旧的方法对计算盈利会发生重要影响。信用分析人员应当了解清楚,盈利数字不会因为折旧计算法的不同而扭曲。此外,信用分析人员还要十分注意损益表中的非常收益和非常费用。非常收益包括固定资产出售等;非常费用通常是指固定资产出售的损失、存货短缺和废弃损失等。信用分析人员对这些项目应作具体分析,了解其原因,因为这里面可能反映了企业经营管理的状况。

3. 财务状况变动表

财务状况变动表是反映一个企业在一定时期内资金的来源和用途,说明和分析企业财务状况增减变化的报表。在编制财务状况变动表时,可以使用不同的资金概念、采用不同的流量基础。

(1)资金是指现金。可以把资金定义为现金,即指货币资金,并以现金的收入和支付及其增减变动为基础反映财务状况变动。

(2)资金是指营运资金。可以把资金定义为营运资金。营运资金是指流动资产减去流动负债后的净额,并用营运资金的流入和流出及增减变动来反映财务状况变动。

(3)资金是全部资金。全部资金是内涵十分广泛的概念,包括一切财务来源和用途,由此编成的财务状况变动表,力图反映影响全部的理财和投资活动。在实务上,我国的财务状况变动表使用全部资金概念,以营运资金为计量基础,再增补其他所有不影响营运资金增减的重要财务活动,用以全面反映财务状况的变动。此表分为左右两方。左方是流动量的计量,其基本关系是“流动资金增加净额=流动资金来源-流动资金运用”。右方是结存量的计量,其基本关系是“流动资金增加净额=流动资产增加-流动负债增加”。

信用分析人员需要了解企业的获利能力与偿债能力,还需要了解导致企业偿债能力发生变动的原因。损益表主要反映企业本期营业活动的成果,可用于衡量企业在获取利润方面是否获得成功;资产负债表主要反映某一特定日期的财务状况,说明某一特定日期资产和权益变动的结果,可以显示企业的偿债能力,但它不能反映财务状况的变动。因此,财务状况变动表弥补了上述两种报表的不足。它是一张说明会计期间内企业营运资金来源与用途的会计报表,不但能够反映企业财务状况变动的结果,而且能够说明财务状况变动的原因。信用分析人员通过分析财务状况变动表,可以知道企业的营业活动、筹资活动和投资活动对企业营运资金的影响,并更准确地了解企业的偿债能力。

4. 现金流量表

本世纪70年代以来,西方国家广泛将财务状况变动表作为对外提供的第三张主要报表。但是,企业在编制财务状况变动表时,往往使用不同的编制基础。有的企业编制解释营运资金的来源及运用的财务状况变动表;有的企业编制解释现金来源及运用的财务状况变动表。这样各个企业财务状况变动表的内容差异很大。为了解决这一问题,美国财务会计准则委员会在1987年初发表公报,规定所有的公司应停止使用财务状况变动表,而代之以现金流量表。美国财务会计准则委员会规定,现金流量表上的现金包括现金与“约当现金”。所谓“约当现金”是指那些短期并容易变现的投资,例如,商业本票、国库券等。编制现金流量表可以采用两种基本格式。一种是西方国家所谓的“现金基础的财务状况变动表”的格式,其特点是主表分“现金来源”与“现金运用”两部分。其基本结构的公式:现金来源合计—

现金运用合计=现金增减净额。另一种是美国财务会计准则委员会所规定的格式。这种格式的主要特点是将企业的全部业务活动划分为营业活动、投资活动和筹资活动三大类。在现金流量表上分段揭示:营业活动提供的现金净额;投资活动用去的现金净额;筹资活动提供的现金净额。企业在年度内的现金增减净额即为上述三项的代数和。信用分析人员通过分析现金流量表可以掌握几个方面的情况:企业在未来会计期间产生净现金流量的能力和企业的利润与营业活动所产生的净现金流量发生差异的原因;企业会计年度内影响或不影响现金的投资活动与筹资活动的情况,并评估企业偿还债务能力和支付企业所有者的投资报酬的能力。

(二)企业基本财务比率分析

企业的各种财务报表为信用分析人员评价其财务状况和获利能力提供了比较准确的依据,从而可以据此了解企业的偿债能力。但是,对财务报表的分析,只能对一个企业的财务状况和经营过程作出概况的反映和大致的判断。金融机构必须根据报表所提供的数据进行财务比率的分析,才能更准确地了解企业的经营状况和偿债能力。财务比率分析的项目很多,这里列出美国罗伯特莫里斯协会常用的 11 种财务比率,如表 9.8.4 所示:

表 9.8.4 美国罗伯特莫里斯协会常用 11 种财务比率分析一览表

名称	计算方法	理想标准	可测知事项
流动资产对流动负债的比率	$\frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$	高于 200%	偿债能力
资本净值对固定资产比率	$\frac{\text{资本净值}}{\text{固定资产}}$	高于 154%	偿债能力
资本净值对负债总额比率	$\frac{\text{资本净值}}{\text{负债总额}}$	高于 100%	负债是否过重
销货对应收帐款的比率	$\frac{\text{销货净额}}{\text{应收帐款}}$	高于 5 倍	收帐能力
销货成本对存货比率	$\frac{\text{销货成本}}{\text{存货}}$	越高越好	销货能力
销货对存货比率	$\frac{\text{销货净额}}{\text{存货}}$	越高越好	销货能力
销货对固定资产比率	$\frac{\text{销货净额}}{\text{固定资产}}$	越高越好	固定资产生产能力
销货对资本总额比率	$\frac{\text{销货净额}}{\text{资本总额}}$	不亏本时越高越好	资本的营业能力
净利对资本净值比率	$\frac{\text{净利}}{\text{资本净值}}$	越高越好	资本的获利能力
销货对资产总额比率	$\frac{\text{销货净额}}{\text{资产总额}}$	越高越好	总资产的销货能力
净利对资产总额比率	$\frac{\text{净利}}{\text{资产总额}}$	越高越好	总资产的获利能力

信用分析人员通常所用比较重要的基本比率有以下几种：

1. 反映流动状况的比率

$$(1) \text{流动比率} = \frac{\text{流动资产总额}}{\text{流动负债总额}}。$$

企业的流动资产包括现金、应收帐款、有价证券、存货；流动负债包括应付帐款、应付票据、短期内到期的长期债务，以及应付税款和其他应付款等。流动比率表示每 1 元流动负债，有多少流动资产来抵偿，它是金融机构核定贷款的重要依据。一般认为流动比率 2 : 1 左右才足以表明公司财务状况是稳妥可靠的，对公用事业性质的企业来说，流动比率保持在 1 : 1 就基本可以了。但流动比率大，并不一定表示财务状况良好，它可能是由于存货超储积压过多所致，也可能由于经营中未对过多的现金加以充分运用所致。这说明了流动比率指标的局限性，就是它未能揭示流动资产的构成内容。把流动比率与营运资金结合起来分析，有助于较为准确地考察公司的偿债能力。例如，甲公司有流动资产 1 万元，流动负债 6 千元；乙公司有流动资产 10 万元，流动负债 9.6 万元，两公司都有 4000 元的营运资金。如果计算两公司的流动比率，则甲公司为 167%，乙公司为 104%，很显然甲公司流动状况要较优于乙公司。

(2) 速动比率(又称酸性试验率或清偿比率)。速动比率是用来衡量公司的短期清算能力的。由于存货和预付费用是流动性较差的流动资产，不易转换为现金，因此，应予剔除不计。其计算公式如下：

$$\text{速动比率} = \frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债}}$$

一般认为企业的速动比率以 1 : 1 为好，不过还须视各个公司的性质以及其他因素而定。

(3) 应收帐款周转率。反映流动资产周转状况的比率，从管理角度来看，应收帐款周转率和存货周转率最为重要。当资金投入企业后，在整个经营活动中，首先以现金开始转为存货，由存货转为应收帐款，再由应收帐款最后又转为现金。如果这个周转过程中，应收帐款过大，存货过多，都会发生资金周转的困难，直接影响到企业的偿付能力。因此，分析应收帐款周转率可以了解企业流动资金的利用效果和经营效率。其计算公式如下：

$$\text{应收帐款周转率} = \frac{\text{全年赊销总额}}{\text{应收帐款全年平均余额}}$$

上式中：

$$\text{应收帐款全年平均余额} = (\text{年初应收帐款余额} + \text{年终应收帐款余额}) \times \frac{1}{2}$$

例如：某公司 1994 年度赊销总额为 12 万元，平均应收帐款余额为 3 万元，按上式计算，应收帐款周转率为 4 次，即表示由应收帐款转为现金的平均周转次数为 4 次，它反映出应收帐款的流动程度。

(4) 存货周转率。存货也是企业可以用于抵偿短期债务的一种流动资产。存货周转率反映了公司销货能力强弱和存货是否过多或短缺的指标。在一定时期内周转次数愈多，说明周转速度愈快，利用效果愈高；反之，存货周转率低，表明公司经营情况不妙，存货变现速

度低,并影响到公司的短期偿债能力。其计算公式如下:

$$\text{存货周转率} = \frac{\text{销货成本}}{\text{平均存货额}}$$

上式中:

$$\text{平均存货额} = \frac{(\text{年初存货额} + \text{年末存货额})}{2}$$

根据周转率,可以进一步算出存货平均周期。这一指标是用来表示一种商品在企业仓库中平均存留的天数。其计算公式如下:

$$\text{存货平均周期} = \frac{360}{\text{存货周转率}}$$

此外,还有另外两个比率指标也可从不同角度反映企业的流动状况。一是现金比率。在某些特定情况下,如经济不景气时,金融机构还要对企业的现金比率进行考察,其计算公式如下:

$$\text{现金比率} = \frac{\text{现金} + \text{等值现金}}{\text{流动资产总额}}$$

上式中:现金指库存现金和银行存款,等值现金是指企业所拥有的高流动性有价证券(如短期国库券等)。二是流动资产构成比率。这是计算资产负债表上每一项流动资产在流动资产总额中的比率,用以考察流动资产的构成内容,以及每一项流动资产所占用的投资额,其计算公式如下:

$$\text{每一项流动资产在流动资产总额中的比率} = \frac{\text{每一项流动资产}}{\text{流动资产总额}}$$

2. 反映权益状况的比率

企业资产负债表上的权益有两个基本部分,总负债表示公司债权人权益,总净值表示股东权益。对权益与资产之间的关系进行分析,是财务比率分析的重要内容。反映权益状况的比率,是用来测验公司长期偿债能力的强弱,评价公司资金结构是否健全合理。

(1)债权人权益与总资产比率(又称负债率和举债经营比率)。企业在经营过程中,往往要举债经营,如果企业负债太多,即使其资产流动性很高,偿债能力也会受到影响。如果企业负债过高,以致无法支付利息或偿还本金,可能被依法强迫清算或改组,而不利于债权人和股东。因此,金融机构必须注意这一问题。负债率是衡量企业债务占资产的比重,即有多少资产是靠负债来支持的。其计算公式如下:

$$\text{负债率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$$

(2)股东权益与总资产比率。这一比率又称产权比率,是反映企业一定量的资产中股东投资所占的比重,以别于来自债权人的部分,它是上述债权人权益与总资产比率相配合的一个比率。这一比率越高,越说明企业资本雄厚,偿债能力也比较强;反之,则说明企业资本比较薄弱,偿债能力也受到影响。其计算公式如下:

$$\text{股东权益与总资产比率} = \frac{\text{股东权益}}{\text{总资产}}$$

这一比率的倒数就是财务杠杆倍数:

$$\text{财务杠杆倍数} = \frac{\text{总资产}}{\text{股东权益}}$$

这可用来反映一定量的资本能带动多少倍数的资产。当资产收益率高于借入资金利息率时,这个倍数越大,企业获得的杠杆利益就越多;反之,资产收益率低于借入资金利息率时,则借入资本的利息,将由股东所得的利润额来弥补。金融机构应注意的问题是,这个比率越大,说明企业资本比重越低,企业所承担的风险也越大,并直接影响到其清偿能力。

(3)净收益与股东权益比率。净收益与股东权益比率是测验股东投资的利润率。计算公式如下:

$$\text{净收益与股东权益比率} = \frac{\text{净收益}}{\text{股东权益}}$$

上式中的股东权益,如果在计算期内曾有变动,应按平均数计算。

(4)销货净额与股东权益比率。这是上述比率的一个补充数据。计算公式如下:

$$\text{销货净额与股东权益比率} = \frac{\text{销货净额}}{\text{股东权益}}$$

上式中的股东权益,如果在计算期内曾有变动,也应按平均数计算。例如,某公司某年度的销货净额为 27 万元,股东权益为 15 万元,依上式计算,则该比率为 1.8。用销货净额来计算的股东权益“周转”次数,表明了股东投入资金的利用率,相对于营业额来说,则表明股东投入的资金有无过多的情形。

3. 反映收益状况和经营成果的比率

企业的投资者或债权人,都十分重视企业的盈利能力,其收益的多少成为管理效能优劣的一个重要标志。金融机构要选择信用条件好的企业发放贷款,并要根据企业的盈利能力来测定其偿付债务能力的强弱。因此,在分析财务报表时,不但要注意企业的利润总额,还要注意考察企业的盈利能力。而衡量盈利率的尺度很多,通常有如下几种:

(1)净收益与净销货比例(又称销货收益率,或销货利润率)。它是反映每元销售额可带来多少纯收益的指标。其计算公式如下:

$$\text{净收益与净销货比率} = \frac{\text{净收益} + \text{利息费用}}{\text{销货净额}}$$

上式中的净收益系指缴纳所得税后的收益。利息费用是付给债权人以获得资产的代价,实际上是公司所得总收益的一部分,所以应和净收益相加。

(2)投资盈利率(或称资产总额报酬率)。投资盈利率是反映企业运用各方投入的资金取得的成果,投资盈利率高,则表示公司管理部门善于运用资产。它是公司经营效率的一个重要指标,同时,也是总公司对分公司进行内部考核的一个重要指标。其计算公式如下:

$$\text{投资盈利率} = \frac{\text{净收益} + \text{利息费用}}{\text{总投资额}}$$

(3)普通股每股净收益。它是反映企业普通股东产权的获利程度,其计算公式如下:

$$\text{普通股每股净收益} = \frac{\text{净收益} - \text{优先股股利}}{\text{普通股本发行在外股数}}$$

如果公司股本只有普通股一种,只需要将净收益除以发行在外普通股股数,即得普通股

本每股净收益。如果公司同时还有发行在外的优先股,则计算时,应将净收益分配于普通股与优先股。

(4)普通股本每股净收益与市价比率。这一比率表示普通股的利润率。其计算公式如下:

$$\text{普通股本每股净收益与市价比率} = \frac{\text{普通股每股净收益}}{\text{普通股每股市价}}$$

这个比率愈大,表示盈利率愈高。当投资者在比较各种投资机会时,该项指标是一个重要的参数。

(5)股利与市价比率。这一比率表示股利报酬率。其计算式如下:

$$\text{股利与市价比率} = \text{普通股本每股股利} / \text{普通股本每股市价}$$

例如,某公司 1992 年度发放普通股股利每股为 6 元,年终时每股市价为 120 元,则依上式计算,股利与市价比率即股利报酬率为 5%。它表明按照市价计算,公司的股东实际可获得的盈利率。信用分析人员进行财务报表和各种财务比率分析时,应深入审察实际情况,并和趋势分析结合起来。此外,信用分析人员还需要研究公司的性质、竞争状况、生产和开发状况,以及管理情形等,以便准确地评价企业的资信情况。

第二节 工业公司的信用评估

在 90 年代,随着整个世界范围内国家放松管制的趋势和日益增强的国际竞争,工业公司在经营过程中会遇到各种各样的风险。另外,由于每个工业公司注册和经营所在国的不同,经营环境的差异也使其信用风险有许多不同之处,因此,对工业公司所处的特定国家和特殊行业进行深入了解,是对其进行信用评估的最基本的工作。此外,我们还需要对公司经理人员的品质、公司的结构和公司基本经营状况等方面的情况进行深入的分析,这样,才能对公司的偿债能力有一个较好的认识。

一、国家政策和产业政策发展趋势的影响

信用分析人员对国家和产业发展趋势的分析主要在于国家的管理体制和产业发展程度会对工业公司的经营产生很大影响。对在不同国家经营或者是占领了不同国家市场的公司,以及对在几种不同行业同时经营的公司来说,有必要对公司每一个主要业务部门从全球范围进行分析。国家管理体制和产业发展程度,对公司经营的影响则可从以下几个方面进行分析:

(一)国家管理体制的特点及其影响

在世界范围内,各个国家和国家集团(如欧洲共同体)的政府制定的各项经济政策和各种管理条例,不论是现行的还是可能要颁布的,都会对公司的竞争地位产生极大的影响,因

此,可侧重从以下几个方面进行分析:

1. 对竞争的管理

市场竞争制度是社会市场经济的核心。由于企业追求较高的和保险的利润,竞争往往会导致垄断,从而使企业本身的发展受到遏制而失去效力。因此,许多国家都制订了有关市场竞争的法规,使竞争的行为在国家制度的框架内有效运行。例如,联邦德国政府在1957年颁布了《反限制竞争法》,并在柏林设立了联邦卡特尔管理局,对保护市场竞争实行有效的管理。《反限制竞争法》规定了一系列保护竞争的手段,例如,基本禁止卡特尔,较大的企业合并,在实施后必须向卡特尔管理局申报;销售额特别高的大企业的合并计划,甚至在实施前就必须申报等。当这些合并可能形成或加强企业在市场上的统治地位,或不利于改善市场的竞争条件时,联邦卡特尔管理局有权加以禁止。此外,根据国家不同产业发展的需要,把一些重要部门排除在卡特尔管理局的管辖范围之外,例如,交通运输业、农林业、煤矿开采业、冶金业、信贷和社会保险业、电力、煤气和水力等,从而保护和扶持了国家基础产业的发展。

2. 壁垒因素

对于新的竞争者来说,进入某一产业往往都会遇到壁垒因素。这些壁垒除税收以外,还包括其他一些因素,例如,生产或销售机构的高成本,市场对现有竞争者的产品或服务的极强的接受性,原料供给的有限来源,以及管理机构保护性支持等,都会对新进入壁垒的公司的经营与发展产生直接影响。

3. 政府支持的因素

国家政府对工业公司的支持程度,在很大程度上影响到公司的发展趋势。例如,许多发展中国家的铜矿公司,由于享受了政府补贴而超量生产,这在一定程度上限制了该行业公司的盈利性。

4. 货币与汇率因素

各个国家不同时期制定的货币政策会对利率、汇率产生影响,从而直接影响到工业公司的经营状况,而公司以某些特定货币实现其收入或支付其生产要素时,其盈利性受到汇率的影响程度会更大。

5. 国家计划的因素

国家的经济计划是通过各种经济政策和手段来影响工业公司的经营决策和方式。在公司决策的范围内,除了纯技术性的生产问题外,最重要的是决策问题,通常是投资决策、资金筹措决策、营销战略决策和研究与开发活动决策。国家的经济计划对公司的决策活动,特别是投资和营销决策产生着重要影响,而这种影响又主要是以指明市场的发展方向,控制公司资金来源以及提供优惠待遇等方式来进行的,并且会对工业公司的发展战略和经营状况产生明显的影响。

(二) 产业发展程度的影响

产业发展程度对工业公司的影响可侧重从以下几个方面进行分析。

1. 产业对经济周期的敏感程度

这主要是指相对于国家、全球中某特定产业在不同经济周期的上下波动程度,并对公司

经营产生的影响。其中与该产业主要产品价格及生产投入有关的供给、需求和其他一些周期性因素是相当重要的。例如,世界石油价格对石油生产者以及对那些需能源进行生产的基础工业公司都产生重要影响。

2. 产业的成本因素

产业的原材料供给状况及销售状况等,都会给产业利润率和各个公司的竞争力产生强有力的影响。在许多成本因素中,公司的生产和经营特性往往是很关键的。在高度自动化的生产条件下,工业公司可能有极好的竞争机会来运用其较灵活的、电脑化的厂房和机器设备,从而达到降低成本,提高生产率的目的。然而在服务性行业中,如果工资每年持续增长,那么,降低服务成本而提高生产率的可能性往往是比较小的。

3. 产业对技术更新的敏感性

这主要是指产业的主要技术发明的期限以及引进的周期,从而产生对工业公司产品竞争性的影响。其中主要分析产业竞争者如何加快资本支出的增长以满足竞争的需要,而竞争保护的程度以及专利的期限规定也是需要加以注意的两个重要因素。

二、管理人员品质的影响和分析

管理人员品质是衡量公司信用程度的最重要的指标之一,然而却以难以测量。每当发生意外情况时,通常都是靠管理人员迅速反映,采取正确的决策来维持公司的正常运行。信用分析人员往往通过分析研究公司的经营战略、政策、宗旨以及计划的制定和执行情况,来表明公司管理人员的能力和水平。其重点分析以下几个方面:

(一)公司的战略方向

信用分析人员往往联系公司在其所处的业务环境中的未来风险以及机遇,来分析管理部门发展业务的状况和不同地域的收入情况,并评价管理部门的投资收益标准。其中主要分析这样几个问题:从公司的状况及其所处的经济环境来看,公司的政策是否谨慎;管理人员对全球潜在竞争的警惕性如何;采用何种计划来加强其竞争能力。

(二)公司的融资宗旨和稳健性

信用分析人员比较注重分析公司管理部门的融资宗旨,其中主要包括管理部门的融资计划,管理人员怎样使用负债能力来进行兼并、收购以及进行资产重组。公司发展的稳健性主要是指在保持必要的投资和开发研究费的前提下,管理部门的整体财务政策的稳健性如何;其会计惯例的稳健性如何;管理部门的长期规划和短期计划有没有保持平衡。

(三)组织机构之间的关系

公司各组织机构之间的关系主要是指管理部门的发展战略和其组织机构之间的关系是怎么样的;在筹资、市场和产品发展方面某些部门能否从其他部门得到便利;如果公司外部董事、大股东或重要资金来源方面(如主要的贷款银行)在公司决策中有发言权,则他们的特殊的利益关系和能力因素也要进行分析。

(四)控制系统和管理体制

控制系统主要是指公司的内部审计和财务控制体系。要分析公司的控制系统对管理人员维持或促进竞争性的盈利和进行有效的经营管理会产生什么样的作用;对跨国公司来说,

要分析这些方法在公司经营所处的各个不同国家及文化背景下,其被应用程度如何。管理体制主要是指公司连续规划的能力。从信用风险角度看,对一个或少数几个高级董事的依赖性太大是不利的因素。因此,这里主要分析的问题是:现行管理人员如何作为一个整体进行经营;当一些管理人员退休或处于紧急情况时,为新接任的管理人员制定了哪些合适的计划。

(五)管理人员的业绩

管理人员的业绩如何主要是对其业务档案资料进行分析研究,其中主要包括以下几个方面的问题:管理人员对以往5—10年间重大事件的反映如何,比如紧缩资金、诉讼、主要竞争对手或管理机构的压力等等;同其国际竞争对手相比,在过去5年内管理部门在每一个主要业务领域所达到的真实收益率如何;在经济、技术、供求、信用和与该产业有关的各个领域,其管理人员的业绩如何。

三、公司基本营业状况的分析

信用分析人员对工业公司基本经营状况和竞争形势的分析,重点是放在该公司与同业进行比较后所处的地位,以及在控制成本的情况下公司创造收益的能力,其中主要包括以下几个方面的因素:

(一)公司在市场上所处的地位

公司在市场上所处的地位与公司在市场上所占的份额、母公司所在国的传统企业文化和政府政策、公司经营的业绩等因素都非常有关系。

1. 公司在市场上所占的份额

公司的地位与公司在其主要市场所占的份额大小关系很大。要对公司目前在其主要市场上所占的份额以及在过去5—10年间所占市场份额的变化进行分析。这项分析要从两方面进行,一方面是按不同的业务进行分析,另一方面是按公司产品销往的主要国家进行分析。在其他方面的因素相同时,公司在国际上或在特定国家与地区市场的领导地位决定了公司长期内创造现金的能力。公司有好的声誉以及公司某一特定部门与其客户的悠久关系对公司的地位都是强有力的支持。

2. 母公司所在国的传统企业文化和政府政策

母公司所在国的传统企业文化和政府政策对公司潜在的支持也在很大程度上影响了公司的经营地位。对公司国内业务经营环境的分析,有助于了解公司与供应商和客户、与银行业,以及与其他融资来源之间的特殊关系。这些关系的存在,有利于公司遇到恶劣情形时增强自身的稳定性。例如,大多数欧洲国家的一些大银行是公司资金的主要供应者。当公司流动性较差时,这些大银行会提供必要的资金,或者在公司流动资金吃紧时,它们会在银行贷款偿还上对公司有所让步,从而增强了公司的稳定性。此外,政府和产业之间的紧密联系可能为整个产业或个别公司提供一个有利的经济环境。例如,政府在对经济环境、就业政策、国际贸易环境等方面所起到的积极作用,就会增强公司的地位并有助于它们与国外同业的竞争。

(二)公司业务成本和收益状况

公司中的每个部门对其创收的贡献程度是不一样的。根据每个业务部门在公司总盈利中的份额,可以用来分析公司各部门的效率。部门效率的发挥往往对以下因素相当敏感,如业务的周期波动、供给过多或生产过剩、快速的技术革新、迅速的管制放松、货币汇率浮动等等。为适应这些可变因素,实行部门多样化有助于公司摆脱某一部门衰退的影响,起到类似润滑剂的作用,并且,管理人员对每一部门所具备的专门知识以及它们之间的协同作用也是影响公司收益的十分关键的因素。此外,还要十分注重分析公司的成本结构。要联系国际间的竞争者来研究公司主要业务部门的生产投入、供给来源、生产设备或服务网的效益性。对公司目前的经营成本和效益要从两个方面进行分析:①维持目前经营效益的必要支出水平;②提高经营效益以满足国内和国际产品竞争的必要支出水平。更为重要的是,要按照部门的生产和技术周期,对研究开发的预期未来支出和融资需求,以及对新产品的引进情况进行分析。另外,还要对供给协议、劳动力成本趋势、劳资关系以及对供给价格增长的敏感性进行分析,以便揭示公司每个主要业务部门的未来生产成本。

(三)公司财务与流动资金来源状况

信用分析人员对公司财务状况的分析主要包括两个方面的内容,一是对过去 5 年或 5 年以上的财务报告资料进行分析;二是联系其预期的 3—5 年的偿债现金和负债情况,对其可能的现金流量和资产价值进行预测。

1. 财务灵活性评估

对公司财务灵活性的分析是很重要的,这是衡量公司在一定时期内保持足够的流动性以满足偿债要求的能力的基础。流动性的取得,一是取决于公司创造现金的能力,二是取决于公司在资本市场上另外筹集资金的能力。流动性的这两个来源都与公司的整体盈利性紧密相关。

2. 备用流动性的分析

信用分析人员除了对公司流动性状况的总体分析外,还要分析其备用流动性情况,即对公司的内部和外部现金来源的情况进行分析。因为这些现金能够用来满足在极短的期限内到期的债务的清偿,尤其是在流动性发生危机时,更是如此。对公司备用流动性的分析着重以下几个方面:

(1)公司备用流动性的可取得性和可依赖性的分析。它主要有公司营业能创造的现金;公司可依赖的贷款方的借款能力;通过随时可销出证券的销售而取得流动性的能力等。

(2)对备用流动性来源的有关需求的分析。由于每个公司所处的独特环境,都要求对备用流动性的一般来源途径进行修正。因此,要着重分析以下问题:

- ①与公司的资本组成相关的短期借款的规模和特性。
- ②长期证券的期限和偿付结构。
- ③公司可选择的其他借款来源的特性、历史及可靠性。
- ④公司与银行关系的特征、稳定性和历史状况。
- ⑤公司的信用水平。
- ⑥公司在资本市场和货币市场上的证券组合的品质、流动性、期限、币种及稳定性。
- ⑦公司对正常的和预期的营运现金的需求。

⑧在公司债务结构中,公司对商业票据和短期负债的依赖度。

⑨公司有关财产行为的复杂性。

(3)对备用融资工具质量的评估。公司所能取得的银行资金的性质和来源,是必须考虑的关键问题,对不同银行资金的性质分析如下:

①合同性的贷款协议,对银行有法律约束力,不易受条件变化的影响。

②信贷额度。这是一种非合同式的银行信用工具,银行一般从所给予的额度收取一定的费用,或保留一定的抵押。额度的存在表明银行同意在额度范围内对客户进行贷款,直到银行认为它应该停止贷款为止。

③客户不付任何费用和抵押的信贷额度。

④银行内部指导性限额,这是银行与客户口头协商达成的。

⑤额外的借款能力,这一能力归因于公司与银行之间是否具有稳定的关系。

(4)对公司拥有的可作为流动性替代品的热门证券也要仔细进行分析。穆迪公司应用一定的准则,来确定哪种范围内公司的有价证券和现金证券可以被看作是有充分流动性的资金,其准则如下:

①投资级的债务发行人在货币市场的负债和其他1年以内到期的债券,一般给予很高的流动性。

②投资级的债券发行人的1年以后到期的债券,给予中等流动性。

③如果证券用作备用流动性并有汇率风险,穆迪公司假定了一个大约25%的风险损失率。

④估计公司正常业务经营所需的营运现金(为销售额的2%—7%),并从具有充分流动性的资金中扣除。

四、公司结构的分析

信用分析人员在分析公司的业绩和其未来计划时,需要对公司的组织结构及其有关部门进行评估,并主要分析以下几个方面的问题:

(一)子公司相对于母公司的的重要性

信用分析人员在评估公司信用时,往往要分析在公司财务发生困难时,母公司(或控股公司)可能在多大程度上支助(或取消)一个子公司,这是由母公司保留子公司的受益性相对于母公司收回子公司的风险性的比较来决定的。这里的关键问题包括:子公司是否对集团提供了稳定的较大份额的收入;在近期或远期,子公司的存在对集团总体战略的适应性如何;子公司是否对集团业务起到了很好的配合作用;子公司的资产、产品和声誉是否记入集团总帐中;未来支出需要、诉讼、管理或其他问题是否会使集团遭受损失。子公司与母公司之间关系越紧密,子公司对母公司的成功运营越重要,那么母公司对子公司的干预可能性就越大。母公司对子公司的投资规模也是一个重要因素,如果投资大到足以令子公司的违约行为可以使母公司的生存陷入危险的境地,母公司主必须实行更大的干预以维持子公司财务的健康发展,并保证其自身的存在。

(二)财务状况和法律环境

信用分析人员需要注重分析公司的财务状况和所处的法律环境。如果母公司财务状况相对较弱,那么从子公司抽取一部分额外盈余来支助母公司的可能性如何;相反,如果子公司财务状况相对较弱,则其母公司却不得不用其现金流量的很大部分来支助子公司,就有可能使自己的财务状况陷入困境。此外,还要分析公司所在国家和有关州的法律和管理条例,因为这些条件往往使得母公司必须承担其子公司或附属公司的债务。

(三) 合资企业的合伙人和合作协议

信用分析人员还需要注意另一个有关方面的问题,即越来越多的国际公司采取了合资企业形式,并且采取了不同形式的促进商品开发和经营的公司之间的合作关系。要着重分析研究以下几个方面的问题:如果合资或合作企业已制订计划或正在实行计划,那么对它们的管理情形是怎样的;它们对公司来说是增强了公司的竞争优势,还是使公司资源外流。

第三节 公用事业公司的信用评估

公用事业公司主要是指私人拥有和经营,但受国家政府或地方政府管理的为公用事业服务的公司。每个国家的公用事业公司都有独特的风险特征,而不同类型的公用事业公司经营特点也各不相同。然而,总的来看,不同的公用事业公司又有许多相同的因素。因此,这里侧重研究分析电力公司和电话公司,并对公用事业公司信用评估的内容作简要的介绍。

一、公司经营特点的分析

私人拥有的公用事业公司的两个特征使他们的信用风险与大多数工业公司有明显的区别。首先,所有的公用事业公司资本密集程度都很高。其营业成本大多数产生于对工厂和设备的投资,如发电站、自来水厂和昂贵的传送和配电网络等,这些基础设施大多数需多年建造才能投入使用。除个别例外情况,公用事业方面的技术进步需求大量新的投资,其资产主要是用于特殊的用途,而且不易于改装后作其他用途。由于以上这些因素,所有类型的公用事业的应变性都很差,它们对大量融资的需求,经常长达数十年之久。因此,一项错误的决策或不利的管理对策可能对其至少 10 年的信用状况产生不利的影响。从债券投资者的角度看,大量的融资需求还意味着公用事业公司倾向于在信用市场上控制大部分已公开发行的证券和每年发行的新债券。其次,公用事业公司几乎被广泛地认为是“自然的垄断”,因为它们用高成本的设备提供最基本的服务,而这种服务是在相同的领域不断重复。在公共利益方面,它们被赋予了规范的服务范围而不必担心激烈的竞争。作为对这种垄断特权的回报,公用事业公司长期以来都是管理得最严的产业:一是对服务费价格的限制,二是其经营性质受到严格的监督。再次,公用事业公司的服务总的来说被当作商品产品,它们在消费者眼中并没有什么差别。因此,由于市场地位较高而产生较高盈利的竞争优势在这里表现得并不明显,并且,每个公用事业公司的信用度在很大程度上取决于公司管理人员控

制之外的一些因素。如对其所服务领域的态度和管理者的行为等,这些因素对公用事业公司的影响程度比其他产业的影响更大。根据公用事业公司经营的特点,信用分析人员对其信用评估着重从以下几个方面进行分析:

(一)公司所有制状况的分析

如果公用事业公司是由国家所有,它们的资本一般是通过国家和地方政府或是政府支持的法人进行筹集。另外,通过私人渠道的融资一般有政府担保支持。在这种情况下,公用事业公司应作为与国家有关的实体来分析,评估时关键要联系在公司财务恶化时,其可以从政府取得的帮助,而不在于联系公用事业公司的业务风险。这几年来,世界上大多数政府都开始对不同的公用事业公司进行私有化,从而使这些新的私有化了的公司面临着私营部门经营所具有的全部效益和全部风险。

(二)公司独特的信用风险分析

公用事业公司的国际债务评级受公司所在国的国家信用等级上限的限制。实际上,公用事业公司发行了很多种类的债券和优先股股票,它们的信用风险有很大的差别。此外,信用分析人员还可能会遇到公用事业行业发行的一些特殊类型的债务工具,对每一种债务工具都需按债务违约时债权人所受的待遇进行特殊的分析。例如,租赁债券的信用度低于担保租赁债券的信用度,因为后者有固定资产做抵押。对公用事业公司信用度的分析要从对基本因素和发展趋势的评估入手。这些因素或趋势将有助于或阻碍公用事业公司保持充分的收益和充足的现金流量以满足未来对债券持有人的债务偿付能力。这里将基本因素划分为七个方面:

(1)服务领域。包括对经济、社会和人口因素的分析,这些因素可能影响服务需求增长的前景。

(2)资产基础。联系未来对服务的需求以及经济效益状况,对现有的和计划扩充的设备进行评估。

(3)经营成本。根据原料组成和劳动力需求等因素而定的现时和未来的成本。

(4)管理条例。主要研究影响管理者决策的经济、政治趋势,以及对可能阻碍业务经营效益的特殊管理行为进行分析。

(5)竞争。包括那些使公司进入不受管理的业务领域成为可能的新途径,或允许使用者避开公用事业公司垄断服务的管理条例,或公用事业公司自身的多种经营。

(6)公司结构和管理人员质量。二者在对公用事业公司和对其他公司的分析中同样重要。

(7)财务统计资料。信用分析人员了解公用事业公司信用分析的基本原则后,就可以对有关财务统计资料进行分析,这样有助于说明公司的信用度。

二、公用事业公司经营状况的评估

信用分析人员对公用事业公司所在区域的风险和机遇的分析具有非常重要的意义。公司基础性的分析主要是在较大范围内研究有可能对公用事业公司近期和远期(通常至少以10年为期限)的盈利性、现金流量产生影响的经济、人口和技术趋势。这里关键是分析服务业的增长或下降的有关因素。此外,还需要对公司的资产基础、管理质量等因素进行进一步的分析,从而对公用事业公司的发展前景做出预测。

(一)公司服务需求的评估

在对需求进行预测时,信用分析人员应该对公用事业服务区域内的主要行业的增长和消费趋势给予足够的重视,并且需要对人口增长趋势、失业率以及人均收入水平进行分析。

1. 电力需求的分析

对电力公司来说,其所在区域的经济状况的特征与其收益有着直接的联系,其产量受到经济衰退或大量工业消费者停业的显著影响。从居民消费者方面取得的收益一般来说是稳定的,尽管消费者普遍的节约可能会降低销售量的增长,但对其影响一般不大,从商业方面取得收益也比较稳定。然而从工业方面取得的收益是最不稳定的,因为大多数工业公司对经济周期非常敏感。信用分析人员评估公司体系外的销售潜力时,还应考虑到电力公司的输电线路及其邻近公司的电力产品成本。电力销售对天气状况极为敏感。比如,当电力被用来进行空间供暖或空气调节时,天气气温太高或太低,公司都必须增加服务量以满足增加的需求。

2. 电话需求分析

电话需求受一系列的社会、经济和文化因素的影响,不断发展的地方经济通常伴随着旺盛的电话服务需求。一般来说,电话公司服务区域内工商业部门的多样化表明,该公司即使在经济衰退的情况下也有较大的稳定性,因为某一产业需求的下降可能被另一产业需求的增长所抵消。对信息集中水平要求很高的服务性行业是典型的电信需求大户。信用分析人员应着重对银行业、投资公司、保险公司、不动产经营公司和政府机构等进行特殊的研究,因为所有这些部门对电信需求都很大。大量的社会团体也是对基本电话服务、可视电话服务以及长途电话服务的典型需求者。公司电话服务需求可以通过多种方法进行衡量,从而反映了所提供的服务的不同类型。例如,美国电话公司所使用的最基本的衡量法是统计所有投入服务的电话线路,信用分析人员可根据其提供的统计资料对电话需求状况进行分析。

(二)公司资产基础的分析

信用分析人员在了解公司主要客户的需求方向和稳定性之后,下一步的任务就是确定公司现有资产(或者说厂房和设备)是否能够有效地满足需求,或者说公司是否还需增加另外的服务设施以满足需求。

1. 电力公司资产分析

电力公司电力供应的三个环节都需要进行分析:发电、输电和配电。美国许多私人电力公用事业公司的资产基础包括了每一个环节的厂房和设备。一些国家的电力公司却主要只从事其中的一个环节或两个环节的经营,在电力公司不具备自有设备的情况下,信用分析人员必须对电力公司保持能够使用相关设备的能力进行评估。

(1)发电。在评估公司的发电量时,最基本的问题是其发电量是否足以满足用电需求,是否有充足的储备来满足高峰期的需求。满足高峰期需求的能力是通过计算公司的储备余额的趋势来衡量的。储备余额是指高峰期的需求与供电能力间的差额(以兆瓦为单位)。供电能力是指公司自己设备的供电能力以及其他电力公司以合同形式同意提供的供电能力。一般地说,15%—20%的储备余额被认为是较合适的。

(2)购买的电力。电力公司与其他公用事业公司之间相互联系的数量和质量也应该进行评估,因为该公司可以向它们以合理的价格购买电力。由于许多公司加入了地方性电力集团,集团规定成员间的电力买卖价格比较便宜,并且,在特定情况下,电力公司从非公用事业来源购买电力可以避免超过设备能力过大的风险。

(3)发电量的管理。公用事业公司还可以通过发电量管理计划来提高它们满足高峰期

电力需求的能力。在日工作时间,设备控制和间歇性的工业服务合同都对发电量产生一定的影响。大多数电力公司都拥有几种不同形式的发电站。“基本工作电站”通常规模很大并且建设费昂贵,但其燃料成本一般较低。公司通常还拥有一些小电站,叫作“高峰期工作电站”,它们是专门用来满足高峰期供电需要的,其建设成本并不高,但通常燃料成本较高。“周期性工作电站”一般规模适中,通常用于满足周期性的波动需求。基本工作电站一般是用煤作燃料或利用核能发电,而周期性工作电站一般采用天然气和石油作燃料。不论对哪一种形式的电站,分析家都应该研究燃料的成本和供应前景,评估公司的营运风险。

(4)资产集中的风险。在分析发电站的生产设备时,评估其发电量对少数几个电站的依赖程度即资产集中程度是很重要的。在某些情况下,资产集中程度高表现为一个单一的电站占了公司总设备厂房投资额的很大比例。不论哪一种类型的电站,如果一个公司只拥有两个电站,那么它就冒着由于未曾预料的电站运行中断而减少了其一半发电量的风险。因此,投资集中于一两个电站也是值得关注的问题。

(5)电站业绩评估。一个电力公司的发电站的业绩档案是其控制和弥补成本能力的重要的显示器。其中一个指标是发电站的“可用率因素”,即电站可用于工作的时间的比率;另一个指标是“生产能力因素”,即一个电站的平均工作量占总工作量的比率。高利用率和较强的生产能力提高了公司控制成本和最终控制费率水平的能力。公司财产的保险有助于弥补电站损失,特别对老电站或核设备来说,保险的价格和质量是非常关键的。

(6)输电和配电装置的评估。输电和配电是将电力传送给最终用户的基础。输电装置相对于其他电力公司的电力买卖来说也很重要。输电线装配得较合理可以提高整个公司系统的效率,并有助于在有利的条件下开辟新的电力交易市场。

(7)在建电力资产的评估。大多数电力公司新建项目都是极昂贵的,并且建设安装的年限较长,如果建设途中发生故障,这些项目很难停建然后转作他用。因此,如果公司新建项目原有条件发生变化时,必须对公司的风险进行重新评估。

2. 电话公司资产分析

在美国,电话设备(指净电话设备)大约占了电话公司资产总额的90%。然而,从信用风险角度看,对其中两种更具有特殊性的资产,即电话信息的转换设备和传输系统的评估显得更为重要。这里,评估的重点是这两种资产是否满足未来的服务需求。转换设备包括转换器和电话总局的其他设备;传输系统包括电话线、微波传导设备、分散转换器和其他所有联系电话总局、总转换器和单个用户的线路的设备。资产投资在这两种资产间的分配受公司服务所在区域的地理位置的影响。例如,如果一个电话公司的服务高度集中在城市地区,那么其投资绝大部分都在电话总局的设备上;相反,如果公司服务于人口相对分散的地区,其大部分投资集中在传输系统资产上。在评估电话公司转换系统的成本效益时,电脑化程度也是一个重要因素。电脑化程度高,提高了通话质量,降低了成本,并且提供了新的服务项目。

(三)评估经营成本

公司采用新技术有助于其在竞争中保持较高收益,也有助于提高劳动生产率,降低经营成本。

1. 电力公司经营成本分析

燃料成本在电力公司经营成本中占了较大的比例,这一比例一般超过了40%。从信用的角度看,风险主要表现在燃料成本的持续增长可能对公司的现金流量产生严格的限制,由

此导致了对满足债务偿付和其他营业需求能力的限制。信用分析人员往往要着重分析一个公司对某种燃料的依赖程度,或者是对价格增长很敏感和供不应求的燃料的依赖性。其中包括对公司目前或未来可支配的燃料组成的分析,以及对近期或远期会影响每种类型燃料成本的社会、政治和经济因素的分析。

2. 电话公司经营成本分析

电话公司最主要的经营成本是劳动力成本。对美国的公司来说,这一比例大约为 70% 左右。然而,目前从世界范围来看,随着计算机和通讯技术的进步,如数字转换器和计算机操作辅助系统等等,使得公司自动化经营程度提高,从而逐步减少了劳动力成本。对电话公司经营成本的分析应着重分析其对新技术采用的程度,是否以此降低了成本并保持了财务灵活性,从而满足了其业务环境中不可预测的变化的要求。电话公司对劳动力成本的控制可以精确地通过计算某一时期内“每个雇员所控制线路”来衡量。“每条线路可控制成本”(净营运成本减去折旧)是评估公司成本管理的另一个有效的比率。可控成本应包括所有与公司管理人员决策有关的成本,而与公司财务决策有关的支出(利息支出、折旧支出及税收)则不在考虑之列。对经营成本的控制还应该根据所提供的服务的质量来衡量。如果服务质量不稳定,管理机构可能会降低公司获得收益的必要条件的要求,或者减少公司可以得到的收益。总的来说,有两项指标可以得到并用来对服务质量进行评估。①“用户困难意见书”数量的趋势,意见书从一个侧面反映了公司对客户服务的质量。②“未实现要求”数量的变化。用来衡量公司对客户服务的及时性。

(四)管理质量的分析

从本质上看,公用事业公司的管理主要是为了两个有潜在冲突的目标。首先,是实现公共利益的目标(即对用户高效、价格合理的),并防止公用事业公司固有的垄断弊端。其次,保证公用事业公司及其投资者从厂房、设备等的投资上取得合理的收益率。由于大量存在着此类因素,因而管理机构的工作变得更复杂化,并且也增加了其决策对公用事业公司和它们的债权人的风险。在评估管理问题对公用事业公司信用质量的影响时,信用分析人员主要对以下几个基本问题进行研究:

(1)管理机构自身质量问题,包括其背景、经验、附属机构、管理宗旨,对一些关键性问题,如劳动力、环境的态度,以及它们对自由经营的许诺情况。

(2)管理机构对公司自有资本的态度,以及它们实现其对有效地平衡公用事业公司的顾客和投资者的利益关系的态度。

(3)影响管理机构决策的政治和社会因素:如支持环境保护运动,加强或削弱公众对工会以及对放松工业管制的支持,等等。

此外,信用分析人员还从以下几个方面评估管理机构决策对公用事业公司信用质量的影响。

首先,对管理当局的分析。这一分析的起点是确定哪些管理机构对公用事业公司的哪些业务部门具有权威性。这项分析可能包括了法律、政治因素及每个机构的风险管理情况。

其次,费率等级的问题。管理机构对公用事业公司可收取的服务费率的规定是评估公司的关键性问题。费率能确定未来的收益并且最终决定了公司维持充分的现金流量以满足大量的债务清偿要求的能力。从整个世界范围来看,这些有关费率的决策通常是经过较长和复杂的分析过程来完成,一般称作“费率等级”。这一过程大体包括了三个相关的阶段:

(1)进行收益和成本的计算。大多数情况下,管理机构以 1 年期来计算收益和成本。对

这 12 个月的特殊时间区间的选择是很重要的。特别是当这一期间通货膨胀率有所上升或下降,或者某个公用事业公司又有一个主要业务部门投入营业的情况下,时间区间的选择显得尤为重要。由于费率一般可以持续几个月不变,所以管理机构经常使用预测的收益和成本来进行计算。

(2) 可容许的费率基础的确定。费率基础是用来确定公司资本投资可被容许的回收率。公用事业公司通常以使用中的厂房设备以及管理机构认为将来对公共服务产生作用的厂房设备作为费率基础。这种费率基础可以在检验期的最后时点确定,也可以算取平均值。

(3) 资本成本估计。资本成本是根据公司资本组成中的负债、优先股、普通股所占的比例以及每种融资方式的成本而确定。各项资本比率可以以实际检验期的资料为准,也可以通过证券出售或预期融资事先估计而取得。在管理机构不同意公司的融资政策的情况下,各项资本比率应该以管理机构认为最合适的比率为准。

3. 评估费率对总体信用质量的影响

在分析费率等级对信用质量的影响时,应强调它对公司财务所造成的总体冲击,尤其在公司财务处于困境的情况下。除去几个例外情况,世界上大部分管理机构总的来说都对最终的费率制定有很大的决定权,并往往会给公司财务带来较大的影响。

4. 公司管理条例的影响

一般说来,燃料成本占了电力公司总营业成本的 40% 以上,但燃料成本的变化也可能短时间内发生。为了避免每次燃料价格波动后,都必需进行的大规模的费率调整的听证工作,大多数的管理机构往往通过一些“燃料调整条例”,允许电力公司将燃料成本的升降的影响转嫁到消费者身上。这些条例虽然不总是及时颁布的,但总的来说,它们还是有助于公司财务的稳定。

(五) 竞争情况的分析

从理论上讲,公用事业公司在其服务区域内被赋予垄断的服务地位,有利于提供便宜的商品以满足广大公众利益的要求。然而,在整个世界范围内所有类型的公用事业公司获得特许以后,技术的进步往往改变这种平衡关系。因此,信用分析人员了解不同地区公用事业公司竞争的情况,有助于对其信用状况进行分析。

(六) 公司管理人员情况的分析

资本投资者往往通过每股收益率、红利增长情况和每股市价来衡量公司管理部门的效益。信用评估人员还要对隐藏在这些指标背后的因素进行更深入的分析。分析人员要查看管理人员在建设项目、费率政策、融资行为以及有关方面的业绩档案。还要分析公司管理人员与管理机构以及客户之间关系的发展趋势,分析公司的会计制度以确定其稳健性如何,分析公司目前制定的决策可能会对公司将来的发展带来什么样的影响等情况。

三、公司财务统计资料的分析

公用事业公司通常提供了大量的财务统计资料,一方面自己使用,另一方面也为管理机构和评估机构以及投资者服务。在信用分析中最为重要的财务统计资料包括几个方面的内容:公司是否能够取得充足的收益维持经营并补偿其成本;公司现时和预期的资本需求是怎么样的,这些需求是否可以从其内部现金流量中获得满足。要将公司现金流量预测的结果与公司同期内可能的偿债负担进行比较。如果预期的现金流量超过所需清偿的债务量越多,那么信用等级就越高。财务分析的主要目标不仅仅是计算这些基本的财务统计资料,更

为重要的是,要联系所有能影响公司未来信用质量的基本风险,来对这些资料进行调整和分析。

(一)公司的资本需求分析

由于公用事业公司资本密集性的特点,信用分析人员对财务分析的重点是对现金资本需求和公司从内外两个渠道满足这些需求的能力的分析。建设费用一般占了公司资本需求的最大组成部分。要以公司服务区域的经济前景为前提,按照现实的需求增长为假设研究公司5年财务计划中预计的建设支出。公司对单一经济部门或产业,或者是对单一客户的广泛的依赖性,可能会使公司面临着收益和需求增长的波动性。在分析公司的流动资本需求时,应研究其每一个单独的组成部分。对已到期偿还的长短期负债,应从负债里扣除并注明债务到期日和是否已经偿还,以避免重复计算。

(二)公司内部现金创造和外部融资的分析

公用事业公司需要通过内部现金创造来满足其现金资本的需求(包括到期债务偿还和偿债基金支付)。对这些情况进行分析可以用来衡量公司财务实力。内部资金来源包括:净收入减去优先股和普通股股利,资本化的融资成本,未合并的子公司自有资本收益加上折旧和应摊销;递延的收入税和投资减免税额,以及其他种类的来源。在机构多样化的公用事业公司中,研究子公司派发股利的上涨趋势(假定公司有权如此做)时,应在某些问题上给予充分的注意。首先,应该分析母公司对子公司股利的控制程度。在公司委托人契约或债务契约中常常可以看到股利限制条款。其次,在给定上述母公司的控制条件下,对子公司收入的实际上涨比例应进行仔细检查。公司内部现金计算应扣除子公司的非现金贡献。公司经营所获得现金应该作为对公司基本流动性分析的关键性问题。外部融资是指公司无法通过内部现金流量筹集到所需资本,而必须通过债券和股票的发行来取得。信用分析人员要弄清楚公司证券种类和发行时间,即将发行的证券总价值,以便更好地分析利息成本和资本结构。此外,还要了解是否有阻碍或限制公司证券发行的条款。比如,是否有预先制定的契约或合同限制了超过一定数量的证券发行。

(三)公司资本组成的评估

信用分析人员对公用事业公司信用分析的重点之一是对其资产负债稳定性的分析,特别是对其资本组成的分析。由于公用事业公司在受到基本管理的基础上,被赋予了一些重要的特许权,所以人们普遍认为公用事业公司可以比其他大多数工业企业维持更高杠杆比率的资本组成。从传统作法来看,公用事业公司很大程度上依赖于债务融资,因为这是筹集资本的最便宜的方法。许多公用事业公司在其资本中保持了优先股和普通股。信用分析人员把普通股看成是债券和优先股持有人的“垫子”。普通股在公司资本组成中所占的比例越大,对优先的证券持有人的保证作用就越大。信用分析人员还需要分析公司资产负债表外负债情况。公用事业公司可能有资产负债表外融资行为以及越来越显著的租赁负债。此外,还应该分析公司现行的资本化比率和未来的发展趋势。这些比率应与行业平均数比较,并且联系所分析的公司面临的经营和业务风险程度进行评估。

(四)公司盈利性的评估

公司的盈利性是促进公司创造充足的现金,以便满足其资本需求的重要因素。它还有助于确定公司的债务支付能力。

1. 预期收益

对公用事业公司来说,收益增长与其所服务区域需求的增长,服务费率的提高,新型服

务的提供和收益的多样化等因素密切相关。从对公司收益组成的分析可以确定公司能否达到与需求相配合的收益增长,由于意外的需求变化或是服务竞争而形成的收益集中,可能预示了公司未来收益下降的风险。

2. 成本结构

一个公司的可控成本被定为总营业成本减去折旧,一般是用总营业收益的百分比来衡量(可控比率)。这一比率是衡量该公司相对于该行业来说,其成本结构情况的一种工具。一般来说,一个不断下降的可控比率表明公司的收益增长比支出增长快,这可能是由于更高的需求增长或由于对支出的控制而造成的,也可能是由两者共同作用而造成的。成本结构包括了许多因素并且不能脱离其服务区域单独进行分析。比如,公司所在区域是农村还是城市,其客户量的多寡、网络的年限、现代化的程度和需求增长的快慢等因素都对成本结构起决定作用。折旧率同样可以用来分析与经营相关的成本情况。折旧费可通过较高的费率转移给纳税人,因此,很多公用事业公司长期以来只能在较长一段时间内,通常可达 25 年,对其高技术设备进行折旧。信用分析人员必须注意这一惯例对很多公用事业公司造成的不利情况。例如,对电话公司来说,往往需要在更短的时期内更换设备以保持竞争实力,这样,就会产生折旧不足的问题。税前营业毛利率是反映盈利性的重要指标之一。这一比率定义为:用总营业收益减去总营业成本和营业税(不包括所得税),然后以总营业收益。这项比率反映了可以用来偿付所得税和固定成本(即利息支出和普通股股息)的收益的比率。如果公司限制了营业成本相对于收益的增长,税前营业毛利率就会上升。股本收益率(ROE)是衡量盈利性的另一个有用的指标。这个比率是用公司普通股净收益除以某一时期普通股的平均值而得到的。股本收益率是对盈利性的净收入的分析法。如果股本收益率下降,则说明净收入增长不如普通股资本的增长那么快。另外,股本收益率也是管理机构决策费率基础收益水平的一个重要因素。

3. 收入对利息保证率

在信用分析中,收入对利息支付的保证是一个关键因素。税前利息保证率衡量了税前收益对利息支付的保证程度。信用分析人员通常用两种方法来计算利息保证比率:①资本化建设基金的准备金;②现金收入基础。除了利息支付保证以外,还应对固定支出保证进行计算,包括对其他固定负债,如租赁偿付和优先股股息等的偿付保证。利息保证水平是由债务成本、资本组成和盈利水平之间的内部关系决定的。与所在行业其他公司相比,具有较高的股本收益率的公司的普通股资本所占比重越大,那么税前利息支付保证率就越高。

第九章 我国金融业风险管理概况和发展前景

改革以来,以中国人民银行为领导,国有商业银行为主体,包括政策性银行和其他非银行金融机构等多种形式并存,分工协作的新的社会主义金融体系逐步建立,各类金融机构迅速发展,资产总量大幅度增长。目前,全国金融机构可分为六大类,其中包括中国人民银行、商业银行、政策性银行、信用合作机构、非银行金融机构、侨资和外(合)资金融机构等。到1994年底,全国金融机构总数近20万个,职工总数达到260多万人,各项存款余额为40400多亿元,贷款余额为39900多亿元,金融业在发展过程中,逐步加强和完善了风险管理体制,并在国民经济发展中起到越来越重要的作用。

第一节 我国金融业的风险管理

随着我国社会主义市场经济体制的逐步建立和完善,社会信用市场不断扩大,金融机构的实力也逐步增强,其功能也逐步完善。同时,在改革开放过程中,金融机构也将会面临着更加复杂的市场和激烈的竞争,各种经营风险也会逐步增加。因此,金融机构必须建立和完善风险管理体制,强化内部约束机制,保证稳健经营,更好地促进国民经济健康发展。

一、银行和非银行金融机构的风险管理

金融行业在我国国民经济中具有特殊的地位,其主要分布是以银行业为主,金融信托、租赁、证券、保险业为辅。在金融经营主体和信用工具多元化的情况下,各类金融机构根据自身的特点,逐步建立和完善了风险管理体制。

(一) 银行业的风险管理

改革以来,国有商业银行的业务范围迅速拓宽,并开始实行“一业为主,适当交叉”的管理原则,使其突破了原有的分工,同时也增加了银行的竞争和风险。因此,如何在新的经济环境下,改善银行的内部经营机制和加强风险管理,已成为摆在每一个银行经营者面前的主要任务。

1986年初,广州金融体改试点会议以后,我国银行业开始迈出风险管理方面的改革步伐,其主要内容有以下几个方面:

(1)建立贷款风险基金制度和贷款呆帐准备金制度。财政部于1988年7月颁布了《关于国家专业银行建立贷款呆帐准备金的暂行规定》,明确规定呆帐准备金是按银行贷款余额的一定比例建立的专项补偿基金,用以弥补坏帐损失。中国农业银行河北省分行、四川省分行建立《乡镇企业在利润中按比例提取风险基金制度》,各级乡镇企业提取风险基金在农业银行专户存储,专款专用,主要用于归还关、停乡镇企业的所欠贷款。

(2)建立资产负债比例管理的自我控制制度。交通银行开始建立和逐步完善资产负债比例管理制度。1993年5月,中国人民银行深圳市分行制定《深圳市银行业资产风险监管暂行规定》,开始对银行资产分类进行风险管理。

(3)建立贷款保证保险制度和依法管理贷款的制度。中国农业银行四川省分行在达县试行贷款保证保险制度,把贷款可能的损失纳入社会保险理赔的范围。中国农业银行深圳市分行制定了《依法管理贷款工作细则》,使信贷工作走上规范化、法制化的轨道。一些地区银行对风险大的贷款办理公证手续,一旦发生坏帐,银行可依法收贷。

(4)严格贷款管理,落实贷款管理责任制,把风险贷款降低到最低水平。中国工商银行实行了“目标经营责任制、和“行长目标经营责任制”以及流动资金贷款的贷前调查、贷时审查、贷后检查的“三查”岗位分离制度和集体审贷制度。中国人民建设银行对固定资产贷款,实行审贷分离,分级分段管理,集体决策。中国银行实行了“外贸贷款目标承包责任制”和其他单项目标责任制。中国农业银行实行了“县、(市)支行行长负责制”等。国有商业银行努力推行各种岗位责任制、目标责任制和单项承包制,提高了经营管理水平,加强了贷款资产的风险管理,对增强银行自我发展、自我约束的能力,也起到了积极作用。

1993年,国务院《关于金融体制改革的决定》明确提出,要建立政策性金融与商业性金融分离,以国有商业银行为主体,多种金融机构并存的金融组织体系。在新的形势下,各类银行发展迅速,到1994年底,全国共有各类银行111家,其中包括国有商业银行4家、商业银行9家、政策性银行3家、侨资和外(合)资银行95家。我国银行业管理体制的改革也开始进入新的发展阶段,逐步全面推行资产负债比例管理和风险管理,并加快与国际接轨的步伐。

商业银行进行资产负债的综合性管理,就是资产管理和负债管理并重,并根据资产与负债偿还期的对应关系,坚持性质、期限、价格的对称,使银行的资金流入和流出尽量协调平衡。按照这一原则,银行经营者随时按资产负债表上资产方和负债方各项目进行全面的安排调整。例如,表9.9.1是美国商业银行体系1991年资产负债表各项目之间的结构比例情况。

长期以来,我国实行的是高度集中的计划经济管理体制,国家银行往往成为国家管理机关和经济核算的组织,其作用局限于三大中心,即信贷中心、结算中心和现金出纳中心,并实行“统存统贷”、“统收统支”的信贷资金管理办法。虽然经过十多年的金融体制改革,各家国有商业银行的经营方针和管理体制都发生了较大变化,其业务也开始交叉,但由于历史的原因,它们的专业特征还十分明显。国有商业银行不仅承担了一些国家政策性的业务,而且其发展倾向于扩大信贷规模,贷款占资产的比重较高。这些情况可以从资产负债表中反映出来,并且与市场经济发达国家的商业银行相比较有着明显的不同,如表9.9.2所示。

表 9.9.1 美国全部商业银行总资产负债表

1991 年 12 月 31 日

单位:亿美元

项 目	金 额	%
放款及证券共计	30220	85.46
证券投资	7049	19.93
美国政府证券	5385	15.23
其他证券 1664	4.70	
交易帐户资产	332	0.94
放款总额	22839	64.59
同业放款	1724 4.88	
同业放款外的其他放款	21115	59.71
工商业放款	6204	17.54
房地产放款	8713	24.64
个人放款	3702	10.47
其他放款	2497	7.06
现金资产共计	2306	6.52
存在联邦储备银行准备金	292	0.83
库存现金	307	0.87
托收未达	875	2.47
存放同业	333	0.94
其他现金资产	499	1.41
其他资产共计	2834	8.02
总资产/总负债及股东产权总计	35360	100
存款共计	23921	67.65
交易帐户存款	6829	19.31
储蓄存款	6561	18.56
定期存款	10531	29.78

项 目	金 额	%
借入款共计	4995	14.13
其他负债共计	3043	8.60
股东产权(资产减负债后余额)	3402	9.62

表 9.9.2 国有商业银行资产负债表

1993 年 12 月 31 日

单位:10 亿元

项 目	金 额	%
各项人民币贷款	2586.97	75.22
现金	42.30	1.23
准备金	270.83	7.88
在中国人民银行存款	213.56	6.21
外汇贷款	264.91	7.70
购买政府债券	60.41	1.76
资产总额	3439.04	100
各项人民币存款	2140.01	62.22
对中国人民银行负债	961.26	27.95
外汇存款	363.73	10.58
发行金融债券	9.86	0.28
自有资金	154.33	4.49
其他负债	-190.15	-5.52
负债总额	3439.04	100

目前,我国国有商业银行的资产结构比较简单,主要是各项贷款,占到全部资产总额的 80%左右,贷款中又主要是流动资金贷款,证券投资的比重很小,一般只占到资产总额的 2%左右。相比之下,美国商业银行资产多元化的倾向比较明显,其贷款占资产总额的比重一般在 65%左右,其中同业放款约占全部贷款的 5%左右,工商业、房地产和个人贷款等约为 60%左右;现金资产约占 6%左右;证券投资的比重较大,约占到全部资产总额的 20%左右。按照国际惯例并根据我国银行业的发展状况,在 1994 年初,中国人民银行制订并下发了《信贷资金管理暂行办法》,进一步改革信贷资金管理体制,并对商业银行的资金运用实行

比例管理。各家商业银行按照中国人民银行制定的监控指标,并根据效益性、安全性和流动性的经营原则,制定符合各行特点的资产负债比例管理的实施办法,进一步加强和完善风险管理体系,其主要内容包括:

(1)改变以往单一的资金计划管理体制,实行贷款限额下的资产负债比例管理。根据中国人民银行下达的贷款规模控制指标和资产负债比例管理监控指标,各国有商业银行总行负责编制并组织实施全行信贷收支计划、信贷资金营运计划、对管辖分行下达贷款最高限额和资产负债管理的考核指标。各分行根据总行下达的贷款限额和规定的比例要求,编制信贷收支计划并制定分解指标,上报总行同意后组织实施,同时抄送同级中国人民银行备案。

(2)按照中国人民银行区别对待、逐步过渡的精神,各国有商业银行根据自身情况,分别设置了资产负债比例管理的具体监控指标。

①资本充足率指标:资本总额与加权风险资产的比例不得低于8%,其中核心资本不得低于4%,附属资本不能超过核心资本的100%。

②存贷款比例指标:各项贷款与各项存款之比不超过75%。

③中长期贷款比例指标:1年期以上(含1年期)的中长期贷款与1年期以上的存款之比不得超过120%。

④资产流动性比例指标:流动性资产与各项流动性负债的比例不得低于25%。

⑤备付金比例指标:在中国人民银行备付金存款和库存现金与各项存款之比不得低于5%—7%,具体比例由中国人民银行根据各行情况核定。

⑥单个贷款比例指标:对同一借款客户的贷款余额与银行资本总额的比例不得超过10%;对最大十家客户发放的贷款总额不得超过银行资本总额的50%。

⑦拆借资金比例指标:拆入资金余额与各项存款余额之比不得超过4%;拆出资金余额与各项存款(扣除存款准备金、备付金、联行占款)余额之比不得超过8%。

⑧对股东贷款比例:向股东提供贷款余额不得超过该股东已缴纳股金的100%;贷款条件不得优于其他客户的同类贷款。

⑨贷款质量指标:逾期贷款余额与各项贷款余额之比不得超过8%,呆滞贷款不得超过5%,呆帐贷款不得超过2%。

10汇差清算比例:已清算全国联行汇差与应清算全国联行汇差比例为100%。

11风险权重资产比例:各项资产风险权重总额与资产总额的比例不得超过60%。

12资产利润比例:全系统当年利润总额与经营资产总额的比例应达到1%。

13负债成本比例:全系统当期总成本与总负债比例应控制在6%—7%之间。

14应收利息比例:应收未收利息与利息收入总额的比例不得高于15%。

15信用贷款比例:全系统新增贷款总额中的信用贷款比例不得超过20%,经济担保贷款和抵押贷款的比例不得低于80%。

16资金损失比例:全系统各项资金损失必须经有权部门核准后方可入帐。全部资金损失与全部资产的比例最高不得超过5‰。

各行对资金营运的比例管理,实行统一领导,分级管理,逐级负责的原则。总行负责对分行实施管理和考核,分行负责对所辖分支机构实施管理和考核。

(3)行内组织成立资产负债管理委员会,由行长任主任,资金计划、信贷、财会和稽核审计等部门负责人参加,负责研究、制定有关管理制度,定期分析、考核资产负债比例管理监控指标执行情况和采取奖罚措施,提出改进资产负债比例管理和风险管理的各项措施。

我国商业银行按照自主经营、自负盈亏、自我约束、自担风险的原则,全面实行资产负债比例管理和风险管理,加强对信贷资金的统一、科学和规范管理,防范和减少信贷资产风险,提高了资产负债的效益性、安全性和流动性,为其向现代商业银行体制的转变创造了良好条件。

(二)非银行金融机构的风险管理

我国的非银行金融机构主要是指城乡信用合作社、保险公司、信托投资公司、财务公司、租赁公司和证券公司等。1978年以来,随着我国经济体制改革的发展,单一的银行体制开始改变,非银行金融机构的数量迅速增加,业务范围也逐步扩大。到1994年底,全国共有各类金融性公司577家,其中保险公司25家、信托投资公司391家、证券公司91家、租赁公司14家、财务公司56家;信用合作社60000多家,其中城市信用合作社5160家。为了规范非银行金融机构的业务经营,减少其竞争中的风险,中国人民银行加强了对非银行金融机构的管理。各类非银行金融机构在积极开拓业务,支持国家经济建设发展的同时,根据业务工作中的实际情况,也分别采取了不同形式的风险管理措施,并取得了初步成效。

1. 城乡信用合作社风险管理制度的建立

农村合作金融机构主要是农村信用合作社。在1984年8月6日,为了适应农村经济发展的需要,促进商品生产的发展,国务院批转了中国农业银行关于改革信用社管理体制的报告的通知。全国农村信用合作社开始恢复和加强组织上的群众性,管理上的民主性,经营上的灵活性。中国农业银行不再给信用社下达指令性业务指标,同时开始逐步取消对信用社的亏损补贴办法,使其向着独立经营、独立核算、自负盈亏的方向发展。农村信用合作社积极发展存贷业务,增加收益、扭亏增盈,并开始注重贷款的质量,逐步建立资产负债比例和风险管理制,主要措施有:一是实行经营责任制,提高经济效益,增强抵御风险的能力。一些农村信用合作社开始实行综合性的经营指标考核,将经营情况与职工的奖罚挂钩,加强了资金管理。二是优化贷款结构,提高贷款质量。建立和完善贷款合同制度、贷款“三查制度”、贷款集体审批制度、贷款担保和抵押制度、贷款经济责任制度、贷款监测考核制度和贷款档案管理制度等。在贷款发放中,坚持分类排队制度,贯彻“区别对待、择优扶植”的原则,努力做到贷款投放合理、准确。三是试行风险承包责任制。一些农村信用合作社试行以“三性”(效益性、安全性、流动性)为中心内容的承包风险责任制。社领导向联社缴纳风险金,职工向社领导缴纳风险金,真正体现风险共担的原则。1992年,农村信用合作社开始进一步完善风险管理体制,浙江、江苏、四川、山西等四省的农村信用合作社开始试行资产负债比例管理办法。1994年初,中国人民银行根据国家宏观调控的要求,进一步改革信贷资金管理体制。农村信用合作社也普遍推行资产负债比例管理办法,主要内容包括,

(1)农村信用合作社信贷资金管理的基本原则是:以存定贷、自主运用、比例管理。中国人民银行对农村信用合作社下达指导性的信贷计划。农村信用合作社按照中国人民银行的规定比例缴存存款准备金;根据保证支付的需要,留足业务备付金,并按照规定资产负债

比例,组织发放贷款。

(2)农村信用合作社实行资产负债比例管理的各项指标是:贷款总额与存款总额加自有资金之和之比 $<75\%$;股金加各项基金之和与贷款总额之比 $>10\%$;固定资产贷款与各项贷款之和之比 $<20\%$;一笔贷款总额与自有资金之比 $<50\%$;固定资产总额与自有资本金加各项积累之和之比 $<20\%$ 。

农村信用合作社全面推行资产负债比例管理和风险管理制度,使其资金投向日趋合理,信贷资产质量明显提高,并进一步加快了向着规范化方向发展的步伐。

1979年以后,在我国的部分城市中出现了城市信用合作社,当时的城市信用合作社在组织形式和管理制度等方面还很不规范。1986年7月,中国人民银行为了加强对城市信用合作社的管理,发布了《城市信用合作社管理暂行规定》,要求城市信用合作社向中国人民银行缴存存款准备金,并且在其批准的信贷规模内,以存定贷、多存多贷、资金自求平衡。1988年8月,中国人民银行颁发了《城市信用合作社管理规定》,明确了中国人民银行是城市信用合作社的管理机关,并进一步明确了城市信用合作社的性质和经营管理体制等问题,同时对联合社的设立提出了具体的要求。城市信用合作社按照中国人民银行的有关规定,在经营上更为灵活,并且开始建立风险管理制度,主要内容包括:一是坚持资产负债比例管理与规模控制相结合的管理原则。一些城市信用合作社按照资产负债比例管理办法规定了存贷比例;而且注意到了贷款的投向、期限、自有资金的比率等,建立和完善自我约束机制。二是按照有关规定,做好资本金的补充和风险准备金的提留。其税后利润的分配顺序为:①弥补被没收的财物损失和支付各项税收的滞纳金和罚款,支付因少交或迟交存款准备金的加息;②弥补城市信用合作社以前年度亏损;③提取法定盈余公积金、法定公益金和任意盈余公积金,法定盈余公积金不低于税后利润(减弥补亏损)的 10% ,法定公益金不得低于税后利润的 5% ,任意盈余公积金不低于税后利润的 40% ;④税后利润在提取公积金、公益金后,不允许全部用作股本分红,应留一定比例作未分配利润,留待以后年度分配。三是建立健全内部管理的各项规章制度,并建立贷款档案,进一步完善贷款风险的管理制度。

为了适应新的管理体制,保证城市信用合作社健康稳定发展,1994年初召开的全国金融工作会议决定,对城市信用合作社的资金使用试行资产负债比例管理。中国人民银行制订并下发了《城市信用合作社资产负债比例管理暂行办法》。该《办法》是按照国际惯例和根据我国城市信用合作社的实际情况制定的,并考虑到目前城市信用合作社的管理水平,对其资产没有按风险权重折算,只将其中一些风险权数为零或较低的,按统一规定进行调整。这样做的目的是为了便于操作,并有利于中国人民银行对其进行监督管理,提高了透明度。城市信用合作社资产负债比例管理监控指标和计算公式如表9.9.3所示。

我国城市信用合作社加强信贷资金的管理,全面推行资产负债比例管理办法,对于提高其经营管理水平,改善信贷资产质量,防范和抵御资产风险均具有十分重要的意义。为进一步深化金融体制改革,完善我国的金融体系,促进地区经济的发展,国务院决定自1995年起各地将分期分批开展城市合作银行的组建工作。在城市合作银行组建后,仍要继续发展城市信用合作社,并将其办成真正的合作金融组织。为此,中国人民银行制定了《城市信用合作社管理办法》,明确了城市信用合作社的合作制性质,规定城市信用合作社同股同利、利益

共担;独立核算、自主经营、自负盈亏、自求平衡、自担风险,从而进一步加强了城市依靠信用合作社的内部约束机制和风险管理,促进其在新的起点上发展。

表 9.9.3 城市信用合作社资产负债比例管理监控指标和计算公式

项 目	监控指标和计算公式
一、资本充足率	$\frac{\text{资本(核心+附属)期末总额} - \text{资本调整}}{\text{调整后资产期末余额}} \times 100\% \geq 8\%$
二、存贷款比例	$\frac{\text{各项贷款期末余额}}{\text{各项存款期末余额}} \times 100\% \leq 70\%$
三、贷款投向比例	$\frac{\text{对集体企业、个体工商户和实行承包租赁的小型国有企业贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}} \times 100\% \geq 70\%$
四、中长期贷款比例	$\frac{\text{中长期贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}} \times 100\% \leq 30\%$
五、资产流动性比例	$\frac{\text{流动性资产期末余额}}{\text{流动性负债期末余额}} \times 100\% \geq 25\%$
六、备付金比例	$\frac{\text{存放中央银行款项} + \text{存放银行机构款项} + \text{库存现金}}{\text{各项存款期末余额}} \times 100\% \geq 5\%$
七、单户贷款比例	$1. \frac{\text{对同一企业贷款期末余额}}{\text{资本总额期末余额}} \times 100\% \leq 50\%$ $2. \frac{\text{对同一个体工商户或居民个人贷款期末余额}}{\text{资本总额期末余额}} \times 100\% \leq 10\%$
八、逾期和催收贷款比例	$1. \text{逾期贷款比例: } \frac{\text{逾期贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}} \times 100\% \leq 15\%$ $2. \text{催收贷款比例: } \frac{\text{催收贷款期末余额}}{\text{各项贷款期末余额}} \times 100\% \leq 5\%$
九、拆入资金比例	$\frac{\text{拆入资金期末余额}}{\text{各项存款期末余额}} \times 100\% \leq 4\%$
十、经营收益率	$1. \frac{\text{当年利润总额}}{\text{资产总额期末余额}} \times 100\% \geq 1\%$ $2. \frac{\text{当年利润总额}}{\text{资本总额期末余额}} \times 100\% \geq 15\%$

注:本表中所称资本总额包括核心资本和附属资本。核心资本是指实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润。附属资本是指投资风险准备、贷款呆帐准备和坏帐准备。经过调整后的资产总额是指总资产中剔除缴存法定准备金、存放中央银行款项、存放银行机构款项、库存现金、购买国债和中央银行债券,以及拆出资金余额 50% 之后的资产总额。中长期 3 贷款是指期限在 1 年(含 1 年)期以上的贷款。逾期贷款是指逾期(含展期)半年以上的贷款;或贴现业务因汇票承兑人不能按期支付的承兑汇票款。催收贷款是指逾期(含展期)3 年以上的贷款。流动性资产是指 1 个月内(含 1 个月)可变现的资产。流动性负债是指 1 个月内(含 1 个月)到期的存款、同业净拆入款。

2. 保险业风险管理的发展状况

随着我国经济体制改革的深入发展,保险市场逐渐开放,中国人民保险公司的业务不断扩大,并先后成立了中国太平洋保险公司、中国平安保险公司等,保险业务管理体制的改革也在逐步进行。1981 年 4 月,中国人民银行发出通知,把保险公司从行政建制改为专业公司。1982 年 12 月,国务院批准《中国人民保险公司章程》,并确认保险公司的国营企业性质,从而从组织上解决了政企不分的问题。此后,保险公司进一步建立了从总公司到省、市、自治区分公司直到县支公司的一整套机构,一个独立的保险体系基本形成。1985 年,中国人民保险公司实行企业内部改革,将总公司一级核算改为总公司、分公司两级核算。1987 年,为进一步改革管理体制,又开始实行省级分公司独立核算、自负盈亏。1988 年,普遍实行总公司、分公司和支公司的三级核算制度。总公司逐步下放各项管理权限,扩大了分公司的自主权,并试行了经营目标责任制、干部聘任制和职工优化劳动组合等项改革措施。1995 年,我国保险业的经营管理体制进行了重大改革,分设了人寿保险公司和财产保险公司,并建立了几家专业性保险公司和区域性保险公司,促进保险市场的合理竞争和发展。随着保险业务的迅速发展,保险竞争市场的逐步形成和保险企业内部管理制度的改革,保险业的种类不断增多,责任范围不断扩大,所面临的风险也开始逐步增加。在这种情况下,为了严格保险业市场的监管,十多年来,我国相继出台了一些保险方面的法律、法规,如 1983 年《中华人民共和国财产保险合同条例》、1985 年的《保险企业管理暂行条例》和 1995 年《中华人民共和国保险法》等,对保险业管理起到了重要作用。各家保险企业按照有关法律、法规,加强对营运资金的管理,并逐步建立和完善风险管理制度。其内容主要包括以下几个方面:

(1)逐步建立和完善“分保共保”制度,分散经营风险。《保险法》中明确规定,“保险人将其承担的保险业务,以承保形式,部分转移给其他保险人的,为再保险。应再保险接受人的要求,再保险分出人应当将其自负责任及原保险的有关情况告知再保险接受人”,“除人寿保险业务外,保险公司应当将其承保的每笔保险业务的 20% 按照国家有关规定办理再保险”,“保险公司对每一危险单位,即对每一次保险事故可能造成的最大损失范围所承担的责任,不得超过其实有资本金加公积金总和的 10%;超过部分,应当办理再保险”。我国保险业建立和完善再保险制度,分散了经营风险,保证保险企业的稳健经营。

(2)规定保险企业要有足够的资本金和留足各类准备金,保证其有足够的偿付能力。其主要内容包括,保险公司设立之时其注册资本必须是实缴货币资本,最低限额为人民币两亿元。保险公司成立后,应当按照其注册资本总额的 20% 提存保证金,存入金融管理部门指定的银行,除保险公司清算时用于清偿责任外,不得动用。保险企业要按照《保险法》的要

求,除人寿保险业务外,经营其他保险业务,应当从当年自留保险费中提取未到期责任准备金;提取和结转的数额,应当相当于当年自留保险费的 50%;经营有人寿保险业务的保险公司,应当按照有效的人寿保险单的全部净值提取未到期责任准备金,保险公司应当按照已经提出的保险赔偿或者给付金额,以及已经发生保险事故但尚未提出的保险赔偿或者给付金额,提取未决赔款准备金。保险公司应当依照法规和有关规定提取公积金和保险保障基金。保险公司的实际资产减去实际负债的差额不得低于金融监管部门规定的数额;低于规定数额的,应当增加资本金,补足差额。经营财产保险业务的保险公司当年自留保险费,不得超过其实有资本金加公积金总和的 4 倍。

(3)限制保险企业的业务范围和资金运用,保证其具有履行保险责任的能力。避免营运资金遭受风险。《保险法》规定保险公司不得同时兼营财产保险业务和人身保险业务,并对保险公司的资金运用做了严格限制。规定其资金运用限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用方式,运用比例由主管机关规定。四是加强对保险企业的风险监管。《保险法》规定中国人民银行为保险业的监管部门,并将依法对保险业和保险市场实行严格的监管,保障保险业的安全,稳健运行。

我国保险业自恢复以来,根据我国的国情,在积极开展各种保险业务的同时,不断探索建立和完善风险管理制度的方法和途径,取得了较好的成效,并为将来进入国际保险市场参与竞争奠定了良好的基础。

3. 金融信托投资机构、证券公司风险管理的实践

改革开放以来,我国出现了多种经济成分并存、多层次的经济结构和多种流通渠道的局面,并导致多种信用形式的出现。金融信托作为一种重要的信用形式也开始在我国崭露头角。我国金融信托业在发展中出现过几次大起大落,显示其发展的曲折性。它在发展过程中遇到的主要问题是国家银行往往通过各种形式和渠道把存款转移给信托投资公司,其信托资金和银行资金不分,风险责任不清;长短期资金混用,用短期存款发放信托贷款等现象,为了使金融信托业的发展走上正轨,中国人民银行加强了对金融信托业资金营运的管理,信托投资机构也制订出相应的管理办法,开始逐步建立资产负债比例管理和风险管理制度。1986—1987 年,中国人民银行相继发布了《金融信托投资机构管理暂行规定》和《金融信托投资机构资金管理暂行办法》,加强对金融信托投资机构的业务经营管理和风险管理。其主要内容包括:

(1)信托投资机构的人民币资金来源与运用计划,应按规定报经中国人民银行批准;经营外汇业务的,其外汇资金收支计划必须报国家外汇管理局批准。

(2)中国人民银行对信托投资机构的信托计划与信托资金实行分开管理,信托投资机构办理信托投资、贷款业务所需要的资金,必须坚持自求平衡的原则,量入为出,以资金来源制约资金运用,不得留有资金缺口。

(3)规定了金融信托投资机构必须具有最低限额的实收货币资本金。

(4)国有商业银行不设立独立的信托投资公司而经营信托业务的,必须按国有商业银行业务分工范围开展业务活动。其信托业务的资金来源与运用必须全额纳入国有商业银行信贷计划。

(5) 信托投资机构当年发放的固定资产投资、固定资产贷款和租赁总额,最高不得超过当年增加的信托存款、发行债券与实收资本之和的 60%。中国人民银行可根据宏观调控的需要,随时调整这个比例。此后,中国人民银行又采取了一系列措施控制信托规模,加强对信托贷款和投资的管理,信托投资机构也逐步加强了风险管理。1994 年,中国人民银行在进一步转换职能的基础上,加大了金融监管的力度,并明确规定商业银行等各类金融机构,必须按照中国人民银行审定的性质、任务和业务范围开展业务活动。金融信托机构按照中国人民银行颁布的《金融信托投资机构资产负债比例管理暂行办法》,进一步加强了风险管理。其重点是金融信托投资机构全面实行资产负债比例管理,中国人民银行各级分行按照该《办法》的要求,对所辖地区金融信托投资机构资产负债比例各项指标进行监督管理按月进行考核。该监控指标和计算公式如表 9.9.4 所示。

金融信托投资机构普遍实行资产负债比例管理和风险管理办法,增强了金融信托业自我约束、自我发展的能力,保证其健康、稳定发展。

改革开放以来,我国的股票和债券市场发展很快,并在 90 年代初分别在上海、深圳组建了证券交易所,使证券市场的发展逐步走向规范化的轨道。到 1994 年底,全国有计划规模的证券发行余额达到 3600 多亿元,证券公司数量达到 90 多个,证券交易点达到 2000 多个。证券公司在进行自营买卖时,承担着较大的风险,如果对市场预测不准,证券卖出价低于买入价,或者略高一点,但不超过同期利率与业务成本开支之和,都意味着这笔交易存在着亏损。此外,证券公司在进行证券的承购包销和期货交易时,也往往会遇到市场价格变化和资金头寸不足的风险。因此,证券公司在资金营运的过程中,必须加强风险管理,保证稳健经营。我国证券公司风险管理的主要内容包括:①资本金的管理。中国人民银行规定,申请设立证券公司,必须有不少于人民币 1000 万元的实收货币资本金。证券公司的分支机构不具有法人地位,分支机构应具有规定数额的营运资金,其营运资金由总公司从资本金或公积金中拨付,累计拨付总额不得超过总公司资本金的 60%。②建立委托买卖债券的保证金制度。《上海市证券交易所交易市场业务试行规则》中规定,委托人办理委托买卖债券,委托买入时,须向证券商缴付相当于买入券面金额 20% 的保证金;委托卖出时,须向证券商缴付相当于卖出数额 20% 的债券。③建立证券交易风险基金制度。《上海证券交易管理办法》中规定,证券经营机构必须提取证券交易风险基金,用于弥补证券交易及其他业务因事故而产生的损失。④规定一次包销证券的数额和买卖证券的比例。《中国人民银行武汉市分行关于武汉市证券中介机构管理暂行办法》中规定,证券中介机构一次包销有价证券的数量不得超过其资本金或营运资金总额。一次发行 2000 万元以上,必须采取联合承销方式。证券中介机构应根据买卖基本平衡,不超储囤积的原则,开展经营活动,其自营卖出占买入的比例(按面额计算)不得低于 80%。

我国证券公司逐步加强和完善风险管理制度,避免和减少了证券交易中的风险,并为稳定证券市场,使证券市场的运作逐步走向规范化的轨道打下了基础。

表 9.9.4 金融信托投资机构资产负债比例管理监控指标和计算公式

项 目	监控指标和计算公式
一、资本充足率	$\frac{\text{资本总额(核心资本+附属资本)余额}}{\text{调整后的资产余额}} \times 100\% \geq 8\%$
二、委托存贷款比例	$1. \frac{\text{委托贷款余额} + \text{委托投资余额}}{\text{委托存款余额}} \leq 1\%$ $2. \frac{\text{委托贷款余额} + \text{委托投资余额}}{\text{资本总额余额}} \leq 20\%$
三、自营存贷款(含租赁)比例	$\frac{\text{信托贷款余额} + \text{抵押贷款余额} + \text{贴现余额} + \text{其他贷款余额} + \text{金融租赁余额}}{\text{信托存款余额} + \text{保险金存款余额} + \text{其他存款余额} + \text{发行债券余额}} \times 100\% \leq 75\%$
四、投资比例	$1. \frac{\text{长期投资余额} - \text{购买国债及政策性金融债余额}}{\text{资本总额余额}} \leq 20\%$ $2. \frac{\text{短期投资余额} - \text{购买国债及政策性金融债余额}}{\text{资本总额余额}} \leq 30\%$
五、备付金比例	$\frac{\text{在人民银行存款余额} + \text{存放银行款余额} + \text{现金}}{\text{信托存款余额} + \text{保证金存款余额} + \text{其他存款余额}} \leq 30\%$
六、自营贷款(不含租赁)流动性比例	$\frac{\text{一年期以上的(信托贷款} + \text{抵押贷款} + \text{其他贷款)余额}}{\text{信托贷款余额} + \text{抵押贷款余额} + \text{其他贷款余额}} \leq 30\%$
七、拆入资金比例	$\frac{\text{银行机构拆放余额} + \text{金融性公司拆放余额}}{\text{核心资本余额}} \leq 1$
八、逾期、催收贷款比例	$1. \frac{\text{逾期贷款余额}}{\text{信托贷款余额} + \text{抵押贷款余额} + \text{贴现余额} + \text{其他贷款余额} + \text{金融租赁余额}} \times 100\% \leq 15\%$ $2. \frac{\text{催收贷款余额}}{\text{信托贷款余额} + \text{抵押贷款余额} + \text{贴现余额} + \text{其他贷款余额} + \text{金融租赁余额}} \times 100\% \leq 5\%$
九、资产风险分散性比例	$\frac{\text{对单个(信托贷款} + \text{抵押贷款} + \text{贴现} + \text{其他贷款} + \text{金融租赁} + \text{投资)余额}}{\text{资本总额余额}} \times 100\%$ $\leq 30\%$
十、对外担保限额比例	$\frac{\text{对外担保余额}}{\text{资本总额余额}} \leq 10$

注:资本总额包括:①核心资本是指实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润;②附属资本是指贷款呆帐准备、投资风险准备和坏帐准备。在计算资本充足率时,资本总额应扣除对非并表企业或金融机构的股本投资。经过调整的资产总额,是指在总资产中剔除缴存中国人民银行准备金、在中国人民银行存款、存放银行机构款、现金、委托贷款、委托投资、购买国家债券和政策性金融债券以及代理中国人民银行贷款之后资产额。逾期贷款是指逾期(含展期)半年以上的贷款;或贴现业务因汇票承兑人不能按期支付的承兑汇票款。催收贷款是指逾期(含展期)3年以上的贷款。

二、中国人民银行对金融业的风险监管

中国人民银行作为我国的中央银行,担负着对金融业实施监督管理的重要职责。《中华人民共和国中国人民银行法》明确规定:“中国人民银行依法对金融机构及其业务实施监督管理,维护金融业的合法、稳健运行”。这就以法律的形式明确了中国人民银行实施金融监管的权力和目标。

中国人民银行专门行使中央银行职能后,根据金融业的发展状况,逐步建立起自上而下分级监管的组织体系。1982年6月,中国人民银行设立了金融管理司,统一负责对金融机构业务活动的监管。1985年,中国人民银行又成立了稽核体系,它有一定的独立性,并对所有金融机构业务经营活动的过程和结果实施监督和必要的制裁。在此之后,金融管理司又分离出专门执行法律管理的条法司,专门负责金融体制改革总体方案设计的金融体制改革司。1992年,中国证券监督管理委员会成立,专门负责证券业的行业管理。1994年,中国人民银行进行机构改革,调整了机构设置,并分设了银行司、非银行金融机构司和外资金融机构管理司等,进一步加强和完善了金融监管的组织体系。各国货币当局采用许多方法对金融业实施风险监管,其主要内容为预防性措施、存款保险和流动性管理等。按照国际惯例并依照我国的法律、法规,中国人民银行对金融业风险监管的主要内容包括:

(一)对金融机构的设置、经营范围的管理

中国人民银行通过对金融机构进入和退出市场,以及业务经营范围的管理,尽量减少不合理金融成员的产生,并限制不合理的竞争,从而在总体上减少金融风险性。其中主要内容有:对金融机构的设置和撤销,以及开业注册登记的管理;对各类金融机构规定了不同的最低资本金要求,并对金融机构的资本金来源和结构实行监督管理。对金融机构业务范围的审查核准主要是以下几个方面的基本界定和规范:

- (1)长期性金融业务和短期性金融业务的界定;
- (2)银行业务与非银行金融业务分离;
- (3)人民币业务与外币业务的界定;
- (4)商业性金融业务与政策性金融业务分离;
- (5)银行业务与证券、信托、保险业务的界定;
- (6)允许适当的业务交叉。

中国人民银行按照有关规定对金融机构的法定代表人及主要负责人的任职实行资格审查制度,其审查方式包括:审核履历及有关材料;进行考察谈话;以其他方式了解有关情况。中国人民银行及其分支机构对各类金融机构可随时进行日常检查,并实行行业年度检查制

度,其内容包括:设置或变更事项的审批手续是否完备;申报材料的各项内容与实际情况是否相符;资本金或营运资金是否真实、充足;是否超范围经营;法定代表人或主要负责人的变更手续是否完备;是否违章、违法经营;业务经营状况是否良好;营业场所和安全设施是否符合要求等。对各类金融机构的日常检查及年检的有关材料和结论,由中国人民银行记入该机构的档案。

(二)对金融机构的资金运用实行比例管理和风险管理的监控

1994年以来,中国人民银行制定并下发了《信贷资金管理暂行办法》、《商业银行资产负债比例管理暂行监控指标》、《关于资本成分和资产风险权数的暂行规定》和《贷款通则》等一系列法规文件和规章制度,开始全面实行对金融机构资产负债比例管理和风险管理的监控。中国人民银行对商业银行资金运用比例管理的主要监控指标包括:资本充足率指标;存贷款比例指标;中长期贷款比例指标;资产流动性比例指标;备付金比例指标;单个贷款比例指标;拆借资金比例指标;对股东贷款比例指标;贷款质量指标等。中国人民银行对商业银行的存贷款比例按月考核,对其余指标按季考核,对超过核定比例发放贷款或存款不稳定的商业银行,中国人民银行要下达贷款限额进行控制。此外,中国人民银行分别制定了对城市信用合作社和金融信托投资机构等的资产负债比例管理暂行办法,以及关于向金融机构投资入股的暂行规定,并按照监控指标,定期进行考核。

(三)中国人民银行对金融机构风险监管的其他措施

(1)商业银行要按照中国人民银行规定的业务范围吸收存款、发放贷款和组织资金营运,对贷款和其他资产全面实行期限管理,并编制年度信贷资金营运计划,按季分月组织实施;

(2)商业银行和非银行金融机构的贷款发放与使用要依照国家的法规和中国人民银行发布的命令、规章,应当遵循资金使用效益性、安全性、流动性的原则。要建立健全贷款审查审批制度,逐步降低信用放款比重,提高抵押、担保贷款和贴现比重,对金融资产实行风险权数考核,控制风险资产比重,建立和完善信贷资产风险准备制度;

(3)商业银行总行对本行资产的流动性及支付能力负全部责任,并加强系统内信贷资金的集中管理和统一调度,根据情况可建立第二存款准备金制度,以保证全系统资金的正常运行。商业银行在坚持组织存款、加强系统内资金调度和市场融资的前提下,资金仍然不足,可向中国人民银行申请借款和再贴现。非银行金融机构要坚持以资本总额制约资产,资金自求平衡的原则,当其发生头寸困难时,可以向中国人民银行申请头寸借款或再贴现;

(4)商业银行和非银行金融机构要接受中国人民银行对其资产负债比例及其资产质量的检查和考核,并要建立和完善大额贷款、大额信用证、大额提现向中国人民银行报告制度。

(四)对金融机构进行稽核监督

按照《中华人民共和国中国人民银行法》的规定:“中国人民银行有权对金融机构的存款、贷款、结算、呆帐等情况随时进行稽核、检查监督。中国人民银行有权对金融机构违反规定提高或者降低存款利率、贷款利率的行为进行检查监督”。中国人民银行对金融机构进行稽核监督的主要内容包括:合规性稽核监督和风险性稽核监督两大类,这两大类又是相互渗透、相互支持的,其具体指标包括:

(1) 合规性监督指标,包括各项贷款余额占贷款总规模的比例、固定资产贷款余额占固定资产贷款规模的比例、拆入资金比例、拆出资金比例、拆放银行业资金比例、拆放非银行金融机构资金比例、财政性存款划缴比例和存款准备金缴存比例等指标。

(2) 风险性监督指标,分为四个方面的内容:一是资本充足性指标,包括资本充足率、核心资本充足率、资本增长率和资产增长率等;二是资产质量指标,包括逾期贷款率、呆滞贷款率、呆帐贷款率、呆帐准备率、风险贷款与呆帐准备金的比率以及对单个借款人、股东和 10 家最大单位的贷款比例等;三是资产流动性指标,包括存贷款比例、存款备付金率、中长期贷款比例和资产流动性比率等;四是盈利状况指标,包括盈利的构成、资本收益率、资产收益率、应收利息率、人均利润、股本分红率和费用率等。

中国人民银行对金融机构稽核的方式可分为非现场稽核和现场稽核两大类。非现场稽核是指稽核监督人员主要通过收集被稽核单位的有关资料,或通过其他渠道获取被稽核单位的有关信息,从而间接地对被稽核单位开展监督检查的一种方式。现场稽核是指稽核监督人员按照分工和规定的内容、方法,并到被稽核单位进行实地检查的一种方式。中国人民银行通过依法稽核检查和处罚金融机构的违规经营行为,维护正常的金融秩序;同时,指出潜在的风险和提出改进意见,督促金融机构正确贯彻执行国家的金融方针和中央银行的货币政策,并安全、稳健地从事业务经营。

第二节 深圳市金融业风险管理的概况

改革开放以来,在党中央、国务院的领导下,深圳市依靠改革开放政策和全国人民的大力支持,凭借特区人民的奋斗精神,在较短时间内使特区的经济和金融都发生了深刻的变化。到 1994 年底,深圳市年国民生产总值达到 560 多亿元;年进出口贸易额位居全国第一;预算内财政收入已达到 70 多亿元。深圳市包括银行、证券、保险、信托、信用合作社、财务公司以及租赁机构等金融业有了较快发展,并已初具规模。到 1994 年底,深圳市共有各类金融机构 700 多个,从业人员约两万人,深圳市金融业在信贷规模日益扩大,金融业务迅速拓展,市场竞争日益激烈的情况下,不断深化金融改革,积极推行风险管理,使其经营管理水平显著提高,并为深圳市经济发展做出了重要贡献。

一、深圳市银行业风险管理的概况

深圳特区经济的高速发展与银行业的大力支持紧密相关。特区成立十多年来,建设投资的 1/3 资金是由银行支持的;工商企业流动资金有 80% 以上是由银行贷款提供的。随着特区商品经济的高速发展和市场机制作用的日益加强,银行在整个经济活动中的作用和地位发生了新的变化,银行原有的存、放、汇等传统经营业务已不能适应特区经济发展的要求。深圳特区银行的业务经营开始进行适当交叉,银行和企业可以互相选择,使特区银行的发展

出现了新的面貌。同时,在特区银行业务迅速拓宽和竞争日益激烈的情况下,银行信贷风险也有增加的趋势。因此,深圳市银行业在发展过程中,如何有效地加强风险管理和降低贷款的风险损失,已成为急待解决的重要问题。

深圳市银行业根据经济发展和逐步建立社会主义市场经济体制的要求,对信贷资金的管理体制进行了改革,并且经历了3个阶段,迈出了3大步,即从“切块管理”到“比例管理”,再到“风险管理”。1986年7月,中国人民银行总行制定了《关于深圳经济特区信贷资金管理实施办法》,确立对深圳特区银行信贷资金切块管理的体制。为了进一步加强特区银行自我发展、自我约束的能力,1988年中国人民银行深圳经济特区分行参照香港及国外有关经验和作法,制定了《特区信贷资金比例管理暂行规定》,并经总行批准,于1989年1月1日开始实施。这个办法的核心是在信贷指标管理的基础上实行比例管理,重点考核存贷比例及贷款的期限结构,其对银行的主要监控指标包括:

(1) 各行当年各项贷款的增加额,最高不得超过当年各项存款增加额的75%,在此之内多存多贷,少存少贷;

(2) 各行拆入资金不得超过各项贷款余额的10%,拆出资金不得超过各项存款余额加自有资金的15%;

(3) 各行对其属下独立核算的各公司的投资总额,不得超过各家银行自有资金的30%,当年新增加的投资,不得超过当年新增加自有资金的20%;

(4) 各行对单个法人企业贷款的比例,一般不得超过该行贷款余额的1%,最高不得超过3%;

(5) 各行对单个项目的固定资产贷款,一般不得超过投资总额的70%;

(6) 各行经济担保贷款和抵押贷款占贷款总余额的比例不得低于80%,信用贷款的比例不得高于20%;

(7) 各行备付金存款的比例不得低于各项存款余额的5%。

深圳市银行业实行资金运用的比例管理是信贷资金调控方式的重大改革,即从原来只注重总量的调控转变为从信贷结构上对信贷资金运用的方向与数量进行调节,从而优化了信贷结构,加速了信贷资金的周转,提高了资金的使用效益和安全性,为了进一步加强对深圳市银行业的监管,实行由量的控制向质的管理,降低金融资产的风险程度,促进银行业向国际化转轨,在1993年1月1日,中国人民银行深圳经济特区分行制定了《深圳市银行业资产风险监管暂行规定》,并开始分步实施。深圳市银行业实行风险管理办法,注重的是资本的适宜度,并进一步控制风险资产的规模,提高资产的质量。对资本成分和资本充足率的规定以及对资产风险程度的界定构成了资产风险管理的基本内容。深圳市银行业的风险管理要求实行中央银行对商业银行和商业银行对企业的双线监管,其主要监控指标包括:

(一) 中央银行对商业银行的监管指标

(1) 资本充足率 = $\frac{\text{资本总额月末平均余额}}{\text{加权风险资产月末平均余额}} \geq 8\%$

(2) 资产流动性比率 = $\frac{\text{流动性资产月末平均余额}}{\text{流动性负债月末平均余额}} \geq 25\%$

(3) 逾期贷款率 = $\frac{\text{逾期贷款月末平均余额}}{\text{各项贷款月末平均余额}} \leq 8\%$

(4) 呆滞贷款率 = $\frac{\text{呆滞贷款月末平均余额}}{\text{各项贷款月末平均余额}} \leq 5\%$

(5) 呆帐贷款率 = 呆帐贷款月末平均余额 / 各项贷款月末平均余额 $\leq 2\%$

(6) 单个贷款比率 = 对同一借款客户贷款余额 / 资本总额 $\leq 10\%$

(二) 商业银行对企业贷款的风险计算

(1) 贷款方式分为 3 种：信用、担保和抵押。不同方式的贷款，风险权重不同，其风险权重分 5 个档次(0—100%)。

(2) 企业等级划分为三等：每一等分为三级。一等指 AAA、AA、A 级企业；二等指 BBB、BB、B 级企业；三等指 CCC、CC、C 级企业。对不同等级的企业，授信金额、期限、利率及审批权限都不同。同一种贷款方式由于企业信用等级上的差别，其风险程度也有所不同，并要求通过换算乘数进行调整，企业等级的换算乘数规定：AAA 级的企业换算乘数为 50%；AA 级的企业换算乘数为 70%；A 级的企业换算乘数为 90%；BBB、BB、B、CCC、CC、C 级的企业换算乘数为 100%。每笔放款的风险额 = 放款总额 $\times$ 贷款方式的风险权重 $\times$ 企业等级的换算乘数。

深圳市银行业积极推行资产风险管理办法，通过规定适度的资本充足率，来决定资本规模，以资本规模制约风险资产。商业银行要降低高风险资产的比重，就要合理安排资金的使用，选择低风险、高收益的授信对象，从而加强了放款授信的管理，保证了资产的安全性。深圳市各家银行根据自身资金营运的实际情况，采取各种措施加强风险管理，使信贷资金管理的改革不断向深层次发展。

(三) 中国工商银行深圳市分行

中国工商银行深圳市分行对信贷资金管理体制进行了 4 次较大的改革。由“指标管理”改为“实贷实存”，再改为“比例管理”，并结合特区实际情况，借鉴巴塞尔协议的有关规定，在 1991 年开始推出了“资产风险管理”的改革方案。

1. 建立和完善了风险管理的量化指标

(1) 存贷比例指标。规定基层行(处)当年新增贷款额，一般控制在新增存款的 70% 以内，最高不超过 75%；

(2) 信贷资金周转率指标。这是指考核信贷资金回流，提高贷款安全性的指标。一般要求资金周转速度大于 1.1 次；

(3) 逾期贷款率指标。这是考核信贷资产质量的一项重要指标，要求逾期贷款率小于 8%；

(4) “三项贷款”降低率指标。“三项贷款”是指呆帐、风险和挤占挪用贷款。分行根据情况定出压缩“三项贷款”的具体指标要求，各支行(处)贯彻执行，年终考核；

(5) 资产安全保障系数指标。在贷款方式上逐步取消信用放款，搞好担保贷款，大力推行抵押贷款。具体标准是：执行期的抵押(包括贴现贷款)与担保贷款的余额占执行期各项贷款余额大于 95%；

(6) 贷款利息回收率和贷款陈欠利息回收率。要求当年利息回收率大于 85%，贷款陈欠利息回收率大于 20%。

2. 加强贷款资产的风险管理

(1) 彻底实行审贷分离。在分行和支行两个层次上成立企业信用评估委员会(或小组)

和贷款审批委员会(或小组)。信用评估委员会负责评定贷款企业的信用等级、贷款限额、开证额度,贷款审批委员会在上述条件制约下负责审批贷款。信用评估委员会下设信贷二处,负责提供企业信用评估的基础资料、贷款检查和贷款清收等工作;贷款审批委员会下设信贷一处,负责贷款审批的日常工作。这样,加强了审贷过程中的制约机制,增强了透明度,提高了贷款质量。

(2)按贷款风险度划分贷款权限。对每一笔贷款计算风险度,实行定量分析。根据贷款的风险度确定贷与不贷,贷多贷少。下放风险度低的贷款的审批权限,增加风险度高的贷款的审批层次。风险度低于 40% 的贷款,一律由支行审批;凡风险度高于 40% 或超贷款限额的贷款,一律由分行审批。全系统实行贷款备案制度。

3. 健全监督体系

全系统建立了包括会计、信贷、稽核、纪检监察和安全保卫组成的监督体系;健全了总会计坐班制度,配备了会计储蓄、出纳检查员;建立了行长特派稽核员;建立了全行集中的事后监督中心;有力地起到了把关堵口的作用,减少了信贷风险。中国工商银行深圳市分行积极改革经营管理模式,努力推行风险管理办法,使贷款质量明显提高。到 1994 年底,其贷款综合风险度比 1992 年降低 20.7 个百分点,逾期率降低 8.4 个百分点,三项贷款减少 15.98%。

(四)中国农业银行深圳市分行

中国农业银行深圳市分行于 1991 年开始进行贷款风险度管理的试点,并经过几年的探索和学习国际现代商业银行的先进经验,按照控制论、层次论的原理,分别不同的层次,采取不同的步骤,逐步建立和完善了“商业银行资产负债风险管理系统”。这个系统,由商业银行资产的风险管理、负债的稳定管理和资产负债状态管理等几个子系统组成。该行资产风险管理的内容是“权限管理、体制制约、风险度量”。首先,贷款资产风险管理的运作机制是体制制约制,即贷前调查、贷款的审批发放、贷后的检查、管理和催收,做到在岗位、人员上要严格分离,并严格按照规定程序运作。其次,信贷资产风险程度的量度标准是贷款风险度。该行把造成贷款风险损失的因素主要归纳为两个方面:一是贷款方式运用不当;二是贷款对象选择失误。另外,由于贷款发放以后,贷款的形态会发生变化,例如,同样贷款方式,同样企业信用等级的两笔贷款,一笔正常,一笔逾期,其风险程度不同。因此,贷款形态作为过渡指标,也起着量度贷款风险的作用,据此,中国农业银行深圳市分行建立起量度贷款资产风险度的系数体系,如表 9.9.5、9.9.6 所示。

表 9.9.5 贷款资产风险监测系数体系汇总表

贷款加权风险权重表		企业信用等级 变换系数表		贷款形态过 渡系数表	
项目	贷款方式 基础系数 (%)	项目	变换 系数 (%)	项目	过渡 系数 (%)
一、抵押贷款		AA 级企业	50	正常贷款	100
1. 人民币定期存单依法抵押贷款人民币	0	AB 级企业	60	一般逾期贷款	130
2. 外汇定期存单依法抵押贷款人民币	0	BA 级企业	70	呆滞贷款	190
3. 外汇定期存单依法抵押贷款外汇	0	BB 级企业	80	呆帐贷款	200
4. 国家债券抵押	0	C 级企业	100		
5. 企业债券抵押	50				
6. 股票抵押	60				
7. 股权抵押	60				
8. 依法可设定抵押权的房(地)产抵押	30				
9. 楼宇按揭	30				
10. 营运车牌抵押	30				
11. 依法可设定抵押权的可转让动产抵押	100				
12. 银行承兑汇票贴现	20				
13. 商业承兑汇票	100				
二、担保贷款					
14. 国家级或省级银行担保	0				
15. 地市级银行担保	20				
16. 县级银行担保	50				
17. 省级及单列市级以上非银行金融机构担保	50				
18. 本市投资管理公司担保	30				
19. 本市区级投资管理公司担保	50				
20. 本市财政局担保	30				
21. 本市区级财政局担保	50				
22. AA 级企业担保	60				
23. AB 级企业担保	70				
24. BA 级企业担保	80				
25. BB 级企业担保	90				
26. C 级企业担保	100				
三、信用贷款					
27. 信用贷款	100				

表 9.9.6 评定企业信用等级
资产负债表与资金平衡表换算公式

项 目	资产负债表	资金平衡表	备 注
一、净资产	总资产 - 总 负债或资本 项目合计	资金占用总计 - (结算资金 + 流动资金借款 + 基建借 款 + 专项借款及专项应付 款)	总资产项下应剔除的项目 ①库存积压商品; ②应收款项下的坏帐; ③长期投资难以收回的投 资失误损失。
二、固定资产 净值 + 在 建工程 + 长期投资	其中:固定资 产净值 = 固 定资产原值 - 折旧	其中:固定资产净值 = 固定 资产原值 - 折旧	其中:长期投资项目要剔除 难以收回的投资失误损失。
三、负债比率	总负债 ÷ 总 资产。其中: 总负债 = 流 动负债 + 长 期负债	(资金来源总计 - 净资产) ÷ 资金占用总计	
四、流动资金 自给率	(流动资产 - 流动负债) ÷ 流动资产占 用额	(自有流动资金 - 被挪用的 流动资金) ÷ 流动资金占用 额	①在资产负债表中:流动资 产 - 流动负债 > 0 时,企业 无自有流动资金;流动资产 - 流动负债 > 0 时,企业有 自有流动资金,但要剔除银 行长期借款暂存银行的因素; 流动资产 - 流动负债 = 0 时,企业挪用流动资金用 于固定资产投资或挪用于 其他用途。 ②在资金平衡表中:被挪用 的流动资金 = 流动资金来 源 - 流动资金占用。

项 目	资产负债表	资金平衡表	备 注
五、资产回报率	(利润总额 + 利息) ÷ 总资产平均额	(利润总额 + 利息) ÷ 资金占用平均额	其中:利息查费用科目明细表。
六、利润率	利 润 总 额 ÷ 销售收入	利润总额 ÷ 销售收入	

其风险度计算公式:

(1)审批贷款时:

贷款风险度 = 贷款方式基础数 × 企业信用等级变换系数

(2)检查一笔贷款时:

贷款风险度 = 贷款方式基础系数 × 企业信用等级变换系数 × 贷款形式过渡系数

(3)综合考核支行(部)或信贷人员负责企业时:

贷款风险度 = $\sum$ 贷款加权风险权重额 / $\sum$ 贷款金额

① 贷款加权风险权重额 = 贷款金融 × 贷款加权风险权重

② 贷款加权风险权重 = 贷款方式基础系数 × 企业等级变换系数 × 贷款形态过渡系数

2. 该行抵押贷款额计算公式

(1)企业债券抵押:贷款额 = 债券面值 × 70%

(2)股票抵押:贷款额 = 发行价 × 70%

(3)股权抵押:

① 设定抵押权的企业必须是一、二级企业;三级企业的股权,不能设定抵押权。

② 贷款额 = 投资额 × 90%

或 = 投资重估值 × 50%

(4)依法可设定抵押权的房(地)产抵押:

① 房(地)产价增幅在 100% 以内的:

贷款额 = (购入价 + 增值额 × 60%) × 抵押率

② 房(地)产价增幅在 200% 以内的:

贷款额 = [购入价(1 + 60%) + (现价 - 2 × 购入价) × 10%] × 抵押率

③ 房(地)产价增幅在 300% 以内的:

贷款额 = [购入价(1 + 60% + 40%) + (现值 - 3 × 购入价) × 20%] × 抵押率

④ 房(地)产价增幅在 300% 以上的:

贷款额 = 购入价(1 + 20%) × 抵押率

抵押率应视房(地)产的位置、种类、新旧等可变现程度而确定,一般在 50%—80% 范围内选择为宜。

(5)楼宇按揭:贷款 = 楼价 × 按揭率(一般 70%)

(6) 营运车牌抵押: 贷款额 = 购入价 $\times$ 70%

(7) 可设定抵押权的动产抵押: 以动产设定抵押的抵押贷款, 仅限于一类企业; 二、三类企业不准以动产抵押贷款。

贷款额 = 可转让动产净值 $\times$ 抵押率

抵押率应视动产的变现能力确定高低, 一般在 40%—60% 范围内选择抵押。

中国农业银行深圳市分行建立贷款风险度的监测制度, 使贷款的审批发放、贷款质量的衡量都有了一个客观的尺度。该行规定贷款审批权限按风险度界定。其基本原则是, 风险度低的贷款放权, 风险度高的贷款收权。每年第一季度核定各支行(部)贷款资产的综合风险度, 并按核定结果进行奖罚。这样, 激励支行努力淘汰风险度高的贷款, 积极争取风险度低的贷款, 从而优化了贷款结构, 有效地防止了贷款风险。1994 年, 该行推出了负债稳定管理办法, 其主要内容是引导各支行在组织存款工作中, 注意存款对象和存款方式的选择, 通过提高银行的服务功能来发展那些数额大、成本低、稳定性程度高的存款。1995 年, 该行将各种资产风险管理方法和负债管理办法有机地结合起来, 形成了资产负债经营状态管理系统。该系统的主要内容包括:

一是负债管理目标, 主要有存款总量、人均存款和存款市场占有率 3 个目标。此外, 还设定了定、活期比例等附加指标。通过这些指标集中反映支行的规模、综合实力和整体素质。

二是资产管理目标, 其中主要有银行资产风险度和催收贷款率两项目标。资产风险度是由各类资产的权重风险总额与资产总额相除计算出来的, 并且能够较客观地反映银行资产的质量。催收贷款率是反映银行资产质量和流动性的一项重要指标。目前, 该行选择风险度的较佳均衡点 0.4 为目标值; 催收贷款率在 5% 以下。

三是效益管理目标, 其中主要包括利润总额、人均创利额、中间业务收益率和资产回报率等 4 个指标。各支行在现有基础上, 按照资产负债比例和风险管理的要求, 逐步向目标值靠拢, 使银行全额资产的风险得到了有效的控制, 经营效益也逐步提高。1994 年, 该行实现利润 5.6 亿元, 资产回报率达到 3%。

(五) 中国银行深圳市分行

中国银行深圳市分行大力开拓各项业务, 在竞争中求发展, 并且逐步在信贷资金管理上形成自求平衡、自我约束、自我发展、自担风险的制约机制, 加强了资产风险的管理, 其具体作法有以下几个方面: ① 补足自有资金, 增强抵御风险的能力。中国银行深圳市分行一方面加强信贷资金的管理; 另一方面在上级行的支持下, 保持每年按比例补充一定的自有资金, 增强抵御风险的能力。② 实行信贷资产多元化, 分散和减少风险。中国银行深圳市分行在特区率先开办了抵押贷款, 并积极组织、参与银团贷款和联合贷款等方式。通过信贷资产多元化措施的实行, 为合理、有效、安全地使用信贷资金提供了保障, 降低了信贷资产的风险程度。③ 对企业实行授信额度控制, 减少贷款风险。中国银行深圳市分行按照国家金融方针、信贷政策和资金形势, 根据企业信用评估的级别授予企业提出贷款申请和对外担保贷款的最高控制指标, 减少信贷资产的风险。企业信用等级评估主要从企业的经营管理、经济效益和银行信用 3 个方面, 共 9 个项目, 每个项目分 A、B、C、D4 个档次评比定分。然后, 根据所

评得的总分,将企业信用级别列为一、二、三、四级。其划分标准和授信额度如下所示。

(1)一级企业条件:

①企业信用评估总分达到 90 分以上(含 90 分)。

②考核期工业企业的全部资金利润率达 10% 以上(含 10%);外贸、进出口贸易企业的全部资金利润率在 0 以上(含 0 在内)。其授信额度指标和计算公式:

一级企业贷款授信额度和对外担保授信额度=(总资产-总负债)。

(2)二级企业条件:

①企业信用评估总分在 65—89 分。

②考核期工业企业的全部资金利润率在 0—10%;外贸、进出口贸易企业的全部资金利润率在 0—3%(含 3%)。其授信额度指标和计算公式:

二级企业贷款授信额度和对外担保授信额度=(总资产-总负债)

(3)三级企业条件:

①企业信用等级评估总分在 44—64 分(含 44 分)。

②考核期工业企业的全部资金利润率在 0—3%;外贸、进出口贸易企业的全部资金利润率在-3%—6%。其授信额度指标和计算公式:

三级企业贷款授信额度=期初贷款余额×80%—90%

即在原贷款总额下降的前提下,实行有还有借、严格审核。要求年内压缩其贷款总额的 10%—20%(逐步下降)。三级企业已丧失其对外担保的能力,不得再发生新贷款担保。

(4)四级企业条件:

①企业信用等级评估总分在 44 分以下(不含 44 分)。

②考核期工业企业的全部资金利润率在-3%以下;外贸、进出口企业的全部资金利润率在-6%以下。对这类企业不给授信额度,坚决实行停贷、收贷政策。四级企业完全丧失其对外担保能力,不得新发生对内、对外担保贷款。

中国银行深圳市分行大力推行审贷分离管理制度,其核心是把贷款发放关,将贷前调查、贷款评审、贷款审批分为 3 个既独立又互相制约的程序,使贷款的发放做到客观、公正、安全、高效,为贷后管理和贷款回收奠定良好的基础。其基本要求是在贷款工作中,实行双重分离、双重评审、处长(行长)审批的制度,即贷前调查与贷款评审及贷款管理相分离;贷款评审与贷款审批相分离;业务科初审与评审小组全面评审双重进行;行、处按权限分级审批。

中国银行深圳市分行积极探索信贷资产风险管理的新路子,保证了信贷资金的安全,优化了信贷资产的结构,增强了经营活力。

(六)中国人民建设银行深圳市分行

中国人民建设银行深圳市分行根据经济发展的需要和自身的经营情况,不失时机地调整、改进和完善资金管理体制,并建立和完善资产风险管理制度。

1. 加强信贷资金的管理,完善各项规章制度

分行信贷部门实行贷款备案制,全系统每笔贷款档案都要上报分行,以便查找问题,及时补正,并输入计算机,为贷款管理现代化奠定了基础。支行设立贷款调查部,对已经批准

还未出帐的贷款,抽调专人进行复查,经核定无误后才准出帐划款。

2. 实行“审贷分离”制度

中国人民建设银行深圳市分行将固定资产贷款项目评估业务从投资信贷处分离出来,并制订了《关于固定资产贷款项目评估权限及审批程序的试行规定》,明确了市分行和支行(处)的评估权限及审批程序,通过“审贷分离”,加强贷款执行过程中的相互制约机制,保证贷款的质量。

3. 积极实行资产风险管理模式

中国人民建设银行深圳市分行从 1993 年下半年开始进行资产风险管理的准备工作,并于 1994 年 6 月选择了 4 个试点支行正式推行资产风险管理,其主要内容有:

(1)在组织运作体系方面,成立了由分行行长任主任,各主要业务处长为成员的“资产风险管理委员会”。各支行亦相应成立了“资产风险管理小组”,制定了纲领性文件《中国人民建设银行深圳市分行资产风险管理办法》和一系列的配套实施细则。

(2)把贷款风险度作为衡量信贷资产质量的一把“尺子”。该行将影响贷款资产风险的主要因素归纳为贷款方式、贷款对象和贷款形态,并将这些因素量化,再用加权系数来计算,就形成了贷款风险度,其计算公式:

贷款资产综合风险度 = $\sum (\text{贷款余额} \times \text{风险权重} \times \text{换算系数} \times \text{形态系数}) / \text{贷款余额之和}$

该行利用风险度来界定贷款权限,并通过严格限制风险度高的贷款的发放,减少了贷款的风险。

(3)探讨限额控制下的信贷规模运作方式。该行在推行资产风险管理的过程中,将贷款规模管理融汇于其中,即质量管理与比例管理互相作用,联动调控贷款规模。质量管理以贷款综合风险度为中心,比例管理以可用资金为调控杠杆。对各支行贷款规模增量的确定,是在基期贷款存量的基础上,如果综合风险度上升,表示贷款质量下降,则调减贷款规模;如果综合风险度下降,表示贷款质量提高,则调增贷款规模。具体的操作是以市分行公布的风险度计划值和基层行风险度实际值之间的差额来调控。据此确定的贷款规模,还要接受资金能力的制约。

(4)实行信贷、资金和财务的综合配套管理,从各个方面促进资产风险管理的开展。为配合资产风险管理,该行实行对支行财务自负盈亏的办法,以完成计划利润为中心,将基层行的经营效益与职工收益挂钩,激励支行围绕资产风险管理工作的开展,在信贷管理、资金管理方面下功夫,最大限度地实现利润。同时,该行制定了一系列信贷管理政策,规范基层行经营行为,提高信贷资产质量,并大力盘活贷款存量,回收逾期贷款和应收利息。

中国人民建设银行深圳市分行通过一系列政策导向和管理措施,使其资产风险管理工作取得初步成效。1994 年底,全行人民币逾期贷款率比年初下降了 1.24%,外汇贷款逾期率比年初下降了 6.25%。与未实行风险管理的 5 月末比较,全行贷款风险度下降 3.7 个百分点。1994 年全行实现利润比上年净增 1.67 亿元,人民币贷款利息实收率达到 92.5%,创历史最好水平。

(七)其他银行机构

深圳市发展银行和招商银行是区域性股份制银行。它们在激烈的市场竞争中,根据自身的经营特点,逐步建立和完善了资产风险管理制度。首先,这两家商业银行为充分发挥资金的使用效益,保证资金正常运转,在资金管理上做到统筹安排,逐步建立了资金运筹考核指标体系,其中包括资金占用率、库存现金占用率和资金清偿率等各项指标,严格考核和把关。其次,它们建立和健全防范贷款风险的保障机制,努力做到以抵押、担保贷款为主,严格控制信用贷款,并且建立“审贷分离”制度,明确落实贷款审批程序和规定。为了加强贷款管理,从1994年开始,深圳发展银行推出贷款法律审查制度,在信贷部门增设法律审查机构,由法律审查部门对每笔贷款的法律依据、法律后果及法律手续的完整性、合法性、有效性进行全面审查,提出贷款活动是否依法可行,手续是否完备等法律意见。他们在总行和各支行都专门配备了专业法律人员,其职责主要是审查借款单位,担保单位是否具备合法的主体资格;贷款申请手续的合法性、有效性和真实性是否具备;贷款合同是否有效等。这样,该行的每一笔贷款,不仅有信贷部门从信贷政策和风险度计算上把关,法律部门还在法律程序和资料的合法性上堵住漏洞。这种双重保护措施,对提高资产质量,降低贷款风险起到了积极作用。

深圳市银行业为了建立和健全资产风险管理制度,积极落实各项配套措施,进一步加强了信贷管理的基础工作。它们逐步建立了企业经济档案,并通过组织银团贷款,实行“审贷分离”和“贷款证”制度,坚持依法收贷,降低贷款风险,优化信贷结构,提高了信贷资产的质量。

二、深圳市非银行金融机构的风险管理

深圳市在经济蓬勃发展的过程中,各类金融机构迅速扩张,银行信贷规模扩大,保险业务大幅度增长,证券交易大量资金涌入,融资渠道出现多样化的趋势,在竞争日益激烈的市场上,深圳市各家非银行金融机构在积极拓宽业务的同时,努力优化服务,提高工作效率,并逐步建立和健全风险管理制度,提高经营管理水平,向着市场化、国际化的方向迈进。

(一) 保险公司风险管理制度的建立

深圳市作为我国第一个经济特区,改革开放的进程较快,经济建设持续高速增长,因而有力地推动了保险业的迅速发展。1979年11月中国人民保险公司在深圳设立分支机构继而发展为深圳市分公司。1982年,香港民安保险股份有限公司在深圳设立分公司,这是建国以来首家境外保险公司在大陆设立营业机构。1988年3月,我国第一家由招商局、中国工商银行和中国远洋运输公司投资入股的股份制保险公司——深圳平安保险公司成立,并于1992年6月扩展为全国性的保险公司。1992年12月,中国太平洋保险公司在深圳设立分公司。此后,专营寿险业务的深圳人寿保险公司和深圳平安人寿保险公司相继成立,从而形成了既有国有独资公司,又有股份制公司;既有综合性公司,又有专业性公司,还有境外公司分支机构并存的多元化市场主体。到1994年底,深圳市保险业务总收入约21.8亿元人民币,人均保费650元,超过全国平均水平(人均53元)10倍以上,居全国之首。

在保险市场竞争日益激烈的情况下,深圳市各家保险公司在大力开拓业务的同时,努力建立和逐步完善风险管理制度,提高了经济效益和管理水平,并主要采取了以下几项措施:

1. 建立考核指标体系

(1) 保费收入的进展指标。这是对业务总量的考核。

(2) 赔付率指标。虽然保险公司很难对风险发生的时间和程度做出选择,但是通过对赔付率指标的分析,可以发现其中一些非正常的业务情况,以积累经验。

(3) 业务的总体效益指标。这是侧重于对费率、手续费、退费和业务费用的考核和分析,以促进各项业务效益的提高。

(4) 赔案处理的指标。这是考核在一定时期内,赔案处理的数量和质量,以便减少赔案的积压,提高赔案处理的质量。

(5) 实收保费的考核指标。设立这项指标,有助于提高应收保费的清偿率。

2. 加强内部管理,建立制约机制

例如,平安保险公司建立了一整套以“目标管理为中心,系统控制为手段,各项制度为保证,分级权限为制约”的管理体制。平安保险公司的目标,分为短期目标、中期目标和长期目标,同时体现经营目标、管理目标和发展目标。目标一经确定,即分解任务,落实责任,公司的整个经营行为以既定目标为中心。系统控制是指以一整套较为科学和完整的电脑程序,通过电脑联网系统,将所有业务从承保、分保、理赔、财务处理、风险管理以及服务措施按规范标准予以控制,并以此手段使各分支机构形成统一的经济补偿网。各项制度是保障目标实现和有目的地实施各项控制措施的保证。分级权限是指分层、分级制约的管理措施。在此基础上,公司按月、按季、按年分别进行考核,严格奖罚,将分配体制与经营效果挂钩。在实施现行业务管理制度的同时,公司还建立了与之相应的“业务审定委员会”和“投资审贷委员会”。业务审定委员会是最后通过各项业务制度和核定重大风险标的承保以及理赔的审定机构;而投资审贷委员会是为保障每笔投资项目的可行性、安全性和收益率而设立的决策机构。这两个组织机构作用的发挥,有效地避免了决策者的工作失误和以权谋私事件的发生。“两会”的组织制约关系如图 9.9.1 所示:

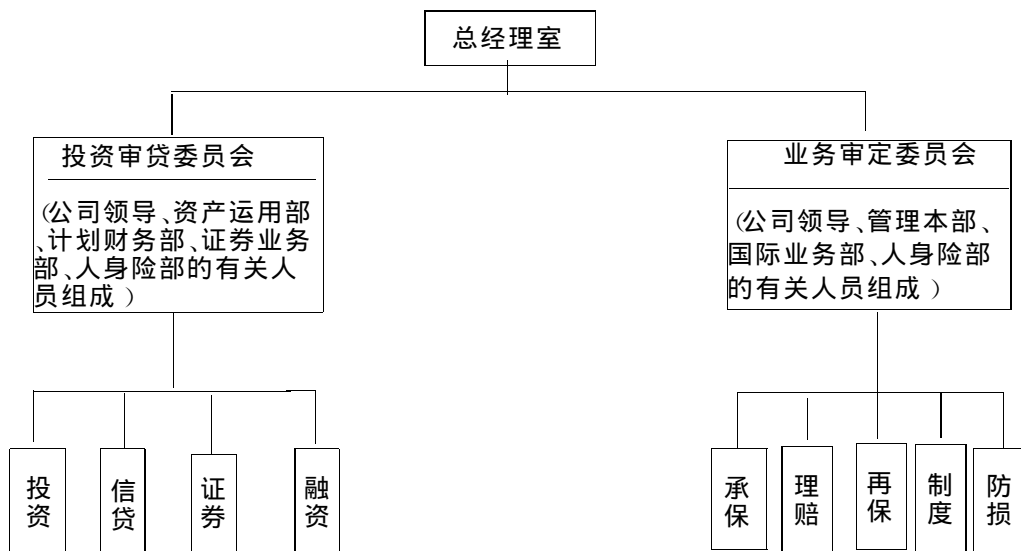


图 9.9.1 平安保险公司“两会”制约图

此外,平安保险公司在建立各项管理制度的同时,还制定了各项工作原则:主要有理赔方面坚持“双人查勘、交叉复核、分级定审、终审归案”的原则;投资方面坚持“双人调查、查审分离、三级审核、专人负责”的原则;物资购置方面坚持“货比三家、公开招标、联合会审”的原则;在手续费支付方面坚持“限定标准、双人复核、分级审批”的原则等。这些原则的制定与业务制度配套,使公司的经营管理一环扣一环,进一步完善了内部制约机制。

3. 加强行政监管和行业自律

按照《保险法》的要求,中国人民银行深圳市经济特区分行进一步加强对保险业的监管。加强对保险公司偿付能力的监督管理,并利用各种经济杠杆和法规政策,对保险竞争进行规范和控制,减少以至杜绝各种无序和恶性竞争;同进,坚决取缔无牌经营的非法保险机构。深圳市保险同业公会充分发挥其职能,加强行业自律。由深圳“人保”、“平保”、“太保”、“民安”四家保险公司财产险部门共同组成的深圳市财产保险协调委员会,依据《保险法》,对规范保险经纪业务做出如下规定:

(1)各保险公司只能与依法设立的保险经纪公司发生业务往来,并在签订正式协议后方可接受其介绍的业务。

(2)经纪费的给付不得超过 15%。

(3)各保险公司在出具的保单上必须标明费率和保费金额,禁止在保单费率栏目内打印“按约定”字样(水险保单例外);禁止将签章齐全的空白非水险保单和保费收据交由保险经纪公司出单。

(4)经纪公司原则上要在保单生效后的 3 个月内向保险公司划付保险,不得无故拖延。该委员会同时还做出规定,如果发现违纪行为,将由保险同业组织做出处罚或提请中国人民银行深圳经济特区分行予以惩处。对举报违纪行为的有功人员,将给予奖励。

深圳市保险业充分预料到在市场竞争条件下的经营风险、财务风险和投资风险,采用先进、科学的方法,建立起一套比较完善的风险管理制度,为其迅速发展和参与国际保险市场的竞争打下了良好的基础。

(二)其他金融机构风险管理的实践

改革开放以来,我国逐步朝着社会主义市场经济体制迈进,促进国民经济迅速发展。与此相适应,以直接融资为主要特征的证券市场也逐步形成并迅速扩大。1991 年 7 月 3 日深圳市证券交易所正式开业,标志着深圳市证券业的发展跨入了一个新的阶段。到 1995 年 3 月,深圳市上市公司已达到 150 多家,当月总成交 16.8 亿股,总成交额达到 81.45 亿元。深圳市证券市场的运作是以证券经营机构为中介来进行的,无论是证券发行或证券交易,都离不开证券经营机构提供的中介性服务。证券经营机构的建立适应了特区证券市场发展的需要,但也存在着证券商身份不明确,交易手段比较落后等问题。深圳市加强了对证券经营机构的管理,并使证券商队伍初步建立起风险管理的制度,主要措施有以下几个方面:

1. 建立资本金制度

要求证券经营法人机构应有不少于人民币 1000 万元的实收货币资本金;经批准金融机构设立的证券交易营业部,应有不少于 500 万元的证券营运资金;证券交易代办点应有不少

于 50 万元的证券营运资金。

2. 建立交易损失准备金制度

规定证券登记公司、证券公司每年应从盈利中提取不少于 3% 的交易损失准备金；设置证券交易营业部的金融机构，每年应从其证券手续费中提取不少于 2% 的交易损失准备金。

3. 规定了证券经营机构应保持合理的资产流动性

(1) 证券经营法人机构用于购买证券的资金不得超过公司资本金的 60%；同一证券的持有量不得超过公司资本金的 20%；持有同一企业的证券数额不得超过该企业资本金的 5%。

(2) 证券交易营业部用于购买证券的资金不得超过其营运资本的 50%。

4. 加强对国债期货交易的风险管理

深圳市自 1995 年 3 月 1 日起对国债期货交易实行分立帐户清算，主要内容有：

(1) 专门设立国债期货交易头寸帐户，实行国债期货交易与股票交易分立帐户清算。国债期货交易头寸帐户核算证券商的期货交易保证金、当日盈亏和交易经手费。其帐户管理、划款条件及程序与股票的清算相同。

(2) 为保证国债期货交易资金清算的按时完成，各期货商必须在中国人民银行深圳经济特区分行开立帐户，并保持足够的余额。证券交易所期货交易头寸视资金实际到帐为完成清算，资金在途则仍视为违规行为。若因未在中国人民银行深圳经济特区分行开户而造成业务损失或不良后果的，均由各期货商自己承担。各期货商可以直接通过期货头寸帐户进行资金划拨，如股票交易头寸有足够余额，也可于规定时间内划转至其期货交易头寸帐户上。

(3) 各期货商必须于每个交易日上午 8:30—9:30 支付当日开仓所需足额保证金，否则，该期货商不得在该日开新仓；同时，各期货商须于每个交易日下午 3:30—5:30 补足当日浮动亏损，否则，该所将冻结其股票交易头寸并按违约予以罚款等处理。另外，该所将视该期货商补交期货交易头寸的情况，实施强制平仓等措施。该所期货交易头寸帐户最低余额为零。

5. 共同基金

共同基金(我国称其为投资基金)是一种大众化证券投资方式，是现代金融市场极为重要和灵活的金融创新商品。它以“集体投资、专家经营、分散风险、共同受益”的特点在世界各国迅速发展。改革开放以来，我国城乡居民的生活水平有了很大提高，货币收入快速增长，并逐步利用多种金融工具进行投资。我国的证券市场发展很快，并日益走了法制化、规范化和专业化的轨道，这些都为我国投资基金的发展提供了有利条件，并促使其较快地发展。到 1995 年，全国已有 73 家基金，其中有 40 多个上市基金，总值达到 70 多亿元。我国最早出现的公司型的投资基金是 1992 年 11 月 11 日批准设立的淄博乡镇企业投资基金。深圳市随着证券市场的逐步成熟，投资基金也有了较快的发展。1992 年 11 月深圳市批准成立了深圳投资基金管理公司，并先后推出了深圳投资基金管理公司的“天骥基金”、深圳蓝天投资基金管理公司的“蓝天基金”、深圳保险基金管理公司的“阳光基金”。3 个基金的发行总规模约 9 亿元，并且均为封闭式的单位型信托基金。1993 年，深圳市进一步扩大对外

开放,批准了一大批异地证券商进入深圳市场,并批准了6家投资基金公司。任何投资均带有风险,投资基金也不例外,存在着财务、利率、市场和购买力等风险。因此,深圳市在大力发展投资基金的同时,逐步加强对投资基金的风险管理,并在1992年6月公布了《深圳市投资信托基金管理暂行规定》,其主要措施包括:

(1)规定了资本数额。基金设立的份额不得低于3000万元,其中信托人属全国性的国营金融机构或净资产在1亿元以上;经理人要净资产在2000万元以上。

(2)规定了信托人和经理人持股的数额。信托人不得持有某家上市公司10%以上的股份,不得担任某家上市公司的董事或经理;信托人与经理人之间的相互持股比例不得超过对方股本总数的10%;其中任何一方不得担任对方董事或经理;经理人不得持有某家上市公司10%以上的股份,不得担任上市公司的董事或经理。

(3)信托契约中要定明信托投资目标、投资政策及投资范围,禁止使用信托资产对无限债务的投资,禁止使用信托资产提供债务担保。

(4)规定了投资的比例。投资于某一上市公司的股票不得超过该基金净资产价值的10%;投资于某一公司的证券不得超过该公司总股份的10%;经理人必须把基金的证券投资分散委托于其他证券经纪商,委托某一家经纪商的份额不得超过总份额的25%。

从1993年开始,深圳市的金融改革向着深层次发展,并逐步全面推行风险管理的办法,其主要内容包括:

①按照巴塞尔协议的要求规定了金融机构的资本需保持充足的比率。

②对金融资产实行风险权数的考核,控制风险资产的比重。

③规定提取风险准备金。金融机构的准备金包括呆帐准备金、投资风险准备金、保险未决赔款准备金和坏帐准备金等。

④加强对逾期贷款的管理。逾期贷款按其逾期的年限,划分为5个比例,即1年以内(含1年);1年以上2年以内(含2年);2年以上3年以内(含3年);3年以上4年以内(含4年);4年以上。规定每逾期1年按20%扣减资本,逾期4年以上全额扣减。

⑤实行对企业的信誉评级制度。对企业信誉等级的评定,一律以深圳市资信评估公司组织评定的结果为准。

⑥加强对金融机构的风险监管。根据《中华人民共和国中国人民银行法》、《中华人民共和国商业银行法》、《中华人民共和国保险法》和《金融机构管理规定》,中国人民银行深圳经济特区分行制定了《中国人民银行深圳经济特区分行金融机构检查制度》。其主要内容包括:中国人民银行深圳经济特区分行及其分支机构根据国家有关金融法律、法规及方针政策对金融机构设置与变更事项的合法性、资本金与营运资金状况、业务经营范围及营运状况、内部规章制度和其他方面进行检查和监督,并对违法、违规行为进行处罚,以及对非法经营金融业务的机构和个人进行查处,以维护金融秩序,保证金融业务的稳健经营。

深圳市金融业采取各种措施加强内部约束机制,全面推行风险管理制度,促进了金融机构经营机制的转换,减少了资产风险,增强了竞争能力,并逐步与国际接轨。

第三节 我国金融业风险管理的发展前景

20 世纪 90 年代,随着国际经济的发展和金融管制的放松,金融业务向着自由化、国际化、证券化方向发展。各国的金融业不仅面对着国内同业的竞争,而且还面临着国外金融业的竞争。在新的形势下,各国金融业将在组织经营形式、金融服务形式、新的金融市场开拓和新的金融工具开发等方面做出巨大的努力,同时,进一步加强金融风险的管理,以适应国际金融业的发展潮流。

一、国际金融业的发展和风险管理的特点

国际金融业随着世界经济与政治大环境的急剧变动,从 70 年代开始至 90 年代一直呈现出显著的变化。第二次世界大战后,西方国家由于新技术革命的兴起和大量剩余资本的出现,开始逐步改变经济结构,传统产业在国民经济中的比重下降,第三产业(包括金融业)的比重迅速增加,金融业已开始向着证券化和国际化的方向发展。70 年代和 80 年代,由于西方国家的通货膨胀率急剧上升,利率和汇率的波动幅度增大,因此,在国际金融市场上,开始了一系列的融资工具的创新,以便转移风险,提高流动性,并使金融机构的资产负债在期限结构上保持良好配比。在 90 年代,主要发达资本主义国家相继陷入经济衰退,国际资本市场的资金变得短缺。国际金融业采取更为灵活的手段,通过强调融资工具的多样化组合,提高服务质量等办法来应付激烈的竞争,推动国际经济的发展。

银行业作为国际金融业的主体,在国际资本市场日益发展,各国的经济联系日益紧密的情况下,根据自身的经营特点,进行了大的调整和改革。一是商业银行的金融活动开始迅速国际化,并通过在海外设立分支机构和参与其他银行联合发放贷款而介入国际业务。二是在信息技术高度发展的 90 年代,银行的业务更趋于多样化,并随时根据情况的变化进行调整。商业银行三项主要的业务为零售、批发和服务。由于国际金融市场参与者的激烈竞争,商业银行在国际市场上的零售业务和银行间的放款与借款的批发业务受到严峻的挑战。

因此,银行业的业务重点开始发生转移,各种金融性质的服务业务开始有了长足的发展。银行的收入结构也开始发生变化,原先以发放信贷盈利为主的收入结构逐渐转向由各种手续费收入和金融服务获取的非利息收入为主的收入结构。商业银行通过功能的完善和业务范围的拓宽,以及金融工具的创新,获得了迅速发展。根据英国《银行家》杂志 1995 年 7 月世界 1000 家大银行的资料,到 1994 年底,这 1000 家大银行的核心资本达到 14150 亿美元,比 1993 年的 12531 亿美元,增加了 1619 亿美元,增长了 12.92%;银行的资产规模由 1993 年的 269474 亿美元,增加到 1994 年的 302995 亿美元,增加了 33521 亿美元,增长了 12.44%;税前利润 1994 年底达到 1756 亿美元,比 1993 年的 1649 亿美元,增加了 107 亿美元,增长了 6.49%。

国际金融业在发展过程中,由于世界经济增长速度放慢,英美等国经济处于衰退状态等原因,出现了经营风险加大、银行经营困难,不少国际大银行盈利回落,有些甚至出现严重亏损等问题。其主要表现在以下几个方面:

首先,高度电脑化的“衍生资本”交易有加剧世界金融体系动荡的趋势。金融衍生工具市场是伴随 70 年代末、80 年代初开始的新一轮金融创新浪潮兴起和发展的。在欧洲市场,到 1990 年底,包括金融期货和期权合约在内的年交易量已达 6100 万张,比 1986 年的 980 万张增加了近 6 倍。全球金融衍生商品交易额,从 1988 年的 4820 亿美元,增加到 1994 年的 1.4 万亿美元。这类“期货”、“期权”及“掉期”交易极其复杂,并给普遍涉足很深的银行业和证券业带来一系列风险管理的新问题。例如,英国著名的巴林投资银行,就是由于内部制度不健全以及公司高级执行人员,包括直接负责期货业务的经理,都对期货交易缺乏了解而导致其倒闭并带来近 10 亿美元的亏损。

其次,由于经济的不景气等原因,一些国家的金融机构出现巨额呆帐,资金流通不畅,银行盈利水平下降,甚至连续发生倒闭事件。据英国《银行家》杂志统计,到 1994 年底,1000 家大银行的核心资本利润率为 12.41%,比 1993 年的 13.16%下降了 0.75%;资产利润率为 0.58%,比 1993 年的 0.61%下降了 0.03%。据美国的联邦存款保险公司披露,美国银行破产案件呈上升趋势。1991 年美国银行破产为 130 多家,1992—1994 年平均每年达到 200 家左右。日本银行业把大量的贷款投向国内外的房地产业,由于世界经济的不景气,房地产业处于低迷的状况,使日本银行的资产质量不断下降,倒闭案件不断发生。1995 年,在日本由“泡沫经济”给金融机构带来的巨额呆帐,导致宇宙信用社、木津信用社、兵库银行等接连破产倒闭,使整个金融业出现经营危机。为此,包括美国在内的多数国际信用评级机构纷纷降低日本银行的信用等级。根据美国穆迪投资顾问公司 1995 年发表对日本银行的等级评定,结果没有一家日本银行获得最高的 A 级,多数银行的等级在 D+ 以下,只有 20% 的日本银行被评为财务实力良好的 C 级。日本银行信用等级下降,使其筹资成本加大,对日本银行业无疑是雪上加霜。

再次,世界各国银行竞争激烈,合并规模越来越大,而且速度加快。世界经济和国际金融市场一体化的迅速发展,使各国银行面临的竞争日益加剧。近几年,各国的大银行,为增强抵御风险的能力,在国际市场上站稳脚跟而互相兼并。1995 年 6—7 月,仅短短一个月内,美国就有第一信诚银行公司、米德兰蒂克公司和底特律国民银行等被兼并。此后,美国化学银行以 104 亿美元购买大通曼哈顿银行,一跃超过花旗银行,以 2970 亿美元的总资产成为美国最大的银行。其他一些市场经济发达的国家,例如,英国、德国、瑞士、荷兰和日本等国的银行兼并之风也愈刮愈猛。

在国际金融市场竞争激烈,金融业经营风险加大的情况下,各国金融机构采取更加谨慎的经营策略,金融管理部门也进一步加强了对金融业的风险监管,其主要措施包括:

(一) 国际金融界重视巴塞尔协议的各项规定

1992 年 6 月,巴塞尔委员会颁布《关于监管国际银行集团及其境外机构设立的最低标准》,以统一和加强国际银团的监管工作。各国银行纷纷采取措施,或是提高资本,或是减低资产的增长速度,实现资本充足率。各国中央银行积极修订对金融机构的监管条例。

（二）加强对金融机构的事前干预和事后监控

美国银行立法机构与管理部门在过去很长一段时期都是按传统的“相机抉择”的原则行事，银行立法与干预措施都是在事后进行。为了加强风险监管，美国总审计局对此已提出“绊网式”的新的管理办法，当银行内部控制系统、财务状况有先期不良征兆时就要及时“报警”，从而将恶性“症状”扼制在萌芽时期。

（三）建立存款保险制度，保护存款人利益

美国在 1933 年依据银行法的要求，已成立联邦存款保险公司，该体系的会员银行都必须向其投保。每个帐户的最高保险额 1980 年提高到 10 万美元。该公司已建立起几百亿美元的联邦存款保险基金，主要用于银行破产时对客户的债务清偿。美国联邦储备委员会还做出规定，外国银行除需要有 22% 的存款准备率外，还必须将一笔存款保证金（占全部负债的 5%），存入美国联邦储备体系的会员银行。一些国家对国外银行也实行了存款保证金制度，防止外国银行经营不善，影响到国内金融业的稳定。

（四）各国银行业加强了对资产负债的管理

各国银行努力使资产负债的流动性管理及风险资产管理形式多样化，降低成本，提高服务和管理水平。例如，新加坡政府规定各家银行除上交 6% 的提存准备金外，还要保持 20% 的可随时变现的金融资产，银行资金投资于股票不得超过资本金的 40%。西方国家一般规定向一个客户提供贷款量不得超过其自有资本金的 1/5，并采取多家银行联合贷款方式，以分散风险。意大利中央银行建立了风险中心，要求各家银行必须把超过某一规定额度的客户通知该中心，以便其能及时了解和向各银行提供客户在整个银行体系内的全部负债情况，作为避免风险贷款的指导。此外，各国银行为了加强风险管理，还设立了较强的调研机构。例如，德国商业银行有各方面专家参加的调研部占全行总人数 1/3。美国联邦储备委员会设立有 3 个研究部，研究员达 400 多人，占全行总人数 1/4 强，负责分析国内外政治、经济形势变化和借款国还本付息能力，以便提出防范风险的措施。

（五）采取各种措施挽救垂危濒临倒闭的金融机构

各国的中央银行是“银行的银行”和“最后融通者”。当商业银行准备金减少、流动性不足时，可以以合格票据向其申请重新贴现，也可将所持有的有价证券为担保向中央银行申请短期融通。各国政府在金融业出现经营危机时，也积极进行干预，以保证经济、金融的稳定。例如，美国政府于 1989 年 8 月 9 日为拯救储蓄贷款业危机，签署 10 年筹款 1590 亿美元挽救全国储蓄贷款银行法案。1995 年，日本金融界坏帐问题严重，直接影响到其稳定发展。日本银行表示要用 3 年时间解决这一问题。其主要措施包括：政府动用大量资金化解银行业危机；国内金融机构通过重组以增强其资本实力；银行和储贷机构要增加保险基金储备，以提高其抗风险能力。美国联邦储备局表示，一旦日本银行资金紧张时，联邦储备局将购买数十亿美元的日本公债，帮助日本银行业渡过难关。

国际金融界在世界经济增长速度放慢，国际投资风险加大等情况下，采取一系列防范风险的措施和建立健全监管法规制度，比较有效地防止了金融业经营中的风险，支持了经济、金融的稳定发展。

二、我国金融业风险管理的发展趋势

国民经济的改革开放必然要求金融的改革和对外开放。经过十多年的改革,我国的金融业已从过去的单一型和封闭型,转变成为一个多样化和开放式的金融体系,并且逐渐与国际接轨。我国加入世界经济贸易组织对金融业来说既是机遇,也是一种严峻的挑战。乌拉圭回合服务贸易协议中,就有关金融服务的市场准入、国民待遇、最惠国待遇和政策透明度等问题做了明确规定。随着我国全方位的对外开放,国内市场将成为世界市场的一部分。大批外资金融机构的不断涌入,现已成为我国直接引进外资的重要渠道。据统计,自从1979年首家外资金融机构在中国设立代表处以来,到1995年5月底,共有33个国家和地区的外资金融机构在中国20个城市设立了417个代表处,14个国家和地区的外资金融机构在中国13个城市和地区设立了123家营业性机构,其中外国银行分行104家,外资银行5家,中外合资银行5家,中外合资和外资独资财务公司5家,外资保险公司分公司4家。在华外资银行的总资产额达到140多亿美元,存款总额达到25亿美元,放款总额约90亿美元,放款中对我国境内企业放款占主导地位,达92%以上。这些已经正式营业的外资金融机构盈利状况良好。多数新设外资银行可在开业两年后获利或收支持平。以上情况说明,我国金融业已面临着国内外同行的激烈竞争,必须加大金融改革的力度和深度,并使大多数金融机构真正成为“自主经营、自负盈亏、自担风险、自求平衡”的商业性金融企业。要按照国际惯例,积极推行资产负债比例管理和风险管理,以促进国有商业银行向现代商业银行转变,适应和促进我国企业实行现代企业制度的改革,并准备迎接进入国际大市场的挑战。

银行业是我国金融业的主体,因此,它的改革成功与否,直接关系到我国金融业能否顺利走向市场化、国际化。银行业在改革中已不断发展壮大,并成为国民经济发展的主要资金渠道和国家宏观经济调控的重要杠杆。到1994年底,全国银行业(不含中国人民银行)总资产约6.8万亿元。银行业贷款余额达32921亿元,是1985年的5.57倍,年均增长21%。全国银行业(不含中国人民银行)在全国城乡已有营业机构15万个,职工170万人。1984—1994年11年创造利润3000亿元。据英国《银行家》杂志1995年7月公布的资料,中国四大有商业银行,即中国工商银行、中国银行、中国农业银行、中国人民建设银行分别名列世界1000家大银行的第23位、第32位、第60位和第70位。我国银行业在16年的改革中取得了很大的成绩,但仍存在许多问题。其主要表现为:一是不良贷款占一定比例;二是资金周转速度较慢;三是经营效益下降,自我发展能力不足。这些问题的存在,一方面,扩大了货币发行,增加了通货膨胀的压力;另一方面,降低了银行自我发展能力,给银行业带来巨大风险,并直接影响了国家银行的信誉。美国穆迪公司曾多次为我国发债进行评级,1988年5月18日将我国财政部发行的联邦德国马克债券评为A3级之后,于同年6月1日宣布将中国银行已发行的债券评定为A3级。在1989年,该公司又重新评估了中国的风险,将中国银行的信用等级由A3降到Baal。该评级一直维持到1993年,穆迪公司才相继将中国的主权级别和中国银行的长期债券信用等级由Baal恢复到A3。1995年2月,穆迪公司再次确认我国及中国银行、中国人民建设银行、中国工商银行三大国有商业银行的A3评级,但看法较为消极。1995年4月18日,穆迪公司将中国的主要四家银行:中国银行、中国人民建

设银行、中国工商银行和交通银行的长期债券评级从 A3 降至 Baal, 长期和短期存款的评级降为 Baa2/P-3。穆迪公司指出, 它对这些银行的债券评级适用于其海外债券, 而存款评级只适用于非居民外汇存款, 并没有对这些银行的本币债券评级。1995 年 7 月, 穆迪公司采用银行财务实力评级方法, 并陆续公布了 40 个国家中 600 多家商业银行的银行财务实力评级。我国 5 家最大的商业银行, 即中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国人民建设银行和交通银行, 只有交通银行的等级是 D+ 级, 中国银行的等级是 D 级, 其他三家银行被评为 E+ 级。穆迪公司降低了我国国有商业银行的信用级别, 其看法虽有些偏颇, 但也在一定程度上反映出我国商业银行在经营管理方面存在的一些问题, 必须引起我们的高度重视, 并采取切实有效的措施, 加强银行经营管理, 进一步促进国有商业银行向现代商业银行的转轨。

《中华人民共和国商业银行法》的颁布实施, 为我国银行业的稳健发展奠定了法律基础, 也对商业银行的风险管理提出了更高要求。在“九五”时期, 我国商业银行将进一步规范经营行为, 加快向现代商业银行转轨的步伐。到 2010 年, 国有商业银行将完成内部经营机制的转换, 真正建立起现代商业银行的经营管理体制。为此, 我国银行业要奋发图强, 深化改革, 并按照国际惯例建立和完善风险管理制度。其主要措施包括: ① 加快金融法制建设的步伐, 强化中央银行的监管。《中国人民银行法》、《商业银行法》和《票据法》等重要金融法规已颁布实施。今后, 还要加快制订与这些法律配套的有关实施细则, 特别是加强中央银行的执法监督检查, 保证商业银行的稳健经营。② 商业银行要进一步明确企业法人的性质。要实行单一法人制, 按照经济效益原则, 调整国有商业银行的现有分支机构, 并实行总行垂直统一领导、集中管理、分级经营、行长负责的经营管理体制。国家要向国有商业银行派驻监事会, 制定业绩考核指标体系, 保证国有资产的保值增值。③ 建立“自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束”的经营机制。商业银行在业务功能上, 以存款、贷款和结算为主要业务, 实行本外币和长短期信贷综合经营。在现阶段, 商业银行要加强分业管理, 不得对非银行金融机构和企业投资, 不得在境内从事信托投资和股票业务, 不得投资于非自用不动产。商业银行依法开展业务, 不受任何单位和个人的干涉。要建立科学、规范的借款人资信审核体系, 对客户进行信用评估, 并坚持以效益决定贷款投放的原则, 优化贷款的配置。各家商业银行要制定和推行成本利润分析制度; 认真执行财政部制定的《金融保险企业财务制度》, 降低经营费用开支, 提高银行盈利率, 增加银行积累。要考核各家银行利润率、资本利润率、成本率和费用率等经营指标。④ 全面推行资产负债比例管理和风险管理。资产负债管理已成为国外商业银行普遍应用的一种非常有效的经营手段。目前, 我国商业银行基本上还停留在资产管理阶段, 负债管理刚刚起步, 资产负债管理尚处在试行和探索之中, 需要进一步深入推广。商业银行必须遵守《商业银行法》和中央银行的有关资产负债比例管理的具体规定, 并且要强化资产与负债的对称管理, 同时, 根据利率变动灵活调整现金储备, 做到既不造成资金闲置, 又能保证对储户支取的按时支付。商业银行要按照巴塞尔协议对于资本充足率的要求, 及时补充其资本金, 调整资产结构, 使其有稳定的清偿能力。按照《贷款通则》的要求, 加强贷款管理, 对不良贷款资产进行处理。建立贷款质量监测指标体系, 对贷款的风险进行监测、控制和处理。要建立健全贷款分级审批责任制度, 按照贷款风险权重授信额确定各级

行审批权限,并实行集体审批制度。要大力推行审贷分离制度,按照责任对称的原则,明确岗位职责,形成相互制约的运行机制。商业银行要逐步降低信用放款的比重,提高抵押贷款和贴现的比重,积极防范和转化信贷资产的风险。

我国在金融体制改革过程中,建立了一大批保险公司、信托投资公司、证券公司等非银行金融机构,并已成为金融市场上的一支生力军。因此,如何规范非银行金融机构的业务经营,加强风险管理,已成为促进我国金融业稳定发展的重要任务。

近几年来,我国的保险业和保险市场又有了长足发展。保险市场的保费收入每年以20%的速度递增,到1993年底,保费收入达到540亿元,是1986年保费收入52.5亿元的10.2倍;保险险种由1986年的90多种增加到1993年的400多种;承保额由1986年的9114亿元增加到1993年底的86013亿元。外资保险公司已进入中国的保险市场,到1995年,已有4家(境)外保险公司获准在中国大陆设立了营业机构;有50多家外国保险公司、再保险公司、保险经纪人公司在北京、上海、大连、广州和深圳等地设立了80多个代表处。可以说,一个中外保险机构并存,多家公司竞争的市场格局正在形成。我国的保险业虽然有了很大发展,但其落后状况仍然没有根本性的改变。从保险密度上看,发达国家国民人均负担保费达1000美元以上,发展中国家在5—10美元之间,我国的人均保费在4美元左右。从保险深度看,保费收入占国民生产总值的比重,发达国家一般在7%以上,发展中国家为1%—2%,而我国仅为1%多一点。此外,在我国保险业高速发展的同时,仍然存在着一些值得重视的问题。一是对保险业的监督管理比较薄弱,监管方式和手段比较落后,监管的标准不统一;二是竞争手段亟待规范。一些保险公司通过不适当地降低保险费率、提高代理手续费等方式争揽业务,不仅有害于保险业的健康发展,而且最终将削弱保险公司的偿付能力,损害被保险人的合法权益;三是一些单位未经批准擅自从事保险业务,损害了投保者的利益。商业保险和社会保险界限不清,损失保险和人身保险混业经营等问题也影响了保险业的健康发展。根据国家经济体制改革的总目标,中国的保险市场将进一步开放、完善,保险市场主体多元化的步伐将进一步加快。在保险业快速发展和竞争日益激烈的环境下,进一步加强保险企业的风险管理显得尤其重要。其采取的主要措施包括:

(一)加快保险业各项配套法规的建设

《保险法》的出台,为规范保险企业的管理提供了良好的法律依据。与之相配套,还应有《外资保险公司管理法》和《投资法》等一系列相关法律法规做保证。这样,才有利于保险监管机关依法管理和保险企业依法经营。

(二)加强对保险业的监管

中国人民银行要逐步加大对保险业监管的力度,要重点加强对保险公司偿付能力的监管,督促保险企业在机构设立、法人管理结构、注册资本与承担债务的比例、风险控制与再保险和提存各种责任准备金等方面向国际惯例靠拢,要在分类指导的原则下,统一经营政策,统一基本条款和基本费率,统一手续费支付标准,开展有序竞争,保证保险业的健康发展。

(三)建立公平竞争的保险市场,增强保险企业的竞争能力

要坚持政策性业务与商业性业务分开经营,财险与寿险分业经营管理。要逐步增加商业保险公司的数量;有计划地审批一些全国性、区域性、专业性保险公司,适当引进外资保险

企业,促进保险市场的公平竞争。

(四)保险企业要建立健全经济核算机制,明确风险约束下的利润最大化目标,严格内部质量监控制度,提高经济效益

要建立起以利润指标为中心的考评体系,实行“一个法人,分级核算”,强化保险总收入、人均保量、百元保费利润率、业务费用率、资金运用收益率和承保理赔质量管理的量化与考核。健全财务综合分析制度,从单纯的防范风险到管理风险,将一般的事后分析转到事前预测、预警。

(五)保险企业的资金运用要按照安全性、流动性、效益性和分散性的原则

首先,要建立和完善多种形式的分保、共保体系,管理风险,分散风险,使保险企业能够积极开展业务,增强在保险市场的竞争力及补偿能力。

其次,保险企业偿付能力的强弱,归根到底决定于它的资产状况,即其自有资金和保险准备金的提留是否能够满足其承担的保险责任。因此,保险公司应按照规定提取未到期责任准备金、未决赔款准备金及巨灾责任准备金或者特别准备金等,以应付各类灾害,特别是巨灾的经济赔偿。

再次,由于市场竞争日趋激烈,在保险费率不断降低、保险费用日渐增加的情况下,保险资金运用将逐渐成为保险经营利润产生的主要来源。因此,保险企业要按照《保险法》规定的基本原则,逐步扩大保险资金运用的范围和比重,以解决保险资金的保值增值问题。

此外,要建立一个完整的保险市场,就必须建立保险中间人制度。要鼓励和扶持保险经纪公司、保险咨询公司、保险公估行等中间机构的发展,并依法严格管理,促进保险业的健康发展。

1. 我国金融信托业现状及发展方向

我国金融信托业自1979年恢复以来,已经得到迅速发展,到1994年底,我国信托投资公司总资产已达到3900多亿元,从业人员6万多人。总的来看,信托业的发展有两种模式,即“分业制”和“兼营制”。在西方发达国家,信托业务有实行“分业制”的,也有实行“兼营制”的。例如,美国的信托业是由混合制发展为分业制的;而日本的信托公司在1948年8月整顿前,是不允许经营银行业务的,后来把信托公司改为银行,才开始经营银行业务。我国的信托业务恢复后,比较大的信托投资公司设有银行部;各家专业银行也成立了信托部或信托投资公司,业务有交叉现象,致使信托业务带有很强的银行业务色彩。目前,我国金融信托业在发展过程中存在的主要问题是:

(1)银行与所属信托投资公司的关系没有理顺,存在着银行业与信托投资业混业经营的情况。由于金融法规尚不健全,一些政策规定不十分明确,许多银行经营企事业单位的委托业务、代保管业务等,而信托投资公司也经营一般性的存、贷款、结算业务等,使得信托投资公司的经营行为银行化,造成银行与信托投资公司互相争业务,并加大了信托业的经营风险。

(2)信托投资公司资产质量差,风险加大。一些信托投资公司由于制度不健全,经营管理不严格等原因,造成资产质量差,经营风险较大。目前,一些信托投资公司的各项逾期贷款和催收贷款占贷款总额的比例较大;其投资结构不合理,投资项目中大部分是高风险的控

股、参股性实业投资,以及房地产投资,而对国债、投资债券等风险低的投资却很少,使得投资风险较大。

金融信托业务是我国金融业务的重要组成部分,发展金融信托业是国家建立和完善社会主义市场经济体系的重要方面。在金融体系中,金融信托与银行信贷在基本职能、行为主体、信用关系、风险责任、经营对象和业务内容等各方面存在着根本性差异。此外,在我国现阶段,商品经济还不很发达,经济管理体制和市场运行机制也不很完善,因此,信托业务作为一种新型的金融业务,不宜实行“兼营制”而“分业制”更适合我国的国情。金融信托投资机构由于是“受人之托,代人理财”,并具有长期信用的特点,因此,信托业必须有稳定的长期资金来源,并要加强信托投资的风险管理。

(1)进一步完善各项信托法规制度,保障信托投资公司的稳健经营。应根据信托业与银行业实行分业经营、分业管理的要求,尽快出台“信托法”,并同时相应地制定一些业务规章,如贷款信托、证券信托和投资基金等规章制度,给信托投资公司的经营创造一个良好的法制环境。

(2)彻底改变银行业与信托业混业经营的局面,严格界定银行业与信托业的业务范围,理顺银行业与信托业的关系。中国人民银行应对我国银行业与信托业的业务范围做出明确规定,商业银行要与已办的信托投资公司彻底脱钩,禁止其经营信托业务。同时,依法成立的信托投资公司,以中间业务为主,不得经营一般存贷款业务。中国人民银行加强对信托投资公司的监管,对各公司的违章行为严格查处;对信托投资公司资产结构不合理,资产风险大的要限期调整结构,降低风险。

(3)规范信托投资公司的各项业务,增强信托业的发展能力。要在严格审批制度下,进一步调整和规范信托投资公司的各项业务,使其灵活经营,增强自我发展的能力。

(4)采用科学的风险管理方法进行投资,防范和避免风险。信托投资公司在进行证券投资时,可采用合理利用数额分散法。所谓数额分散法,就是将一定的投资额分散于不同种类和不同到期日的债券上。其目的是为了分散债券投资过于集中而可能带来的最大风险,尽量减少损失。例如,金融机构经常采用的“阶梯式到期期限”的方法,即把资金按相等数额分配于一定的投资期间(比如10年内)的每年到期期限上。比如,投资总额的1/10在1年内到期,1/10在2年内到期,1/10在3年内到期等等。其到期收回的资金则再投资于最长到期期限(本例为10年)的证券上。这种方法比较简便,可以起到分散投资风险的作用。信托投资公司也可以通过开展抵押投资的方法,减少投资风险,并注重以下两个方面的问题:首先,认真审查和验收质押品;其次,认真确定并扣收合理的“垫头”,其目的是为了将来廉价拍卖质押品时而不致于遭受损失。

2. 投资基金在我国现状

在1987年,我国金融机构开始研究引进投资基金的必要性和可行性。1992年底,国务院明确规定:“金融机构债券、投资基金证券由中国人民银行负责审批。”同时,提倡积极组织投资基金证券的试点。此后,我国投资基金发行市场扩大,交易市场稳健活络,涉外基金也得到进一步发展。投资基金是一种适合我国国情的投资方式,加速发展投资基金对于建立市场经济,推动投资体制的改革都有深远的意义。同时,我们也应看到,在投资基金的发展

过程中,存在着没有统一的管理法规的问题,一些“基金”没有形成投资人、托管人、经理人三方分开、互相制约的机制,有的“基金”发行费用偏高和投资结构不合理等,加大了经营风险。为了促进我国投资基金的稳健经营和健康发展,应采取各种措施加强其风险管理,主要包括:

(1)要逐步建立和完善投资基金的风险管理制度。要建立和完善“基金”的登记注册制度,加强对基金管理人员的任职资格审查。要对“基金”的投资对象及方式加以管理,并要选择最佳的投资组合,分散和避免投资风险。为了维护基金资产的安全、流动,确保基金管理人忠实于基金投资者,实现其经营目标,基金管理机构应对基金施加一系列投资限制,其主要指标包括:

- ①持有任一单一发行人发行的证券的价值不得超过该基金总资产净值的 10%;
- ②持有任一单一发行的任何类别的证券数量不得超过该类别证券的数量的 10%;
- ③持有关非在认可的交易场所上市或挂牌的证券价值,不得超过该基金的总资产净值的 15%;
- ④最多可将基金的总资产净值的 30%投资于同一种发行类别的政府及其他公共证券上;
- ⑤基金可将其全部资产投资在至少 6 种不同发行类别的政府及其他公共证券上;
- ⑥社会保障性基金的资产 50%以上须投资于国家债券;
- ⑦一个基金在其他基金的投资总值不得超过这个基金本身的总资产净值 10%;
- ⑧基金管理公司任何董事或高级人物拥有一家公司或组织的任何类别的证券,且其面值超过该类证券的 0.5%;或基金管理公司董事及高级职员共同拥有一家公司或组织的任何类别的证券,且其面值超过全部已发行证券总面值的 5%,则有关基金不得投资于该类别的证券上;
- ⑨基金不得借进超过其总资产净值的 25%以上的款项,长期投资基金不得借进超过其总资产净值的 10%以上的款项;

10 基金的名称已显示某个目标、某个地区或市场,则该基金最少须将其非现金资产的 70%,投资于可反映该基金所代表的某个目标或某个地区或市场的证券及其他投资上。

(2)要加快立法,加强投资基金的法规管理。国家应加强全国统一的基金管理的立法工作,尽快制定和出台全国性的基金管理法规,使投资基金的运作走向法制化、规范化的健康发展轨道。

附录

附录

附录一 八十年代发展中国家债务危机

发展中国家的债务问题已经成为旷日持久的世界性经济及金融难题,已经并正在引起全世界各国的高度重视。据统计,截至 1990 年,发展中国家所欠外债已达 1.3 万亿美元,其中巴西是最大的债务国,它的外债达 1153.41 亿美元,墨西哥的外债仅次于巴西,达 880.2 亿美元。发展中国家由于债务负担沉重,不仅旧债难还,新债难借,而且大量资本外流,从而严重地影响到发展中国家的经济发展、国际收支平衡和人民生活水平的提高。

有些发展中国家在资金周转困难,走投无路的时候,被迫采取限制偿债甚至“赖债”的办法。如秘鲁在 1985 年 7 月提出偿债不能超过其出口收入的 10%。1986 年 7 月又重申将 10% 的偿债率限额延长一年。1982 年 8 月,第二大债务国墨西哥提出无力偿还 1982—1983 年到期的 1400 家商业银行的外债本息 195 亿美元,从而触发了第二次世界大战以来最严重的债务危机。以后,债务问题,一波未平,一波又起,许多国家发生无力偿债的状况。但是,发展中国家无论是采取限制偿债或甚至“赖债”的办法,都不是解决债务的办法,因为单方面限制偿债不等于抵消债务,反而会影响到获得新的贷款,同时会影响进口,这终究不是解决问题的根本办法。“赖债”更不可取。“赖债”会更使债务国无法再获得融资的机会,从而使本国经济发展完全停滞,其后果是灾难性的。

发展中国家外债问题产生的原因是很复杂的,既有国内原因,也有国际原因。从国内原因看,主要的是宏观失控,借债过多,投资规模过大,而贷款使用的效率又低,不能合理而有效地把贷款用到提高生产方面去,即使用到生产方面,也只是用于工业,而不注意发展农业以及为农业服务的工业,甚至用牺牲农业的办法,谋求工业的发展。同时,工业内部结构也不协调,发展中国家一个普遍现象是各种基础产业和基础设施落后,而且不重视第三产业的发展,这样就造成了产业结构极不合理,工业与农业失衡,物质生产部门与服务部门失衡,直接生产部门与基础设施部门失衡,从而大大地降低了外资利用的经济效益,增加了还贷的困难。

从国际因素看,石油价格的波动影响很大。当石油价格上涨时,大量石油美元冲击市场,借债容易,因而发展中国家大举借债,但是由于使用效率低,初级产品出口困难,因而造成还债困难;当石油价格下落时,某些发展中的石油出口国,如墨西哥,因油价下落,而投资效益又差,因此,还债也很困难。其次,因国际利率大幅度升高,以及美元大幅度升值,都加重了发展中国家的债务负担。当然,由于发达的工业国经济衰退,也影响到发展中国家的出口。

由于上述内因和外因相互交织,从而加剧了债务危机。以巴西为例,巴西经济的发展,曾誉为奇迹,但是它的发展基本上是靠大量举借外债支撑的。据统计,1970 年巴西对外长

期债务为 49.4 亿美元,1980 年为 565 亿美元,1990 年则高达 1153.41 亿美元。巴西的偿债率已远远超过了安全线,也超过了巴西对外支付的承受能力。

面对发展中国家庞大的债务,国际社会应如何对付呢?这也要从债务国国内和债权国国际两方面同时进行解决。

从债务国国内方面说,首先应继续执行符合本国国情的政策,对国内经济进行坚决的调整,压缩财政开支,削减投资,大量减少进口,争取增加出口,同时,积极发展生产,促进经济增长,提高经济效益,这是增强偿债能力的基本途径。

从债权国国际方面说,应积极为发展中国家进行经济调整提供有利的外部环境和及时的资金援助。发展中国家有效的经济调整离不开外部环境的支持。在这方面,发达的工业国家有着重要的责任和作用。债权国有责任调整其宏观经济政策,并在开放市场、资金援助、稳定汇率等方面作出努力,以创造一个有利于发展中国家顺利调整和持续发展经济的国际环境,这对于债权国、债务国双方都有好处。巴黎俱乐部应尽早制定一套妥善、全面和综合性的减免债务的战略,债权银行应该正视现实,积极参与减免债务战略。国际社会,特别是发达国家应为发展中债务国进入国际资本市场,取得急需的资金创造条件。

一、债务危机的爆发及其原因

(一) 债务危机的爆发

20 世纪 80 年代所发生的世界性债务危机是由发展中国家第二大债务国墨西哥宣布无力偿付外债而开始的。墨西哥由于外汇储备告罄,不得不于 1982 年 8 月 12 日由其财政部长席尔瓦·埃尔索格代表本国政府分别打电话给美国财政部长、美国联邦储备委员会主席和国际货币基金组织总裁,宣布该国发生支付危机,已无力继续按协议规定履行偿还欠国际货币基金组织、世界银行等国际金融机构和美国等债权国的债务,除按期付息外,对到期公共外债本金将不得不推迟 90 天偿还。13 日,埃尔索格率墨西哥政府经济代表团去华盛顿进行谈判。拉丁美洲地区性的金融危机,从此开始。

其实,远在 70 年代中期至 1982 年之前,世界上至少已有 20 多个发展中国家与债权银行进行过债务谈判。其中拉美国家有智利(1975 年与巴黎俱乐部谈判)、阿根廷(1976 年与商业银行谈判)、秘鲁(1978 年与巴黎俱乐部谈判)、牙买加和圭亚那(1979 年与巴黎俱乐部谈判)等国。在亚洲有菲律宾、印度等国。在中东和非洲也有 10 多个国家。谈判次数最多的国家是扎伊尔,在 1976 至 1981 年期间该国同债权银行共进行了多达 5 轮的谈判。从 1975 至 1981 年,全世界发展中国家通过谈判推迟偿还的债务约为 195 亿美元。特别是,在 1982 年年中还发生过玻利维亚和哥斯达黎加单方面宣布将不按时还本付息的事件。但就像在一次大塌方前夕往往会有一些不能承受过重压力而先崩落的石头一样,这些事例只不过是 80 年代世界债务危机总爆发前的先兆。

墨西哥发生偿债危机而被认为是国际债务危机开始的标志,其理由首先在于墨西哥债务规模大。1982 年外债总额为 860.19 亿美元,当年的还本付息额为 156.84 亿美元,占商品和劳务出口的 56.8%。其次,墨西哥的债务关系涉及 500 余家国际商业银行,其中美国银行占多数。特别是,美国花旗银行等 9 家最大银行有 50% 的资本和储备是借给墨西哥

的,美国银行共拥有墨西哥 263 亿美元的债权,即墨西哥的 30% 以上的外债是向美国商业银行举借的。墨西哥拖欠债务,势必对美国乃至世界金融体系构成严重威胁。再次,墨西哥长期以来被认为是一个优等偿债国。这样的国家尚且出问题,便使那些即使对墨西哥不拥有债权,而在其他发展中国家拥有债权的商业银行不寒而栗了。总之,在 1982 年末和 1983 年的头几个月,当事情已经十分明白,即不只是墨西哥,拉美其他大多数国家及亚洲和非洲的一些国家也遇到了外债麻烦的时候,国际金融界人士都慌了手脚和垂头丧气了。

就象人们所预料的那样,在墨西哥宣布推迟偿债后,一大批债务国都效仿了。其中影响最大的是发展中国家中最大债务国巴西于同年(1982 年)年底宣布无力偿债。这一年,巴西的外债总额达到了 922.21 亿美元,还本付息额达 190.78 亿美元,还本付息占出口比率高达 81.3%。在如此严峻的形势面前,巴西虽然从商业银行、国际金融机构和美国政府获得了数十亿美元的救急搭桥贷款,也还是未能清偿全部到期债务。

从此,发展中国家一场震撼世界金融体系的债务危机全面爆发。就债务国来说,它们并不愿拖欠债务,因此从危机一开始,多数债务国的政府都提出了希望同债权银行谈判重新安排偿债的期限问题,即要求债权国允许它们推迟偿债。而就债权银行来说,它们也十分清楚,面对如此多的债务国无力偿债,逼债是无济于事的,因此也只得在国际货币基金组织的调解下,同债务国坐下来谈判。一大批债务国同债权银行谈判重新安排债务期限,是这次债务危机全面爆发的一个最突出特征。据不完全统计,自墨西哥宣布推迟偿债起至 1984 年年底,全球至少有约 40 个债务国同债权银行进行了推迟偿债的谈判,涉及的债务金额近 1500 亿美元。在这 40 个左右的国家中,拉美国家占 15 个,其他为亚洲、非洲和东欧国家,世界上大多数发展中国家中的大债务国都在其中。

(二) 债务危机爆发的外部原因

发展中国家债务危机爆发之时,西方发达资本主义国家恰好处于 1979—1982 年战后最严重的一次世界性经济危机的末期,这不是一个偶然的巧合。美国等西方国家为摆脱经济危机所采取的一系列经济政策,以邻为壑,给许多发展中国家造成了极恶劣的外部经济环境。

70 年代以来,特别是 1973—1975 年经济危机以来,美国经济长期“滞胀”。1979 年 10 月,美国通货膨胀率达到二位数。1980 年 2 月,美国继英国后陷入经济危机的深渊。为摆脱多年来经济“滞胀”的困扰,美国在卡特执政时就开始对经济进行调整,里根上台后,调整步伐加快,采纳供应学派和货币主义的主张,实行减税以刺激私人投资的膨胀性财政政策(1981 年颁布了减税法令)和通过大幅度提高利率来吸收储蓄以减少市场上货币流通量的紧缩性货币政策。美国的这一经济政策使美国逐步摆脱了经济危机,通货膨胀率明显地降了下来,并且在 1982 年底后实现了持续多年的经济增长,但由此却使拉美国家增加了额外的债务负担。工业发达国家在 1979—1982 年衰退时期执行的经济政策同拉美国家的外债危机之间有着密切的联系具体地,发展中国家债务危机发生的外部冲击主要有:

1. 利率的上升使发展中国家利息支付额骤增

在 1977 年以前,国际金融市场利率不高。1978 年有所上升。1979 年 10 月 6 日,美国联邦储备委员会(美国中央银行)突然宣布采取更加严格控制货币供应量的紧缩措施,在提

高会员银行存款法定储备金比例的同时,把贴现率从 9.5% 提高到 12%。继而在 1980 年 3 月 14 日,又采取限制贷款的“休克”治疗法,使各种利率摇扶直上,创美国历史最高记录。

与此同时,西方其他国家为稳定金融和保护本国货币,也不断提高利率。如各国发行的公共债券利率,联邦德国从 1979 年的 6.6% 上升到了 1981 年的 12%,英国 1980 年比 1979 年高 3 个百分点,达到 16.6%,日本从 1978 年的 4% 上升到 1980 年的 11%。伦敦银行同业拆放利率随之同步上升,从 1977 年的 5.96% 上升到 1980 年的 14.07% 和 1981 年的 16.84%。

拉美国家的外债绝大部分是从美国私人银行和欧洲货币市场上举借的。在 1980—1982 年间,巴西、墨西哥、阿根廷、智利和委内瑞拉等大债务国欠私人的债务均占各自债务总额的 88% 以上。欠私人的债务不到其债务总额一半的拉美国家只有危地马拉和牙买加两个较小债务国。与使用官方贷款相比,使用商业贷款要支付更多的利息。然而更有甚者,拉美国家的浮动利率债务在债务总额中所占份额一直不断增大。因此从 1979 年起,随着国际金融市场利率的猛升,它们应支付的利息额,就像滚雪球似的越滚越大。据美洲开发银行计算得出的结果,在 70 年代末和 80 年代初的几年里,银行的利率每提高 1 个百分点,拉美债务国大约就要多支付 25 亿美元的利息。对拉美最大债务国巴西来说,它为基础利率每提高 1 个百分点所付出的代价,相当于其进口的石油价格提高 15%。利率的提高给拉美国家增加的债务负担是非常沉重的,对此,美国国际金融杂志《行政人员情报评论》周刊曾作过这样的评论,“在 1979 至 1982 年间,拉美共付外债利息 1140 亿美元,如果利率保持在 1977 的水平,拉美偿付的利息就不会超过 650 亿美元。490 亿美元是由于美国金融市场人为涨价而多支付的”。

附表 1 拉美五大债务国浮动利率债务占债务总额的比率(%)

	1973—1975 年	1980—1982 年	1983 年
阿 根 廷	13.9	53.6	34
巴 西	43.5	66	76.5
智 利	9.6	58.2	72
墨 西 哥	46.8	74	82.4
委内瑞拉	20.6	81.4	87.9

2. 外贸形势恶化,出口收入锐减,使发展中国家外汇来源减少

对债务国来说,外债本息的偿还,要靠出口创汇来解决。因此,出口额与出口市场的扩大是至关重要的。发达资本主义国家是拉美国家传统的、极为重要的产品出口市场,在六、七十年代大约吸纳拉美出口额 70% 以上,其中美国大约吸纳 35% 左右。80 年代初的经济危机使发达资本主义国家市场萎缩,贸易保护主义重新抬头。美国取消了对包括阿根廷、巴西、墨西哥在内的发展中国家向美出口的 290 种产品的优惠待遇。1973 年 6 月至 1974 年 4

月“东京回合”冻结后,美国对来自拉美的进口产品实行更加有效的保护。1980年至1983年间,欧共体的非关税壁垒范围扩大了38%,日本也实行了各种更严厉的贸易限制。因此,拉美国家出口极为困难。此外,高利率使保持商品库存极为不利,工业国家普遍地抛售大量库存原料,以及使用人造代用品替代进口原料等,从而造成初级产品价格下降。从1980年底到1982年底,非燃料商品的名义价格降到了1978年水平。1982年,当制成品进口价格调高时,按美元计算的初级商品价格实际上比第二次世界大战以来的任何时候都要低。非粮食农产品价格下跌24%,金属和矿产品价格下跌17%。1980—1982年期间,拉美最主要的约20种出口产品中,只有烟草、海鲜和锌等少数产品的价格略有上升,而大多数商品的价格下降了。降幅最大的有蔗糖、棉花、铜和锡等,因而使全地区,特别使中美洲和加勒比地区各国以及智利、玻利维亚等南美国家减少了大量的出口收入。与初级产品价格下降的同时,是发达国家工业品价格的上涨,从而导致工业制成品与初级产品价格剪刀差的扩大,使拉美国家的贸易条件恶化。下表为1970至1981年巴西进出口产品的价格指数与贸易条件。

附表2 巴西价格指数与贸易条件(1970—1981)

	出口价格指数	进口价格指数	贸易条件
1970	100,0	100,0	100,0
1971	96.5	104,0	92,8
1972	109.0	111,0	98,2
1973	150,0	139,0	107,9
1974	189,0	214,0	88,3
1975	189,0	221,0	85,5
1976	218,0	227,0	86,0
1977	266,0	236,0	112,7
1978	239,0	253,0	94,5
1979	269,0	302,0	89,1
1980	290,0	413,0	70,2
1981	319,0	490,0	65,1

由于上述原因,拉美国家在1982年的出口收入仅有1026亿美元,比1980年减少32亿美元,比1981年减少115亿美元。出口收入的骤减使拉美国家即使减少进口也远不够满足偿债的需要。联合国拉美经委会认为,拉美在1980年后的3、4年中,出口产品的价格下降了1/4,如果没有发生这种价格变化和其他一些因素,那么拉丁美洲可能多拥有250亿美

元,从而可以在基本不压缩进口和保持经济继续增长的情况下履行外债义务。

3. 美元升值使拉美国家债务负担增加

70 年代末 80 年代初,美国实行高利率政策。利率水平的提高,直接引起国际间短期资本流向美国。然而,在这些短期资本流向美国之前,必须先兑换成美元,致使增加了外汇市场上对美元的需求,结果美元汇率上升。

附表 3 美元对西方主要货币的汇率

	1980 年	1981 年	1982 年	1983 年
1 美元合日元	226.74	220.54	249.08	237.51
1 美元合联邦德国马克	1.8177	2.2600	2.4266	2.5533
1 美元合英镑	0.4299	0.4931	0.5713	0.6592
1 美元合法国法郎	4.2256	5.4346	6.5721	7.6213

上述年份的美元升值,对不同地区的发展中国家的经济产生了不同影响。一般地说,对与日本经济关系较为密切的东亚国家或地区影响不大,但对美元外债占其外债总额 90% 以上,且在经济的各个领域都与美国有密切关系的发展中国家来说却非常不利。这主要有三方面的原因:

(1)美元升值等于是增加了拉美国家的外债负担。举例来说,如拉美某一个国家的政府在 1980 年末向美国某银行或欧洲货币市场举借 1000 万美元,按当时汇率合 20.3 亿日元,到 1983 年末,这 1000 万美元就要合 23.22 亿日元了,即多增加了 2.92 亿日元,约合 125.8 万美元,这是额外增加的负担。据计算,如果拉美国家在债务危机爆发之前举借的外债的货币种类构成中,美元不占 90%,而只是一半,那么到 1983 年,外债余额至少要比实际的数额少 120 亿美元以上。

(2)虽然 80 年代初西方各国的利率都在上升,但美国的利率,比绝大多数其他西方各国的利率上升得更快,这就使债务以美元为主的拉美国家必须支付更多的外债利息。

(3)随着美元的升值,在国际贸易中用美元计算的初级产品的价格,平均要比用日元和西德马克计算的价格低 10%—20%。由于拉美的商品主要出口美国,这就使拉美国家又增加了更多贸易上的损失。据此,有经济学家认为,1979—1983 年期间美元的升值,如同其他诸多因素一样,是直接促使拉美国家爆发外债危机的一个重要原因。

4. 外部贷款资金流入减少,加深了偿债困难使发展中国家外债问题进入恶性循环

70 年代以来,发展中绝大多数债务国,特别是工业化程度相对较高的大债务国,都存在着借旧债还新债的问题。在 1981 年以前,由于国际金融市场资金充足和大银行之间存在着激烈的竞争,发展中国家不用担心举借无门,即使那些资信较差的国家,只要肯比别的国家多付利息,也能如愿以偿。当清偿债务出现问题时,可以通过借新债解决燃眉之急,很少发生拖欠债务的事例。但是这种情况在 1982 年,特别是从这一年的第三季度起发生了急剧的

变化。国际银行几乎同时中止或减少了对发展中国家的贷款。自此之后的一年多时间里，大多数拉美债务国相继宣布无力偿债和要求推迟债务偿还期，与此有着直接的关系。

附表 4 拉丁美洲资金流入情况(单位:亿美元)

	1978 年	1979 年	1980 年	1981 年	1982 年	1983 年
欧洲货币银团贷款	174	260	199	249	222	150
有效资金流入	244	269	355	483	287	125 *

* 发展中经委会估计数。

促使 1982 年和 1983 年流入拉美资金大量减少的一个直接原因是 1982 年 8 月墨西哥推迟偿债后，西方国家的大银行发现，在拉丁美洲实际上“有问题”的国家不只是墨西哥，而是“一大片”。为防不测，它们尽快地关闭了敞开多年的贷款大门，不仅不签订新的贷款协议，而且中止拨付在此前已答应的贷款款项。如根据一项一揽子的贷款计划，一些大银行应在 1983 年 3 月给阿根廷拨付 3 亿美元，但此时这些银行以阿根廷尚欠它们部分利息为由，断然拒付这 3 亿美元，使阿陷入了得不到贷款就偿还不了到期的债息，而不先偿还债息就得不到贷款的困境。发展中国家多数债务国在那两年的基本情况大都如此。虽然有的大国（如巴西和墨西哥）在最困难的时候曾得到过“搭桥”贷款或“救急”贷款，但数额有限，远不够它们偿付到期债息的需要，更不必说用于偿还部分本金了。

除此之外，促使发展中国家在上述期间难以获得新贷款还有两个重要原因。一是国际金融市场资金发生了由“过剩”到“短缺”的变化。这主要是因为 1981 年石油降价后，“石油美元”开始减少。在 1982 年，欧佩克国家的国际投资（包括银行存款和其他各种投资）由 1980 年的 1002 亿美元降至 140 亿美元，1983 年进而为负 98 亿美元。二是美国政府为推动经济回升，急剧膨胀信用刺激需求，使美国的财政赤字在 1982 和 1983 两年连创历史最高纪录。为弥补财政赤字，美国政府大举借债和吸纳外国资金，把大量国际资本吸引到了美国，导致流向拉美和其他发展中国家地区的资金日趋减少。

（三）债务危机爆发的内部原因

来自外部的冲击是巨大的，美国和其他西方国家对此负有不可推卸的责任。但是，发展中国家国家的外债危机并不是一个突发事件，它是与自 70 年代，特别是 70 年代中期以来对外举债失控密不可分的。发展中的外债经历了一个数额不断扩大，因而逐渐超过国力承受力的过程。由成为“问题”最终演变成成为危机。显然，发展中国家内部存在的一些深层次经济问题在这一过程中起了决定性的作用。尽管拉美不同国家的情况有很大差异，导致这一地区各国外债危机的内部因素不可能一样，但以下这些因素在相当多数的国家中都是起了作用的。

1. 政府支出膨胀，财政赤字严重，外债成为弥补赤字的手段

在 70 年代，发展中国家普遍地实施了庞大的社会发展计划。不可否认，这对于促进社会的进步和改善人民的生活水平是起过积极的作用的。与此同时，一些发展中国家政府机

构的行政费用也大幅度地增加了。此外,一些国家还增加了军费开支。如在 1981 和 1982 年两年间,阿根廷进口的军火费用就高达 139 亿美元。此数目尚不包括马岛战争期间数十亿美元的超常支出。秘鲁在外债危机爆发前的一个短时期中,约进口 20 余亿美元的军火。由于上述原因,发展中国家的政府支出大大地增加了。

世界银行在谈及发展中国家庞大的公共部门的赤字对外债的影响时指出,“1982 年以前,高负债国的公共赤字所造成的结果,主要表现为中央政府和公共企业的高额直接外债。”就拉美地区的一些国家来说,其情况之所以如此,主要有以下两个原因。

(1) 税收制度方面存在缺陷,政府直接税收入很少。例如阿根廷,1979 年直接税收入仅占经常项目收入的 15.2%,而占经常项目收入 53.2% 的间接税收入,大多通过补贴返回给了消费和外贸部门,由此经常性收支出现巨额逆差。厄瓜多尔、危地马拉和乌拉圭等国的直接税收入在经常项目的收入中甚至还占不到这个比重。发展中国家平均直接税收入仅约占经常项目收入的 25%。另外,拉丁美洲的税负极不公。一些“富人用不着掏钱交税的现象”是很普遍的。

(2) 发展中国家政府很难以发行公共债券筹集足够的资金。普遍存在的高通货膨胀率使金融市场难于发展。公众对债券投资没有多少兴趣。由于税收和吸收公众储蓄都十分有限,因此,“大量举借外债”就成了拉美许多国家填补公共财政赤字的“主要收入来源”。对于发展中一些国家而言,其财政赤字产生的主要原因是非生产性开支增大的结果。以外债弥补财政亏空,使外债的使用效益得不到发挥。例如秘鲁,新借外债中有 47% 用于偿还旧债,28% 用作“自由支配”,仅有 17% 用于建设项目或进口资本货;又如玻利维亚,新借外债中有 18% 用于偿还旧债,43% 用作“自由支配”,仅有 37% 用于建设项目或进口资本货。对此,一位比利时政治家和学者威廉 J·史蒂文斯所作的评论是极为中肯的。他说,“由于外债必须是用外汇来偿还,因此,当一个国家决定对外负债时,它所执行的总的经济政策应该是使所举借外债既能盈利又能创汇偿债。但拉美国家政府往往没有遵循这两个基本原则。事实上,相当可观的外部资金被这些政府用来填补经常项目预算赤字和购买军火了。没有比不是为了生产而是为填补财政赤字更没有意义的外债资金了”。

2. 外债投资周期长,规模大,管理不善,收益差

大多数发展中国家,或至少在它们某个特定的历史时期里,其外债的使用主要还是用于生产性建设的。但是用于生产性建设不等于说外债的使用方向就正确无误,可以取得良好的举债效益。因为这里涉及到一个投资的产业方向、地域分布以及规模是否适宜、建设项目周期是否适当等原则问题。发展中国家不同程度地存在着上述问题,而尤为明显地表现在建设项目过于庞大,建设周期过长,以及公共企业管理不善外汇投资企业效益差等诸方面。

用大笔外国贷款兴建耗资巨大项目最典型的国家是巴西。巴西利用 70 年代中期以后容易在国际金融市场筹措到资金的便利条件,同时上马兴建数十个大型项目,仅伊泰普水电站一个项目耗资就近 200 亿美元。建设卡拉雅斯铁矿,投资 32 亿美元。几座巨型高炉的建设又耗资几十亿美元。巴西在债务危机爆发前的外债使用,虽没像有的国家那样大量用于政府的经常项目支出,但由于为上述被人们称之为“法老式”的工程筹措资金,其外债余额还是比其他国家膨胀得更快,最终成为发展中国家中最大的债务国。墨西哥和委内瑞拉也是

举借外债投资一系列大型工程项目的典型国家。它们在 70 年代中期以后,都制订了本国有史以来最庞大的发展计划。墨西哥仅能源建设投资就达 300 多亿美元,委内瑞拉为发展石油化工和矿业,也投资了数百亿美元。就这样,发展中国家各国为筹措大量的建设项目资金,外债规模空前地膨胀了。进入 80 年代后,部分贷款开始到期,然而大多数主要项目却尚未投产,“时间差”致使一些国家无力偿还债务。巴西前工商部长若契·卡洛斯·佩纳在谈及巴西外债危机时曾十分感叹地说,巴西举借巨额外债用于建设,“我们有 500 亿美元是投在拖得很久都没能投产的项目上的。”石油出口国墨西哥和委内瑞拉在 1979 年第二次石油涨价后,还增加了举借短期外债投资于公共部门。但 1981 年石油价格突然回落,使它们无力偿还上百亿美元短期债务的本金和利息。正如世界银行所说,“石油出口国把财政收入用于增加开发性支出,对社会基础设施和物资基础设施投入了过多的资金,超过了它们力所能及的限度”。

另外,发展中国家的一些公共企业,或由于管理不善,或由于政策性原因(如为扩大就业面,职工人数超编,工资开支过大;为控制市场价格,国营企业的某些重要原材料产品和生活必需品产品被人为地压价等等),经济效益很差,亏损严重。这也是导致许多发展中国家发生债务危机的重要原因。以墨西哥为例,债务危机爆发前,在众多公共企业中,只有墨西哥石油公司一家赢利,其他所有企业都是亏损企业,仅 1981 年公共企业的亏损额就达 7.89 亿美元。又如阿根廷,国营企业 1983 年亏损额高达 17 亿美元。秘鲁的问题更为严重,1975 年时秘鲁公共企业的资产约为 50 亿美元,但没过几年,这些企业给国家造成的经济损失就超过了 50 亿美元,国家财政赤字的近一半是国营企业亏损所致。据美洲开发银行的一个统计资料,公共企业亏损占国内生产总值的比重,阿根廷从 1970 年的 1%上升到了 1981 年的 7%,墨西哥和秘鲁分别从 1970 年的 2%和 1%上升到了 1982 年的 18%和 9%,巴西从 1970 年的 2%上升到了 1980 年的 9%。公共企业亏损靠国家财政补贴才能得以继续生存,这无疑加重了国家的外债负担,因为不少用于补贴的资金,都出自外国银行的贷款。如委内瑞拉国营企业在 1982 年造成的亏损,其 60%是依靠举借外债弥补的。

3. 外汇管制不力,资本外逃严重

所谓资本外逃,即由于意识到本国存在非正常的风险而离开该国的资本。它是自 70 年代中期发展中国家债务扩张过程中逐渐形成的一种现象。在拉丁美洲国家中资本外逃最严重的是墨西哥、委内瑞拉和阿根廷。

附表 5 拉丁美洲国家在美国银行的存款(单位:10 亿美元)

	1980	1981	1982	1983
阿根廷	2.1	2.5	3.6	4.1
巴西	1.2	1.6	2.0	3.2
委内瑞拉	3.2	4.3	8.4	8.6
哥伦比亚	3.1	2.9	2.6	1.7

	1980	1981	1982	1983
墨西哥	4.6	7.2	8.4	10.4
秘鲁	0.4	0.7	1.1	1.2
智利	0.5	0.7	1.6	1.8

另外,从美国银行里拉美存款的增加这一侧面也反映了资本外逃的严重情况。

一些发展中国家出现资本外逃的现象主要与本国的宏观经济政策有关。由于国内利率受到严格控制、汇率定值过高、以及通货膨胀加剧等因素使国内资产与国外资产的盈利有别,同时对债务国来说,国内资产与国外资产风险不同,从而导致资本外逃。对于拉丁美洲一些国家来说,汇率高估以及高通货膨胀率是资本外逃的主要原因。资本外逃实际上使经济“放血”。从债务问题的角度进行分析,其后果是,资本外逃降低了本国经济的投资能力,因而增加了对外部资金的需求,从而促使债务国的外债增长。阿根廷在 1976—1985 年间的资本外逃占其债务增长的 62%。同期,墨西哥和委内瑞拉资本外逃分别占其债务增长的 71%和 115%。日本学者高仓健司曾这样描述过债务国的资金外逃与外债之间的关系:债务国对外累积债务愈增加,债务危机愈严重,本国外逃的资本就愈增加;本国外逃的资本愈增加,头寸就愈感匮乏;头寸愈感匮乏,就愈要增加从外国借债,如此形成一种恶性循环。

4. 大量外汇消耗在出国旅游或高档消费品上

随着科技的发展和工业生产水平的不断提高,70 年代以来,发达国家高档消费品更新换代的周期日趋缩短。国际传递导致一些发展中国家的高收入阶层模仿发达国家的消费方式成为时尚。他们耗资进口高档消费品。为牟取暴利,一些从事外贸业务的私人企业,利用国家越来越放宽的进口限制,不惜举债过量进口耐用消费品和奢侈品。以 1973 年作为基期,1979 年阿根廷进口的耐用消费品为 428,1978 年智利为 393,乌拉圭为 946。其他国家进口耐用消费品和奢侈品的增长速度也十分惊人。特别是 1980 年前后的几年,全地区不论是进口的实物量还是为进口所付出的外汇,都是有史以来不曾有过的。这个时期一些发展中出现巨额贸易逆差,正如前面所说,主要是发达国家推行贸易保护主义,限制从一些发展中进口和压低拉美国家出口商品的价格造成的,但一些发展中国家为满足富有阶层的消费需要进口大量小汽车、家用电器、文娱用品及昂贵的化妆品和装饰品等等,也是一个极重要的原因。有限的资金用于不适宜的非生产性消费,造成国内储蓄水平进一步下降。这样,一些本来可以用国内资金投资开发的项目不得不改由国外借贷资金替代。除此之外,拉美人在 70 年代末至 1981 年,还掀起了一个到国外旅游观光度假的热潮。阿根廷、墨西哥、智利等国的游客一度在世界各地到处可见。不消说,这同样耗掉了国家的外汇,造成外债偿付困难。

二、债务危机的特点

历史地考察外债问题得知,债务危机,亦即债务国不能按协议的规定偿债,乃是国际经济关系中的常见现象。但是在一个范围广阔的地区里,许多国家同时陷入债务危机的现象

并不多见。拉丁美洲自独立以来,大约平均每隔 50 年才有一次,然而,像 80 年代这样的范围如此广泛,程度如此严重的债务危机却是前所未有。拉美此次债务危机,同其他发展中国家同时发生的债务危机相比较,具有程度更加严重和对国际金融体系产生更深刻的影响等突出特征。

(一) 债务危机十分严重

从 1982 年起,除了哥伦比亚外,所有其他拉丁美洲国家先后都拖欠了外债或推迟了外债的偿还期,因此,这是一次“比 30 年代那次危机更为广泛的外债危机,程度空前严重”。此次拉美外债危机的严重性主要表现在以下几个方面:

1. 很多是重债务国

据世界银行的划分,在全球的发展中国家中,有 19 个国家属于重债务国。但它们并不是平均地分布在世界各地的,而主要集中在拉丁美洲。在该地区,重债务国有 12 个之多,它们是:阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥斯达黎加、厄瓜多尔、洪都拉斯、墨西哥、尼加拉瓜、秘鲁、乌拉圭和委内瑞拉。在其他各地区的发展中国家中,重债务国很少,南亚没有,东亚只有 1 个(菲律宾),撒哈拉以南非洲 3 个(刚果、科特迪瓦、塞内加尔),欧洲、中东和北非也是 3 个(匈牙利、摩洛哥、波兰)。拉丁美洲不仅重债务国多,而且全球发展中国家中的 3 个负债最严重的国家巴西、墨西哥和阿根廷全都集中在这一地区。

2. 外债累积余额庞大

据世界银行统计,截止 1988 年,全球发展中国家累积外债 11558.76 亿美元,拉美国家负债 4274.63 亿美元,占其中的 36.98%。巴西、墨西哥和阿根廷三国外债合计 2750.94 亿美元,占 100 余个发展中国家外债余额的 23.8%。拉美外债占世界发展中国家外债总额的这种比重关系,在 1989 年和 1990 年基本仍然如此,没有发生大的变化。就负债率、偿债率和人均负债指标而言,除非洲特别贫穷国家外,拉美的问题也是最严重的。尤其是人均负债额,大大超过了其他所有发展中国家地区。在 1989 年,拉美全地区人均负债已高达 1030.4 美元。人均负债超过 1000 美元的国家有 9 个,其中尼加拉瓜、巴拿马和阿根廷的人均负债超过 2000 美元,而其他地区的发展中国家,只有匈牙利、科特迪瓦等 2、3 个国家的人均负债超过 1000 美元。拉美人口约占世界发展中国家人口总额的 1/10,但其外债却超过了世界发展中国家外债总额的 1/3,可见其人均负债额是多么之高!

从附表 6 可以看出,自爆发外债危机的 1982 年至 1989 年,拉美的外债总额不仅没有减少,反而有所增加;各项债务指标不仅没有降低,反而有所提高。其主要原因是:

(1)在上述危机期间,国际金融机构和私人债权银行把债务国偿付利息视为同其谈判推迟偿还本金的先决条件,为此,拉美国家除勒紧裤带外,又不得不举借一些新债“专款专用”于偿付利息。如巴西和墨西哥仅在 1983 和 1984 年二年就为筹措付息资金分别向外国商业银行举借了 109 亿美元和 88 亿美元的新债,借新债还旧债利息是拉美在债务危机爆发后外债数额继续膨胀的一个最主要原因。

(2)在对外债务的偿还期作出重新安排的过程中,拉美国家增加了二方面的负担。一是它们为获得商业银行准许其推迟还本而不得不支付谈判手续费。这是一种额外负担,因为它们在初借时已经付过手续费,现在“续借”,又要付一次手续费,等于是借一笔款付二次手

续费。手续费标准,视各国情况不同有别,但普遍要比初借时高。如在 1982 年 8 月至 1984 年初举行的几轮谈判中,各国支付的手续费(占谈判金额的百分比)为,墨西哥 1.05%,哥斯达黎加、乌拉圭、洪都拉斯 1.38%,巴西和巴拉圭 1.50%,其他各国均为大约 1.25%。这就是说,在这几年中,每推迟偿还 100 美元的债务,拉美国家平均就要白白增加 1.25 美元的债务额。由于重新安排的债务数额巨大,因而全地区为此支付的手续费也就相当可观。二是商业银行在同意推迟偿还贷款的同时,以贷方增加了风险为由,进一步提高了附加利率。所谓附加利率,是债权银行在基础利率的基础上增加的利率。应当说,根据资本主义金融市场行情和风险的变化,在某个时期适当增加附加利率是一种正常现象。但问题是,贷方实际并没增加风险,因为债务国在同它们谈判前,事先已以实施紧缩政策为条件,得到国际货币基金组织的支持,同国际货币基金组织签署了备用贷款协定。在这样的情况下增加附加利率,对债务国来说显然是一种额外负担。拉美在外债危机前举借的外债的附加利率平均约为 1%,但在对到期和逾期债务作出推迟偿还的安排后,墨西哥债务的附加利率增至 1.95%,其他拉美国家债务的附加利率大多超过了 2%,大多数达到或超过了 2.25%。由于这一原因,拉美地区的外债额又增加了数十亿美元。

上述情况,在 80 年代中期后有所改变,如一般不再收取谈判的手续费,附加利率有所下降等,尽管如此,由于债权银行坚持不减免它们的债务,使拉美国家至少在进入 90 年代前,始终未能有效地减少累积债务额和降低负债率。

附表 6 拉美国家的债务指标

	1982 年				1989 年			
	债务额 (1 亿美 元)	债务占 GNP 的 百分比	债务占 商品和 劳务出 口的百 分比	人均负 债(1 美 元)	债务额 (1 亿美 元)	债务占 GNP 的 百分比	债务占 商品和 劳务出 口的百 分比	人均负 债(1 美 元)
海地	5.36	36.5	143.6	101.5	8.02	34.0	203.0	125.3
玻利维亚	32.28	106.4	362.2	539.8	43.59	102.2	488.9	613.9
洪都拉斯	18.42	63.7	235.1	451.5	33.50	72.5	203.0	670.0
萨尔瓦多	14.19	42.1	149.4	273.9	18.51	32.1	177.3	362.9
尼加拉瓜	33.31	146.6	731.2	1117.8	92.05	—	2652.9	2487.8
哥斯达黎加	36.27	166.6	317.2	1523.9	44.68	91.2	236.2	1654.8
秘鲁	122.94	49.7	293.7	687.6	198.75	73.5	432.7	937.5
危地马拉					26.01	32.6	171.1	292.2
牙买加					43.22	133.8	188.0	1800.8
多米尼加	25.19	38.1	188.5	421.2	40.66	63.3	165.5	359.9

	1982 年				1989 年			
巴拉圭	19.27	23.2	163.6	606.0	24.90	61.1	183.1	252.9
厄瓜多尔	78.62	68.2	291.0	961.1	113.11	117.0	392.3	1098.2
哥伦比亚	103.06	26.9	204.3	375.0	168.87	45.8	208.3	522.8
智利	173.15	76.7	335.9	1482.4	182.41	78.3	187.7	1403.2
巴西	922.21	35.8	392.8	714.9	1112.90	24.1	301.6	755.5
阿根廷	436.34	83.8	447.3	1477.3	647.45	119.7	537.0	2029.6
巴拿马	39.23	99.0	41.7	1961.5	58.00	142.5	257.8	2416.7
墨西哥	860.19	52.5	311.5	1162.4	956.42	51.2	264.0	1130.5
乌拉圭	26.47	29.2	157.1	888.3	37.51	46.5	170.5	1210
委内瑞拉	320.94	41.3	159.5	1857.5	331.44	79.9	211.5	1726.25
特立尼达和多巴哥	12.03	14.8	38.2	1113.9	20.12	53.9	107.0	1547.7
拉丁美洲合计	3334.98	46.9	269.1	905.3	4340.03 ^③	50.9 ^③	297.0 ^③	1030.40

3. 发展中国家都有沉重的债务负担

众所周知,考察外债是否成为问题的基点是债务的偿还能力。而衡量债务偿还能力的最基本指标是每年的还本付息额对货物和劳务出口额的比率,即偿债率。一般认为,偿债率的警戒线是 20%(现在也有人把警戒线放宽到了 25%),超过警戒线就意味着负债国的外债偿付将危及其生存与发展。此外,付息额对国民生产总值(GNP)的比率和对出口的比率等也是衡量偿债能力的重要指标。总而言之,“对发展中国家来说,外债问题更多地是涉及每年的还本付息,而不是整个数量的问题”。

附表 7 按地区划分发展中国家的偿债额及偿债率①

	1980	1982	1985	1987	1989
全世界					
A	468.97	680.90	696.85	641.11	771.88
B	921.12	1175.78	1363.02	1472.49	1630.02
C	10.8	15.8	15.5	12.6	13.0
D	21.4	27.3	30.4	29.0	27.5
E	2.3	3.2	3.3	2.8	2.9
拉美和加勒比					

	1980	1982	1985	1987	1989
A	242.98	375.72	346.01	281.73	336.57
B	460.53	590.45	539.23	474.55	580.38
C	19.5	30.3	27.4	22.9	23
D	36.9	47.6	42.7	38.6	39.7
E	3.5	5.3	5.3	3.8	3.9
东亚和太平洋					
A	76.14	115.48	128.99	134.49	154.81
B	133.71	195.71	303.75	411.76	362.51
C	7.7	10.6	10.7	8.2	7.1
D	13.6	18.0	25.1	25.0	16.7
E	1.5	2.2	2.3	2.2	1.9
南亚					
A	11.94	17.66	27.80	37.07	45.74
B	27.56	34.44	58.04	89.47	102.38
C	5.0	7.4	10.8	12.1	12.3
D	11.6	14.5	22.6	29.2	27.5
E	0.5	0.7	1.0	1.1	1.3
欧洲和地中海					
A	65.89	88.25	101.37	106.45	126.29
B	151.59	174.53	222.25	281.73	299.12
C	7.9	10.3	11.6	9.8	11.8
D	18.1	20.4	25.5	20.0	28.0
E	2.1	2.8	3.5	3.0	3.7
北非和中东					
A	39.00	43.38	45.80	45.92	62.95
B	90.71	106.27	116.16	127.81	178.47

	1980	1982	1985	1987	1989
C	8.7	8.7	9.4	10.4	13.5
D	20.3	21.3	23.8	29.0	38.4
E	3.4	3.5	3.2	2.8	4.1

从上表中可以看出,拉丁美洲自 80 年代初以来,偿债率一直很高,不仅大大超过了国际公认的警戒线,而且还大大高于其他地区发展中国家的平均指数。据世界银行报告,1989 年拉美的利息偿还额和还本付息额对货物和劳务出口额比重虽比前些年有所下降,但实际指数仍然很高,分别为 17.6% 和 31%,比全世界 19 个重债务国的平均指数分别高出 1.3 和 2.5 个百分点。

拉美国家偿债能力之所以特别低,是诸多复杂的内外因素综合作用的结果,其中有两个因素特别突出。一是拉美的债务结构极其不合理,使其多付了大量利息和缩短了偿债期限这个问题我们将在下面谈及。对此,我们将在下予以讨论;二是拉美各国以矿产品和其他初级产品为主体的商品出口结构(拉美地区初级产品的出口,约占该地区出口商品的 65%—70%)使它们在 80 年代的对外贸易中继续严重受挫,损失惨重,减少了大量的外贸收入。如 1984、1985 年国际市场铜、锡价格的下降曾是导致智利、秘鲁和玻利维亚这几年偿债率较前几年显著上升的主要原因;1988 年咖啡大跌价使咖啡出口占其出口比重 60% 以上的萨尔瓦多在这一年的偿债率比上一年提高了 6.3 个百分点等等。在 80 年代,大多数矿产品和农牧产品的价格都偏低,这不仅对外贸出口主要依赖于 1、2 种初级产品的债务国影响很大,对拉美一些大国影响也不小。如阿根廷和巴西,它们虽然工业水平相对较高,但出口商品结构中,初级产品仍占有重要地位(巴西约占 40%—50%,阿根廷约占 70%—80%)。至于石油出口国委内瑞拉、墨西哥和厄瓜多尔等国,虽然在石油涨价时大受其益,但 1981 年后连续几年石油价格下跌又使它们大幅度地减少了收入。在一些年份,它们偿债率的不断升高与此有密切关系。与此相反,东亚一些国家却由于主要出口附加值较高产品而提高了偿债能力。例如韩国,在 80 年代初曾是发展中国家中的第 4 大负债国,但它进口的是初级矿产品,出口的却是精密机械、电子产品和化工产品,这使它获得了数额可观的外贸收入,偿债率始终不高,到 80 年代的后期,逐步由一个债务国转化为债权国。上述事实证明,拉美国家的出口之所以没能提高其偿债能力,主要不是因为出口产品的数量不够,而是出口产品的构成不合理所致。

(二) 发展中国家债务结构不合理

债务结构包括债务来源构成(如国际金融机构贷款、外国政府贷款、外国商业银行和其他途径的私人贷款等),负债者构成(如政府和政府部门、由政府担保债务的私人公司和没有政府担保债务的私人公司等)以及债务的期限(长期、中期和短期)等方面。不同的债务结构对偿债的条件及前景产生重大影响,较优的债务结构可使负债率及偿债率相应降低,而较差的债务结构则会导致负债率和偿债率的提高。因此,债务结构的优劣也是考察外债问题是

否严重的一个重要方面。就拉丁美洲国家来说,自 70 年代初以来的 20 年中,债务结构的几个方面都发生了从优到劣的变化,这不仅使这一地区在 80 年代初加速爆发了债务危机,而且在危机爆发后,即使采取了最严厉的紧缩政策和尽可能多地增加出口和最大限度地压缩进口以节省外汇偿债也没能摆脱危机的桎梏。

1. 官方贷款债务等于私人贷款债务

拉丁美洲国家在历史上主要是向西方商业银行告贷,二战后随着多边官方金融机构的出现和美国政府增加“外援”,官方贷款逐构成了拉美外债的主体。这个时期拉美国家经济持续增长,大、小国家基本没有出现严重的清偿危机。但自六、七十年代交替时起,拉美外债的来源开始发生变化。来自私人的资金比重不断增加,来自国际多边金融机构和外国政府的官方贷款比重则逐年减少。1973 年是个转折年份,从这年起拉美国家政府向私人告贷的外债一举超过了向官方告贷的外债。拉美国家债务来源结构的变化,使该地区利息负担大大加重了,因为不论何种私人贷款的利率,都要比同期官方贷款利率高。特别在 1980—1984 年期间,私人贷款债务的利率,平均要比官方贷款债务的利率高出 4 个多百分点。如果在上述年份拉美的私人贷款来源债务与官方贷款来源债务的比重颠倒一下,那么仅在这几年该地区大约就可少支付 180 亿美元的利息。这个数字,几乎相当于拉美 70 年代初时的外债总额。私人来源债务比重过大,还产生其他一些不利因素,如私人贷款不像政府贷款那样可能变为赠款、偿还期限相对较短、重新安排偿还期的债务偿还条件变得更加苛刻等。正由于这些原因,在 80 年代中后期,拉美的负债率虽降至撒哈拉以南非洲国家同一指标以下,但偿债率却始终比这一地区高得多。究其原因,就是因为非洲债务主要来自官方贷款,向私人举借的债务的比重很小。这就是说,拉美的债务来源结构如能像非洲或南亚那样以官方贷款为主,那么,其偿债能力肯定不会那样低。

拉美地区的债务来源结构,从 1973 年起发生转折性变化不是一个偶然现象。首先是由于从这时起石油美元与日俱增,但石油美元并没有流向国际金融机构和发达国家政府,而主要流入国际金融市场,“私人”比“官方”拥有更多的货币。与此同时,拉美的一些国家偿债信誉特别好,商业银行比较愿意向这个取得较好经济业绩的第三世界国家地区提供贷款。一位秘鲁政府的银行官员对此曾作过这样的描述:“外国银行家们几乎是在我们向他们提出要求前就在等着把款借给我们”。其次是由于在 80 年代,许多发达国家也成了对外负债大国。如美国 1986 年年中的外债达到 4000 亿美元,法国、意大利、加拿大和西班牙 1985 年的外债分别为 1010 亿、640 亿、490 亿和 250 亿美元,同期,丹麦和瑞典的外债均为 170 亿美元。财政拮据使它们减少了对发展中国家的援助,提出了“国际信贷主要应通过市场,即通过国际私人银行来实现”的主张。据世界银行统计,1986 年经合组织 24 个成员国向发展中国家提供的官方发展援助只占其国民生产总值的 0.3%,不足 1983 年联合国第六届贸发大会决议中提出的不得少于占其国民生产总值的 0.7% 的一半。从官方渠道难以得到贷款,而从商业银行则容易得到贷款,这样,举借的外债逐步转变为以私人贷款构成为主,便是自然的事了。应当说,在 70 年代的一些年份,私人贷款债务比重的增加并没使拉美国家因此而增加过多的利息负担,因为在那个时候,商业银行之间的白热化的价格战使它们的贷款利率降到了最低限度,以至不比官方贷款的利率高多少。但随后,当私人来源的债务偿还条件恶化

时,拉美国家面临着难以应付的局面。此时,要想改变这种不合理的债务来源结构,终因国际金融条件与拉美自身条件的限制而成为不可能。

2. 债务期限结构不合理

外债按期限划分有长期、中期和短期之别。一般认为,10年以上的贷款为长期借款,1年以上10年以下的贷款为中期借款,1年之内的贷款为短期借款。不过后来有经济学家认为,债务的期限不必划分得过于严格,可把5年左右到期的债务视为中期债务,7、8年以上的债务视为长期债务,在2、3年之内必须还本付息的债务视为短期债务。现在按世界银行的标准划分则更为简单,除1年之内的债务为短期债务外,1年以上的债务统称为长期债务,在“中期”和“长期”之间不加以区别。近几年出版的《世界债务表》中债务期限结构,就是按此标准划分的。

债务的期限结构是否合理被视为债务使用是否有效的一个重要条件,对债务国具有十分重要的意义。合理的期限结构,有助于清偿债务,赢得国际信誉,反之,则会增加偿债的困难。负债率相同或比较接近的两个债务国,在其他诸多因素(如债务的利率,获得新贷款的条件等等)相同或比较接近的情况下,债务期限结构较优的负债国清偿债务的能力往往会大大超过债务期限结构较劣的债务国。债务期限构成是优是劣,主要表现在三个方面:①吸纳贷款投资的项目,是“投产在前”,还是“偿债在前”;②累积债务的偿债时间是否集中;③是否举借过多用于非出口用途的短期外债。在这三个方面,拉美的一些重债务国几乎都存在程度不同的问题。

首先,许多发展中国家,特别是一些拉美大国,没有把以外债为主要资金来源的投资项目的成长期与债务的偿还期统一起来,在投资收益和偿债之间存在着“时间差”,即债务的期限到了,但“暂时”却拿不出钱来还。关于这个问题,我们在前面已举过一些巴西、墨西哥和委内瑞拉的例子。造成这一问题的主要原因是自70年代中期起,拉美的一些主要国家把他们的投资重点转移到了大规模的能源生产以及重工业和基础设施项目上,这些项目都是一些“跨政府”项目(即不是在一届政府的任期内完成的),如以巴西为主,与巴拉圭合建的世界最大的伊泰普水电站而言,1975年10月破土动工,经过巴西盖泽尔、菲格雷多、萨尔内和科洛尔四届政府,历时16年才修建完成。一般来说,任何一届政府都不愿看到自己开始或经手的建设项目垮在自己手里,于是,在国际信贷条件即使发生不利变化时,也不惜举借明知会给以后偿债带来麻烦的期限较短的债务,以完成本届政府应完成的投资部分。关于这个问题,虽然借款国有责任,但也与发达国家的商业银行只看借款国的综合经济情况,而不与其具体建设项目挂钩就发放贷款是密不可分的。

其次,发展中国家,尤其是多数拉美国家没能做到使累积外债“分期分批”地到期,它们几乎是同时到期的。1982年和1983年是拉美一些国家外债偿还期集中的年份。就几个重债务国来说,1982年的还本付息额与1980年的还本付息额相比较,墨西哥高出43.1%,巴西高出29.9%,智利高出35.8%,玻利维亚高出49%,厄瓜多尔高出108%,尼加拉瓜高出80%,洪都拉斯高出17.3%,乌拉圭高出71.6%。1983年的还本付息额与1980年的还本付息额相比较,阿根廷高出62.7%,哥斯达黎加高出97.5%。在拉美重债务国中,1982年和1983年的还本付息额与1980年的还本付息额基本持平的只有委内瑞拉和秘鲁两个国

家。这两年的还本付息额之所以陡升,除利率上升这一因素外,主要是中、长期债务过于集中到期所致。拉美在 1970 年前后举借的外债的期限大多都超过 10 年,如以 1970 年各国举借的外债为例,平均期限除委内瑞拉为 8 年外,阿根廷、智利、墨西哥和乌拉圭等国均为 12 年,秘鲁为 13 年,巴西为 14 年,而它们在 70 年代中期举借的外债,平均期限缩短为 5—7 年。这样,1970 年前后与 70 年代中期所举借的外债,就都较集中地在 1982 年前后到期了。委内瑞拉和秘鲁之所以是例外,因为委内瑞拉在 1970 年前举借的外债期限相对较短,大多在 70 年代的未到期了,而秘鲁在 70 年代中后期举借的外债数额较少,在 80 年代初期,主要是偿还 60 年代末和 70 年代初期举借的债务。

拉美的短期外债膨胀过快,且使用不当,造成无穷后患。按照传统做法,拉美一些国家的短期外债仅限于临时用途,如政府和一些私人外贸公司,为了抢收某种作物并运输和包装出口,便从外国银行贷款,产品出口获得收入后即归还贷款,从不拖欠。此外,短期外债在拉美各国外债总额中所占比例从来很小,一般不超过百分之几,因而,很多国家甚至不予统计。但从 70 年代中期起,这种情况逐步改变了,短期外债不仅数额与日俱增,而且往往改变短期外债用途,如用作支付中长期债务的利息、支持本国货币汇率、甚至用于弥补政府的财政赤字等等。拉美的短期外债在 80 年代的头几年增长得特别快,据统计,从 1975 年至 1981 年约增长了 6 倍。从而造成“至少委内瑞拉和墨西哥这两个大石油出口国和阿根廷在 80 年代初,支付短期外债曾是它们清偿债务的最棘手的问题”。拉美国家短期外债过于膨胀的原因是多方面的,其中对短期外债没有进行有效的管理是一个重要因素。一些举借短期外债过量致使后来清偿发生严重困难的国家,如阿根廷、墨西哥、委内瑞拉等国,恰恰是对其公、私企业向外举借短期债务一般不需政府主管部门批准的国家(它们只是在外债危机爆发后才加强了举借短期外债的审批制度)。事实证明,举借短期外债失控,特别是当短期外债不是临时用于增加出口而用于其他目的时,债务国必将为此“付出高昂的代价”。

3. 私人外债等,公共外债过多

债务国的外债一般包括两大部分,即公共外债和未经政府担保的私人外债。考察外债问题是否严重,公共外债在外债总额中所占份额的大小也是一个重要标志。一般来说,公共外债在外债总额中所占比率越大,风险也越大。拉美的外债,虽然历来以公共外债为主(包括中央和地方政府及其所属企业直接举借的外债和经政府担保的私人外债),但自 70 年代初起,公共外债不论是绝对数还是占外债总额的相对比率,都大幅度地提高了,在外债危机爆发后,更是如此。

拉美公共外债的增长大大快于未经担保的私人外债的增长(在危机爆发后,未经担保的私人外债实际是在下降)的原因,除进行规模过大的公共投资、公共企业严重亏损和填补财政赤字外,还有如下一些特别的原因:

(1)在 70 年代初,拉美不少国家继 60 年代之后,继续实行国有化政策。为此,一些国家的中央银行曾向国外借款以筹措资金购买私人企业的股权。如秘鲁在这一时期向外国私人银行所借款项,主要用于购买私人企业或增加国家在合营企业中的股权。

(2)当拉美国家的负债规模扩大后,外国银行为避免风险,把政府和政府所属企业视为主要放债对象。一位银行家曾这样说,不管怎样,一个企业可以破产,但一个国家是不会破

产的,“难道墨西哥的价值还不足 850 亿美元?”

(3)在债务危机爆发后,外国银行基本取消了对拉美国家发放没有政府担保的私人贷款,不仅如此,它们还要求拉美债务国政府担保原先没有担保的私人债务,以此作为安排推迟偿还公共外债或给予新贷款的条件。智利等国相当数额的无政府担保私人外债,因此转化成了“公共外债”。

公共外债的增加,比没有政府担保的私人外债的增多,具有更大的危害性。这是因为:
①私人拖欠未经担保的外债,无论其数额有多大和未来是否有可能清偿均与政府无关,但拖欠公共外债,问题就严重了,因为债权银行可以通过本国政府对债务国政府施加压力逼其还债。虽然现在一般不会因此而像历史上曾发生过的那样,对债务国进行武力威胁,但至少会采取经济压力手段致使债务国蒙受重大损失。如在这次债务危机中任何一个债权银行都拒绝同拉美任何一个拖欠公共外债利息的债务国签订新的贷款协定,致使巴西、阿根廷和秘鲁等国在一些年份因得不到最低限度的外部资金流入而无法实施国家的经济计划。
②私人企业倒闭,如其债务未经担保,倾家荡产的是资本家个人。而公共外债清偿,殃及的是全体国民,特别是低收入阶层。因为政府为偿债筹措资金,不得不实行严厉的紧缩政策,其中包括解雇公共企业职工、削减公共教育和医疗卫生经费、削减或取消对基本生活必需品价格的补贴等等,使广大普通劳动者的生活更加困难。

(三)发展中国家债务危机对国际体系的巨大冲击

当墨西哥政府宣布推迟偿债时,西方的银行家们为之“吓了一跳”。一位法国银行家曾这样坦率地表白:“那几天晚上,我有好几次都被恶梦惊醒。如果他们(墨西哥人)长久地拖欠下去,我不知道等待我的将是什么。我只得请求上帝保佑了”。紧接着,当巴西也宣布无力偿债时,银行家们就变得更惊慌失措,并无疑地确信,大祸已经降临。为此,国际金融机构、发达国家的领导人及银行家们都动员了起来,不遗余力地投入了一场空前规模“抢救”拉美外债危机的运动,以避免国际金融体系土崩瓦解,陷入瘫痪。拉美外债危机之所以如此震动国际金融体系,主要有以下三方面的原因。

1. 发达国家数以千计的银行被卷入危机旋涡

在世界债务史上,从未有一次外债危机像拉美这一次危机那样使西方数以千计的银行受到牵连。在 70 年代,西方的商业银行为共担风险,对发展中国家的贷款广泛地采取银团贷款方式,即由一个大银行牵头,组织一批银行共同出资贷款。一次银团贷款,参加的银行少则几个,多则可达数十个。银团贷款的贷款方式推行得是如此之广,乃至“美国一大批名不见经传的地方小银行,都加入到了国际辛迪加贷款的行列”。据一位经济学家称,1955 年美国在境外仅有 112 个银行的分支机构,到 1978 年猛增到了 761 个,到 80 年代中期,可能已超过 1000 个。

银团贷款的方式扩大了对拉丁美洲的贷款。以欧洲美元为例,1970 年以银团贷款方式投放在拉美的金融仅为 20 亿美元,到 1982 年,猛增到了 220 亿美元,到 1983 年,已拨付的贷款累积额达到了 1250 亿美元。1982 年拉美吸纳的银团贷款,为当年全部欧洲美元贷款的 58%。银团贷款规模的扩大表明越来越多的西方商业银行被卷进了拉美外债的债权债务关系中,债务危机的爆发便使它们深深陷入危机的漩涡之中。被卷进玻利维亚这样一个

小国危机的商业银行,就达 100 余家之多,被卷进巴西危机的商业银行,竟达 1200 余家之多。当拉美在 1982 年刚出现危机时,一下子就有 1600 多家银行提出要迅速采取抢救措施,以免自己的利益受到损失。拉美外债危机几乎直接殃及到了所有西方工业国家的大多数银行的利益,从而构成对国际金融体系的严重威胁。

2. 大银行处于崩溃的边缘

西方主要国家的大商业银行,在 1982 年前都通过对外贷款获得了巨款利润。它们在国外获得的利润,逐步地超过了在国内获得的利润。为在国外追逐高利润,西方大银行在国外的放款数额迅速地膨胀。在 70 年代,西方各大银行利用拥有大笔巨额石油美元存款的机会,几乎都是大大超过本银行自有资本额在发展中国家放款。如美国花旗银行等 9 家最大银行,截止 1983 年末发放给发展中国家和东欧国家的贷款余额就相当于它们自有资本的 280%。它们的主要放款对象是几个拉美大国。英国的大银行在拉美的放款占其自有资本的比率也相当高,巴克莱银行占 79%,国民威斯敏斯特银行占 69%,密德兰银行占 180%。

附表 8 美国最大 9 家银行给拉美国家的贷款(1983 年末 单位:亿美元)

	墨西哥	巴西	委内瑞拉	阿根廷	占自有资本 比率(%)
汉诺弗信托公司	19.25	21.25	10.75	13.25	183
大通曼哈顿公司	15.50	25.50	12.25	8.00	148
花旗银行	30.00	46.00	15.00	12.00	180
纽约化学银行	14.25	12.75	7.75	4.00	143
纽约银行家信托公司	12.75	7.500	4.25	2.50	143
美洲银行	27.50	24.75	16.25	5.00	148
摩根公司	11.75	17.75	4.75	7.50	122
第一芝加哥公司	8.75	7.00	2.25	2.50	64
依利诺依大陆银行	7.00	4.75	4.25	4.00	96
所有美国银行	263.00	207.00	113.00	85.00	

任何一个银行,当它超过自有资本放款时,实际上自己也就处在了净负债的地位。但在一般情况下,这对银行并不构成威胁。这好比城市里的公共汽车,每到一站,虽有人下车,但同时也会有人上车,车上总是有乘客,银行也一样,总是可以利用储户的存款增加放款的额度。但是,当一个银行过量地增加放款额,甚至超出自有资本数倍放款时,其所冒风险就大大增加了。这时,如果债务人停止还本付息,它自己也就无法履行对本银行的债权人——储户应负的义务,最后导致银行的持股人和储户都遭受巨大损失。在 1982 年的下半年及以

后的两三年时间里,西方的一些大银行正是处在这样的一种严峻形势之中。那时它们一推便会倒的脆弱样子被暴露得淋漓尽致。一位西方经济学家认为,在那时,只要借给拉美几个主要债务国的 1/3 贷款不能收回,美国的上述 9 个大银行就会陷于瘫痪;如果巴西、墨西哥和阿根廷三个国家有一年停止还本付息,那么这些银行就会赔上其在别处获得的全部收益和丧失掉自有资本的 1/3。虽然最后经过国际金融组织、发达国家政府和商业银行的“抢救”,特别是债务国作出巨大努力和牺牲,拉美的支付危机终于没有对西方金融体系酿成严重后果,但不管怎样,在危机的初期,所有大银行都极其恐慌并相应采取了防范措施确是事实。

3. 要想重新安排债务,谈判起来矛盾较多,困难较大

在历史上,全球各地区都发生过清偿危机,对债务的偿还期限作出过重新安排。一般地说,这种安排并不是件困难的事,债权银行与债务国谈妥条件,很快就可以达成协议。但在这次外债危机中重新安排拉美各国的债务偿还却遇到了巨大困难,以致在某些时候曾出现过“债务国同国际货币基金组织和商业银行彻底决裂的险情”。这主要由两方面的原因造成的。一是这次重新安排债务的谈判,不同于以往的谈判,事先必须经过国际货币基金组织的“批准”,即债务国只有通过同国际货币基金组织签订备用贷款协定才能取得同债权银行谈判的资格。国际货币基金组织为确保全球金融的稳定和债务国偿债,对除古巴外的所有要求重新安排债务的拉美国家都提出了“稳定”经济的目标。如债务国不采纳其“建议”,就不同意其签订备用贷款协定。由于国际货币基金组织所提方案都十分严厉,要求债务国勒紧裤带偿债,有时就很难被拉美国家所接受。如 1983 年,该组织曾要求委内瑞拉政府大幅度地削减公共开支、成倍提高国内燃料、公共服务和国营企业产品的价格及冻结工资,以便节省资金用来偿还外债。对这些“建议”,委内瑞拉政府以“社会代价太高”为由断然予以拒绝,最后双方未能达成任何协议,致使委内瑞拉失去了同债权银行谈判的资格而延长了拖欠债务的时间。阿根廷、巴西和玻利维亚等重债务国也曾以“不能让人民饿着肚子偿债”为由拖延同国际货币基金组织签署协定。秘鲁的态度更为坚决,公开表示秘鲁“绝不接受国际货币基金组织强加的条件,我们将只限用出口收入的 10% 偿债,不管这将会给我们带来什么样的后果”。秘鲁的这一行动在拉美引起了强烈反响,许多国家的领导人都纷纷发表讲话,直接或间接地支持秘鲁的立场。有人认为,如果解决外债危机的秘鲁方案在此后被拉美其他国家效仿,国际金融体系顷刻就会陷入一片混乱,后果不堪设想。二是债务国和债权银行之间的每轮谈判都十分艰巨。首先,这是因为在参加银团贷款的大银行与小银行之间存在着严重的分歧。大银行发放贷款范围较广,因此它们最怕发生外债危机的地域由小而大地扩展,殃及其整体利益。当一个国家发生危机时,它们的策略是千方百计地动员小银行一起来进行“抢救”(所谓“抢救”,就是给债务国提供一定数量的紧急搭桥贷款,使其能支付逾期和到期债息,度过难关)。但是,对一个资本不多的小银行来说,它很不愿意给一个已无力偿债的国家再提供那怕是极少数量的新贷款。只要小银行拒绝参加“抢救”行动,牵头组织银团贷款的大银行就会显得无能为力。

三、西方国家解决危机的方案

债务危机产生的后果及其影响绝不是单方面的。它对国际金融体系运作的影响是显而易见的。在 80 年代初,拉美国家的外债主要由一些关键的大银行放贷的。例如 1982 年美国花旗银行、美洲银行、大通曼哈顿银行、汉诺威制造商银行等 10 家银行对墨西哥的贷款累计额平均占其资本的 47%。因此,当来势凶猛的债务危机爆发后,似乎呈现出普遍的倒帐会使世界许多银行面临破产的局面。有人甚至认为,如果任其发展,这场债务危机有可能导致一次类似 1931 年的世界性金融体系大崩溃。拉美债务危机的爆发,对西方债权国的经济发展也将发生重大影响。据估计,如果巴西拒绝向美国偿还债务本息,美国国民生产总值一年将减少 250 亿美元,如果整个拉丁美洲债务国拒绝向美国偿还债务,美国国民生产总值一年将减少 700 亿美元,失业工人将增加 110 万。在这种情况下,债权人不得不参与债务危机的解决。自债务危机爆发至今的 10 多年里,西方国家为解决拉美国家的债务危机,采取了:

(一)“救火”行动

1982 年 8 月,墨西哥首先宣布无力偿还到期债务本金后,巴西等其它许多拉美国家也相继宣布本国发生债务危机。于是出现几乎同时向国际货币基金组织提出新贷款申请的局面。当时,无论是债务国、国际货币基金组织,还是西方国家都将拉美的债务危机视为一种暂时的融资不畅现象,不认为是一场严重的、影响深远的债务危机。因而首先采取的是一种形同“救火”的救急策略,对拉美有关国家的债务进行调整,促使债务国与私人 and 官方贷款人达成债务结构调整协议,其实质是注重调整债务偿还期的分布。目标是使拉美债务国回到正常的国际资本市场。例如,1982 年 9 月至 12 月,国际清算银行和双边官方渠道向墨西哥提供过渡性融资。当年 12 月美国政府以 32 亿美元资金资助墨西哥和巴西。1983 年 2 月,债权银行与巴西签署了一项有关融资的一揽子协议,其中包括一次债务重新安排和 45 亿美元新贷款。与此同时,国际货币基金组织决定将用于向成员国提供中短期贷款的摊款定额增加 47.5%,总额达到 990 亿美元。1984 年 6 月,7 国集团伦敦经济首脑会议决定对债务危机的解决推行一项具体问题具体处理的战略。1985 年 3 月债权银行与墨西哥签署了第一个多年度债务重新安排协议。总之,从债权人一方而言,当时形成了一个包括西方国家政府、国际货币基金组织和专业银行在内的联合体制。三方共同运作对于迅速制止拉美债务危机的发展势头起了一定作用。但是债务国为此付出了相当的代价。根据国际货币基金组织的有关条款,一国申请贷款的先决条件是申请贷款国必须向该组织提出由其认可的以紧缩经济为目标的稳定经济计划,经该组织同意后严格实施。在这种情况下,奉行强有力的调整政策的债务国,除了限制进口和增加出口,很少有其它选择余地,取得贸易顺差才能履行还本付息的义务。其结果是债务国的投资水平与生产水平下降,工资和国内消费受到压缩,政府不得不采取通货膨胀的办法筹集弥补财政赤字的资金,致使通货膨胀恶性发展。

总之,由于国际货币基金组织提出的紧缩计划方案只重视短期目标的收支状况改善,不是从根本上提高债务国的偿债能力,从而使债务问题更加恶化。拉美债务国对国际货币基金组织紧缩政策的不满与抵制,客观上促使西方国家对债务危机的成因取得了更深层次的认识,改变了债务危机是流动资金短缺危机,即流动资金危机说观点。贝克计划的提出是这

一认识的反映。

（二）贝克计划

1985年9月,美国财长詹姆斯·贝克在汉城举行的国际货币基金组织和世界银行第40届年会上提出了解决债务问题的新战略,即“美国关于发展中国家持续增长的计划”。国际上通称为“贝克计划”。其设想是债务国调整经济,国际商业银行增加贷款,国际金融机构和工业国政府提供财政支持,共同解决债务问题。该计划的主要内容是:①自计划提出后的五年时间里,国际商业银行向世界15个重债国(其中有10个拉美国家)提供200亿美元新贷款;②世界银行和区域开发银行,如美洲开发银行,在3年内向重债国提供的贷款由每年59亿美元增加到90亿美元;③接受新贷款的债务国必须削减政府开支,紧缩财政,开放经济,放宽外资进入条件,鼓励竞争,向自由市场经济过渡,进行国营企业私有化,发挥私人企业积极性,实行资本流动自由化。总之,债务国要进行“综合、全面的宏观经济与结构改革”。

可以认为,贝克计划的提出,表明美国对解决世界债务问题的战略思想发生了根本性的转变,与紧缩性解决债务问题的方案相比,明显表现为重视债务国的经济增长,强调债务国要进行所谓“增长趋向型的结构调整”。同时继续维持国际货币基金组织历来所发挥的作用和进一步促进世界银行等国际金融组织在金融开发方面所起的作用,以便增加有助于债务国经济增长政策的结构调整贷款。另外,强调国际商业银行的作用,试图把西欧和日本的民间银行纳入美国主导的债务战略,要其增加贷款,以支持债务国的经济调整计划。贝克计划提出后,在拉美某些国家得以部分实施。1987年国际金融机构向墨西哥提供总值达70亿美元的新贷款,相当于贝克计划资金总额的1/3。1985年和1986年两年,商业银行向墨西哥提供的贷款增加了10%。一些国家按照贝克计划的要求在结构改革方面也有所动作。为减少政府对经济的干预,降低公共开支,墨西哥关闭了蒙特雷的一座大钢厂,同时加入关税及贸易总协定,实行开放的贸易政策。墨西哥还放宽外资投资条件,允许国际商业机器公司独资建立一家生产微机面向出口的工厂。阿根廷为缩减政府规模,决定缩短政府雇员的退休年龄。然而,贝克计划只是一个大框架,缺乏实际的内容。首先,贝克计划没有表明,美国政府对这项计划应承担什么责任,因此国际金融界对这项计划的可行性持怀疑态度,不愿进行实际合作。其次,贝克计划的支撑点是国际商业银行,但是商业银行面对拉美等重债务国的困难处境不会轻易冒风险发放大量贷款。再者,国际金融界认为,商业银行每年至少要向重债务国提供占未清偿债务6%的贷款才能发挥有效的作用,而200亿美元仅占未清偿债务的2.5%—3%。由此可见,贝克计划未收到任何实际效应便是很自然的事情。

1987年9月,贝克在国际货币基金组织和世界银行会议上对前述计划提出包括债务资本化在内的9项供选择的修改方案,从西方工业国家政策协调和发展国家努力两方面提出新建议。在解决债务国的债务问题上,贝克提出:1.由国际货币基金组织设立一笔特别基金,以补偿债务国由于国际市场商品价格下跌、出口额减少、利率升高等意外因素引起的困难;2.建议国际金融机构和商业银行协助债务国探讨债务资本化的途径。然而,贝克的修改方案也并未得到有关方面的积极响应。

（三）布雷迪计划

美国对债务危机的认识经历了两个不同的时期:在80年代初,流行流动资金短缺说,即

认为债务危机即流动资金短缺危机。到 80 年代后期,美国认识到债务危机是支付能力危机,即支付危机说。认为发展中国家所负的债务远远超过了其偿还能力。贝克计划就是基于这种认识提出的。贝克计划的失败不是由于美国对债务问题认识的错误。美国下步战略的提出也是基于这种认识的基础上。1989 年 3 月 10 日,美国财政部长尼古拉斯·布雷迪提出了解决债务问题的计划,俗称布雷迪计划。其中心思想是削减债务国的累积债务余额和减轻债务国的利息负担。布雷迪计划的具体内容包括:将 39 个重债务国的 3400 亿美元债务减免 700 亿美元,由世界银行和国际货币基金组织建立金额为 300 亿美元的特别基金,为债务国减免债务后剩余外债的还本付息提供担保,希望日本及其它国际收支有盈余的发达国家提供新贷款支持这项计划。

布雷迪计划的具体实施方案是:

(1)国际商业银行同各相关的债务国进行谈判,就削减债务本金,降低债务利息和提供新贷款三种方式进行选择。对不愿意接受上述三种方式的银行,债务国有权在三年内停止向其支付本息。

(2)债务国将部分债务资本化,国际货币基金组织为债务国提供贷款购回部分债务。

(3)债务国必须服从国际货币基金组织和世界银行安排的经济结构调整计划,采取强有力的措施恢复经济增长。布雷迪计划与贝克计划的不同点在于,布雷迪计划以商业银行大幅度削减债务国原有债务本息和国际货币基金组织对债务国增加支持贷款为解决债务问题的重要措施。经过近几年的艰苦谈判,布雷迪计划在墨西哥、哥斯达黎加、委内瑞拉、乌拉圭、巴西和阿根廷等国取得了一些成果,具体表现在它们的债务余额有所下降,偿还期有所延长,利息有所降低。

(四)布雷迪计划的国别实施情况

1. 墨西哥

墨西哥是布雷迪计划实施的第一个对象国。对商业银行来说,这是它在历史上第一次同意减少一国政府的债务。对墨西哥来说,这是解决其外债问题的重大突破。1989 年 7 月 23 日,经过艰苦的谈判,墨西哥与 500 家债权银行团就墨西哥欠国际商业银行 540 亿美元的债务减免达成协议。协议向债权银行提供三种选择方案:

(1)削减债务本金。将旧有债务本息削减 35% 变成新债务债券。这种新债券 30 年内偿还,其利率比伦敦银行同业拆放利率高 13% 和 16%;

(2)削减利息。即将帐面债务利息降低 40%,即由原年利率 11% 降为 6.25%,本金不减;

(3)提供新贷款。即不愿削减本金又不愿降低利息的债权银行在协议后的 4 年内,每年必须向墨西哥提供墨西哥所欠债务额的 25% 的新贷款。协定还规定,债权银行必须在 1990 年 1 月 1 日前将其选择方案提交墨西哥政府。结果,拥有墨西哥债权 49% 的商业银行选择了削减利息,拥有债权 41% 的商业银行选择了削减本金 35%,拥有 10% 债权的商业银行选择了提供新贷款。据墨西哥官方统计,协议签定后的 4 年内,墨西哥每年向商业银行偿还的债务本息将减少 14 亿美元,总计减少 56 亿美元,使墨西哥每年偿还债务本息由占国内生产总值的 6% 下降为 2%,使 540 亿美元债务削减 35%,债务利息降为 6.25%。除此之外,墨

西哥每年还可以得到近 30 亿美元的新贷款用于发展经济。协议的签订大大缓和了墨西哥外债对经济发展的压力和影响。但墨西哥与债权银行的谈判也并非一帆风顺。

墨西哥与债权银行团的谈判是从 1989 年 4 月 22 日正式开始的。谈判初期,墨西哥政府要求将债务本金削减 55%,年利率降为 4%。此后 4 年,国际商业银行每年向墨西哥提供 45 亿美元新贷款。这一方案遭到债权银行团的拒绝。债权银团仅同意本金削减 15%,利率降为 8%,每年商业银行仅能向墨西哥提供 10 亿美元新贷款。经过 4 个多月的讨价还价,双方达成协议。协议的签订在相当程度上取决于外部条件的促进。在与债权银行团谈判前,墨西哥与巴黎俱乐部就其所欠 100 亿美元债务进行了重新安排。1989 年 4 月,墨西哥同国际货币基金组织达成协议。国际货币基金组织允诺在此后 3 年内向墨西哥提供 36.35 亿美元和一笔 5 亿美元的 1989 年度附加贷款。1989 年 5 月 17 日,世界银行和国际开发银行决定分别向墨西哥提供 4.6 亿美元和 15 亿美元贷款。美国同时表示将向墨西哥提供 20 亿美元应急贷款,用于未来 6 个月墨西哥的财政开支。除此之外,为使谈判进展顺利,1989 年 7 月 1 日墨西哥开始执行 6 年经济发展计划。1989 年 5 月,墨西哥颁布新外资法,进一步放宽对外资的限制。其中包括金额在 1 亿美元以上的外资可独资经营,允许外资参与股票交易,缩短审批外资立项程序,超过规定期限,自行生效,扩大外资投向领域。58 个部门,包括农业、牧业和石油业,外资份额可达 100%,24 个部门外资可占 40%,4 个部门外资可占 34%。双方协定签订后,为进一步减轻债务,1989 年 9 月 22 日,墨西哥以 43 美分换 1 美元的代价,总计用 20 余亿美元购回本国债务 50 亿美元。

2. 委内瑞拉

经过艰苦的谈判,1990 年 3 月 20 日委内瑞拉同 460 家债权银行的代表在纽约达成减免债务协定。这是继墨西哥、哥斯达黎加和菲律宾之后,第三世界国家中第 4 个同债权银行达成协议的国家。在协议中,委内瑞拉提出 4 种方案供债权银行选择:①委内瑞拉按半价购回本国债券。②削减外债本金 20%,剩余债务转换为期限 30 年的债券,其利率为同期伦敦银行同业拆放利率加 0.8125%。③降低利率。降低利率包括两种形式。第一种,发行固定利率为 6.75% 的新债券,等值兑换旧债券。由于委内瑞拉是重要石油输出国,因此附加与石油有关的条款。如果委内瑞拉石油价格每桶超过 26 美元,(即石油年收入超过 160 亿美元),银行方面可以增加部分利息,但最多不得超过伦敦银行同业拆放利率加上 0.875%。但这一条需在宽限期 7 年后实施。第二种,短期减免债券。委内瑞拉发行期限为 17 年,宽限期为 7 年的短期减免债券。宽限期满后,头二年利率为 5%,第三、四年为 6%,第五年为 7%。债务本金从第 7 年开始偿还,利率按市场价格浮动。④债权银行按债务额的 20% 比例提供新贷款。协议规定,这一减免债计划将由国际货币基金组织、世界银行、委内瑞拉和其它有关机构提供资金予以担保。执行结果,在 210 亿美元债务中,66.6 亿美元债务以降低利率方案处理。以短期减息债券方案处理的为 24.4 亿美元,16.3 亿美元债务采取削减债务本金方式处理,15 亿美元债务打 30% 折扣由委内瑞拉政府购回,其余的债权银行决定向委内瑞拉政府提供新贷款。委内瑞拉与国际债权银行按照布雷迪计划签订的协定使委内瑞拉欠国际商业银行的公共债务减少 20% (40 亿美元),加上 30 亿美元债务转换为投资,外债实际减少近 70 亿美元,外债付息由每年的 30 亿美元降为 14 亿美元。为落实减债协议,

建立一笔 25.65 亿美元的保证金,其中国际货币基金组织提供 9 亿美元,世界银行 4.4 亿美元,日本进出口银行 6 亿美元,委内瑞拉本国以外汇储备提供 7 亿美元。协议的签订大大缓解了委内瑞拉外债的压力,促进了经济的恢复和发展,使其在国际金融市场的信誉也得以恢复。

3. 哥斯达黎加

哥斯达黎加是拉丁美洲的一个小国。1989 年底哥斯达黎加的外债总额为 45 亿美元,其中欠国际商业银行的债务 17.72 亿美元。经过谈判,按布雷迪计划所达成的协议提出了供债权银行选择的两种方案:减债或减息。

(1)将旧有债务按国际金融二级市场价格折扣为新债务。如果债权银行转换金额超过其拥有债权的 60%,那么该银行的新债券有效期为 20 年,偿还宽限期为 1 年,拥有 36 个月利息的保证金。如果债权银行的转换金额低于 60%,那么新债券没有资金保证,有效期为 25 年,偿还宽限期为 15 年。

(2)将旧有债券转换为固定利率 6.25% 的新债券。其中部分债券将得到世界银行和国际货币基金组织的保证金。但所设附加条件是如果哥斯达黎加国民生产总值增长 20%,那么利率将适当提高。为履行协议,需要 2.53 亿美元资金,其中 1.88 亿美元用于在二级市场购买债券,0.65 亿美元为利息保证金。国际货币基金组织提供 0.53 亿美元,世界银行提供 0.5 亿美元,其余资金由双边援助解决。据估计,协议的签订可使哥斯达黎加每年的还本付息额由 1.5 亿美元下降为 0.5 亿美元。

4. 巴西

布雷迪计划颁布时,巴西尚不具备条件实施。其中一个重要原因是从 1989 年 6 月—1990 年 12 月,巴西一直没有偿还欠国际货币基金组织中的中长期贷款的本息。但也未公开宣布暂停支付。1990 年 12 月,巴西宣布从 1991 年一季度开始偿还欠国际商业银行利息中的 5 亿美元,同时恢复向国际债权银行支付私人部门和国营金融机构所欠的本金和利息,为其进行布雷迪计划谈判做准备。1991 年 4 月,政府批准巴西石油公司和多西河谷公司向国际债权银行偿还债务。当年 4 月 8 日,巴西同国际债权银行就 1989 年 7—1990 年 12 月 31 日拖欠的 80 余亿美元债息偿还达成协议,1991 年 8 月,巴西与国际债权银行就巴西欠国际债权银行的 520 亿美元中长期外债减免进行谈判。巴西政府要求将 520 亿美元债务全部转换为新债券,而巴西发行 5 种偿债期 15—30 年、宽限期为 10—15 年的债券,供债权银行选择。国际债权银行未接受。为进一步推行布雷迪计划,1992 年 1 月 21 日,国际货币基金组织向巴西提供 21 亿美元(15 亿特别提款权)的应急贷款,其中 1/4 用于偿还巴西欠商业银行的债息,3/4 用于资助巴西 1992 和 1993 年度的财政计划。

1992 年 1 月,巴西正式开始同国际债权银行就减债减息问题进行谈判。但谈判开始遭到日、英等国的反对。它们认为,在开始谈判前,巴西应首先同巴黎俱乐部就其所欠 210 亿美元债务达成协议,同时应就拖欠的 80 亿美元债息偿还制定计划和提出保证。1992 年 3 月,巴西同巴黎俱乐部就债务问题达成协议。协议涉及 210 亿美元债务中的 110 亿美元。这 110 亿美元债务在此后 14 年内偿还,宽限期为 3 年。1992 年巴西将向巴黎俱乐部支付拖欠债息 41 亿美元。巴西在获得国际货币基金组织贷款和同巴黎俱乐部达成协议后,具备

了同国际债权银行就减债减息问题谈判的条件。双方于 1992 年 7 月达成协议。协议规定,国际商业银行将减免巴西所欠 440 亿美元债务中的 150 亿美元,其余欠债在 30 年内偿还,外债年利息在 2000 年前为 4—6%。

5. 阿根廷

梅内姆总统于 1989 年 7 月执政后,大力推行国营企业私有化计划。到 1992 年私有化金额达 58 亿美元,为实施布雷迪计划创造了条件。1992 年 1 月,阿根廷开始同国际债权银行谈判。同年 3 月 31 日,阿根廷与国际货币基金组织达成协议。协议规定,签约后的三年内,国际货币基金组织将向阿根廷提供 29.45 亿美元,加上先前允诺的贷款,贷款总金额达 36.03 亿美元。经过 10 个月的谈判,1992 年 12 月 6 日,阿根廷同国际债权银行达成协议。协议使阿根廷外债减少 25—26 亿美元,拖欠的 288 亿美元债务本息转换为期限 30 年、年息 6% 的新债券。

截至 1992 年 12 月,墨西哥、哥斯达黎加、乌拉圭、巴西、阿根廷和委内瑞拉等几个拉美主要债务国加入了布雷迪计划行列,不同程度地减少了债务余额和利息负担。但从总体上来说,依据布雷迪计划签约的国家有限,同时进展缓慢,对债务危机的解决存在一定的局限性。这种局限性在某种程度上是由一些客观原因造成的。发达国家经济不景气,财政困难,无力提供更多的贷款。国际货币基金组织和世界银行所能提供的贷款保证金不足。该计划的 300 亿美元数量有限,仅墨西哥一国即占用 1/5 以上。在没有充分保证金的情况下,许多商业银行自然对布雷迪计划采取沉默态度,拒绝更大幅度地削减债务本金和利息,更不愿意提供大量新贷款。资金短缺是布雷迪计划取得更大成效的主要障碍。但是,由于布雷迪计划的实施已涉及拉美重债务国的墨西哥、委内瑞拉、巴西和阿根廷,因此,它对拉美债务危机的解决起了一定的积极作用,这是应当承认的。

(五) 布什的美洲倡议

1990 年 6 月 27 日美国总统布什提出一项以贸易、债务和投资三项原则为基础的、以建立美洲自由贸易区为目的的美洲倡议。关于债务问题,倡议表示美国将部分免除拉美国家欠美国政府的 70 亿美元债务,并根据布雷迪计划重新安排拉美国家欠美国商业银行的债务。同时支持拉美国家将债务变为生态环境投资,保护债务国的生态环境。美洲倡议的前提是拉美国家必须进行深刻的经济结构改革。

从债务危机解决方略的角度而言,布什倡议比布雷迪计划前进了一步。这表现在它不仅涉及到欠商业银行债务的减免,而且提出减免官方债务。另外,美国首次将债务问题提高到作为建立自由贸易区的一个重大问题来解决。也正因为如此,受到一些拉美国家的欢迎和响应。但实际上它比布雷迪计划还空洞,缺乏实际措施,所以很难实行,布什计划要求拉美国家进行深刻的经济结构改革,由于需要资金、技术和时间,一时难以做到,美国答应减免的 70 亿美元债务对欠债 4000 亿美元外债的拉美来说,即使减免了,对整个外债形势的缓和也作用不大,更何况还需要经过艰苦的谈判。尽管如此,布什倡议对该地区一些小国债务问题的解决还是起了一定作用。它们的债务通过布什计划而得到减免。拉美国家十分清楚,美国的布什倡议是以美国的政治经济和全球战略为出发点,它们担心在计划实施过程中,会丧失主权和经济独立性,因而也顾虑重重,一再要求将美洲倡议具体化。美洲倡议提出一年

多来尚未见有大的动作。1992年11月3日,布什在总统选举中的失利,民主党人克林顿就任下届美国总统,从而使布什的美洲倡议。

(六)西方债权者和学者的其它策略主张

债务危机涉及全球经济,因而西方债权者和经济学家都在积极探索解决债务问题的途径,除去国际货币基金组织,美国政府等提出的解决债务问题的方案外,其它西方国家的政府和西方经济学家也相继提出了各种方案,试图解决发展中国家,特别是拉丁美洲国家的债务问题,其中较有影响者有以下几个。

1. 宫泽计划

在贝克计划的修正计划实施一年后仍未见显著效果的情况下,1988年9月,日本大藏相宫泽提出了一项以拉美中等收入国家为主要对象的新的解决债务问题战略,俗称宫泽计划。宫泽计划的主要内容包括:

(1)债务国将其部分债务“债券化”,通过债务国外汇储备和出售国有资产收入作为本金的担保;

(2)对其余的债务重新安排偿还期,宽限期可达5年,在宽限期内,利息支付予以减免;

(3)双边和多边机构对已经采取上述两项措施的国家增加新贷款。

宫泽计划提出的具体实施措施是:

(1)债务国必须首先制定一项经国际货币基金组织认可的中期稳定经济计划和调整计划(不仅仅是应急计划);

(2)债务国、债权国和国际商业银行分别谈判,实施部分债务“债券化”,其余债务重新安排(延期支付),为债务国的经济恢复和发展提供喘息机会;

(3)为保证新的债务偿还计划,债务国应将其外汇储备在国际货币基金组织中设立一个特别帐户;

(4)以以上三项措施为前提,国际货币基金组织,发达国家政府、国际商业银行向债务国提供新贷款。这些新贷款主要用于债务国的经济恢复和发展,而不是用于还债。宫泽计划的提出遭到美国政府的非议,认为该计划缺乏现实性和可行性。1989年3月,布雷迪计划提出后宫泽计划便悄然消失。

2. 澄田智计划

1988年9月在柏林召开的世界银行和国际货币基金组织年会上,日本中央银行行长澄田智就协助拉美国家解决债务问题提出一项建议。这一建议的基本内容是:将发展中国家的部分债务转换成长期债券,然后在金融市场出售。银行和其他金融机构都有权购买这些债券。为保证这些债券的偿还,债务国应建立一个由国际货币基金组织代管的储备帐户。债务国必须制定相应的经济调整计划,这些计划必须经国际货币基金组织认可。但澄田智的建议遭到美国财长尼古拉斯·布雷迪和英国财长奈杰尔·劳森的反对,布雷迪认为,这一建议有可能把私人部门的风险转嫁给公共部门。劳森认为建议“有点令人捉摸不透”澄田智计划并未实施。

3. 密特朗计划

1988年末,法国总统密特朗提出一项解决发展中国家债务问题的方案。方案要求国际

货币基金组织为中等收入负债国设立一项专门基金。这项基金将作为债务转换后向某些商业银行支付利息的保证。提出将部分发达国家在国际货币基金组织的部分资金配额转让给债务国。密特朗计划仅仅是一种设想,也未付诸实施。

4. 萨克斯计划

1986年美国哈佛大学经济学家杰弗里·D·萨克斯(Jeffery, D. Sacks)提出了一项针对特定国家的解决债务问题的计划,俗称萨克斯计划。萨克斯计划的主要对象国是自1980年以来国民生产总值累计下降15%以上的国家。其基本内容包括:

(1)对上述国家立即实施债务减息;

(2)5年内全部豁免这些国家的利息;

(3)对人均收入下降25%以上的国家豁免10年债务利息。萨克斯计划适用范围极为有限。另外,在萨克斯计划提出前,一些国际金融机构或发达国家政府已对这类国家的债务进行了不同程度的减免,因此,它在国际上并未引起很大的反响。除此之外,还有所谓凯南、萨班斯、拉法尔斯、韦纳特等人的计划。然而所有这些计划只是关于解决债务危机的种种设想,不具备条件付诸实施。

四、债务国的联合行动与主张

债务危机爆发给债务国所带来的冲击与影响是直接而迅速的。因此,它们的第一个反映便是在宣布无力按期偿还债务本息的同时,要求提供搭桥贷款和推迟偿还期。进而在与债权人的谈判中逐步明确并形成债务国具有地区特点的做法和主张。这里主要介绍拉美债务国为解决外债问题而采取的联合行动并从中归纳出它们的债务战略主张。

(一)联合行动

联合行动所指是拉美债务国召开债务或经济会议,针对债务问题的症结以会议的共同声明或决议形式提出的方略与具体措施。自1982年以来的大致10年时间里,拉美债务国所召开的专门或有关债务问题的国际会议约10余次,其中比较有影响的有如下几次重要会议。1984年1月12日在厄瓜多尔首都基多召开的拉美经济会议,可以认为是拉美债务国第一个联合行动。与会者约30多个拉美国家代表。会议签署了《基多声明》和《行动计划》。强调拉美国家在解决本地区债务问题时要采取一致行动。会议要求债权国政府,国际金融机构和国际商业银行在外债谈判时,在外债偿还期限、宽限期和利率方面做出与拉美经济的恢复与增长相适应的灵活而现实的规定。同年5月19日,巴西、墨西哥、阿根廷和哥伦比亚四国总统发表联合声明,强烈要求美国降低利率、放宽偿还期限,增加从拉美国家的进口,减少国际贸易中风行的保护主义做法,同时倡议召开卡塔赫纳会议。

1984年6月21—22日,拉美11个重债国(巴西、阿根廷、墨西哥、委内瑞拉、秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、智利、乌拉圭、玻利维亚和多米尼加共和国)的外交部长和财政部长在哥伦比亚的卡塔赫纳市举行会议。这些拉美国家第一次专门讨论外债问题的会议。会议签署了《卡塔赫纳协议》,亦称《卡塔赫纳共同意见》,组成“卡塔赫纳集团”。《卡塔赫纳共同意见》对债务问题的解决办法提出了24点具体建议。其中包括:立即降低国际市场的实际利率和名义利率;西方国家政府和官方信贷机构提供期限长、利率优惠的贷款;保持和稳定发展中国

家出口商品价格,取消关税和非关税壁垒使债务国获得偿还债务的能力;规定还本付息应占出口收入的限额,修改国际货币基金组织强迫债务国实施的衰退性经济政策;同时要求就债务问题举行“国际对话”。会议所发表的协议内容表明,拉美债务国的债务战略较其前期发生了重大变化,即强调债权人提供新贷款用于发展项目以提高偿债能力。债务国的上述主张成为西方国家债务战略转变而于 1985 年提出贝克计划,重视债务国经济增长的一个重要促进因素。为落实《卡塔赫纳共同意见》,会议决定与 7 个工业国举行会谈,共同讨论外债问题对拉美国家政治、经济和社会的影响,以及如何振兴债务国的经济问题,同时宣布,当年 9 月在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯召开与会国部长级会议,成立“拉美债务协调委员会”,召集债务国代表商讨有关问题和如何同国际金融机构进行对话。9 月,拉美 11 个债务国卡塔赫纳集团成员国在阿根廷的马德普拉塔,而不是在布宜诺斯艾利斯,举行第二次部长级会议,会后发表了《马德普拉塔公报》。会议要求 1985 年工业国政府与债务国进行直接对话,以就债务问题达成全面谅解,共同为解决债务危机进行必要的合作。会议强调指出,债务问题已不仅仅是经济问题,不可能由私人银行和债务国来处理解决,必须通过债务国与债权国的“直接政治对话”达成谅解。马德普拉塔部长级会议是拉美国家在债务问题上采取的一次极为重要的联合行动。它将债务问题作为政治问题提出,提高了对债务危机严重性的认识。

1985 年 7 月 30 日—8 月 4 日由古巴国务委员会主席卡斯特罗发起在古巴首都哈瓦那召开了拉美和加勒比国家关于外债问题的“大陆对话会议”。参加会议的有 30 多个国家的政治、经济、新闻、工会、宗教界代表 1200 余名。会议代表要求拉美和加勒比国家团结一致解决债务问题,要求建立国际经济新秩序。在会议发言中,对于如何解决外债问题出现三种不同的意见;一种意见认为,拉美地区的外债无法偿还,应该拒付(卡斯特罗、哥伦比亚前总统阿方索·洛佩斯等这样主张),第二种意见,要求直接与国际商业银行谈判,将偿债支出限制在每年出口收入的 10%(如秘鲁的加西亚政府),第三种意见主张以对话方式解决问题。

1985 年 12 月 16—17 日在乌拉圭首都蒙得维的亚举行了卡塔赫纳集团外长和经济部长会议,会议通过了关于债务和经济增长问题的紧急建议——蒙得维的亚宣言,与会国就拉美的经济调整、贝克计划、经济增长等问题取得了一致意见。认为,再严厉的经济紧缩与调整也抵消不了外债还本付息给债务国所带来的沉重压力。这种压力在很大程度上来自于超过历史平均数数倍的高利率。声明对贝克计划重视债务国的经济增长予以肯定,但认为它对于解决债务问题仍然是不够充分的。对经济增长问题,声明特别强调“拉美各国的经济增长是一项不可推迟的要求”。对于债务国如此强烈的呼吁,美国等一些西方发达国家并没有表现出应有的积极态度。美国仍然表示:“不准备大刀阔斧的修改处理债务危机的战略”。认定解决第三世界国家的债务问题主要由债务国同商业银行谈判进行,它“不受政府支配”。对拉美国家的债务问题,西方国家坚持这个解决的原则。

1988 年 9 月在委内瑞拉首都加拉加斯召开的有 26 个成员国参加的拉美经济体系第 14 届委员会部长级会议是拉美债务国所采取的联合行动中具有重大意义的关键步骤。在会议所通过的 285 号决议基础上,拉美经济体系常设秘书处当年制定了“关于拉美和加勒比地区外债问题的建议”。建议的引言指出:“没有经济的发展,拉美和加勒比地区就没有前途”。拉美和加勒比地区各国政府重申它们将履行偿债义务,然而它们首要的根本责任是保障本

国人民的生存权利和国家的发展。在 80 年代,外债危机使该地区的发展成为失去的 10 年。从危机开始到 1989 年底,该地区对工业国家还本付息所形成的资金流出达 2000 亿美元。因此,必须大量减少资金外流数量,缓解外债带来的不稳定性,以便使拉美国家重新走上经济和社会发展的道路。经验表明,先前处理地区外债问题的规定与作法同拉美国家的发展目标是对立的。拉美和加勒比地区国家不否认进行经济结构性调整 and 改革的必要性,但要根据本国的实际情况所确立的目标和准则进行。作为调整的必要条件,要求债权人减少用于偿还债务的资金转让,使这笔资金能用于实施发展计划。在当前形势下,债权人应当意识到债务是无法偿还的,不大量削减债务本息,就没有办法解决债务问题。关键问题是大力减少向国外转让资金。为此,债务国必须共同努力确定一个一致的外债问题解决办法。

前述《拉丁美洲和加勒比地区外债问题的建议》还向商业银行债权国政府等提出如下要求:

(1)要求商业银行将目前债务面利息减少 75%,将债务本金的面值减少到原来的 50% 以下。

(2)拉美和加勒比地区债务国发行折扣长期债券。全部债券的 20% 的偿还期限为 20 年、25 年和 30 年,45% 为 40 年。债务国为上述折扣债券期满赎回建立一笔债券基金作为担保。每个债务国建立本国的保证基金,或参加国际开发银行为此目的而设立的信用基金,每年存入基金的资金额不超过债务额的 1%。3. 要求债权国政府把债务面值减少 50% 以上,年利率不得超过 5%,将重新安排的债务偿还期定为 20—40 年。免除特别落后国家的债务,同时要求巴黎俱乐部在谈判重新安排债务时放弃对债务国的过分要求。为此债权国与多边机构应修改有关法律及规定,以满足债务国的上述要求。此外,决议还要求国际货币基金组织减少对债务国的苛刻要求,应考虑到本地区各国的外部条件,以及它们国内政治、社会和行政方面的局限性。增加国际货币基金组织的贷款资金满足本地区经济发展对资金的需求。

拉美经济体系常设秘书处所制定的上述建议,基本上表明了拉美和加勒比地区债务国在债务问题上的立场和观点,是指导 1989 年以后拉美国家处理债务问题的基本准则。

1990 年 6 月 18—22 日,在委内瑞拉首都加拉加斯召开了 26 个国家的财长和经济部长会议。会议通过了拉美经济体系提出的减债建议和行动计划,即《拉丁美洲和加勒比地区关于解决债务问题的建议》。这是自 1982 年拉美债务危机发生以来拉美国家第一次联合提出的系统的解决外债问题建议。会议召开前(5 月),拉美经济体系经过对债务危机爆发以来债务解决办法的总结,提出了具体的减债建议。这项减债建议内容包括:①以减少外债本金和降低债务利息的方式,将每年外债本息支付的金额定为 25%,使拉美经济增长率达 60 年代 6% 那样的速度。②对拉美国家欠商业银行、债权国、国际多边机构的债务,以及拉美国家之间的债务进行减债处理。原则是,减少债务数额,确定低于市场利率的固定利率,以长期债券替代现有债券。上述拉美外债会议的召开就是为落实这一建议并为此制定相应的行动计划。会议确定建立部级委员会,以协调地区外债问题的行动,即“在拉美和加勒比关于外债问题提案规定的范围内,对债权国采取地区性协调行动”。同时决定将上述建议提交当年 7 月在休斯敦召开的 7 个工业国首脑会议讨论。

然而,从总体上看,拉美国家为解决债务问题所采取的多次联合行动并未最终促成债务国阵线的形成。其原因是多方面的。就债权人方面说,它们害怕债务国联合形成抗债阵线,因此自始至终对债务国实行逐个解决策略,厚此薄彼。比如,在债务危机的解决过程中,墨西哥因其地位重要而事事受到优先考虑,智利由于实行新自由主义经济政策较为彻底,也总是受到西方国家的青睐。相反,对另一些国家则给予打击或歧视。例如,秘鲁阿兰·加西区政府在1985年8月提出每年用出口外汇收入的10%来偿还外债的主张后,由于债权人担心其它债务国仿效而引起连锁反应,因此采取各种办法,终于使秘鲁受到孤立,使它的国内形势越来越困难。从债务国方面来说,它们也从民族利益原则考虑,害怕得不到贷款,从而在实际上缺乏真心实意参加联合行动。因此,在一定意义上限制了债务问题的及时解决。

(二)关于债务问题的观点与主张

债务国关于债务问题的观点与主张,可以简略归纳为如下几点:

(1)拉美债务危机的成因不能只归于债务国一方,债权人也必须承担责任。“一个急于举债,另一个渴望放款,这样两位角色合并到一起,其后果不难预见”。上述描述正是六七十年代拉美债务累积原因的写照。国际贸易保护主义以及国际经济旧的秩序,在客观上为债务国解决债务危机的努力设置了障碍。因此,拉美国家债务问题的解决应由债务国和债权国共同作出贡献。

(2)债务问题不仅是一个经济问题,也是一个敏感的政治问题。它导致债务国政局的动乱,人民生活水平下降,对拉美各国政局与社会的稳定构成威胁。

(3)拉美债务国不主张赖账,但也明确表示,如此巨额的外债是难以偿还的,仅仅靠借新债还旧债,债务问题永远得不到解决。唯一的办法是通过多种途径减少债务本金和利息的支付,大幅度延长偿债期限。

(4)正确处理偿还外债与发展经济的关系。发展经济是首要任务,没有经济的发展,就没有还债的可能。拉美国家决不同意以牺牲发展、降低人民生活水准为前提来偿还债务。为使债务国的经济得到恢复和发展,债权人应向债务国投入更多的资金、技术,以支持债务国的经济发展。当然,债务国也要制定更加开放的外资政策,以有利于吸收发达国家的资金和技术。

(5)必须改革国际贸易制度,以减少发达国家贸易保护主义对发展中国家的影响,增强债务国的出口和还债能力。

(6)债务偿还必须考虑世界环境的保护。为保护发展中国家的环境,保护地球,发达国家应将债务偿还与环境保护联系起来,将部分债务转换成对发展中国家的环境保护投资,减轻债务国环保问题上的压力。

五、解决债务危机的一种尝试——债务资本化

债务资本化,或债务与股权互换,就是把债务转换为投资。这种交易形式虽然是最古老的和最流行的,然而作为解决80年代债务危机的一种方法,首先是最大债务国巴西于1982年12月开始实行,随后在拉美债务国得到广泛普及。这种方法对于缓和债务危机起一定的积极作用,因此被国际货币基金组织视为“一条很有希望的途径”。然而,它对债务国的经济

发展也有相当的不良影响。因此,债务资本化作为解决债务危机的一种方法,其作用是有限的。

(一) 债务资本化的可行性分析

债务资本化之所以可行,在于它对参与者三方都有利,它既考虑了债权人的利益也考虑了债务人和投资者的利益,从而成为维护三者各自利益的一种缓解债务问题的方式。从债权人来说,由于债务危机,发展中国家基本上失去了偿还本金和利息的能力,许多债权银行,特别是中小债权银行对外债谈判的前景感到渺茫,对债务国未来偿债能力表示怀疑。实际上,自1982年墨西哥宣布发生债务危机后,这些银行不仅不再冒险向债务国提供新贷款,而且纷纷在国际金融市场以低价抛售债券。这种做法从表面看,债权银行有一定的损失,但实际上,一是债权银行已经收回相当部分本金和利息,二是债权银行可以通过这种形式收回一部分贷款,防止债券呆滞,三是债权银行可以利用这部分资金加速周转,进行效益更高的投资,以获取更高的利润。如果债务始终拖延下去,对这些债权银行来说,资金呆滞的损失可能会更大。对于希望到债务国进行投资的投资者来说,可以通过二级市场以低价购买债券,然后按原面值贴现后在债务国投资,从二者的差价中受益。如果某国债券价值在国际二级市场按35%比例折算的,那么投资者即可以以35%的外汇购买100%的债券原面额在债务国投资。投资者受益匪浅。从债务国方面来说,通过债务资本化可以减少外债总额,减少这部分外债利息的支付,同时增加国内投资。某些拥有部分外汇、经济状况较好的债务国还可以借机购回折扣债券,减轻本国的债务负担。

由于债务资本化对债权人、投资者和债务国均有一定的益处,因而从80年代初开始,绝大多数拉美国家都根据本国的实际,制定了有关债务资本化的法律、法规,其中包括对投资者、投资部门和地区以及投资回收年限的限制等规定。关于投资者,有的国家(如墨西哥)规定只能是非本国居民,另外一些国家(如委内瑞拉)规定的投资者范围较宽,除非本国居民外,委内瑞拉的离岸公司也可以进行投资,即使是股份持有者是委内瑞拉人也可以。关于投资行业,智利规定必须经该国中央银行批准,优先考虑创汇项目。委内瑞拉则规定为替代进口、扩大出口等具体9个产业项目。关于投资回收年限,巴西规定投在该国的资金从实现资本化之日起12年内,不得离开巴西。巴西中央银行有权为4年内的利润或股息汇出制定特殊标准。迄今为止,拉美国家的债务资本化正是在上述规则指导下进行的。在债务资本化的实际操作过程中,首先要进行债务的债券化,尔后再进行债务资本化。将债务债券化,即将外债转换成具有一定面值的债券投放到国际二级市场证券市场上出售。这便涉及到债券的售价问题。因为欲转换的债券多为逾期未还的外债,同时由于拉美国家经济形势不佳,因此它们的债券售价均大大低于其面值。1989年6月,在国际金融二级市场上,阿根廷债券的价格大约相当于其原面值的12%,智利为原面值61%,墨西哥为原面值的40%,乌拉圭为原面值的57%。债务的债券化完成之后,持券人为进行投资还必须将购买的债券在债务国中央银行以一定的贴现率兑换成当地货币,在债务国进行资本投资或入股。这就是债券资本化。发展中国家的债务资本化主要是在拉美国家进行的。以其进展情况而言,在拉美国家也是有很大差别的。巴西和智利是债务资本化规模较大的国家,也是对债务资本化较为热心的国家。

(二) 各国债务资本比的状况

1. 巴西

巴西是发展中国家中最大的债务国,为减轻沉重的债务负担,它在努力调整经济结构的同时,积极多方设法,其中债务资本化是它较早试图采用的办法之一。自 60 年代初至 80 年代初,巴西先后颁布过 5 个涉及债务资本化的法令。但由于当时国际金融二级市场尚不发达,巴西经济还处在持续增长时期,以及巴西所制定的债务资本化的法令尚不够完善等原因,债务资本化的进程相当缓慢,数额有限。

1982 年债务危机爆发后,巴西于当年正式开始实行债务资本化。截止 1986 年初,债务资本化数额已达 19.26 亿美元。1987 年 2 月,巴西政府宣布暂停支付欠国际商业银行的债务利息后,引起巴西债券持有银行的恐慌。巴西在国际金融市场的信誉因此一落千丈。国际商业债权银行在二级市场纷纷低价抛售巴西债券,投资者竞相购买。1987 年一年巴西通过二级市场实现债务资本化 7 亿美元,成为当年缓解巴西外债的重要形式。随后,巴西资本化进程又得到进一步发展。截至 1988 年 8 月巴西已有 22.7 亿美元的外债转化为投资,如果加上其它形式的转化,转化总金额达 45 亿美元。

巴西在进行资本化的过程中不断总结经验,逐步完善债务向资本转化的法规。综合而言,大致有如下具体规定:

(1) 所有在中央银行登记注册的中长期债务均在可转换成投资或股份的范围之列。1987 年 2 月政府宣布停止支付的利息部分也可以转换。但允许在证券交易所拍卖的债券,仅限于欠国际商业银行的 250 亿美元到期外债中以巴西货币形式存在中央银行的部分。

(2) 转化后的资本可在投资者中自由转让,也可以用来兴建新的企业、入股或在证券交易所购买法律所允许的股票。

(3) 为促进巴西北部 and 东北部落后地区经济的发展,在证券交易所转化的资本的 50% 必须投入落后地区的经济开发,政府对这一类投资给予一定期限内的税收减免优惠,其余 50% 可以自由选择投资地区和法律允许外资投资的部门。

(4) 法令明文禁止外国资本投资的部门(如邮电、新闻、信息、军工等)不准债务资本化的资本投资或入股。

(5) 债务资本化的资金自投资后的 12 年内不得向国外转移,但其间所得的利润、红利等均可按外资法的规定按比例汇出。

巴西主要以如下四种转换形式进行债务资本化:

(1) 在国内证券交易所公开拍卖。债券持有人通过交易所里的竞争,以一定的折扣从中央银行换回巴西货币,获得在巴西的投资权。这种形式于 1988 年 3 月开始在里约热内卢和圣保罗两城市进行,每月一次。考虑到巴西货币的承受能力,政府将每月债务资本化的金额限制在 1.5 亿美元以内。

(2) 无折扣转换。这种形式由债权银行与负债企业直接谈判进行。双方达成协议后到中央银行登记,注销外债。中央银行按照双方达成的协议,拨出相应数额的巴西货币,由债权银行在该企业投资或入股,因为这种转换可以以无折扣形式进行,巴西方面收益甚微(仅仅按原美元面值变为欠债企业的投资或股份)。这种转换形式仅限于 1987 年 7 月以前债权

银行已经提出的债务资本化申请,并在中央银行备案的到期外债部分。

(3)直接转换。这种转换由债权人和债务人谈判达成协议后共同向中央银行提出申请。经中央银行批准后,中央银行向债权人(希望投资者)兑现巴西货币。但这种形式实施范围仅限于已经到期或即将到期,并且尚未以巴西货币形式存入中央银行的外债。这种直接转换形式按规定必须打折扣,其折扣率按前三次证券交易所的平均折扣率计算。对这种直接转换形式,巴西政府对投资者的投资意向不做任何硬性规定,即除法律禁止的部门外,投资者可以自由确定投资意向。

(4)非正规转换模式或称自发转换。这是一种尚未到期债务的转换形式。这种转换形式无需经过政府,由债权银行和债务人直接谈判进行。巴西债务人用巴西货币清偿所欠未到期的债务。在这种情况下,欲在巴西投资者必须从国际金融二级市场购买未到期的巴西债券,同时通过一个经纪人寻找一家愿以巴西货币替代美元进行投资的企业,然后双方进行谈判,确定转换折扣,转换过程完结后,负债企业需申报中央银行注销外债。这种投资需按巴西外资法的有关规定进行注册。

(5)出口产品和劳务转换外债。这是一种尚在探讨中的转换形式。即外国进口商可以用巴西到期或未到期的债券替代部分外汇支付。这种形式,对债务人来说,可以减少部分债务,同时可以带动部分竞争力不强或生产周期较长的产品出口,同时,外国进口商也可以从国际金融二级市场购买折扣债券进口巴西商品,从中获取两者差价的好处。但由于这种形式在国内有较大的争议,因而尚未制定出具体的操作程序。

2. 智利

智利是继巴西之后于1985年5月开始实施债务资本化的国家。截止1987年3月,智利已有近18亿美元债务转化为资本,后来者居上,为进一步减少外债,增加国内投资,加速债务资本化步伐,1987年7月智利颁布了新的外资法,即第600号法。该法将债务资本化的内容纳入其中,提出了拉美债务资本化最为宽厚的条件。主要内容有:①任何公共或私人外债,只要其偿还期在一年以上均在资本化范围内。②债务资本化的资金可以投入任何经济部门和地区。4年后可汇出利润,10年后有权抽回资本。③将债务资本化资金用于投资出口创汇部门的投资者,智利银行可以提供部分信贷。智利是拉美较早实行经济自由化的国家,实施债务资本化的条件较为成熟,因此,债务资本化的成果较为明显。据统计,1989年1年,智利债务资本化金额即达30亿美元。1985—1989年的5年中,债务资本化总金额达80亿美元。到1990年,智利有近百亿美元的外债实现资本化,占其外债总额近50%,从而大大减轻了智利的外债负担。

3. 墨西哥

1986年4月墨西哥开始实施债务与股权互换,起步较晚,而且仅限于公共债务。到1987年6月,债务资本化金额达15.2亿美元。墨西哥的债务资本化法令大致有如下规定:

(1)债务资本化的资金可以用来购买行将私有化的国营企业和用于建立以生产出口商品为主导的企业。

(2)对有利于出口创汇和创造就业机会的债务资本化投资,中央银行实行优惠的兑换率。

(3)最初 5 年投资所得利润汇出额不得超过原债务利息额,12 年后可抽回资本。1987 年 11 月,由于高通货膨胀的影响,墨西哥宣布暂时停止债务资本化进程,但不久又取消禁令,并计划在此后的 5 年内债务资本化金额达 100 亿美元,约占墨西哥外债总额的 10%。

4. 委内瑞拉

委内瑞拉的债务资本化始于 1987 年 4 月 1521 号法令的颁布。该法令规定:①公共和私人外债均可实施资本化。②三年内投资利润汇出部分不得超过利润总额的 10%。③资本返还率每年不得超过资本总额的 20%。④政府鼓励对进口替代部门的投资。委内瑞拉有关债务资本化法律规定的优惠条件少于其它拉美国家,这是该国债务资本化的进程级慢,数额有限的一个重要原因。

5. 阿根廷

阿根廷的债务资本化始于 1987 年 4 月,其债务资本化的法令规定:①债务资本化仅限于公共债务。②债务资本化的资金可以用来投资,亦可以用来偿还内债。③债务资本化以“公共投标”的方式选择进行。④投资者在进行资金转换时,必须用同等数量的硬通资金作为配套投资。5.4 年后可以汇出利润,10 年后可抽回资本。

(三)债务资本化的问题和对策

在看到债务资本化对解决债务问题积极方面的同时,对其影响债务国经济发展的消极方面也不应忽视。实行债务资本化是有条件的,而且在这一过程中,债权银行往往处于主导地位。债权银行在认为债务资本化对自己不利时(例如国际金融二缓市场折扣比率过大,国际信贷利率提高,债务国还债能力提高等),则可能不抛售债券,这样,债务资本化便成为无源之水。对于债权银行来说,只有感到债务国的债务在短期内无望清偿时,才“被迫”抛售债券。而投资者,为获取购买债券与投资之间的最大差价受益,只有当国际金融二级市场上债务的折扣率较大时,才会购买债券投资。没有投资者对债券的购买(或债权银行直接用债券转换投资),也不能进行债务资本化。由此可见,债务国本身是不能单方面实施债务资本化的,只有当债权银行和投资者两方面同时确认对他们各自有利时,债务资本化才会出现。一般来说,债务资本化对债务国会带来如下一些问题。

1. 增加国内货币发行,加剧通货膨胀

债务资本化本身只是一种货币转换形式,外债转成“内债”。实际上并没有给债务国本身直接注入新的资金,这是与外国直接投资的主要区别所在。为了满足债务资本化对本国货币量的需求,政府至少要发行与债务资本化等量数额的本国货币。在拉丁美洲国家国内资金严重短缺的情况下,为保证债务资本化进程顺利进行,政府唯一的手段和途径是增发货币。这势必加剧债务国的通货膨胀。据国际货币基金组织估计,截止 1987 年 9 月,巴西欠国际商业银行 780 亿美元债务。如果将这笔债务的 5%实施资本化,那么,当年巴西货币发行量将增加 32.6%。也正是由于上述原因,拉美许多国家的法令始终注意控制债务资本化的数量和进展速度,以避免造成难以收拾的局面。

2. 国际收支恶化加剧外汇资金外流

债务资本化将直接影响外国投资的来源。因为外国投资者无一不希望通过国际金融二级市场低价购买债券,然后以原面值在债务国投资。从而逐步改变以往以硬通货或先进设

备、技术投资的方式,使原有概念中的外国直接投资数量下降,乃至影响债务国的国际收支项目平衡。另外,从长远来看,债务资本化的数额越大,未来外资汇出的利润、红利也就越多。债务国通过债务资本化途径减少支付的债务本息部分将逐步被债务资本化投资的利润、红利分成所顶替,进一步加剧资金外流趋势。

3. 加速经济非民族化

债务资本化的一个直接后果是经济的进一步非民族化。以巴西为例,截止 1986 年 3 月,外国在巴西的直接投资为 262 亿美元,其中 74% 投在制造业,外资企业占巴西工业生产值的 26.1%,占工业部门工资的 23%,占工业部门就业人数的 19%。可以想像,如果按目前的速度实施债务资本化,几十亿,成百亿美元的资本化资金的投入,势必加速经济的非民族化,有可能导致对受资国经济的控制和政治的干预。大量的外国资本在自认为条件不利的情况下抽回,必将影响债务国的经济发展。

由此可见,拉美许多债务国普遍实施的债务资本化,只是在它们未找到更好解决办法情况下的一种可供选择的方式,并非灵丹妙药。也正因为如此,许多拉美国家在债务资本化问题上谨慎从事。进展比较缓慢,已经债务资本化数额与债务余额相比极为有限。1989 年布雷迪计划提出后,整个拉美债务资本化进程速度明显下降,数额也明显减少,债务国更趋向于选择减债、减息、大幅度延长偿还期限或提供新贷款等缓和债务危机的解决方案。当然,它们也没有轻易放弃债务资本化这一途径。问题是应该逐步总结经验教训,在寻求其它解决方法的同时,不断完善这一形式,使之更有利于债务国债务的减轻,成为解决拉美债务问题的一种较为完善的方法。

六、国际货币基金组织、世界银行与拉美债务

(一) 拉美国家与国际货币基金组织的关系

1. 总体状况

1944 年国际货币基金组织建立后,绝大部分拉美国家先后成为其成员国。历史地考察,拉美国家与国际货币基金组织的关系基本上是正常的。自 50 年代起,国际货币基金组织与拉美国家开始发生重要的业务关系。先后于 1954、1956 年派使团去智利和玻利维亚协助其制定经济政策。1957 年帮助巴拉圭进行税制改革。1958 年由于该组织的担保,哥伦比亚得到了美国进出口银行的一笔贷款。1959 年乌拉圭所进行的货币与外汇制度改革也是在国际货币基金组织的影响下进行的。欧洲战后经济的复苏在客观上促进了拉美与国际货币基金组织双方关系的发展。起初,国际货币基金组织主要向拉美国家提供官方贷款,用以解决这些国家因国际、国内经济形势变化所引起的国际收支问题。据统计,1954—1980 年,国际货币基金组织与拉美国家共签订了 231 项支持信贷和补充信贷协议。协定总金额达 73.48 亿特别提款权。这些贷款对平衡拉美国家的国际收支,推动民族经济的发展和克服短期经济困难,都起了积极作用。

随着经济建设的进行,拉美国家对资金的需求越来越大。它不仅需要短期贷款用以平衡国际收支,更需要以发展经济为目的的中长期贷款。根据国际货币基金组织与世界银行的职能分工,这种性质的贷款虽然应当由后者提供,但是向它提出申请的先决条件之一是要获得国际货币基金组织加盖的“许可章”。国际货币基金组织为适应发展中国家经济现代化的进行,

特别是 1982 年债务危机以后对资金需求的扩大,对其贷款条件不断有所修订。1986 年 3 月国际货币基金组织设立了结构调整贷款,同时改进中期贷款办法,1988 年设立了补偿和应急贷款等,以支持发展中国家,特别是拉美重债务国的以经济增长为目标的经济调整。

1982 年拉美债务危机爆发后,国际商业银行基本上停止了向重债国提供新贷款。作为国际金融机构的核心,国际货币基金组织在国际信贷中的作用更加突出起来。据统计,1982—1986 年期间,国际货币基金组织与拉美国家签定的补充贷款协定和中长期贷款协定的贷款金额占同期拉美所得全部贷款金额的 75%,约 100 亿特别提款权,远远超过该组织 1954—1980 年 26 年中向拉美提供的 73 亿特别提款权。国际货币基金组织不仅成为拉美国家的主要债权人之一,而且是债务国与国际商业银行谈判签订新协议取得新贷款的调解人和担保人。在拉美国家债务累累的情况下,国际商业银行债权人往往以国际货币基金组织的担保作为谈判提供新贷款的先决条件,以减轻风险。当然,国际货币基金组织也不是无条件行事,通常以其本身的主张强加于贷款申请国。其章程规定,凡向国际货币基金组织申请贷款的国家必须向它提出恢复和稳定经济计划的意向书。意向书在经过该组织批准后还要按季、半年、年度定时向它提供计划执行情况的报告。国际货币基金组织以意向书执行情况为据决定是否继续提供或暂停提供贷款,同时这也是债务国是否能与商业银行进行谈判取得贷款的信号。

总之,1982 年债务危机以后,拉美国家同国际货币基金组织之间的关系更加密切。国际货币基金组织的职能在解决债务危机的过程中得到进一步扩展。第一,它的职能由原来仅仅提供短期贷款发展为提供中期贷款和经济结构调整贷款;第二,成为拉美债务国与国际商业银行之间的谈判的调停人和担保人;第三,协助债务国制定经济计划。由此可见,它对拉美国家经济的恢复与债务危机的解决发挥着一定的积极作用。但是,在拉美国家与国际货币基金组织的关系中,国际货币基金组织始终处于主导地位,贷款的提供与否基本上取决于该组织。据国际货币基金组织统计,1983 年 2 月—1985 年 3 月,共有 17 个国家同该组织签订过稳定经济计划,然而没有一个国家能够按照协议完成计划,几乎全部中途夭折,因而贷款中断。造成贷款中断的原因是复杂的,但国际货币基金组织可以以任何借口中断协议执行,不能不说是主要的。巴西曾与国际货币基金组织签订过 1984—1986 年的 3 年协定。在这 3 年中,协议两次被中断。被中断的唯一理由是“巴西未能完成国际货币基金组织所规定的金融和财政目标”。墨西哥几乎完全履行了与国际货币基金组织所签订的 1983—1985 年协定。国际收支经常项目盈余达 50 亿美元,超过计划规定的可以亏损 40 亿美元的目标。但国际货币基金组织又以“经常项目盈余影响国内计划的执行”为由中止协议。正是由于上述原因,一些拉美国家与国际货币基金组织关系几度紧张,自然是不难以理解的事情。

2. 几个主要拉美国家的状况

(1) 阿根廷。1956 年阿根廷成为国际货币基金组织和世界银行成员国。自 1958 年 12 月阿根廷与国际货币基金组织签订第一项协定到 1985 年共计 27 年间,其中有 14 年阿根廷政府是按照与国际货币基金组织达成的经济计划协定指导其经济运行的。在这期间双方共签订了 14 项贷款协定,3 次(1961、1983 和 1984)因阿根廷未完成计划目标而被中止协议执行。

1964—1975 年,阿根廷经济发展较快,国内生产总值年均增长 4.4%,其中工业年均增长 6.7%。70 年代后半期经济增长开始减缓。1975 年经济出现危机,被迫求助于国际货币基金组织,要求提供新贷款。1976 年 7 月—1977 年 11 月双方签订了两项协定,协定要求阿根廷在

短期内减少国际收支赤字,降低通货膨胀率,使经济恢复增长。为此,阿根廷制定了一个完整的发展计划。结果,除通货膨胀目标外,其余指标均完成。为实现所规定的通货膨胀指标,阿根廷政府也竭尽全力。限制国内货币发行,提高信贷利率,冻结工资,抑制消费,增加国内积累,限制公共开支,增加税收。1980年阿根廷国际收支经常项目赤字达48亿美元(33亿为外贸赤字,15亿美元为信贷利息),政府被迫对经济进行大幅度的调整。1982年末,阿根廷政府宣布无力偿还债息,要求国际货币基金组织提供新贷款。经过艰苦谈判,1983年1月,双方达成协议,国际货币基金组织为其提供为期15个月的中期贷款。协议规定阿根廷必须活跃经济,减少失业,改善对外贸易状况。计划执行开始顺利,后因种种原因,阿根廷方面未完成协议指标,贷款中断。1984年双方重新谈判。协议目标为反通货膨胀,平衡国际收支,扩大私人投资、减少财政赤字。当年12月,因阿根廷未实现计划中的财政指标,国际货币基金组织再次停止应于1985年2月提供的贷款,1985—1990年期间,阿根廷政府与国际货币基金组织之间就是在这种协议的签订、执行、中止、再签订、再执行、再中止中,维持和发展双方的关系的。

(2)巴西。在50年代末正是其它拉美国家与国际货币基金组织积极发展关系的时候,巴西却因国际货币基金组织拒绝接受库比契克政府(1956—1961)的要求而关系破裂。随后在夸德罗斯政府(1961.1.31—1961.8.25)执政时由于放松了外汇管制政策,双方关系恢复正常。但是在1982年拉美债务危机爆发前,巴西因经济发展较为顺利,很少求助于国际货币基金组织。债务危机爆发后,1982年11月巴西被迫向国际货币基金组织提出贷款申请,为此,按照国际货币基金组织的要求,制定经济调整计划。截止1985年,巴西共向该组织提交6份计划意向书。其次数之频繁超出了国际货币基金组织提出的一个国家每年只能向它提交一份意向书的惯例。巴西所提出的意向书的计划目标多为短期的(3—6个月),而且往往不能按约履行。巴西在履约方面,一般来说,对外经济指标执行较好,对内经济指标,尤其是降低通货膨胀指标几乎无一完成。如1984年原计划经常项目赤字40亿美元,执行结果有盈余。1983—1984年原计划国际储备增加30亿美元,结果增加了37亿美元。但通货膨胀却由1982年的100%上升为1984年的224%。在80年代,巴西曾两次(1983和1987年)宣布暂停支付债务利息。1989年7月又以技术原因为由非正式地停止向商业银行付息。1990年1月又停止向巴黎俱乐部付息。从而导致巴西同国际货币基金组织和国际商业银行的关系紧张,外债谈判也经常中断。科洛尔政府于1990年3月执政后,力图改善同国际货币基金组织和商业银行的关系。1991年12月4日,巴西政府向国际货币基金组织提交了一份新的意向书,对降低公共赤字、通货膨胀率、提高经济增长率和开放市场等提出了新的保证。结果,国际货币基金组织于1992年1月29日予以通过。巴西因而得到20亿美元的新贷款。国际货币基金组织干事长康德苏于1991年12月和1992年5月访问巴西,对巴西经济政策大加赞扬。巴西与国际货币基金组织关系的改善促进了它与国际债权银行的谈判,结果于1992年7月9日就巴西欠600家国际商业银行的440亿美元债务处理达成协议,使其债务得到相当程度的减免。

(3)墨西哥。70年代墨西哥加速发展石油工业。在国内资金不足的情况下,由于当时欧洲石油美元充裕,借贷发展便成为这一时期墨西哥经济发展战略的主要特征。1973—1982年期间,墨西哥共借外债487亿美元,其中公共部门借债419亿美元,私人借债72.6亿美元。70年代末,由于工业生产下降,国际信贷利率上升,墨西哥经济到80年代初已进入历史上罕见的危机时期。1982年8月22日墨西哥政府宣布暂停支付欠国际商业银行的债务,要求延期3个

月支付公共部门债务,同时向国际货币基金组织提出贷款申请。这一年,墨西哥国内生产总值下降 5.2%,公共赤字占国内生产总值的 17.6%,国际收支赤字 137 亿美元。当年外债还本付息额占出口收入 75%,通货膨胀率 98.8%。经过谈判,墨西哥与国际货币基金组织于 1982 年 12 月签订了 1983—1985 年 3 年补充贷款协定。协定规定,国际货币基金组织向墨西哥提供 39 亿美元贷款用以解决墨西哥的进口需求。其间,墨西哥向国际货币基金组织已提交了三份经济稳定计划意向书。1985 年墨西哥外债已高达 980 亿美元,1986 年 8 月,双方又签订一项协定,国际货币基金组织同意提供 14 亿美元贷款(为期 18 个月),但因墨西哥未能按协议履约,贷款因此而中止。1987 年国际货币基金组织又向墨西哥提供 28 亿特别提款权财政资助,用于该国 1989—1992 年经济调整计划,以后国际货币基金组织又为其追加部分贷款。与此同时,世界银行也向墨西哥提供 15 亿美元经济结构调整贷款。在国际货币基金组织的周旋和布雷迪计划的指导下,1989 年 7 月 23 日,墨西哥与国际商业银行就 485 亿美元外债达成减免协议。与此同时,墨西哥与巴黎俱乐部就所欠 26 亿美元债务也达成类似协议。至此,墨西哥的债务危机大大缓和,不再成为影响经济恢复和发展的主要障碍。

(4) 秘鲁。1950—1979 年期间,秘鲁经济是一种半封闭型经济,1980—1984 年逐步开放。秘鲁的公共外债形势从 1965 年开始逐步恶化。1984 年外债总额达 74 亿美元。外债还本利息占当年出口收入 75%,占国内生产总值 42%,外债总额占国内生产总值 65%。1950—1984 年,秘鲁与该组织共签订了 21 项支持信贷协议,但其中只有 8 项协议付诸实践。协议内容主要涉及秘鲁实行金融与财政紧缩政策,调整汇率,鼓励出口业的发展等。1968 年 10 月军政府上台后,采取替代进口发展模式,实施贸易保护主义措施,国家加强对经济的干预程度,建立了一批国家企业。国家财政和国际收支赤字在随后的几年都有所增加。尽管在 1975 年秘鲁政府对经济政策进行了修改,但仍未能改变经济形势。1970—1984 年期间,秘鲁与国际货币基金组织签订了 6 项协议。其中,1977 年 11 月,签订了一项为期 2 年,总额为 9000 万美元的贷款协定。为此,秘鲁答应平衡国际收支和降低通货膨胀率。但因秘鲁未能履约,协议几次被迫停止实行。1978 年 9 月双方又签订一项支持信贷协定,金额为 1.84 亿特别提款权,期限为两年半。当时秘鲁的出口形势有所好转,国内经济调整政策按计划执行。但终因通货膨胀率不仅没有下降反而上升(由 1978 年的 58%上升为 1979 年的 68%),国际货币基金组织于 1979 年 8 月停止执行 1978 年的协定。后经秘鲁政府一再要求,国际货币基金组织考虑到该国 1978 年的经济状况及其实行进口开放政策,同意予以恢复并增加了贷款。然而,直到 1980 年秘鲁的通货膨胀问题不但没有解决,反而加剧。1981 年,秘鲁出口商品的国际市场价格大幅度下降,经常项目赤字增加,公共部门赤字由 6%上升为 8.5%。当年末,外汇储备仅相当于 5 个月的进口数额,经济进入严重危机状态。在这种情况下,于 1982 年 6 月秘鲁又同国际货币基金组织签订了一项为期 3 年,总金额 6.5 亿特别提款权的补充贷款协议。当年,秘鲁经济情况进一步恶化,国内生产总值下降 12%,公共赤字达到 13%,通货膨胀率为 125%,未能完成与国际货币基金组织达成协议所规定的目标。协议被停止实施。1984 年 2 月 3 日秘鲁再次同国际货币基金组织达成为期 1 年半,金额 2.5 亿特别提款权的协议。但秘鲁方面又未能履行协议,1984 年年中,国际货币基金组织停止贷款拨付。

1985 年 7 月阿兰加西亚政府执政后,强调反通货膨胀和改善收入分配,为此,政府宣布

每年最多偿还出口额 10% 的债务本息,其余出口收入用于投资和扩大进口。秘鲁政府的这一决定遭到国际货币基金组织和国际商业银行的强烈反对,对秘鲁停止一切新贷款。秘鲁 10% 的偿债计划难以实施,实际上,1985 年秘鲁偿还债务本息 10.8 亿美元,占当年出口收入的 36%,1986 年偿还 7.69 亿美元,占当年出口收入的 30.6%。1986 年秘鲁经济有较大的转机,国内生产总值增长 9.1%,通货膨胀率下降为 62.9%,但同时进口也大幅度增加,国际收支状况没有根本性好转。1987 年以后,国内政局动荡,国际收支恶化,迫使秘鲁同国际货币基金组织谈判,执行新的趋向更加开放的经济政策。但由于已提出的计划往往不能如期实施,与国际货币基金组织达成的协议一次又一次地被中止执行。

综上所述,拉美国家同国际货币基金组织之间的关系不仅有较长的历史,而且在 80 年代拉美债务危机中得到进一步密切。目前,国际货币基金组织是拉美地区的主要债权人、投资者,同时又是拉美债务国同国际商业银行对话、谈判的中介人,也是拉美经济结构调整的“指导者”。经过多年的实践,拉美各国已经充分掌握了与国际货币基金组织进行谈判的技能,它们充分利用这一机构为克服经济困难、缓解债务危机服务。国际货币基金组织对拉美经济的调整、恢复和发展起了一定作用。但是,拉美国家从国际货币基金组织获得贷款并非易事。首先,该组织要求贷款申请国必须制定它所认可的经济稳定与恢复计划;其次,国际货币基金组织对所批准的贷款采取分期分批发放制,一旦债务国因某种原因未能履行协议中的某项规定,贷款可随时被中断;第三,债务国与国际货币基金组织之间的谈判旷日持久,而且在谈判中,国际货币基金组织始终处于主导地位。它向贷款申请国提出种种要求,迫使债务国开放经济,实行国家企业私有化,充分发挥私人经济的作用,以扩大债务国与债权国之间的贸易,增强债务国的偿债能力,使其摆脱债务的困境。鉴于拉美国家的债务现状与经济形势,可以认为,在今后相当长的时间内,拉美国家仍然离不开国际货币基金组织。国际货币基金组织在拉美债务问题的解决、经济的恢复和发展上仍将起重要作用。

(二) 拉美国家与世界银行的关系

1. 总体状况

尽管世界银行与国际货币基金组织在某些方面有相似之处,但它们的职能和作用是有较大差异的。世界银行的贷款对象主要是发展中国家,特别是经济较为落后的发展中国家。它所发放的贷款多为项目贷款,主要用于基础结构和基础设施建设。70 年代以后,由于发展中国家的基础设施有所改善,世界银行逐步扩大了对经济结构调整、农业、人口及教育方面的贷款。世界银行贷款期限长,利息低,宽限期也较长。它以政府为对象提供信贷,但目前已有向大型私人企业发放贷款的意向。

世界银行成立以来,拉美和加勒比地区国家是它的主要求贷者之一。自世界银行建立至 1981 年 6 月 30 日,它发放贷款总计 681 亿美元,其中向拉美地区发放 220 亿美元,所占比例最大,为 32.3%。截至 1985 年 3 月 15 日,世界银行总计向拉美和加勒比地区国家发放贷款 320 亿美元,约相当于其同期发放贷款总额的 1/4。随着实力的增强,世界银行向拉美和加勒比国家发放贷款数额不断增加。拉美国家从世界银行所得贷款占其所得贷款总额的比重也越来越大。1979 年,拉美国家从世界银行所得贷款占该地区所得中长期贷款比率为 4.4%,1983 年上升为 9%。这一比重上升的重要原因,一是由于债务危机的影响,国际商业银行的贷款急剧下降,二是因为世界银行改革贷款机制,推出特别行动计划项目贷款,

增加贷款数额。世界银行向拉美国家发放的贷款呈如下特点：

(1) 贷款数额增减呈马鞍形。这是由拉美国家的经济发展与对资金需求,以及世界银行本身的贷款政策变化所决定的。据统计,世界银行给拉美地区的贷款,1954—1958 年期间,年均增长 0.2%,1958—1968 年为 11.4%,1968—1977 年 9.6%,1971—1981 年 2.6%,1981—1984 年 3.5%。

(2) 对大国和经济基础较好的国家贷款较多。截至 1985 年 3 月 15 日,巴西接受世界银行贷款总额达 103 亿美元,墨西哥 73 亿美元,哥伦比亚 44 亿美元,秘鲁 17 亿美元。仅这 5 个国家从世界银行所得款贷款就占拉美地区从世界银行所得贷款总额的 79.26%。

(3) 贷款从资助基础设施建设为主逐步转向以支持工、农业发展与社会服务项目建设为重点。这一特征可以从 1947—1984 年的贷款价值分配表中看出。

附表 9 世界银行贷款项目分配(1847—1984)

财政年度	基础设施		农 业		工 业		社 会		计划项目		总 计	
	总计	拉美	总计	拉美	总计	拉美	总计	拉美	总计	拉美	总计	拉美
1947—1957	48.2	87.7	5.0	6.7	11.2	4.5	0.4	—	35.1	1.1	100.0	23.3
1958—1968	67.9	82.9	8.8	10.3	18.3	4.5	3.7	2.2	1.4	0.0	100.0	26.6
1969—1979	36.6	43.6	27.4	22.3	17.7	18.0	12.8	12.4	5.6	3.7	100.0	24.3
1980—1984	35.6	35.7	26.2	25.5	16.0	20.9	13.2	15.7	9.0	2.2	100.0	22.9

注释:基础设施包括:能源、邮电通讯、交通运输。

工业包括:中小企业和开发性金融部门。

社会包括:教育、人口、卫生、营养、城市发展等。

计划包括:技术援助和旅游。

1980 年以后,世界银行认为拉美国家陷入经济、债务危机的根本原因是它们的经济结构不合理,现行的经济结构无法适应国际经济与贸易发展的需要,因此,向拉美国家发放贷款强调用于其经济结构的调整。但由于美国和其它国家的反对,世界银行不得不作出它用于经济结构调整部分贷款的发放额不得超过贷款总额 10% 的规定。在给各国的贷款中,这一指标不得超过 30—40%。一些拉美国家认为,经济结构调整是一项系统工程,牵涉面广,耗资巨大,世界银行对经济结构调整所发放的限额贷款及提出的各种条件对发展中国家,特别是对拉美国家没有吸引力。这是因为:

(1) 世界银行发放的经济结构调整贷款的条件与国际货币基金组织所提出的贷款条件如出一辙。更有甚者,它的贷款(用于经济结构改革)的前提之一是受资国必须与国际货币基金组织签定稳定经济计划,它们对此不感兴趣。

(2) 经济结构调整是一次经济战略转变,需要巨额资金。世界银行发放的结构性贷款极为有限。另外,80 年代拉美国家债务累累,经济困难重重,缺少应有的国内配套资金。

(3) 拉美国家普遍担心,国际货币基金组织短期贷款条件再加上世界银行提供的中长期贷款条件将会严重束缚它们发展经济的自主权。因而,拉美一些国家宁愿申请某种项目贷

款或特别行动计划贷款,也不愿申请经济结构调整贷款。截至 1985 年,只有几个拉美小国,如牙买加、玻利维亚、圭亚那、巴拿马和哥斯达黎加等曾接受过这类贷款,但效果并不理想。1980 年玻利维亚的经济结构调整计划因政变而放弃。1981 年圭亚那因未能履行与国际货币基金组织所签订的协议,所以与世界银行签订的经济结构调整计划也便告吹。1983 年巴拿马、1985 年的哥斯达黎加曾先后与世界银行达成进行经济结构调整的协议,但均由于本国资金短缺,结果不尽人意。牙买加是一个例外。1982 年牙买加经济开始出现困难,经济形势恶化。恶化的主要原因是牙买加出口的拳头产品铝矾土的国际市场价格大幅度下降。单一产品出口明显表现出其经济结构的脆弱性。1981 年牙买加同国际货币基金组织签订一项中长期贷款协议,又同世界银行签订一项经济结构调整协议。国际货币基金组织的贷款主要用于短期经济稳定计划,世界银行的贷款主要用于加强中长期经济结构调整。世界银行发放贷款的条件是牙买加必须开放市场,实行国家企业私有化,进行财政改革,改革牙买加长期以来实行的替代进口战略。该计划到 1985 年取得了一些成果,经济结构也发生了令人瞩目的变化。世界银行的贷款不仅弥补了牙买加的国际收支赤字,增加了牙买加的投资资金,而且在某种程度上也改变了牙买加单一产品出口的经济结构。据预测,牙买加未来仍然要在相当程度上依靠世界银行的贷款,以加速经济结构的改革。

2. 几个主要拉美国家的状况

(1)巴西。巴西是拉美诸国中接受世界银行贷款是多的国家。从世界银行创立至 1985 年 3 月 15 日,巴西共与其签订 131 项贷款协议,协议总金额达 103 亿美元。但是这些贷款的绝大部分是在 60 年代中期以后发放给巴西的。在 50 年代。巴西曾与世界银行发生过摩擦。当时尽管巴西经济年均增长 6.8%,年通货膨胀率从未超过 20%,但该组织仍然借口巴西缺乏还债能力而不向它提供信贷,直到 1964 年军政府执政后,世界银行才恢复向巴西提供贷款。70 年代末,巴西已经成为拉美接受世界银行信贷的主要国家之一。在 1979—1982 年期间,世界银行对巴西的贷款翻了一翻,1983 年和 1984 年,世界银行每年向巴西提供 13 亿美元贷款。然而,由于巴西经济困难,缺乏配套资金,所以这些贷款未能充分发挥其效益。另外,世界银行发放贷款的前提是要受资国实行国营企业私有化,调整物价以及贸易开放等。这些在当时均不为巴西政府所接受。80 年代后期,巴西由于债务危机和经济衰退,加强了与世界银行之间的关系。这种关系虽因巴西同国际货币基金组织的关系紧张而受到影响,但世界银行基本上未有间断向巴西提供贷款。据统计,1985 年—1990 年的 5 年间,世界银行总计向巴西发放贷款 72 亿美元。在 80 年代世界银行总计向巴西发放 120 亿美元的贷款中,37 亿美元用于能源开发。其他项目所得贷款如此:农业 30 亿美元,交通运输业 29 亿美元,信贷部门 25 亿美元,城市发展 22.5 亿美元,工业 13 亿美元,医疗和营养 10 亿美元。除此之外,世界银行还组织其他国际金融机构联合向巴西提供贷款。1974—1984 年期间,巴西得到 40 亿美元上述类型贷款。

(2)哥伦比亚。哥伦比亚与世界银行保持着一种较为特殊的关系。从 1949 年以后,除 1957 年和 1965 年外,哥伦比亚几乎每年都从该行得到数量不等的贷款。因此,可以说,世界银行对哥伦比亚近几十年的经济发展起了重要作用。它的政策对哥伦比亚的经济政策运行颇有影响。哥伦比亚与拉美其它国家有一个重要的不同点,即它并不鼓励公共部门过分参与国内投资,投资资金的来源主要借助于双边信贷。这样,世界银行对哥伦比亚始终保持

较高的投资水平起了积极作用,从而使它无需过多地求助于国际商业银行的信贷。这也是哥伦比亚没有象其它拉美国家那样发生严重债务危机的一个重要原因。另外,世界银行的贷款也是哥伦比亚汇率保持稳定的重要因素之一。当然,这只是问题的一个方面。从另一方面来看,由于哥伦比亚较大地依赖世界银行的贷款,这样,它的贷款减少,哥伦比亚公共投资水平就将下降,从而使世界银行的贷款在为左右哥伦比亚经济增长速度的因素之一。此外,由于世界银行的贷款集中投向电力和交通运输部门,而忽视对农业、卫生饮水,以及对贫困阶层的资助,从而使哥伦比亚的社会差别悬殊问题较为突出。这种情况已经引起双方的注意,自 80 年代后半期始,世界银行已将信贷重点转向农业开发、城市环境改善和贫困问题解决方面。

秘鲁。秘鲁是世界银行的第一批会员国之一,多年来一直同世界银行保持良好的关系。从成为世界银行成员国开始至 1985 年 3 月,秘鲁与世界银行共签订过 58 项贷款协议,贷款总额 17 亿美元,其中 43% 是 1982 年拉美债务危机后签订的。世界银行给秘鲁的贷款绝大多数用于农业(约占 25%),其次为工业和能源(约占 22%)。由于秘鲁经济困难,缺乏与世界银行贷款相配套的资金,因而,相当一批贷款未能发放。世界银行贷款的发放同国际货币基金组织的贷款发放一样,是有条件的。1979 年世界银行同意向秘鲁发放一笔贷款,但前提是秘鲁必须进行汇率、贸易、财政金融改革。1983 年秘鲁向世界银行申请一笔用于经济结构调整的贷款,但世界银行以秘鲁经济困难,缺乏偿还能力为由予以拒绝。以后,虽然秘鲁又利用世界银行 1983 年设立的特别行动计划,再次申请贷款而得到满足,但纵观双方关系史可以知道,秘鲁不象哥伦比亚那样较易又较多地得到世界银行的贷款。

(三)美洲开发银行对拉美发展和债务危机解决的作用

美洲开发银行由 20 个美洲国家政府于 1959 年 4 月 8 日创建,1960 年 10 月 1 日正式开业。作为区域开发银行,其任务是资助西半球经济发展和社会进步。起始,巴西、墨西哥、阿根廷、委内瑞拉以及美国,是它的最大认股者。美国认股数额占有优势,因此该行业务运营一直受其对外政策影响。70 年代以后,其他发达国家,诸如加拿大、日本和德国等也先后参与该行业务,目前已有 45 个成员国。随着股金结构的变化,美国在该行的股金比例明显下降。尽管如此,但它依然对该行的信贷政策起举足轻重作用。

美洲开发银行的信贷主要有普通业务信贷和特别业务基金信贷两种。自成立至 1992 年,美洲开发银行向拉美国家发放信贷共计 555 亿美元。信贷投向的重点领域是能源、农渔业、工矿业,以及社会发展。1982 年拉美债务危机爆发后,美洲开发银行曾因融资困难,一度减少对拉美国家的信贷。但随后不久,该行在世界银行的协助下,信贷发放数额得以恢复并有所增加。据统计,1981 至 1990 年,美洲开发银行向拉美国家发放信贷总额为 290 亿美元。1991 年 53.3 亿美元。1992 年 59.92 亿美元。但在 1961 至 1980 年间仅为 180 亿美元。美洲开发银行信贷发放的对象虽然较广,但几个大国却是该行信贷的最大受益者。1961 至 1990 年期间,在美洲开发银行向拉美国家发放的 470 亿美元信贷中,巴西得 74.39 亿美元,占 15.8%。其他 4 个国家的相应指标是,墨西哥 64.40 亿美元,占 13.7%;哥伦比亚 44.74 亿美元,占 9.5%;阿根廷 44.07 亿美元,占 9.4%;智利 40.18 亿美元,占 8.5%。

债务危机爆发之后,为适应新形势,美洲开发银行将其贷款方针作了相应调整,从而形成该行业务活动的新特征,具体说来,主要有以下几点:

1. 强调信贷发放与拉美国家经济调整与改革挂钩

1989 年,该行向智利提供 3.6 亿美元贷款,资助它的私人企业进行结构调整。1990 年,美洲开发银行用于“部门调整”贷款为 13 亿美元,占该行当年信贷总额的 35%。其中 3 亿美元提供给墨西哥,以改善交通和通讯设施;向委内瑞拉提供 3 亿美元,资助其改革公共和私人金融部门。向洪都拉斯和牙买加分别发放 6000 万和 5000 万美元,用于调整农业结构等等。

2. 扩大对中小企业(包括中小农户)的信贷数额

早在 70 年代末,美洲开发银行就制定了小型项目贷款计划,强化对小企业和小农业生产者的资助。债务危机爆发后,这项工作又有所发展。1978 至 1988 年期间,该行对 165 个项目发放了 7200 万美元贷款,1989 和 1990 年又提供了 2300 万美元。1990 年美洲开发银行成立了中小企业局,专门负责对拉美中小企业的信贷业务。

3. 增加对私人企业的信贷

80 年代以后,拉美国家普遍实行经济开放政策,强调发展市场经济和发挥私人企业积极性。美洲开发银行顺应这一历史潮流,逐步增加对私人企业的信贷额度。1985 年,该行对阿根廷一家私营无缝钢管厂提供 4000 万美元信贷。1990 年 9 月,美洲开发银行颁布鼓励私人企业发展的文件,并于当年 10 月提出了《行动计划》,同时建立分支机构“美洲投资合作基金领导委员会”,以便为私人企业发展融通资金。

4. 始终坚持社会发展是该行信贷投向的重点领域

美洲开发银行自成立以来,发放的许多贷款都是用于改善低收入人民生活条件的。债务危机爆发后,拉美社会因经济衰退而引发的严重社会问题,美洲开发银行给予了特别的注意。据统计,1961 至 1992 年间,该行向拉美国家贷款资助了 500 个社会发展项目,总计金额 111 亿美元,占它同期信贷总额的 20%。为了解决拉美特困地区的问题,美洲开发银行还建立了“紧急社会投资基金”。

5. 积极参与债务问题的解决

1990 年 6 月美国提出美洲倡议后,美洲开发银行给予积极响应。1991 年 5 月,该行制定了关于减免债务的规定。债务国申请债务减免的重要条件是必须制定一项得到该行认可的计划。其内容包括债务国的经济将作如何调整、融资措施,以及关于经济发展前景的分析等。几个拉美小国已照此实行并取得了一定效果。为扩大信贷以支持拉美地区缓解债务问题和恢复经济发展,1989 年该行曾制定了《1990—1993 年信贷计划》。根据这一计划,美洲开发银行将向拉美地区提供 225 亿美元贷款。这对拉美地区的经济发展无疑是有益的。

七、拉美国家对经济的调整

任何体制的经济在其长期的运行过程中都可能经历某种程度的失衡,表现出增长势头下降、失业增加、商品短缺与黑市“繁荣”、通货膨胀、国际收支困难、外债负担增加等等。上述现象可能几种共生或者所有现象同时发生。单一的或暂时的失衡情况,政府往往以财政和货币手段随时予以纠正,这种意义上的调整是伴随着经济的运行而不继地进行。然而,我们这里所论述的拉美国家经济调整是在各种失衡现象同时出现的情况下进行的。这种调整开始于 70 年代中期,而 80 年代债务危机爆发后,得到进一步的深化与推广,成为解决债务

问题的战略措施。

80 年代中期之前,拉美国家的经济调整一般表现为以偿还债务为主要目标,以紧缩措施为基本内容,例如削减公共开支、压缩投资、限制进口、控制工资增长,遏制通货膨胀等等。如巴西在 1983、1984 和 1985 年将联邦政府财政开支分别削减 12%、1.5% 和 10%。墨西哥政府也连续几年实行紧缩政策,1985 年曾将公共开支削减 29.16 亿美元,因此停建了一批工程项目。委内瑞拉 1983 年压缩 10% 的公共开支后,1984 年又削减 100 亿玻利瓦尔。阿根廷等其它一些国家也有类似的做法。在抑制通货膨胀方面,最典型的例子是阿根廷与巴西它们先后于 1985 和 1986 年实行的“奥斯特拉尔”计划和“克鲁扎多”计划。这两个计划虽然以失败而告终,但制订者的政策意图是与通货膨胀作斗争。秘鲁政府也于 1985 年采取了控制通货膨胀措施,并从 1986 年 1 月 1 日发行新货币“因蒂”。为改善国际收支,拉美国家则鼓励出口,压缩进口。委内瑞拉在 1982 至 1983 年曾先后禁止 198 种产品进口,并于 1984 年改行多重汇率制。其它一些拉美国家在 80 年代初不断实行本国货币贬值政策,以从价格方面提高本国产品的竞争力,同时增加非传统产品出口。然而,这种紧缩性调整并未带来预期的效果。其原因有国际经济环境不利的因素,但本国经济结构僵化不能不是一个关键的因素。比如说,由于长期实行进口替代、限制外部竞争、国营企业膨胀、私人企业严重依赖政府信贷补贴,实行进口许可证制度等等,在拉美国家普遍造成了一种封闭的、高成本的经济结构。这种为满足国内市场的工业化过程与使用大量外债有着内在的矛盾,即不能通过出口为偿还债务创造必要的外汇。与此同时,政府保持着低效率工业,使用国内资金的比例越来越大。这是造成发展基金枯竭、难以维持的巨额预算赤字和不断增长的内债和外债的基本原因。世界银行副行长 S·夏希德·侯赛因的上述见解可以认为是国际货币基金组织和世界银行要求拉美国家进行经济调整与改革的指导思想。正是在这种思想的指导下(在某种意义上可以说是强加的),拉美国家于 80 年代后期普遍实行结构性调整,以实现“以发展促还债”的根本目标。如此内容深刻而广泛的经济调整,表现为如下四个方面。

(一) 经济结构调整

早在六七十年代,部分拉美经济学家就曾提出过拉美经济结构调整问题。但由于当时替代进口战略在全地区依然居于主导地位,强调保护国内市场和优先满足国内市场需求,信奉国际分工理论和过分强调发挥本国初级产品和原料生产的优势,因此,绝大多数拉美国家无意改变以生产原材料和出口初级产品的经济结构。替代进口战略的实施使经济结构调整难以实施,70 年代末和 80 年代初,替代进口战略的实行在急剧变化着的世界经济形势面前受到严重挑战。由于产品缺乏国际竞争力和国内市场狭小,这种发展模式的生命力日显微弱。因此,改变替代进口模式便成为当务之急。80 年代的债务危机在客观上促使拉美国家转换经济发展模式,同时,拉美国家也将经济模式的转换视为解决债务危机的方略。它们发展外向型经济,增加出口,以偿还债务。为扩大出口,拉美国家必须改变经济结构,以适应国际市场需求。由于拉美国家的经济实力、发展阶段等方面存在差异,各国经济结构调整的规模、内容便有较大区别,起步亦有早晚,其效果也不一样。70 年代初,巴西经济奇迹过后,它的替代进口战略进入了更高层次,即替代资本货物进口阶段,政府提出了到公元 2000 年成为世界经济强国的计划。但 1973 年国际石油危机发生以后的经济形势,使其设想难以实现,不得不提前对经济结构进行调整,特别是能源结构的调整。在大力发展石油工业的同

时,大力发展酒精替代汽油,发展核能和兴建大型水电站。经过多年的努力,能源生产和消费结构也发生了较大变化。这不仅可以增加国内电力供应,缓解电力的供求矛盾,克服能源紧张的形势,而且可以减少石油的对外依赖,节省外汇。在农业方面,调整农产品生产结构,强调粮食生产。在保持传统出口农产品生产的同时,开发新的农牧业经济项目,如大豆、冻鸡、柑桔等,使农业经济结构发生重大变化。产品出口结构从而得以优化,增强了出口创汇能力。1977年,巴西制成品出口38.4亿美元,占出口总额的31.6%初级产品出口64.24亿美元,占出口总额的53%,1990年,制成品出口169.6亿美元,比1977年增长3.4倍,占当年出口总额的54%,初级产品出口87.8亿美元,比1977年增长36.7%,占当年出口总额的28.7%。智利的经济结构调整也具有特色。多年来该国经济发展的支柱产业是硝石和铜矿。1973年军政府执政后,实施新自由主义经济政策,根据国际市场需求和本国的优势,对经济结构进行调整。近年来,智利在保持传统出口产品生产的同时,大力发展水果、鲜花、蔬菜生产,经济结构发生了重要变化。1965—1988年期间,智利燃料和矿产品出口由占出口总额的89%下降为67%,其它初级产品出口由7%上升为18%,食品进口由占进口总额20%下降为2%。80年代,墨西哥和委内瑞拉在优先发展石油工业的同时,也强调其它经济部门的发展,非传统产品的出口幅度因此有较大的提高。1965—1988年期间,委内瑞拉燃料和矿产品出口由占出口总额的97%下降为90%,其它制成品出口由占出口总额的2%上升为6%。同期,墨西哥的燃料和矿产品出口比率由占出口总额的22%上升为38%,其它初级产品出口由62%下降为7%,其他制成品由占15%上升为22%。可以认为,拉美国家经济结构调整的目标是在保持传统的初级产品和原料生产优势的同时,发展附加值高的产品生产,创立新的优势产业,参与国际市场竞争,经过80年代、特别是80年代后半期和90年代初经济结构的调整,拉美一些国家的出口创汇能力有了一些提高,对解决债务危机发挥了积极的作用。

(二)经济进一步对外开放

自50年代以来,拉美各国为维护民族独立普遍实行了替代进口经济发展战略。替代进口战略是一种内向、封闭式的、以国内市场为主导(当然不排除对外经济交往)的发展战略。在经济发展初期,这一战略对于本国基础部门的建立,基础设施建设、满足国内市场基本需求等方面发挥了重要作用。可以认为,没有50年代—70年代的替代进口工业化,拉美经济很难达到今天这样高的水平。但替代进口发展战略有其致命的弱点,那就是它的内向性质,即过份强调对国内市场的保护,过份强调保护民族工业的发展。在经济发展日趋国际化,国际间经济相互依赖与竞争程度加强,以及国内市场相对饱和的情况下,由于产品缺乏国际竞争力而销路堵塞,便成为拉美各国经济向前发展的重大障碍。因而,自70年代以来,拉美各国在深化替代进口(生产替代进口资本货)的同时,逐步改革这一模式,由内向型向外向型转变,某些产品销售以国内市场为主转向以国际市场为主。这一战略的转变需要诸多经济因素的相应配合,因而进展缓慢。80年代的债务危机使拉美各国认识到经济进一步对外开放的迫切性。因此自80年代后半期起,这方面的改革步伐加快了。

国内市场的对外开放是拉美各国经济调整和改革的最重要的内容之一。其目的是使本国经济参与国际竞争。以此带动国内科技水平和生产效益的提高。另外,保护国内市场的政策,也曾是导致拉美国家与发达国家发生经济摩擦的重要原因。从这种意义上说,本国市

场对外开放也是改善与发达国家关系的重要步骤。拉丁美洲的国家国内市场对外开放的主要内容包括如下三个方面：①取消或缩小国内保留市场的范围和规模；②放宽对进口的限制，降低进口税率和取消非关税壁垒；③修改外资法，为外资进入提供更加宽松的条件。巴西曾于 1974 年制定工业信息法，对信息工业实行保留市场政策，禁止外国企业染指，引起西方发达国家，特别是美国的强烈不满，美国为此采取相应措施进行报复。1990 年科洛尔总统就任后，首先缩小信息工业国内保留范围，1992 年取消工业信息法，其它拉美国家也在这方面进行了类似的努力，使经济更加对外开放。巴西科洛尔政府执政后，计划在 4 年内，除个别商品外，将进口商品税率降为 0，并取消其它非关税壁垒。1990 年 10 月，秘鲁大幅度降低进口关税，根据商品的不同种类，将税率降为 15%、25% 和 50%。厄瓜多尔政府从 1991 年 1 月开始取消进口附加税，废除进口许可证制度，进口税率由原平均 60% 降为 45%。哥伦比亚和其他拉美国家也都先后降低进口关税。缺乏资金是拉美经济恢复和发展的严重障碍。因而进一步吸引外资是拉美国家恢复经济的重要措施。为此，1989 年 5 月，墨西哥颁布新外资法，放宽对外资的限制，拓宽外资投资领域。同年，阿根廷也修改外资法，取消外国投资需经中央和地方政府批准的规定。当年 10 月，哥伦比亚决定重新审议外资法。1992 年制定“经济国际化和生产资料现代化”计划，进一步扩大外资投资范围。由于拉丁美洲国内市场对外开放，外资在拉美的投资有所回升。例如，外国在巴西的现金投资由 1990 年的 6.88 亿美元上升为 1991 年的 14.55 亿美元。据估计，1992 年外国在拉美的直接投资将会有更大幅度的增长。

（三）实行国营企业私有化

国营企业的建立和发展在拉美国家工业化的历程中曾发挥了历史性的作用，然而国营企业在资本主义体制下所暴露出的弊端和问题随着经济的发展日益明显。首先，国营企业普遍经营不善，亏损严重，年年需要国家大量的财政补贴。其次，国营企业往往与私人企业争投资项目，使私人的积极性不能充分发挥。再次，国营企业养育了一批“企业官僚”。我们以巴西国营企业的情况说明之。巴西现有联邦政府属国营企业 159 家。其资产额相当于该国国内生产总值的 50%，债务额约 900 亿美元左右，每年仅利息支付就达 60 亿美元。为维持国营企业运转，政府每年需投资 80 亿美元。一些国营企业严重亏损。三大国营钢铁公司之一的圣保罗钢铁公司，欠债 19 亿美元，1991 和 1992 年两年亏损近 5000 万美元，而人均产钢量只有 175 吨，相当于日本同类钢厂的 1/3。洛伊德航运公司 80 年代中期拥有 70 艘船只，1992 年只剩下 19 艘，但实际营运的只有两艘。它在纽约设有一个雇佣 42 名员工的办事处，每人月薪在 5000 至 10000 美元。该公司欠债 3.2 亿美元。巴西石油公司，是经营转好的国营企业，但它也连年亏损，生产率只相当于国际同类企业的 1/2。这种情况在拉美国家绝不是近期才出现的，也不是个别的现象。因此，自 70 年代后期始，拉美国家普遍尝试国营企业私有化。但在当时，从世界范围来说，私有化作为经济变革的力量几乎还没有得到广泛的承认。国内阻力也较大，所以进展十分缓慢。80 年代后半期加快了步伐。国营企业私有化同经济结构调整、开放国内市场一样，成为拉美债务国政府克服债务危机的主要措施。巴西在这方面虽然进展缓慢，但在 90 年代初已有突破。1990 年科洛尔政府执政后，重新制定私有化计划。现已将包括米拉斯吉拉斯钢铁公司在内的 8 家大型国营企业私有化。在阿根廷、梅内姆总统执政后将国营企业私有化作为经济政策的优先目标。其私有化范围

包括铁路、能源、天然气、电话等行业,并允许外资参与购买。截止 1992 年末,已用出售国营企业收入偿还 70 亿美元外债。墨西哥的国营企业私有化进展较快。几年间已将 2/3 的国营企业实行了私有化,还准备将国营钢铁联合企业的部分股份出售给私人。1991 年墨西哥已将 1982 年洛佩斯·波蒂略政府执政时期收归国营的银行全部实施私有化,价值 30 亿美元。据估计,到 1992 年末,墨西哥将 18 家银行交由私人管理。此外,还将拍卖 20% 的电话公司股份。智利在国营企业私有化方面走在其他拉美国家的前列。它的私有化范围之广,几乎涉及到每一个部门的任何类型的国营企业。据估计,到 80 年代末,其产值平均计算相当于国内生产总值 0.75% 左右的 400 家企业已实行了私有化。目前智利几乎已经完成了经济私有化进程。小国玻利维亚也不示弱。1992 年 4 月颁布私有化法令,计划出售除国营矿业公司和石油矿藏管理局外的全部 66 家国营企业。厄瓜多尔 1992 年宣布将出售 49 家国营企业。1992 年 11 月 17 日已出售 23 家企业的政府股份,收入 2330 万美元。国营企业私有化不仅为拉美国家的经济发展筹集了部分资金,而且也减轻了国家的债务负担。当然,国营企业私有化对拉美国家的社会经济发展也有相当的不利影响。企业倒闭,工人失业,引起社会不稳定,因而各国的私有化计划均遭到民族主义者和工会的反对,步履十分艰难。

(四) 加快地区经济一体化步伐

拉美经济一体化在 1962—1986 年期间曾得到较快发展。在这一时期里,拉美自由贸易协会成员国之间的贸易额增长 19 倍,中美洲共同体成员国之间的贸易额增长 39 倍,安第斯条约组织成员国之间的贸易额增长 49 倍。80 年代后半期,由于解决债务危机的需要,并在客观上受到世界经济国际化、区域化发展的推动,拉美地区一体化进程进入一个崭新的阶段。巴西、阿根廷、乌拉圭与巴拉圭于 1991 年 3 月 26 日签署亚松森条约,决定于 1995 年 1 月 1 日建立南锥体共同市场。随后,玻利维亚表示有意加入,从而使南美经济一体化进程得到实质性进展。1990 年 5 月,中美洲各国首脑举行会议,决定逐步取消成员国之间的关税壁垒,1992 年建立中美洲共同市场。1990 年 8 月,加勒比共同市场决定从 1991 年 1 月开始实行统一关税,7 月取消成员国之间的关税壁垒,以加速加勒比共同市场的建立。1991 年 1 月,墨西哥与中美洲 5 国举行会议,发表“图斯特拉·古铁雷斯”声明,加强它们之间的经济合作,为 1996 年建立墨西哥与中美洲 5 国自由贸易区创造条件。中美洲也准备同加勒比共同体实现贸易一体化。此外,在经济结构调整过程中,拉美国家还普遍强调改善同发达国家的关系。美国、西欧、日本等发达国家是拉美和加勒比地区的主要债权国,贸易对象国和投资国。拉美国家清楚地认识到,没有这些国家的新贷款、新投资和同这些国家贸易的扩大,它们的经济调整计划与外债问题都难以解决。1990 年 3 月,巴西总统科洛尔就任后就一改其前任的“第三世界主义”的外交政策,实行以加强同西方发达国家关系为主要内容的、更加务实的外交政策。智利文人政府总统艾尔文上任后也表示,尽管现在还存在一定障碍,但仍然希望和美国保持亲密关系,智利政府将努力扫除那些障碍。1988 年后,墨西哥萨利纳斯政府一直多方努力改善同美国的关系,使墨美关系从对话和理解走向更多的合作。1992 年 9 月签订的美、加、墨自由贸易协定是这一关系发展的结果。加强同西方发达国家的关系,特别是经贸关系,是拉美国家缓解债务危机的重要手段之一。

附录二 亚洲金融危机的回顾与反思系列

一、认识索罗斯

乔治·索罗斯(George Soros)是美籍匈牙利人,世界著名的金融投机商。他管理的“量子基金”是造成这次东南亚金融动荡的主导投机力量。

乔治·索罗斯 1930 年出生在匈牙利的一个犹太家庭。在二战德国占领期间,他父亲为他做了一个假身份证,才使小索罗斯得以躲过灾难。1960 年他来到英国,就读于伦敦经济学院。毕业后,索罗斯到美国充当一家金融公司的套利经纪人。1968 年,索罗斯成立了一个小型投资基金——“第一老鹰基金”,主要投资于货车运输业,成绩不错。1969 年,他又以 400 万美元的资本建立了“双鹰基金”,1973 年改名为“索罗斯基金”,资本额达到 1200 万美元。1978 年,索罗斯迷上了量子力学的“不肯定原则”,便把自己的基金又改名为“量子基金”。

80 年代初,索罗斯经过深入的调查分析,摸准了科技股票的行情趋势,力排众议,果断地购买市盈率极低的模拟科技股票。在随后的几年里,随着模拟科技股票行情的不断上扬,“量子基金”大赚其钱,资本总额迅速超过 1 亿美元。

索罗斯及其“量子基金”在金融市场上的巨大能量,在 1992 年终于被世人广为认可。这得益于他在当年欧洲货币体系动荡中耀眼的所做所为。

针对当时欧洲大陆微妙的形势,索罗斯经过认真的调查和析,得出了两个重要判断:

(1) 欧盟内部的固有矛盾还没有解决。领先的工业国家倾向于采取紧缩的高利率政策以控制物价的上涨;而落后的工业国家则倾向于采取松动的低利率政策以促进经济增长。这一巨大差别的存在,将使欧洲固定汇率机制(ERM)难以保持稳定。这是欧洲实现货币统一的巨大障碍。

(2) 德国中央银行与德国政府存在着意见分歧。从德国中央银行行长史莱辛格的几次演讲中,索罗斯嗅出了些许味道:德国中央银行并不愿意被未来的欧洲中央银行所替代,同时也担心欧元中包括了里拉、英镑等软货币成分后难以保持与马克一样的稳定性。

索罗斯认定,进行货币投机的一次千载难逢的时机已经到来。他动用“量子基金”,果断卖空意大利里拉,迫使意大利政府宣布退出欧洲固定汇率机制。在里拉大幅贬值之后,他又低价买回里拉,从中赚取了大量的利润。紧接着,他又大举卖空 70 亿元的英镑,并带动了其他投机商蜂拥卖空英镑。很快,英国被迫宣布退出 ERM。索罗斯大获全胜,短短一个多月即获得投机利润约 10 亿美元。

索罗斯进行金融投机的理论基础是他所谓的“大起大落原理”。其主要思想是:金融市

场有其运行的自然秩序。参与投资决策的金融家们,由于身处金融运行之内,难以客观地根据完整的信息做出判断,因而往往出现决策偏差。这种偏差一旦形成市场合力,就会使金融行情大幅偏离自然秩序,从而造成大起。而自然秩序的决定性地位,又使这种大起必然回归,出现大落。这种规律不但适合于金融世界,也适合于整个经济运行甚至于社会发展分析。正是从这一理论出发,索罗斯在金融市场大起前买空,在大落前卖空,从中赚取巨额投机利润。

参与这次东南亚金融投机,索罗斯依然是从以理论出发。他观察到,东南亚几国在经过十余年的经济增长之后,出现了许多偏离自然经济秩序的扭曲现象。在泰国,金融机构不良资产上升,金融不稳定性加大,并集中表现为泰铢价值严重高估。这样,泰国货币一触即会引发大落。随着美元不断对日元升值,实行联系汇率制度的泰铢也随着升值。这种更大幅度的背离给索罗斯提供了绝佳的投机机会。

索罗斯在泰国短期资金上向泰国金融机构大量拆借泰铢,作为进攻泰铢的筹码。随后便展开第一轮的攻击:卖出泰铢,买进美元。在泰铢下跌的压力之下,泰国中央银行为维持固定汇率制度不得不进行干预:用外汇储备卖出美元,买进泰铢。这时,索罗斯展开第二轮进攻,更大规模地卖出泰铢,买进美元。在泰国的外国投资者预感到形势不妙,纷纷抛售手中的泰铢金融资产,兑换成美元。巨大的压力之下,泰国中央银行眼见回天无力,只得宣布放弃联系汇率制度,泰铢随即开始大落。当泰铢贬值了近 30% 的时候,索罗斯又开始低价买入泰铢,偿还拆借资金。其实空利润大于拆借利息的部分,就是索罗斯最终获得的投机利润。

在进攻泰铢之后,索罗斯指挥其“量子基金”又以同样的手法转而进攻印尼盾、菲律宾比索等货币,大都获得成功。

二、金融动荡为何从东南亚开始——“苍蝇不叮无缝的蛋”

古语说:“冰冻三尺非一日之寒”。这次东南亚金融动荡与东南亚国家这些年来所执行的经济政策、特别是金融政策有着密切的关系。比如,他们没有很好地考虑到本国经济发展的实际情况,长期实行本国货币与美元的联系汇率制;没有考虑到国际游资胆量大、活动频繁的特点;没有考虑到本国的承受能力,过早地实行资本项目自由兑换。这些国家在本国金融机制尚未完善与健全的条件下,金融宏观调控能力有限,中央银行对商业银行及其他非银行金融机构的监管力度十分薄弱。

东南亚国家由于经济高速发展的需要,在面临资金短缺的情况下,过多地依赖外债,而且从债务的期限、结构上都不够合理。在引入国外资金时,又没有对本国经济结构进行必要的调整,以至于在房地产业等方面积累下经济泡沫。外贸逆差,经常项目的逆差,又进一步造成对外贸的依赖。上述种种条件,共同促成一种“恶性循环”,最终在国际货币投机商的冲击下,发生这次金融动荡。

“苍蝇不叮无缝的蛋”。当前所充斥的国际游资,指的是一些拥有上万亿美元资金实力的“基金”。通常这种“基金”的,回报率要达到 35% 左右。如果以 20% 计算,每年必须获利上千亿美元,否则无法向基金投资者交待。当今世界上,无论投资于哪个项目或行业,都不

可能有这么高的回报率。因此,基金的选择目标自然只是在货币金融领域进行投机活动,其活动区域自然是那些在货币金融领域中存在问题和漏洞的国家或地区。他们在那里发动一轮轮的投机高潮,并从中牟取暴利。

以上是货币投机商为了获利的角度分析。如果进一步分析,货币投机商难道仅仅是为了眼前的一点利益吗?种种迹象表明,他们常常是为了秉承一个更大的预谋而行动的。即将到来的 21 世纪,其经济格局将会有所变化。尽管欧洲各国目前面临着各种困难,但他们都在为达到货币统一的目标而努力。这是大势所趋。北美自由贸易协定已于 1994 年初正式生效,而整个美洲也已经被纳入北美自由贸易协定的扩展范围之内。东盟的成立与发展,有可能成为 21 世纪存在于亚洲的一个政治与经济的联合体,由此形成一个崭新的国际政治与经济新格局。货币投机商们为了挫败新格局的形成,维护国际经济的原有秩序,试图在东盟羽翼尚未丰满之时予以打击,甚至摧垮。这是货币投机商的长远利益之所在。

从以上分析可以看出,这次东南亚金融动荡的背景,内外因都有。其影响波及全球,其对世界各国经济发展的警示作用令人关注。

下跌、下跌、下跌……1997 年 10 月 27 日,纽约股市狂泻,事隔 10 年之后的又一个“黑色星期一”令人胆寒。这场发源于东南亚的金融动荡,先后波及全球汇市和股市,成为近一年来国际金融界关注的头等大事。

三、令人不堪回首的动荡

从这次东南亚金融动荡的过程中,我们可以看出国际投资者是经过缜密研究、深思熟虑之后才开始行动的。这次金融动荡首先从“亚洲四小虎”之一的泰国开始,随后扩展到菲律宾、印度尼西亚和马来西亚,进而蔓延到“亚洲四小龙”新加坡、韩国和中国台湾,最后到达香港。国际投机者首先从东盟中力量相对较弱的泰国入手,随后向具有一定经济力量的新加坡、中国台湾和韩国发难,最后才攻击香港,以造成他们无坚不摧的印象,打垮市场信心,引发“群羊”心理,达到事半功倍的效果。

自今年 1 月份起,国际投资基金已开始抛空泰铢。到 5 月份,抛售行动加剧,引发了市场投资者的恐慌心理,纷纷加入抛售行列,促使泰铢汇率连连下跌。为捍卫泰铢汇率,泰国央行动用了 40 亿美元的外汇储备,其规模相当于泰国外汇储备的 1/9。此时,国内反对党要求实现浮动汇率的呼声日益强烈。迫于压力,泰国财政部长庵雷·威拉旺宣布辞职。

泰财长辞职的消息在菲律宾引起强烈反响,比索汇率出现大幅度波动,隔夜拆息率上升到 15%。6 月 27 日,泰国央行宣布关闭 16 家缺乏现金周转的金融机构,并要求他们尽快向政府提出合并或解救措施。6 月 30 日,泰国总理差瓦利通过电视向全国重申“泰铢不会贬值”。但 7 月 2 日泰国央行便宣布泰铢实行“管理下的浮动”,并要求国际组织给予“技术性援助”。当天,泰铢汇率重挫 20%,降至 28.8 泰铢兑 1 美元。

泰国央行货币政策的变化,给其邻国带来沉重压力。菲律宾比索和马来西亚林吉特的汇率大幅波动,两国央行不得不对外汇市场进行强力干预。但菲律宾央行最终不得不在 7 月 11 日宣布允许比索在“一个较宽的幅度”内浮动。比索汇率几小时内贬值 7%。

此时,印度尼西亚开始受到邻国金融市场动荡的影响,印尼盾开始大幅波动。而令市场

大吃一惊的是,印尼央行马上宣布将印尼盾兑美元的汇率限幅从 8%调到 12%。捷克共和国同日宣布放弃固定汇率,采用浮动汇率制。受东南亚金融动荡的波及,巴西股市在一周内下降了 12%。

7 月 24 日,马来西亚林吉特下跌到 38 个月以来的最低点——2.6530 林吉特兑 1 美元。马哈蒂尔总理痛斥“流氓投机商”。

7 月 29 日,泰国央行行长伦差·马拉甲暖辞职。泰国政府首次明确表示期望国际货币基金组织制订一揽子援助计划。8 月 5 日,泰国政府同意了 IMF 提出的援助计划。作为计划实施的一部分,泰央行决定关闭 42 家处境困难的金融机构。消息传出,股市大跌 2.3%。

8 月 14 日,印尼央行宣布放弃长期使用的货币交易限幅制,印尼盾下泻至 2755 盾兑 1 美元,贬值 14%。8 月 19 日,香港金融管理局为保卫联系汇率,将隔夜拆借利率提高到 20%,导致恒生指数大幅下挫。8 月 26 日,韩国因起亚集团倒闭和东南亚金融动荡的影响,韩元暴跌到 909.52 韩元兑 1 美元。8 月 28 日,东南亚货币比价普遍下跌,引发股市下跌。马来西亚林吉特跌至历史最低点,泰铢跌到 34 铢兑 1 美元,印尼盾冲破 3000 盾大关。同时,吉隆坡股市下跌到 4 年来的最低点,马尼拉股市下跌 9.3%,雅加达股市下跌 6.9%,新加坡和香港股市分别下跌 2.2%和 5%。

10 月 6 日,印尼盾跌至 3845 盾兑 1 美元。8 日,印尼宣布接受国际货币基金组织的监管。10 月 14 日,越南宣布将越南盾兑美元的交易限幅从 5%扩大到 10%。10 月 19 日,泰国财政部长他农·比达亚辞职。

附表 10 东南亚有关国家汇率波动
(1997.7.1—11.1) 1 美元兑其他货币

日期	泰铢		菲律宾比索		印尼盾		马来西亚林吉特	
	汇率	增减幅度	汇率	增减幅度	汇率	增减幅度	汇率	增减幅度
7.1	25.905	—	26.374	—	2431.5	—	2.5243	—
8.1	31.965	—18.96%	29.225	—9.76%	2616.0	—7.05%	2.6375	—4.29%
9.1	34.1	—24.03%	30.100	—12.38%	2975.0	—18.27%	2.9470	—14.34%
10.1	35.85	—27.74%	34.380	—23.29%	3340.0	—27.02%	3.3675	—25.04%
11.1	40.60	—36.19%	35.420	—25.54%	3580.0	—32.08%	3.4200	—26.19%

至此,港元汇率基本稳定,人们据此认为投机商因香港实力雄厚而放弃。但国际投机商在几经试探之后,于 10 月 20 日开始对港元联系汇率进行大规模冲击。10 月 23 日,曾一度将汇率冲击到 7.7560 港币兑 1 美元。在香港金管局的强力捍卫下,国际投机商最终无功而退。为保住汇市,香港股市付出了沉重的代价。10 月 23 日暴跌 1088.30 点,28 日进一步暴跌 1621.80 点,跌幅高达 15.45%,并引发了全球性的股市跌风:纽约道·琼斯 30 种工业

平均数 27 日跌 554.26 点,创历史单日下跌最大点数;伦敦金融时报指数下跌 2.61%;法国 DAX 指数下跌 2.79%;华沙证券股指暴跌 3%;俄罗斯企业股票下跌 6~8%;澳大利亚综合指数跌 3.8%;新西兰股指下跌 10%;墨西哥股指下跌 9.98%。

这一连锁性的“多米诺骨牌”效应,虽然在随后的几天中得到遏制,并纷纷创下反弹纪录,但如此巨幅波动迫使各国金融当局想尽办法避免掉入股市泥潭。就连在东南亚金融动荡中一直袖手旁观的美国也开始表态。美国联邦储备委员会主席格林斯潘说,他特别“感到不安的是”这场危机“在很大程度上由一个波及到另一国”,美国愿意帮助“受这次波动影响的国家”。

11 月上旬,金融动荡渐趋平静。舆论普遍认为,为期四个多月的这场动荡已告一段落。它留下的这段波折,正为全世界的人们所细细品味。泰国,马来西亚,印度尼西亚,新加坡,香港……在每一个金融动荡波及的国家或地区,一场控制与反控制的战斗随之打响。

四、一场真正的较量

东南亚各国在金融动荡发生之前曾经做过一些预防性措施,比如签署联防协议、设法提高金融机构信誉等。不幸的是,这些措施还是禁不住投机风浪的冲击,宣告失败。

在金融动荡发生之后,东南亚各国政府纷纷采取政府加大对外汇市场干预力度的做法。为维持汇率的稳定,各国中央银行曾多次联手干预外汇市场,大量抛出美元,吸纳被抛的货币。5 月份的联合干预曾成功地抑制住了猛烈抛售泰铢的投机活动,使许多投机者严重受挫。但随后,由于投机商加大火力,政府干预的作用越来越小。有关国家不得不相继宣布本国货币与美元脱钩,实行自由浮动。

各国政府采取的第二个重要对策,是切断交易商获得本币的供应渠道。在泰国,央行指示各商业银行切断向交易商提供泰铢的渠道,以协助央行捍卫泰铢。许多国家的银行在此关键时期不再提供货币市场利率的报价,有些则得到指示不再提供本币给海外投资人士。这样,海外投机者大量吸购美元以抛售本币,就必须在更昂贵的掉期市场,付出高的代价买回本币。投机成本大大增加。

在流动资金的供应方面,各国政府面对危机,开始将国内投资者和海外投资者分开。海外投机者不可能再通过常规途径买进本币。同时政府通过发行债券筹集资金,帮助国内金融机构渡过难关。

面对投机商们一轮又一轮的冲击,东南亚各国政府开始有意识地限制货币掉期交易中的远期交易额度。印尼政府宣布,将印尼盾每宗远期合约的最高交易额限制在 500 万美元;马来西亚中央银行将外国人的非商业掉期交易的额度从平均 1000 万美元限制到 200 万美元。这种做法对投机商的打击很大。因为投机商在不可能通过正常途径获得本币的情况下,只能通过货币掉期来获得本币。限额的设置和缩小,一定程度上限制了投机商获得本币以进一步从事投机活动的的能力。

为了抑制投机商在本国货币市场上大肆拆入本币,东南亚各国的中央银行纷纷大幅度提高商业银行的法定储备率和短期拆借利率,迫使市场上现金吃紧,并令利率大幅升高,借此提高投机商获得本币的成本。

在金融动荡发生之后,东南亚各国普遍认识到自己的经济结构不合理、经济泡沫问题严重是货币投机商们蜂拥而至的重要原因。各国政府随即采取了一系列调整经济结构的措施:

各国开始限制进口,吸引外资回流。马来西亚政府在 10 月份公布的财政预算案里,开始限制重型机构的进口。因为不断地进口重型机械加重了马来西亚的经常项目赤字。该国政府同时还宣布取消对购买当地房地产的外国投资者征税,以吸引外资的回流。

各国普遍加强了外汇收支管理,以堵塞交易漏洞。菲律宾中央银行曾下令所有的银行都要每天向它呈报当日的外汇结算,以及存款和放款的利率,从而进一步加强了央行对商业银行外汇交易的管制,以阻止银行进行外汇炒卖的投机活动。泰国政府在金融动荡之中采取了更为严格的外汇管制措施,包括将出口商能把美元存放在外汇户头的期限由 180 天缩短到 120 天。同时泰国央行还规定,那些利用信贷计划以应付出口订单的商家,必须卖掉一半的远期外汇。

东南亚各国近来相继取消或推迟了某些大型工程项目的计划,以削减政府开支。泰国和马来西亚分别宣布取消或推迟了一批庞大的工程计划,同时宣布缩减政府开支和财政赤字。马来西亚宣布削减政府 2% 的开支,泰国则准备在新的财政年度里削减预算 500 亿至 700 亿泰铢。

马来西亚政府最近设立了一个总值 600 亿林吉特的基金,有针对性地用来挽救吉隆坡股市。他们用此基金以高过市场的价格去收购那些有意出售的马来西亚公司股票,以确保这些公司的股价处于合理水平。

五、较量的结果

在动荡中,东南亚各国普遍调整了自己的经济指标。泰国政府对该国第八个“五年计划”“经济指标”进行了调整,将年均经济增长率从 8% 调低到 4.9%,通货膨胀率也由原计划的年均 4.5% 调整为 5.6%,经常项目赤字占国内生产总值的比例则从 3.4% 调整为 3.6%。

加强对外国直接投资的控制,是各国普遍采取的对策。泰国政府最近对新项目的投资作了规定:新项目必须利用泰国的资源并能创造就业机会;新项目的出口创汇不得低于进口原材料值;私营合资项目中,外国投资者要真正投入资金,而不是泰国合作伙伴向外贷款。

在货币金融市场上,投资者的信心是直接影响市场走势的重要因素。而政府在面对动荡局面时的态度,更对市场信心有着举足轻重的影响。这次金融动荡开始之后,有关国家的政府首脑、金融机构负责人曾多次发表谈话和警告,以求稳定金融市场、打击投机、恢复投资者的信心。

国际社会对东南亚金融动荡的反应主要表现在国际货币基金组织的援助上。在泰国发生金融动荡后,国际货币基金组织多次派人到泰国,以便对该国遇到麻烦的银行系统和货币大幅波动问题提供及时和必要的顾问意见。为挽救岌岌可危的金融形势,国际货币基金组织和包括亚洲“四小龙”、中国在内的多个亚洲国家,向泰国提供了 172 亿美元的紧急信贷,贷款的期限是 3 至 5 年,贷款利率为 4%。

值得注意的是,这笔贷款并不是无条件的,也不是一次性的。泰国在获得贷款的同时,

还必须签署一项金融配套协议,承诺进行多项改革,其中包括那些在政治上相当困难的改革:调高增值税,大幅度削减政府开支,对通胀、经济增长、经常项目赤字和外汇储备订下严格目标,命令 42 家金融机构停业并停止给予财政援助,对金融机构进行合并重组,让泰铢自由浮动,中央银行走向透明以及为外国投资者参与金融活动提供更宽松的管理条规等。国际货币基金组织还特别要求泰国改革因房地产业呆滞而负债累累的金融业,该组织将视泰国改革的进展情况分期分批地发放贷款。

金融动荡以来,菲律宾政府也从国际货币基金组织获得了 16 亿美元的援助基金,印尼政府则将获得总数在 200 亿美元之上的分期援助。国际货币基金组织还安排了一个特别计划,由 25 个国家提供 476 亿美元,组成应付货币危机的备用贷款。当然,这项计划主要是用于善后,在动荡初发生时难以发挥重要作用。

在这次东南亚金融动荡中,尽管各个方面都从不同的角度采取了很多对策,但总的来说效果并不理想。其中原因主要有以下两个方面:

(1)发生金融动荡的根本原因应该是一个国家基本的经济因素发生了变化,而政府在政策上又没有进行及时的调整,造成金融问题的不断积淀,在投机者的搅动下,最终发生动荡。各国政府仓促应变以及国际社会的援助,很难从根本上迅速扭转危机局面。

(2)由于没有形成国际性的共识,在动荡发生后,国际社会缺乏系统的危机处理意识。各个方面虽然采取了措施,进行了努力,但基本上是各自为政,很多措施和力量没有用到要害处。再加上采取的措施比较单一,金融动荡的局势终于一发而不可收,给东南亚各国和其他一些国家造成重大损失。

六、东南亚何时苦尽甘来

从一个较长的时期来看,东南亚各国的经济有条件恢复过来。原因有两个:

(1)维持东南亚各国和各地区多年来经济增长的先决条件,包括政治稳定、高储蓄率、在教育上的高投资率以及技术水平的提升和基础设施上的谨慎投资等因素并没有因危机的发生而改变。

(2)墨西哥金融危机的经验表明,在 1994 年发生比索危机之后 18 个月,墨西哥经济就已重新走上增长之路。和墨西哥金融危机相比,这次东南亚金融动荡相对要轻得多。只要各国作出正确的经济调整,受到冲击的经济应可以很快恢复往日的风采。

当然,从短期来看,问题并不那么简单。首先,到目前为止,动荡还没有完全宣告结束,今后发展如何还有待观察。其次,为了化解金融动荡,东南亚各国和地区的中央银行或货币当局普遍大幅度调高利率、对资金流动加强管制。这些措施既遏制了动荡的持续,又使借贷成本提高、资金流动困难。长此以往会影响外国投资者的热情和信心。第三,货币贬值严重冲击了这些国家的金融市场,将导致这些国家经济增长速度放缓。预计今年泰国国内生产总值增长率将从去年的 7% 下降到 1%,菲律宾将从 7% 下降到 5%。第四,由于短期内东南亚国家的经济和市场前景不甚明朗,导致国际资金纷纷撤离亚洲证券市场,转而投向经济增长潜力也比较大的拉美、东欧和中东地区。有统计数字表明,在东南亚证券市场一路下跌的同时,拉美和中东的证券市场悄然上升了 20% 到 100%。国际资金远离东南亚,对这里的每

一个国家都不是乐观的消息。此外,这场金融动荡造成有关国家居民生活水平下降,政府财政状况恶化,外汇储备减少,外债增加。最重要的是,在动荡中被迫放弃了固定汇率制之后,大多数东南亚国家还缺乏在自由浮动汇率下管理国家经济的经验。

从积极的角度看,这次东南亚金融动荡并不会演变成墨西哥式的金融危机,因为在投资于这一地区的外资中,稳定的直接投资仍占 53%,波动较大的证券投资仅占 11%。东南亚各国虽受动荡影响,经济增长速度有所放慢,但和世界其他地区相比,减速后仍属于发展较快的地区。各国货币贬值,一方面增加了本国产品的出口竞争能力,一方面抑制了进口的增长,有利于减少经常项目赤字和恢复国际收支的平衡。一个更重要的因素是,这次动荡,将促使东南亚各国政府进一步加强对经济结构中不合理因素的调整,加强对金融机构的监管,改善汇率政策、货币政策,减少经济增长中的风险因素,稳定自己的经济基础。

金融动荡发生之后,国际社会对集体应付金融危机的认识更加深刻。东南亚各国已一致赞成设立“亚洲基金”,以便在今后本地区发生金融风暴时提供及时有力的援助。在饱尝教训之后,东南亚国家和世界其他国家正通过反思,从这场动荡中汲取经验和教训。从这个角度看,这次金融动荡的发生,又是一件好事情。

七、“香港保卫战”胜之不易

索罗斯在东南亚国家频频得手后,与国际上一批货币“炒家”联手向香港发难。在他们进攻的名单上,香港排在最后。因为对他们来说,这是最难攻克的一个对手。

从 8 月起,投机商就几次试探性地冲击香港汇市和股市。由于香港政府回应迅速、手段有力,投机商无功而返。10 月下旬,投机商动用巨额资金,向香港发起全面进攻。香港金融管理局态度明确:坚决维护联系汇率制的稳定。经过十余天的较量,香港汇市奇迹般地保持了稳定。股市在创下跌幅最高纪录后,又迅速以创纪录的反弹,回升到平稳区域。11 月初,索罗斯终于承认,在这次进攻香港的过程中,其麾下的“量子基金”损失了约 10 亿美元。此外,由于香港股市下跌又引发纽约股市下跌,进而带动全球股市在 10 月 27 日之后全面下跌,索罗斯“搬起石头砸了自己的脚”,在全球其他股市上又亏损了近 10 亿美元。

以索罗斯领衔的国际金融投机商受挫于香港,其直接原因,一方面是因为香港金融管理局在察觉到“炒家”动向后及时提高了拆借利率,加大了索罗斯的投机成本;另一方面是由于香港经济运行平稳,并且拥有近 700 亿美元的外汇储备。特别是在 7 月 1 日香港回归祖国之后,中央政府 1300 多亿美元的外汇储备形成强大的威慑力量。投机者最终未能击溃港币与美元的联系汇率制度,在付出高额拆借成本之后铩羽而归。

香港金融管理局在应对风波时的判断能力和操作手段令人钦佩。其“宁舍股市。力保汇市”的坚定态度给投机者以极大的压力。外汇储备的雄厚,金融管理体系良好的运转,都成为“香港保卫战”致胜的法宝。虽然在股市上也付出了一些代价,但这场“胜之不易”的较量再次说明:一个国家或地区自身经济发展的良好态势和合理结构,是其抵御种种外来投机势力,经受金融动荡考验的决定性因素。

八、泰铢风波对中国有影响吗

以 7 月 2 日泰国政府和金融当局宣布转变外汇管理体制和提高贴现率为契机,酝酿已久的泰国金融危机终于表面化——泰铢因受投机者“狙击”而大幅贬值。其周边国家也遭池鱼之殃,菲律宾比索随后也汇价下跌,其他如马来西亚和印度尼西亚货币等亦受到很大威胁。一时间,亚洲货币危机频生,人们不禁会问:泰国金融风波会对中国产生什么影响?

8 月 14 日,中国人民银行行长戴相龙在国务院新闻办召开的中外记者招待会上回答了这一提问。他说,今年泰国发生的金融风波虽然波及到了周边国家,但对我国没有直接影响,人民币汇率一直稳定,在过去的几年中还略有升值。戴相龙充满信心地说:人民币汇率将会继续保持稳定。

1. 泰币危机缘由

被誉为“亚洲四小龙”之一的泰国,在 1985 年至 1995 年十年间,其经济发展每年平均增长率为 8.5%。然而“飞驰的列车”终于由快变慢,许多在欣欣向荣时期被掩盖的问题,逐渐暴露了出来。去年泰国经常项目逆差达到 3700 亿泰铢,占 GDP 的 8.2%;最近数月来金融危机不断,不仅货币贬值,而且金融机构挤兑事件频传。其实,第一块“多米诺骨牌”早在 3 年前就已经倒下了,当时泰国的股市正从历史的顶部开始滑落。面对日益严峻的经济形势,7 月 2 日,泰国政府决定放弃长达 13 年的与美元挂钩的固定汇率制度,宣布实行泰铢浮动汇率,当天泰铢就贬值近 20%。

尽管泰国金融动荡与投机商的投机浮动不无关系,但其根本原因在于泰国乃至东南亚诸国现行的经济体制难以适应经济高速增长的需要而引起经济结构性失调,诸如金融宏观调控体系不健全,对外开放与国内改革不协调,对外资缺乏有效的管理以及经济结构难以适应本国经济国际化的需要等等。

十多年来,泰国经济高速增长主要是靠出口推动,然而,泰国出口产品较为单一,主要是电子产品。受去年世界电子产品需求不振的影响,加之国内劳动力成本(工资)不断攀升从而提高出口产品成本的因素,出口增长率一下从 1995 年的 22.5% 一下子降至 3%,经常项目逆差状况不仅无法改善,反而更加恶化,经济增速随之大幅下滑;再加上泰国在过去几年中完全向外资开放了国内市场,忽略了对外资质量和投向的引导管理,并放松了对金融机构的监管,致使金融机构大规模横向房地产和证券市场放贷,各类金融机构对房地产市场的放贷占其放贷总额的 50% 左右。房地产过热加大了国民经济中的泡沫成分,随着宏观经济形势恶化,房地产和股票市场泡沫破裂,不少企业破产倒闭,金融机构呆帐坏帐增加,外国投资者迅速大量撤走资金,国际金融投机者就乘虚而入,泰国金融动荡也就在所难免。

2. 金融风波会冲击中国金融市场吗

在世界经济特别是金融市场整合趋势日益显著的今日,任何地区的汇市动荡,都可能触发连锁反应。泰铢危机在东南亚触发了“骨牌效应”,菲律宾等几国在这场金融风波中未能幸免于难,究其原因,在于它们的经济模式、汇率制度、出口结构和泰国相似,同样存在经常项目逆差、出口增长滑坡、外汇储备减少、房地产积压、银行风险积聚等问题,因而较易受到外汇投机商的“狙击”。

在这场金融动荡中,人民币坚挺依旧。一个国家的货币是否稳定,取决于该国的经济总量是否平衡、国民经济是否健康、汇率形成机制是否合理及该国防范投机的能力和实力。经过几年的宏观调控,我国经济成功地实现了“软着陆”,在降低通胀的同时保持了经济的快速增长,经常项目保持顺差,外汇储备充足,外汇管理卓有成效,不存在爆发类似危机的制度性因素。

从实践的结果来看,泰国过多地依赖外债来支撑经济发展,这一政策是有重大缺陷的。近年来,我国之所以能够实现宏观经济稳定平衡的发展,一个重要的原因就是坚持了以利用本国储蓄为主,引进外资作为补充的发展经济战略,经常帐户始终保持盈余。从泰铢危机的过程来看,具有较高的外汇储备是稳定一国货币的重要因素,但并不能充分保证一国的货币安全。一国的货币安全的条件不仅在于有较高水平的外汇储备,同时还在于保持一国经济的健康发展和提高经济实力。另外,我国在引进外资过程中,也特别注意了促使产业结构升级和出口能力的提高,一直坚持以吸引国外直接投资为主的政策。因为直接投资的流动性较低,同时有助于本国出口能力的提高。有关统计表明,中国现在利用的 3200 亿美元外资中,64%来自外商直接投资。然而,在过去的几年中,流入泰国的资本却是以短期资本为主,并被大量投向公共建设和房地产。据有关专家介绍,目前,我国外债余额约为 1200 亿美元,数量虽然不少,但是结构上以中长期贷款为主,占 80%以上,短期外债仅为 10%,这种投资导向和外债结构,也减少了大规模国际游资套利投机的可能性。当然,我国的人民币并未完全可兑换,资本市场尚未完全开放,除了我国宏观经济处于健康发展这一根本因素之外,在外汇管理体制上,目前并无投机者可乘之机。

3. 金融危机给中国金融也敲响警钟

8月5日,泰国政府宣布接受国际货币基金组织条件苛刻的紧缩财政措施,以换取由其及亚太地区一些国家和地区提供的 160 亿美元左右的一揽子紧急贷款,防止金融业全面崩溃,同时推出了一些振兴泰国经济和金融业的宏观调控计划和措施。中国也已承诺向泰国提供 10 亿美元的经济援助。从目前看,东南亚的金融局势正趋于稳定,但这场危机却实实在在地给亚洲敲响了警钟。

英国《金融时报》刊文指出:亚洲需要的是集中进行结构改革。对于东南亚一些国家来说,作为新兴市场,其经济增长率、储蓄率和投资率在世界上都位于前列,但这些国家由于表面的繁荣现象、快速发展经济心切及一些政治因素,没有适时适度调整政策,他们为此也付出了沉重的代价。

泰铢危机提醒各国,经济发展应主要依靠国内的储蓄,而不能过份依靠外资,特别是不能依靠外债来支撑经济发展;在引进外资过程中,要特别注意促使产业结构的升级和出口能力的提高;要充分利用汇率机制调节国际收支,同时使货币政策更具有自主性。泰国自 1984 年起实行的固定汇率制度降低了其货币政策调节经济的作用,在此汇率制下,泰国中央银行需要被动地买入卖出外汇,对基础货币的调节能力下降。同时,泰国的利率水平的变动必须与美元利率变动一致,否则,就会导致短期资本的套利活动的加剧,因此,货币政策在调节经济的能力上受到很大限制。应加强离岸金融业务的管理和外汇管制。目前,我国虽然建立了银行间外汇市场,包括允许外资银行进入外汇市场买卖和将三资企业纳入结售汇

体制,但是,我国对于短期资本采取了严格管理的政策,同时,对非居民持有本币也实行了严格的控制,所以,虽然这两年来股票、债券和货币市场上下波动较大,但在外汇买卖上并无发现相关的异常波动的现象。然而目前我们仍需加强对于非居民和外资银行的人民币业务的监督和管理,以规避开放过程中可能带来的风险。泰国这次货币危机的重要原因之一是一些金融机构大量外债的出现。其教训也显示,金融监管当局对银行及其他金融机构的监管不能松弛,没有强有力的金融监管手段,就无法推进金融机构和金融工具方面的创新。

在回答记者提问时,中国人民银行行长戴相龙强调:中国从东南亚国家货币波动中得到启发,今后将继续坚持适度从紧的货币政策,力图保持经济适度快速增长,并将通胀率控制在5%以内。同时,中国将继续坚持正确的利用外资政策,防止借用过多外债及过分依赖外债,杜绝由房地产、股票市场过热而产生泡沫经济的可能。他表示,中国在建立一个稳定完善的金融体系的同时,会加强对国内金融业的严格监管,以防范在中国发生金融危机,促使我国经济持续、稳定、快速地发展。

4. 对我们的启示

东南亚经济危机引起了国际社会的广泛关注,突现了发展中国家正确处理加快经济发展和扩大对外开放的必要性和复杂性。

随着全球经济一体化的加深,一个国家、一个地区经济发生问题会很快波及其他地区,甚至影响到全球经济的稳定和健康发展。正如美国一家报纸的分析,世界金融与货币市场从来没有像现在这样联系紧密。现代通讯网与交叉投资既能促进经济发展,又能在一天之内在全球引起经济问题。九十年代以来国际金融市场与业务的发展发生了深刻变化。新的金融产品层出不穷,辨认、管理风险的难度增大;国际资本流动的结构发生显著变化,直接投资和证券投资取代商业银行贷款成为主要形式,流动快,冲击力强;金融机构向全球化方向发展,开放金融市场成为潮流;信息传播速度加快。在全球金融市场日趋一体化的情况下,某一地区的持续金融动荡最终会传递到其他国家。

这次东南亚金融动荡对我国经济的影响有利有弊:有利的一面在于对我国积极有效地引进外资创造了有利条件。东南亚金融危机对外商投资信心造成较大冲击,这种信心在短期内难以恢复。而我国宏观经济环境稳定,国企改革加快,投资环境进一步改善,对外资的吸引力增大。不利的一面在于我国外贸出口产品面临的竞争会有所加强。东南亚国家币值下降将增强其出口产品的竞争力,由于和我国出口产品结构相近,可能挤占我国部分出口市场。因此,针对我国出口中加工贸易比重过高(超过出口总值的一半)问题,可不失时机地将一些加工贸易企业转移到东南亚地区,既可减少因加工贸易顺差过多引起与发达国家发生的贸易摩擦,又可发挥比较优势,扩大我国与东南亚国家的经贸合作。

综合上述分析,优化经济结构与加强国际、区域合作并举,在积极有序地推进我国金融改革和开放的过程中,不断完善金融体系,提高防范金融风险的能力是这次金融动荡留给我们的最有益的启示。因此,加强以下几方面的宏观调控是大有必要的。

(1)加速国内经济结构调整步伐。这次金融危机留给我们的一个重要启示就是,只要国家经济健康,即使造成一些波动,也不易掀起大的风浪。国际投机资本所以不选择欧美金融市场为攻击突破口而专挑东南亚国家,新加坡、香港所以能在这次金融动荡中最终站稳脚

跟,捍卫本币的地位,归根到底是 由于有健康的经济和不断优化的经济结构作后盾。我们在今后的经济发展中只有坚定不移地把调整经济结构作为经济工作的中心环节来抓,不断优化产品和产品结构,逐步增加出口产品的科技含量和技术附加值,从根本上提高主要产业和产品的国际竞争力,才能增强国民经济发展的后劲,在激烈的国际竞争中立于不败之地。

(2)继续积极稳妥地扩大对外开放。东南亚金融危机集中表现出发展中国家实行渐进式开放的必要性。在全球金融市场和世界经济加速趋向自由化和一体化的形势下,发展中国家开放国内金融市场既受到来自外部的巨大压力,也是实现经济快速发展、加速国内产业升级的必然要求。但应看到,发展中国家的经济、金融实力与发达国家相比尚有很大差距和金融监管体系有待健全的情况下开放金融市场,必然面临大规模金融投机活动等一系列金融风险。而且金融市场一旦开放,就很难关闭。我国金融市场在这次国际金融动荡中基本上未受到影响,相当程度上是因为我国的资本市场还没有对外开放。我国作为最大的发展中国家,已实现人民币经常项目下的自由兑换,但资本市场的开放必须十分慎重。从东南亚金融危机中吸取教训,有计划、有步骤地推进我国金融的开放进程无疑是明智之举。

(3)为改革开放和经济发展创造稳定的宏观环境。东南亚金融危机的教训充分说明,发展经济和对外开放要量力而行。求快求热,必然造成总体供求关系紧张,政策回旋余地狭小,结果只能是欲速则不达,被动接受经济规律的惩罚。事实证明,1993 年以来,我国正确处理了改革、发展和稳定的关系,采取的加强宏观调控和改善金融秩序的政策取得明显成效,经济实现了“软着陆”,相当程度上避免了受到这次金融危机的冲击。要保证国民经济在健康的轨道上持续发展,必须继续坚定不移地坚持适度从紧的财政货币政策,为开放和发展创造较为宽松的政策环境。

(4)加强国际和区域间的合作与协调。经济发展水平的提高和产业结构的不断升级,客观上要求不断扩大金融市场的开放度,赋予外国资本进出境更大的自由度。随着世界经济和国际金融一体化的加深,资本流动的速度大大加快,数量大大增多,为应付国际资本流动的投机,创造稳定的金融环境,我们在进一步发展金融市场,加强对国际资本流动和金融市场交易活动监测的同时,需要积极参与亚太及全球金融监管合作,研究建立应付突发性危机的机制,增强抵御货币危机的能力。

九、日本政府的金融紧急对策

三洋证券、北海道拓殖银行、德阳银行、山一证券……日本的金融机构接踵破产似有愈演愈烈之势。日本的金融信誉受到怀疑。而那些普通的存款人和投资者更是在这种破产风波中一次次感受到了不安。稳定金融,避免更多的金融机构相继破产,保持日本金融机构在海内外的信誉,成为日本政府面临的重大课题。

日本执政党之一自民党“紧急稳定金融系统对策本部”15 日在总部召开会议,拟就《旨在稳定金融系统的紧急对策》。其主要内容有:由政府向存款保险机构提供 10 万亿日元的国债,在必要的时候,存款保险机构可将此国债向政府要求兑成现金;作为现金来源,将优先考虑运用由日本电报电话公司(NTT)的股票售出收入;运用公共资金购买各金融机构发行的优先股和延期付息债券,以充实各金融机构的自有资本;存款保险机构借入资金由日本政

府负责担保,该机构负责政府担保债券发行的调研工作;为保护证券投资者和保险人的利益,研究包括运用财政资金在内的各种资金调配方法;扩充负责处理破产金融机构的银行职能等。

自民党的紧急对策提出了通过存款保险机构投入公共资金的框架,即通过扩大存款保险机构发行政府担保债券和日本政府对日本银行借款的担保范围,来扩充该机构处理破产金融机构所需要的资金来源。自民党的这一紧急对策将由大藏省等负责具体操作,并最终提交给明年1月份召开的通常国会讨论,自民党期望最终形成法律。

此次的紧急对策大大改变了日本存款保险制度的结构,使金融机构可以将存款保险机构的援助资金用于充实自己的自有资本。现行存款保险法规定的资金援助手段只限于“赠予”、“贷给”和“购买不良债权”等,而此次明确写进“出资”。

对一般的金融机构,在存款保险机构内新设“金融危机管理帐户”,负责购买金融机构发行的优先股等。其目的是为防破产于未然,但因为很可能最终演变成向银行提供救济,因此,同时对存款保险机构支出资金规定了一定的标准,如“是为维护整个金融系统,而不是某个金融机构”、“充实资本后倘若破产,不能置公共资金于不顾”等,并为判断支出的得失,紧急对策提议设立独立的审查机构。

原本用于处理破产金融机构而投入公共资金的结构被大大扩充。目前的存款保险机构设有一个普通帐户和两个特别帐户,普通帐户主要用于向金融机构提供存款返还额之内的资金援助,两个特别帐户主要用于超出返还费用的资金援助。普通帐户可从日本银行融资1万亿日元,两个特别帐户合计为1万亿日元,其中只有向信用组合特别帐户的融资,政府才出具债务担保。紧急对策提出将政府的担保扩大到普通金融机构特别帐户和普通帐户中,紧急对策还提出存款保险机构直接发行政府担保债券,进行资金调配,无论哪个帐户出现资金不足,都可通过投入公共资金缓解资金周转情况。

此外,紧急对策为加强不良债权回收体制,提议全面改组“整理回收银行”。目前的整理回收银行主要负责处理破产的信用组合,紧急对策建议将其职能扩大到普通金融机构的破产案件处理。

自民党此次提出的稳定金融体系紧急对策,总的来说是动用包括税金在内的公共财政资金,其目的是向日本国内外展示日本政府正在致力于稳定日本金融,消除人们对日本金融信誉的担心,在一定程度上产生良好效果。但10万亿日元毕竟不是个小数目,它占整个日本国内生产总值的2%左右,能在多大程度上得到日本普通老百姓的理解,会不会因此受到执政的其他两党和在野党的反对,还都是未知数。投入公共资金本来是应该用来保护普通存款人的利益的,但根据紧急对策,它不但适用于负责处理破产金融机构的银行,同时通过存款保险机构购入深陷资金周转困境的银行的优先股等,从而扩大了公共资金投入的范围和适用对象,最终很有可能演变成救济金,这与日本政府正在推行的金融改革的主张显然有点背道而驰。

十、韩国成为亚洲金融风波新热点

11月19日,韩国总统金泳三接受韩国财经院长姜庆植及其高级助理的辞职,韩国不得

不延迟公布金融稳定方案,韩国金融市场顿然失控。当天,韩国外汇市场开盘后,韩元兑美元汇价从 11 月 18 日的 1012 : 1 的历史新低再度下挫 23 韩元,再创历史新低点 1035 韩元兑 1 美元,跌幅达 2.27%,跌破韩元每天浮动幅度不超过 2.25% 的限制,韩元再度跌停。与此同时,汉城股市开市后继续下跌,汉城综合股价指数大幅下跌 11.65 点,跌幅达 2.36%,报收 483.01 点。此外,市场又传出韩国央行向日本申请 200 亿至 300 亿美元的紧急贷款援助的谣言。韩国金融局势恶化,令市场担心的事情终于发生了。

韩国经济金融危机由来已久。在经济飞速发展的 80 年代中期到 90 年代初,韩国以较强的经济实力跻身新兴工业国家行列,其经济发展模式一时成为发展中国家学习的楷模。实际上,在政府的支持下,韩国经济发展过程中形成了几十大工业集团,即所谓的“工业巨头”,这些工业巨头和政府之间,水乳交融,银行对其支持不遗余力。在政府和银行的支持下,韩国工业资产迅速膨胀,经济以高速度增长。然而,这也形成极大的弊端,这些工业巨头不顾客观条件无休止地膨胀,造成巨大的经济泡沫。同时,公司与政府千丝万缕的关系,形成韩国贪污腐化和特有的金钱政治体制。一旦由出口带动的经济发展停滞,经济泡沫破灭,诸如公司资产质量低下、管理不善、贪污腐化、资不抵债等问题都暴露出来,政府和银行支持力不从心之时,等待韩国公司的就是破产的命运。90 年代中期,韩国经济发展放慢脚步,一些小型公司开始破产。1997 年开始,韩国的工业巨头接二连三地破产。1 月份,韩国第 14 大工业集团韩宝钢铁宣布破产。随后,韩国第 26 大工业集团三美集团破产,再就是韩太集团、韩国新核心集团破产;最后,连韩国民族工业的象征——起亚集团也宣布破产。韩国工业巨头破产显示出政府政策的转移,也显示出韩国政府和银行支持这些背负巨额坏帐的工业巨头力不从心。

韩国工业巨头的破产使韩国金融业倍受打击,韩国各大银行背负着巨大的呆帐、坏帐艰难地运行。韩国银行在国际金融界的地位每况愈下,在国际金融市场出现类似于“日本贴水”的“韩国贴水”,韩国银行的筹资成本急剧上升,金融危机一触即发。以泰国金融危机为起点席卷东南亚的金融风波对韩元造成沉重打击,韩元一跌再跌,连创历史新低,韩元兑美元汇价呈自由落体运动直线下跌趋势。

11 月份的韩国金融市场成为众人关注的焦点,股市持续低迷,新的历史新低不断出现,韩元汇价也是连创新低。在 11 月 17 日前,韩国政府似乎还信心十足对付这场金融危机。市场在 11 月 4 日即有传闻说,韩国央行储备不足,无力支持国内银行、韩元汇价和韩国债务。当时,韩国央行不愿透露姓名的发言人表示,这纯属谣言,用意不良,并表示不会向国际货币基金组织请求援助。然而,刚过去一个星期,11 月 17 日,韩国央行被迫放弃对韩元汇价的干预,韩元汇价已经连续两天跌停(超过韩国政府规定的 2.25% 的浮动幅度)。11 月 18 日,韩元兑美元从 989 韩元跌至 1012 韩元,跌幅为 2.32%。韩国央行请求韩国财经院向国际货币基金组织申请援助,韩国财经院长姜庆植辞职,市场因而更受打击。

韩国金融危机令亚洲金融市场雪上加霜。曼谷股市、雅加达股市、马尼拉股市都应声下跌,日本股市重挫 884.11 点,为今年以来日经指数最大跌点,跌幅达 5.29%,再次下挫至 16000 点以下,前两天的升幅基本跌尽,日本大阪证券交易所宣布,因交易系统发生问题,日经 225 期指暂停交易。东南亚各国货币汇价也再度受到冲击,日元汇价为 126.95 日元,已

经接近于今年的最低点 127 日元;泰国铢跌至泰铢的新低;菲律宾比索在开市 30 分钟内跌破菲律宾银行协会规定的不得跌破 35.422 比索的限制。

韩国财经院长姜庆植在还未公布其金融稳定方案时辞职,韩国贸易部长林昌烈接替财经院长一职。在上任不到几个小时的时间内,林昌烈召开记者招待会表示,将尽快公布解决美元短缺和重整金融机构为重点的金融稳定方案。林昌烈还表示,若有需要,政府会考虑向国际货币基金组织申请紧急援助贷款。同时,他还宣布将韩元汇价的波幅限制由 2.25% 扩大至 10%。受此消息影响,汉城股市综合指数收盘微幅上扬 7.93 点,升幅达 1.6%,以 502.59 报收。美国财政部副部长萨默斯表示正密切关注韩国情势的发展,美国正准备与汉城当局进行接触,并认为韩国必须拟定有效方案才能解决金融问题。

现在的问题是——韩国能在圣诞节前走出金融危机吗?

1997 年亚洲,可谓多事之年。

东南亚金融动荡余波未尽,东北亚韩国金融又风波骤起。看看路透社 11 月 11 日一篇电讯稿的标题就让人心惊:同韩国货币危机相比,东南亚金融危机不过是“小菜一碟”。开始,国际金融界人士只是在私下里认为韩国有可能成为“第二个泰国”,现在则不仅仅是“第二个泰国”的问题,而是有可能发展为比泰国严重的问题了。但是,仍然有持乐观态度的人,香港的一位权威人士在 11 月 24 日称,“就亚洲而言,这场危机将在圣诞节前结束”。并认为,国际货币基金组织介入这场危机,向韩国、泰国和印度尼西亚提供援助是好迹象,它表明动荡行将结束。是的,让这个世界充满安宁,是绝大多数人的心愿。然而,对未来的预测和判断,尚需建立在对现实的观照和理性分析的基础上。所以,我们还得细细揣摩一番才是。

(一) 韩国金融危机事出有因

在分析东南亚金融危机的影响时,不少人(包括笔者在内)甚至一些专家们都认为,韩国仅仅是经济不景气日趋严重而已,尚不致出现较大的金融风波,但事物的发展有着自己既定的轨迹,自 10 月底以来,韩国金融市场急剧动荡。8 月中旬,韩圆对美元的比价由年初的 861.3 : 1 升至 900 : 1,10 月中旬,股票综合指数跌破 600 点的“心理防线”。进入 11 月,韩国金融形势急剧恶化,11 月 17 日,政府金融改革法案未获通过,韩圆对美元的比价飙升 1000 : 1 大关,股票综合指数又跌至 500 点以下。当日,韩国中央银行放弃 11 月初关于准备投放 20 亿至 100 亿美元外汇储备维持韩圆汇率稳定的承诺,这无疑是汇价突破千元大关的主要原因。20 日,韩国中央银行又决定将韩圆汇率的浮动范围由 2.5% 扩大到 10%,开盘 15 分钟后,韩圆对美元比价即跌至跌幅下线,为 1139 : 1,同时,股市也相继走软,股票综合指数下跌了 2.82%,至 488 点。这一天,人们狂抛韩圆,抢购美元,银行挤满了提兑存款的居民。人们还争相抢购黄金,致使金价一天内上涨了 10%。到目前为止,韩国金融市场的基本状况持续恶化,其间甚至出现外汇交易停盘的严重局面,汇市和股市处于窘境,韩国政府大有力不从心之感。

虽然,汇率下跌有助于增加出口和改善国际收支,但其负面影响已远远超过正面影响,至 11 月中旬,韩国企业已蒙受了 3 万亿韩圆的兑换差额的损失,外债本息的偿还额也增加了 4 万亿韩圆,消费物价上涨了 2%。而且,韩国对外的信用度也因此大受影响。

发生在韩国的这场金融危机并非偶然,近年来韩国经济不景气日趋严重。1996 年,韩

国经济“软着陆”失败,国内生产总值增长率为 7.1%;1997 年上半年,呈继续下滑之势,第一季度仅达 5.4%,第二季度达 6%,上半年为 5.6%。据韩国产业研究院推算,汽车、造船、半导体等 11 个主要出口产业的增长率为-1.0%,尤其是半导体产业,与 1996 年同期相比,下降了 26.5%。家用电器的生产和出口上半年均为负增长。第一季度的对外贸易逆差即达 74 亿美元,比 1996 年同期增加 78.3%,超过政府所预计的全年贸易逆差 140 亿美元的一半以上。预计经常项目赤字将接近 200 亿美元,外债总额将突破 1400 亿美元。而且,这一预计并未料想会有金融危机的发生。仅此,即可见韩国经济的窘迫之状了。今年以来的韩宝、起亚两大集团的破产案,均极大地冲击股市、汇市。先是韩宝、后是起亚致使第一银行深遭劫难,其金融评级由三个 B+降为三个 B-,韩国中央银行的特别援助似难扭转颓势。在政府主导型体制下的“官金融”弊端丛生,对债务市场、外资流入的严格限制,在严重阻碍企业竞争力提高的同时,且难以承担金融风险的袭击。实际上,在泰国金融危机爆发时,即引致了韩国股市波动,8 月的韩圆贬值、股市滑落,无疑都意味着韩国金融危机的肇始。

(二)韩国金融危机的特殊性

看着韩国的金融危机,人们很自然地就会将其与泰国相比,以致有“泰国第二”的说法。从时间排序,韩国的确可以称之为“第二个泰国”,而且就一般情况而言,由企业过于铺排、举债过多、呆帐坏帐过多、外汇储备不足、货币疲软等方面观之,两国多有共同之处。今年 1—9 月韩国平均每天倒闭 50 家企业,累计达 1.1 万家,较上年增加 36%,其中财阀级的大企业集团有 9 家倒闭或陷入风雨飘摇之中。大量借债,过度负债经营,盲目扩大企业规模乃韩国企业尤其是大企业倒闭的主要原因,韩宝和起亚是最为明显的例证。企业以“多米诺骨牌效应”连锁倒闭,致使银行和金融机构的贷款无法收回而成为呆帐和坏帐。至 9 月底,呆帐和坏帐已达 16.1 万亿韩圆,原估计年底将超过 20 万亿韩圆,现在看来能否打住尚有疑问。因外汇储备不足,韩国政府曾尝试得到区域内援助,意在争取日本的短期贷款援助,但自顾不暇的日本即使有意援助也没有这个能力了。韩国还曾希望美国能伸出援助之手,但美国深恐开了口子以后会应接不暇,因此而亮出“红牌”。最后只得向国际货币基金组织提出紧急援助的请求。其货币疲软自不待言。

但是,从成因尤其是所引发的后果看,泰韩两国多有不同之处。首先,泰国由巨额房地产投资而形成的经济泡沫,致使房地产价格膨胀,最终经济泡沫破灭,但韩国从未出现过这一情况。其次,泰国的金融危机的触发点是由国际投机资本所致,他们操纵股市、汇市在投机中牟取利益,导致货币贬值,经济陷入困境。韩国金融市场大混乱的起因是大企业的相继倒闭,致使韩国企业和金融业国际信用度大幅降低,形成恶性循环。第三,泰国金融市场过于开放,而又未及时建立相应的金融监督和风险防范机制,使其与固定汇率制严重脱节。而韩国的金融市场则相对封闭,对债券市场、外资流入均予以严格的限制。而且,韩圆没有与任何货币挂钩。确实,有如一位韩国政要所说“泰国是泰国,韩国是韩国”。

我们说,韩国与泰国是不同的,还因为韩国在世界经济中所处的地位有可能引起全球性的连锁反应。总的看,韩国的经济规模是泰国的 2.5 倍,贸易额是两倍多,所接受的国外贷款也远高于泰国。作为工业化国家的韩国,在世界排行榜上高居第 11 位,并且拥有大宇、三星、现代……这样一批世界级的工业巨子。所以,在韩国金融风暴乍起之际,分析家们就认

为:韩国贬值对全球影响远远超过东南亚金融危机。说东南亚金融危机不过是“小菜一碟”,或许是有道理的。11月11日那天,韩国对美元的比价降至989.5:1时,次日,这股不祥之风越过太平洋刮到美国,使得道一琼斯工业指数下降了157点,这其中当然不乏日元贬值的因素,但韩圆的国际影响由此也可可见一斑。

从目前看,韩圆的贬值对世界经济所带来负面影响,首当其冲的问题是,有可能将迫使日本让日元进一步贬值以与韩圆同步,这样将会引发一系列货币贬值,由此而形成货币贬值的恶性循环。很自然地,由此又将派生出以下两个问题:第一,因韩圆贬值而提高了韩国产品出口的竞争力,而这正是让西方发达国家尤其是美国担心的事情。因为顾虑计算机芯片市场来自亚洲的竞争增强,美国得克萨斯仪器公司的股票价格下降了13%。倘若来自韩国和日本的出口产品剧增,美国的贸易赤字亦会随之上升,势必带来贸易保护主义的反弹,由此而引发一场贸易战。第二,同样因为韩圆的贬值而给日本带来了巨大的压力,使日本经济局势有可能进一步恶化。这样一来,作为世界上最主要投资大国的日本,在迫不得已的情况下大量抛售在外国的资产和证券以换取现金,这一影响将会迅速扩及太平洋彼岸,使得美国未来受到影响。今年6月,日本首相桥本曾以开玩笑的口吻,说日本如将其所持有的美国短期国库债券换成现金时,当即会使道一琼斯指数骤跌。

(三)韩国解决金融危机的国际和国内环境

一些人往往将3年前的金融危机称为“21世纪的第一次金融危机”,那么现在,21世纪已经有了第二个受害者——亚洲,而韩国则是这一地区金融危机的第二波。或许应了中国老百姓的俗语:“苍蝇不叮无缝蛋”,这在韩国应该更为明显。多年来政府一直将银行视为国家经济政策的工具,过度干预带来了大量不良债务,带来了适得其反的结果。但在危机加剧的关口、在干预下似又显得有些软弱,韩国的金融危机应该说是祸起萧墙。

那么,韩国能够尽快走出这场金融危机吗?首先让我们看一看有关各方的反应。在前些天的亚太经合组织温哥华会议上,大部分领导人都认为尽管有困难,但不致因为这场危机会引起经济衰退。美国总统克林顿明确表示,日本将引导亚洲摆脱目前的金融危机。然而,泰国总理川·立派则发出警告:“我认为,韩国发生的事情已发出一个信号,表明这个地区的任何其他国家都可能发生这种事情。”尽管与会各方对亚洲危机的严重程度看法不一,但从总体上看,中国国务院副总理兼外长钱其琛在亚太经合组织第九届部长级会议上的发言,应该说是代表了大多数国家的意愿的,他认为受金融危机冲击的国家和地区经过必要的调整,一定能够克服目前的困难。11月21日,国际货币基金组织总裁米歇尔·康德苏向韩国当局保证给予全力支持。目前,国际货币基金组织的代表团已进驻韩国,就有关援助计划的具体方案开展工作,大约12月上旬提出援韩计划。国际社会的广泛支持,尤其是韩国多年来的发展和积累以及其以往应对危机的经验,将是其走出危机、重新崛起的基本前提。尤为值得重视的是,韩国的产业基础和出口潜力未遭重创,因此而保证了其出口、财政、物价等得以平稳运行。加之,此前韩国对本国经济结构的调整和金融机构整顿、金融机构改革已有准备。此次金融危机的发生,将使韩国政府和企业更进一步深刻地认识到进行经济结构调整、金融机构调整和改革的重要性、紧迫性。还有需要注意的是一个事实是,最近包括美国在内的一些国家重新调整政策,美联储主席格林斯潘明确表态,将给以必要的支持,美国已认识

到韩国的问题,在世界经济一体化的今天,同样也关系到美国以及全球的利益。这显然是个好兆头。

相信随着国际货币基金组织援韩计划的具体实施,以及美日等国的援助资金到位,将会大大地缓解韩国的窘况,韩国当局对此也充满了信心,认为危机会在年内消除。因此,圣诞节韩国将走出金融危机的阴影并非没有可能。

然而,无论如何我们还不能掉以轻心。即使年内韩国金融危机会有所缓解,但尚不能完全安然无事,稍有不慎说不定还会反弹。况且,在国际金融投机如此猖獗的今天,发展中国家更须警惕。在 1997 年的世界经济形势研讨会上,就有专家指出,近年来金融危机大多发生在一些新兴的发展中国家,而发达国家因其金融监管机制和风险防范机制相对比较完善,国际投机不易得手而相对比较平静,而发展中国家却此起彼伏。因此,对发展中国家来说,尤其对新兴发展中国家而言,应认真进行经济结构调整,加快金融机构调整和改革的步伐,以防患于未然。

十一、游资肆虐东南亚 国人要提高警惕

大约一年前,国际货币基金组织经济学家莫里斯·戈尔茨坦在英国《经济学家》杂志上预言:按 1994 年 12 月墨西哥金融危机中的危险信号衡量在东南亚国家,这些国家的货币正经受着攻击,从而有可能出现墨西哥式经济灾难。接着,他又说到,泰国的墨西哥式征兆比其他亚洲国家多,公平地说,但它离出现墨西哥那样的“疾病”还有一段距离。

可惜戈尔茨坦先生的估计过于乐观,不到一年,1997 年 7 月 2 日,泰国政府和金融当局宣布放弃长达 13 年之久的泰铢与美元挂钩的汇率制,实行浮动汇率制,泰铢一泻千里,屡创历史新低,货币风暴终于爆发了。随即而来,菲律宾、马来西亚、印尼、新加坡等国金融市场也开始剧烈动荡,菲律宾比索、马来西亚林吉特、印尼盾、新加坡元,甚至连经济闭塞的缅甸货币纷纷走软下滑。人们担心,东南亚诸国会不会爆发一场墨西哥式的金融危机?毗邻东南亚的中国及香港是否也会受到国际游资的冲击呢?

(一) 东南亚金融市场动荡的原因——泡沫经济

进入 1997 年,一直风平浪静的东南亚金融市场动荡不已,5 月以来,外汇市场顷刻间狂风大作,波涛汹涌。泰铢、菲律宾比索、马来西亚林吉特不断大幅贬值,印尼盾、新加坡元等国的货币也正面临巨大压力。尽管有关国家的中央银行采取了种种措施,打击货币投机行为,维护本国币值稳定,但仍没有取得预期的效果。7 月 2 日,泰国被迫实行浮动汇率制,一天之内泰铢再度贬值 20%。与此同时,泰国已向国际货币基金组织、日本、美国等发出紧急资金援助的请求,使得酝酿已久的墨西哥式金融危机终于浮出水面。

东南亚国家接连爆发货币危机,是诸多经济因素恶化交织在一起的结果。90 年代前期,当西方发达国家在衰退中苦苦煎熬时,东南亚经济增长却势如破竹,令世界为之惊叹。90 年代中期,东南亚国家沾沾自喜,开始加快金融自由化步伐,以求驱动经济新一轮增长。然而过去几十年推动东南亚国家经济发展的主要驱动力是外延投入的增加,而非单位投入产出的增长,因而在如此局限的增长模式基础上竞相放宽金融管制,做大金融市场“蛋糕”,无疑是在沙滩上建高楼大厦,隐患重重,极易诱发泡沫经济的风险。

早在两年前,新加坡克罗斯比证券公司曾针对亚洲七个国家经济状况作了份研究报告,指出东南亚国家劳工素质低廉、贸易收支恶化、通货膨胀上扬,正面临景气过热的危险;而另一方面这些国家又因超额生产能力、企业债台高筑以及缺乏高等教育和技术的劳工等,将遭遇“成长性的衰退”(Growth Recession),有可能陷入一场经济危机。克罗斯比公司认为由于经济快速成长,东南亚企业普遍高估房地产供给、制造业的产能、公司人员规模,因此造成了“乐观的错误”。有关当局加快金融市场自由化的步伐,往往又会对“乐观的错误”推波助澜,火上浇油。届时整个国家经济运行状况突出表现为投机行为高涨,泡沫经济明显。然而东南亚国家沉浸在“东亚奇迹”的喜悦之中,对上述忠告置若罔闻。

从 1992 年起,泰国经济界人士,特别是金融界人士,认为曼谷应取代即将回归中国的香港,成为地区的金融中心,成为第二个香港。在这种想法推动下,泰国当局率先对外国资本敞开金融市场大门。外国银行带来了大量低息美元贷款,金融业腰包鼓鼓,开始对诸如房地产等基础产业产生浓厚兴趣,结果许多银行把近 30% 的贷款投放到房地产业,使房地产业盲目发展,供求严重失衡。随之而来的房地产市场低迷不振使得银行呆帐、坏帐激增,许多贷款难以收回,资产质量严重恶化。据日本大和综合研究所援引泰国有关方面资料,截至 1997 年 6 月底,泰国金融机构所有的风险债权数额为 4680 亿铢,占贷款总额的 31.5%。更有人估计,泰国金融业坏帐高达 8000 亿到 9000 亿泰铢(约合 310 亿—350 亿美元)。肆意挥霍低息资本,巨额经常项目赤字极易引发金融危机。1996 年泰国经常项目逆差已相当于它的国内生产总值的 8.2%,而 1994 年墨西哥爆发金融危机那一年不过为 7.8%。泰国在玩火自焚。从今年初开始,房地产业气泡开始破灭,外国投资者纷纷抛售泰铢,国际热钱浑水摸鱼,泰国金融市场岌岌可危,进而拖累整个东南亚金融市场。

(二)国际游资出没东南亚

进入 90 年代,国际金融市场风波迭起,危机四伏。专家认为国际金融市场周围游荡着一只看不见、摸不着但又十分明显地感觉得到的“巨手”——巨额国际游资。东南亚金融市场最近动荡不安,人们也发现国际游资幽灵般地影子。

据国际货币基金组织的粗略统计,目前在国际金融市场上流动的短期银行存款和其它短期证券至少有 7.2 万亿美元,并且有与日俱增的趋势。世界经济一体化的发展,使巨额游资的全球快速流动成为可能。要调动巨额资金甚至只需打个电话或按个键盘,天大的交易在市场上瞬间即可成交,相反为规避风险,资金的快速撤离也是轻而易举之事。自从 1992 年英镑一败涂地,1994 年墨西哥爆发金融危机,国际社会着实领教了游资的厉害,各国对其都敬畏三分。目前,国际金融市场上的游资犹如脱缰的野马横冲直撞,难以捉摸。当某一地区资本收益率可观时,游资便会蜂拥而至,一有风吹草动,尤其达到牟利目的后,便又会如风卷残云般消失得无影无踪。

1997 年 7 月 25 日,马来西亚总理马哈蒂尔斥责美国大炒家乔治·索罗斯(又叫乔治·绍多什)是东南亚货币受投机者狙击大幅贬值的幕后“黑手”。各种迹象显示,这位西方金融市场“传奇人物”统帅套头交易基金自 1992 年狂沽英镑大获全胜之后,早把“猎取”目标瞄准了亚洲新兴市场,伺机下手。1993 年这伙掌管套头交易基金的经理们在马来西亚“小试牛刀”,初露风头。当时,投资者普遍认为马亚西亚货币林吉特的币值被低估,看来必涨无疑,

于是游资开始围剿林吉特。可是马亚西亚政府偏不买帐,坚决捍卫低币值的林吉特。1994年1月,马亚西亚加强了对资本市场的控制,套头交易基金一瞧苗头不对,全线撤退。

转眼过了两年,东南亚国家经济虚假繁荣日趋明显。由于通货膨胀节节上扬,景气过热的威胁加重,东南亚国家利率在各国中央银行引导下节节升高,此举虽可减缓通货膨胀上升的速度,但也因此吸引大批游资涌入套利。花旗银行曼谷分行一位高层主管指出,泰国银行业者每天经手的海外套利游资金额高达20至30亿美元。此外,由于有利可图,银行业者本身也大肆从海外借入利率比泰铢、林吉特等货币低上3—5个百分点的美元、日元和马克,然后出售这些货币,赚取利差。据统计,泰国各商业银行的海外借贷总额已逾1万亿美元,其中95%属于不到一年的短期借贷。据新加坡外汇市场的消息,在东南亚各地外汇市场上,亚洲货币远期外汇市场每日交易总值约达60亿美元,其中泰铢交易量成长最快。1997年2月,国际货币基金组织官员布尔曼告诫,在墨西哥金融危机发生仅两年之后,大量游资正在以创纪录的步伐注入亚洲等新兴市场,“不理性的热烈情绪”正在这些市场广泛出现,这种现象可能导致令人痛苦不堪的大幅震荡。

面对各国货币市场投机盛行,东南亚各国中央银行对币值的变化犹豫不决,尤其担心游资像流入国内一样时迅速流出而使汇率急剧波动。但此时此刻,这只被重新打开的资金龙头要拧上已很困难了。这一次套头基金不但显得小心谨慎,而且选准从80年代末已成为地区性通货的泰铢下手。因为印尼与菲律宾利率虽然比泰国高,但印尼汇率经常受到印尼官方人为操控,比较不易投机;而菲律宾也对外汇市场有较多管制,同样不便玩耍。而泰国在东南亚各国中金融市场开放程度最高,资本进出自由;除了利率较高之外,泰铢长期紧盯美元,汇率相当稳定,风险最小;另一方面泰国经济“虚假”繁荣景气最旺,低迷的房地产市场正在拖垮金融业,因此泰铢币值最不稳定,最易攻破。

1997年3月3日,泰国中央银行宣布国内9家财务公司和1家住房贷款公司存在资产质量不高以及流动资金不足问题。投资者认为,这是对泰国金融体系可能出现的更深层次问题的暗示,进而纷纷抛售银行和财务公司的股票,储户在泰国所有财务及证券公司大量提款。这时,以乔治·索罗斯为首的手持大量东南亚货币的西方对冲基金大举抛售泰铢,泰铢一路下滑,5月份时最低跌至1美元兑26.70铢。泰国央行于5月中下旬开始还击:第一步与新加坡联合行动,动用120亿美元吸纳泰铢;第二步效法马亚西亚央行在1994年的作法,不准本地银行拆借泰铢给离岸投机者;第三步大幅调高利息率,隔夜拆息由原来的10厘左右,升到1000至1500厘,三管齐下,反击有力,令泰铢于5月20日升至25.20的新高位。据估计,由于银根骤然抽紧,利息成本大增,致使投机者措手不及,损失了3亿美元。

然而这次对冲基金大肆炒卖泰铢是有备而来,志在必得,一次挫折并不会令其善罢甘休。故6月份套头基金开始出售美国国债筹集资金,于下旬再度向泰铢发起猛攻。经过一番角逐,只有区区300亿美元外汇储备的泰国央行“弹尽粮绝”,维持泰铢固定汇率力不从心。但泰铢实行浮动汇率后,仍无法挽救下滑的命运,7月24日,泰铢兑美元降至32.5:1,再创历史新低,惨不忍睹。货币投机者断定泰铢大贬其他货币也会下跌,泰国的麻烦蔓延到了它的邻国。尽管今年菲律宾抛售25亿美元,马来西亚抛售10亿美元来支撑本国货币的稳定,也难阻止比索、林吉特的贬值;同时印尼盾、新加坡元也剧烈波动,东南亚货币市场风

声鹤唳。这是金融危机的前兆,还是金融风暴的尾声呢?可能谁也不敢妄下结论。但有一点可以肯定,这些国家央行干预货币市场的能力日渐式微。

90年代中期以来,大量游资涌入东南亚国家套利,早就引起各国央行的高度关切。毕竟游资大肆炒作,货币被迫贬值,外币突然抽腿,墨西哥金融市场崩溃的殷鉴还不是太远的事。东亚中央银行数次商讨捍卫汇价大计,然而以当前国际金融市场规模日益扩大与全球化趋势方兴未艾的情况来看,这类主要还是依赖人为干预措施的协定或磋商所能发挥效用其实相当有限,因为近几年国际金融市场热钱规模之庞大以及流动之快速,已使得任何一个国家的央行或多个国家组成的央行团体都无法藉人为干预的手段扭转市场的方向。也正是这一点,东南亚金融危机给人们带来巨大的震撼。

(三)中国:对游资的渗透要提高警觉

本来东南亚金融市场动荡不安对中国的影响可谓微不足道。一则中国目前人民币仅实行经常项目的可自由兑换,二则中国金融市场没有对外开放,游资在中国兴风作浪的机会与渠道少之又少。

然而,1997年7月1日中国政府恢复对香港行使主权,而香港既是世界三大国际金融中心之一,也是亚洲最大的国际金融中心,更是一个举足轻重新兴资本市场,其金融市场开放程度之高,资本进出总量之大在亚洲首屈一指。近十几年香港资本市场投资回报业绩骄人,游资早已虎视眈眈,垂涎三尺。而且香港作为中国经济走向世界的“窗口”,众多国际游资已把香港作为进入中国资本市场的“跳板”,游资正在渗透中国。1995年1月,乔治·索罗斯对冲基金的成功令墨西哥比索贬值大获其利后,便将目标转移到新兴市场,泰铢、印尼盾、林吉特及港币,皆成为炒卖对象。因此,中国对这次东南亚金融市场的动荡表现出了比对以往英镑贬值、日元升值更大的关注。

此番在东南亚金融危机中,港币平安无事,令人欣慰,然而却不能不使人对国际游资倍加警惕。

自从1979年中国实行经济改革和对外开放政策以来,中国政府采取了积极鼓励利用外资的政策,不断改进投资环境,吸引了大量国际资本,连续五年在吸引国际资本方面名列发展中国家榜首。据1997年7月23日出版的世界银行《全球发展金融》报告指出,1996年中国总共吸引了520亿美元的国际资本。据此,从1979年至1996年,累计流入中国的各种形式外资已达3000亿美元。

如果说由于体制因素1994年以前国际游资没有合法途径进入中国的话,那么1994年初的外汇体制改革,1995年底的人民币经常项目下的可自由兑换使国际短期资本渗透中国有了可能。

1995年,与国际上其他国家相比,中国利率高,而且当时高通胀,促使银行利率不可能掉头往下。香港是国际资本进入中国内地的资金周转中心,在港币与美元联系汇率下,港币存款利息比内地人民币存款利息低4%,因而吸引大量中资机构和香港本地华人金融机构利用香港国际银行抵押资产融资,将资本利用各种政策“灰色”地带或地下黑市渠道汇入内地以合法的“贸易结汇”的方式套息。

有些境外资金原想在中国投资实业,前两年受高利率之诱惑,这两年见市场之低迷,就

转作借贷资本,特别是有些所谓外资以独资企业、合资企业或其他代理人的名义通过“体外循环”放贷,用各种诸如存单或抵押等方式在中国货币市场流窜。

去今一年间,许多香港资金以进口远期信用证的形式打入内地,以此来掩盖其资本项目往来的投机目的。有的省份 1996 年与 1995 年相比,进口额增长幅度远低于同期进口远期信用证累计开记金额的增幅,这便是入境游资的证明。

现在中国出口企业流行吃“融资洋快餐”,即国内出口商收到买方开立的境外银行信用证,并押存于融资银行,再由外资银行给出口商提供融资,用于支付购买原材料等所需的资金。这种只能用于生产或贸易性的流动资金,融资期只有 3 个月至 1 年,如今也成了国际游资进入中国市场的“护身符”。

据几家期货交易所透露,国际游资早就对中国期市虎视眈眈,尤其是 1995 年中国期市异常火爆那段时期,碍于政策所限,国际游资投机者往往利用合法的外国公司在中国设立独资子公司,子公司以交易所会员身份进入期货市场。无奈当时期市多空双方杀得两眼出血,把对方的身份以及资金的来源实力弄得一清二楚。境外游资投机者看到自己一举一动都被中国人摄入眼中,不敢轻举妄动。

金融专家认为,由于中国金融系统相对封闭,国际短期资本毕竟在中国活动空间有限,一则中国利用外资政策是吸引外商直接投资,向长期资本倾斜,对短期资本流入控制较严;二则国内金融市场本身发育程度较低,投资品种较少,进出便,外国投资者缺乏投资兴趣;三则中国正处于经济转轨进程中,不利因素较多,短期内不可能发生类似墨西哥或东南亚金融危机。

尽管如此,墨西哥金融危机爆发之后,中国对开放金融市场更加小心谨慎;东南亚货币市场动荡不安,中国对维持港币稳定更感压力大。有关部门正在密切注视东南亚金融市场动态,急谋对策。香港金融管理局 7 月以来连续干预市场,以防港币受到投机性的冲击。目前中国内地及香港金融界对港元充满信心。正如中银集团港澳管理处主任羊子林所说,香港经济发展很好,是一个国际间为数很少的没有外债的地区,兼有充足的外汇储备,加上金融管理当局处理得力,港币地位将非常稳固。

墨西哥金融风暴和东南亚货币危机既是资本市场全球化过程中国际游资投机促成的,但主要是这些地区和国家宏观经济政策失误造成的。从理论上,国际游资适度的套利和套汇活动有助于活跃金融市场,也有利于东道国改善国际收支状况。“苍蝇不叮无缝的蛋”。无论是墨西哥还是东南亚,本国经济问题才是游资兴风作浪的温床。一味指责国际游资是导致本国货币贬值的元凶,骂其是“无耻的投机者”,无疑是本末倒置。对包括中国在内的众多发展中国家来说,如何既对国际热钱的流窜有所防范,而且不会阻止短期资本的正常流入,是个需要深入探索的课题。

十二、世界金融:一个面临风险与挑战的领域

德国学者:是“杞人忧天”,还是误断前景?

前不久,一位中国学者就有关国际金融问题,对世界著名经济学家托宾进行了书面采访。面对“就浮动汇率制度而言,您是否认为也存在一种不可避免,又可能摧毁当前体系的

矛盾？未来国际货币体系的发展趋势是什么？”这一问题，他相当肯定地回答道：“在当前这种不同货币之间资本流动性较高的国际货币体系之中，采用浮动汇率制要比固定汇率制有效得多。当前的汇率制度会持续几十年，与布雷顿森林体系固有的矛盾相比，当前的浮动汇率制度不存在在类似的致命矛盾。”看来，这位从大萧条时期走过来的经济学家，对未来国际货币体系的发展趋势的判断是看好的，托宾的分析判断是基于其深厚的学识和丰富的实际经验之上的，他曾因对金融市场和宏观经济的研究而获 1981 年诺贝尔经济学奖。这一分析判断应该具有可信性。

但是，我们无论如何也不能小视那些以“第三只眼睛”看世界的人的意见，这样会使我们自己的认识更为清醒一些，少上几分偏颇。德国席勒研究所的一批学者们，早在今年年初“东南亚金融危机”发生之前，就向世界发出警示：世界金融体系将面临着巨大的危险。

席勒研究所在这个世界上是一家具有颇高知名度的研究机构，其中也的确聚集了一批优秀的研究人员，但是他们的一些观点在国际上往往急议很大。然而，不管怎么说，1997 年国际金融形势的现实，还真地对他们的“警示”做出了部分印证，一场东南亚金融危机真地让人惊心动魄，引起了地区性的金融动荡和经济动荡。事后数月，大多数人认为，这场金融风波无论是对泰国还是整个东南亚地区来说都是一次灾难性的破坏，而且其影响在短时期内难以消除。

然而，席勒的专家们却另有说道，他们认为：东南亚货币危机是全球性金融危机的地区性表现；此外，从 8 月份开始的股市危机是国际金融危机的一部分，很难阻止。要说也是，仅就股市而言，8 月份以前世界各地股市大多看好，进入 8 月却开始逆转。面对现实，不免又让人心存疑虑。尤其再看看一些相关的国际金融统计数据：

(1)自 80 年代以来，全世界 GNP 年均增长率为 1.8—2.0%，国际贸易为 4%，而国际资本流量却高达 20%；

(2)全球资本市场上交易的总资本存量，已由 1980 年的 5 万亿美元增加到目前的 35 万亿美元，相当于经合组织成员国 GDP 总值的 2 倍，估计到 2000 年，将达 83 万亿美元；

(3)全球外汇市场交易与世界贸易额的比率已由 1983 年的 10：1 上升到目前的 60：1，日交易周转额已达 13000 亿美元，而主要工业国政府外汇储备总额才有 6400 多亿美元；

(4)全球证券交易膨胀，仅居民与非居民间的外国证券交易额目前就达 25000 亿美元，其中，美国的外国债券和股权交易额与美国 GDP 总值的比例由 1980 年的 9%上升到 1993 年的 135%，而英国 1993 年的相应数字则高达 1000%。

可见，世界经济泡沫已经而且将不断加厚。白热化的国际金融投机活动，一旦失手其损失乃至覆灭将是不言而喻的。因此，不管怎么说，我们的头上都实实在在地顶着一把“达摩克利斯之剑”！

但愿席勒研究所的学者们，不是“杞人无事忧天倾。”

(一)如何看待东南亚金融危机

席勒的学者们还言之凿凿地指称，某年的某段时间国际金融危机随时都可能发生。而那个让马来西亚总理马哈蒂尔极为厌恶的美国国际金融投机商索罗斯，不久前在颇负盛名的《焦点》杂志上撰文，谈到国际金融危机发生的问题。

10月13日,美国《财富》杂志,刊载了吉姆·罗赫韦尔的一篇文章,题为“亚洲虎为什么将会重新开始捕食”。仅从文章标题看,罗赫韦尔的观点都是相当明确的。他通过比较详尽的分析后指出,亚洲金融危机预示亚洲经济将向新阶段过渡,并认为预言因此而将会发生整个大陆范围的长期经济衰败,或出现拉美式的崩溃,都是一种“风马牛不相及”的指说。

很自然地,这样一个问题摆在了人们的面前:东南亚金融危机究竟是一个长期性的问题,还是一个阶段性的问题?倘若是一个长期性的问题的话,它很可能会引发一场更大范围的金融危机,而出现“龙舌兰酒效应”具有极大的烈性作用,如同“高发性传染病”那样,四处继续蔓延,波及整个亚洲及至影响金融世界……假如它只是一个阶段性的问题的话,所引发的只是“酸辣虾汤效应”,不会像墨西哥危机那样具有极强的“传染性”,仅只是像目前这样在不同程度上波及菲律宾、马来西亚、印尼和新加坡等东南亚国家,并使香港也受到影响而已。

在笔者看来,目前东南各国已摆脱了汇率与美元的僵化挂钩,而且仍然拥有维持未来经济快速增长的所有要素,此次危机大约只能算是其“成长过程中的痛苦”罢了。然而,这个世界也实在太复杂了点,尤其在当今这个变幻不定的年代里,往往让我们很难准确地判断许多事情,诸如成因、性质,更难预测未来的种种可能。人们的偏好、认知的异质性,又加剧了事情的复杂性。不是么,谁敢断言已全然明了此次东南亚金融危机的成因、性质及其对未来的影响程度?以致经济学家们只能以“大约”、“可能”、“估计”、“大概”……诸如此类弹性比较大的词汇,给自己预留退路。更何况,仔细观察下来,还真有一些让人们难以放心之处。

东望日本,这几年来经济遭受国内国外的两面夹击,且银行呆帐、坏帐甚是严重,很多银行的准备金都低于巴塞尔协议所规定的8%的标准。今年3月,新推出《日本银行法修正草案》,说不定要提高利率,使经济衰退,可是东南亚地区的投资有50%以上是来自日本啊!面对双重打击的日本,很可能会大量抛售手中所拥的巨额美国国债,从而给美国国债市场带来压力,这不能不说是一个让人心揪的巨大隐患。

南瞧香港,在这次东南亚金融风波中,港元数度被国际投机资本狙击。从表面上看,他们是针对港元而来,但“项庄舞剑,意在沛公”,其真正目的是在香港股市。实际上狙击港元是比较难以得逞的,因港元兑美元的汇率始终稳定,所以国际投机商只能屡败屡战,赔上手续费再加上利息无功而返。投机商们明知不可为而为之,即使“受损”也要数次卷土重来,探其究里悉因香港股市自今年4月以来,恒生指数连续攀高,以至获选为亚洲最佳投资市场,国际投资者们当然不会弃此进港获利良机而不视的。他们通过不同价位买入淡仓(即看跌)的恒生指数的期货合约,股市下调后不仅可以牟取暴利,而且可以趁低吸纳港股……

显然,我们面临着一个充满着风险与挑战的世界,尽管这次东南亚金融危机留下了诸多后遗症,尽管还存在着一些引发更大规模金融危机的隐患,但如果就因此一定要确指某一时期就一定会发生国际性的金融危机可能也过于武断了一些。从一般的发展规律看,近期内至少东南亚地区不致成为国际性金融危机的引发点。应该说,东南亚各国处理这次金融危机的思路还是比较清晰的,且调整措施也比较有力。加之国际货币基金组织的积极干预,以及包括中国在内的东亚、东南亚诸国联手进行的国际金融政策协调方案的具体实施,已使该地区的金融市场逐渐趋向稳定。更何况,即使从目前而言,支撑亚洲(不包括日本)经济持续

发展的基础,应该说仍然是坚实的。

(1) 大多亚洲国家和地区,尤其是东亚地区,均有相当高的居民储蓄率。1987 年韩国的居民储蓄率为 37%,台湾为 38.8%,印尼为 29.1%。尽管进入 90 年代中期这一数字普遍有所降低,如韩国降到 25% 上下,但这样的储蓄水平仍然是相当高的。再考虑到亚洲各国和地区的外汇储备均比较充裕这一因素,这次金融危机似应利弊参半,并非一无是处。从某种意义上讲,短暂的危机是使经济集体保持长期健康所必须的。

(2) 经济全球化或贸易投资自由化趋势所保持和拓展的市场,对以贸易立国的东盟诸国,以及日益抛弃传统进口替代政策而逐渐奉行鼓励出口政策的中国和印度而言,正是一个促进经济增长的良机,应该说前景看好。

(3) 亚洲相当一些国家和地区,经实践证明所推行的是行之有效的经济制度,在市场活力与政府积极且有效的控制之间,使其已经或正在探索出一条适合本国或本地区发展的道路。市场经济力量的充分释放,将支持经济持续增长和提供更多的商业机会。

(4) 普通较低的社会福利负担、普通较高的投资率、对技术进步或技术转让的日益重视,无疑是未来国际竞争的有利条件,无疑将促进亚洲经济的进一步成长。

所以,尽管东亚目前遇到了麻烦,但被世人称之为“东亚奇迹”的那个充满活力的经济增长势头,似乎并未结束。从目前以及可以预见的未来,东南亚金融动荡所产生的只是“酸辣虾汤效应”,并不致发生“龙舌兰酒效应”,由此而引发国际性的金融危机。

(二) 发展中国家:提高警惕

据席勒研究所学者们分析,国际投机商正在四处寻找新的狙击目标。热心的学者们,还十分认真地分析形势,提出了对付可能到来的国际金融危机的对策。而索罗斯——这个被称之为东南亚汇市动荡背后的主要狙击手,却在《焦点》杂志上以诅咒般的语调指称,某些国家政府在即将发生的金融危机中,将很难承受住这次金融危机的打击。上述说法虽然取向不同而且多有危言耸听的成分,但也有不乏值得注意之处。

90 年代以来,泰国的经济状况,虽然多有不尽人意之处,但从总体上看还是相当不错的。大概可以说,泰国之所以会成为这次东南亚金融危机的肇始之地,并非是外国投资者对泰国经济丧失信心的结果。更为确切地说,泰国之所以出现货币危机应系国际投机者看到有机可乘的结果。其后,东南亚其他各国又相继遭受国际投机者的败击,更可以说明这批人意在搞乱东盟各国经济以便从中取利。其实,这一事例并不新鲜,除墨西哥金融危机外,英国、法国、意大利、捷克、前苏联谁没遭受过国际金融投机者的攻击呢?在当今世界上,每天都有上万亿美元的游资在世界游荡,实力富可敌国的国际投机者,翻手为云,覆手为雨,给世界经济造成了极大的震荡。

所以,尽管我国目前宏观经济环境相对稳定和对资本市场的控制也比较严格,没有受到东南亚金融危机的直接冲击,但随着改革开放步伐的推进,国门亦越开越大,与世界经济之间的关联度也愈来愈高,因此我们不能不有所警惕,以防范金融风险。

一般情况下,金融危机的发生往往是因为外资的大量的流出和本国货币暴跌所致,对引入大量国外资本的发展中国家来说,如欲避免金融危机的发生,最为关键的是要避免外汇资金的流出。从国际收支平衡来看,外汇资金流出一个国家的渠道主要有三条:①投资收入

(investment income)差额;②资本项目差额;③误差和遗漏。

通常投资收入的资金外流,对于大量引入外国资本的发展中国家来说是无法避免的。外资进入发展中国家不是来发展慈善事业,目的很明确——赚钱。你来投资,合理合法地把所获收入汇回本国,本乃正常之事。但问题并非如此简单,你投进来多少钱能有多大的利润,应该有个大致的比例,倘若比例过大出现异常增长,可能就要有问题了。当然,不排除这样一种可能,前几年所获收入未汇回本国,然后一次集中汇回,如此还能说得过。怕就怕汇出的是假冒利润的套利资金。在经常项目下的货币兑换已实现自由化的情况下,外国投资者完全可以通过这一渠道将外汇资金汇出。在其他情况不变的条件下,如果外国投资者突然将其全部投资收入或隐藏在投资收入项目下的其他资金汇出,会导致一国的经常项目收支状况恶化的现象出现。如此一来,一系列连锁反应相继跟上,当外资抽回之际不啻意味着不会再有外国资金通过资本项目注入了,于是又要动用外汇储备,又有可能致使外资加速流出从而引发国际收支危机。接下来,就是压缩进口增加出口,最终是国民经济增长速度因此而下降。

对发展中国家来说,还必须警惕“热钱”的流入,即使在国际短期资本尚无法直接进入的国家,也应警惕打着“直接投资”的旗号,实际暗渡陈仓做的套利买卖。在严格外汇管制情况下,套利是相当困难的,然而在外汇管理制度不严、在经常项目下本币已实现自由兑换、经常项目下的交易与资本项目下的交易难于区分的情况下,这种套利活动会猖獗起来的。这些貌似“直接投资”的套利游资极不稳定,一有风吹草动就会通过各种方式流出;此外,误差与遗漏项下的资金外流问题也值得注意。

我们应保持警惕,不让套利游资流入中国。最近,央行又进一步调低利率,这一举措会使套利者们望而却步。假如,能使汇率升值,并进一步加强外汇管理,将会大大提高中国抵御发生金融危机的能力。更为关键的是,中国作为发展中国家,绝不能匆忙将国内金融市场与世界金融市场一体化,当前所优先考虑的,只能是参与商品和服务领域的世界贸易。

目前,中国的金融形势呈平稳态势且货币供应亦适度增长。如继续实行适度从紧的货币政策,注意掌握调控力度,以期保持经济稳健运行的势头,这样的经济环境将为中国的金融市场提供更为安全的保护屏障,使国际投机者们无机可乘。

附录三 几起重要的金融衍生品风险事故

一、中国国债期货市场的“327”事件

1995年2月23日16点22分13秒,上海证券交易所的电脑显示屏上出现10,569,172万口的卖盘,将代号为“327”的国债期货价位从151.30元雪崩似地压于147.50元,做多者瞬间爆仓。上海证券交易所很快确定这一事件为交易所某会员公司蓄意违规。3月以后,刚刚起步的中国国债期货市场在屡遭重创之下,走完了其生命的第一段里程。

(一)中国国债期货市场简介

1. 国债期货市场的建立和发展

中国国债期货最早由上海证券交易所于1992年12月28日试行推出,当时推出的共有12个品种,即91年三年期、92年三年期和92年五年期三个国债品种,每个国债品种分别设置3、6、9、12月四个交收月份。国债期货推出初期,交易十分清淡,试行的二周内,仅成交19口。此后至1993年10月,基本上无成交量。

1993年7月10日后,情况发生了历史性的变化。这一天,财政部颁布了《关于调整国库券发行条件的公告》。公告称,以通货膨胀居高不下的背景下,政府决定将参照中央银行公布的保值贴补率给予一些国债品种的保值贴补。国债的收益率开始出现不确定性,国债期货市场的炒作空间扩大了。1993年10月25日,上海证券交易所重新设计了国债期货合约的品种和交易机制。而后市场逐步发展,各月成交情况如下:1993年11月3万口,12月8万口,1994年1月10万口,3月12.7万口,5月93万口,6月281.7万口,7月份更是高达438万口,其中最高一天成交40万口,创当时记录。从此以后,国债期货迅速发展,市场规模急剧扩大。

从1993年底起,全国其他交易场所纷纷开办国债期货业务。1993年12月15日,北京商品交易所开始创办国债期货,共推出92年三年期和五年期、93年三年期和五年期四个国债品种。到1994年9月12日深圳证券交易所开办国债期货交易为止,开办国债期货交易的场所共达14家:上海、深圳两个证券交易所,武汉、天津两个证券交易中心,北京、广州、海口、四川、深圳、沈阳、重庆、大连、长春和郑州等商品交易所。其中,上海、北京、武汉、广州当时在全国国债期货市场上占主导地位。1995年春节后,随着深圳93年三年期国债期货系列的推出,深圳债市迅猛发展,其市场规模很快跃居全国第二。至5月17日国债期货停市时止,各主要市场国债期货持仓量依次为:上海71万口,深圳68万口,武汉20万口,北交所不到10万口,基本形成了上海、深圳、武汉三分天下的局面。

1994年下半年起,国债期货成交量成倍放大,机构和个人投资者纷纷入市。国债期货

1994 年全年成交 19053.83 亿元,是现货市场 445 亿成交量的四十多倍。其中日交易最高纪录为 1100 多亿元,95 年 2 月 21 日曾达到 1778.60 亿的最高峰。

2. 我国国债期货市场的特点

停市前的我国国债市场呈现出以下的特点:

(1)国债期货市场对应的现货市场规模小,到 1994 年底,我国累计发行的国债只有 3300 亿元。1995 年 3 月初,在国债市场上流通的国债规模只有 92 年三年期和五年期、93 年三年期和五年期及 94 年二年期五个券种名义流通量约为 1200 亿元面值。由于历史的原因,这 1200 亿可流通国债中有近一半沉淀在居民和企事业单位手里,因而实际流通量不过 650 亿元左右,其中有保值贴补的保值券实际可流通量不过 300 亿元。

(2)机构和专业投资者占主体。在 5 月 17 日关闭国债期货市场前夕,深、沪交易所中参与国债期货投资的帐户只有 6000 多个,其中极少数大户持有绝大部分的持仓量。

(3)国债期货品种完全按现货品种对应设计。其对应的现货品种有保值券和非保值券,其中保值券市场交易活跃,价格波动大。保值贴补率及贴息等为市场主要炒作题材,市场投机气氛浓厚。

(4)国债期货的交易场所众多。各交易场所间互相分割,在品种设计、合约规模、持仓限额制度、涨(跌)停板制度、保证金水平及交易方法等各方面差异很大。如上海证券交易所保证金比率为面值的 2.5%,深圳证券交易所则为面值的 1.5%;上海证券交易所采用现券混合股办法,而深圳证券交易所则除这一方法外,还可以现金交收。

(二)“327”事件概述

1. “327”国债期货品种简介

“327”即 F92306,是 1992 年三年期〔92(3)〕国库券的衍生品种,交收日期为 1995 年 6 月,对应基础券种总量 246.8 亿元。由于期货价格主要取决于对相应现货的价格预期,因而,影响现货价格的因素也就成了期货市场的炒作题材。影响 1992 年三年期现券价格的主要因素有:

(1)基本价格:92(3)现券的票面利率为 9.5%,如果不计保值和贴息,到期本息之和为 128.50 元;

(2)保值贴补率:92(3)现券从 1993 年 7 月 11 日起实行保值,因而,其中 1995 年 7 月份到期兑付时的保值贴补率的高低,影响着 92(3)现券的实际价值;

(3)贴息问题:1993 年 7 月 1 日起,人民币三年期储蓄存款利率上调至 12.24%,这与 92(3)现券的票面利率拉出了 2.74 个百分点的利差,而 1994 年 7 月 10 日财政部发布的公告仅仅规定了 92(3)等国债品种将与居民储蓄存款一样享受保值贴补,并未说明 92(3)现券是否将随着储蓄利率的提高进行同步调整。因此,92(3)现券是否加息成为市场一大悬念,直接影响 92(3)现券的到期价值。

92(3)现券价格的诸多不确定因素,为 92(3)期券的炒作提供了广阔的空间。但除此之外,1995 年新券流通量的多寡也直接影响到 92(3)期券的炒作。由于上海证券交易所采用混合交收制度,如果 95 新券流通量大,且能成为混合交收的基础券种,那么,空方将会有更多的选择余地,市场将有利于空方;如果相反,则对多方有利。

2. 事发前的较量

对于保值贴补率、贴息及 95 新券的发行量等直接影响 92(3) 现券到期价值的主要因素, 几大市场主力机构存在严重的意见分歧。空方认为: 第一, 国家将抑制通货膨胀作为 1995 年经济工作的重点。因此, 通货膨胀回落必然会导致保值贴补率的回落。在 1995 年 6 月交收期, 保值贴补率将大幅下滑; 第二, 对 92(3) 国债的贴息将增加财政支出十几亿元, 因此不可能; 第三, 1995 年新国债发行额度将在 1500 亿元左右, 比去年增加 50%, 因此, 流通量必然较大。但多方却持完全相反的观点。因而, 围绕着 92(3) 期券, 市场迅速形成了以个别主力机构代表的多空重兵对峙局面, 1995 年春节过后的短短二周时间内持仓量从 154.7 万口猛增至 363.8 万口。

《上海证券报》等报刊杂志的有关栏目, 详细记录了“327”品种在事发前多空双方的交战经过。周一(2 月 13 日)“期市前接上周五的高开回落走势, 查出与现市相左的探底行情, 327 再挫 0.11 元, 成交缩减。”; 周二(14 日)“期货市场在后市出现追升行情, 327 当日劲升 0.36 元, 以 148.28 元收盘, 成交量回涨, 期市各品种全线翻红。”; 周三(15 日)“空头出击, 327 在上摸 148.44 元后, 因多仓盘过多的平仓行为, 走势变缓, 收盘时成为期市唯一翻绿品种, 持仓量也首度回落。”; 周四(16 日)“……市场消息沸沸扬扬, 行情在卖方的压制下, 波幅变窄, 走势胶着。327 在尾市变到多方急拉, 小升 0.05 元。”; 周五(17 日)“空头加大了打压力度, 327 出现无奈的单边跌市, 短多浮盘受到大规模清洗, 多头主力减磅许多。”。2 月 20 日(周一)开市后, 327 期券在前三个交易日一直处于多空夹板之中, “每日价格波动仅为 0.2—0.3 元, 盘中挂出的抛单与接单都呈现出 5 至 6 位数的大量, 由于空方做空价位过低, 以至无法认输离场, 因而以大量的抛单, 压多方的上攻, 从而导致 327 的持仓量连续上升, 327 本周总的持仓量达到 450 万口以上……”

在消息面的刺激下, 2 月 20 日起, 与“327”品种价格的胶着状态形成反差, 沪市热门品种“327”、“319”期券在多头的猛捧之下, 价位节节上升, 成交量也急剧放大。2 月 20 日, “327”期券在 135.76 万口首次成为期券日成交量首户, 并以 0.94 元的价格日升幅, 成为 1995 年开市以来个券涨幅之最。随之“319”期券也闻风而动, 价位迅速抬高, 日成交量激增。2 月 22 日, 该券以 0.90 元的涨幅居沪市期卷之首, 并以 239.4 万口的成交口数和 682.3 亿元的日成交金额创个券之最。

在沪市的周边市场, 多方的攻热同样咄咄逼人。2 月 22 日, 北商所龙头品种“401506”持仓急增, 并以 149.34 元高位收盘; “402506”则以 137.9 元的涨停板价而告收。武汉债市各债全线飘红, 深圳债市多方在“6316”券种上以 156.49 元的全日最高价报收, ……。

20 日左右, “327”空方主力已被市场浓重的多头气氛重重包围。据悉, 在激战前夕, 空方的某主力机构已经面临进退维谷的困境。《中国证券报》“债市手记”栏目对 2 月 22 日的情况有下一段描述: “上午消息灵通人士传来北京、上海频频开空仓的某主力机构在北商所发生严重的头寸问题, 已开始强行平仓计划……据传此次平仓行动将会分阶段进行, 先平 092 系列、再平 192 系列。究其原因是因为明日将公布的新券发行方案, 对空方不利, 上半年总共发行一千多亿的盘子, 能流通的极为有限, 空方想利用新券实行交割的幻想完全破灭……。临近收市又有消息传来, 上海 327 的空方主力也出现了头寸问题。”当晚, 财政部发布

了第1、2号公告,宣布1995年国库券发行于3月1日正式拉开序幕,对空头不利的有关消息完全证实,“327”空方主力几乎濒临绝境,整个国债期市已为乌云笼罩。

3. 惊心动魄的事件高潮

2月23日,多头在刚刚公布的国债发行消息的刺激下全面反攻,积淀已久的市场矛盾终于爆发。

先于沪市1小时15分开盘的北交所,多头开盘即将“327”合约推至涨停板,点燃了全国多头大举反攻的导火索。上交所“327”品种以148.50元开市,价位也迅速抬升,开市2分钟内空方的二百多万口空单瞬间即被吞没,价位直上150.80元。至当日下午,“327”期券价位已上攀至151元以上,比开市价上升3元。就在空方陷入绝境之际,16时22分13秒,上交所电脑显示屏上突然出现10,569,172口的卖盘,将“327”从151.30元雪崩似地压至147.50元,价位在离收市不到八分钟的时间内直落4元。价位的急跌,意味着近两日来“327”品种上的新多仓几乎全部被打穿,大量做多者顷刻间血本无归。

据统计,当日上交所国债期货共成交8536亿元(含最后8分钟),其中八成的交易属于上海万国证券公司大手抛空的“327”品种,当日成交量几乎占上交所94年国债期货交易量的50%,是2月21日历史最高成交量的8倍!

(三)对“327”事件的处理

2月23日晚,上交所召集参与“327”最后10分钟交易、持仓合约在5万口以上的券商商讨对策。当晚11时,上交所果断地作出五点决定,并随即发布公告。经调查显示,此一事件为其会员公司为影响当日结算价格而严重蓄意违规。根据上交所交易规则及国债交易的相关规定,上交所决定:①2月23日16:22分13秒以后“327”品种的所有成交无效,该部分成交不纳入计算当日结算价、成交量和持仓量的范围之内。②当日“327”的收盘价为违规交易前的最后一笔成交价151.30元。③对违规的会员公司,上交所将在进一步查清有关情况后,会同有关管理部门进行严肃处理。④当日国债期货交易的清单,按调整后的数据办理。⑤2月24日的国债期货交易也将采取相应措施,其中包括2月24日上午上交所国债期货暂停交易,下午2点30分恢复交易的决定。

2月24日,上交所又发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》,就国债期货交易的监管问题作出六项规定:

(1)从1995年2月24日起,为国债期货交易实行价格涨(跌)停制度,根据目前市场情况,涨跌停板前幅度暂定为以前日收盘价为基准,涨(跌)幅度最高不超过 ± 0.50 元。本所将视市场情况,适时调整涨(跌)停幅度。

(2)严格加强最高持仓合约限额的管理工作,任何机构和个人均不得以任何借口突破本所核定的持仓限额。对违反者,除执行强制平仓外,对超仓合约处以每口5元的罚款。

(3)切实建立客户持仓限额的规定:会员公司核定给机构投资者的仓位最高不得超过5万口,个人不得超过3万口,并须将核定的情况向本所国债部申报备案。任何机构和个人客户均不得向多个会员公司交叉申请取得仓位。

(4)严格禁止会员公司之间相互借用仓位,对出借仓位者,一经发现,本所将扣减直至取消其全部持仓限额。对现已互相借用仓位的单位,限于两周内纠正。

(5)对持仓合约的使用结构实行控制。对本所核定给会员公司的最高持仓合约,自营使用所占的部分,最高不得超过合约总数的30%;单一期货品种所占的部分,也不得超过总数的30%(包括客户所使用的部分)。现已超过上述比例的,限于3月27日前调整到位,否则到期由本所强行调整。

(6)严格国债期货资金使用管理。参照本所禁止股票交易“透支”的有关规定,严禁会员公司对客户以“融资”、少收保证金、垫支保证金等形式“透支”进行国债期货交易,本所监察部将对此进行调整,违规者按本所“透支”处理规定进行处罚。

2月26日,鉴于证监会、财政部颁发了《国债期货交易暂行管理办法》,上交所依据该办法的要求,对国债期货交易的规则作出相应调整。在此之前,为有利于上海国债期货市场的健康发展,上交所作慎重研究并征询证监会有关部门同意后,决定从1995年2月27日起暂停所有国债期货品种的自由竞价交易,改为在现场内办理协议平仓交易,有关事项包括:①从开办协议平仓交易开始,各会员公司和个人、机构不得以任何形式开设国债期货的新仓。②根据目前市场情况,个人和机构投资者的最高持仓限额标准,临时分别从原定的3万口和5万口降低为1万口和3万口。超过上述标准的,要求在2月28日闭市以前实行协议平仓,否则,上交所将从3月1日开始,根据强制平仓的规定,并参照27、28两日场内协议平仓的加权平均价执行强制平仓。③协议平仓和强制平仓的品种顺序为:先平327品种,再平其它品种。④要求各会员公司组织好本公司“多”、“空”双方客户的协议平仓工作。⑤协议平仓的处理程序为:由会员公司根据“多”、“空”双方协议的情况,填列“国债期货协议平仓申报单”;报本所国债期货部作成交录入;当日办理正常清算。

事件发生后,国家监察部会同中国证监会、财政部、中国工商银行、最高人民检察院、国家保密局联合组成调查组,在上海市政府的配合下,对这一事件进行了调查,并于9月20日公布了调查情况和处理结果。调查结果认为,上海证券交所国债期货“327”品种发生的事件,是一起在国债市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下,由上海万国证券公司、辽宁国发(集团)股份有限公司等少数交易大户蓄意违规、操纵市场、扭曲价格、严重扰乱市场秩序所引起的国债期货风波。

调查结果指出,事件的直接责任者上海万国证券公司违规联手操作、擅自超限额持仓,仅“327”品种的持仓就超过了交易所为其核定的全部品种最高限额一倍多。在市场异常波动、价格不断上扬的巨大压力下,公司主要负责人明知严重违反交易规则,为扭转公司巨额亏损,作出了大量抛空单打压价格的错误决策,造成了市场的极大混乱。调查结果还指出,事件的另一责任者为辽宁国发(集团)股份有限公司。该公司的主要负责人于2月23日上午把几家关系户空仓集中在海南某公司名下,通过无锡国泰斯货经纪公司(已被中国证监会依法取消经营资格)大量违规抛空,企图压低价格,以达到减亏或盈利的目的。当打压无效时,又率先空翻多,制造市场假象,扰乱市场秩序。事件之前,该公司及其空方关系户也存在联手操作、超限额持仓达120多万口的严重违规问题。

调查结果还认为,上海证券交易所对违规事件也应负一定的责任。上海证券交易所对市场存在的过度投机所带来的风险估计不足,交易规定不完善,风险控制滞后,监督管理不严,致使在短短几个月内屡次发生由于严重违规交易引起的国债期货风波,在国内外造成很

坏影响。

经过深入广泛的调查取证,监察部、中国证监会等部门根据有关法规,对“327”事件的有关负责人员分别作出了开除公职、撤销行政领导职务等纪律处分和调离、免职等组织处理,涉嫌触犯刑律的移送司法机关处理,并对违反规定的证券机构进行了经济处理。

(四)“327”事件发生的原因

国债期货市场自进入 1994 年下半年后,风波叠起,从“312”、“314”、“317”一直到“327”事件,违规事件屡屡发生。与霸菱事件几乎同时发生的“327”事件,对整个国债期市的冲击之大、影响之深可谓其中之最。正当有关部门深入反思“327”事件、重新检讨中国国债期货之得失时,5 月 12 日,“327”事件中的违规者之一辽宁国发(集团)股份有限公司再次严重蓄意违规。5 月 18 日,中国证监会发出《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》,开市仅两年零六个月的国债期货在一连串恶性违规事件的打击下,无奈地划上了句号。细细考察“327”事件,不难发现句号后面的深层原因。

1. 中国国债期市功能:套期保值还是投机

国债期货作为利率期货的一种,其产生、发展的基本原因即是,在利率频繁波动的市场环境中它能为投资者提供一种“风险冲抵”的机制。西方国家国债期货发展的历史已经证明,为投资者提供套期保值便利是一个稳定的国债期货市场中第一位的经济功能。尽管任何一个期市都不能缺乏理性的投机者,但只有套期保值者成为市场的主导力量,期货市场的功能才能有效发挥,期货市场本身也才能健康地发展。当然期市功能的发挥还有赖于一个适当的市场背景和良好的现货市场基础。唯其如此,期货市场才会有真正的套期保值需求,才能不被投机者所左右。考察停市前的中国国债期货市场,不难发现“327”事件发生的根本原因——中国国债期货市场的基础问题。

(1)我国特殊的利率环境并未使投资者产生真正的套期保值需求,反而为投机的盛行提供了条件。我国利率改革尽管已进行多年,但迄今为止,存、贷款利率仍然由政府制定,并受政府严格管制。国债发行利率的确定也是如此,即采用比同期储蓄存款利率高 1 至 2 个百分点的方式,并在发行前由政府提前公告。而在二级市场上,由于居民持有的主要金融资产为储蓄存款,而国债利率与储蓄存款利率有着明显的依存关系,因而,国债的价格也就相对稳定。在这样的利率背景下,就不可能有国债期货的套期保值需求。我国国债期货推出后的半年多时间里成交了了,即证明了这一点。

然而,1993 年 7 月以后对 1992 年、1993 年发行国债实行保值贴补政策的推出以及贴息和提前兑现可能性的出现,使国债价格一下子显得捉摸不定。在这种情况下,照例应该出现套期保值需求了。但是,由于储蓄存款与同期限的国债采用同一保值贴补率,保值贴补率的高低与变动严格地说并不会影响国债的市场价值(相对于同期限储蓄存款而言),实际上也就不会给投资者带来资产贬值需求。对于高保值贴补率与贴息的预期及追逐,也因它从实际上变成对期市的投机了。

(2)即使存在着一定的套期保值需求,但狭小的国债一级市场也不可能使这一需求在量上形成规模,相反却为操纵市场行为的出现提供了条件。据统计,我国从 1981 年到 1995 年的 15 年间累计发行国债 4509.33 亿元。我国国债发行主要针对城乡居民个人,虽然近一二

年机构投资者也大量购买国债,但未兑付的国债中大部分仍由个人投资者持有。在投资渠道狭小的情况下,个人投资者普遍把国债作为一种变相的长期储蓄存款,很少有进入市场交易的兴趣。并且由于个人投资者投资额少,在地域上相当分散,因而,不可能会有通过期货市场进行套期保值的需要。市场的主要部分游离于市场之外,从而大大削弱了国债期货市场的一级市场基础,却为投机和操纵市场行为提供了土壤。

(3)不发达的国债二级市场,不仅制约了国债期货市场套期保值功能的发挥,更使操纵国债期市成为可能。我国国债的转让流通起步于1988年,1990年后才形成全国性的二级市场。由于我国以前发行的国债中有部分不允许上市交易,再加上受一级市场发行规模和持有结构的影响,我国真正能够上市流通的国债极为有限。据估计,“327”事件发生前,我国国债的实际流通量仅为400亿元左右。如此之小的流通量却由于缺乏一个全国统一的中央国债登记托管中心而分割于北京、上海、深圳、武汉等多个交易所,极大地损害了国债的流动性,增加了套期保值交易的风险,反而却迎合了投机者操纵市场的需要。“327”事件中的空方主力敢于逆大势而行,就是充发利用了我国国债现货市场的这一缺陷。

2. 投资主体行为的非理性化与“327”事件的发生

国债期市的投机者之所以能够在市场上屡屡翻江倒海,一个重要的原因就是这些投机者缺乏内部控制机制。考察一下中国的国债期市,不难发现掌握国债期市资金投入绝对量的是机构投资者,这些机构投资者几乎都是国有企业。尽管我国国有资产管理体制的改革近些年来在某些方面已经取得了一定的进展,但是金融机构产权改革却始终困难重重,明显地滞后于整个金融体制改革步伐,使得资金营运者的权限和责任无论在法律上还是在具体的运作上都无法界定和明确。由此造成的一个必然结果是,投入到国债期市的资金,盈利由经营者和国家分享,亏损则由国家单方面承担。责任和效益的这种不对称状况,势必大大削弱经营者的风险意识,刺激了市场上的投机行为,使国债期市的投资者普遍呈现出偏好高风险、追逐高效益的特性。“327”事件的主角万国证券公司,在严重违规的“八分钟”之前,据说已经持有近1000万口的空仓,其对应现券的总面值达2000亿元,与我国区区400亿可流通国债现券相比,其投机程度之高可见一斑。当市场预期严重错误,致使投机的浮动亏损高达数十亿元时,蓄意违规就在所难免了。

理性的机构投资者是一个成熟市场重要的稳定力量。我国国债期市理性投资者的缺乏,表明我国国债期市还相当幼稚。

3. 国债期货市场设计上的缺陷与“327”事件的发生

我国的国债期货市场,是在1993年下半年股市扩张受阻、国债现货扩大发行困难的背景下,由市场组织者作为活跃现货市场、带动一级市场的一项金融创新业务而人为推出的。推出伊始,由于人们对国债期货在实质上缺乏需求,在实际运作上又相当陌生,交易极其清淡。因此,提高国债期货的交易量,增进投资者对这一市场的兴趣,在很长一段时间里成为市场组织者的主要任务。在对市场规模即交易量的追求中,交易所的利益动机与期市的扩张不幸地揉合在一起,由此带来了两个严重的问题。一是各交易所、交易中心纷纷推出国债期货交易,并互相分割,十分不利于政府部门的风险监管;二是由于交易量与各交易所的利益直接相关,使各交易所竞相在提高交易效率和降低交易成本上下功夫,而忽略了风险监

管,从而给了投机者提供了兴风作浪的空间。“327”事件的爆发,可以说是国债期市开市以来有关国债期市交易制度设计及风险监控机制上存在问题的总暴露。

(1) 国债期货交易制度设计上的缺陷。

“327”事件正好发生在最早推出国债期货交易的上海证券交易所。事件发生之前的上海证券交易所,在国债期货交易的风险监控制度方面存在诸如保证金比率过低、没有涨(跌)停板制度、缺乏客户持仓限额规定、没有建立期货交易风险基金及对各品种最高持仓限额管理不严、国债期货资金使用管理乏力等问题。

保证金水平的设置是期货风险控制的核心。在实践中,期货的保证金水平必须不低于极端情况下合约价格的日最大波动幅度。但是,“327”事件发生前,《上海证券交易所国债期货业务试行细则》则规定,“客户开仓时(跨期买卖除外)每个合约须向证券期货商交纳保证金500元人民币”,当国债期货发生波动而出现浮动亏损致使保证金低于每个合约300元时,证券期货商须向客户追收至500元;“证券期货商须在本所开立‘保证金’帐户,对客户自营的所有开仓合约(跨期买卖除外),须按每个合约200元向交易所交纳保证金,”当国债期货价格发生波动而出现浮动亏损致使保证金低于每个合约200元时,即须追收至200元。可以看出,上交所国债期货交易,客户只须交纳合约面值2.5%的保证金,其中交到交易所的只有1%;而期货商自营部分的保证金则为合约面值的1%。只要国债期货日价格波幅超过这一比例,投资者的亏损就会大于所交的保证金,就可能出现无法结算的问题。“327”事件中,“327”国债期货品种先由开盘的148.21元猛升至当日最高价151.98元,又于最后八分钟前回跌至151.30元,升幅达3元以上,超过合约面值的3%。“327”价格的剧跌,使空方主力面临着数十亿元的巨额亏损,迫使其设法采取一些能避免破产结算的手段,在交易监管不严的情况下,万国证券公司选择了违规打压价格的方式。于是最后八分钟“327”品种的价格迅速跌至147.50元,跌幅高达4元以上,超过合约面值的4%。可以说,在2月23日这一天,几乎所有的国债期市入市者在“天堂”和“地狱”之间走了一回。

上交所对于会员公司在国债期货各品种上持仓限额的管理不力无疑也是“327”事件爆发的一个重要原因。据悉在2月23日前万国证券公司已经持有巨额“327”空仓,2月23日最后八分钟前,其“327”品种的持仓量已经远远超过了限额。显然,如果在市场传闻沸沸扬扬的事发前,上交所能引起警惕,加强盯市,在收市前的最后八分钟里,万国证券公司就不可能再有下数千万巨单的机会。

涨(跌)停板制度的缺乏,大大提高了投资国债期市的风险,使“327”品种价格波幅大大超出保证金水平,使当时市场上的几乎所有空方投资者顷刻间血本无归,一些机构投资者甚至被推到了破产的边缘。万国证券公司在最后八分钟里的所作所为,实际上就是一种空方因各种原因无法承受市场风险时以极端方式转嫁风险于市场的手段。

此外,上交所对国债期货资金管理上的乏力,也是“327”事件最后得以发生的一个原因。“327”事件中,“在很短时间某一会员保证金调入近50亿元,此数额为该公司总资产的2—3倍”,如此庞大的资金从何而来?入市后又会有什么问题?对此上交所如能及时察觉并迅速采取相应行动,最后“八分钟”的违规行为或许能够得以制止。

(2) 国债期货市场的多头监管问题。

中国的国债期货交易最初是在地方政府的批准下推出的。在 1995 年 2 月下旬中国证监会、财政部制定的《国债期货交易管理暂行办法》颁布前,中国一直没有在法律上明确国债期货的主管机构,财政部、证监会、中国人民银行及地方政府都参与监管。如财政部负责国债的发行并参与制定保值贴补率,中国人民银行负责包括证券公司在内的金融机构的审批和例行管理,并制定和公布保值贴补率,证监会负责交易的监管,而各个交易组织者则主要由地方政府直接监管。当各个管理者之间利益不一致时,多头监管很容易导致监管效率的低下,甚至出现监管措施上的真空。实际上,在“327”事件之前的“314”风波中,有关监管方面的许多漏洞已经暴露无疑。事发前不久,市场人士就已经嗅出了国债期市内弥漫的“火药味”;并发出了警告。但是,有关监管当局并没有采取根本性的措施堵住漏洞,最终导致投机浪潮一波高似一波,紧跟着,发生了“327”事件。

4. 法制建设的滞后与“327”事件的发生

在“327”事件以前,中国从事国债期货交易的地方性交易中心,如果有规章制度的话,也都是按当地政府制定的法规和规章运作,监督管理方面的规章制度在各市场间互不一致。

由于相关法律法规的缺乏,使得“327”事件之前发生的许多违规现象没能得到及时、公正、合理的处理,这无疑从一定程度上助长了违规现象。

(1)合法交易的保护问题。在 327 事件中,违法交易的只有一方,是个别投资者所为,对无过错行为人的权益应予以保障。正常的市场秩序应予以维持。这就如同在一个合法的市场中,某天个别供货方提供了伪劣商品,给部分消费者造成了严重的损失。那就应当追查提供伪劣商品的供货方。在 327 事件的 8 分钟时间里,主要是某大户操纵市场或者蓄意“超仓”的空单,也就是说违法的交易,但是这并不排除部分合法交易的存在。因此,要查处违法交易的行为,同时,也要保护合法的交易。

(2)法律本身不完善问题。从交易量上来说,我国目前的国债交易是十分红火的,它比人们较为熟悉的股票交易量要大得多,以 2 月 20 日至 24 日一周的债市为例,仅上海市场的现货交易量为 19.55 亿元,回购为 11.45 亿元,期货市场交易量为 9542.58 亿元。这就是说仅上海证券市场的国债交易量就近 1 万亿,这还不包括深圳证券交易市场、北京证券交易市场、武汉证券交易市场等较大国债市场的交易量。这些交易量中绝大部分为国债交易量。而如此大规模的国债期货市场既没有一级证券交易法,也没有二级证券交易法规,而且没有地区性的交易规定,在 2 月 26 日,(327 事件之后)证监会与财政部颁布《国债期货交易暂行办法》之前,只有《上海证券交易所国债期货业务试行细则》和其他类似的地区交易场所的交易管理办法之类的规章。而《禁止证券欺诈行为暂行办法》是在开展国债期货业务之前颁布的。所以,出现 327 事件后无法可依,而以“违规”交易的名义处罚违法行为的现象也就在所难免了。

(3)证券市场异常现象的监控问题。327 事件之前,上海国债期货市场上没有单个品种最高持仓限额,没有涨停板制度,没有交易过程中的总持仓量限制(只有收市后的持仓限制)。事件之后,上交所颁布了《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》,从此上海国债期市才有了涨停板制度,不得“透支”交易制度、禁止互借仓位制度等。无疑,这些规定肯定会给以后的期债市场起到十分积极的作用。但这次事件暴露出来的市场监控问题也应当

引起有关部门的重视。如果只有规定,而有法不依或有法难依,那么这些规定又有什么用?事实上,如果监控得力的话,这次事件是完全可以避免的。在当日 14:22 时,327 品种的当日成交量已经达到 1200 余万口,到当日收市止,累计持仓量为 3638878 口,远远超过了可以用来支收的现券量。如果在事件发生之前,通过监控已经获得了内幕交易、操纵市场、“透支”交易的线索,那么避免这次事件的发生应该是不成问题的。

(4)违法行为的法律责任问题。关于证券交易的违法处理问题的规定本来就不多,再加上有法不依、有法难依问题,这些规定就显得更为单薄了。就我国目前的期货市场而言,加强立法固然紧迫,但执行法律更为重要。从这次事件可以看出,一方面应当完善法律责任制度,如操纵证券市场给其他合法交易人造成损害的赔偿责任问题、内幕交易给他人造成损害的赔偿问题、交易所由于监控不力使得“违规”行为得以实施并给交易参与者造成损失的连带责任问题;另一方面,加大法律处罚的力度刻不容缓。从现有的规定中不难看出,证券市场中的违法行为的处罚基本上限于经济责任,而极少有刑事责任。事实上在期货市场中,一个违法行为只限于经济制裁,很难打击证券市场中的违法行为。同时,有关部门必须建立法律专家队伍,对“违规”行为法律责任的认定要准确,如法律、法规的引用,过错责任原则的确定等,不能简单地称之为“违规”。

5. 内幕交易与“327”事件的发生

327 事件的产生与发展不是偶然的,有值得人们思考的内幕交易问题。众所周知,上海证券交易所的期债市场中有几家“大哥大”级的投资机构,动辄使用几亿、十几亿甚至几十亿资金操纵市场价格。更为恶劣的是,始终有一些投资机构传布一些被事后证实的消息,如这次事件的“导火线”——加息问题。

早在 3 个多月之前,市场上就有了 92 年国库券要加息的消息,据说消息来源于权威部门,因为 92 年国库券利息率低于同期银行存款利率。但是,市场中绝大部分的投资者都认为该消息不实,原因也很简单,加息需要十多亿甚至更多的资金,既然这种利息率存在差距是一个事实,那么这个事实也可以认定为一种正常的投资风险,所以国家无需多付出十几亿甚至更多的资金。更何况国家经济建设正需要大量资金,面临适度从紧的财政和货币的政策。在这肯定消息与否定消息之间,多、空双方进行着激烈交战。虽然多方是个别投资商,但从市场表现看,其势力十分强大,不输于其他证券商的联合。1994 年 11 月 22 日,也是该消息刚刚面世,上海证券交易所的期债就出现了振荡幅度为 5 元的行情,而这次行情并未引起有关部门的重视。从某种意义上讲,有关部门对这次事件的“冷处理”对证券市场的“违规”行为起到了一定的纵容作用,为 327 事件埋下了祸根。

为什么 1995 年 2 月 26 日正式公布的消息在 3 个月之前就为市场所知,为什么经过 3 个月未证实的消息在 23 日(严格地讲是 22 日下午)就体现在市场上了。3 月 22 日下午临收市,市场即传出加息成为事实,果然,23 日开盘即出现巨量,327 品种价位由 148.50 直线上升,最高摸至 151.98 元,空方出现了众多的“爆仓”者。毫无疑问,市场上存在内幕交易问题。

关于 92 年国库券的加息问题应当是国家机密,其对市场的影响已在 327 事件中得到了充分体现,而这种机密是如何通过一个证券投资商传向市场的呢?如果有关部门对这种问

题都置之不理的话,何谈证券监管?《禁止证券欺诈行为暂行办法》中的禁止内幕交易的规定又有何意义?

我国的《禁止证券欺诈行为暂行办法》是 1993 年 8 月 15 日颁布的,“327”事件以前,还没有认定内幕交易的先例。也许有关部门认为内幕交易的事实难以认定,但如果面对事实都不能认定内幕交易的话,中国证券市场将不可能有法制,而且也不能保证不发生新的事件。

6. 券商违规融资行为与“327”事件的发生

毫无疑问,不规范的券商融资行为是导致“327 事件”的一个重要原因。

早在股市出现做庄现象时,已存在不规范的融资行为,而管理层也有所察觉。只是因为个别券商比较“高明”,躲过了有关部门的审计。国债行情火爆之后,不规范融资现象更为严重。投资者不难发现,主力机构动则持仓上百万口,其需调动的资金少则数亿,多则数十亿,这许多钱从何而来?其中奥秘不问可知。

纵观一些券商投入债市的违章资金,不外三种:①向外拆借而来;②挪用股民保证金;③不规范的回购资金。此处所指回购,系券商自行向企事业单位融入资金,而非证交所交易系统的标准回购业务。对于外拆资金,央行早已三令五申,不得将信贷性质的资金用于证券、期货等高风险投资,而挪用股民存入的委托保证金更是不能容许的。对于券商利用库存债券从事融资回购业务,本无可厚非。但个别券商利用这方面法规的不健全,钻了空子,其后果较前两种更为严重。首先是扰乱了证券市场。个别券商回购资金大大超过其拥有的债券数,然后运用这些资金操纵股价、券价,极大地破坏了证券市场的稳定。其次,扰乱了金融秩序。个别券商还利用回购资金从事逆回购业务,而其中大部分逆回购业务有名无实,并无现券抵押。低进高出,绕开了国家信贷计划,实际是在做信贷业务,这既违反了分业管理的规定,又影响国家宏观经济政策的实施。另外它还可能导致国有资产流失。用超过本身债券持有量的回购资金从事投机业务,风险巨大。更何况用于回购的债券不少还是投资者存于券商的代保管券,这无疑又加剧了风险。此次“327 事件”中空方损失惨重,国有资产大量流失,令人痛惜。

综上所述。不规范的融资行为是导致证券危机、诱发证券丑闻的温床,应予取缔。然令人不安的是,某些在这轮国债行情中失利的券商,为摆脱周转困境,变本加厉地违章回购,甚至不惜采用某些非常手段,例如任意用高利率与专业银行争夺企业存款,违反现金管理规定从利息中返还现金回扣等。只有加强对回购业务和分业管理的监管,规范券商的投资行为,才能促使证券市场健康发展。

(五)“327”事件的影响

327 事件对上海债市甚至于中国证券市场造成的影响绝非短时间内可以消除。资本市场的主导力量就是资金和由此带来的信用,而 327 事件恰恰在资金和信用上给市场以打击,势必会给年轻的中国证券市场带来心理上和物质上的压力。从中国证券市场的现状来看,327 事件对市场的发展而言无疑是一次较大打击,但从另一层意义上说,该事件让大家更清楚地看到了市场发展过程中长期积累的问题。我们应该站在一个更高的角度去看待证券市场存在的问题,从健全法规,加强监管上着手,使新兴的证券市场得以不断克服自身存在的

弊病,健康地发展下去。

1. 风险管理和控制机制的重大缺陷

从 327 事件中,我们可以看出,有关交易机构的风险管理和控制机制存在重大缺陷。由于先前国债期货市场缺乏一套行之有效的市场监控机制,因此就容易造成个别机构大户利用资金优势和市场优势,哄抬或挤压价格,造成价格的波动,从中谋取巨额利润。涨跌停板制度为国际期货交易界证明为抑制市场过度投机,对价格波动能产生有效缓冲作用的风险控制手段之一。这次事件引起了管理层对市场监管问题的高度重视。事发后,全国各国债期货市场相继发出紧急通知,大力加强对国债期货市场的交易风险管理。例如,实行涨跌停板制度、限制持仓量、严格资金管理、调高交易保证金等等。另外,中国证监会和财政部还联合颁布了《国债期货交易管理暂行办法》,这些举措都将大大抑制国债期货市场的投机热潮。

2. 违规交易,留下的不仅仅是遗憾

此交 327 多空大血战,以空方大败而告终,不少机构大户损失惨重,尤其为执行协议平仓规定,有从股市中抽资轧头寸的,有从银行处借贷的,无异又是割肉放血。这次事件本身给国债期货交易上上了一堂生动的风险教育课。过去,在长时间多头单边行情中,国债期货交易者只注意到其高额利润的诱惑,却很少考虑机会风险是对等的。某些债评人士也片面地大谈国债期货的机会,而对其风险却避而不谈,或者仅轻描淡写一下。而这次事件却让所有国债期货交易的参与者和旁观者都深深体会到,在高度投机的市场中,上天堂和下地狱往往只是一念之差,这使国债期货交易者今后的决策行为逐渐趋于理智。

3. 应加强市场信息披露的公正性和透明度

由于目前证券市场的信息公布制度缺乏规范性,致使许多有影响市场走势的消息未经公布,就在市场上广泛传扬,对市场价格产生重大影响。因此,规范信息公布制度,对于股市和期市的遏制过分投机和健康发展是十分必要的。

4. 应当尽快设立国债投资基金

目前国家已经允许养老保险基金等部分投入债市,但目前其作用还未得到充发发挥。因此,国债投资基金的建立运作将对机构大户操纵市场的行为起到制约作用。

二、英国巴林银行倒闭风波及其影响

1995 年 2 月 26 日,金融衍生产品市场突掀巨浪,历史显赫的英国老牌商人银行巴林银行因巴林期货(新加坡)公司金融衍生产品投机失败而宣告破产。10 天后,这家拥有 233 年辉煌历史的银行以一英镑的价格归于荷兰国际集团(ING)。这个一度曾为世界第六大银行、为确立英国在国际金融界地位作出过突出贡献,在近年全球银行经营收入衰减的情况下,1994 年税前盈利仍达 2 亿多美元的银行,为何竟然在短短数月里折戟新加坡呢?

(一)巴林银行简介

1. 辉煌的历史

巴林银行是当时欧洲第一富商的两个儿子弗朗西·巴林和约翰·巴林于 1762 年在当时的世界金融中心阿姆斯特丹创立的。在其 233 年的历史里,巴林银行曾创造过无数的辉煌。

在巴林银行发展的早期,它就成为英国政府债券的主要包销商,在当时的伦敦金融界已居于寡头地位。在历史上,巴林银行还曾参与了一系列重大事件。在 19 世纪的拿破仑战争中,它曾为英国政府筹集经费;在 1803 年英国向法国购买路易斯安那州时,其作为中介人也功不可没;它曾帮助葡萄牙融资偿还战争债务,并曾发行债券支持在法国、俄国、印度及中国的铁路建筑工程。1818 年,法国军事家、政治家黎塞留(Due De Richeliten)曾盛赞巴林的显赫,将其与英国、法国、俄国、奥地利和普鲁士并列,称之为欧洲的“第六大帝国”。巴林银行以其雄厚的实力和良好的声誉,在欧洲一直备受尊重。由于其主要客户中有英国女王和王子,因而,巴林银行又被称为“女王的银行”。

在 233 年的发展历程中,巴林银行也曾经历过几次大的挫折。19 世纪 40 年代,巴林在美国的土地投机热潮中,曾因宾夕法尼亚、佛罗里达等州拖欠还款而运转不灵,几乎面临被清盘的命运。1890 年,因在阿根廷的巨额坏帐再度陷入危机,最后因英国政府和金融界的全力拯救才起死回生。

这个世纪以来,巴林银行继续努力拓展国际市场,大举进入日本、香港、新加坡、韩国、菲律宾等亚洲市场。从 80 年代起,巴林开始涉足中国大陆市场。早在 1985 年巴林就创建了第一个中国基金——中国及东方基金,1992 年又创建了大中华基金。巴林还参与了一系列 B 股、H 股发行的承销与协调工作,还在上海证券交易所获有两个特别席位,在中国 B 股市场上相当活跃。在亚洲的业务为巴林银行带来了巨额的利润,也给英国国库及英国投资者带回了可观的收益。巴林银行还因此获得了英国女王授予的“最佳出口奖”。

2. 事发前的银行简况

巴林银行是一家商人银行。事件爆发前,巴林银行集团主要包括四大部分:一是巴林兄弟公司,主要业务包括公司融资、银行业务和国际资本交易;二是巴林证券公司,主要从事证券经纪业务;三是巴林资产管理投资有限公司,该部门事发前管理着全球 400 多亿美元的机构和个人基金,其中包括英国女皇伊丽莎白二世的资产和查尔斯王子的亲王基金;四是控制美国一家投资银行 DILLON READ47%的股份。

事发前的巴林银行集团在全球 30 多个国家和地区还设有办事机构,有雇员 4300 多人,其中海外机构雇员占一半左右;资产逾 94 亿美元,所管理的资产高达 460 亿美元。其经营规模在英国商人银行中一直位居前列。1994 年,巴林银行集团税前利润高达 2 亿多美元,经营业绩相当不俗。

(二)巴林事件概述

1995 年 2 月 24 日 7 时 15 分,一阵清脆的电话铃声给巴林银行董事长彼得·巴林(Peter Baring)带来了一个灾难性的消息:巴林期货(新加坡)公司 28 岁的“明星”交易员尼克·里森(Nick Lesson)突然从新加坡消失,公司负责人詹姆斯·贝克斯(James Bax)发现里森留下了一颗足以毁灭整个巴林银行的重磅金融炸弹。

1. 谁是尼克·里森

里森于 1967 年出生于英国南部的沃特福德。他在家乡接受了小学和中学教育。由于数学考试不及格,里森未能上大学。中学毕业后,里森进入摩根斯坦利衍生产品部工作了 4 年。1989 年,里森转投巴林银行,1992 年 4 月以一名交易结算员的身份被派往巴林期货(新加坡)公司。由于他工作勤奋、才智卓群、机敏过人,很快受到重用,升为交易员,并在期货交

易方面迅速崭露头角,被誉为“天才交易员”。据有关资料披露,他在 1994 年的头 7 个月里就为巴林银行赚取了 3000 万美元,较其刚驻新加坡时的 160 万美元大幅提高。骄人的业绩使里森在巴林银行的地位逐年上升,他很快被升任为巴林期货(新加坡)公司的总经理,并逐渐集交易、结算和监管大权于一身。不仅如此,他还被允许加入了由 18 人组成的巴林银行集团全球衍生产品交易委员会。期货交易中的巨额盈利,也给年轻的里森带来了丰厚的收入,除 30 万美元的年薪外,据说里森 1994 年的花红收入超过 100 万美元。

2. 里森的投机失败的原因

里森在新加坡被授权从事的工作主要是在大阪证券交易所和新加坡国际金融交易所进行日常的日本经济平均指数(即日经 225 指数)期货套利(Arbitraging)活动,即利用同一品种在不同交易所之间或相近品种在同一交易所内的价格差异,低买高卖,赚取其中的差价。这种套利交易的风险很小,但另一方面,随着国际金融市场的一体化,此类交易的利润也不可能十分丰厚。于是,有“天才交易员”之称的里森便超越了自己的权限选择了投机。

里森投机的主要对象是日经 225 指数期权和期货。根据媒体披露的有关资料,里森在日经 225 指数期权投机中选择了等价对敲卖出期权(Write Straddle)策略,即在同一个市场上以相同或相近的价格同时卖出具有相同履约价格及有效期间的日经 225 指数认购期权(Call Option)和认沽期权(Put Option),以期收取可观的期权金(Premium)。这一策略成功的基本前提是期权价格在期权的有效期间内能够维持较平稳或小幅波动的态势。在市场价格发生剧烈波动时,采用这一策略的投资者承受的风险从理论上说将是无限的。里森选择这一策略的基本判断是,日本经济将逐步摆脱衰退并将稳定发展,日经 225 指数在 1995 年 3 月份(其卖出期权合约的到期月份)前将维持在 19000 点的水平。基于这一判断,从 1995 年 1 月份起,里森大量建仓,到 2 月中旬,按等价对敲策略沽空的期权合约共达 19120 份。

但是,天有不测风云,1995 年 1 月 16 日的日本阪神大地震打破了里森的美梦。震后复市第一天日经 225 指数猛跌 147.57 点,在其后的一段时间里,日经 225 指数和日经 225 期货指数持续下跌,里森的投机策略完全失败,亏空日渐增大。2 月中旬,已被巨额亏损所困扰的里森再次把赌注压在日经 225 期指的反弹上,大手买入日经 225 指数期货合约。据悉,1 月 20 日,里森持有的日经 225 指数期货合约净多头已超过 6000 张,1 月 27 日增至 16800 张,而其时日经 225 期指约为 18740 点;2 月上旬,日经 225 期指持续下滑,逼近 18000 点,里森持有的日经 225 期指合约净多头一度减至 14000 张左右;2 月 17 日,持仓再度激增,净多头超过 20000 张。但是,大市仍然未能如里森所料的那样反弹,而是继续下挫,2 月 22 日日经 225 期指滑过 18000 点。里森在期权和期货上的亏损已趋近 6 亿美元。不断扩大的亏损,使里森面临的来自交易所的追加保证金的压力越来越大,对其巨额亏损的隐瞒逐渐变得困难重重。1995 年 2 月,巴林银行期债和期货高级结算员托尼·雷尔顿到新加坡上任后,问题很快暴露。2 月 23 日,里森及其在同一公司任职的妻子双双在新加坡消失。

3. 英格兰银行任其咎由自取

2 月 24 日上午,巴林高层人士召开了紧急会议。他们终于详细地知悉了一个不可思议的事实:巴林期货(新加坡)公司的里森越权进行了 200 亿美元的日本利率期债和 70 亿美元的日经 225 指数期权和期货交易,而后者正在把巴林推向毁灭。董事长彼得·巴林很快意识到如同 1890 年事件那样,他们必须求助于英国中央银行——英格兰银行。

彼得立即约见了英格兰银行行长埃迪·乔治(Eddie George)的副手卢比特·帕耐特·李(Rupert Pennant-Rea)。正在度假的乔治迅即从日内瓦飞回伦敦。当天下午,英格兰银行火速召集了英国结算银行和商人银行的大约 15 位董事长或执行总裁,进行了规模较大的秘密磋商,以期重组巴林。经过一系列努力后,次日晚 8 时 30 分,巴林银行被宣告破产,二百余年的辉煌历史终于被无情地划上了句号。

事后,据国外有关媒体报道,英格兰银行和伦敦金融界之所以放弃拯救行动,而听任巴林银行破产有三个原因:第一,巴林银行面临的已不再是流动性问题,而是清偿能力的问题,并且由于其所持的合约当时尚处于敞口状态,损失仍在继续扩大。据估计至 2 月 25 日,损失已扩大至 6.25 亿英镑,大大超出巴林银行 5.41 亿英镑的资本金。因而,无论是英格兰银行还是其他大的金融机构,谁也不愿冒险出资重组巴林。第二,英格兰银行不能像 1890 年那样拆巨资支持的另一原因,则是有意通过让巴林银行自食苦果,以此来警戒广大金融机构。正如英格兰银行行长乔治所言:“如果出面拯救一个因盲目经营而自取灭亡的金融机构的话,只会助长金融机构不负责任的混乱经营。”第三,此次巴林没能摆脱恶运的另一主要原因则是,在蓬勃发展的伦敦金融中心,巴林银行已不再具有昔日撼山动岳的实力和影响力。在金融机构云集的伦敦,巴林银行充其量只能算是一个中型银行,其破产(倒闭)尚不足以对伦敦金融市场和英国银行体系造成重大伤害。

4. 巴林银行破产对国际金融市场的冲击

巴林银行的破产,对国际金融市场造成了重大冲击。2 月 27 日(周一),伦敦股市收市时《金融时报》100 种指数下跌 12.4 点;同日,亚洲外汇市场英镑兑马克的开市价由前一交易日的 2.3339 跌为 2.3030,欧洲开市后英镑更遭疯狂的抛售,对马克的汇率迅速跌穿 2.3000 的重大支撑位,成为两年来的最低点。

巴林银行的破产,对亚洲股市的影响最大。2 月 27 日,亚洲各国股市开市后,股票指数均有不同程度的下跌。在日本,由于市场担心巴林银行大量未对冲日经 225 指数期货合约必须在 3 月 10 日这个合约结算日前完成交易,导致恐慌性抛售,将期货及现货同时大幅度推低,至收市时日经 225 股票指数下跌 664.24 点,而报收于 16808.70 点,跌幅高达 3.8%,这是自 1 月 23 日以来的最大跌幅;日经期货指数也由高峰值下跌 1000 点至 16580 点。日本股市的下跌令巴林银行更是雪上加霜,巴林银行亏损在一日间猛增 2.8 亿美元。同日,香港股市开市后也曾一度下挫 200 多点,最后以 8126.65 点收市,全日下跌 92.30 点。台湾加权指数同上也下跌 200 多点。

5. 巴林事件的最后结果

巴林银行宣告破产后,与巴林银行有业务联系的世界各主要证券市场迅速作出反应。新加坡证券交易所暂停了巴林证券交易,接管其在新加坡的一切业务;香港金融管理局指示巴林香港分公司停止业务并保障其在香港的资产;日本股票交易所、日本场外交易市场暂停巴林股票交易;韩国政府也冻结了巴林资产,并暂停其业务;印尼政府也指示雅加达证券交易所暂停巴林证券买卖;在菲律宾证券交易所,驻菲巴林公司也自愿暂停交易。

3 月 2 日(周四),在日经 225 股票指数及日经 225 期货指数反弹 300 多点的情况下,在英格兰银行等有关方面的协助下,巴林银行所有(不只是新加坡)未平仓期货合约(包括日经 225 指合约及日本国债期货等)分别在新加坡国际金融交易所、东京大阪交易所几近全部平

掉。至此,巴林银行由于金融衍生产品投资失败引起的亏损高达 9.16 亿英镑,约合 14 亿多美元。

3 月 6 日,荷兰 ING(International Nederlanden Group)集团与巴林银行达成收购协议,出资 7.65 亿英镑(约合 12.6 亿美元),接管其全部资产和负债。3 月 10 日,由 ING 集团收购的巴林兄弟公司、巴林证券公司和巴林资产管理控股有限公司在部分国家和地区恢复营业。

这一事件的主角尼克·里森也于 3 月 2 日在法兰克福被德国警察拘捕,并于 10 月份被引渡至新加坡受审。12 月 3 日,里森因其欺骗行为被判入狱 6 年半。

1995 年 7 月 18 日,英格兰银行银行业监管委员会正式提出了一份巴林事件调查报告。10 月 17 日,新加坡监管当局也公布了一份委托英国普赖斯·沃特豪斯会计事务所所作的有关巴林事件的调查报告。巴林事件最终有了一个官方的说法。

(三)原因一名年仅 28 岁的交易员,在短短几周内便把正处于经营巅峰期的巴林银行推向了破产的深渊。这个事件发生后,国际金融界广大业内人士纷纷探究,这个表面上管理有方、经营稳健的世界老牌商人银行何以会毁于一旦。大量的媒体报道与英格兰银行、新加坡监管当局的调查报告,揭开了部分面纱。

1. 内部风险监控体制混乱失控

里森未经授权的期货和期权交易,都是通过其在新加坡国际金融交易所私自开设的 88888 号帐户进行的。据英格兰银行的调查报告披露,“至 1994 年 12 月 31 日止,他(里森)在这个帐户上的累计亏损已高达 2.08 亿英镑,但他自始至终都声称赚了钱。”在 1995 年的最初几周里,正是这个帐户上的巨额亏损导致了巴林银行的破产。里森能私自开设帐户,并利用这个帐户进行巨额投机,其造成的巨额亏损居然又能在一个相对较长的时间内不被发现,不能不说,巴林银行的内部风险监控体系出了严重的问题。

(1)巴林银行特别是巴林期货(新加坡)公司,在组织结构上存在严重的缺陷。巴林期货(新加坡)公司作为巴林银行的海外分支机构,直属主管国际业务的巴林兄弟公司。里森直接向巴林兄弟公司负责,向其报告请示并由其评定业绩和奖金,但该部门的财务管理和业务监控却是由巴林证券公司负责,报告线和控制线交叉,给风险监控造成了困难。巴林期货(新加坡)公司内部的管理缺陷更为致命。里森总经理的身份统管全面,同时兼做交易和结算,其妻子也在结算部门任职。里森所作所为根本无人监督控制,因此有意无意地触发了处于监管真空下的里森的投机行为。在投机失败时,则进一步隐瞒亏损,伪造虚假客户,销毁交易文件,可谓是为所欲为。正如英格兰银行的调查报告所言,巴林期货(新加坡)公司几乎完全为里森一人所操纵。

(2)巴林银行中间管理层频繁变动,各部门和个人间缺乏足够的沟通,以致监控系统运作严重失灵。“在过去的两年里,管理上毫无连续性可言,”一位巴林银行的前雇员曾经说道:“很难说得清楚,从这个月到下个月谁负责什么、负责哪里的业务。”中层管理人员的频繁变动把一些原来对金融衍生产品并不熟悉的人推上了监管者的位置。据《欧洲货币》杂志透露,里森的顶头上司贝克斯虽然作为一个金融分析师在新加坡颇负盛名,但对于股票指数套利的运作却知之了了。如此的管理状况,直接影响了内部风险监督体系的建立和实施。缺乏有效的沟通,又使里森的越权行为没能得到及早发现和有效制止。据英格兰银行调查报

告透露,负责巴林银行新加坡业务的琼斯(Jones)曾分别于 1995 年 1 月 11 日和 1 月 27 日收到两封来自新加坡交易所的信,这两封信都提及了 88888 号帐户及保证金问题,但是琼斯却未把这两封重要信件抄送伦敦,而是转给里森处理了事。信息沟通上的缺陷,使得诸如此类的重要信息没有及时有效地传递到有关的监督部门,致使里森投机行为所集中的巨大风险一直无人知晓。

(3)巴林银行高层管理人员无意地忽略了来自新加坡的警告信号,说明巴林高层中也存在着耐人寻味的问题。在里森事发前,已有很多警告信号传至巴林总部。如 1994 年 8 月,巴林集团的核数师报告曾指出,巴林期货(新加坡)公司权力过分集中,里森一人同时肩负交易和监管两职,潜在着导致交易员违规失误或诈骗的风险,报告提出了职责分开的建议,但直至事发前,这些建议依然没有得到落实。又如里森在新加坡的本职工作是在两个交易所间套利,但他居然在基本无风险的交易中给巴林银行赚取了巨额利润,而巴林高层对此居然没有一点警觉。又如,里森在 88888 号帐户建立数十亿美元的未平仓合约需要巨额的保证金时,巴林兄弟公司竟然为之提供了超过整个集团资本金总额的 8 亿英镑贷款安排,而实际上却没有提出任何询问,也没有采取任何充分的措施进行核实以使预付与客户的交易记录一致。再如,1995 年 1 月,市场已经风传巴林期货(新加坡)公司在大阪交易所巨额持仓的消息,其中部分消息来自权威的巴塞尔国际结算银行,但巴林高层对此居然无动于衷。对这一系列警告信号的忽视,从一个方面说明了巴林高层对金融衍生产品的复杂性和风险性的认识不足。在亚洲地区从事金融衍生产品交易的一些巴林雇员中曾流传着这样的一个笑话:一位雇员曾经建立了一种能完全对冲(Hedging)的仓位,如买入一种香港上市的广东投资基金的股证(Warrant),同时又买入了一种能够与之有效并充分对冲的卖出安排,但某一天巴林证券公司执行总裁彼得·诺里斯(Peter Norris)却从伦敦打电话给他,广东投资基金行情看跌,应该立刻卖出。而这位雇员却无法向他解释实际上风险已经锁定了这一事实。这或许只是个笑话,但巴林高层对金融衍生产品及其风险认识的不足却是事实。

对警告信号的忽视,从另一方面来说也意味着巴林高层在经营方面实际上已经偏离了以前一直所奉行的稳健原则,有意无意地偏向于投机。亚洲市场的巨额盈利,主要来自于巴林期货(新加坡)公司的金融衍生产品交易,里森就是因这方面的业绩而步步高升,并被授予了后来置巴林集团于死地的广泛权力;而与此同时,对里森的监督约束制度却一直没有有效地建立和落实,这很容易让人怀疑为巴林高层有意纵容里森的投机。新加坡监管当局提供的报告更是从“里森何以能未加说明从巴林银行获得了 17 亿新加坡元(合 12 亿美元)的资金”这一点,推断巴林银行的高级管理人员“知道或应该知道”里森开有一个新加坡国际金融交易所的 88888 号帐户。这份报告还认为,巴林银行主要负责人彼得·诺里斯曾设法掩盖里森未经许可进行的交易,并冲淡这种做法的影响。报告还说,诺里斯曾得到巴林银行新加坡业务负责人詹姆斯·贝克斯和巴林银行财务人员安东尼·雷斯的帮助。报告认为,如果巴林银行的管理层早些采取行动,里森未经许可的交易造成巨额损失未必会使该银行倒闭。

2. 新加坡国际金融交易所和有关监管者的责任

巴林事件显示出新加坡国际金融交易所管理制度不够完善,监控措施乏力。按新加坡国际金融交易所的风险管理办法,所有保证金帐户都是每日逐个结算的,按理说,交易所应该清楚每个帐户的持仓情况。但是,新加坡国际金融交易所的疏漏之处在于没有按会员公

司的风险承受能力设置持仓限额,由此导致了两个严重的后果:一是使巴林期货(新加坡)公司可以轻易地在其手中累积高达 70 亿美元的日经 225 指数期权和期货合约,其积累的风险之大远远超出了巴林银行整个集团的承受能力;二是由于缺乏持仓限额的规定,交易所内部即使具有可以监控会员公司任何巨额持仓量的市场监管部门和系统,也因不存在核定仓位需要而很难随时确切地掌握会员公司的持仓量及承担的风险状况。据悉在里森持仓量急剧上升时,新加坡交易所并没有及时察觉,后来察觉后又不能或未能采取必要的措施防患于未然。交易所管理制度上存在的这些缺陷,为里森的投机提供了一个重要的外部条件。新加坡国际金融交易所风险监管制度设计上的宽松及实施上的不力,有其深刻的背景。据报道,新加坡一直在雄心勃勃地朝着世界金融中心的目标迈进。为实现这一目标,新加坡金融界积极开发、引进各种金融产品,并竭力推动市场规模的扩大,监管环境的宽松便成了新加坡招揽生意的资本。但是,欲速则不达,巴林事件给好大喜功的新加坡国际金融交易所迎头一击。

新加坡著名的会计事务所库珀斯—利布兰(Coopers & Lybrand)公司对巴林期货(新加坡)公司的审计,也没能发现问题。据英格兰银行估计,在截止 1993 年 12 月的前 15 个月中,新加坡的期货交易活动已经造成的和帐面上存在的损失为 1900 万英镑,但巴林期货(新加坡)公司报告的利润是 900 万英镑,显然大大谎报了利润。但是,负责截止 1994 年 12 月的这一年帐目审计的库珀斯·利布兰公司在 1994 年 11 月得出的结论却是:巴林期货(新加坡)公司的内部控制环境是令人满意的。英格兰银行在它的调查中认为,巴林银行的审计师并没有进行足够的检查。

在巴林事件中,作为英国最高金融监管当局的英格兰银行也难辞其咎。英格兰银行的调查报告指出,英格兰银行负责监督商业银行和联合五国各大银行的高级经理克里斯托弗·汤普森在 1993 年允许巴林银行在大阪的股票交易超过 25% 的限制,对巴林的这个让步汤普森显然未向英格兰银行的更高级管理部门汇报,违背了银行部门的指导原则。并且对这个让步未加任何限制的一个结果是,巴林银行把这一让步也用到了它在新加坡承受的风险上。英格兰银行的调查报告认为,这个非正式的让步是判断上的错误。新加坡监管当局提供的报告则更明确地指出了英格兰银行在风险监管上的不足。报告指出,巴林银行 1994 年底在亚洲支付数额很大的保证金,并“没有使英格兰银行作出强烈反应”,报告说,巴林银行向英格兰银行提交的截止 1994 年 12 月 31 日的高风险报告虽然由于里森虚报情况而不准确,但它表明巴林银行实际承受的风险已经超过了英格兰银行所规定的 25% 这一限度。据悉,1995 年 2 月,巴林银行在大阪交易所承受的风险已高达 73%,在新加坡国际金融交易所也已达 40%。

巴林事件已经结束了,但基余波依然未平,它给国际金融界尤其是投资银行留下了许多值得深思的问题。

三、住友事件概述

1996 年 6 月 14 日,日本住友商社(Sumitomo Corp.)披露了一宗震惊全球的金融投机大案。该公司有色金属交易部部长兼首席交易员滨中泰男长期从事未经授权的国际铜品交易达十年之久,使住友商社遭受 18 亿美元的巨额损失。这是继 1995 年 3 月以来爆发的三

大金融及衍生产品事件——巴林事件(损失 13 亿美元),大和银行事件(损失 11 亿美元),加州奥兰治事件(损失 16 亿美元)之后又一亏损额最大的衍生产品事故。住友事件再次在国际金融市场引起震动。

(一)住友商社简介

住友商社是日本四大交易商社之一。它以经营铜品为主,是全球最大的铜品经营商和出口商。住友商社的前身成立于 16 世纪,至今已有 400 多年历史。在 19 世纪,该商社主要从事铜碾压和铜铁制造业务,到 20 世纪初转为专门从事铜品业务。目前的住友商社在 50 年代初正式组成,以后逐步发展成被全日本第三大最有实力的金融综合性企业和日本最大的交易商行之。住友商社是整个住友集团的核心实体,其股本约有两成被集团内的公司拥有。1995 年住友商社实铜交投额达 75 万吨,约占全球铜总产量 1004 万吨的 7.5%,铜期货合约成交额约占伦敦金属期货市场总成交额的 14%。住友集团 1995 年财政年度在全球的营业额高达 1468 亿美元,而其长期资本额也达到 194 亿美元。

(二)住友事件概述

住友商社的首席交易员滨中泰男是这次事件的直接肇事者。事发时滨中泰男 48 岁,他于 1970 年加盟住友商社,在伦敦金属交易所(London Metal Exchange, LME)参与金属期货交易。当 1983 年返回国内时,他的铜交易量已达到每年 1 万吨。到了 80 年代末,他已经在国际铜品交易市场上占有一席之地,被称为“百分之五先生”,因为他领导的住友商社有色金属交易小组已控制了全球铜品交易量的 5%之多。

据有关报道,滨中泰男造成的巨额损失主要是在伦敦金属交易所铜品期货市场上发生的。滨中泰男一直夸口与中国的几家公司有着巨额的铜品现货交易,以需要套期保值为由,长期大量买入多头铜品期货合约,以此操纵铜品市场价格。早在 1991、1993 和 1995 年,铜品价格就因为滨中泰男的大额买入而出现异常情况,市场上一直流传着滨中泰男违规操作、操纵市场的传闻。过高的期铜价格吸引了大量短期投机者藉此沽空入市,其中包括一些著名的投资基金,如所罗斯量子基金、罗伯逊老虎基金等。多空双方两军对峙,大有一触即发之势。滨中泰男孤注一掷,继续大量买入多头期铜合约。1996 年 5 月 9 日,伦敦金属期货交易所 3 个月期的铜品期货价达到该年度的最高点:2715.50 美元/公吨,铜品价格已严重偏离正常水平。而此时铜品市场的基本面状况朝着对滨中泰男日益不利的方向发展:世界第一大产铜国智利的一座重要矿山的罢工得以平息,铜品市场的供给状况好转,而滨中泰男的重要贸易伙伴——中国几家公司的铜品购买量被证实并不象滨中泰男宣称的那样多。与此同时,伦敦金属交易所根据市场传闻于 1995 年 10 月、11 月份专门成立了一个特别委员会,开始对本交易所每个客户各个合约上所持有的头寸及交易所仓库中仓单的所有权进行彻底调查,1996 年 5 月终于查出滨中泰男在银行的存款余额通知单中有 2000 万美元,与住友商社财会部门掌握的数额不符,滨中泰男未经授权非法交易的行径日益暴露。6 月 5 日滨中泰男承认了未经授权违规操作的事实。6 月 14 日住友商社公布期铜交易损失 18 亿美元的消息,并宣布解雇滨中泰男,允诺承担各项应尽义务。

住友事件一经披露,引起国际期铜市场的极大混乱,期铜价格急剧下跌,伦敦金属交易所 3 个月期铜价格从 1996 年 5 月 9 日的 2715.50 美元/公吨的最高价一路猛跌到 6 月 17 日的 2000 美元/公吨。住友商社的损失进一步扩大,亏损额至少已达 30 亿美元,实际亏损

额恐怕只有滨中泰男最清楚。穆迪公司(Moody's)将住友商社的债券信用评级从 Aa3 降至 A1,并考虑进一步向下调整。虽然住友商社的庞大资产还不会使其遭受像巴林银行那样破产清算的厄运,但住友事件对其良好声誉和未来经营的恶劣影响是不可估量的。

(三)原因:

1. 企业本身的内部监控不力

住友事件发生后,住友总裁秋山富一承认:“我们的最大失误在于把一个重要部门长期委托给一个人。”这在某种程度上道出了住友事件发生的重要原因。

日本企业在传统上十分注重通过良好的私人关系和个人的敬业精神等非正式制度手段发展业务,应当说这是日本经济自二次大战之后重新崛起的重要原因。但是这种非制度化的控制手段对于风险管理要求极高的金融衍生品交易却显得力不从心。因为在金融衍生产品市场上,一名交易员只要拥有一套并不昂贵的交易设备就可以操纵几亿乃至几十亿、数百亿美元的巨额交易。如果缺乏必要的风险控制制度,一旦被委以重任的交易人员发生舞弊行为,影响往往是致命的,而住友商社正是在这点上出现了严重问题。

滨中泰男自加入住友以来,长期从事国际铜品交易,取得了骄人的成绩,成为国际铜界举足轻重的人物,博得了“百分之五”先生的美称。正是这种“名人效应”使住友商社的高层领导放松了警惕,使他们轻信了其人品,高估了其能力而委以重任。在事发前,滨中泰男既是铜品交易员又是帐户管理员,集会计、出纳于一身。住友商社的充分信任为滨中泰男长期从事未经授权的帐外交易,并私自篡改帐目和记录,隐瞒买卖铜品期货的巨额亏损创造了条件。

此外,日本公司之间的交叉持股制度(Cross-shareholding)也使公司内部监督机制被进一步削弱。在日本,关系良好的公司往往互相持有对方的股份,持股公司一般不会仔细核查对方的各种财务报表,公司财务报表中的问题很难被发现。公司内部风险控制制度也只是一纸空文,没有真正被严格执行。

2. 伦敦金属交易所的责任

住友事件的发生也与伦敦金属交易所的制度性缺陷有很大关系。伦敦金属交易所在 1876 年 12 月由 300 名金属商人发起创立,当时是以伦敦金属交易公司(London Metal Exchange Company, LME)的名义正式成立的。LME 成立至今已有近 120 年的历史,并已成为全球最重要的基本金属交易中心,影响着全球基本金属的价格。

LME 的迅速发展与其交易所较为宽松的监管制度有着密切关系,与美国纽约期货交易所(NYFE/COMEX)的铜期货合约相比,LME 在交易的公开性、保证金管理、最大持仓限额等方面的管理制度极为宽松。这一方面吸引大量潜在的交易者进入市场,另一方面也为金融衍生产品风险的发生留下了隐患。

(1)LME 复杂的会员制度增大了监管的难度。LME 现在共有会员 92 家,其会员可以分为三类。第一类是正式会员,共 17 家,称为场内结算会员,他们享有 LME 的全部特权,只有他们可以在场内进行交易;第二类是准经纪结算会员,共 25 家,这类会员除了不拥有场内交易权外,享有 LME 的所有特权;第三类是准会员,共 50 家,准会员又分为准经纪会员和准交易会员。准经纪会员可以与任何人交易,而准交易会员只能与正式会员、准经纪结算会员和准经纪会员进行交易。这种复杂的会员制度使交易所很难对客户的交易行为进行有

效监控。住友商社本身不是 LME 的会员,滨中泰男的几乎所有交易都是先与 LME 的准交易会员进行,再由准交易会员与其他 LME 会员完成交易的。由于住友商社不是 LME 的会员,其交易行为不在英国监管当局的管辖范围之内。LME 总裁大卫·金事后承认:“住友商社不是本交易所的会员,因而我们不便过问其内部事务。”

(2)LME 特殊的交易方式使交易缺乏足够的透明度。LME 的正式交易分为场内交易和场外交易两种。场内交易只允许正式会员参加,而场外交易则所有会员均可参加。正式交易分为上、下午两场,每日上午 11:50 以喊价形式开始第一轮场内交易,每种商品逐一上场,各场交易的时间为 5 分钟。待所有商品喊价完毕,暂时休息,各交易代表马上打电话通知各自的办公室。12:30 开始第二轮场内交易,在这一轮喊价结束后,由 3 名会员组成的定价委员会对喊价的差幅进行磋商,宣布每种商品的三种价格,即现货价、3 个月期货价和收盘价。第二轮场内交易结束后,随之开始大约 25 分钟的场外交易。下午 15:20 开始又重复这种交易过程。除了每天上、下午两场正式交易外,LME 会员每天 24 小时可以在他们的办公室通过电话互相进行交易,并使用计算机终端将交易数据输送到结算系统,这种非正式交易与正式交易具有同样的效力,而且其交易价格不受市场价格的限制。随着交易技术的发展,这种非正式交易所占的份额越来越大,滨中泰男的大部分交易正是在东京通过这种非正式交易完成的,而这种非正式交易的透明度究竟有多大,是不言而喻的。

(3)LME 的结算制度和风险监控制度存在很大缺陷。一般情况下,期货交易所为控制风险,对客户最高持仓量都有严格的限制,并根据每日收盘价对期货合约进行现金结算。而 LME 这方面规定的宽松程度让人不可思议:一是没有严格的最高持仓限额;二是不要求客户用现金而是以银行担保及信用来弥补交易损失(保证金不足部分)即可,这就给滨中泰男利用住友商社的良好信誉以及一些私交密切的银行进行私下贷款,为长期违规交易、操纵市场提供了可能。LME 在市场规则方面的这种缺陷是住友事件发生的一个关键性因素。

此外,LME 管理当局对市场传闻的反应也过于迟缓,致使问题日积月累,最终达到不可收拾的地步。早在 1991 年就有传言滨中泰男要求一位纽约同行出具虚假票单,以阻扰一项有关市场操纵行为的调查,但是管理当局并未采取任何行动。如果交易所管理层能重视 1994 年以前的任何一次传闻,查个水落石出,将问题扼杀在萌芽状态,都可以明显减少住友商社的损失,减少国际铜品市场的动荡。

3. 住友事件大的社会经济环境

滨中泰男长期违规操作也有着深刻的经济背景。住友商社以铜品进出口贸易起家,特别是二次大战后,商社利用其庞大的海外经销网络代理日本许多制造商的进出口贸易而大赚其钱。但是随着日本制造商自身海外经销网络的建立,住友商社逐渐失去其利润来源而被迫寻找新的收入源泉。这样,以保守稳健著称的住友商社内部逐渐弥漫着一股投机冒进的风气。特别是日本的银行业、大商社在 80 年代大量涉足房地产业,90 年代泡沫经济崩溃后形成了巨额呆帐,于是纷纷将战略目光投向国际金融市场。商社高层领导正是在这种思想引导下,为了大力拓展国际业务,迷信所谓的“天才交易员”,在没有建立起严格风险控制机制的情况下,放手让他们大干,因此出现问题是不可避免的。