

对航空公司油料套期保值业务信息披露的思考

——以中国国航为案例的研究

范志鹏*

自中国国际航空股份有限公司(以下简称“中国国航”)于2008年10月份首次公告其油料套期保值业务遭受重大损失以来,中国东方航空股份有限公司、上海航空股份有限公司陆续披露了公司油料套期保值业务同样遭受损失等情况,由此引发市场的充分关注和激烈讨论。

根据中国国航披露,该公司国际航线多,国际航油采购量大,^①出于稳定成本预算、对冲油价大幅度波动、保障实现经营目标的目的,自2001年开始即开展了油料套期保值业务。交易的产品主要是新加坡航油和与航油关联度较高的纽约WTI原油和伦敦Brent原油,方式为场外OTC交易。该公司也是国内航空公司中开展油料套期保值业务较早、规模较大的公司。

就是这样一家已从事了8年油料套保业务,期

* 上海证券交易所公司管理部高级经理。

① 国际航油是指公司在境外机场或境内合资格机场执飞国际航线时所采购的航油。

间(含2008年1~9月)累计实现套保收益11.31亿元人民币,先后在香港和内地首次发行上市以及通过内地再融资审核,且曾多次披露其油料套保情况的上市公司,为何在此次风险披露后,饱受市场对其油料套保业务的指责。我们希望通过对这一代表性案例的研究,仔细梳理和反思,除了上市公司巨额亏损引发市场关注这一直接原因外,还有哪些方面出了问题,以致投资者没有足够的预期,监管者没有更多的警觉。

一、对中国国航油料套保业务性质的判断

理论上,狭义的套期保值意指生产经营者在现货市场上买进或卖出一定量的现货商品的同时,在期货市场上卖出或买进与现货品种相同、数量相同、但方向相反的期货商品。此后随着商品价格的波动,生产经营者以一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损,达到规避价格波动风险的目的。

实践中,生产经营者受到合约标的、套保工具等的限制,往往以和期货商品价格高度关联的其他商品作为替代,在无法操作期货商品时也可能转而选择期权合约甚至是合约组合代替。这些行为均是基于传统套期保值策略,结合实际情况演变出的新的套期保值行为。形式虽有变化,但生产经营者根据自身经营需要,以一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损的本质没有变化。

中国国航作为航油商品的使用者,主要防范的是航油价格上涨导致其营业成本上升的风险。因此,套期保值策略要求中国国航在现货市场以市价买入航油的同时,在期货市场能通过相应的收益对冲航油现货价格的上涨,以控制营业成本。由此,买入合约品种和数量相同的多头合约,可以使得公司在买入现货商品价格时比原计划多支出的成本,在期货市场通过多头合约的收益来抵消。

结合中国国航的披露,公司为套期保值目的与若干对手方订立燃油保值合约,约定于合同期间:(1)公司有权以约定价格按照事先确定的周期从对手方买入一定数量的燃油;(2)同时,对手方也有权以约定

价格按照事先确定的周期向本公司卖出一定数量的燃油。其中上述公司有权买入燃油的价格远高于对手方有权卖出燃油的价格。

将上述合约与前述套期保值原理进行比较：

1. 在交易品种上,中国国航以新加坡航油、纽约 WTI 原油和伦敦 Brent 原油为期权合约标的,虽然与其实际采购的国际航油无法一一对应(也不可能一一对应),但市场普遍认同前三者与国际航油价格的关联度很高。

2. 在交易方向上,按照权利(1),如燃油上涨,中国国航以固定价格买入燃油的权利所产生的收益可以补贴经营过程中燃油现货采购成本的上涨。这是符合前述套期保值原理的。但市场质疑的最主要问题是权利(2),卖出一个看跌期权等于锁定了中国国航燃油购买价格的下限,这对于一个希望燃油价格越低,营业成本越低的单纯的燃油使用方而言,并不符合其商业利益,也不符合套保原理。

中国国航对此的解释是:合约订立当时,国际油价处在高位,且市场普遍预期油价将继续走高,造成仅对冲油价上涨风险的套保合约成本高昂。因此,公司选择了在获得按固定价格买入燃油权利的同时,授予对手方以更低的固定价格卖出燃油的权利,实现了在当时市场情况下低成本获得燃油价格上涨风险保护的目标。这一解释可以成立。如前所述,传统套期保值在很多情况下只能是一种理想状况。中国国航订立期权合约的 2008 年 7 月正是一个全市场普遍看多油价的时段,在 OTC 市场,单纯的权利(1)合约要么意味着高昂的权利金以致大大削弱对冲效果,要么就根本找不到对手方愿意来单方面承担油价上涨的风险。因此,上述合约乃是中国国航在比较了仅签订权利(1)所支付的权利金成本,与订立权利(2)承担风险,同时尽可能保证权利(1)的对冲效果后的一种商业决策行为,是一种现实状况下,以承担额外风险为代价,以价格对冲效果最大化为目的,基本符合套期保值原理的燃油成本价格管理行为。

3. 在套期数量上,市场关注的另一个主要问题是,中国国航套保合约公允价值损失远远大于其目前实际所节省的燃油成本,这说明公司目前所持合约涉及的套期数量要大于而不是等于或小于套保者的实际需求。进一步查阅相关披露可知,中国国航目前所签订的油料期权

合约期限至 2011 年,因此中国国航目前的套保数量要对应其至 2011 年的预计油料消耗量来比较。在油价低于卖出合约行权价的情况下,公司期权合约损失是未来 3 年合约剩余期间可能赔付的全部现金流折现,而目前所节省的成本仅仅是 2008 年 7 月订立合约以后的反映。在油价不变的假设下,将中国国航 2008 年度所承担的 72.25 亿元的公允价值损失按年度分摊到 2009、2010 和 2011 年,燃油成本的节省应该可以很好地抵消对应年份的公允价值损失。

综上,中国国航的交易行为符合套期保值基本原理,性质上属于公司对未来航油采购所引发的现金流量变动风险的套期,与没有实际需求背景、纯粹以盈利而非锁定风险为目的的投机或对赌行为有着明显区别。同时根据披露,中国国航所进行的绝大部分套保均无法按照《企业会计准则第 24 号——套期保值》处理,这和套保准则严格的适用条件以及公司所采取的会计政策有关,不能因此否定公司针对燃油价格波动风险所实施的套期行为的性质。

对于中国国航的套保及其亏损,值得反思的问题主要包括:

1. 中国国航对于套期保值概念的使用以及套保实务的描述,未能考虑到市场对于套期保值认识上的分歧,以致其实际行为与市场部分人士所理解的套期保值存在误差,进而对投资者的正确决策产生影响。

2. 新企业会计准则实施后,原来作为表外项目,仅在实际结算时确认并披露的金融工具公允价值波动如今却在整个报告期内时刻影响着公司经营业绩的账面数字。公司在利用长期限金融工具对冲经营风险时,跨年度的公允价值累计波动无法与当年现货损益相匹配,进而对公司利润或者权益产生重大影响。显然,无论是上市公司,还是市场对此变化在一开始都未有清楚的认识。

3. 公司原有套保决策机制是否满足新条件下的运营需要值得反思。中国国航现行套保决策机制是董事会审议有关套期保值的保值比例、目标价位及建仓安排,同时授权公司油料工作小组在授权范围内独立工作。依据中国国航股东大会事规则,对于航空油料套期保值等风险投资,董事会有权对投资额不超过公司最近一期经审计净资产值

15% 的项目进行审批,^②实践中,油料套保合约所需支付的权利金通常很低,均属于董事会审议事项。问题在于:权利金交易的杠杆性,使得油料套保合约所涉及的名义金额巨大,企业会计准则的上述变化更是加大了相关投资对公司的影响。公司在较短时间内集中对未来 3~4 年的油料价格进行套保的行为以及相关商业决策中的失误,都说明公司在决策机制的专业性和及时性方面仍有改进空间。

二、对中国国航油料套保业务信息披露的法规适用及监管的思考

(一) 现行规定及实践

对于上市公司从事套期保值乃至其他金融衍生品业务的信息披露,除了有明确的信息披露时点外,目前并无针对性很强的具体规定。

定期报告披露方面,2007 年修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则——第 2 号〈年度报告的内容与格式〉》要求公司应当遵循重要性原则披露可能对公司未来发展战略和经营目标的实现产生不利影响的所有风险因素。上市公司套期保值作为一种风险管理工具经常在这一部分得到披露。根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》第三章“金融工具披露”的要求,上市公司对于各类金融工具的披露可以大致分为对金融工具本身及其风险的有关描述性信息和以资产负债表日为基准的数量信息。其中对于金融工具,比如套期保值的信息披露要求除了套期关系、套期工具、被套期风险的性质等描述性信息外,涉及的数量信息只包括期间、公允价值及相关利得、损失等。

临时报告披露方面,《上海证券交易所股票上市规则》第 11.12.2 条、11.12.3 条分别从上市公司发生重大亏损和发生可能对公司资产、负债、权益或经营成果产生重大影响的其他事件两方面提出了信息披露要求。重大亏损或重大影响一般是指超过上市公司最近一个会计年度经审计净利润的 10% 以上或最近一期经审计净资产的 10% 以上。

^② 中国国航 2007 年末总资产为 883 亿元人民币。

因此,上市公司因为套期保值或其他金融衍生品交易所产生的公允价值波动一旦达到上述标准就应该及时履行信息披露义务。但有关临时披露规定除了披露时点有明确要求外,对于套期保值或其他金融衍生品业务本身的应披露信息无明确规定。

实践中,中国国航在年报中披露了油料价格波动对公司经营目标实现可能产生不利影响的风险提示及相关敏感性分析,并将套保作为油料价格波动风险的解决措施进行了说明。同时,公司历次定期报告对油料套保的公允价值变动损益情况进行了持续披露。至于套保业务的临时披露,中国国航主要在董事会审议有关套保业务时以董事会决议方式披露。其中,对于目标价位和建仓安排由于涉及公司商业秘密而未有同步作出明确的数量信息披露。因此,对于油料套保的信息披露,中国国航在遭遇巨大亏损前基本是按照董事会决议公告披露有关事件安排和授权,定期报告持续披露事件进展的模式完成。但这一信息披露模式在公司公允价值发生剧烈波动并引发市场高度关注时遭遇了巨大挑战。

(二)需要关注和解决的问题

1. 上市公司套期保值业务的信息披露的完整性

上市公司套期保值业务根据流程可以分为有权机构决议、实际签订合同和到期结算三部分,涉及的主要信息点包括合约类型、价格、持仓数量、期限、结算方式、交易对手、公允价值波动以及实际赔付情况等,这些信息有的属于描述性信息,有的属于数量信息。市场对于中国国航的披露,主要的不满在于希望公司具体披露合约价格和持仓数量,以能够明确预期公司套保业务未来的损益情况。这一呼声在深南电披露其油料期权合约信息和香港上市公司中信泰富披露其澳元结构性理财产品的相关信息后达到高峰。

规则层面,除描述性信息外,数量信息的披露要求目前集中于资产负债表日的公允价值及其对权益、利润的影响,关于金融工具本身应披露的数量信息除了资产负债表日的风险敞口总括数据外,几乎没有其他要求。因此,中国国航的披露是符合规则要求的。要求公司作出进一步的披露只能有赖于监管机构基于保证信息披露充分性而行使其对公司的自由裁量权。可此种自由裁量权的行使并非没有限制,可操作

性、披露成本以及公司商业利益的保护等都是监管者行使自由裁量权过程中需要考虑的重要因素。

中国国航一案中,由于涉及多个交易对手方,签约时间有先有后,如果公司在订约后立即披露合约价格和规模,可能因为有关数量信息的公开,对后续合约的签订造成不利影响,甚至可能损害公司的商业利益。同时,有关披露行为也存在违反合约中相关限制使用条款的风险。因此,监管机构在合约价格和规模的披露要求方面十分谨慎。

对比深南电一案,有关人员在未获公司授权情况下签署的期权协议,给公司造成重大损失。对这种一次性的违法行为,披露有关协议本身不会损害公司利益,因此自由裁量权的行使是可行的,也是提高透明度所必需的。

再如中信泰富,之所以详细披露其金融衍生品交易的情况,原因在于该公司对有关合约的处置构成了《香港联合交易所有限公司证券上市规则》下一项“非常重大的出售交易”,需要提请股东大会批准。公司也正是在股东通函中披露了有关合约的具体条款,^③以保障股东的投票权。而在公司董事会审议出售有关合约资产之前的风险提示公告中,除了公允价值损失外,同样没有涉及合约价格、规模等数量信息。事实上,国泰航空作为一家在香港上市的航空公司,同样遭遇了航油对冲合约亏损。在公司2008年11月5日和2009年1月7日的公告中,也没有涉及合约价格、规模等数量信息。

由此,在豁免披露合约价格和规模以保护公司利益的情况下,如何进一步保护投资者利益,避免出现投资者陷入仅能依赖上市公司事后披露公允价值波动才能作出判断,而事前无法形成明确预期的不利境地,成为需要监管者反思和解决的重要问题。

2. 公允价值日常波动的信息披露的及时性

现行规则下,临时披露所涉及的重大损益等数量信息往往具有一次性、偶发性等特点,比如常见的自然灾害损失、政府补贴等,事实一旦发生,对公司经营的影响性质比较明确,金额也容易确定。上市公司一次公告基本能充分准确地披露信息。但油料价格的波动使得公司套保

^③ 股东通函类似于内地的股东大会会议资料。

公允价值每天都在变化,常规的临时披露很难完全适应公允价值这一拟披露信息多变的特点。

如果公允价值的披露完全随着相关波动同步进行,将面临及时性和披露成本两个难题:(1)由于衍生产品的复杂性,上市公司虽然逐日盯市,但有关计算结果很难做到完全准确。中国国航在披露公允价值波动损失时,专门聘请了专业机构耗时数日予以计算和验证。显然,这一过程在提高准确性的同时,却无法满足及时性要求;(2)频繁地披露以及上述聘请中介机构验证的费用将极大地增加上市公司的披露成本。如果公司对油料套保业务的操作通过第三方如集团公司进行,那在披露的及时性和准确性方面难度更大。

借鉴企业会计准则中有关公司应对各类风险进行敏感性分析的规定,中国国航目前已就油价波动对合约公允价值的影响进行了敏感性分析并披露。这种一次性全面披露可能影响的做法既可使投资者事前更加全面地了解套保业务在各种情况下对公司的影响,也可免除上市公司频繁进行临时披露之苦。上述操作的难度在于衍生品公允价值计算的复杂性,保证敏感性分析的准确性对公司提出了很高的要求。

3. 上市公司套期保值业务对公司经营影响的信息披露的充分性

套期保值作为一种风险管理工具,目的是套期保值者对冲风险。充分披露套期保值业务对上市公司经营的影响,要求公司应注意从现金流和现货收益两方面全面披露油价波动对公司经营的影响。在充分提示风险的基础上,全面地看待上市公司套保,防止市场夸大或误读风险。

实践中,中国国航通过将实际赔付金额与公司现货采购成本较预算节省的金额进行对比分析,说明了套保业务对公司经营主要是现金流方面的影响。根据披露,纽约 WTI 原油 2008 年 12 月份均价为 42.04 美元/桶,由此带来的公允价值损失已在中国国航 2008 年财务报告中反映。进入 2009 年度,如果月度结算价格高于 42.04 美元,但低于合约行权价时,公司将面临公允价值正收益和大额现金赔付实际流出的情况。在公司完成有关敏感性分析披露的基础上,如果公允价值重新出现收益时,尤其需要提示因为实际赔付现金持续流出对公司正常经营产生不利影响的风险。根据有关规则,实际赔付如果对公司

正常经营产生重大影响,公司应该及时披露。

至于现货收益的披露,难题在于:(1)航油成本的节省金额需要和成本预算比较得出,而相关预算并无披露,因此有关数据缺乏说服力;(2)航油成本的节省并不能直接披露为净利润的增加。因为实际采购航油价格比原预算便宜,所以上市公司比原计划多赚了多少钱的披露方式显然不够严谨和科学。

总之,就油价波动对公司套保业务影响的敏感性分析,并结合现货市场收益情况予以披露,可以相对客观全面地反映套保业务对公司的影响,有利于提高市场透明度、澄清误解,最大限度地保护投资者和上市公司利益;其次,应结合企业会计准则的变化和特点,进一步完善公司对金融工具、套期保值会计处理的披露要求,从利润、现金流两方面充分披露套期保值或其他类似业务对公司经营的影响。