

企业套期保值的有效性 与绩效评价研究

Studies on the Effectiveness and Performance
Appraising of Hedging in Enterprises

上海期货交易所理事会

The Board of Shanghai Futures Exchange



中国金融出版社

责任编辑：吕冠华

责任校对：刘 明

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

企业套期保值的有效性与绩效评价研究 (Qiyè Taoqí Baozhí de Yóuxiǎoxíng yǔ Jìxiào Píngjià Yánjiū)/上海期货交易所理事会. —北京: 中国金融出版社, 2010. 8

(期货与金融衍生品系列丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5530 - 2

I. ①企… II. ①上… III. ①期货交易—研究—中国
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 112959 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网 上 书 店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷

装订

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张

字数 60 千

版次 2010 年 8 月第 1 版

印次 2010 年 8 月第 1 次印刷

定价 .00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5530 - 2/F. 5090

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

“企业套期保值的有效性与绩效评价研究” 课题组成员

组 长：王立华

副组长：朱国华

组 员：武小强 张宜生 王赤卫 钱荣金
洪 珺 方 毅 秦 源

前 言

全球性金融危机的爆发，一方面，让我们开始全面反思衍生品的过度创新带来的负面效应；另一方面，现实中规避系统性风险的需求也对衍生品类避险工具提出了要求。与此同时，我国期货市场同实体经济一样，获得了长足发展。在这个重要的历史发展时期，主管部门因势利导地提出期货市场不仅要为国民经济服务，还要为促进国民经济发展而努力。这是新时期对我国期货市场发展提出的新的、更高的要求。当前，核心问题集中在企业如何利用期货市场价格体系和避险型金融工具上，前者已经得到了很好的解决，而后者则一直面临各类难题。为了更好地解决影响其发展中的核心问题——如何评价企业在期货市场上的行为，当务之急是建立一整套简单易行、行之有效、科学的评价体系。在上海期货交易所十几年运行的大量数据支持下，《企业套期保值的有效性与绩效评价研究》课题组开展了比较详尽的研究，在此基础上，尝试性地提出了适合我国国情的企业参与期货市场套期保值的有效性评估体系。

本课题在历时一年的调研成稿过程中得到了中国证监会前主席刘鸿儒的指导，上海期货交易所行政班子也给予了积极关注和大力支持，总经理杨迈军为此倾注了大量的心血并对本课题的立意给予了很高评价和期望。同时，在调研的过程中，我们也得到了有色金属工业相关企业，如江西铜业股份有限公司、西部矿业股份有限公司、铜陵有色金属集团

控股有限公司、株洲冶炼集团股份有限公司、五矿有色金属股份有限公司、浙江海亮集团有限公司等的大力支持。我们希望通过课题研究的方式引起社会各方对套期保值有效性评估的重视并由此展开探讨，以推动期货市场功能进一步发挥，促进期货市场稳定健康发展，为更好地促进和服务于国民经济的发展作出更大贡献。

“企业套期保值的有效性 with 绩效评价研究” 课题组

二〇一〇年四月

摘 要

本课题主要研究了中国企业利用国内期货市场进行套期保值的相关问题。主要研究内容由以下五部分组成：1. 企业利用期货市场进行套期保值的起因；2. 在充分讨论了套期保值相关理论的基础上，提出了从企业经营的视角和实践出发，应如何认识和界定套期保值；3. 总结归纳了企业在套期保值操作上可能面临的风险，并提出了应对措施；4. 在套期保值的界定和套期保值操作相关风险控制的前提下，提出了套期保值有效性的认定准则；5. 提出了与现阶段相适应的套期保值绩效评价体系。

由于原材料采购定价和产品销售定价在时间上的不一致性，使得企业面临着价格波动风险。企业为了控制风险敞口，实现经营目标，需要对冲上述的价格波动风险。期货市场因为在进入门槛、市场流动性、价格发现的充分程度和权威性、市场信息的透明度、违约风险的可控性以及解除对冲关系的便利性等方面存在着显著的优势，从而成为企业对冲风险的首选场所和必然选择。

企业是套期保值行为的主体，套期保值是企业众多经营工具中的一种，企业对套期保值这种经营工具的使用必然是出于更好地实现企业整体经营目标的考虑。因此，我们认为，从企业生产经营的角度来界定套期保值及其有效性，评价套期保值的绩效有着很强的现实意义。

本课题认为只要企业的期货头寸满足两个约束条件：1. 企业的现

货头寸和期货净头寸在方向上必须是相反的；2. 从对冲现货风险的角度来看，企业的期货净头寸不能超过企业的全部产能或经营计划，就应被视为套期保值。本定义不要求企业对具体的现货头寸和具体的期货头寸进行明确的套期保值关系确认，而是着重强调企业使用期货头寸进行套期保值来控制其风险敞口的功能，便于企业在经营风险敞口较大时，增加期货头寸以控制风险敞口的规模，在经营风险敞口较小时，减少期货头寸以便获取机会利润。企业在套期保值操作中对期货头寸在规模上的动态调整，即套期保值操作中的灵活性应予以肯定。

套期保值既涉及企业对自身经营环境的分析，又涉及现货的生产销售和期货市场的具体操作等内容，属于技术含量较高的业务，因此，也就必然存在较多的风险。本课题总结归纳了企业在套期保值过程中可能出现的七大风险，分别是：对套期保值的错误认识；对套期保值的资源投入不足；与套期保值相关的机构设置不合理和规章制度不健全；在具体的套期保值操作中的能力不足而导致的风险；期货市场“黑天鹅”事件的发生；基差风险；套期保值决策和具体操作中的道德风险，并提出控制这些风险的相关措施。

企业的套期保值行为既需要一定的操作灵活度，又由于市场的变化引发可能出现各类风险。因此，不能因为企业的套期保值行为符合我们的套期保值定义就万事大吉了。企业必须预先评估并努力克服套期保值业务开展中的各类风险，并审慎合理地使用套期保值。为此，本课题提出了套期保值有效性的概念。我们认为，在企业的期货操作满足我们对套期保值行为的界定后，企业的套期保值行为必须满足以下两个条件：1. 企业的套期保值行为针对套期保值可能出现的各类风险作了有针对性的预防；2. 企业的套期保值行为的灵活性来自企业决策层或权威部门的授权或认可，便是有效的套期保值。

在企业套期保值行为满足了我们对于套期保值有效性认定的情况下，将期货和现货的综合损益作为评价套期保值绩效的对象。同时，将经营评价（含预期）与市场评价有机地结合起来，做出了两组评价指标。经营评价（含预期）是企业设定的套期保值目标利润率相比较，市场评价是与该品种期货市场的均价相比较。这两种评价指标可以较好地解决在非极端市场行情下套期保值绩效的评价问题。本课题还通过案例来说明在极端市场环境下套期保值的可能结果，并给出了我们对这种情况下套期保值绩效评价的建议。这种方法更能够使企业不断改善和修正自己在市场中的有效操作。需要说明的是，由于与企业套期保值行为及其绩效评价相关的讨论刚刚引起社会各界的广泛关注。因此，本课题提出的套期保值绩效评价体系是尝试性的，还需要随着对套期保值认识的深化不断地加以改进。

目 录

摘要	1
第一章 课题研究背景和目标	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究目标及范围	2
第二章 如何正确认识套期保值	6
第一节 企业利用期货市场进行套期保值的需求分析	6
第二节 本课题对套期保值的认定	14
第三节 企业实施套期保值过程中的相关风险	22
第四节 企业套期保值行为的有效性认定	27
第三章 套期保值绩效评价体系及政策建议	29
第一节 企业套期保值绩效评价的相关说明	29
第二节 套期保值绩效评价体系	33

第三节 建立有利于区分套期保值与投机的会计
信息披露制度 41

结语 44

附录 企业卖出套期保值的事后绩效评价体系 45