

目前，国内众多上市公司开展了套期保值业务，企业风险意识不断增强。在不了解现货端及其他信息的情况下，上市公司套期保值业务期货端出现亏损，未必就是“公司亏了”。因此，上市公司对于套期保值的信息披露如何做到真实、准确、完整，引导市场客观、理性地看待企业套期保值过程中期货端出现的亏损，还在于上市公司自身。但如何合法、合规、合理开展套期保值业务并使其发挥应有的风险规避作用，仍有很长的路要走。

上市公司套期保值业务现状

1. 参与期货套期保值的上市公司数量增加

近些年，国内上市公司参与期货套保的情况十分普遍。相关统计数据显示，截至2021年6月底，国内共有556家上市公司发布了套期保值相关公告，超过2020年全年的数量（489家）。从套期保值的类型看，在公告开展套期保值业务的上市公司中，部分仅进行商品套期保值业务，过半数开展了外汇套期保值业务，还有部分上市公司同时进行商品和外汇套期保值业务；从套期保值交易场所看，上市公司开展商品套期保值业务主要在场内进行，开展外汇套期保值业务主要在银行间市场进行，也有部分套期保值业务通过境外交易所实现；从衍生工具的产品形态看，上市公司开展商品套期保值业务运用的工具主要是期货和期权，开展外汇套期保值业务运用的工具包括远期、互换、期权、期货等。综合来看，国内上市公司已经能够运用期货、期权等衍生工具通过套期保值防控经营风险。

2. 上市公司开展套期保值业务的客观需求

国内上市公司广泛开展套期保值业务存在客观需求。一是通过套期保值提前锁定采购成本，可以有效降低企业经营的市场风险。二是2020年以来，受新冠肺炎疫情等因素影响，国内外大宗商品价格波动剧烈，上市公司面临的风险加剧，开展套期保值业务对冲风险的需求不断增加。因此，越来越多的上市公司把目光投向了套期保值业务。

3. 部分上市公司套期保值业务出现亏损

尽管国内上市公司参与套期保值的比例逐年增加，但仍有相当多的上市公司套期保值业务出现亏损，个别上市公司还曾因巨额亏损被媒体报道后引发市场震动。这些上市公司套期保值亏损事件一经公布往往会引发社会广泛关注，但舆论及公众对于上市公司套期保值究竟如何做、为何亏并不十分了解，许多相关报道亦似是而非。笔者研究发现，上市公司套期保值业务亏损往往由多方面因素造成。

上市公司套期保值业务亏损原因探析

1. 名为套保实为投机

套期保值交易是对冲企业经营风险的行为，交易目的主要是为了规避风险。但在实际操作中，部分上市公司用投机代替了套保，或存在过度套保行为，使得相关业务背离了套保的本意，给上市公司带来巨大的风险敞口。例如，某上市公司在2021年4月末公告称，公司一季度开展的某期货品种套期保值业务的亏损累计1.3亿元，其中浮动亏损3千万元，平仓亏损1亿元，并导致公司净利润下滑超七成。对于亏损原因，公司解释称，春节后该期货品种现货价格下跌，与期货价格基差由升水变为贴水，期现价格偏离度较大，期货价格阶段性快速上涨导致公司套期保值业务出现亏损。对于该解释，有业内人士认为套期保值操作按理只需要合理安排仓位并使套期保值业务规模与公司现货经营相匹配，从而锁定企业成本或利润即可，期货端的操作无论盈亏均属正常，因为套期保值的目标并非像投机一样追求利润。但该公司最终却落得中途平仓亏损离场，不能完成整个套期保值流程，实属反常，并质疑该公司在操作过程中存在过度放大仓位的情况。实务中不少上市公司在开展套期保值业务过程中都存在过度套保的情况，期货交易的头寸远超现货采购或库存规模，这样的过量套保本质上就是投机，存在较大的风险隐患。

2. 部分业务难以符合会计准则要求

实务中，还有部分上市公司将套期保值业务亏损归咎于现行会计制度。按其说法，套期保值期货端的亏损本可以通过现货端的盈利予以对冲，但在财务报表中未能予以对冲处理，导致公司不得不对套期保值期货端的亏损予以披露。部分上市公司干脆将套期保值期货端浮动盈亏计入当期损益，并在财务报表上注明：公司套期保值非高度有效套期保值，业务损益全部列入非经常性损益栏目。

2017年，财政部颁布了新修订的《企业会计准则第24号——套期会计》（下称24号准则），该准则对于企业套期保值会计处理有明确的规定。依据该准则，企业进行套期保值，在满足准则规定的条件下，可以运用套期会计方法将套期工具和被套期项目产生的利得或损失在相同会计期间内计入当期损益（或其他综合收益）。但企业运用套期会计方法必须同时满足24号准则规定的套期有效性要求。很多上市公司之所以披露套期保值单方面亏损，主要原因就是套期保值业务无法满足有效性要求，期货端无效套期保值的盈亏只能单独列入当期损益，无法实现期现对冲的会计效果。而如何判断上市公司套期保值是否高度有效，很大程度取决于企业套期保值方案的设计、具体实施及相关信息披露。期货套期保值的有效性实质上成了区分套期保值与投机的分界线。由于目前国内上市公司对此存在较大自主权利，市场如何准确理解，监管如何准确充分监管则仍有相当难度。

另一方面，如果上市公司出于隐藏真实信息之目的，将本不符合有效条件的套期保值交易纳入有效性范畴，将投机交易当作套期保值交易，市场同样难以辨识，监管

部门也难以发现其套保的“真假”，无法实施有效监管。

3. 套保策略存在缺陷

企业套期保值策略的设计并非简单的做空或做多，需要根据生产经营实际情况对被套保品种与工具进行严格而准确的交易设计。从套期保值的基本要素看，这包括：商品种类相同或相近、头寸或数量相等、月份相同或相近、交易方向相反。套期保值类型包含买入套期保值、卖出套期保值及组合套期保值等。在具体套期保值策略上，企业还需要从生产利润及成本或供需关系角度判断套期保值时机，从基差角度选择套期保值入场和出场点等。套期保值策略的制订和实施还需要企业具备专业人才或借助外部专业机构。因此，企业开展套期保值业务必须根据实际情况审慎选择交易工具和策略。

另外，即便是正常的套期保值，也可能存在风险敞口。有业内人士表示，实体企业经营的大宗商品多种多样，很有可能是与期货上市品种高度相关的非标准商品。长期来看，标准商品和非标准商品的价格运行趋势是一致的，但中短周期内两者会出现一定的背离。即便经营的商品与上市品种完全一致，期现基差也会出现一定幅度的波动。因此，套期保值策略在实际操作中都可能存在一定的风险敞口，难以完全覆盖或对冲企业风险。

4. 企业内控监督缺位

依据证券市场监管要求，开展套期保值业务的上市公司应当制订套期保值的相关制度并予以披露。但是在实际操作中，部分上市公司开展套期保值业务并未做到真正有效的合规监督和风险管理，企业内控缺位。其原因大致有以下两个方面：

第一，上市公司管理层对套期保值业务缺乏了解、专业人才匮乏。套期保值业务是专业性非常强的期货业务，相关人员不仅要懂现货更要懂期货，这对企业提出了较高的要求。曾有上市公司高管表示，公司缺乏从事套期保值交易相关的人才，从领导到直接交易人员，对套期保值交易如何开展还在学习了解，财务会计、实物交割方面也缺乏专门的人才。业务的不熟悉直接导致上市公司无法对套期保值交易进行有效的风险管理，要么就是畏难不做，要么就是盲目乱做，这样的情况必然导致企业套期保值业务风险难控。

第二，交易部门权限过大，内部监督失效滞后。虽然根据目前的监管要求，上市公司开展套期保值业务，事先需要董事会讨论同意，参与额度需要董事会批准并制订相应规章制度。但在实际操作中，部分上市公司董事会或内控部门对于公司开展套期保值交易难以做到及时有效监管。期货市场的高波动加上杠杆交易的特征使得交易部门在实际交易中权限较大，加之部分公司管理层喜盈不喜亏的心态，套期保值

交易很容易在实际操作中被做成投机交易。

上市公司套期保值业务信息披露合规

如前所述，上市公司套期保值业务出现亏损原因不一，如何让市场真正了解上市公司的套期保值业务，客观看待其套期保值业务盈亏，关键在于上市公司合规履行信息披露义务。

1. 法律法规层面

依据证券法，上市公司披露信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。对于发生可能对上市公司及其股票交易价格产生较大影响的重大事件，包括公司发生重大亏损或重大损失等，上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向证监会和证券交易场所报送临时报告，并予公告，并说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。

2021年中国证监会颁布的《上市公司信息披露管理办法》第十二条规定：“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，上市公司应当立即披露，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。”因此，套期保值交易如果产生足以影响当期重大损益的后果，则构成应当予以披露的重大事件。

2. 证券交易所自律规则层面

上海证券交易所（下称上交所）颁布的《上海证券交易所股票上市规则（2020）》第2.1条及2.3条规定：“上市公司和相关信息披露义务人应当根据法律、行政法规、部门规章、其他规范性文件、本规则以及本所其他规定，及时、公平地披露信息，并保证所披露信息的真实、准确、完整。”“上市公司和相关信息披露义务人应当在本规则规定的期限内披露所有对上市公司股票及其衍生品种交易价格可能产生较大影响的重大事件。”

此外，上交所对于上市公司从事套期保值的信息披露要求也广泛规定于交易所颁布的各类上市公司行业信息披露指引中。例如，上交所颁布的《上市公司行业信息披露指引第八号——钢铁（2020年修订）》第二十一条：“上市公司从事钢材、铁矿石、焦炭等商品期货等套期保值业务，对公司可能产生重大影响的，应当按照法律法规和公司章程履行内部决策程序，并披露套期保值业务的交易品种、保证金规模、主要业务风险及采取的风险控制措施等。”另外，化工、有色金属、航空运输等行业信息披露指引也涉及相关行业上市公司从事套期保值的信息披露规范要求。

与上交所类似，深圳证券交易所（下称深交所）颁布的《深圳证券交易所股票上市规则（2020）》也在第2.1条及2.7条规定：“上市公司及相关信息披露义务人应当根据法律、行政法规、部门规章、规范性文件、本规则及深交所发布的细则、指引和通知等相关规定，及时、公平地披露信息，并保证所披露的信息真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”“上市公司及相关信息披露义务人应当在本规则规定的期限内披露所有对公司股票及其衍生品种交易价格可能产生较大影响的信息。”

此外，依据深交所规定，上市公司开展套期保值交易，应由管理层出具可行性分析报告并提交董事会审议通过并予以披露，披露内容包括交易标的、额度、期限及金额等。如果上市公司套期保值交易的期货等衍生品的公允价值减值与风险对冲资产价值变动加总后合计亏损或浮动亏损金额达到上市公司最近一年经审计的归属于上市公司股东净利润的10%或绝对金额超过1000万元人民币的，上市公司应及时予以披露。

依据上述自律规则，上市公司套期保值业务应予披露的重大信息具体范围应当包括：公司拟开展套期保值的相关董事会决议及套期保值的具体信息，包括公司开展套期保值业务的目的、拟投资的期货品种、拟投入的资金额、拟进行套期保值的期间是否满足《企业会计准则》规定的运用套期保值会计方法的相关条件、套期保值业务的可行性分析、风险分析及公司拟采取的风险控制措施等信息，以及公司开展套期保值交易发生的重大亏损等。例如，某上市公司2020年发布的“某集团股份有限公司关于开展生产经营相关原材料的商品期货套期保值业务的公告”中称，受全球经济及政治局势变化影响，原油价格波动较大，公司产品的主要原材料价格与国际市场原油价格存在较高相关性。为降低原油价格波动对公司经营产生的影响，公司拟有计划地开展该相关商品期货套期保值业务，尽可能地规避价格波动带来的风险。

相反，如果上市公司应当披露而未予以及时披露套期保值业务相关重大信息，上市公司将会受到交易所自律监管处罚。例如，某上市电缆公司2018年就因未及时披露公司套期保值业务而收到深交所的监管函。监管函指出，公司2017年在开展铜期货套保业务前未提交董事会审议，且未对拟进行的商品期货套期保值业务的目的拟投资的期货品种、拟投入的投资金额、拟进行套期保值的期间是否满足《企业会计准则》规定的运用套期保值会计方法的相关条件、套期保值业务的可行性分析、风险分析及公司拟采取的风险控制措施等信息进行及时披露。该公司的上述行为违反了深交所《股票上市规则（2018年修订）》及《中小企业板上市公司规范运作指引（2015）》的规定。

3. 关于套期保值业务信息披露合规的再思考

关于套期保值业务信息披露，需要进一步研究的问题是，证券法关于上市公司信息披露“真实、准确、完整”的基本要求，在套期保值业务中如何实现，对于信息披露的监管如何落到实处，如何让上市公司真实发生的套期保值交易曝光在市场面前？以某上市公司公告某品种期货持仓巨额浮亏为例。该公司公告的内容仅仅告知了市场公司该品种期货持仓存在巨额亏损，但并未清楚说明公司期货持仓是否系套期保值仓位。如果期货持仓系公司套期保值交易持仓，则公司实际亏损还应考虑在满足套期保值有效性前提下合并现货资产（公司该品种现货库存或公司拟采购的该品种原料）增值获利情况，而非简单一纸公告期货浮亏了事。翻阅该公司近几年发布的关于开展该品种期货交易的公告，公司仅公告了开展该品种期货交易的目的是、额度、风险分析、应对措施等，但具体内容语焉不详，尤其是没有专门说明哪些是获得交易所批准的套期保值头寸而哪些是投机头寸。这样的信息披露严格来说并不规范，不符合“真实、准确、完整”的要求。

综上，套期保值是在期、现两个市场进行数量相等、方向相反的操作，最终套期保值效果的评估是期、现两个市场轧差统算。上市公司的套保业务期货端出现亏损，在不了解现货端及其他信息的情况下，并不能简单得出“期货亏了就公司亏了”的结论。因此，上市公司对于套期保值的信息披露如何做到“真实、准确、完整”，引导市场客观、理性地看待企业套期保值过程中期货端出现的亏损，主要工作还在于上市公司自身。

目前国内众多上市公司开展了套期保值业务，企业风险意识不断增强，但如何合法、合规、合理开展套期保值业务并使其发挥应有的风险规避作用，而不是误入期货投机之歧途，还有很长的路要走。专业人才的培养，期货市场的建设，证券市场配套规范的完善亦缺一不可。（作者单位：上海市锦天城律师事务所）

本文源自市场资讯