

霸菱破產

與

金融衍生產品

張光平著

15



八方文化企業公司

GLOBAL PUBLISHING CO. INC.

霸菱破產與金融衍生產品

Barings Bankruptcy and Financial Derivatives

英文原著：張光平

翻譯：張光平（第二、三部份）

黃順柳（第一部份）

Ψ 八方文化企業公司
GLOBAL PUBLISHING CO. INC.

八方文化企業公司
Global Publishing Co. Inc.

霸菱破產與金融衍生產品

作 者	張光平
出 版 者	八方文化企業公司 Global Publishing Co. Inc. 1060 Main Street, River Edge, NJ 07661, USA
印 刷	Multiprint Services (Singapore)
初 版	1996年4月
國際書號	ISBN 1-879771-15-2 (pbk)
版權所有	©1996 Global Publishing Co. Inc.

序

霸菱虧損超過十億美元的事不但震撼全球金融界，也讓公眾人士深感驚奇。世上歷史最悠久的商業銀行因對金融衍生產品作過量交易而倒閉，這使得許多人急于知道什麼是金融衍生產品以及這些產品怎麼會有那麼大的衝擊力。

儘管在不同的報章、雜誌、期刊上刊有關於導致霸菱倒閉主要原因的報導，但本書仍然是最早對此事件作出系統分析的一本書。對於這家創立於二百三十三年前、足以號稱世界最老牌的商業銀行如何與為什麼竟會在數日之內宣告破產，本書提供了詳盡的資料。全書分三部分，共十章。第一部份敘述事件發生的經過，然後追溯霸菱銀行及其家族事業的誕生，和在歷史上的昌盛時期，最後評述霸菱如何落入荷蘭國際集團手中。由于在第一部份，筆者提到許多與金融衍生產品有關的專用名詞，因此有必要在第二部份作出簡易與詳盡的解釋。第二部份先概述什麼是金融衍生產品，簡要地介紹金融衍生產品市場之發展、成長與規模。接着筆者以兩章的篇幅分別分析期貨和期權及其市場。最後則解釋金融衍生產品的避險及其投機作用，並說明它們怎樣能被配合使用而達到特殊目的。第三部分是本書最重要的部分。筆者先提供有關日本金融市場的必要

的訊息資料，接着分析一個單獨的交易者如何會有如此巨大的力量擊毀霸菱，最後提出由此次利森事件得到的教訓。

出版本書的目的在于向公眾人士解釋金融衍生產品是什麼，以及這些產品怎麼會有那麼大的衝擊力。爲了讓那些沒有受過有關金融或衍生產品專業訓練的人能容易地理解本書所作的解釋，筆者在討論衍生產品的基本概念時盡量避免使用大量的數據。筆者志在讓人們明白金融衍生產品的概念，以及這些產品具有高度的均衡力量，可供避險與投機，此外還具有其他與霸菱倒閉有關的功能。本書亦可供商科學生在研習衍生產品課程之前作爲第一本閱讀資料。

我們希望讀者在閱讀本書之後，會發現金融衍生產品具有它們的大部份基礎資產所不具備的特性，因此人們可以利用這些衍生產品來達到多種目的。期貨的存在已超過一個世紀，金融期貨與期權出現在市場上已超過二十年。但從倒閉速度之快與涉及款額之巨來看，霸菱的倒閉可以說是史無前例的。這次的罪魁禍首不應該是衍生產品本身，而應是人們未曾妥善使用這些產品并有效地管理其交易活動。

張光平

目 錄

第一部份：世界最老牌的商業銀行倒閉

第一章 震撼世界的事件

- 1.1 銀行危機震撼全球金融市場 1
- 1.2 尼克·利森先生 3
- 1.3 拯救失敗 5

第二章 巨無霸的歷史

- 2.1 巨無霸的誕生 7
- 2.2 爭取更大的霸權 9
- 2.3 第一次危機 10
- 2.4 第一次危機之後 11

第三章 落入荷蘭人手中

- 3.1 霸菱的商業結構 13
- 3.2 可能的買主 14
- 3.3 新東主國際荷蘭集團 14
- 3.4 危機瀕臨尾聲 16

第二部份：金融衍生產品

第四章 金融衍生產品簡介

- 4.1 傳統市場 19

4.1.1 股票市場	19
4.1.2 債券市場	20
4.1.3 貨幣市場	20
4.1.4 歐洲存款市場	21
4.2 何謂衍生產品	21
4.3 衍生產品的基本構成	23
4.4 衍生資產的歷史發展	25
4.5 金融衍生資產市場的規模及增長	29
4.6 參與交易的金融機構	35
4.7 總結	37
第五章 遠期和期貨	
5.1 遠期合同	44
5.2 期貨合同	47
5.2.1 股票指數期貨	49
5.3 期貨價格	50
5.4 期貨交易的風險	60
5.5 期貨杠杆	62
5.6 總結	63
第六章 期權	
6.1 基本術語	66
6.2 布萊克-蕭爾斯期權定價公式	71
6.3 基礎資產非零回報的期權	79
6.3.1 有股息的股票期權	79
6.3.2 股票指數期權	81

6.3.3 期貨期權	84
6.4 認沽－認購平價	87
6.5 現代希臘字母	92
6.6 期權的杠杆效應	95
6.7 總結	96
第七章 金融衍生產品的功能	
7.1 避險	99
7.2 投機活動	103
7.3 期權交易策略	105
7.3.1 鞍馬式策略	106
7.3.2 Strangle	109
7.3.3 合成購入式期貨策略	112
7.4 綜述小結	114
第三部份 總論及危機之教訓	
第八章 日本經濟與金融市場	
8.1 日本股票交易所	119
8.2 日本經濟復甦與金融市場	120
8.3 神戶大地震	123
8.4 日本政府以及日本金融市場	124
8.5 總結	127
第九章 綜述討論	
9.1 利森先生所為	129
9.2 日經225指數與其期貨	133

9.3 雙重杠杆效應	139
9.4 爲了拯救“魔術般的鞍馬式策略”	140
9.5 經濟蕭條、利率及債券價格的關係	144
9.6 是神戶地震毀了霸菱嗎？	147
9.7 總結	148
第十章 霸菱危機的教訓	
10.1 鬆散的內部控制	149
10.2 交易與行政管理之分工	151
10.3 代客交易與公司專有交易	152
10.4 獎金制度及風險參數	152
10.5 國內及國際規章	153
10.6 交易所的押金制	154
10.7 總結	154

第一章 震撼世界的事件

1.1 銀行危機震撼全球金融市場

／“女王御用銀行蒙受四億英鎊損失瀕臨倒閉”

——一九九五年二月二十六日《泰晤士報星期日》

“駐亞洲之年輕交易員令享有盛譽的公司蒙受九億五千萬美元損失而倒閉，大英銀行拯救行動失敗了”

——一九九五年二月二十七日《華爾街雜誌》／

“霸菱被迫停止交易”

——一九九五年二月二十七日《金融時報》

“十億元衍生產品虧損令霸菱收檔”

——一九九五年二月二十七日《新加坡商業時報》

／一九九五年二月二十六日，英國歷史最悠久、最顯赫的投資機構霸菱集團宣告破產，英國的中央銀行即大英銀行曾在周末盡力拯救，終歸失敗，此條新聞令全球金融界大感震驚。

／在星期四，一九九五年二月二十三日，霸菱發現其新加坡辦事處之主要交易人兼總經理尼克·利森失蹤，事情便開始暴露。進一步調查顯示，利森先生曾違法地大量賣出日本利率期貨，同時大量買進日本證卷指數（即日經指數）期貨與期權，致使霸菱涉及購買價值200億美元或更多的日本政府債券與以日圓核算的利率期貨，以及價值70億美元的以東京證卷交易所日經225指數

為基數的日本證券。這種以股票指數為基數的合約的價值浮動，取決於構成指數的實質股票的表現：如股價升值，期貨合約便增值；如股價下降，期貨合約也隨之減值。在一九九五年之前兩年，新加坡霸菱期貨公司從日經指數與日本政府債券的期貨合約交易中取得破紀錄的利潤：一九九三年此項利潤在該機構全年總利潤中占百分之二十，而一九九四年首七個月則取得約300萬美元之利潤。但自一九九五年初開始，日本證券市場動蕩不安，一月份又發生神戶地震，證券市場開始不停敗退。一月二十三日，指數下跌超過一千點，霸菱所持有的合約價值遠比利森先生所付出的代價為低。星期五（即二月二十四日），有關人士依照閉市行情調整合約的價值時，赫然發現霸菱已虧損6.5億美元（相等於4.33億英鎊），這已超出並足以抵銷該機構所擁有的5.5億美元總資產！這使霸菱瀕臨倒閉邊緣。

又因大多數合約在三月十日前後方才到期，這使霸菱在那個周末（二月二十五日）陷於可能面對更多虧損的困境。到了星期一開市時，日經225指數期貨的主要持有者霸菱節節敗退的不利消息傳出，期貨交易將令霸菱蒙受更大損失是可以預見的。星期六，新加坡和香港已有謠言，行家相信日經指數會再降平均百分之十。依照霸菱涉及日經指數期貨交易的規模來計算，指數每降百分之一，該機構將蒙受額外的七千萬美元損失！此外，該機構更發現利森先生讓銀行在另一個市場——期權市場中冒很大的風險。他曾大量賣出日經指數認沽期權合約，於是，這些認沽期權合約的持有人便有權利以約定的價格在約定的時間出賣日經基礎證券給利森，而當時的價格比後來下跌的日經指數要高得多。以市場基數為準，霸菱的總虧損額因而提高到9.38億美元，相等於

6.25億英鎊。不到一個月以前，這家著名的由單一家族經營的商業銀行還在夸耀它的負有盛名的獨立地位，此刻卻驀然驚覺本身竟已陷于無助的絕境。霸菱為生存而掙扎，即刻向大英銀行求救。大英銀行曾習慣于向面對困難的銀行伸出援手，大英銀行通常會開出“空白支票”以救助因面對擠提而無法將資產折現的銀行。可是霸菱虧損的數額過于龐大，而所持有的期貨合約則未到期，這使大英銀行束手無策，無法用本身的資金使霸菱脫困。

周末那天，霸菱銀行在大英銀行的協助之下，費盡心思試圖制訂拯救方案，即尋找一位或多位買主以承擔霸菱銀行在衍生產品方面的損失，或籌措足夠的現金以彌補赤字。人人同意這項方案只許成功不許失敗。若是到了星期日午夜（亦即東京證券交易所開市時間）仍然無能為力，霸菱在東京市場的地位就保不住，虧損會急遽膨脹，後果不堪設想，到時勢必令世人對英國的所有證券公司失去信心，從而也為全球金融市場帶來不利的影響。

1.2 尼克·利森先生

尼克·利森，二十八歲，英國人，原是新加坡霸菱期貨公司的主要交易者兼總經理。一夜之間他聞名世界。作為主要交易者，他的工作主要是在大阪證券交易所、東京證券交易所與新加坡國際貨幣交易所買進和賣出日經225指數期貨合約與日本政府債券期貨合約，在這些交易所挂出的交易價格的微小波動中獲取利潤。因為保證金甚小，所以交易量極為可觀。他的交易瞬息變化，一買一賣之間相隔極短時間，而且在大多數情況之下都是套頭交易，故此風險不大。有資料顯示，霸菱自利森經手的交易中

獲利甚多，單是九四年的首七個月內，該機構的新加坡分公司便賺了約三千萬美元，其利潤更自一九九三年的一百二十萬美元躍升至一九九四年的二千萬美元。利森在同事與老板心目中成了明星交易者。

他來自工人階級家庭，只有高中學歷，在倫敦以北的瓦福成長，住在公共住宅的雙層褐色住屋，是家中四個孩子中最年長的，父親是泥水匠，母親在他十四歲時去世，跟大多數英國男孩一樣，他是足球迷。求學時是有怪癖的學生，分數高低不一，有一年數學得高分，後來卻在普通水平考試中過不了關。像許多只受過中等教育卻胸懷大志的年輕人那樣，一九八五年他先在科特斯公司當辦事員，那是倫敦最排外的私人銀行。

他在科特斯呆了兩年，便轉去倫敦的摩根·史丹利當辦事員，協助辦理交易。在那兒，他學到交易者在從事買與賣時所需要做的全套文案工作。一九八九年，他加入霸菱作為行政管理辦事處的職員，處理交易。一九九二年，霸菱在新加坡成立期貨交易行動組，利森因工作表現好而被派到新加坡，還是在行政管理辦事處監督處理交易。看來新加坡上司對他留下好印象，幾個月後他便能在交易工作中獨當一面，與此同時，他並未放棄行政管理辦事處的職位。

利森先生的同事形容他是“拼命工作，盡情玩樂”類型的人。他有點禿頂，外表出眾，易與人交往，在新加坡公司裡備受歡迎。他亦能認真照顧手下的工作人員。一九九三年，他的手下每人分得相等於十三個月薪水的花紅，而一九九四年的花紅可望相等於十八個月薪水。離開交易所，他經常留連於酒吧。有一次因為喝醉了，他與他的酒友將酒吧中的大部份家具加以搗毀，後

來賠償損失。另一次，在市内一家著名的迪士哥舞廳，他當着一些女士的面拉下褲子，更將手中的大哥大電話交給她們，請她們報警。警察來了，他因為在公共場所“行為不檢”被罰款新幣二百元，並以“性犯罪”記錄在案。還有一次，因為出手毆打一位會友，他遭到新加坡板球協會暫停其會員籍。

直到新加坡官方派人搜查他的私有財產時，他的鮮為人知的事才一一曝光。他曾被法庭判處三千英鎊的罰款，但一九九二年他在倫敦申請交易執照時卻有意隱瞞這項事實。在新加坡，就在霸菱倒閉之前，他利用獨特的職權偽造兩份文件，以顯示華爾街最大的交易機構之一正將相等於七千四百萬美元的付款轉入新加坡霸菱期貨公司的銀行戶口，以容許他繼續進行龐大數額的交易。為了達到同樣目的，他假冒紐約一家投資機構一位執行員的簽名。為了掩飾他在交易中蒙受的巨大損失，他再次利用工作上的方便，開設一個虛假的錯誤戶口（戶口號碼為88888）來避過倫敦那些東主的監督。

1.3 拯救失敗

根據一九九五年三月三日金融時報報導，首先考慮的辦法是尋找在期貨合約中持有大量認沽期權的霸菱的交易伙伴，勸說他們結束合約。大英銀行先派專人前往世界各地，如新加坡、香港與日本，希望能代霸菱承擔負債。但此舉被證實為徒勞無功，因霸菱的交易伙伴是散布各地的較小集團，看來只剩下一個辦法，就是找外人來承擔負債，所謂外人指的是兩大類型的金融機構：謹慎的與投機的。

日本人的金融機構（亦是日本證券的主要持有人）屬於第一類，因為他們的利益與日經指數的起落掛鉤，但只有日本的財政部能作出這種決策，所以這條路很快就被封住。日本財政部正面對其他困擾，無意伸出援手。這樣，大英銀行只得出面召集其他銀行共商對策。這是最後的一個辦法。大英銀行試圖邀請四十家英國與國際銀行共同籌集相等於六億英鎊的資金，用以拯救四面楚歌的這家商業銀行，代價是霸菱必須付出一定的費用。如果有辦法應付衍生產品蒙受進一步損失的風險，則拯救行動可望順利進行。

大英銀行無法提供公款以應付風險，但汶萊蘇丹作為霸菱的資產管理部門的長期客戶，自願為拯救行動提供所需款額的一半，即三億英鎊。汶萊蘇丹亦願意承擔有關風險，代價是二億英鎊。拯救行動成功在望，但後來終於未能成為事實，世界最富有的人自拯救隊伍中退出，要找到額外的款項來應付衍生產品蒙受進一步損失的風險已是不可能的事，這使得整個拯救計劃停頓下來。於是，霸菱由官方接管，等於破產。就在數日之內，世上最古老的商業銀行在金融投機活動的旋渦中消失無踪。

大英銀行的拯救計劃失敗之後，法庭委任一家規模頗大的會計公司恩斯特與楊公司立即出售霸菱的股權。

第二章 巨無霸的歷史

“歐洲有六位霸主：英格蘭、法蘭西、普魯士、奧地利、俄羅斯與霸菱兄弟。”

黎世留公爵，一八一八年

2.1 巨無霸的誕生

霸菱家族來自格羅寧根，那是荷蘭的一個都市，位于西費里斯蘭，靠近德國北部與荷蘭交界之處。數個世紀以來，此家族保持傳統，獻身為上帝或國家努力工作。十八世紀初葉，此家族開始對商品交易感到興趣。一七一七年，約翰·霸菱被派往英格蘭作商人的學徒。後來他在德國的沃德西斯出售紡織品以抽取傭金，接着又將生意擴展到獲利更多的羊毛交易。在數年內，他的業務蒸蒸日上，于是他決定成為英國公民。他是在英格蘭的伊斯特定居的第一位外國商人。他與伊麗莎白·包爾勒結婚，這使他完全融入英國人的社會，並更好地了解英國文化。伊麗莎白的父親是茶、咖啡、糖與其他商品的批發商。他送給女兒價值二萬英鎊的嫁妝，這在十八世紀初是很可觀的一個數目。那時老人已經退休，錢到了女婿的手，簡直是如虎添翼。

約翰和伊麗莎白共有五個孩子。長子與父親同名，生于一七三零年。次子多瑪斯出世于三年後。法蘭西斯生于一七四零年，查爾斯生于一七四二年，女兒伊麗莎白生于一七四四年。將家族

生意帶到倫敦的是約翰與法蘭西斯·霸菱公司。一七六二年末，他們成立一家商行，名稱是約翰與法蘭西斯·霸菱公司。其家族在伊斯特的生意則稱為約翰與查爾斯·霸菱公司。由於約翰同時是兩家公司的大股東，他也就順理成章的成了聯係兩邊的重要環節。他往返於兩個都市之間，監督弟弟們的工作。事實上，作為一位紳士，他對政治更感興趣，而未能將全部精力用在商業上。這一來，法蘭西斯得以獨當一面。

雖然長兄提供資金，在倫敦的霸菱公司裡，法蘭西斯卻是主要的設計師。他對羊毛、染料、布料與其他商品的情況非常熟悉，同時還不斷找其他機會以賺取更大的利潤。十八世紀末葉，英國無論在經濟上、政治上還是社會發展上，都可稱為世上最先進的國家。在英國國旗飄揚之處，國際貿易欣欣向榮。隨着國際貿易以不斷加快的速度蓬勃成長，買賣雙方都非常需要中間人來促成交易。這種買賣雙方的中間人的功能，現今是由商業銀行承擔，但在當年，不但這個概念是新的，連商業銀行也還是聞所未聞。那時只是在地產的交易上，有抽取備金的中間人經手。中間人的真正功能是取得買賣雙方的信任，從買方手中接過賬單或契約，及保證付給賣方已達致協議的款額。

約翰與法蘭西斯·霸菱公司的業務穩健成長。法蘭西斯自常年利潤中抽取五百英鎊作為薪酬，並與長兄均分剩餘的利潤。一七八一年，業務已經發展到可以讓家庭之外的人加入作為股東的地步。公司成立還不到二十年，便取得超過一萬英鎊的年利潤。同時，公司和家族的聲譽也日益提高。一八一零年，法蘭西斯去世時，霸菱家族的成員在社交場合已經無往不利，到處受人歡迎。