

績優生也犯錯 — 從中華電信避險案看內部控制

取自「公司的品格」(李華驊 鄭佳綾 著) 個案 8

2008 年 3 月中華電信在例行公告去年度財報中，意外的給了投資人一個「驚喜」。在 2007 年的全年財報中，帳上出現了一筆高達 40 億元的「未實現匯兌損失」。

台灣是一個出口導向的國家，因此每當新台幣對美元大幅升值時，上市櫃公司會出現匯兌損失並不是新鮮事。但這種事往往大半只會發生在電子業或金融保險業身上，像中華電信這樣絕大多數收入和支出都是以新台幣為主的公司，居然會出現這麼高的匯損數字，自然讓市場議論紛紛。

開源節流財務活化

故事要回溯到 2005 年，在中華電信民營化後的董事會中，董事長賀陳旦向在座董事表示，公司財務操作過於保守，希望董事會能授權公司進行財務活化和衍生性金融工具的操作。但此一提案卻遭在座董事否決，因為董事們認為中華電信是一家財務穩健的公司，沒有必要進行高風險操作，而且如何決定和委託熟悉金融操作的人選也是一大問題。然而，在董事長鍥而不捨的努力下，相關提案在董事會二度退回後，在第三次董事會中由於官股董事的支持，本案順利在董事會表決通過。

提案通過後，董事長從兆豐金控中找來國內知名財金學者謝劍平先生擔任獨立財務長，捨去了傳統由人事副總兼任財務長情況。謝劍平上任後發現中華電信財務操作過度保守，手上握有大筆現金卻大多數只作定存或買公債，連基金也不買，於是一方面他開始著手建立公司財務評估和風險控管系統，另一方面也鼓勵財務同仁可以從公司現有財務面中找出開源節流的方法。

誘人外匯成本避險合約

此時，財務處的一位交易員看上了中華電信每年約 2~3 億美元的國際支出，這筆錢主要作為支付國際電話費和設備的採購。最早中華電信是以支付時直接購入美元方式，但後來考量要規避匯率風險，於是改採用外匯換匯（FX Swap 和 Cross currency swap, CCS）方式避險。Swap 雖然可以規避新台幣對美元貶值的風險，但是卻要支付約 3% 的買匯成本，長期下來也算是一筆不小的費用，於是他積極

尋找可以節流的方法。

就在此時，一位來自高盛證券(Goldman Sachs)香港分公司的代表找上了這位交易員，雙方經過詳談和確認需求後，高盛為中華電信量身打造了一個為期十年的美元選擇權避險合約，條件如表一。

表一 中華電信美元選擇權合約條件

交易條件	執行匯率	計算本金
$FX \geq 32.7$	合約結束	N/A
$32.7 > FX \geq 31.5$	30	200 萬美元
$FX < 31.5$	31.5	400 萬美元

雙方議定交易條件如下：

1. 合約為期十年。
2. 閉鎖期為簽約後三個月，如果三個月後或未來十年內任一時間 USD/NTD 高於 32.7，則合約自動失效(當時簽約匯率為 USD/NTD=1:33)，高盛支付中華電信 8% 利息。
3. 如果匯率在 31.5~32.7 之間，高盛要支付 200 萬美元為單位的價差。
4. 如果匯率低於 31.5，中華電信要支付 400 萬美元為單位的價差。
5. 閉鎖期後每二週以結算日收盤匯率結算一次支付價差，直到合約結束。

授權權限認知錯誤

雙方協定後，由於董事長和財務長剛好出國，而中華電信業務授權權限的內部控制規定 200 萬美元合約由財務處長決行即可，於是本合約就在財務處長魏華美代表下和高盛證券簽署。

合約簽定不久後，由於美國次貸風暴的影響，美國聯邦儲備理事會(Federal Reserve)開始降息以帶動市場流動性，台灣則是因為央行調高利率，相對引導新台幣對美元開始升值，最後中華電信在當年度財報中，為因應我國自 2006 年開始實施的財務會計準則第 34 號公報，要求投資性衍生性金融商品必須以公允價值評價，公允價值變動應列為當期損益[註 1]。於是這筆合約出現了新台幣 5 億元左右的未實現匯兌損失，自此董事會才知道公司存在著這麼一筆的合約。而在隔年三月公告的財報中，由於新台幣對美元的急速升值(約 USD/NTD=1:30.5)，

這項未實現匯損提高到新台幣 40 億元，而終至引爆整起事件。

結論

這次事件後，標準普爾(Standard & Poor's)在 2008 年 3 月將中華電信的長期外幣企業信用評級列入負面觀察名單，反映對中華電信的風險管理能力存疑，此舉已明顯對中華電信聲譽造成傷害。中華電信亦表示，未來將不再從事相關衍生性金融工具之操作。

本案最終因新台幣對美元貶值，中華電信以獲利出場，並對當初承辦交易員涉及收受高盛佣金提出法律告訴。不過如果仔細玩味其中，卻有不少引人疑惑之處。例如，何以捨近求遠不和才剛為中華電信發行美國存託憑證(ADR)的台灣高盛進行交易，而要與海外難以追查暗盤交易的香港高盛？

此外，財務長和總經理均以交易金額未達權限，且簽約時間恰好出國表示不知情。但以常理思維，任何公司洽談這類交易都不可能是短時間就可以定案。如果身為財務長所屬的財務部門，僅因金額未達財務長授權限額，就不向財務長報告目前部門進行工作，豈不是更凸顯公司內部制度更有問題？不管如何，對中華電信而言，本案雖已順利落幕，但從公司治理面來看，中華電信該做的或許不是一朝被蛇咬十年怕井繩的心態，認為只要再也不要從事金融衍生商品交易就了事。反而應該是利用這個教訓重新思考公司內部控制和風險控管等機制，訂定更適宜的體制，對中華電信而言才是長久之計。

★ 公司治理意涵 ★

回顧整個事件，雖說新台幣 40 億的未實現虧損對於年營收超過 2,000 億，每年盈餘超過 400 億的中華電信來說，並不造成營運上的風險，但卻也曝露出中華電信內部控管和專業上的一些缺失。

● 內部控制

本事件中涉及內部控制中最重要的關鍵點在於交易金額的認定，財務處認定本交易金額為 200 萬美元在授權權限內，因此依規定不需向上提報。但回顧合約內容，這是一筆 200 萬（或 400 萬美元）連續交易十年 260 次的合約，在最大化認定下，甚至可能是筆 10.4 億美元（400 萬美元×260 次）的合約，而並非 200 萬美

元的合約。會出現這樣的問題，主要還是在衍生性金融商品的複雜性和高槓桿性，其實很難用合約上的數字來認定交易金額或推算最大損失，而發生了這樣的事情，董事會卻要到年底討論財報時才知道此事。很明顯地，財務處在進行本項合約時，並未進行風險最大化壓力測試(Stress test) [註 2]，而這些資訊自然未能適度向上反映，並進入董事會討論，以至於爆發巨額未實現損失時，董事會才驚然發現有此交易[註 3]。金融衍生性商品具有高度客制化，也因其低流動性和高複雜度而難以評估其價值及潛在風險。在金融衍生商品愈來愈普及的同時，未來要如何進行風險評估和資訊適度揭露，這勢必是公司管理層面對是否應進行金融衍生性商品投資時應認真考慮的課題。

● 內部管理統合

在新聞爆出後，中華電信財務處曾提出公開澄清。認定這筆合約迄 2007 年底實際獲利為新台幣 5,000 萬元，只是因為會計準則要求衍生性工具後續應以公允價值衡量以致出現 5 億元的公允價值變動虧損。換言之，本交易案從財務面來看，是「已實現獲利」新台幣 5,000 萬元，只是從會計面來看，才是「未實現損失」新台幣 5 億元。從這段論點，我們卻不難推衍出，很有可能在財務處進行這項計畫時，除了未針對曝險相關風險變數變動對損益及權益的影響進行敏感度分析外，亦極有可能未邀請會計部門參與，以致相關人員未能從會計角度適切提供處理建議，才會造成今天的結果。

● 專業問題

如果詳查中華電信和高盛簽訂的合約內容不難發現，這個美元選擇權交易合約，並不符合中華電信原本提出的避險條件[註 4]。作為美元的支付者，原本中華電信應該要規避的是新台幣對美元的貶值，升值對中華電信應當是有利的。但是本事件中中華電信卻成了新台幣對美元升值的受害者，中華電信會同意這樣的合約實在令人匪夷所思。

● 風險控管

本項交易雖然國內財經媒體多數以「保守無知公司被邪惡外商誘騙」定調，但從風險控管的角度來看，首先，合約本身對高盛證券留有保障，但對中華電信而言，風險卻是完全無上限，很難理解一家公司會簽下一紙損失無上限的合約，而該合約還長達十年，而且簽定前後董事會居然完全不知情。其二，當中華電信帳面上出現新台幣 5 億元未實現匯損時，中華電信並未積極處理，反而讓損失擴大到了 40 億元。雖說最終中華電信撐到最後，終因新台幣對美元貶值得到了勝利果實並終止合約，但如果情況不是這樣又怎麼辦？公司財務處雖然不是交易券商或投

資銀行，但未來面對類似這種情況時，是否有必要訂定停損點？

近年來在利潤中心的思維下，不少公司財務部門都開始積極為公司理財，希望成為公司的獲利部門，而不只是支援部門。這樣的想法並沒有錯，只是很多財務主管在積極投資的同時，往往輕忽了投資的潛在風險及本身的專業能力，甚至是對於重大投資應有的各項情境分析(Scenario Analysis)及預設因應之道。不管是本案的中華電信或是之前的研華科技在金融衍生工具交易上跌一跤都是如此。

不少公司財務部門在進行相關交易時，都喜歡以過去表現推衍未來可能結果，殊不知很多重大損失就是發生在那 5% 的不可能之中。建議未來公司財務部門在進行非避險式投資活動時，應多從風險控管的角度，限定不同金額以上，應進行不同程度的風險評估。

注釋

1. 我國財務會計準則第 34 號公報「金融商品之會計處理準則」及國際會計準則 IFRS 9「金融工具」皆要求非屬營業性質，且未符合避險會計規範之衍生性工具，其原始取得和後續評價均以公允價值為準，其且公允價值變動之評價損益應認列為當期損益。
2. 壓力測試係指資產組合若面臨市場變化時，在極端情況下（信度 99% 以外之突發事件）之表現狀況。
3. 證券交易法第 14-3 條要求公司若從事衍生性商品交易，應提董事會決議通過。
4. 中華電信簽訂之結構型衍生性商品（USD/NTD window knock-out）美元選擇權交易，為一對賭合約（Gaming contracts）。該合約條件並不符合我國財務會計準則第 34 號公報「金融商品之會計處理準則」及國際會計準則 IAS 39 的「金融工具：認列與衡量」之現金流量避險條件，其避險工具和被規避之預期交易現金流量變動之風險並不具有高度抵銷效果。