

PDF-CASE2015001

深南电的期权对赌困局¹

案例正文

摘要：股指期货、个股期权、互换协议等金融衍生品在我国市场上的不断涌现将许多企业推入了一个陌生的领域——衍生品投融资。本案例描述了深南电在金融衍生品投融资过程中被高盛杰润的对赌协议（spread betting）的条款所吸引，从套期保值与对冲风险走向投机交易，并最终陷入赌徒困境的过程。深南电最终通过转移境外资产的“金蝉脱壳”之计暂时勉强逃过一劫，但这一做法却引发了颇多争议。

关键词：金融衍生品；深南电；高盛杰润；对赌协议

0 引言：深南电的“赌徒困境”

2008年9月29日，深圳南山热电股份有限公司的大会议室里愁云密布，会议桌上放着两份合约与近期纽约商业交易所原油价格的走势图。董秘胡琴拿在手里的第一份合约表明，如果国际油价以目前的趋势继续下跌，将对深南电造成近2亿的损失。第二份合约虽然尚未激活，但是一旦合约生效将会把深南电拉入更为恐怖的巨额亏损的无底黑洞。令人担忧的是决定第二份合约是否生效的选择权完全在于交易对手高盛杰润。

文件在王建彬、孙玉林、贺迎一等多位董事手中无声地传阅，现场气氛厚重

-
1. 本案例由浙江财经大学金融学院的王聪聪、陈荣达撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对部分有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种经济行为是否有效。

得似乎能够拧出水来，终于董事长杨海贤的一声轻咳打破了压抑的沉默……

10月17日，证监会责令深南电限期整改。11月6日与10日两天，高盛杰润与深南电分别宣布了期权互换的异常情况，并声称对方违约。虽然双方终止确认书及交易的理由不同，但对确认书与交易已经终止这一事实并无分歧。

合约的终止并不是故事的结束，深南电也并未向外界透露损失的具体金额。平静的海面下暗流汹涌。直至2009年12月29日，深南电发布重大事项进展公告，称高盛杰润来函要求公司立即支付因公司违约给高盛杰润造成的损失及2008年11月6日至2009年11月27日产生的利息。如果公司不全部支付相关款项，高盛杰润保留提起诉讼的权利，而不再进一步通知。深南电这一纸公告终于揭开了谜底：高盛杰润要求的赔偿额高达8369.99万美元！

深南电的公告称：自公司于2008年3月12日与高盛杰润签订的期权合约终止后，公司方面受到高盛杰润的来函。来函表示双方的协商并未达成和解，要求公司立即支付因公司违约而给高盛杰润造成的损失7996.29万美元以及产生的利息373.70万美元，合计8369.99万美元。不过，杰润方面同时提出一个较为“优惠”的和解方案：公司可以分13期免息付款，只支付7996.29万美元。按当时的美元兑人民币汇率计算，折合人民币5.72亿元！若要赔偿这笔费用对深南电来讲并不是易事。来自深南电三季报显示，今年前三季度，深南电的营业收入14.88亿元，净利润为1.68亿元。这两份合约造成的5.72亿元损失，占深南电前三季度收入的36%，超出了前三季度净利润的两倍多。公司目前净资产虽然有19.41亿元，但货币资金仅有3.42亿元。

高盛杰润签订两项合约的代价只有200万美元，但其向深南电开出交易损失索赔金额却几近其实际付出成本的40倍！是什么样的魔鬼合约具有如此威力，将深南电逼入巨额亏损的绝境？深南电又为何会签订这样的合约呢？事件会如何发展，结局又会如何呢？

1 背景介绍：高盛杰润与深南电

1.1 高盛杰润

与深南电签订魔鬼合约的神秘另一方是杰润（J. Aron）公司，它是高盛集团的全资子公司，通常被称为高盛杰润。杰润在高盛集团内主要承担商品期货交易的职能。高盛集团的网站这样介绍：杰润公司作为全球规模最大的商品交易机构之一，有能力在实物和金融领域进行交易，在商品业务领域的从业经验超过100年。据称高盛集团的利润有三分之一来自这家公司。

在 1981 年 11 月 16 日高盛集团将杰润公司并入自己的商业帝国时，杰润只是家历史悠久但名不见经传的小型商品期货交易公司。当时杰润公司采用合伙制的模式，主要从事咖啡与黄金的期货交易。在并入高盛集团后，杰润与高盛原有的固定收益证券部门合并成立了高盛的“固定收益、货币与商品交易部”。2006 年上任的高盛 CEO, Lloyd Blankfein 在并购前就任职于杰润公司的管理层。Lloyd Blankfein 也就是在这次并购中加入了新的东家——高盛。

在随后由苏联解体引发的全球性私有化浪潮中，高盛杰润频频出境。在中国大陆，高盛杰润的交易对手并非仅深南电一家公司。2004 年，高盛杰润曾拿着类似的“空头买权”期权合约，以利率互换的形式准备和广东省一家电厂交易。由于合约标的资产的不确定性，合约既有可能为该电厂带来较高的收益，亦有可能产生超过 1246 万美元的巨额亏损，最终被该电厂财务顾问力排众议后否决了。

高盛杰润最著名的中方交易对手中航油的经历始终让人难以忘记。2003 年下半年，国企中航油集团下属的子公司——中国航油（新加坡）股份有限公司交易原油看涨期权。中航油公司在初期获利后便大肆补仓，但随着油价走高，中航油公司的亏损也从 3000 万美元一路狂飙突进到 5.5 亿美元，中航油集团不得不提前出售 15% 的股票，筹集 1.08 亿美金交予中航油（新加坡）公司。即便如此却依然无法挽回其破产的命运，公司总裁陈久霖涉嫌内幕交易被判刑。而在该案例中高盛杰润正是中航油的第八大债权人和仅次于三井能源风险管理公司的第二大交易对象。

2005 年 3 月 16 日，中航油将高盛杰润告上了法庭，宣称因受到高盛杰润的误导在期权交易中蒙受巨额损失，要求对方作出赔偿。但随后高盛杰润便发表了针锋相对的声明，声称中航油的索赔要求毫无根据。这一出罗生门戏剧的真相扑朔迷离。中航油的起诉最终以中航油撤诉告终。相对于中航油巨亏 5.5 亿并破产，深南电的赌徒困境与后期的金蝉脱壳可谓惊心动魄。

1.2 深南电

深圳南山热电股份有限公司成立于 1990 年 4 月，是以生产经营供电、供热，从事发电厂（站）的建设工程总承包、提供技术咨询和技术服务为主营业务的国有中外合资股份制企业。成立初期，虽然仅仅拥有 3 台单机容量为 2.45 万千瓦的小型燃机，但却为缓解当时深圳市电力紧缺的状况发挥了非常重要的作用。1993 年 11 月，经深圳市人民政府批准，公司正式改组为股份有限公司并公开发行股票，将部分净资产折股 10300 万股发起人股，1994 年 1 月发行公众股 1500 万股，定向法人股 300 万股，内部职工股 200 万。1994 年 7 月 1 日和 11 月 28 日，公司 A、B 股股票分别在深圳证券交易所上市。

历经二十余年的发展，深南电由昔日投资仅 780 万美元、装机容量 7.5 万千瓦，单一经营供电、供热的燃气轮机发电厂，发展成为总资产超过 45 亿元人民币，净资产近 20 亿元人民币，拥有总装机容量达 150 万千瓦的全国最大型燃机发电企业，是深圳市能源电力行业的骨干企业之一。自创立以来深南电累计向深圳市供电超过 200 亿千瓦时；为国家纳税超过 10 亿元人民币。上市以来，累计向股东派发现金红利超过 12 亿元人民币。

在取得一定的经济效益的同时，深南电在社会效益与社会责任方面也有一定的建树。翻阅相关资料可以发现，深南电所获得的称号与成就颇多，先后获得“全国最大的燃气轮机发电企业”、“深圳市效益最好企业”和“深圳市工业百强企业”以及“深圳市先进技术企业”等荣誉称号；连续数年被评为“广东省先进单位”、“深圳市先进、模范单位”、“广东省保供电先进单位”和“深圳市保供电先进单位”；凭借生产规模和管理上的显著优势，先后有十四项指标入选深圳市和中国企业新记录。与此同时，深南电也履行着一定的社会责任。深南电投入巨资率先实施“热电联供”、“油改气”等节能环保技术改造，并作为深圳市首批发展循环经济项目示范单位，探索能源梯级综合利用项目，为地方环境保护事业做出了一定的贡献。

作为未来发展战略，深南电管理层提出继续以电力产业为支柱，拓展与电力相关的业务领域，实现全方位、跨区域的发展；探索资产经营与资本经营并举、传统产业和高新技术结合以及上、中、下游一体化经营的现代企业经营模式，实现公司长期可持续发展战略。

2 序曲：深南电的经营困境

有果必有因。在深南电与高盛杰润签订魔鬼契约前的几年中，深南电主业中的重点业务供电的收入就一直处于维持甚至萎缩的状态。当时，从深南电前几年的盈利能力指标来看，自 2003 年起其净资产收益率、销售净利率、主营业务净利率与主营业务毛利率几乎同步下降，在 2005 年时达到最大降幅。其中主营业务毛利率是构成净资产收益率、销售净利率、主营业务净利率的主要部分，它的下降将不可避免地导致其他主要盈利能力指标的下降。从深南电盈利指标来看，深南电主营业务毛利率下降的原因是收入成本两方面的，一方面是主营业务收入出现了明显下降，另一方面是主营业务成本显著上升。综合来看，2004 年、2005 年深南电主营业务利润下降是由主营业务成本上升造成的，而 2006 年、2007 年是由主营业务成本上升与主营业务收入下降共同作用导致的。由此可见，主营业务成本上升成为深南电主营业务毛利率下降的持续影响因素。

探究深南电经营困境的深层次原因可以发现：一方面，在 21 世纪初期我国掀起了电力建设的高潮，电力产能迅速扩大，供需基本平衡；同时我国政府对电力价格实行了管制制度。在这种宏观经济环境下，深南电难以通过扩大电力销售量、提高电力价格来扩大收入。另一方面，深南电发电生产所采用的主要工艺是利用燃气-蒸汽联合循环发电机组和燃煤机组发电，燃油、天然气作为该公司生产电力的主要原材料，构成了发电业务的主要成本。随着国际市场燃油等能源价格的不断上涨，发电业务成本必然会随之增加，居高不下（图 1）。因此，从源头看深南电摆脱经营及盈利能力下降困境的出路是控制燃油价格的上涨。据此，深南电在 2007 年年报中确定了“在保证发电燃料及时供应的基础上，实施燃料油采购的套期保值，合理控制并降低燃料成本”的目标，并把燃料油采购套期保值作为控制电力业务成本的一项重要手段。而此处的“套期保值”需求正是诱使诸多企业走上投机之路的起点。由于缺乏有效的公司治理与内控制度，许多企业在不知不觉中由套期保值滑向了投机的深渊。



资料来源：笔者绘制，数据来源于 NYMEX 数据库

图 1 纽约商业交易所轻质原油结算价走势图（2006 年至 2008 年）

3 诱人香饵

深南电初始的计划是在原油期货市场上进行简单的多头对冲，以规避原油价格快速上涨的风险，实现成本套期的目的。这一金融交易把期货市场当作转移价格风险的场所，利用期货合约作为将来在现货市场上买卖商品的临时替代物，对其现在买进准备以后售出商品或对将来需要买进商品的价格进行保险。这是风险

较小、成本也较小的一种套期保值的手段。但资本市场是公平的，这样的交易自然也不能获得额外的投机收益。

正在这时高盛杰润的工作人员找上了深南电，提出了一份极具诱惑力的期权互换合约。期权是一种金融权利，交易一方（期权买方）在约定的期限可以约定的价格购买或卖出特定金融资产，也可以选择不执行合约，另一方（期权卖方）则必须承担相反的义务。这一金融权利产生于上个世纪布雷登森林体系解体之后的金融动荡期，最初被人们用于抵御波动剧烈的金融标的资产。

由于期权价值与其标的资产价值间具有非线性的函数关系以及期权的灵活性，这类金融衍生品受到了极大的欢迎。目前期权类产品是全球交易量最大的金融工具之一。但是因为期权兼具对冲风险与投机的两面性，以它为标的物的投机交易如同在摩天大楼间走钢丝，充满了风险与不确定性。期权交易合约让人很难在套利、对冲与投机间把持自我，因而又被称为“魔鬼契约”。历史上如巴林银行的尼克里森、法国兴业银行的杰洛米·科维尔、中航油（新加坡）的陈久霖以及流氓交易员约翰·卢斯内克等人均倒在了以期权为标的物的投机交易上。

深南电的期权互换协议之所以极具诱惑性，是因为它表面上可以让深南电以极低的价格行权以对冲成本。由图 3 可知，2008 年 3 月国际原油（纽约商业交易所轻质原油）的结算价已经突破 100 美元/桶，而深南电与高盛签订的期权协议（实为看跌期权变体）的行权价仅为 63.5 美元/桶，期权盈利价格仅为 62 美元/桶。这一诱惑让深南电无法拒绝。

2008 年 3 月深南电与高盛杰润签订了期权合约。根据 2008 年 10 月 21 日深南电发布的有关期权合约方面的披露公告，与高盛杰润签订的期权合约包括 2 份确认书。两份合约的具体内容如下：

第一份合约（2008. 3. 3——2008. 12. 31）

1. 当原油浮动价高于 63.5 美元/桶时，深南电每月可获 30 万美元的收益（ $20 \text{ 万桶} \times 1.5 \text{ 美元/桶}$ ）；
2. 浮动价低于 63.5 美元/桶，高于 62 美元/桶时，该公司每月可得（ $\text{浮动价} - 62 \text{ 美元/桶}$ ） $\times 20 \text{ 万桶}$ 的收益；
3. 浮动价低于 62 美元/桶时，该公司每月需向高盛杰润支付（ $62 \text{ 美元/桶} - \text{浮动价}$ ） $\times 40 \text{ 万桶}$ 等额的美元。

第二份合约（2009. 1. 1——2010. 12. 30）

高盛杰润在 2008 年 12 月 30 日 18 时之前，有是否执行的期权。

1. 当浮动价高于 66.5 美元/桶时，深南电每月可获 34 万美元的收益
 $20 \text{ 万桶} \times 1.7 \text{ 美元/桶}$ ；
2. 浮动价高于 64.8 美元/桶，低于 66.5 美元/桶时，该公司每月可获得
(浮动价 - 64.8 美元/桶) \times 20 万桶的收益；
3. 浮动价低于 64.5 美元/桶时，该公司每月需向高盛杰润支付
(64.5 美元/桶 - 浮动价) \times 40 万桶。

进一步分析可以发现，这两份合约分别是两份期权合约。但是这两份期权合约有一些地方不同于普通的期权合约。在普通的期权交易中，权利金是在交易成交时支付的，而在这个交易中 1.5 美元每桶的期权权利金是深南电在对赌中赢的时候的收益。当深南电输的时候，1.5 美元每桶的期权权利金是不能从现金支出里扣除的，因此，该交易比普通看跌期权更贵。若简单起见可将这个合约看成是普通看跌期权。在这份合约中，高盛杰润作为看跌期权的买入方，只有权力而没有义务。它可以决定是否执行合约。当油价超过 63.5 美元的时候，它肯定选择不履行合约，最多损失 $30 \times 10 = 300$ 万美元的期权费。但是如果油价一直下跌，那么它的盈利相当可观，理论上最大盈利为 $62 \times 40 \times 10 = 24800$ 万美元。深南电作为看跌期权的卖方，只有义务没有权利。也就是说，深南电理论上最大盈利就是期权费，是极为有限的。然而，已有的信息仅能说明合约本身对深南电而言没有天然的止损机制，期权的价值要通过复杂的计算才能得到，没有具体的数据无法判断合约对深南电而言是否公平。

问题的关键在第二份合约上，高盛杰润在 2008 年 12 月 30 日 18 时之前，有权决定是否执行的第二份合约。这实际上是建立在与深南电的第一份期权合约上的复合期权。高盛杰润可以根据当时的原油价格计算出与深南电的第二份期权合约的价值，从而选择是否行权。分析上述两份合约，高盛杰润似乎从深南电处免费获得了这份复合期权。其实不然，高盛杰润付出的代价是第一份合约中超低的行权价。签订合约的时候，国际油价为 108 美元，月均价亦达到 93 美元，而第一份合约的协议盈亏平衡价仅为 62 美元。高盛杰润在第一份合约中主动让出的这部分利益就是它从深南电处获得该复合期权的成本。

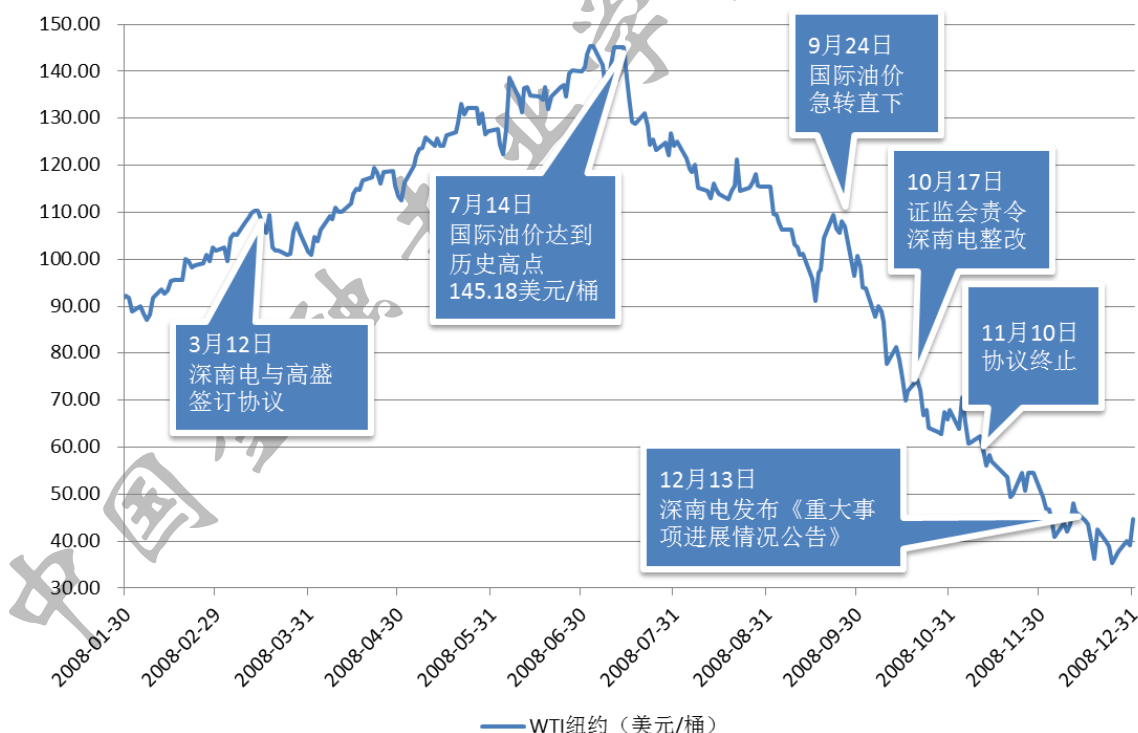
那么这份关键的复合期权的交易对合约双方而言是否公平呢？事实上这份复合期权的价值是极高的。中投证券衍生产品部的专业团队花了 2 个多月，收集了大量数据，最终完成这个产品的定价。计算结果显示这份关键的复合期权的价值超过 2000 万美元！而深南电 2007 年的全年净利润折合美元也不过 1700 多万美元。高盛杰润在第一份合约中的主动让利显然并没有那么多。高盛杰润与深南电签订协议时油价高企，且处于上涨通道之中，深南电显然认为油价再怎么跌也

不可能跌破 62 美元，于是与高盛杰润签订了这两份合约。

4 金蝉脱壳

时间进入 2008 年的下半年，国际油价经历了疯狂的乱舞。急上急下的价格令几家欢喜几家愁。陪伴石油出口国悲伤的还有中国 A 股市场上的深南电。7 月中旬，在国际油价到达了 147.18 美元/桶的历史高点之后急转直下，期间虽有小幅度的上涨，但都好景不长。到 10 月下旬国际油价已经逼近了深南电与高盛杰润的协议价格 62 美元/桶（图 2）。此时，深南电真正感受到了赔付的巨大压力。

2008 年 10 月深圳证监会已认定深南电与高盛杰润在签订期权对赌协议时未及时披露信息，涉嫌违法，下令其取消石油对赌协议，并限制所有国有企业，只准套期保值，严禁衍生品投机行为。10 月 27 日，因与高盛杰润签订期权合约而被监管层责令限期整改停牌 7 个交易日的深南电 A 复牌，直奔跌停。第二天，其它电力板块股票借助大盘反弹，但深陷违规期权合约泥沼的深南电 A 回天乏术，收报 2.75 元，以 3.17% 的跌幅居该板块末席，深南电 B 则以跌停的形式列 55 只 B 股倒数第一。



资料来源：笔者绘制，数据来源于 NYMEX 数据库

图 2 2008 年国际原油价格走势与深南电事件进展图

法国巴黎银行内部专业人士如此评价：“全球金融危机远未显露结束迹象的

背景下，A 股和香港市场投资者最担忧的已不是公司主营业绩下滑，而是部分上市公司牛市繁荣时，依靠错误的逻辑假设投资于高风险金融衍生产品而将带来的无法估量的巨大突变。”

不出所料，在油价逼近 62 美元时双方酝酿已久的对抗终于开始了。2008 年 11 月 6 日对深南电和高盛杰润而言都是关键的一天，这一天纽约商业交易所原油的价格由开盘时的 65.02 美元跌至收盘时的 60.77 美元。深南电盈亏平衡的关键价位 62 美元被轻松击破。11 月 6 日当天高盛杰润突然表示：深南电的 2008 年 10 月 21 日的公告及 2008 年 10 月 29 日会议中的表态均表明公司有意不履行第一份确认书和第二份确认书项下的交易，由此认为深南电公司违约并宣布终止交易，交易项下的所有义务予以解除。仅 4 天后，深南电在 11 月 10 日作出了反击。深南电复函高盛杰润，表示公司从未作出无意继续履行交易的表示，并认为高盛杰润拒绝支付第一份确认书项下 10 月份应付公司款项及明确终止交易的来函，构成违约行为，宣布终止交易，深南电在确认书和（或）交易项下的所有义务被解除。同时，深南电主张鉴于第二份确认书被高盛杰润终止时，高盛杰润未行使要求深南电进入三向交易的选择权，此表明高盛杰润已放弃或丧失了该选择权，因此，第二份确认书对公司已不再具有任何约束力。至此，虽然双方终止确认书及交易的理由不同，但对确认书与交易已经终止这一事实并无分歧。然而这并非事件的终结，双方追责与索赔的戏剧才刚刚上演。

2008 年 11 月，协议终止的当月，国际油价如同自由落体般下坠。至 11 月底，纽约商业交易所原油月均价为 55.15 美元，远远低于深南电与高盛杰润对赌协议约定的盈亏平衡点 62 美元。按照协议规定的计算公式，深南电将向杰润支付 274 万美元，这对深南电而言是一个巨大的打击。然而在 12 月 2 日，戏剧性的一幕发生了：深南电的股价死死地钉在涨停板上！究其原因，是因为深南电 12 月 2 日发布公告，公司股东大会已通过以不低于 3.45 亿元价格将深南能源（新加坡）公司持有的香港兴德盛公司 100% 股权出售给深业投资公司。这样一份公告，引起投资者的热切关注。香港兴德盛是对赌协议中接手高盛杰润支付金的的公司。此举旨在将深南能源（新加坡）的有效资产卖掉，使其空壳化。在 11 月 30 日，深南电转让香港兴德盛 100% 股权的议案即已获股东大会高票通过。于是 12 月 3 日就有媒体报道，这是深南电的金蝉脱壳之计：一旦深南能源（新加坡）被空壳化，高盛杰润会遇到上门讨债也将一无所获的境况。

12 月 13 日周六，身陷对赌风口浪尖的深南电选择在这一休息日发布了一份让所有人愕然的重大事项进展公告。公告称深南电与高盛杰润交易终止后，杰润来函要求深南电赔偿交易终止的损失，深南电回函不予接受。杰润来函表示希望以商业方式解决争议，深南电同意进行和谈。现双方正在就交易终止后的事宜进

行磋商和交涉。这份公告显示虽然深南电与杰润互有指责，但双方都同意合约终止并对后续事宜进行磋商。看起来深南电“完美地”解决了这次危机。深南电与高盛杰润这一事件在刚刚步入高潮时戛然而止。这一变化实在出人意料，让所有围观的人都异常吃惊！

这场黑幕后的皮影戏留下了太多的疑问。其一，从高盛杰润的角度而言，眼看 11 月、12 月原油低价所带来的巨大受益，为何舍不得 10 月份所需支付的区区 30 万美元反而被深南电抓作话柄呢？明明能够按照合约得到丰厚收益的杰润主动解除合约，理由居然是因为深南电有无意履行之意！高盛杰润在此前已经向深南电支付了 210 万美元，如今反而背上违约的黑锅。这些不成熟的做法绝对无法和资本市场老手高盛杰润联系起来。

其二，从深南电与高盛杰润多份公告的语句和措辞中，旁观者能够明显感觉到此前一直异常担心该协议问题，并以蒙冤受害者形象出现在公众面前的深南电一夜之间态度强硬了起来，俨然一副胜利者的姿态。而一直掌握主动权的杰润却变得异常温顺。面对高盛杰润“认为深南电违约并宣布终止交易”的来函，深南电强硬复函称“从未有过无意履行之意”，并称杰润不支付 10 月份的 30 万美元构成违约。交易终止后，深南电拒绝了杰润赔偿交易终止的损失的要求。而高盛杰润来函表示希望以商业方式解决争议，深南电才同意进行和谈。双方态度转变之大，角色易位之快令人瞠目。其间必然发生了重要事件或交易，而这一切均未在公告中提及。

其三，深南电一直表明，与高盛杰润的合约是相关个人未经授权擅自签订的。从被爆出深陷困局到 12 月 13 日的公告已近两个月，正如深南电内部一工作人员透露的，董事会会议明显增多，且经常开至晚上 10 点。显见深南电在紧锣密鼓积极寻求解决方案。但从事件开始至今，擅自与高盛杰润签订合同的公司相关人士始终不得而知。这位胆大包天的相关人士究竟是谁？有没有被问责？公司高层是否了解甚至涉身其中？

尽管自对赌协议曝光以来、各大财经媒体对于深南电的报道狂轰滥炸，但多数均为从合约表面分析，或者结合国际原油价格变动对合约双方盈亏情况的测算。深南电的守口如瓶似乎让各大媒体都无从入手。记者们不厌其烦地反复联系深南电公司，而深南电则从未作出正面回应，或者干脆拒绝接受采访。

5 尾声

看似风平浪静的海面下暗流汹涌。深南电 12 月 13 日的强势公告似乎预示着危机的完美解决。然而，深南电费尽心机设计的“金蝉脱壳”之计是否真能奏效

呢？证券界著名维权律师、曾代理过东方电子案的宋一欣指出：没那么简单！对于深南电而言，只要权利方责任方是深南电，那么即使转让子公司，对赌协议性质没有丝毫改变。宋一欣律师认为：“此次纠结的核心深南电与杰润签订的对赌协议只是一个协议，不涉及到资产的问题，亏损就要赔人家钱。对赌协议是深南电与高盛做的，协议双方是深南电和高盛杰润，深南电就要承担责任，跟子公司卖与不卖不存在关联。合同里子公司只是一个操作手，而不是权利方或责任方，这个问题的性质是没有改变的。”

据公开资料，今年3月份深南电工作人员在未经董事会同意的情况下，与高盛杰润签署了油价对赌的结构期权协议。对于未经董事会同意一说，宋一欣律师也表示出疑义：“那么签协议盖章怎么盖的呢？公章怎么出去的？在这种情况下，公司董事会和责任方要承担法律责任的。拿不到公章，没有签字授权这个协议就是无效的，既然现在是有效协议，那说明管理有问题。至少在内部管理结构和公司治理上是存在问题的。”至于今年3月深南电与高盛子公司签订期权合约而未尽责披露，10月22日深南电A被证监会限期整改亦未披露。宋一欣律师表示，“这是重大事项，签协议应该有公告，这也暴露了公司治理问题，是不是对投资者构成虚假陈述？此外，这样一个对赌协议应由董事会决议，股东大会审查，独立董事应该报告，董事长、总经理、独立董事在当中应该承担什么责任？这是值得探讨的。”

果然，经过一年的时间的波澜不惊，在2009年12月29日高盛杰润卷土重来，要求深南电立即支付因违约给高盛杰润造成的损失及2008年11月6日至2009年11月27日产生的利息。如果公司不全部支付相关款项，高盛杰润保留提起诉讼的权利，而不再进一步通知。这一次，高盛杰润要求的赔偿额高达8369.99万美元，折合人民币5.72亿元！事实上，深南电流通市值一共才20多个亿，深南电近三年归属母公司净利润总和也不过1.92亿元人民币。这样的索赔无疑会将深南电置于死地。而深南电这次的态度似乎也失去了此前的那份轻松。虽然深南电依然坚持表示不会接受高盛杰润补偿所有损失和相关利息的要求，但是又表示将竭尽所能与高盛杰润进行协商，并和平解决纠纷。不过不排除谈判失败情况下诉诸法律诉讼途径的可能性。后续的补充言论显露出明显的被动和深深的无奈。

令外界疑惑的是，高盛杰润在提出天价赔偿的要求后并未作出相关后续行为，深南电似乎也忘却了这一生死攸关的事件。接踵而来的2010年中，高盛集团又在大洋彼岸忙于应付美国证券交易委员会对其在次贷危机中欺诈行为的指控、英国首相布朗对其“道德破产”的批评、法国监管局的调查威胁、德国政府的业务封锁，似乎再也无暇他顾，抽不出身来看一看在世界的另一端向深南电

索赔的进度。

2011年2月18日，深南电董秘胡琴在接受《深圳商报》的记者钟国斌的采访时表示，深南电与高盛全资子公司杰润公司的纷争，一切以深南电公告和定期报告为准，如有新的情况深南电将在第一时间披露。然而至今为止深南电仍没有一份公告与该事件相关。对赌事件的余波如同令人窒息的暗影笼罩在深南电前进的道路上，当面临未来高盛杰润卷土重来的威胁时，深南电又该如何应对呢？

（案例正文字数：10170）

中国金融专业学位案例中心

Shenzhen Nanshan Power' s Dilemma of Spread Betting

Abstract:

The emergence of stock index futures, stock options, as well as swaps, in capital market of mainland China has pushed the investment boundary into an uncharted area known as derivative investment. Firms in traditional industries are generally unprepared. This case presents the business battle between Shenzhen Nanshan Power and J. Aron, a subsidiary company of Goldman Sachs. Shenzhen Nanshan Power were attracted by lucrative contract proposed by Goldman Sachs, and deviated from the original strategy, that allowed only simple futures hedging, and signed a much riskier and unfair spread-betting contract with Goldman Sachs.

Key words: financial derivative; Shenzhen Nanshan Power; Goldman Sachs; spread-betting