

衍生金融市场之监督管理初论

赵 涯

一、衍生金融市场风险之性质及监管之必要

衍生金融商品(又称衍生金融工具)是从外汇、股票、债券等现货市场所派生出来的金融创新商品,主要有期货、期权和互换三大类,由若干不同的交易合同组成。期货包括外汇、利率或股价指数等期货合约;期权是一种选择权,期权的购买者在支付一定数额的权利金后,即拥有在一定时间内以一定价格出售和购买一定数量的相关商品的权利;互换通常有利率互换和汇率互换,也包括债权与股权的互换。衍生金融商品的交易,通常是利用金融杠杆原理,以少数资金从事数倍乃至数十倍的交易,因而既为投资者分散及规避风险,也为投机者提供以小搏大的机会。

衍生金融商品从本世纪70年代初产生后即迅速发展,其市场至今已成为全球最大的市场。据美国银行监管机构的最新统计,全世界已发行在外的衍生商品如按各类合约的名义本金计算,其数额至少在20万亿美元以上。然而,关于衍生金融商品的性质,衍生金融市场的规模及其集中程度对国际金融体系乃至世界经济的影响,金融监管机构和市场参与者则仁智互见。1993年英格兰银行和美国联邦储备委员会各自就衍生工具的研究报告都认为,由衍生金融工具在市场之间建立起来的相互联系,会降低市场风险,削弱而不会扩大衍生工具对金融危机所起的影响;美联储的报告更指出,1992年8~11月的欧洲货币危机,由于一些相关的金融衍生市场

的存在而得以减轻。

近年来,由于多家跨国公司或投资机构在金融衍生交易中遭受重大损失,尤其是今年3月巴林银行破产事件,从而使一些金融主管机构和市场人士关注到衍生交易中所潜藏的风险,并认为在目前全球大部分的主要证券市场中,期货市场的流量已大大超过现货市场,而衍生金融商品的高度流动性势必会影响到金融市场的稳定,使得市场风险增高;因为现代金融市场是紧密联系在一起,市场风险可以相互转移,衍生交易一旦失利,就可能产生连锁反应,进而动摇整个金融体系。

这种担心看似有理,实际上是夸大了衍生金融工具的风险。从风险来源看,一切风险都可以分为系统性风险和非系统性风险。前者源于整个经济环境的恶化,而衍生金融工具是在基础金融交易中衍生的,它的系统性风险,取决于股票、债券、外汇等基础交易,不可能带来更大的系统性风险;后者源于单种交易自身,如客户失信、操作失误等,任何非系统性风险都可以通过某种组合措施将其影响减至最低,衍生金融工具也不例外。所以“衍生金融工具风险论”其实是毫无根据的。早在两年前,美国一家研究机构在其研究报告中便指出:“基本上,衍生性金融商品的风险其实与金融市场本身并无二致,而且也没有大小之分。只要有适当的法律结构管

理,再辅以主管机构与使用衍生性金融商品的单位严加监督交易情况,衍生性金融商品的风险自然可以获得控制。”

然而,衍生金融工具从其产生以来,就长期游离于政府的金融管制之外,这既刺激了国际金融市场上的“创新”风潮,从而使衍生金融工具的种类和交易规模在近十年来都有了飞跃发展,显著增强了市场活力;同时,由

于缺乏对衍生金融交易的有效监管,随着衍生金融市场的发展,衍生金融工具的非系统性风险也特别突出。巴林银行事件已促使国际清算银行(BIS)计划对衍生金融商品交易采取前所未有的全面调查行动。巴塞尔委员会和西方国家的金融主管机关也已出台了一些旨在加强对从事衍生金融商品交易的银行或其它机构的监控措施。

二、有效监管的主要途径

美联储前主席沃尔克的研究机构曾在1993年7月提出四项监督与管理衍生金融市场的基本思路:(1)从事衍生金融交易的机构以及主管当局必须制订一套完善的风险管理和交易资讯收集的制度,这样才可提高衍生交易的透明度,防范不当交易;(2)交易所、票据交换所与中央银行必须强化交易、清算交割的管理。这项工作应着重于将交易日到交割日间的期限标准化,扩大实施交易当天便交割的制度。这样理论上可增加市场流动性,进而可以吸收市场突发状况所造成的冲击;(3)根据各项衍生金融工具的特性,将需要向主管当局披露的交易资料标准化,以确保主管当局能藉此评估交易本身以及市场的风险;(4)衍生交易的市场人士,尤其是交易大户必须与主管当局合作,遵从相关的交易法令以促进市场的稳定。

上述思路对加强衍生金融市场的监管不无借鉴意义。在目前对衍生金融市场的发展态势和风险状况尚不完全明了,监管措施和规则尚不完备的情况下,利用现有的金融监管系统,辅以具有针对性的监管措施,从以下四方面入手,也许能更有效地消弭衍生金融市场的交易风险。

第一,加强交易商、投资银行自身的风险管理,强化内部管理与监督 巴林银行破产事件,暴露了巴林银行内部对衍生交易监督管理的纰漏。因此,加强金融机构对衍生金融工具的内部制衡极为必要。德国银行贯彻了

“四眼原则”,即其事无大小,都必须由两位授权人员共同批准。一般而言,应由数人组成交易小组,随时评估投资风险,并由部门主管严密监督。当一交易日结束后,检讨当日的风险头寸,并采取适当的方法消除额外风险。交易与交割的进行可由不同人员承担。例如,银行同经纪商签订开户同意书时即可在行政指示一栏中注明所有买卖确认单及补仓通知直接送交收部而不经交易员之手,交收部的人员收到后尽快凭单与当日交易员的买卖资料核对,一有出入,立即上报。这样,任何未经授权的交易应可在短时被发现。交收部与交易部应无隶属关系,如恐他们互相串通,高级管理层亦可每天察阅当日所收到的确认单副本,凭经验检查其交易是否正常;同时,应委任另一独立部门,如会计部每天以“紧贴市场”的方法作仓货的重新评估,如发现严重亏损的苗子就立即上报。在这样互相独立而又严密制衡的制度下,操作性问题必然会大大减少。

金融机构在加强风险管理方面,应从交易本身的监督控制与对风险管理的分层负责着手。每一交易部门本身首先应强调投资的风险管理,将风险分散到不同的衍生金融工具上;每一部门究竟应承担多少风险,也必须确实拟定计划并分层督导。

为了有效执行风险管理政策,各部门主管也应对衍生金融工具有正确的认识。金融机构应加强衍生交易的教育与训练,使其全

体员工对交易风险都有确切的认知,以发挥全面风险管理的功效。

第二,政府金融主管机关应严格督导各金融机构从事衍生交易,加强金融检查,建立衍生交易报告制度 巴林事件后,美国证券交易委员会(SEC)已要求美国各大金融机构定期向其披露有关衍生工具的交易情况。在相关法规方面,政府和立法机关也应适时加以修正,以确实反映衍生金融交易的特点。例如,可按银行资本额大小对其可操作衍生性交易之额度加以限制,或提高对衍生金融工具的资本充足性要求。此外,中央银行或证监委应加强金融检查人员阵容及其对衍生交易之认识,以提高检查之功效。尤其是在市场波动剧烈时,也应加强对交易大户检查之次数与频率。

对政府主管机关来说,目前比较可行的一种监管手段是道义劝告。管理当局并不制订具体的法规条文强制所属机构执行,而是以口头方式或颁发指导性文件告诫对方应该如何行事。由于管理当局的权威性,其劝告对金融机构一般都是行之有效的。而且劝告既克服了条例法规的不足,又具有很强的针对性和灵活性。

第三,充分发挥民间组织的自律职能,对衍生金融交易行使一定的监督管理 首先要加强衍生工具场内交易的民间组织。这类组织如美国的全国期货协会(NFA),也执行一定的监督管理衍生金融市场的职能,如监督和约束所有期货、期权交易所成员和非成员个人与公司的交易行为,并进行有关争议的仲裁及个人与公司在期货交易管理委员会的注册工作。其次要把场外衍生交易的民间组织如国际互换经纪人协会(ISDA)等建设

成一个自律性组织,由其行使一部分监督管理职能。早在1992年,国际互换经纪人协会就成功地说服美国商品期货交易委员会(CFTC)将互换交易从美国的商品交易所法规内的期货交易中排除,从而大大降低了每个以美国金融机构为交易对手的交易商的互换业务的风险。目前,国际互换经纪人协会和英国银行家协会(BBA)已规定了衍生金融工具的标准化合约,要求银行对场外衍生交易合约的不同交易对手,规定不同的额度。

第四,加强对衍生金融市场监管的国际合作 由于衍生金融交易的“离岸”性质,对其监管的国际协调与合作就显得极为必要。1994年西方七国财长会议已一致同意加强合作,收集统计数字以及评估“金融创新”对全球金融体系的影响。美国和英国的证券监管机构亦同意交换有关衍生金融市场的资料。除了上述信息资料的国际交流外,各国对衍生金融市场的监管措施也应相互协调,积极合作,以免出现类似于避税天堂、方便旗的灰色区域。这一方面,设在国际清算银行的巴塞尔委员会做了很多的努力。例如,在1988年,巴塞尔委员会曾提出一个衡量衍生金融交易的资本充足性的“资本/风险资产”指标;而在1995年,巴塞尔委员会又提议从事衍生交易的金融机构应从其盈余中提取一定比例作为未来损失的准备金。巴塞尔委员会所规定的一系列管制成员国银行及其在金融业务各方面进行合作的原则,有助于成员国间对衍生金融市场监管的国际协调。另外,一些半官方和民间的国际机构的工作也应得到重视和加强,如三十国集团、国际会计协会等。

三、我国对衍生金融市场的监督与管理

我国从1990年开始期货市场的试点,五年来,有关期货市场的监督与管理逐步走上了规范化的轨道。

我国期货市场监管的规范化,也是从三个层次同时推进的。首先,期货市场监管机

(下转第51页)

了理解上的困惑。从“迷你火锅”、“迷你八宝饭”、“迷你发廊”到“迷你超市”、“迷你别墅”、“迷你山庄”，应有尽有。时下还流行“休闲”。最先出现的休闲服是源于英语的“casual clothes”，指一种比较宽松随便的、在闲暇时或非正式场合穿的服装。我们现代都市人在越来越快的生活节奏中发现了这两个令人兴奋的字，于是其使用越来越广泛，修饰意义也变得逐渐模糊：有“随便”、“舒适”、“轻松”、“消闲”、“享受”、“浪漫”等种种意思。休闲服已成了一种面料考究、式样宽松、价格昂贵的服装，还有各种风度潇洒的休闲服饰。原来的电视食品如瓜子、花生、糖果、锅巴、薯片等已成为休闲食品或休闲小吃。此外，还有休闲家具、休闲运动系列等，近来还出现了“休闲浪漫人生”的广告口号。

4. 一些原来说明产品用途、使用范围、带有说明性的修饰语，在使用中其意义已变得不那么确切。说明性已变为描绘性，仅起美化产品的作用。例如，被冠以“美容”、“健脑”、“补脑”、“防癌”、“减肥”等保健营养品越来越多，充斥市场，但是真正名副其实的又有多少呢？再如，许多产品被称为“××××足球队专用营养补剂”、“×××指定营养保健品”、“国际影星专用产品”等“专用”、“指定”被越用越滥，只能引起消费者的抗拒心理。现在买电脑的家庭越来越多，有些商家就以“家用”来冠称电脑，以此吸引家庭购买者，实际上是将一些淘汰的低档产品推销给顾客。这样的做法显然是不适宜的。

由此可见，广告的模糊修饰是客观存在的，它的夸张性也是具有其传统的历史根源的，但对于那些严重违背真实的含糊词语，广大消费者是非常不满的。我国已经实施的广告法规定，利用广告对商品或服务作虚假宣传的将处于严厉的处罚。所以过分含糊甚至虚假的词语将得到有力的限制，而广告语言的模糊性将作为一种基于事实的、具有健康促销力量的修辞手段而得到发展。



（上接第54页）

关行政行为的规范化。我国已确立期货市场主管部门，由国务院证券管理委员会负责对期货市场的指导、规划、协调和监管，具体工作由中国证券监督管理委员会负责。中国证监会现在已制订并颁布实施了一批期货交易的管理法规，如国债期货交易管理暂行办法、期货经营机构从业人员管理暂行办法、境外期货业务管理办法等。全国人大常委会已决定在今年年内出台《期货交易法》。近年来，我国证监会也查处了一批期货交易的违法违纪案件，对期货经纪公司依法进行规范、整顿，实行备案制和审核制。

其次，期货市场中介机构的规范化，包括期货交易所和期货经纪公司的规范化，即行业自律。当前对各交易所进行规范的重点，是统一和完善各试点交易所的“章程”和“交易规则”，使各交易所逐步建立起比较完善的风

险管理机制，使其运作更合乎国际惯例。

再次，规范参与期货交易的公司和个人的行为。目前首要的任务是建立各种期货交易的培训机构，提高从业人员的素质，包括职业道德水平和业务水平。

我国期货市场的监督与管理尚不完善，目前正在不断探索中前进。今年，这一市场虽然仍处于整顿阶段，并在抑制通胀为主导政策的宏观大环境下，我国衍生金融市场的发展也受到一定的抑制。然而，经历了挫折和磨难后，作为市场经济发展客观产物的衍生金融工具也将会在我国得到蓬勃的发展，其范围将不断扩大，衍生金融市场将成为市场体系必不可少的组成部分，为社会主义市场经济的发展服务。我国对这一市场的监督与管理，也将在总结经验教训和借鉴国际经验的基础上，尽快地加以完善。