

第十七期上证联合研究计划系列课题

证券公司开展股指期货业务的风险与监管对策

国元证券课题组

◎课题负责人:蔡咏 课题协调人:司徒大年 课题组成员:戴军 屠海

随着国内股指期货业务即将推出,有关证券公司从事相关业务的规定也已形成。不过,毕竟国内股指期货业务是一全新的事物,推出后其可能存在的市场影响、风险都是未知数。而证券公司通过IB形式参与其中,本身也是一种新的尝试。为保证市场的和谐稳定发展,必须对相关的制度背景、操作规范、风险防范等主要方面进行研究,形成全面、系统的国内IB监管制度,并确保股指期货业务的顺利推行。

一、证券公司开展股指期货业务的意义

证券公司IB(Introducing Broker)制度是指券商担任期货公司的介绍经纪人或期货交易辅助人,期货交易辅助业务包括招揽客户、代理期货商接受客户开户,接受客户的委托单并交付期货商执行等。通常而言,券商IB制度就是券商介绍客户给期货公司、期货公司向证券公司支付一定佣金的模式。在我国实行券商IB制度有很大的意义。首先,券商IB制度将大大推动金融期货的发展。根据美国的经验,在期货佣金商(Futures Commission Merchant,

FCM)的业务结构中,许多IB的客户量以及交易量都远比FCM直接开发的客户量、交易量要大,IB的引入极大地促进了美国期货业的发展。根据2004年香港联合交易所关于衍生品市场交易活动的调查,香港期货交易所大部分的交易商都是香港证券交易所会员的附属机构,由香港证券交易所的附属期货交易所进行的交易量,大约占恒生指数期货交易的90%和小盘恒生指数期货交易的95%,而独立期货交易所的交易量仅占恒生指数期货交易的不到

10%,以及小型恒生指数期货交易的不足5%。而中国台湾地区自1998年7月21日推出股指期货后,即引进了券商IB制度,也大获成功,目前券商IB制度已成为证券公司参与股指期货的主要模式。另外,股指期货的高杠杆投机和避险功能为券商经纪业务提供了一站式金融服务,改变过去自营和资产管理业务靠天吃饭,风险极大的窘境,并有效通过保本产品和对冲基金的设计锁定既得利润,为公司业务带来新的利润增长点。

二、股指期货业务对证券公司的风险点

股指期货的风险一般分市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、结算风险和法律风险,从交易环节看,可以划分为代理风险、流动性风险、强行平仓风险、交割风险、价格波动风险等。按风险产生的主体,又可分为政府管理风险、交易所管理风险、期货经纪公司服务风险和客户交易风险。其中,股指期货业务还存在特有风险,即基差风险,基差反映了货币的时间价值,一旦基差出现异常变动,表明股指期货交易中的价格信息被扭曲,易产生交易风险。分析股指期货风险成因归结为,存在杠杆风险的保证金交易制度和双向价格波动的运营风险,以及由此引起的非理性投机的信息过度操纵风险和心理学造成的资金管理风险等系列问题,对于监管层来说,最大的风险源于市场机制不健全的效率风险。

证券公司开展股指期货业务,建立我国券商期货业务IB制度,必须要尽可能全面地考虑相关的风险,用适当的法律法规去规避风险和消除隐患。该业务的风险难点主要在

三个方面:防火墙的设置、资金流转的控制与监督、保证金的追缴。

1.业务防火墙的设置
券商应设置专门的部门,必须有专业知识的人员操作,他们需要具备专门的业务资格,以保证熟悉相关业务知识,了解业务风险产生的主要环节,并及时与客户沟通,保障客户投资收益。

2.资金流转的控制与监督
考虑到以前券商证券业务曾经出现的挪用保证金的问题,券商IB业务应密切关注资金的流转。相关业务资金必须存放于专门独立的帐户系统,不能与其他业务资金混合,以保证业务的独立性及客户资金免受挪用。通过IB开户的客户,缴纳的保证金需存放于以期货公司名义开设的客户保证金专户,客户只能通过指定结算银行以指定转账的方式办理出入资金。IB和监管部门可参考证券业务资金监管的方法,对资金帐户的变动实行实时的监控,若出现异常变动,可及时采取措施应对。

3.保证金的追缴
期货业务与证券业务的最大不同点,就在于保证金方面,客户保证金可能由于市场的变动,而变得不足以弥补亏损,这样就形成期货公司的业务风险。IB参与后,如何合作追缴保证金就是一个大的难题。借鉴台湾经验,若没有IB的大力协助,只依靠期货公司追缴保证金,会出现很多问题。因此,需要将IB加入到追缴保证金的责任体系中,规定IB的相关责任和权力。IB需要详细了解客户信息,保持与客户的沟通和联系,及时给予客户投资和风险提示,并承担追缴保证金的一定比例责任。

另外,IB业务还存在证券公司与控股的期货公司内部利益冲突与道德风险,以及没有期货IB资格的证券公司的客户流失风险和相应的监管逻辑冲突等问题,集中体现在股指期货监管并不是正常依据净资产管理能力和风险管理能力进行监管,进而带来市场竞争环境的不公平。

三、股指期货监管理论及监管制度的国际比较

监管理论认为:监管的代价是昂贵的,存在道德风险。因为监管能影响行业间相对竞争状况,且由于各利益集团的影响,最终规章制度可能会有助于一部分生产者,而不是更多的消费者。因此,监管理论设计的出发点应给予政府和监管者以利于促进广泛的社会利益为动机。当前主要学术观点有监管公益论、监管寻租论、监管俘获论和监管供求论等,其共同的结论是均强调从维护社会利益出发,片面强化监管所带来收益,以现实供求力量相互作用的监管理论安排。在我国现有经济制度下,如果监管理论增强对市场主体行为的约束力,增加违规者的受罚成本,使市场主体因违规而带来的可能收益无法弥补其成本,从而调整证券公司等经营机构的市场运营行为。混合战略纳什均衡是:即监管机构以a/F的概率检查,期货公司以c/F的概率选择违规。为达到监管目的,罚款f要远远高于监管机构的检查成本c,期货公司的受罚成本F要远远超过其因违规行为而获得的额外收益a。为此,需要证券公司在控股期货公司中把握好市场准入、风险控制、业务经营等诸多方面的关。

表1:监管博弈风险矩阵

监管机构	期货公司	
	违规	不违规
检查	(-c+f, a-F)	(-c, 0)
不检测	(0, a)	(0, 0)

从监管程序讲,监管机构根据法律法规的授权制定出更详细和具体的规章进行监管,并指导期货公司建立符合法规要求的内部经营规则和控制制度,来促进其遵守法律法

规,做到对违法违规行为的约束和处理。因此,期货公司监管理论应为保护期货投资者利益、保障期货市场的公平、有效和透明,减少系统风险,达到充分发挥期货市场经济功能的目标。具体来说期货监管理论须通过建立健全各种风险防范制度如保证金制度、每日结算制度、大户报告制度、涨跌停板制度及各种禁止性风险控制制度来防范市场风险,保证市场的安全与稳定,从而维护社会公共利益。监管类型一般分为审慎性监管和机会主义监管两类。对期货公司等中介机构的清偿能力、经营能力和财务安全进行监管,确保其资本的充足性、流动性和清偿能力,保障投资者利益不会因经营冒险而遭受损失的审慎性监管包含了市场准入监管、持续性经营监管等内容,证券公司的二级审慎性监管责任无旁贷。资本充足测试应根据期货公司的性质及业务量检测公司面临的风险,成熟市场经济国家一般都以法律法规的形式来确定期货商的资本充足率。目前,以美国为代表的期货监管当局,对期货商资本充足性的监管目的更倾向于保护投资者而不是系统性风险。其净资本计算的一般的公式是先确定法定总资本,然后对一系列资产进行扣除,从而得到“净资本”。监管中,监管机构把这一结果与所要求的最低净资本水平相比较,就可以看出期货商的财务风险状况。此外,还需要规定若干较高的“预警水平”测试点,当净资本低于预警水平的期货公司必须收缩业务,而净资本低于最低要求则必须停止营业。而所谓机会主义监管是指针对中介机构处理与客户关系行为中,有

目的地使处于信息弱势的客户能够获得应有的信息,享有应有的权益,免遭可能的机会主义侵害的监管行为。建立信息披露制度是机会主义监管的核心,其监管的主要内容包括:禁止挪用客户资产、详尽的信息披露、市场操纵监管、内幕交易监管等。这对保护投资者利益,维护期货市场的公平、公正、公开,做到对客户资质的严格审查,并保存客户交易记录使得政府监管和自律监管有据可查,适时制定保证金的收付机制,实行逐日盯市,使期货经纪公司风险监控呈现自动化和程序化特点。在交易所方面,应制定保证金制度、涨跌停板制度、大户持仓限额制度、每日结算制度等以防范交易风险,同时,通过交易量、空盘量和大户持仓量等数据指标对市场可能发生的风险进行有效防范,并建立风险赔偿基金,加强对会员的管理,尤其是对开设套期保值账户会员的管理,抑制套期保值账户的投机操作。

国外监管理论对我国开展股指期货的启发及借鉴主要有:(1)监管目标和宗旨相似。(2)有严格的资金管理、市场准入和信息披露制度。(3)有明确的监管职责和法律责任。具体表现在客户和经纪公司的资金要分离,从保护客户权利出发,应签订“风险说明书”和其他文件,做到对客户资质的严格审查,并保存客户交易记录使得政府监管和自律监管有据可查,适时制定保证金的收付机制,实行逐日盯市,使期货经纪公司风险监控呈现自动化和程序化特点。在交易所方面,应制定保证金制度、涨跌停板制度、大户持仓限额制度、每日结算制度等以防范交易风险,同时,通过交易量、空盘量和大户持仓量等数据指标对市场可能发生的风险进行有效防范,并建立风险赔偿基金,加强对会员的管理,尤其是对开设套期保值账户会员的管理,抑制套期保值账户的投机操作。

四、证券公司开展股指期货业务的监管对策

事实上,股指期货已把现实经济生活中的风险剥离了出来,变成可交易的产品,从而使风险具备了敞口,可以得到有效地释放,增强了经济体抵抗冲击的能力。况且,股指期货作为一种资产管理的工具本身不会制造风险,且在完善的制度保障下,风险完全可以控制,并将成为证券公司重要投资工具和利润增长点。具体表现在:首先,证券公司已建立了隔离制度。经纪业务完全可通过期货公司进行,从制度上保证不会给证券公司带来系统性风险;其次,中金所已建立了交易结算会员、全面结算会员和特别结算会员的分层结算制度,从而把市场风险通过分级、分层、分散的办法进行了有效避免;另外,联保制度使结算会员之间实现风险的分散,增强了市场自身风险的消化能力,有效地防止风险的扩散。总之,金融期货保证金已完全纳入到安全存管的监控体系。

证券公司开展股指期货业务风险控制的总体原则是:(1)明确证明合作中的权利义务;(2)规范客户介绍和开户程序,保证开户资料的真实有效;(3)在自营业务中规范股指期货交易的程序和监督制度,建立防火墙制度;(4)建立有效的内部稽核制度。在IB业务的风险控制与监管方面,从营销环节看要加强IB营业部的营销人员和理财顾问的执业教育,使得相关人员承担起相应的责任;其次,加强营销团队的管理,严明相关人员的权限和纪律,严格执行公司的各项规章制度;营业部在开展业务前应对客户进行投资教育,充分提示市场风险,让客户全面了解股指期货的具体交易细则和投资策略,充分做好承受风险的心理准备。在开户环节,经纪公司应建立规范的开户操作标准流程,并临时在各个证券营业部设立开户专职岗位,负责受理开户申请、审核开户资料、授权与客户签署“期货经纪合同”等。同时,证券营业部应配合期货开户人员审核客户资料的真实性,从而有效建立起一套完整的培训、管理、营销、分配、监督体制。在结算环节,经纪公司和营业部两端应制定周密平仓制度,使风险控制双层防范体系更充实、可靠。证券公司以自营方式参与股指期货,则应以套期保值为主要目的,规定证券公司所有未平仓头寸的期货合约实际占用保证金总额不得超过净资本的3%。在自营业务风险管理中,应充分利用VaR方法进行风险控制,使每个交易员或单位明白正进行多大的风险交易,预防过度投机行为的出现。计算相对准确的避免比率对于避险的效果至关重要,同时对监管机构来说,要判断股指期货的头寸是否是套期保值,也需要通过对避免比率的分析。最优套期保值比率的计算模型主要有风险最小化套期保值、风险收益权平衡套期保值和效用最大化套期保值。由于某券商自营头寸历史数据的缺乏,我们采用跟踪的自营头寸(不包括封闭式基金头寸)周数据进行模拟测算,自营头寸获得了超过沪深300指数的平均收益,而且标准差也相对较小,两者之间的相关性仅为0.1026,是否进行股指期货套期保值操作?值得进一步研究。经统计分析本自营头寸滞后2~3阶,且大于统计量Q和LM的概率都小于0.10,说明它存在较显著的异方差性。自营头寸收益率序列最优滞后步长为4,一阶差分序列在1%的显著水平上都拒绝单位根的原假设,即它们为平稳序列。采用μ/σ方法发现,当投资组合与股指期货相关性很低时,不进行套期保值是一较佳的投资选择。

随着国内金融期货市场的逐渐兴起,发生在现货市场和期货市场的价格操纵现象日益频繁,借鉴成熟市场的监管措施,从法律法规、合约设计、日常监管、跨市场信息共享和联合监管、跨市场危机处理程序等角度研究跨市监管,能对证券公司期货业务监管提供一定借鉴。为理顺市场间的套利途径,有效遏制市场操纵或内幕交易等不法行为发生,应出台志在加强协调现货与期货市场的法令规定,并在设计合约时,慎重考虑指数样本股票数量和其权重分配情况,防止发生现货和期货市场间的操纵行为发生。在监管过程中,应采用“逐笔盯市”的保证金跟踪制度,并

建议管理机构制定相关合作机制,建立资金流动、头寸状况等各项跨市场监管标准,以利于监管操纵与内幕交易等不法行为发生。特别是当市场价格或交易量出现异常时,能做到限制现货及相关期货的买卖数量,对于杠杆交易品种(包括现货),应采取调整杠杆比例、限制会员头寸、变更交易时间、修改交割规则等手段对市场进行疏导,甚至停止或暂停期货市场交易,或暂停两个市场交易,以降低市场风险。



图1:中国股指期货业务监管体系

对证券公司而言,股指期货的推出将会影响自营、经纪业务的开展,会在管理、技术、人才等各方面对券商提出更高的要求,建立健全内部控制制度就显得尤为重要。在监管体制上,借鉴国外三级监管体制,建立在证监会指导下,以交易所为一线监管、发挥行业自律监管、完善证券公司内部控制制度的四级监管体制是适应监管需要的必然措施,这一体系符合了适度竞争、自我约束与外部管理相结合、国际惯例与我国实际情况相结合的监管原则。证券公司内控建设要以诚信为核心理念,在有效的公司法人治理结构基础上制定并组织实施内部相互制约、相互协调的制度、措施、程序和方法,其主要内容应包括稳健的经营方针和健全的组织结构、明确的工作权限、严格的授权与审批制度、独立的会计及核算体制、科学有效的信息管理系统及有效的内部审计制度等,使股指期货交易机构内控管理处于该项业务的核心基础地位。我们对股指期货业务风险规避的具体措施:

- 1.建立严密的法律、法规与监管体系;
- 2.明确监管原则和监管基本制度,实行专业监管分工;
- 3.健全对期货公司、自律组织(交易所、行业协会及清算机构)的监管构架、风险控制制度等事项;
- 4.加强监管部门责权,督促对投资主体的监管力度;
- 5.引入国外动态保证金制度;
- 6.在设置保证金底限的情况下,每天根据预测市场风险程度收取不同标准的保证金,确保市场的流动性和安全性;
- 7.对制度进行合理设计,避免操纵市场行为发生;
- 8.以期货市场信用制度为基础,完善相应的处罚制度;
- 9.加强期货市场与股票市场的合作,提高风险监控和运作效率水平;
- 10.加强两个市场间头寸统一管理,设立风险联合管理和控制机构;
- 11.加强对投资者风险意识与投资技巧的教育和培训。

证券公司制度建设离不开业务发展的需要,尽管证券公司已基本融入到期货业务的监管体系之中,但随着证券公司金融衍生品业务的开展,期货公司规模小,抗风险能力弱的特点必将显露,需要证券公司根据自身股指期货业务量、风险敞口大小,确定该项业务风险指标Var值,并结合公司净资产规模,加强对期货公司注册资本和自营、资产管理在股指期货业务规模的动态调控,使证券公司的风险降低至最低限度。

(本文仅代表作者的观点,不代表任何机构)