



金融衍生品之风险及防范

西南财经大学会计学院 黄增玉

【摘要】 本文综述了我国业界对金融衍生品风险防范的探讨,从外部条件和内部管理两个方面分析了风险的成因,从宏观和微观两个视角归纳了风险防范的措施,最后又指出我国业界在探讨中忽略了的两个问题。

【关键词】 金融衍生品 风险 防范 场外交易 对手方信用

一、金融衍生品之风险

2001年12月2日,世界上最大的天然气和能源批发贸易商、资产规模达498亿美元的美国安然公司突然向美国纽约破产法院申请破产保护。安然公司的关联企业从事金融对冲交易——做空美国国债市场、做多国际石油期货是导致其破产的最直接原因。由于市场不遂人愿,自2001年开始,美国国债市场不降反升,而石油价格不升反降,导致安然公司的关联企业因此损失了10亿美元,这对其构成了致命一击。

以期货和金融衍生品市场业务为主的美国商品和证券公司——瑞富公司,于2005年9月申请了破产保护。作为全

球期货市场最大的经纪公司之一,该公司在2005年3月之前仅客户期货账户就保管着41亿美元的资产。瑞富公司的危机对华尔街的影响不容小视,这又一次提醒人们关注金融衍生品风险的重要性。

二、我国业界对金融衍生品风险防范的探讨

1.金融衍生品风险的成因。针对金融衍生品交易的复杂性、高杠杆性、虚拟性、高风险性等特点,我国业界认为,金融衍生品风险产生的外部客观原因主要有:①金融衍生品是金融自由化的产物。在金融衍生品得到迅猛发展的同时,它的副作用已对金融机构乃至整个金融体系都产生了潜在的威

四、税式支出对经济增长的影响

经济增长通常用一定时期的总产出即国民(内)生产总值或国民收入的增长率来表示。因此,税式支出与经济增长的一般关系,实际上就是税式支出与国民(内)生产总值或国民收入变动的一般关系。

在由家庭、企业和政府三方面组成的社会经济活动中,由社会总供给表示的国民收入为: $Y=C+S+T$ 。其中: Y 表示国民收入, C 表示消费, S 表示储蓄, T 表示税收。从社会总需求来看,又有: $Y=C+I+G$ 。其中: C 表示消费, I 表示投资, G 表示政府支出。把这两个公式结合起来,则可得到新的国民收入核算公式: $C+S+T=Y=C+I+G$,进而可以得到: $S+T=I+G$ 。

下面,我们再来分析税收与国民收入变动的一般关系。我们把 C 看成是收入的函数,并假定在没有收入时消费量为 C_a ,可供支配收入为 Y_d ,边际消费倾向为 b ,于是有: $C=C_a+bY_d$ 。假定 T 为总税额,则可供支配收入 Y_d 便等于总收入 Y 扣除 T 后的余额,即: $Y_d=Y-T$ 。将此式代入 $Y=C+I+G$,就有: $Y=C_a+b(Y-T)+I+G,(1-b)Y=C_a-bT+I+G$ 。由此可得出: $\Delta Y/\Delta T=-b/(1-b)$ 。该式表明了税收与国民收入变动的一般关系,通常称之为税收乘数,也即税收的增加或减少引起国民收入变动的程度。由于税收增加则国民收入减少,税收减少则国民收入增加,所以税收乘数是负数。税收乘数表明,税式支出对国民收入的调节作用不只限于数量上的减税,它会通过税收乘数发挥更大的作用。

税式支出作为国家调节经济活动的一个重要工具,在促

进经济增长方面做出了重要的贡献。其主要表现在以下四个方面:①促进了出口的扩大。2002年,对生产企业自营出口或委托外贸企业代理出口的自产货物出口退税全面实行“免、抵、退”税办法。当年,全国直接办理的出口退税额达744.32亿元,免抵调库增值税514.5亿元,两项合计1258.82亿元,比2001年增加187.31亿元。②有利于吸引外资。2002年,对涉外企业共减免税收356.79亿元,比2001年增长115.9%,占税式支出总额的16.5%。同年,全国外商直接投资合同金额为828亿美元,比2001年增长19.6%,实际利用外资527亿美元,增长12.5%。2002年涉外税收收入完成3487.1亿元,比上年增长21%,占全部税收收入的21%。③支持了高新技术企业的发展。2002年,全国对高新技术企业的税收减免额为70.42亿元,比上年增长139.8%,占税式支出总额的3.3%。④缓解了社会收入分配差距拉大的矛盾。1997~2003年,我国对民政福利企业的减免税总额近600亿元。国家规定对服务性企业、商贸企业吸纳下岗失业人员达到一定规模,以及下岗失业人员从事个体经营的,分别给予减免营业税、城市维护建设税、教育费附加和企业所得税等优惠政策,为缓解社会收入分配差距拉大的矛盾发挥了积极的作用。

主要参考文献

- ①楼继伟,解学智.税式支出理论创新与制度探索.北京:中国财政经济出版社,2003
- ②刘佐.对税收支出问题的再探讨.税务研究,2003;3
- ③温来成.公共财政理论与深化中国税式支出制度改革.中央财经大学学报,2000;5

胁:金融衍生品的不断创新,模糊了各金融机构的界限,加大了金融监管难度;大量新金融衍生品的出现使资产的流动性增强,对各种金融工具类别的区分越来越困难。②金融衍生品交易属于银行的表外业务,不仅可以绕过《巴塞尔协议》对银行最低资本的要求,而且不会影响银行资产负债表的状况,于是金融衍生品的交易规模日趋扩大,出于盈利目的进行的投机交易也越来越多。③随着发达国家对国际资本流动限制的取消,各国金融市场逐步开放,通过计算机和卫星网络,形成了全时区、全方位的一体化的国际金融市场。这极大地方便了金融衍生品的交易,同时也加大了金融监管难度,使各国货币政策部分失效,降低了各国奉行独立货币政策的自主程度。④产品的复杂特性。“火箭科学家”(开发衍生品的金融工程师的别称)像玩魔方一样,把基础商品、利率、汇率、期限、合约规格等予以组合分解,复合出来的各种金融衍生品日趋艰涩精致,不但使业外人士如坠云里雾中,就是专业人士也经常看不懂。⑤迅速增加的场外交易品种和巨额的交易量,使得各国政府难以对金融衍生品交易进行有效监管,加大了风险。

金融衍生品风险的产生,除了上述客观原因之外,更主要的原因还在于投资机构内部的管理、配合和风险控制出了问题。这主要包括以下几点:①管理层的认识不足。金融衍生品只有在一定条件下才能实现风险管理和降低交易成本的目标,但这一点通常不为企业的高层领导(甚至金融机构的领导)所了解,他们对金融衍生品的潜在风险估计不足,往往当危机就要爆发时,决策者还不知道自己的决策已经失误了。②内部控制不严密,对交易员缺乏有效的监督。③激励机制的过度使用。许多公司把交易员的业绩与薪水联系在一起,有的还实行利润分成,这对调动交易员的积极性无疑起到了重要作用,但同时也激发了他们的冒险精神,使他们在交易过程中常常会不自觉地加大风险系数。④越权交易。虽然决策者对交易的进行做出了明确的规定,但是在赚取到巨额利润时,他们并不一定会检查交易过程中是否有越权行为,交易员反而会受到表彰,以致得意忘形。

2.金融衍生品风险的防范措施。针对金融衍生品风险的防范,我国业界在探讨中从宏观角度提出的措施有:①积极、稳健地推进利率市场化改革和汇率市场化改革。②加快进行金融衍生品市场监管的法律法规体系建设,制定与之相适应的会计制度、税收制度和监管制度。③改革金融衍生品市场的监管机制,建立政府监管、行业协会内部管理和交易所自律三级监管体制。④进一步加强金融衍生品市场监管的国际合作。⑤培育金融衍生品的核心竞争力。⑥改进金融衍生品业务的管理体制和运行机制。从微观角度提出的防范措施有:搞好金融机构自我监督管理的内部控制制度建设,提高金融机构的风险管理能力。建立健全内部控制制度包括:建立风险评估制度,建立风险限额管理制度,建立快捷而完善的资讯系统,加强内部控制与内部审计。此外,还应培养精通金融衍生品交易的专业人才。

三、我国业界在探讨中忽略了的问题

1.关于金融衍生品的场外交易问题。有文章认为,对金融衍生品的场外交易难以进行监管,因此建议最好不进行或减

少场外交易。但是笔者认为,这种提法是不现实或有违市场规律的。根据相关资料,20世纪90年代场外交易由于可以根据客户的特殊要求灵活提供各种期限和条件的合约,同时其交易成本较低,因而已经超过有组织的交易所交易,呈现出后来居上的趋势。到21世纪初,这种趋势越发明显。2001年12月,金融衍生品场外交易的未清偿合约价值达到1 111 150亿美元,已经数倍于交易所交易237 980亿美元的水平,近几年该发展趋势仍然保持,说明其存在是符合市场规律和市场需求的。

场外金融衍生品交易确实给政府的监管带来了很大的挑战,而美国联邦储备局前主席格林斯潘先生却认为,一些人可能觉得政府对场外金融衍生品交易商的监管是进行风险管理的必需,但这需要有两个前提条件:一是政府的监管能够解决各类市场所带来的问题;二是政府在实施监管时,不会降低交易双方之间形成的市场规则的有效性。而实质上,审慎而明智的监管是市场而非政府通过对对手的评估和监控来实施的。如果一些交易者想当然地认为政府监管可以替代个体的那些审慎做法的话,那么非官方的有效监管模式(自律监管)将会被破坏,甚至被取代。从欧美各国的实践来看,自律监管一方面要接受政府的事前监管和事后评估,另一方面还要面临来自受害者的事后赔偿诉讼。这两方面的压力使得自律监管组织必须恪尽职守,加强对行业的自我约束和自我管理,使行业免受来自政府的处罚和来自受害者的诉讼。笔者认为,我国尽管有自己的特殊性,但也是可以借鉴美国的模式的,问题的关键是如何尽快建立起公平、规范、行之有效的自律监管体系。

2.关注金融衍生品交易对手方的信用。维护市场规则的关键因素是市场的参与者能够客观评估对手方的信用程度。由于金融衍生品交易存在的种种风险,金融衍生品的市场参与者在进行交易前,应当做到:第一,认真、仔细评估对手方的信用情况,并在交易期内监控对手方信用质量,不与信用状况有问题的交易商进行交易,以免被对手方欺骗而蒙受巨额损失。第二,在金融衍生品交易的协议中制定对手方风险管理措施,在对手方出现违约情况时,该协议将使与对手方的所有交易得以终止,并计算出收益净值。第三,市场参与者给对手方设置一定的信用底线,并积极监控自身和对手方面临的风险,以保证对手方的信用始终处于该底线之上。如果金融衍生品交易双方计算出的信用风险超过了约定的界限,就有权要求对手方进行质押。

我国的现实情况是,社会信用体系正处在建设的初期,还没有建立起来。《中共中央关于制定十一五规划的建议》对建立社会信用体系提出了明确的要求,社会信用体系的建立已经上升到国家战略的高度。同时,由中国人民银行建立的全国统一的个人信用信息基础数据库也已正式运行。我们期待社会信用体系的建立,相信在不久的将来将建立起适合我国国情的社会信用体系。这不仅为化解金融衍生品的风险提供了保障,也为建立和谐中国提供了保障。

主要参考文献

- ①孙玉甫.衍生金融工具会计.上海:复旦大学出版社,2005
- ②曹敏.金融衍生产品及风险分析.上海金融,2004;6