

期货经纪业中的风险、监管与投资者保护

上海财经大学工商管理学院 毛小云

摘要：在我国，普通投资者要通过期货经纪公司才能进入期货市场进行交易，在此过程中，投资者会受到三种可能的风险：欺诈，财务风险和经纪业务过程中的风险，这些风险给期货经纪业带来市场失灵，从而赋予监管的合理理由。由此，有四种方法能够给投资者提供保护，使他们的利益得到有效维护。

关键词：期货经纪业，风险、规制、投资者保护

根据我国《期货交易管理暂行条例》的规定，在期货交易所进行交易的只能是期货交易所的会员，普通的投资者要进入期货市场进行交易，只能通过期货经纪公司会员。因此，在投资者参与整个期货交易的过程中，他们是与期货经纪公司发生直接关系的。一般来说，投资者参与期货交易都要经过如下的流程：选择期货经纪公司 → 开户 → 下单 → 竞价 → 结算 → 成交回报与结算的确认。

由此，我们可以辨别投资者在此过程中，可能会受到如下一些风险，从而造成投资者利益受损的情况：期货经纪公司的欺诈；期货经纪公司的财务风险；经纪业务过程中的风险，如执行指令失误，结算延迟等。如此，就会给期货经纪业带来市场失灵，并赋予监管（包括政府规制与自律管理）的合理理由。

本文即是从投资者在与期货经纪公司发生关系的过程中的风险入手，分析这些风险给投资者带来的成本，并且探讨这一过程中市场失灵的来源，提出纠正市场失灵和保护投资者的方法。

一．期货经纪业中的风险与投资者成本

期货经纪业中的风险大体可以分为三类：一是期货经纪公司的欺诈；二是期货经纪公司的财务风险；三是期货经纪公司业务过程中的执行订单失误、结算延迟等的风险。

1．欺诈。欺诈导致的损失是投资者更为直接关注的问题。一些经纪商在经营过程中可能会欺诈，他们可能告知投资者交易不是冒险的，但事实却不是这样；或者他们说不会为自己的帐户交易，事实上暗地里从事了这种交易；或者他们说将客户保证金与自有资金分开管

理，事实上却挪用了客户保证金。如果欺诈未被察觉，而违约又不存在的话，很显然投资者就会处于风险之中。在这种情况下，本应由经纪公司承担的风险就转嫁到投资者身上。当违约情况发生时，要察觉欺诈自不在话下。但是经纪公司由于资金的短缺，不能完全补偿投资者，从而形成投资者成本。即使经纪公司完全补偿了投资者，也会因交易的中断带来干扰成本（disruption costs）。交易的中断会暂时阻止投资者使用适当的投资组合管理。

2. 财务风险。财务风险包括经营风险（受固定成本和收益波动性的影响），与自营风险。这些风险对投资者的意义取决于客户保证金是否与经纪公司自有资金分户存放了。目前《期货经纪公司管理办法》第二十七条规定，期货经纪公司应当在期货交易所指定结算银行开立投资者保证金账户专门存放投资者保证金，与自有资金分户存放。

这种将客户保证金分户存放可以达到如下三个目的：第一，客户保证金不能用于其他客户之用；第二，分户存放使得经纪公司难以将客户保证金用于自己的运作；第三，在分户存放的情况下，要确定保证金是否被违规占用就比较容易。

分户存放并不必然意味着期货经纪公司就不会挪用客户保证金。这种状况仍然存在，但是如果客户保证金被存放在一个独立的帐户上，这种风险就会大为降低。如果客户保证金被严格分户存放（例如由指定的银行存放），那么因违约给投资者带来的唯一成本就是干扰成本。如果实行了分户存放，但不是由指定的银行存放，那么欺诈导致的损失风险仍然是存在的。在客户保证金未被分户存放的情况下，除了干扰成本外，违约通常也会给客户带来损失。

当客户保证金可以在各期货经纪公司之间无障碍地进行流动时，干扰成本就可被最小化。这些情况包括：客户保证金与经纪公司的自有资金被明确分割开来；经纪公司的债务能够顺利解决。这样的话，经纪公司就不存在因资金短缺而需要占用客户保证金的情况。

3. 代理交易过程中的风险。这些风险包括执行订单失误，结算延迟等，在不存在欺诈的情况下，只有当发生了违约时才会给投资者带来成本。这样的话，投资者就会遭受损失，即使客户保证金被分户存放，这种情况也可能发生。例如，由于经纪公司的疏忽造成了一个比较大的执行订单失误可能会导致违约。结果，客户就未能获得完全的收益或者可能要支付一笔较大的费用，而这笔费用在不存在这种失误时本可以避免的。这种情况时有发生，经纪公司的下单员在期价上涨时将做多误做空，并且延迟做相反交易以规避风险就是其中一个例子。那么有可能出现经纪公司违约拒绝给予客户适当补偿，或者出现诉讼问题，带来诉讼成本。

概而言之，投资者面临的主要风险是欺诈。当欺诈导致违约时，未完全补偿的损失的风险就出现了，而在没有发生违约的情况下，欺诈就不可能被完全披露出来。当客户保证金被

严格分户存放时，经纪公司财务风险带来的投资者成本仅限于干扰成本。在目前经纪公司被禁止从事自营并且保证金实行分户存放的情况下，这种干扰成本就非常小。最后，因经纪公司在执行订单和交易结算过程中的疏忽，也会使投资者处于风险之中。

二．市场失灵的来源

根据规制经济学理论，规制机构干预某一行业仅当存在市场失灵时才是合理的。当价格和激励没有完全反映供给的商品和服务的成本和收益时，就存在市场失灵。

很显然，期货经纪业中的最重要的市场失灵就是不完全信息，或者说信息不对称。收集关于经纪公司和公司内部员工的质量信息是一个要花费高昂成本的过程。个人投资者即使有动力去监察（或者委托代理人去监察）经纪公司，这种动力也是不够的。因为任何人的监察（monitoring）所带来的收益会广泛地扩散到所有投资者。结果，个人投资者就希望其他人进行监察，自己“搭便车”。因此，实际监察数量会低于所要求的数量。

随着投资者数量的增加，搭便车问题会越来越严重。这或许可以通过经纪公司委派监察者来克服，但是这又会产生道德风险问题。很显然，我们不会允许偷猎者来选择猎禽看守人吧。结果，经纪公司在执行和结算交易上，在评估公司的财务风险上，在估计欺诈的可能性上，是否付出了多少努力，投资者都没有充分的信息。因此，这类市场失灵反映了以上我们所描述的所有风险。

经纪公司当然可以以优越的投资业绩来使自己有别于其他公司，经纪公司的代理量和代理额每天都会被正规披露，经纪公司也可通过自己的网站和广告等来显示自己。但是，这种投资业绩并不完全可信，在短期来看，它很难与其他因素比如说运气区别开来。我国也有学者就以代理量和代理额为标准来衡量好业绩和坏业绩提出了置疑。

一些高质量的经纪公司也会通过许多其他方法来显示自己。例如，通过增加注册资本向投资者显示它们几乎不会存在违约风险，经纪公司降低了从事不规范交易的动力。

1．欺诈。即使不存在搭便车问题，也不可能或者很难防止欺诈。原因在于没有足够的察觉欺诈的机制（可视性问题（observability problem）），或者难以确定欺诈是否发生（证实性问题（verifiability problem）），以及那些起诉欺诈的人要证明欺诈的存在可能会面临大量的障碍（可执行性问题（enforceability problem））¹。

如果欺诈被察觉了，经纪公司只要有充足的资金就需赔偿投资者。在资金不足的情况下，

¹ Julian Franks and Colin Mayer：“risk, regulation and investor protection”，Clarendon Press, Oxford,1989,pg.153。

违约就必然会发生。如果违约发生了，我们有理由假定此前的欺诈导致的损失将会被披露出来。这就不存在可视性问题（至少在事后是如此）。然而，偿付能力不足通常意味着经纪公司没有充足的资金来赔偿投资者的损失。这种损失预期产生了一个重要的信息问题。如果投资者在他们投资前不能确定经纪公司的质量，那么他们就不能区别诚实公司和不诚实公司。由于预期到会有损失（在某一欺诈概率下），投资者就会要求所有经纪公司，无论是诚实公司还是不诚实公司，提供更高的收益来补偿这些损失。由于这些更高的收益是以平均预期损失为基础的，投资者往往会对诚实或高质量经纪公司要求了过度收益（excessive returns）。诚实的公司因而被赶出了市场，导致经纪公司的平均质量下降。这个问题就是通常所指的“逆向选择”。

2. 财务风险。财务风险导致市场失灵的程度与客户保证金是否被分户存放密切相关。如果没有分户存放，那么经纪公司就有动机从事过于冒险的活动，例如通过自营。由于客户保证金暴露在财务失败的风险之下，投资者与经纪公司的其他债权人就要承担成本了。股东会从高风险策略中获益，但是一旦失败，债权人和投资者就会遭受损失。

如果投资者预期他们的投资会受到财务失败的威胁，他们将需要更高的收益。而这又会迫使经纪公司寻求更高收益，因而加剧经纪公司选择过度冒险的活动的道德风险问题。

反之，当客户保证金被分户存放，它们就不会暴露在经纪公司财务失败的风险之中。结果，经纪公司的所有者就不会从提高经纪公司活动的风险性来获益。

3. 代理交易过程中的风险。当发生了执行订单失误，结算延迟等时，就会给投资者带来类似的成本。经纪公司在执行订单和结算时没有付出足够的努力，一旦该公司不能支付完全的赔偿，就会给投资者强加成本。如果经纪公司不用承担其活动所造成的额外成本，那么经纪公司就会出现不采取足够努力的道德风险。这种风险，与财务失败的不同，不能通过将客户保证金分户存放来回避。

值得注意的是，在此描述的市场失灵是否在其他行业，例如汽车业，也广泛存在。它们之间至少存在三个差别：第一，质量评估问题在经纪业中更加严峻。不存在可信的标准来测量经纪公司的业绩，这就削弱了投资者以低成本确定经纪公司质量的能力。因此，不存在违约时，欺诈就不会被察觉，懒散的管理体制也就可持续下去。第二，经纪公司为客户提供的是一种连续的服务，而汽车公司只有在汽车销售后并且有服务担保的情况下才会提供服务。这种连续性服务使得业务的中断在经纪业中比在其他行业中造成的后果更严重。第三，也是最显著的，通过货币的交易，非契约型财富转移的风险在金融机构中比在其他企业中更大。当经纪公司占有现金保证金时，这种风险就特别地大。但是即使经纪公司没有这么做，经济

业务提供货币收益的事实意味着非法占有会特别难以被察觉。

总之，经纪业务中出现的市场失灵表现在三个方面，并且产生了规制的初步依据。第一个是搭便车问题，第二个是逆向选择问题，这个问题的存在会鼓励欺骗性公司和个人进入期货经纪业。不存在违约时，欺诈可能不会被察觉，存在违约时，投资者也不会获得充足的补偿。无论在何种情况下，都会给投资者带来风险。第三个是道德风险问题。

三．纠正市场失灵与投资者保护

我们可以看出，以上三种市场失灵的形式具有一个共同的内在原因：投资者一方的不完全信息。不完全信息产生了逆向选择和道德风险问题。进而反映大量小投资者搭便车的趋势，导致监察的数量不足。

要使信息的收集和传播能被有效地进行，我们可以通过一个公共机构或私人机构来达到。由一个监察者来提供信息可被认为是一个适当的解决方法。当然，依赖于一个监察者提供服务也产生了一个严重的问题：谁将监管监察者的绩效？在某些情况下，这个问题可能很容易解决。如果被监察的活动的质量最终被披露，那么监察者的质量也被披露。只要监察者会因低劣服务受到惩罚，监察者就有正确的动机来正确履行他们的职责。从这个意义上来说，交易所的自律管理被证明是一种比较好的选择。

以上我们所指出的三类风险：欺诈、财务风险和代理交易过程中的风险都可能导致违约的发生，因此，监察这三类风险是有共同点的。欺诈和经纪公司质量可由交易所或期货业协会来进行监管。

监管者在履行它们的职能时动力不足的问题可以通过要求监管者对投资者遭受的损失予以赔偿来克服。如果确实这么做了，并且事前已经协商好，监管者也就能够有动力履行好自己的职能。

未导致违约的欺诈并不一定会被察觉，这就产生了这样一个问题，公共机构在调查未披露的欺诈时是否比私人机构具有更大的动力。答案至少部分依赖于公共机构运作所依赖的规则。

总之，期货经纪业中的市场失灵是源于信息问题。因此，最优解就是寻求纠正信息供给缺陷的方法。不存在欺诈时，私人进行监察就是可行的。然而，如果存在欺诈风险，公共部门的介入就可纠正逆向选择和可视性问题。

我们的观察结果是不完全信息是期货经纪业内在的市场失灵，它的含义是当存在很多大的能够自己监察期货经纪公司质量的投资者时，就不存在规制介入的合理理由。因此，如果

期货经纪公司的投资者是机构而不是个人，那么投资者保护就不那么费力了。这其实引出了一个被广泛持有的信念，在涉及投资者保护条款时，应该对不同类别的投资者进行区分。然而，由于在期货经纪业中存在更加广泛的市场失灵，而不止是搭便车，因此机构投资者的欺诈也要求公共机构进行监管。

以上我们谈论了纠正市场失灵的原则，现在我们要详细分析投资者保护的四种不同方式：保险、最低资本金要求，监察和保证金分户存放。

保险是一种不完备的保护形式。如果违约发生了，保险就可使投资者免于欺诈导致的财富转移。然而，如果违约没有发生，欺诈只是降低了投资者的收益，一旦损失未背察觉，投资者就未受到保护。而且，保险市场同样也受到逆向选择和道德风险的困扰。逆向选择意味着保险公司不能确定被保险人的质量，因此以平均质量来设定保费，这就不可避免地使一些企业能够以非常有利的条件获得保险。另外，在保险市场中存在几种形式的道德风险： 保险公司因不完备或未充分详细设定保险条款而不能支付足够的赔偿； 被保险人提出了在合约中未列明的不合理的（或欺骗性的）要求； 被保险人从事了过度冒险的投资。后两个问题尤其严重，很可能导致诚实的和低风险的公司补贴不诚实的和高风险的公司。

最低资本金要求在目前我国期货市场的发展阶段是比较重要和合理的，由于期货经纪业中的以上风险的存在，因此，设定最低资本金要求可以达到如下几个目的： 可以确保发生违约时能够尽可能地赔偿投资者，降低投资者的损失； 降低违约风险，缓冲经纪公司的财务风险； 设定较高的进入壁垒，将进入者限定在具有一定经营能力的公司。根据《期货交易管理暂行条例》和《期货经纪公司管理办法》规定，期货经纪公司的最低注册资本不得少于 3000 万元。尽管有这一规定，期货经纪公司中还是存在注册资本不实现象。这就需要期货经纪公司进行监察。

第三种保护形式是审查和监察经纪公司。审查是事前评估个人和公司的质量，监察是在经纪公司运作后对其业绩进行事后评估。审查（screening）是监管者执行的“合规与合格”检验，需要由一个公共机构来执行。监察的一个重要的好处在于即使经纪公司没有违约也可辨别欺诈和非契约型财富转移（non-contractual wealth transfers），还可检查经纪公司的财务状况和交易情况。另外一个好处就是，如果结合对滥用法律或规则的个人施以足够严厉的惩罚，那么就可以大大降低欺诈发生的可能性。相比较而言，所有潜在的新进入者都必须接受审查，因此监察在辨别欺诈上是一种比审查更有效和更低成本的方法。但是，如果没有施以足够的惩罚，那么即使欺诈被察觉出来，那么监察也是达不到效果的。

第四种投资者保护的方式是将客户保证金与经纪公司自由资金实行严格的分户存放。当

然，尽管实行了分户存放，经纪公司仍然可以控制客户保证金，例如，当投资者做多或做空时，经纪公司可以暂时控制做多或做空的结果。那么即使客户保证金被单独存在在一个帐户上，一个欺骗性的期货经纪公司经理还是能够占用这些资金。如果客户保证金被统一存放在某一指定银行或交易所，那么就可以达到客户保证金的严格分户存放。目前，我国期货监管者正在就是否将客户保证金统一存放在期货交易所的做法进行探讨，应该说，将客户保证金存放在期货交易所可以降低经纪公司挪用客户保证金的发生率，降低投资者的风险。但是，由于很多经纪公司都是三家交易所的会员，如果一个投资者做了一个交易所以上的品种，而将保证金存放在不同交易所，显然又会增加交易成本。这个问题的一个解决方法是成立一家统一的结算公司，由这家结算公司统一存放客户保证金。

以上四种投资者保护的方法在目前我国期货经纪业中使用的比较多的是后三种。但是，在实践中，由于没有配备严格的惩罚机制，使得很多问题都没有得到有效的解决。可以说，以上几种保护投资者方法应该结合严格的惩罚才能有效地保护投资者。

四．结论

以上我们探讨了期货经纪业中的市场失灵的性质，这种失灵产生了监管的需要。我们也分析了不同监管措施在纠正市场失灵上的有效性。

经纪业中最重要的市场失灵源于欺诈，欺诈产生了逆向选择问题，因而必需公共部门的监管并施以严厉的惩罚。即使经纪公司没有违约，投资者也可能遭受损失。结果要察觉欺诈就非常困难，投资者没有获得其应有的赔偿。欺诈导致的市场失灵证明了公共机构的介入是很合理的。

此外，还有一些投资者保护的方法可以使用：保险、经纪公司的最低注册资本家要求、客户保证金的分户存放等。这些方法都能在一定程度上使投资者免遭或最小化经纪公司系统性风险带来的成本，也就成为当前我国期货经纪业中可行的保护者的手段。

参考文献：

- 1 .W.K.Viscusi J.M.Vernon J.E.Jr.Harrington :Economics of Regulation and Antitrust ,D.C.Heath and Company , 1992。
- 2 . Alfred E.Kahn : The Economics of Regulation: Principles and Institutions , The MIT Press , 1988。

3. 赵锡军：《论证券监管》，中国人民大学出版社，2000年版。

4. 何志伟：“期货市场投资者保护的对策”，《期货日报》，2002年8月29日。

作者简介：

毛小云 上海财经大学工商管理学院产业经济研究中心博士生 研究方向：产业组织，期货经济学