“泛亚危机”反思与地方性金融要素市场发展路径探索

叶永刚，吴良顺

[摘 要] 2015年，昆明泛亚有色金属交易所出现兑付危机。其中，交易所家族经营、非法集资、擅改交易规则、欺骗投资者等违规操作，以及监管主体不明确，监管法律缺失等都是此次危机爆发的原因。“泛亚危机”凸显了地方要素市场风险控制问题和金融监管问题。因此，必须加强金融要素市场的内部管理，明确监管主体，完善监管法律，对现货市场的交易规则、交易方式、风险控制等进行严格的规定和限制，加大违规操作的处罚力度，才能走出一条符合国情的规范的、健康的金融要素市场发展之路。

[关键词] “泛亚危机”；地方性要素市场；金融监管；路径探索；

[作者简介]

叶永刚，1955年8月生，男，武汉大学经济与管理学院，湖北省武汉市武昌区珞珈山街16号，430072，武汉大学中国金融工程与风险管理研究中心主任、教授、博士生导师，研究方向：金融工程、风险管理、国际金融；

吴良顺，1992年8月生，男，武汉大学经济与管理学院，湖北省武汉市武昌区珞珈山街16号，430072，硕士研究生，研究方向：金融工程；

金融要素市场有广义和狭义之分。广义的金融要素市场是指交易双方运用各种金融工具对生产要素进行交易从而实现资金融通的市场；而狭义的金融要素市场特指要素交易场所，是具有交易柜台或网络等实际交易场所的市场。本文所指的即狭义的金融要素市场。依托当地优势资源发展地方性金融要素市场，可以实现金融资源集聚和价格发现，可以促进区域资源市场化、规范化交易。金融要素市场不仅可以为金融资本服务地方实体经济提供快捷通道，同时也可以为建立多层次资本市场，提高直接融资比例提供服务。具有多层次、多元化的金融要素市场往往意味着金融品种、金融工具和市场深度的发展程度较高。但目前国内地方性金融要素市场普遍存在监管真空和监管不力，交易行为不规范，内部管理制度不完善和管理水平不足，专业水平不足等问题，一些地方金融要素市场的风险开始暴露出来，2015年爆发的“泛亚危机”就是一个例子。

2015年7月，昆明泛亚有色金属交易所（以下简称“泛亚”）出现兑付危机，造成22万投资者的430亿资金无法兑付，这就是 “泛亚危机”。这一次的“泛亚危机”不仅仅是简单“非法集资”的问题，更涉及到热炒的“P2P”融资、互联网金融、地方要素市场（交易所、交易中心）等是否合法合规问题，以及金融监管缺失导致金融风险暴露的尖锐问题。截至2016年3月底，全国在册合规交易所多达700余家[[1]](#footnote-1)。随着各类交易所的发展，规模上亿的风险事件不断出现，涉及资产规模多达千亿。“泛亚危机”所凸显的地方要素市场风险控制问题和事件背后隐含的相关金融监管问题值得我们思考和研究。

关于泛亚危机的原因和金融要素市场的发展问题，有相关国内外学者进行了研究和思考。万璐（2015）[1]认为虚假宣传是导致“泛亚危机”的主要原因，普通投资者应该提高风险意识，用闲余资金从事低风险投资；武鹏（2015）[2]认为监管缺失才是导致“泛亚危机”的主要原因，抽掉“监管真空”才能严控风险。黄小鹏（2015）[3]交易所哄抬价格的不正当动机和活跃交易赚取利润的疯狂举动是导致危机爆发的重要原因。“泛亚危机”的发生，性质上看是属于金融要素市场发展不规范导致的。蒋静梅（2010）则从博弈论的角度分析了监管缺失和金融要素市场不规范发展的因果关系。

尽管“泛亚危机”暴露了金融要素市场的问题，但关于金融要素市场，尤其是地方性金融要素市场，仍有很多学者对其存在的必要性进行了思考和探索，早在80年代，就出现了“农村金融市场”[4]理论，该理论批判了过分强调储蓄融资作用的“农业融资论”，强调了市场在农村资源配置中的作用；另外，Kindleberger（1972）[5]从比较经济学的角度探讨了金融中心的形成和金融要素市场的发展，认为规模经济是导致金融要素集聚的原因，一定程度解释了金融要素市场存在的必然性。Simon X.B.Zhao（2005）[6]通过实证研究发现：在社会主义市场经济中，少数行政机构集聚了大量的资源，更容易形成金融要素的集聚。更有诸多学者研究发现，金融要素市场的发展对地区经济增长存在明显的促进作用，例如：Goldsmith（1969）、MicKinnon（1973）和Shaw（1973）[7] [8] [9]的实证研究证明，金融要素市场的完善程度与国家的经济增长存在明显的正相关关系；Levine（1997）[10]认为一个完善的金融要素市场可以降低经济体中的风险，提高储蓄水平，降低交易成本，从而更有效地配置资源。但是，也有学者对金融要素发展中存在的问题表示担忧。Besley（1974）[11]、Hoff和Stiglitz（1990）[12]以及Hellman（1996）[13]的研究发现，由于信息不对称、交易成本、垄断等因素的存在，金融要素市场经常会出现市场失灵的现象，因此，加强对要素市场的监管至关重要。夏乐象等（2007）[14]认为现有的金融要素市场结构单一，竞争不充分，服务效率低，亟需提高金融服务的水平。

一、“泛亚危机”溯源和反思

（一）“泛亚危机”回顾及溯源

这一切的源头在于，泛亚曾提供给客户一份“零风险”的获利模式——“日金宝”[15]，即可以通过委托交割而赚取延迟交割补偿金，同时该产品可随时赎回变现，零风险，日收益高达4.5‰（年化16.4%），并且第二天即可支取昨日收益，无手续费。可事实上，泛亚并没有发行理财产品的资质，日金宝业务即可界定为非法集资。

除此之外，“泛亚危机”和以往的非法集资和私设交易平台事件不同，它具有自身的复杂性和特殊性。“泛亚危机”出现的原因归纳起来有以下几个：

1.泛亚的高管在当地工商部门登记注册多家合伙企业，实缴资本为0。这些“0元合伙企业”几乎“零门槛”地吸收投资者的钱进入，资金规模巨大。据中国经营报报道，此次“泛亚危机”涉及来自全国28个省份的22万投资者，融资金额430亿元，其中超过360亿已经确定无法追回[16]。

2.泛亚为防止稀有金属低价出口，大量囤货，并与生产商合作，双方利用垄断地位，获得定价话语权，从而抬高价格，获取利润。此外，由于贵金属交易计入地方GDP，所以得到很多地方政府的支持。一些经济学家也曾为“泛亚”鼓吹和“站台”，这使得“泛亚”问题具有复杂性。

3.同时，泛亚还有个赚取财富的渠道，即允许个人买家申请没有实物的卖方实物交割的权利，个人卖家如果没有实物并且未平仓，就要被动缴纳“延期交割费”，这使得大量买家涌入，价格疯长。而只囤货不卖货的模式和缴纳“延期交割费”的制度，导致部分供应商出现资金链问题，“日金宝”得以盛行。

4.推出理财产品和互联网金融产品

除了大肆宣传“日金宝”等理财产品吸引投资者，其“零风险，高回报”的虚假宣传欺骗了大量的投资者。“泛亚”还于2015年末上线类似于P2P平台的“泛融网”，短短4个月从4.6万投资者手中非法筹资124亿元。

5.流动性压力增大成为事件导火索

2015年4月，A股市场快速上涨，越来越多的投资者纷纷从泛亚撤资进入股市，泛亚承受的流动性压力加大，泛亚的兑付危机逐渐加大。

（二）“泛亚危机”暴露的问题——金融监管的缺失

“泛亚危机”出现的原因，除了泛亚交易所自身暴露的非法集资等违法行为之外，金融监管的缺失无疑起到推波助澜的作用。金融监管的缺失主要体现在以下几个方面：

1.第三方监管缺失

“日金宝”等理财产品，宣传称由银行托管（第三方托管）。但实际上，银行只起到中间转账的作用，“泛亚”通过银行直接将投资者的资金转进自己的对公账户，这使得“泛亚”可以肆无忌惮地动用投资者的资金[17]。

2.发行类产品监管宽松。

“泛亚”宣称其推出的“日金宝”属于受托业务，但是无论从宣传还是从产品的性质上都属于理财产品的范畴。然而，“泛亚”并不具备发行理财产品的资格。因此，“受托产品”监管不够规范和理财产品发行审查过于宽松是危机爆发的重要原因之一。

3.银行代理销售理财产品监管缺失

“日金宝”之所以能够获得如此之大的销量，与其是通过银行销售的关系巨大。银行的高认可度使得普通投资者对其完全信任，使得各类公司争相通过银行销售理财产品。而缺少对该销售行为的监管，必然会导致金融风险的爆发和银行信誉的缺失。

“泛亚危机”只是地方性金融要素市场问题的一个缩影，“泛亚危机”爆发前后，地方性金融要素市场非法集资、管理混乱、违规操作、欺骗投资者等问题屡屡发生，因此加强对金融要素市场的监管，完善金融要素市场内部管理制度，规范市场行为，控制区域性金融风险的发生，走出一条更符合中国国情的金融要素市场发展道路显得至关重要。

二、后泛亚时代金融要素市场发展路径探索

（一）要求要素市场加强内部管理，减少违规操作

1.建立规范的经纪会员管理制度和投资者适当性制度

地方性金融要素市场应当建立健全自身的业务规则和管理制度，并在经营场所和网站予以公示；建立规范的经纪会员管理制度，公示经纪会员名单，建立诚信档案；建立健全投资者适当性制度，在对投资者基本信息了解的基础上进行风险评估，合理提示投资者风险，并对投资者的账户和资金信息予以保密。

2.建立规范的登记结算和资金托管制度

负责登记结算的机构必须具有专业资质，诚实守信，确保权益持有人名册和过户真实、准确，不得捏告和篡改。资金存管必须交与第三方负责，可与本地商业银行签订资金托管协议，交易所不得动用、划转投资者账户资金。

3.建立完善的交易软件系统和交割仓库

交易场所应当建立自己的内部管理、灾备管理、交易管理等系列电子信息系统，并有专业技术人员负责维护。必须建立自己的现货交割仓库，定期盘存，做好实物交收记录。同时，加强与期货交易所的交流，促进大宗商品期货和现货市场协调发展。

4.建立完善的风险控制制度

交易场所的风险主要来源于交易者、交易产品、交易机制和交易中心内部四个方面。交易者的资质及其交易行为是交易场所面临的主要风险，一方面体现在交易者是否足够的经济能力完成交易和承受价格的波动，不至于引起合同签订后出现违约行为；另一方面，交易者是否基于诚信原则，真实的发布资产信息，交易者是否属于善意交易，而非对交易产品价格采用非法的操作从中获利。上述方面是交易者风险的重点。交易产品的真实性、产品代表的实物资产的真实性都属于交易产品可能带来的风险范畴。内部人员的信用问题和违规行为同样会给交易中心带来损失。

交易场所的风险管理方法可以从以下四个方面展开，第一，对入场交易和产品的管理和限制。在交易者和交易产品进入交易中心之前，对其进行严格的审查是规避和减少风险的最为直接的方法。第二，对交易行为的限制。主要通过对交易价格的形成、波动幅度以及交易时间的限制，来控制交易者对产品价格的恶意炒作。第三，对交易机制的完善和监控。根据不同的交易产品设计合理的高效的交易机制，通过加强对市场的监控，制定符合实际交易情况的交易机制来规避由此引发的风险。第四，风险转移。通过引入第三方机构，建立严格的制度对资金、资产实现第三方托管、清算、交割等，在交易中心内只完成交易信息的发布和价格形成过程，可有效地避免资金和资产的遗失等问题。

5.规范组织交易行为

地方性交易场所的交易行为必须做出以下“五条红线”的限制：交易场所必须遵守《证券法》，未经允许，不得将任何权益划成等份额发行；交易场所必须禁止集合竞价、连续竞价、电子撮合、做市商等集中交易模式；不能将权益按照最小交易单位或其整数倍交易；权益的实际持有人累计不得超过200人；不得以集中交易的形式交易标准化合约。只有严格遵守这五条红线，才能规范地方性要素市场的交易行为，从而防范潜在风险的发生。

严格控制价格操纵。交易场所在提供报价、转让等服务时，应符合国家相关规定，并定期公布成交价。严厉打击交易商囤积居奇，操纵价格的行为。

建议交易所现货交易遵循“公开、公平、公正”的原则采取多品种混合交易模式，提倡以现货挂牌交易[[2]](#footnote-2)作为主要的交易形式，结合现货协议交易、现货竞价交易[[3]](#footnote-3)等，活跃交易氛围，真正让交易场所发挥价格发现和金融要素合理流转和配置的功能。

（二）加强金融监管，减小监管成本，加大违规处罚力度，防患于未然

1.明确监管分工

对于地方性金融要素市场，设立交易场所的市州政府应当明确一个部门作为该交易场所的日常监管单位，一般由省一级的金融办或金融监督管理局负责总体监管。同时省政府相关职能部门依照其对应职能进行相关监管。

对于交易所的登记结算机构，应当由省政府金融办负责监管；交易场所的账户资金应当由第三方托管，银行业金融机构负责监督；证券公司、会计事务所、律师事务所、资产评估机构依法对交易场所提供服务。

2.审慎审批金融要素市场的设立

地方政府应当坚持“总量控制、合理布局、审慎审批”的原则，严格审批地方性金融要素市场的设立申请。地方性金融要素市场应当由具有雄厚实力的地方行业龙头企业负责牵头；注册形式必须为现金资本，具有完善的现代公司治理结构，和具有专业知识和任职资质的高级管理人员；具有明确的交易品种，完善的交易制度，和配套的经纪会员市场准入制度、投资者适当性管理制度、风险评估和控制方案、信息披露制度和必要的安全保障措施。

3.完善监管法律，减少监管成本

目前，我国大宗商品等交易场所的法律法规是明显滞后的，现货市场监管法律体系不完善，各省市的管理条例尚未对电子交易做出明确的规定，这一次的“泛亚危机”尚未找到现成的现货电子交易场所的监管法律的法律依据。

必须完善现货交易市场的法律体系，让监管有法可依，减少监管层盲目监管、主观判断等行为，让要素市场的监管成为监管部门日常工作的例行行为，真正让监管成本减小，监管者乐于监管。

4.加大违规违法行为的处罚力度

加强对要素市场高管人员的行为限制，加大处罚的力度。“泛亚危机”产生的原因很大程度上是由于该公司高管人员滥用职权，无视法纪，违规操作所造成的。因此，必须加强对交易场所高管人员的资质和行为监管。应当要求：交易场所的高管人员不得在其他营利性组织、机构、团体中兼职；不得泄露或利用非公开信息直接或者间接买卖本交易场所的交易品种，严禁以权谋私；高管人员在履行职责的时候，其直系亲属或其他具有重要利害关系的人员应当回避。对于交易场所高管人员的违法违规行为，必须依法查处，使其承担相应的法律责任，造成严重损失和重大不良社会影响时，还要追究其刑事责任。让处罚真正能够威慑到交易场所高管人员及其他相关人员的行为。

对于交易场所的违规行为，应及时予以警告，要求其限期整改；对于交易场所的违法行为，依法予以查处，必要时采取停业整顿，罚款，吊销牌照等处罚，必要时追究其相应的法律责任。

[参考文献]

[1] 万璐.泛亚事件反思[J].理财, 2015(11):20-21.

[2] 武鹏.基于泛亚事件的金融监管思考[J].海南金融, 2016(2):55-61.

[3] 黄小鹏.四角度反思泛亚风险事件 [N].证券时报, 2015-9-24(1).

[4] 蒋静梅.重庆农村金融要素市场培育研究[D].重庆大学贸易与行政学院, 2010.

[5] Kindleberger C P．1974．The Formation of Financial Centers: A Study of Comparative Economic History[R]．Princeton．

[6] Simon X B Zhao，Jianming Cai，Li Zhang．2005．Asymmetric information as a key determinant for locational choice of MNC headquarters and the development of financial centers: A case for China[J]．China Economic Revie，16（3）：308-331．

[7] Goldsmith R W．1969．Financial Structure and Development[M]．New Haven CT：Yale University Press．

[8] Mc Kinnon R I.1973.Money and Capital in Economic Development [M]. Washington DC: The Brookings Institution．

[9] Shaw E S．1973．Financial Deepening in Economic Development[M]．New York：Oxford University Press．

[10] Levine R．1997．Financial development and economic growth: Views and Agenda[J]．Journal of Economic Literature，35：688-726．

[11] Besley T．How Do Market Failures Justify Interventions in Rural Credit Market? [J]．The World Bank Research Observer，9（1）： 27-47．

[12] Hoff K，Stiglitz J E．1990．Introduction: Imperfect Information and Rural Credit Markets: Puzzles and Policy Perspectives[J]．World Bank Economic Review， 4（3）：235-250．

[13] Hellman T，Murdock K，Stiglitz J E．1996．Deposit Mobilization under Financial Restraint, In: Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries, Hermes, N. , Lensink, R, eds. Routledge Studies in Development Economics．

[14] 夏乐象，涂盈华．加强农村金融体系建设，提高农村金融服务水平[J]．金融与经济，2007．（10）：85-86．

[15] 泛亚:你贪的是他的利息,他要的是你的本金[J].现代营销(经营版) , 2015(11).

[16] 雷士武.泛亚危机涉28省区20多万人[N].中国经营报, 2015-8-17(1).

[17] 孙斌.剥开泛亚系精心伪装的画皮[N].期货日报,2015-11-13.

1. CHINAFT《行业数据库》，信息来源：http://www.chinaft.com.cn/news/industry/19970.shtml。 [↑](#footnote-ref-1)
2. 挂牌交易是指买卖双方交易商协商一致或经交易所配对，签订电子现货合同，卖方向买方转移交易商品的所有权，买方向卖方支付货款的过程。 [↑](#footnote-ref-2)
3. 竞价交易分为竞买交易和竞卖交易。

竞买交易是指卖方通过交易所的竞价电子交易系统预先公布竞价标的的类型、数量、最小交易量、交收方式等信息后公开挂牌，买方通过交易所竞价电子交易系统在公布的底价基础上自主报价和加价，最后由符合成交条件的买方拍得标的商品，并签订交易合同进行货物交收的一种交易模式。

竞卖交易是买方交易商将拟购买的商品详细资料提交给交易所，确定交易的具体时间，通过交易所预先公告后，在电子交易系统中挂盘报价，卖方自主减价。若在约定竞卖交易时间内，无人继续减价后，竞卖交易结束，以最低卖价成交，双方签订电子交易合同并进行货物交收的一种交易方式。 [↑](#footnote-ref-3)