

证券市场的金融风险防范技术

马守斌 陈守东 杨明

摘要：随着金融市场的飞速发展，金融风险越来越受到人们的普遍关注。事实上，传统的风险防范措施不仅不适应市场经济的发展要求，相反，已经成为市场经济进一步向前发展的桎梏。因此，VaR、TRM 和 PCA 等金融风险防范手段相应问世，在金融风险防范领域起到不可低估的作用。本文主要介绍的金融风险防范技术包括 VaR、TRM 和 PCA，讨论了他们各自的优点和存在的缺陷并给出了将 VaR、TRM 和 PCA 三者有机结合的结论，以求实现金融风险防范的最优均衡。

关键词：金融风险 VaR TRM PCA

一、引言

作为新兴市场，中国证券市场得到了迅速发展。然而随着证券市场的发展与繁荣，也带来了不可忽视的问题。投资者的不成熟，市场规模的有限性和入市资金来源的多样化等因素的综合作用，使证券市场尤其是股票市场在一段时期出现了恶性投机的行为。以前对这种现象，监管部门沿用了“行政干预”这一屡试不爽的法宝，曾经在短期内导致股票迅速回落。然而，没有释放出来的能量经过一段时间的压抑之后，又将股指迅速推高。事实证明，以行政手段来管理市场性极强的证券市场是一种治标不治本的方式，达不到促进市场长期、健康发展的目标。不仅如此，政策干预的突发性会引致市场投资者对未来预期的不确定性，进一步扭曲市场行为，扩大股市的波动幅度。

经过十年的探索，人们逐渐对市场监管的目标达成共识：宏观监管的目标是缩小波动及防止恶性金融事件的发生。波动和周期性是市场经济与生俱来的特性，证券市场作为一个活跃的金融子市场，更不可能不产生波动。监管部门对证券市场施以监管的目的并不在于控制指数的涨幅和平均市盈率的高低，也不是企图消除波动和周期性。其根本目的在于缩小小波峰和波谷的距离，减轻由于市场风险过度积累并集中释放所产生的对整个经济体系的消极影响，更好的发挥证券市场优化资源配置的正面功能，减少恶性投机带来的负面影响及防止恶性金融事件的发生。

基于对监管目标的认识，市场监管的重点在逻辑上就落到了对证券经营机构的监管上。证券经营机构既是证券市场买方和卖方的中介人，也是市场上有号召力的机构

投资者。进一步而言，它实际上是整个市场的枢纽。而对证券经营机构的监管需要外部监督和内部自律相结合，但在实际中并未找到两者之间合适的结合点。尤其对于如何加强证券经营机构的内部风险管理方面，至今缺乏得心应手的工具。所幸的是，金融科技在不断向前发展。90年代以来，国际上发展出了一种从理念到手段上都是前所未有的风险控制技术。这里谈到的金融风险是指金融机构在经营过程中，由于决策失误，客观情况变化或者其他原因，使资金、财产、信誉等有遭受到损失的可能性。

1996年1月发表了《巴塞尔协议修正版》，它提供了一整套关于市场风险的分析、计算方法、相应的管理规章制度和结合信用风险与市场风险的动态指标，正式确定了金融机构内部风险管理的范围扩展和形式的转化。巴塞尔委员会明确建议以内部风险模型所计算出的“风险价值”（Value_at_Risk,简称 VaR）作为风险量化的度量标准。

与此同时，金融风险管理理论新发展--整体风险管理技术（TRM）产生了新的发展。由于标准化方法和内部模型方法存在以上所述的缺陷，许多经济学家主张采用一种激励相容的监管方案，提出了对银行资本监管的预先承诺方案 PCA（Pre_commitment Approach）这种呼声越来越高涨。

二、建立统一的风险标准是宏观监管的需要

中国证券市场具有新兴市场的共同特征——高投机性和大幅波动性。这一特征的宏观存在使政府监管部门必须采用符合中国现阶段经济发展特性的制度手段和先进的技术手段对其加以动态监控。然而要达到这一目的必须解决一个关键问题——对风险积累度的衡量问题。即股市何时处于高风险区，以及在这一区域中买卖力量的暂时平衡一旦被打破将会有多大的破坏力。这一问题无论对于一般投资者、证券经营机构还是对于监管部门而言，都是一个核心问题。解决了这个问题就能对风险的大小进行测度，监管部门的管理和干预才有可靠的理论依据。

问题在于，目前中国证券市场尚未建立这样一个科学理论的公认标准。我们习惯以指数涨跌和市盈率高低作为评价市场状况的指标，但它们不能全面、动态及时的反映市场的变化情况。股票指数的高低具有相对性，以指数涨跌作为衡量标准不可避免的带有主观性和事后性。而以市盈率的高低作为衡量风险的标准缺乏客观依据。从横向看，世界各国股市的平均市盈率水平相差很大，而且股市处于运行周期的不同阶段，市盈率的变化幅度也过于宽泛，很难找到一个“合适”的平均市盈率。从纵向看，

不同行业、不同地区上市公司的市盈率之间也会存在并且也应该存在差异。属于朝阳行业和衰退行业的上市公司之间市盈率差距是正常的。换一个角度看，处于前景广阔的新兴行业的上市公司市盈率较高，可以看作是投资者愿意以较高的代价获得进入此行业的权利，这说明社会资金正在从衰退行业转向新兴行业，这种情况本身正是证券市场优化资源配置功能的具体表现。因而，市盈率的高低也不能作为衡量股市风险的直接标准。

许多客观的原因导致国内证券经营机构在内部风险管理方面与国际领先水平相比还有一定的差距。这种差距首先表现在对市场风险内涵和外延的理解上。国内机构对风险的理解大部分局限于透支交易和违规操作上。一般认为只要没有透支或不违规就不会产生风险。对于机构持有头寸的变价风险只有定性描述的认识而无定量分析的工具。对头寸的风险管理手段也只限于限额管理。其次，还未树立全公司范围内 (Enterprise_Wide)统一风险管理的理念，全公司范围内还未将风险管理作为一个整体，而是割裂为孤立的几个方面。第三，在风险和收益之间缺乏有机联系。公司对交易员的交易成绩是在多大风险程度下获取的并不清楚，而是采用片面重视收益的利润分成管理方式。这种没有加入风险调整因素的收益衡量是一种“成者为王，败者为寇”的管理理念，无疑是鼓励交易员拿公司资金去冒最大的风险。

中国证券市场的现状可以归结到一个问题上：如何量化风险，找到一种政府监管部门、证券经营机构及市场投资者公认的风险标准，实现对风险程度的明确表达。作为金融数学与计算机技术结晶的 VaR 技术正是能够解决这一问题，有希望成为对宏观监管与微观控制适用的新兴学科。

三、金融风险防范技术

1、VaR (Value_at_Risk) 的理论和应用

VaR 是英文 Value_at_Risk 的缩写形式，中文可译成“风险价值”。国外的有关专家将它定义为：未来一定时间内，在给定的条件下，任何一种金融工具和品种的市场价格的潜在变化（好的或坏的变化）



这个定义中有两个参数，一是“未来一定时间”，这一参数可以定义为未来一天，两天，一周或一个月等等。二是“给定的条件”。VaR 系统中所包含的条件范围非常广泛，大致可分为以下几类：

- (1) 经济条件：比如利率或通货膨胀率的升降，GDP 的增长率等。
- (2) 市场条件：如市场总体上处于上升、下降或盘整。
- (3) 上市公司及所处行业：如上市公司收益的高低，所处行业的景气状况等。
- (4) 信誉条件：如对机构的信用评级，经营评价等。
- (5) 概率条件：如是在 95%的可信度基础上，还是在 99%的基础上进行测度。

给定未来一定时间和一定条件，金融载体（股票、债券、衍生工具等）的 VaR 值就是其价格相应的最大变化范围。举个例子来说，假如给定的经济条件是利率上升 100 个基点（bps）时，则某金融载体在未来一天的 VaR 值就是该金融载体在未来一天内价格可能的最大变化范围。同样，当使用概率条件时，未来一天 95%概率的 VaR 值可理解为：平均每 100 个交易日中，有 95 天该值是最大的变化范围，在其余 5 天变化有可能突破这个范围。

VaR 计算是结合现代金融学、经济学、数学和统计学等多门学科的复合产物，已成为现代金融理论和方法的一个重要组成部分。

证券经营机构使用 VaR 技术可以实现以下功能：

(1) VaR 能为金融机构提供一种全方位的风险控制机制。从前台交易员的交易行为，到后台公司内部风险控制，都能实现真正意义上的风险的事前、事中和事后管理。

(2) VaR 提供了全新的评估交易员交易成绩的方法。传统的评估交易员成绩的方法是以交易员最终赚取了多少利润为标准的。而且，一般情况下，交易员的收入直接与获利的多少挂钩。这种方式刺激着交易员拿公司的资金去冒最大的风险来博取利润，甚至，不惜用作假帐来谎报利润，欺骗管理人员。VaR 的出现为新的评估方法提供了可能。VaR 提供超越传统的以盈和亏判定交易员成绩的标准，把盈亏水平和风险度有机结合起来，从而为评估交易员交易成绩提供了一个更客观和更科学的标准。

(3) VaR 为金融机构在不同的交易领域进行合理的资源调配提供了统一标准。对金融机构来说，资金是一种有限的、具有明显时间成本的资源。在一定的时间段内，如何有效的利用资源在很大程度上影响着机构利润目标的实现。对于同一交易品种的

不同交易员，VaR 可以通过评估与预测，为每个交易员设立不同的交易头寸极限，以确保有限的资源最大限度的集中于那些在给定风险下，最有可能创利的交易员手中。对于不同交易品种的交易部门，VaR 可以估算出在部门之间如何配置资源才能实现总头寸在给定风险条件下的利润最大化。VaR 的优势就在于提供跨越不同市场和交易品种的统一风险标准。

(4) VaR 为风险管理提供了统一的交流语言和容易了解的信息汇报工具。VaR 使用一种非技术的语言来交流和测量不同金融品种和市场的风险。它的单位可以表达为人们所熟悉的货币单位：元（这只是一种表达方式）。这样通过直接测算出市场风险将会给机构造成多少元的损失，可以帮助高层管理人员准确及时的掌握交易和投资的风险程度，也可以帮助一个股份制机构向股东以非技术语言汇报机构的风险情况。

(5) VaR 对风险的测量能够做到事前性、动态化和定量化。VaR 另一个显著特点是它测定风险是在事件发生之前，而通常风险是在一个大损失之后才能测定。由于 VaR 系统能测定小到散户、个股的投资风险，大到机构、市场整体的风险程度，并且能够通过分解风险来源及时给出量化的减少风险的办法，所以它非常适合于监管部门对证券机构及市场总体风险的管理，从而为实现管理的定量化、事前化提供了可能。

2、TRM 的理论和应用

TRM 是整体风险管理 (Total_Risk_Management) 的英文缩写，它对于分析我国金融风险风险管理具有重要意义。

尽管 VaR 风险管理技术在对风险进行定量计算上发挥着不可或缺的作用，但它也有明显的局限性，首先它的管理对象相对较窄，只能衡量正常情况下的市场风险，对于市场上的突发性风险、信用风险、操作风险、法律风险及战略风险等难以进行量化。而且更为重要的是 VaR 是基于金融资产的客观概率，也就是说它对金融资产或投资组合的风险计算方法是依据过去的收益特征进行统计分析来预测其价格的波动性和相关性，从而估计可能的最大损失。如参量法、历史数据法、历史模拟法和随机模拟法(蒙特卡罗法)都是遵循这一思路进行的。由于完整的金融风险风险管理包括风险的识别、测定和控制三个过程，而且对一定量风险进行控制是金融风险管理的最终目的，这必然要涉及风险管理者的风险偏好和风险价格因素。所以单纯依据风险可能造成损失的客观概率，只关注风险的统计特征，并不是系统的风险管理的全部。因为概率不

能反映经济主体本身对于面临的风险的意愿或态度，它不能决定经济主体在面临一定量的风险时愿意承受和应该规避的风险的份额。而完整风险管理不但要能计量出面临的风险的客观的量，而且应该考虑风险承担主体对风险的偏好，这样才能真正实现风险管理中的最优均衡。

(1) 整体风险管理 TRM 进展

金融风险管理理论最新进展即 TRM 系统就是在现有风险管理系统的单一变量，即概率 (Probabilities) 的基础上引进另外两个要素，即价格 (Prices) 和偏好 (Preferences)，谋求在三要素 (3P's) 系统中达到风险管理上客观量的计量与主体偏好的均衡最优。这样不但可以对基础金融工具风险进行管理，而且也可以管理衍生工具可能带来的风险，从而实现风险的全面控制。三个要素在 TRM 系统中都是关键性的：价格是经济主体为规避风险而必须支付的金额；概率用来衡量各种风险(包括衍生交易本身风险)的可能性，而偏好决定经济主体愿意承担和应该规避的风险的份额。

有关 TRM 对金融风险管理中价格概率偏好三要素的研究进展主要体现在

1) 价格—概率—偏好三要素 (3p's) 在金融风险管理中的联动性

研究表明金融市场达到均衡时，价格、概率和偏好三要素中的任何两者能自动决定第三者，如给定偏好和概率，价格将被精确地决定，这正是资产定价模型的核心；同样地，Bick-Leland 和 Jackwerth 的研究也提出，在一个均衡中给定价格和概率，偏好也能被唯一决定，Jackwerth 和 Rubinstein 在 1996 年得出结论认为当给定价格和偏好时，概率也可以计算出来，这些都表明 3P's 在所有的市场运动中(其中包括金融市场)都是不可分割的联动体。因为金融风险管理是面向市场的，所以在金融风险管理中也必须将三者作为一个整体加以研究，而现有的风险管理模式中的最大弱点就是只关注三者之中的一个或两个，而不是对三要素进行系统的决策。

2) TRM 中的价格要素

价格的确定是金融风险管理的首要任务，也是已有的金融风险管理模式的核心内容。因为现代绝大多数风险管理是建立在衍生交易技术和使用衍生工具定价模型的基础之上的，而衍生工具定价模型的中心内容就是确定简单的或复杂的各种衍生产品的市场价格，因此这些模型对金融风险管理政策和技术的进步具有里程碑的意义。

在这些模型中基础金融工具价格波动被假定为遵循随机过程，尤其是遵循布朗运动规律，这种假定本身就限制了风险偏好的类型。随机过程中的参数，如布朗运动中

的波动系数和扩散系数等，是在供求均衡中而不是通过套利决定的(因为基础金融工具价格波动是由资产的瞬时预期报酬决定的，而现代金融学最基本的信条之一就是预期报酬和风险是由供给和需求综合决定的)，而在任何供求均衡中必然暗含偏好因素。所以，即使在以套利为基础的资产定价模型中 3P' s 也是相互关联的。

3) TRM 中的概率要素

在现有的风险管理实践中一直没有对“客观概率”和“主观概率”加以区分，这似乎使得概率要素与价格尤其是偏好要素失去了联系。现有金融风险管理方法在对主观概率规律把握上仍处于薄弱甚至空白状态。这使得完整的风险管理系统中三要素处于相对割裂状态，这正是 TRM 所要加以解决的一个重要方面。

Ramsey, De Finetti 和 Savage 研究认为尽管价格与主观概率之间存在深层联系，而主观概率的确定事实上必然要受偏好因素的影响。

4) TRM 中的偏好要素

偏好因素是风险管理的核心，因为风险管理方案最后结果是对经济主体愿意承担风险和应规避风险的份额和各自的量作出选择，从而实现对风险的控制，尽管选择行为也受价格和概率的影响，但它最终是由偏好决定的。

尽管偏好是金融风险管理中的核心和基本因素，但迄今人们对偏好的规律把握最为肤浅，已有的偏好理论尚存在诸多分歧和局限，远未形成严密的逻辑体系，这也是目前金融风险管理的最大挑战。1979 年 Kahneman 和 Tversky 提出的“期望理论 (Prospect theory) 就是一与风险管理密切相关而与传统的效用最大化理论相悖的经验模型。这个经验模型发现经济主体对待金融损失和金融收益的态度是不对称的。

(2) TRM 系统的基本框架

1) 分析组织结构

这是对金融机构和工商企业的组织结构进行分析以确定其对可能发生的经济事件的敏感性和反应能力。其重点是分析系统结构的局限性。

2) 估测或假定概率

它是对各种可能事件和方案的概率进行的风险评估过程，在这个阶段应将主观概率和客观概率区分开来，但所有概率应符合一致性原则，即符合概率公理，此时为使概率确定更加精确可以参考价格和偏好因素。

3) 决定或计算价格

一般是直接参考市场价格或对无市场交易和流动性弱的工具计算其均衡价格，进而决定各种可能事件和方案的经济后果。

4) 确定机构的偏好

包括罗列出所有相关决策者的风险偏好清单并确定企业的总体商业目标。当决策者的风险偏好和公司目标确定后，可以参照决策者报酬结构对机构风险偏好进行综合分析，以检验决策者风险偏好是否和公司目标相一致。例如，当某一决策者是风险中性者，而他的主要报酬是公司股票和认股权证时，他的行为就会与股东财富最大化的公司目标不一致，此时应重新设计员工报酬结构使之与公司目标相适应。

5) 建立实时的风险监测系统

建立这种实时的跟踪系统对价格、概率、偏好三要素的变动进行监测，如主要决策者报酬水平和财富的变动(这将影响其偏好)，机构组织结构的变动以及经济环境的变动等。现有的专家系统、自然语言系统等智能系统可以部分地发挥这种作用。通过这种监测可以达到金融风险管理的动态最优。

(3) TRM 的优点

TRM 模型克服了包括 VaR 在内的现有金融风险管理技术的基本弱点，将金融风险管理中的价格、概率、偏好三个要素综合起来进行系统的和动态的决策，从而可以实现金融风险与风险偏好之间的均衡，使投资者承担他愿意承担的风险从而获得最大的风险报酬。尤其重要的是它可以使由若干单个决策者组合而成的机构主体在风险管理中最优地控制风险，不至于由于某一决策者的行为而造成整个机构遭受过大的风险损失，正如巴林银行事件所显示的那样。所以 TRM 为完整的金融风险管理开辟了新的道路和视野。

(4) TRM 存在的缺陷

但是 TRM 也存在一些困难，最主要的是对决策者的风险偏好的确定，尤其是对机构性主体风险偏好的确定还没有找到系统性方法，这将在一定程度上影响这一方法的实际应用。TRM 在我国的经济转轨过程中控制金融风险尤其具有重要的现实意义。这是由于一方面随着市场经济体制的不断完善，金融市场也日益发达和复杂，各种金融风险逐渐显性化，客观上需要有完善的风险管理技术。但另一方面，我国国有企业改革和金融体制改革还没有完全到位，尤其是国有银行尚未真正实现商业化改造，内部控制机制尚未健全，这就迫切需要分析这些转轨企业和银行的风险偏好，实现其在风

险管理上的均衡，从而控制和化解风险，以保证金融安全。

3、PCA 的理论和应用

PCA 是预先承诺方案 (Pre-commitment Approach) 的英文缩写，它也是一种新兴的金融风险防范技术。

由于标准化方法和内部模型方法存在以上所述的缺陷，许多经济学家主张采用一种激励相容监管方案，提出了对银行资本监管的预先承诺方法 (Pre-commitment Approach, 即 PCA)。

预先承诺方案的内容是：监管当局设定一个测试期间(例如一个季度)，银行在测试期初向当监管当局承诺其资本量水平(即下一个期间内将保持的最大损失值)，为该期间内可能发生的损失作准备。在整个期间内，只要累计损失超过承诺水平，监管当局便对其进行惩罚。严厉的惩罚措施迫使银行不得不审慎确定其预先承诺的资本量水平和实际的风险头寸规模。监管当局的任务只是制定恰当的惩罚方案，而不必要去评价银行的 VaR 模型是否精确，其资本准备水平是否充分，因此这种方案是一种“脱手管理”方案。

从预先承诺方法的实践中，参与银行得出以下结论：

(1)从谨慎的风险管理和更有效的资本控制方面看，PCA 同现存的内部模型法相比提供了更有利的激励机制。在相关测试期内，参与银行能够及时确定并承诺有关的资本数量并及时报告收益和损失的变化值。

(2)可以决定最适合的资本水平，而不受监管者授意那种特定水平的偏见所约束。预先承诺方法有助于参与银行进一步思考持有资本的目的，并区分出两类资本：一类是银行为了保护股东利益适应收益变化持有的经济资本，另一类是为了防止未预料到的损失影响金融体系的安全和稳健而持有的监管资本。

(1)PCA 方案的优点

首先，PCA 方法能够将银行出于内部风险管理目的而计算出的风险价值，同监管当局出于监管目的而要求银行确定的资本要求有效联系起来。其次，PCA 方案中，每个银行预先承诺的资本数量是根据其特有的市场状况、经营环境以及各自在不同市场上的业务水平作出的，因此解决了“一刀切”问题。

普遍认为 PCA 比其他方法更有效的原因有：

1)它节省了耗费成本的资本要求。由于为了防范风险所确定的资本要求是有成本

的，该数值越大，银行耗费的成本越高。在 PCA 法下，银行可以自由选择通过设定较高水平的资本，利用更复杂的动态套期保值策略，或者通过降低组合中的风险水平来防范风险。各个银行可以根据自身情况选择成本最低的风险控制方法。

2)PCA 激励了风险管理技术的进一步完善。在该方法下，银行有积极性采用最熟练的方法去评价投资组合的风险水平。如果风险评估过于保守，他们将搁置太多的资本，资本成本增加；如果风险评估不充分，那么出现风险损失超过其承诺资本量的概率增大，预期的惩罚增加。不管从哪个方面看，不精确的风险评估都是有成本代价的，这迫使银行不得不进行研究，以保证模型的精确性，从而推动了风险管理技术的技术创新。

3)预先承诺方法对银行业也有好处。同行政命令方式相比，在 PCA 法下，银行承受较少的约束和干预。银行可以经营他们所喜爱的业务，只要他们的资本水平与他们的风险水平相称。同内部模型不同，PCA 并没有人为对银行的风险价值附加一个固定的乘数来确定资本要求水平，PCA 方法中银行承诺的资本水平是在考虑了惩罚成本后，成本最低的资本水平。此外，这种方法对银行研究自身的风险评价模型没有任何参数约束，银行能灵活自如地研究内部风险评价和风险管理方法，不受到任何约束。当然，它必须接受包含可能受到监管惩罚的成本。只有事后证明资本水平不充分时，监管者才出面干预。

(2)PCA 存在的缺陷

1)惩罚方案的设计问题。货币罚款是最简单的一种形式，但这种形式存在一个潜在的问题是：当银行出现重大损失后，再对银行进行惩罚是否落井下石。当前讨论的货币惩罚的替代方案有：未来更高的资本要求、未来交易更苛刻的限制条件以及交易损失的公开披露等等。

2)PCA 对于资本比率低的银行可能产生逆向激励。对于一个资本比率低的银行，其交易账户损失达到危险水平时，该银行可能破产。这类银行不可能被惩罚威胁所吓倒，因为银行已经没有剩余资本以供罚款。这样的银行极有可能将其剩余的资产全部投放于高风险的投资组合中，进行投机活动，希望通过赌博摆脱困境。

3)PCA 使银行内部的委托代理问题更突出。在 PCA 下，银行所采取的资本承诺并不能约束经营者的风险选择，由于管理者不仅考虑其货币支付，也关注其职业地位，另外管理者的收益与其承担的有限责任不对称(银行出现过大的损失而受到惩罚时，损

失和惩罚由股东承担，对管理者的支付不可能是负值)，因此管理者更可能采取高风险策略，通过获取更多的收益来提高其身价。因此委托人选择什么程度的控制水平，是非常重要的。控制过紧将牺牲其收益，控制过松将会出现过高的风险投资，损失超过其承诺资本量而受惩罚的概率增大。

西方金融理论界同银行界纷纷呼吁银行监管当局采取一些积极的措施去改善 PCA 方法，以及如何设计有效的惩罚方案，并最终用该方案来替代现行的内部模型法。PCA 方案能否被各国监管当局采纳以及何时采纳将取决于现行方案的监管效果和防范危机冲击的能力。

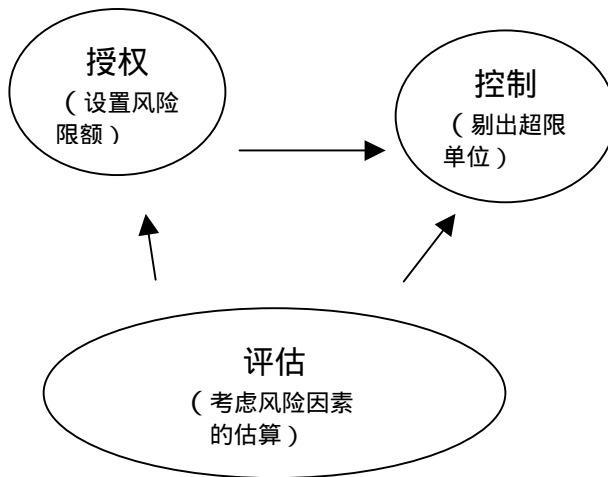
4、实现金融风险防范的最优均衡

如上所述，针对金融风险的存在，研究出的相应风险管理方法不只是 VaR、TRM 和 PCA 三种，准确的说，随着金融市场的进一步发展，以及金融商品、金融衍生产品的进一步丰富，要求金融风险防范的方法不断增多。但其显著的特点不外乎是：在经济发展的一定阶段，就特定的金融商品，而研究出的相应的风险规避方法。“包治百病的药方”是不存在的，也不可能产生对任何金融风险都能起到“药到病除”，一步到位的根治方法。就象 VaR、TRM 和 PCA 都存在着各自的优缺点，都只能在某一方面、某一层次上起到风险规避的作用。

因此，如何在我国现阶段实现金融风险规避的最优均衡，便成为金融界所关注的问题。而风险管理的最终目的是为金融主体的持久生存保驾护航。它是通过减少风险、控制损失的方式来逆向增加金融主体的利润。控制风险并不意味着回避风险和降低利润率，而是为了实现资源配置最优化，将有限的资源在可以容忍的风险限度下，配置到能产生最大利润的部门。

传统的风险管理结构是集权式集中控制结构。这种结构由一个集权的风险控制部门直接控制各交易部门的风险限额。它的好处是易于实现控制的直接性。但这种凌驾于其它交易管理层次之上的风险管理结构非常容易形成“一言堂”式的风险控制方式，还容易产生独裁的工作作风。其结果往往是一个公司的安危系于风险控制部门的某一个或几个经理身上，在风险控制的同时，产生新的、更大的风险，有悖于风险管理的初衷。

实际上，风险管理对于每一个交易部门来说都包含着三方面的主要内容，即：授权（Authorise），控制（Control）和评估（Evaluate），英文缩写 ACE（如下图）



有效的风险管理并不等价于中央控制和限制承担风险，而是鼓励所有交易单位养成一种风险/收益综合评估的习惯。证券经营机构有必要对传统的风险管理结构进行革新，确立分散控制、集中汇报的民主化的分权控制体制。

这种民主化的体制有利于提高交易单位的积极性，体现了一种公平性。但是，要使这种体制同时具备效率性，就必须有一个全公司范围内的电脑网络系统来确保数据收集的准确性和汇报的及时性。

所以说，金融风险规范的最优均衡，不在于使用了哪种手段、哪种方法，而是要看哪种方法更适用、更有效。如果必要，几种方法结合起来使用，也未尝不可。因此，我认为我国目前最好建立起来动态风险监管体系，把量化的 VaR 和定性化的 TRM 与 PCA 结合起来，在证券市场上偏重于 VaR，在银行风险管理上则偏重于 TRM 和 PCA。我想这样实施的话或许能起到意想不到的效果。

参 考 文 献

- [1] 张亦春 著《金融市场学》高等教育出版社 1999 年 8 月 第一版
- [2] 陈守东 赵振全 著《证券投资理论及实务》吉林大学出版社 1995 年 7 月 第一版
- [3] 中国人民银行国际司 翻译《巴塞尔银行监管委员会文献汇编》中国金融出版社 1998 年 7 月 第一版
- [4] 吴晓求 著《中国证券市场展望》中国人民大学出版社 1998 年 3 月 第一版
- [5] 段兵 编译《金融风险理论新进展——TRM 评述》《国际金融研究》1999

年 第 8 期

[6] 陈建梁 赵永伟 著 《银行监管理论的最新发展》 《国际金融研究》 1999 年 第 9 期

[7] 王越 著 《金融机构九大风险源》 《金融与保险》 2000 年 第 2 期 112 页

[8] 数据库 《财经》 2001 年 5 月 第 38 期 117 页

(作者：马守斌 吉林大学商学院，陈守东 吉林大学数量经济研究中心、商学院，杨明 长春大学数学系)