

电影期货纷争成因分析报告

不被领情的“电影期货”

文/王学勤

电影期货的命运被扼杀除了遭遇美国政府严格监管金融业“过度创新”的宏观背景、美国电影业强烈反对等因素外，一个重要原因是“决策者决定监管者”。

2010年7月15日，美国参议院通过了自大萧条以来规模最大、严厉程度最高、最终版本的金融监管改革法案，禁止以电影票房为基础的期货交易。该法案在美国总统奥巴马签署后生效，至此，在美国商品交易委员会（CFTC）已然按照规则按时（6月14日和18日）批准两家交易所申报上市的电影票房期货合约后，电影期货被盖棺定论。

“风险对冲” VS “合法赌博”

最近三个月来，在商品期货交易委员会受理和审批电影期货期间，国会参议院、期货监管机构、金融业和电影业以及社会公众等各个层面对电影期货爆发了一场针锋相对的争论。争论的焦点在于，电影期货究竟是“风险对冲”还是“合法赌博”。

认为电影期货是“合法赌博”的一方主要来自美国国会以及电影业等组织。其观点认为，电影期货根本不是为了给电影业发展寻求保障，而只是为投机者搭建在线交易平台，这无异于赌博，继而会造成“赌博肆虐”的可能性，这些都将有损电影业的声誉。电影产业链中的相关机构更是认为，美国电影业已具有成熟和多样化的防范经营风险的措施，对票房期货套期保值作用难以理解。而社会各界对电影期货存在的担忧则在于票房造假，因为和农产品期货市场不同，多数农产品生产取决于无法作假的天气，但影响电影期货的票房收入只是个数字，而想要修改数字并非难事。此外还有人认为，电影期货还将带来操纵、垄断、内幕交易、信息不对称等一系列严重问题。

支持电影期货是“风险对冲”观点的主要是相关的监管机构和金融机构等。它们的核心观点是，电影期货可以帮助电影行业的产业链规避各种风险。实际上，生产影片和其它方式的商业生产性质上是相同的。每一部电影从制作、发行到放映，也都同样充满着风险或者说风险更高，例如预算风险（电影制作费用是否超出预算）、制作风险（电影能否如期顺利完成）、档期风险（电影是否能如期上映）以及票房风险（电影上映后是否赚钱等）。因此，电影业与农产品、货币等其它市场一样，都需要具有规避风险功能的期货市场。

一个高效运转的电影期货市场不仅可以帮助投资人对冲风险，增加电影业的财政透明度，而且有助于资源有限的独立制作人获得必要的融资。当热门电影低于预期票房时，投资者因期货合约可保证部分收入，相反，若期货投资方投资的电影票房超过预期，就可获得相应收益。因此，电影期货市场有助于电影业风险管理，而非所谓的赌博。

电影期货——交易新方向

三大因素缘生电影期货

金融危机中电影业表现出色 在当前全球经济衰退形势下，美国实体经济不景气，除了一些绿色工业外，投资亮点较少。尽管绝大多数商品和服务需求出现下降，但对电影的需求却不断增加，电影票房逆势

大幅上升。2009年美国电影全球票房收入再创纪录达到299亿美元，相比2008年的278亿美元，增长了7.6%，增幅达到4年来最高，保持了自2006年以来一路上行的趋势。2009年好莱坞北美电影票房收入首次破100亿美元大关，比上年增长8%。

美国电影业需要融得更多资金 尽管美国具有全球强大的电影产业，但是，2009年美国电影产量下滑12%，这在一定程度上是资金不足所致。因此，运用电影期货，可以获得灵活的筹资手段，能够为电影业吸引更多投资，从而避免电影产量因资金不足而下滑。特别是通过期货合约对冲票房欠佳带来的风险，电影融资机构不仅更愿意为电影制片提供资金支持，而且能够降低电影产业融资业务固有风险，从而大大增加电影产业的融资来源以及拓宽融资渠道。

利益驱动华尔街盯上好莱坞 上世纪70年代初，美国修改税法，给予电影投资巨大的优惠，外部资金开始迅速涌入电影业。华尔街对冲基金和私募基金建立许多专业电影投资基金。据美林证券2007年研究，好莱坞六大电影公司电影制作费用中，至少有30%来自此类投资基金。电影业与经济危机无明显正相关的特性，吸引了华尔街对电影投资基金的兴趣。正是流入电影业大量资金的避险需求，票房期货才顺势而起。

电影期货交易特征

电影期货是买卖双方按照约定时间和条件买卖标的为制作中的电影未来票房收入的标准化协议。尽管电影期货运作整体而言与现行期货交易无异，但其交易机制仍有几个特征：

“首次合约发行” 通常在电影上映前6个月，以美国国内票房收入为标的的期货合约开始运作。每周通过最基本的集合竞价方式上市1至2个基于新电影的期货合约。合约交易通常是由包含在第一交易日开盘竞价拍卖组成的“首次合约发行”（ICO）开始。在该合约第一个交易日的东部时间上午9点至下午3点，允许提交与DBOR（Domestic Box Office Receipts）合约开盘竞价拍卖相

关的买卖报价。该合约的开盘竞价拍卖将在当天下午3点进行，此时，常规的连续交易随即开始。常规交易一直持续到影片上映四周，期货合约自动到期结算。

合约大小、报价及价位变动 影片名称的国内票房4周收入的1/100万。也就是说，某影片首映后4周的票房收入的1/100万。如果该电影期货收入为100万，则该合约大小为1美元。票房收入变化100万美元将使合约

《盗梦空间》上映首周即突破亿元大关。截至第三周，以2752万美元的成绩再度蝉联冠军，美国本土票房为1.93亿美元。



图/CFP



价值变化1美元，即合约价值随票房收入而变化。1.0点等于100万美元的国内票房总收入，一部国内票房（DBOR）4周收入2亿美元的电影期货，其报价为250美元。一个DBOR合约报价最小价格变动0.25，相当于国内票房收入合约（DBOR）的25万美元。

现金结算方式 每一合约将完全以现金结算方式结算（美元支付）。结算依据是，美国和加拿大的票房总收入（GBOR）由Rentrak Theatrical编辑（票房数据来源于北美的影院和工作室的报告）并公布在每日综艺杂志上（Daily Variety Magazine）。

启示

电影期货的技术性分析

不是“商品” 有国会议员对电影期货是否是“商品”表示异议，认为“商品”的定义不是广泛到没有界限的。然而，虽然电影期货并非“商品”，但从理论上说，什么都能做期货，只要有回避风险的需求。

无非是垄断 美国电影协会（MPAA）反对电影期货某种程度上也可以说是受自身利益驱使，因为协会代表的是好莱坞大的电影制片厂，它试图阻止任何（如电影期货）有利于小制片厂以及独立制片人获得更大市场份额的机制，以保持其在电影业中的垄断地位。

操纵？ 电影期货易受操纵的可能性主要是指电影院报假票房。电影制片厂和制作人通过不公开信息或者发布不真实信息的手段，误导公众，使得本来票房可以达到1亿看上去更少或更多。对于“操纵”问题，是有这个可能性，但是如果管理好，可以克服这个问题。美国市场比较规范，如前所述，由Rentrak Theatrical会依据北美的影院和工作室的报告发布美国和加拿大的票房总收入。所以，操纵是有难度的。即使有操纵，如果利用内幕交易误导公众，监管部门会依据期货市场已有的关于防范操纵的规定来处罚违规行为。

此外，监管部门还可以通过增加信息透明度，以及加大监管力度来防范这一机制的缺陷。而且，退一步说，即使担心操纵，那么，可以暂时不上市交易，或

者，考虑其他的办法暂停下来，没必要枪毙。因为金融界赞同而电影界反对，至少有一半是正确的。

电影期货生不逢时：“决策者决定监管者”

从今年4月16日和20日美国期货交易委员会先后批准趋势交易所和坎特交易所提交的建立电影票房期货交易所的申请，到7月15日参议院通过最终版本金融监管改革法案，进而扼杀了电影期货的命运，历时三个月。除了遭遇美国政府严格监管金融业“过度创新”的宏观背景、遭到美国电影业强烈反对以及面临社会各阶层对电影期货不理解等原因外，电影期货被国会参议院通过的金融监管改革法案列为禁止条款、最终将寿终正寝的一个重要原因是“决策者决定监管者”。尽管这种情况在美国期货监管历史上并不多见（1958年美国国会通过了《洋葱交易法》，禁止进行所有洋葱品种的期货交易，从此洋葱期货被埋葬），但是，电影票房期货被禁止仍具有一定的必然性（电影和洋葱期货都是遭遇自下而上地反对——电影协会和密西根的农民）。或许，如果电影期货几年后再上报，胜算或将大许多。

电影期货特征值得研究

虽然在官方意义上，关于电影期货究竟是“风险对冲”还是“合法赌博”已经彻底盖棺定论。然而，监管机构批准电影期货合约也有其合理性，尤其是电影期货交易特征更值得我们研究。坎特交易所设计的电影期货，表面上看，其交易机制是期货，实际上却具有期权性质。例如，交易规则规定，多头投资者必须缴纳合约价值100%的初始保证金。其后就不需要对其逐日盯市了。而卖方则需要进行每日结算不仅需要追加保证金，而且需要支付合约头寸产生的损失。例如，如果交易者持有价值100.00美元的空头电影合约，其必须交付50.00美元（保证金比例为50%）的初始保证金。如果价格上升到110.00美元，那么，交易者不仅要交付额外的5.00美元维持55.00美元的保证金，而且还需要另外交付10.00美元，以抵消空头头寸产生的损失。

进一步增强产品创新意识

电影期货是一个全新的概念。尽管其已被美国国会盖棺定论，但是美国期货市场产品创新意识的、动力和智慧在电影期货的角逐中暴露无遗。尤其是在美国政府加强金融监管、限制金融产品过度创新的形势下，市场内在的创新意识有增无减。坎特交易所总裁理查德·雅各布（Richard Jaycobs）仍声称，他们正在探索开发其他的娱乐金融产品。我国期货市场上市交易的都是“传统性产品”，市场对“创新性产品”几乎无暇问津。虽

然，单就电影期货而言，我们现在还不需要，因为电影不是我们的强项（而且我国期货市场刚发展起来，有很多商品品种急需上市，空间有，但还轮不到电影），但是在为实体经济发展服务、以及风险可测可控等原则下，进一步增强我国期货市场产品创新意识，使市场运行沿着发挥市场功能的正确方向发展，仍旧具有现实意义，也更具有长远发展意义。■

（作者为郑州商品交易所经济学博士）

编辑：马珊珊 shengxiangshan@gmail.com

相关链接

电影期货上市“流产”

电影交易所问世

美国金融业十年前就酝酿建立电影期货市场。期间面临的最大挑战来自国会议员和电影机构的反对。直到2010年，美国商品期货交易委员会认可电影期货概念后，它才得以重新提上议事日程。目前已批准的电影期货交易所“趋势交易所”（Trend Exchange）和“坎特交易所”（Cantor Exchange）。

“趋势交易所”2007年由美国印第安纳州的媒体衍生品公司（Media Derivatives）成立。2009年9月25日，该交易所向期货交易委员会提交了建立电影期货市场的申请，计划面向银行和其它电影融资机构提供标的为电影票房收入的二元期权和领子期货交易。坎特交易所由纽约华尔街的坎特·菲茨杰拉德（Cantor Fitzgerald）金融公司成立。2008年11月28日，该交易所向美国期货交易委员会提交了建立电影期货市场的申请，计划面向散户提供电影票房期货交易。2010年4月16日和20日，美国期货交易委员会先后批准了“趋势交易所”和“坎特交易所”提交的建立“电影票房期货市场”的申请，电影票房期货交易问世。

票房期货获批上市

根据美国《商品交易法》第五部分5c(c)规定，只要交易所上报的期货合约与法律不相违背，美国商品期货交易委员会都应该批准其合约上市申请，并于合约申请提交之日起的90日内做出裁决。因此，“趋势交易所”和“坎特交易所”分别于2010年3月9日和30日

提交了上市电影期货合约的申请。随后，在5月19日美国商品期货交易委员会召开听证会讨论电影期货交易之后，商品期货交易委员会分别于6月14日和28日批准趋势交易所和坎特交易所提出的电影票房期货合约，电影票房期货交易即将上市。

监管者与决策者“博弈”

决策者否定电影期货 就在2010年4月16日和20日商品期货交易委员会分别批准趋势交易所和坎特交易所之后的4月22日，美国国会农业委员会就电影票房期货事宜展开听证会。随后，负责监督商品期货交易委员会的参议院农业委员会主席、来自美国阿肯色州的民主党参议员布兰奇·林肯（Blanche Lincoln）与多家电影制片厂达成一致，在最新版的金融改革提案中禁止电影期货类交易所的出现，并获得农业委员会的通过，向电影期货亮了红灯。

监管者依旧照章行事 商品期货交易委员会认为，电影期货合约是以商品定义为基础、以避险为目的，不会轻易受到影响或是人为操控。在认真研究这一新生事物的基础上，认同了电影期货的概念。因此，尽管参议院明确否定电影期货，但是，并未影响商品期货交易委员会按照规则按时（6月14日和18日）批准两家交易所申报上市的电影票房期货合约，为电影期货上市交易铺平道路。

电影期货被盖棺定论 2010年7月15日，参议院通过最终版本的金融监管改革法案，禁止以电影票房为基础的期货交易。