

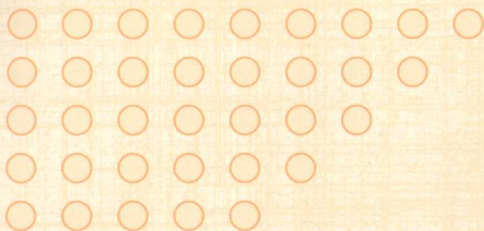
湘潭大学商学院学术丛书

JINRONG
YANSHENGPIN JIANGUAN

金融衍生品监管

——基于契约经济学的分析

谭燕芝◎著



 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

湘潭大学商学院学术丛书

金融衍生品监管

——基于契约经济学的分析

谭燕芝 著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

金融衍生品监管——基于契约经济学的分析/谭燕芝著.
—北京: 中国经济出版社, 2007. 12

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8355 - 7

I. 金… II. 谭… III. 金融市场—监管管理—研究
IV. F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 182336 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 许秀江 (电话: 010 - 68319290 xxj09@163.com)

责任印制: 张江虹

封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市佳星印装有限公司

开 本: 880mm × 1230mm 1/32 印张: 9 字数: 200 千字

版 次: 2007 年 12 月第 1 版 印次: 2007 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 8355 - 7/F · 7347 定价: 22.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68341878

序

谭燕芝博士的学位论文，经过修改后将正式出版。在这篇论文正式出版之际，我作为导师欣然作序。

关于金融衍生品风险监管方面的理论考察和实证研究，西方学者已经作了大量的工作，近几年也有较多的国外著作和文献被介绍过来。同时，随着我国金融市场的对外开放，金融衍生品市场已经逐步形成。我国许多学者都围绕这一主题，结合我国的实际情况从多角度、多方面展开了研究。纵观国内外现在的研究，正如本书导论所言，金融衍生品市场的风险监管研究范围局限在法律监管、行业自律、机构内部风险防范几个方面。谭燕芝博士的这部著作从一个全新的角度——契约的非完全性解释了金融衍生品市场的失灵，并以此提出对金融衍生品市场的治理模式，应该说这是一个创新，也是该书最大的特色。

首先，这部著作从金融衍生品的内涵和特征出发，结合契约的非完全性和信息不对称理论建立了一个理论研究的框架。该框架从金融衍生品的特征和金融衍生品市场包含的风险出发，结合当前国际上主流的契

约理论以及制度经济学，设计了国际金融衍生品市场的治理模式，提出了国际金融衍生品市场从传统的三级监管模式过渡到现代的治理模式的必要性。

其次，从对金融衍生品契约非完全性的治理出发，探讨金融衍生品的风险防范及市场的监管，以及监管的“度”，提出了将金融衍生品市场监管视为一个有机体，即它是监管局的法律法规、行业协会的自律、投资机构内部风险控制有机结合的监管框架，并以此为基础说明应该怎样对金融衍生品市场进行监管；介绍了金融衍生品市场的产生和发展以及监管历史的演进，总结了在过去的30多年里由于世界宏观经济环境波动和信息传播技术的飞跃发展，国际金融业出现的以衍生品创新为主流的深刻革命。金融衍生品产生之初是为规避实行浮动汇率制后的金融风险，并在众多投资机构的实践中取得了巨大的成功，但是它在规避风险的同时所具有的投机性作用是不容忽视的，而造成它从风险管理的工具演变为投机手段的关键就在于金融衍生品契约的非完全性——这就是衍生品市场需要监管的理论依据所在。在此基础上，进一步提出，对金融衍生品市场的监管实质就是对衍生品契约非完全性的治理。因此，有效的监管就不仅是政府法规的约束，还包括行业自律、投资机构的内部风险监控机制和国际合作组织的介入。

第三，本书的研究依托信息经济学的基本原理，从金融衍生品的契约性质角度分析金融衍生品市场失灵的微观机理及其影响，依次考察了垄断、外部性、公共产品和信息不完全在金融衍生品市场上的表现。通过对影响金融衍生品市场有效性最重要的因素的甄别，提出信息不完全造成金融衍生品契约的不完全，从而导致市场失灵的观点，并据此提出了以解决信息不完全问题为导向的监管策略。

针对金融衍生品交易中的信息不完全问题提出了一套较系统的衍生品监管理论，在此理论的基础上构建了一个金融衍生品监管模型。信息不完全和因此产生的信息不对称问题既存在于契约签订前，也存在于契约签订后，前者会导致衍生品交易发生时的逆向选择，后者会导致交易中的道德风险行为。根据金融衍生品交易所包含的多重契约结构，金融衍生品市场的监管应该是市场监管、行业监管、机构投资者自我监管和政府监管与国际合作有机结合的监管体系。

第四，理论联系实际，使用前面理论模型对我国金融衍生品市场的发展过程和环境进行了分析，并结合监管成本与收益的比较和发达国家金融衍生品市场监管模式的比较，构建了一个适合我国金融衍生品市场发展的监管体系。承接以上提出的监管框架，对世界各国特别是发达国家衍生品监管进行总结，并得出

结论：加强对衍生品的监管无一不是从建立并强化期货监管体制入手，监管的发展趋势都是政府管理与自律管理相结合，并在各种法规保障的基础逐渐形成了政府严格监管、民间机构自律与交易所自我管理三位一体的管理体制。目前世界各国的具体形式又略有不同：一是以美国为代表的“集中立法型”，二是以英国为代表的“自我管理型”，三是日本的“金融行政型”。通过对具有代表性国家的金融衍生品市场监管的比较分析，总结其经验教训，结合金融衍生品交易的新近发展进一步提出，从金融衍生品契约的生成过程和作用范围来看，加强机构投资者的内部自我监控和监管的国际合作是衍生品市场监管体系中的重中之重。

第五，根据得出的结论，分别探讨了机构投资者内部控制机制的建立和衍生品监管的国际合作问题。从企业理论出发，对机构投资者重新进行了定义，结合企业的契约理论和企业能力理论，从企业内契约关系中因为信息不完全而存在的委托—代理问题和知识与信息分布的非均衡性出发，提出企业内部契约结构应该综合考虑代理成本与知识成本，以与专业知识的分布相匹配和对机会主义行为的控制要求相符合为准则，在机构投资者的所有者、管理者和从事衍生品交易的具体部门之间合理配置剩余索取权与剩余控制

权。之后以金融衍生品契约作用范围的全球性为基础，对金融衍生品监管的国际合作进行了探讨。主要观点是跨国交易的金融衍生品契约具有的更加不完全性和金融全球化背景下衍生品市场的高度一体化特征与机构投资者的跨国发展要求金融衍生品监管的国际合作，而在已有的国际合作监管实践中，国际监管的权威性、各国际组织所制定标准的统一性和协调性以及各国监管机构之间的正式磋商机制尚需加强。本书在这几方面都提出了针对性的建议。

第六，对金融衍生监管的有效性和成本收益进行了分析，对衍生品监管的临界点（即监管的“度”）进行探讨，从而更好地完善了全文的理论体系。效率是经济分析的永恒目标，对金融衍生品市场的有效监管可以创造一个平等的竞争环境和良好的市场秩序，从而保障衍生品市场和基础市场的平稳运行，保护投资者的利益。但不恰当地严加管制也有可能扭曲金融行为，抑制正常的衍生品创新，扼杀市场的活力，从而使市场的运作效率下降。因此金融衍生品监管本身也存在一个失灵与治理的问题。同时结合金融监管有效性的四种代表性理论，归纳了衍生品监管失灵的几种表现和相应的治理措施。

第七，从理论分析回归到了中国的实践，通过综合运用衍生品监管模型、监管国际合作方式的选择、

监管的成本收益的比较以及发达国家金融衍生品市场监管模式的选择对中国金融衍生品市场的发展与监管进行了分析，提出在中国现有的市场环境和发展阶段下，制定完善的法律规范、促进基础金融产品市场化程度的提高和培育具有健全内部风险监控机制机构投资者是构建适合中国金融衍生品市场发展的监管体系的关键。

本书的写作阅读了大量文献，可以说研究建立在大量的前人研究基础上，纵观全文，相对于已有的金融衍生品市场监管的理论，本书主要做了以下工作：

1. 以哈特（Hart）、阿洪与博尔顿（Aghion, Bolton）等人的契约经济学与企业融资结构结合起来研究金融理论的思路，从契约经济学的角度对金融衍生品的性质进行了研究，提出契约的不完全性是导致衍生品市场失灵的微观基础，从而为金融衍生品市场监管的必要性建立了坚实的理论基础，并据此进一步拓展了“监管”的内涵，把“监管”定义为对契约不完全性的治理，从而摆脱了将监管与狭义政府管制相联系的巢窠。

2. 从甄别导致契约非完全性的关键因素入手，提出以解决信息不完全性为导向的监管策略，从而为构建市场监管、行业监管、机构投资者自我监管和政府监管与国际合作有机结合的监管体系提供了正确的指

南，使得这一监管体系的建立具有了切实的可行性，为它的有效性提供了保障。

3. 根据文中提出的监管框架和对发达国家金融衍生品市场监管模式的比较，大胆提出机构投资者内部监管与国际合作是建立有效的金融衍生品市场监管体系的重中之重。在对建立机构投资者内部风险控制机制的分析中，结合了企业的契约理论与企业能力理论，提出企业内部契约结构应该综合考虑代理成本与知识成本，以与专业知识的分布相匹配和机会主义行为的控制要求相符合为准则，在机构投资者的所有者、管理者和从事衍生品交易的具体部门之间合理配置剩余索取权与剩余控制权，避免了单独以解决委托—代理问题为中心所导致的“单边治理”倾向。

4. 运用理论分析所得出的金融衍生品市场监管模型对中国改革开放以来金融衍生品市场的建设实践作了初步的分析，并得出了一些新的结论。本书认为中国金融衍生品市场处于刚起步阶段，随着加入 WTO 后金融市场的逐步开放和国内投资机构金融衍生品交易活动的增加，对金融衍生品市场的风险防范已迫在眉睫。在中国现有的市场环境和发展阶段下，制定完善的法律规范、促进基础金融产品市场化程度的提高和培育具有健全内部风险监控机制，机构投资者是构建适合中国金融衍生品市场发展的监管体系的关键。

谭燕芝博士的这部专著《金融衍生品监管——基于契约经济学的分析》，实质上就是对金融衍生品市场监管理论和经验的一个全面而系统的考察。这一著作在对大量金融监管原始文献进行认真分析和考察的基础上，对契约理论以及制度经济学的在金融衍生品市场监管上的发展作了条分缕析的说明和评价，并且对金融衍生品市场监管传统理论观点进行剖析，澄清了许多的误解，因此，对于我国金融衍生品市场监管框架的设立具有积极意义，由于作者对掌握的资料进行了认真的阅读和思考，使得本书能够持之有据。反映了作者具有较好的学术直觉和洞察力。

总而言之，本书选题有理论价值，也有现实意义。观点新颖，理论正确，逻辑性强。书中提出的很多观点和思想不仅仅对衍生品市场监管理论具有较强的学术价值，对现实中我国金融衍生品市场监管模式的设立也具有较强的参考指导价值。

李 翀

2007年11月

ABSTRACT

Financial Liberalization Theory, because of holding that it is useless and high-cost to monitor financial derivatives markets, advances a point of view that financial derivatives markets need no monitoring, and asserts the implementation of the policy of expanding laissez-faire financial derivatives facilities all over the financial markets (burgeoning financial markets as well). Nevertheless, this theory pays no attention on the side effect, which is bought by speculations of financial derivatives facilities, on all financial markets. In fact, since the breakdown of Bretton Woods System, many cases of financial crisis and that of financial turbulences are both related to financial derivatives. Those are ample evidence to exemplify that the efficiency of no monitoring financial derivatives markets is susceptible.

From the view of Contract Economics, financial derivatives instrument is a contract, in which contents prescribed the quintessential property of derivatives transaction, of rights and duties in transaction of fundamental product sometime in future. The micro-mechanism and the root of market failure of financial derivatives instrument both lie on the imperfection of derivatives product contracts. Therefore, monitoring financial derivatives instrument means fathering this imperfection of contracts. The imperfection of contracts is due to quite a few causes. Among those, the most important one is

the problem of information inadequacy in transactions. In this way, monitoring financial derivatives markets must adapt the strategies that take solving the problem of information inadequacy as its guide and draw a complete framework from multi-aspects such as monitoring internal risks of investment institutions, advocating industry self-discipline, making governmental rule of law and developing international cooperation. In this system, based on the forming process and the efficient scale of contracts, institution self-monitoring and international cooperation monitoring together take the dominant position among those aspects.

To analyze by making good use of the theory framework above, we can draw a conclusion as follows: Due to being born out of The Planned Economic System, financial derivatives markets lack all kinds of formal and informal rules which are necessary for their well functioning and lag behind the development of market. Furthermore, this kind of situation even brings a more prominent imperfection to financial derivatives markets in China. Combined the comparison of monitoring costs and monitoring profits and the selection of the model of monitoring system in financial derivatives in developed countries, this paper posed that the key of building a monitoring system fit for China's financial derivatives instrument market lies on the construction of rules, the consummation of fundamental financial market and the cultivation of main body of a mature market.

Key Words: Financial Derivatives Instrument Contracts
Information Inadequacy Monitor

目 录

CONTENTS

导 言

- 一、问题的提出..... 1
- 二、文献回顾..... 3
- 三、观点与框架..... 6
- 四、研究思路 10

第一章 金融衍生品市场发展历史与监管演进

- 第一节 金融衍生品概述 13
- 第二节 金融衍生品市场监管的演进 31
- 第三节 金融衍生品市场监管的契约分析框架 40

第二章 金融衍生品市场失灵的原因与影响分析

- 第一节 市场失灵的因素及其在金融衍生品
市场上的表现 50
- 第二节 信息不完全与金融衍生品市场的有效性 59
- 第三节 金融衍生品契约不完全的影响及应对策略 ... 72

第三章 金融衍生品市场的监管分析

- 第一节 不对称信息下的逆向选择和道德风险 76
- 第二节 金融衍生品市场的逆向选择与道德风险 79
- 第三节 金融衍生品市场监管的基本框架 95

第四章 发达国家（或地区）对金融衍生产品 市场的监管

- 第一节 美国对金融衍生市场的监管 105
- 第二节 英国金融衍生品市场的监管 114
- 第三节 日本金融衍生品市场的监管 121
- 第四节 香港金融衍生品市场的监管 128
- 第五节 俄罗斯对金融市场的监管 136
- 第六节 结 论 151

第五章 机构投资者与金融衍生品市场风险

- 第一节 机构投资者的契约经济学分析 159
- 第二节 机构投资者作为一个企业的知识性质 166

第六章 金融衍生品监管的国际合作

- 第一节 金融衍生品监管国际合作的必要性研究 180
- 第二节 金融衍生品监管国际合作的主要内容 189
- 第三节 金融衍生品监管国际合作实践 195
- 第四节 进一步加强金融衍生品国际合作的政策建议 ... 210

第七章 金融衍生品市场监管的有效性 与成本收益	
第一节 监管的有效性理论与监管效率·····	220
第二节 金融衍生监管的成本收益分析·····	225
第三节 金融衍生监管失灵与治理·····	236
第八章 我国金融衍生品市场的发展及监管	
第一节 我国金融衍生品市场发展概况·····	244
第二节 我国金融衍生品市场存在的问题·····	248
第三节 金融衍生品市场在中国的发展前景·····	253
第四节 建立适合社会主义市场经济的监管体系， 促进我国金融衍生品市场的发展·····	255
参 考 文 献 ·····	265

导 言

一、问题的提出

金融衍生品 (financial derivatives instrument), 它是在金融现货 (如货币、外汇、存款、贷款、股票、债券等) 基础上衍生出来的, 通过预测股价、利率、汇率等未来行情走势, 采用支付少量保证金或者权利金签订合同或不同金融商品等交易形式的新兴金融产品。自布雷顿森林体系崩溃以来, 出于规避汇率风险、逃避金融监管等需要, 金融衍生品市场取得了爆炸性的增长。据国际清算银行统计, 2006 年全球商业银行总资产为 26 万亿美元, 而 2006 年 6 月全球金融衍生品场内场外交易量达 369.9 万亿美元^①。金融衍生品交易对世界经济的稳定与发展具有极其重要的意义与作用。一方面, 金融衍生品市场是金融市场的一个重要组成部分, 它的建立和完善有助于健全市场架构, 扩大市场规模; 另一方面, 金融衍生品市场的发展又可以大大促进金融市场各组成部分的快速发展, 尤其是有利于基础市场融资规模的扩大与融资效率的提高。但金融衍生品交易又存在显著的高杠杆性、高风险性和虚拟性等特征, 因而具有潜在的不可驯服的天性和巨大的破坏能量, 而且, 由于世界经济一体化程度的不断提高, 全球市场具有了紧密的相互关

^① 资料来源: 国际清算银行 BIS, BIS Quarterly Review, December, 2003。