



经济管理学术文库·金融类

国际金融衍生品交易

——多边治理机制视角的研究

The International Financial Derivatives Transactions:
Research under the Perspective of Multilateral
Governance Mechanism

谭燕芝 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·金融类

国际金融衍生品交易

——多边治理机制视角的研究

The International Financial Derivatives Transactions:
Research under the Perspective of Multilateral
Governance Mechanism

谭燕芝 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融衍生品交易——多边治理机制视角的研究/
谭燕芝著. —北京: 经济管理出版社, 2011. 4

ISBN 978 - 7 - 5096 - 1395 - 5

I. ①国… II. ①谭… III. ①国际金融—金融市场—研究 IV. ①F831. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 067688 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 王光艳

责任编辑: 王光艳 叶蓝天

责任印制: 杨国强

责任校对: 李玉敏

720mm × 1000mm/16

15.75 印张 291 千字

2012 年 1 月第 1 版

2012 年 1 月第 1 次印刷

定价: 48.00 元

书号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 1395 - 5

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前 言

20 世纪 90 年代中期以来，国际金融市场发生了几件影响世界经济的重大事件：1995 年具有百年历史的英国巴林银行倒闭；1997 年美国量子基金索罗斯在国际市场上对泰铢进行狙击，引发了长达四年之久的东南亚金融危机；从 2007 年下半年开始由美国“次级贷款”引发的全球性金融危机，造成了全世界各个国家经济的动荡，特别是 2008 年 3 月，摩根大通宣布以 2.4 亿美元收购美国第五大投资银行贝尔斯登，成为美国次贷危机中又一“超常”新闻。这一连串事件确实让人们“见识了”金融衍生品蕴涵的负价值所产生的巨大破坏力。

三十多年前，金融衍生品还是一个深奥且专业的话题，但其发展速度极其迅猛，越来越多的人开始从事金融衍生品交易。不可否认，各种金融衍生品的出现在一定程度上规避或减轻了投资及借贷风险，促进了金融业的发展，使之更加国际化、全球化。但我们应时刻谨记，金融衍生品是一柄“双刃剑”，在充分利用其为人类谋福利的同时，也应加强对金融衍生品的监管与治理。

随着世界经济的全球化和一体化，金融衍生品的治理问题已不是某一个国家的问题，而是许多国家都必须共同面对的问题，寻求国际合作的呼声也越来越高。对国际金融衍生品交易的性质、特征、风险及其适宜的治理机制进行深入的研究，无论是对全球经济、区域经济，还是对各国经济的稳定和发展都有着十分重要的现实意义。

处于经济转轨时期的中国正逐步参与到世界经济一体化的过程中，自从加入世界贸易组织，中国的金融市场也逐渐对外开放。面对国际商品和金融市场价格波动所带来的机遇和挑战，中国的经济也承受着来自国际市场风险冲击的严峻考验。无论是与欧美发达国家相比，还是与相同类型的发展中国家相比，中国在金融衍生品交易方面的落后是毋庸置疑的，发展成熟的金融衍生品市场及完善其交易治理机制成为当务之急。

本书系统介绍了国际金融衍生品的相关理论知识，并在此基础上对国际金融衍生品交易治理机制进行了探索。从一个全新的角度——金融衍生品的不完全契约性研究国际金融衍生品交易的治理机制，这是一个极大的创新，也是本书的



特色。

本书的创新之处主要有以下几点：

(1) 从一个全新的视角——金融衍生品的契约不完全性来研究国际金融衍生品交易的治理机制，提出国际金融衍生品交易本质上是一种非完全契约，因此其治理机制也要从契约理论来寻找答案。

(2) 对发达国家与发展中国家监管体系进行比较研究。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，提出加强机构投资者的内部自我监控和监管的国际合作日益重要。

(3) 与以往对金融衍生品交易治理机制研究相比，本书的研究超越了仅限于政府监管的第三方治理机制，引入了另外几种可供选择的治理方式：单方治理、合作治理及机构投资者的内部治理。并采用比较制度分析法对不同的国际金融衍生品的交易治理机制进行比较分析。

(4) 将博弈模型纳入本书的研究。对国际金融衍生品的各交易主体的行为和策略进行博弈分析，通过构建博弈分析框架，提出只有改进现有的监管模式，才能达到帕累托最优。

(5) 对金融衍生品引发的以及与其密切相关的典型国际金融案例进行实证研究，挖掘金融衍生品在危机事件中所扮演的角色及其风险传导机制，为探索国际金融衍生品交易多边治理机制提供了参照基础。

(6) 理论与实践相结合。将运用理论分析所得出的金融衍生品交易的治理机制对中国的金融衍生品市场进行了初步的分析，对如何选择一个适合中国现阶段金融衍生品实际情况的治理体系提出了相关建议。

本书尽可能吸收和借鉴国内外相关领域研究和实践的最新成果，在金融全球化和一体化的背景下，把握国际金融学科的前沿动态，以较广的视角和深度研究了国际金融衍生品交易的治理机制问题。并运用了许多其他学科的知识，如比较制度经济学、信息经济学、博弈论、契约理论、风险计量理论等，为本书的研究提供了理论支撑。同时配合典型案例、丰富的图表及最新的统计数据、资料等帮助读者更好地理解 and 把握相关理论和方法。

目 录

第一章 导论	1
一、研究的背景和意义	1
二、国内外研究现状	2
三、基本思路及本书结构安排	7
四、主要观点及可能的创新	10
第二章 国际金融衍生品的产生与发展	14
一、国际金融衍生品概述	14
二、国际金融衍生品交易的产生与发展	24
三、国际金融衍生品的趋势展望	28
四、小结	31
第三章 国际金融衍生品交易监管的演变及其缺陷	38
一、国际金融衍生品交易监管理论的演变分析	38
二、各国国际金融衍生品交易监管的现状分析	43
三、当前国际金融衍生品交易监管的缺陷	50
四、国际金融衍生品交易监管的演进	59
五、小结	62
第四章 国际金融衍生品交易风险与契约的非完全性	63
一、国际金融衍生品交易风险的概述	63
二、国际金融衍生品的风险分析	69
三、国际金融衍生品交易风险的原因分析	80
四、国际金融衍生品交易风险的防范措施	87
五、小结	88



第五章 基于契约理论的国际金融衍生品交易治理方式研究	90
一、国际金融衍生品交易是一类非完全契约	90
二、国际金融衍生品交易中的逆向选择与道德风险问题	93
三、国际金融衍生品交易中逆向选择与道德风险的治理方式	98
四、国际金融衍生品交易可供选择的治理方式	105
五、小结	107
第六章 各种治理模式的比较制度分析	108
一、比较制度分析方法介绍	108
二、单方治理、合作治理及第三方治理模式的比较研究	112
三、第三方治理内部模式的比较研究	120
四、各种治理模式分类与综合运用	124
五、小结	126
第七章 机构投资者的内部治理	128
一、国际金融衍生品交易中机构投资者治理的必要性	128
二、机构投资者治理的形式：以内部治理为主	131
三、机构投资者的内部治理的实现途径	146
四、小结	153
第八章 国际金融衍生品交易治理机制演进的博弈分析	155
一、国际金融衍生品交易治理机制的演进过程	155
二、当前金融监管的博弈分析	160
三、基于帕累托最优的金融监管演进	163
四、小结	169
第九章 国际金融衍生品交易的多边治理机制	171
一、建立国际多边治理机制的原因分析	171
二、建立多层次的有机多边治理机制	178
三、建立多边治理机制所面临的现实困难	195
四、小结	196

第十章 国际金融衍生品交易多边治理机制的实现	197
一、金融衍生品交易市场和治理机制的制度分析	197
二、国际金融衍生品交易市场和治理机制的路径依赖分析	202
三、国际金融衍生品交易全球多边治理的成本—收益分析	206
四、国际金融衍生品交易多边治理机制的实现	212
五、小结	215
第十一章 中国金融衍生品交易的现状及政策建议	216
一、中国金融衍生品市场实践的历史回顾	216
二、中国金融衍生品市场存在的缺陷	220
三、中国金融衍生品市场治理现状	222
四、中国金融衍生品市场的治理体系选择	225
五、小结	236
参考文献	238
后记	240

第一章 导 论

一、研究的背景和意义

1. 研究背景

自 20 世纪 70 年代金融自由化运动风起云涌以来，金融衍生品成为重要的规避风险、套期保值和降低交易成本的金融工具。虽然金融衍生品问世的时间只有短短三十多年，但是它却以极其迅猛的速度向前发展，这不但表现为市场份额的不断膨胀，也表现为新的金融衍生工具层出不穷。然而，无论是 1997 年爆发的亚洲金融危机，还是 2007 年底爆发的次贷危机，无论是巴林银行倒闭事件，还是法国兴业银行事件，金融衍生品都扮演了与其创始初衷截然相反的角色——放大风险且制造金融混乱的“金融野兽”。

次贷危机的爆发让我们深刻领略到这头野兽的威力：仅仅从银行业来看，加入美国联邦存款保险公司的商业银行中已有 96 家破产，涉及资产 2740 亿美元，涉及贷款 4223 亿美元，^① 另外美国五大投资银行全军覆没，全球金融市场为之震动。美国次贷危机将颠覆全球金融衍生品治理机制的旧思路 and 旧格局，这种影响将是意义深远的。

这就带来一个问题，如何“看管”好这头野兽？如何“驯服”好这头野兽？“看管”和“驯服”其实也就是治理问题，金融衍生品是否容易出事与其是否有效治理密不可分。在研究过程中，我们从契约理论中找到了上述问题的答案，依靠这个有力的理论基础，本书从长远的战略眼光出发，为国际金融衍生品交易设计出一套全面而富有针对性的治理机制。

2. 研究意义

从全球来看，金融衍生品的治理机制问题不是某一个国家所面对的问题，而是大部分国家都必须共同面对的问题。世界范围内各金融衍生品市场的关系日益密切，尤其是近年来银行这一特殊交易主体的积极介入，大大提高了金融衍生品

① 资料来源：美国联邦存款保险公司网站：www.fdic.gov。



交易的风险性和传染性（混沌理论中的蝴蝶效应）。一旦国际金融市场的某一个环节出现问题，就会通过金融衍生品迅速扩散并放大，进而波及到整个国际金融体系，如果控制不力，将有可能引发全球性的金融危机甚至导致整个世界经济体系的大崩溃，此次次贷危机的爆发是最有力的证明。为了提高国际金融市场的运行效率，维护世界金融体系的稳定和安全，有必要对国际金融衍生品交易的性质、特征、风险及其适宜的治理机制进行深入的研究。这无论是对全球经济、区域经济，还是对各国经济的稳定和发展都有着十分重要的现实意义。

就我国而言，加强对国际金融衍生品交易治理机制的研究，探索适合我国国情的治理机制，对维护我国金融市场的稳定和促进金融体系的发展，也有着十分重要的理论意义和现实意义。

现实中，不用与发达国家相比，即使与发展中国家相比，或者与周边国家相比，我国在金融衍生品方面的落后也是毋庸置疑的。在世界各地，金融衍生品交易的三大品种——股指期货、利率期货、汇率期货以及相对应的期权交易已经非常普及，而在我国至今一个都没有推出，这也许是我国金融体系一个重大缺陷。

所以，对我国来说建立金融衍生品的治理机制意义在于两个方面。一方面，金融衍生品交易治理机制的建设有利于夯实国内金融市场的基础。我国的金融衍生品市场还没有建立起来，而推出股指期货等金融衍生工具的呼声越来越高，这种日益高涨的市场需要同落后的制度建设构成了现阶段金融衍生品市场的主要矛盾。我国的金融市场还处于新兴加转轨的初级阶段，衍生品交易治理机制的建立正好可以解决我国基础制度薄弱问题。另一方面，金融衍生品交易治理机制的建设有利于防范外部金融衍生品事件的冲击。由于加入世界贸易组织（以下简称WTO）不久，虽然我国的金融市场已经逐渐对外开放，但是“金融防火墙”体系还没有建立起来，国外金融衍生品事件往往会比较容易地冲击我国金融体系的稳定，次贷危机中我国的涉外资产大幅缩水就是最鲜明的例子。而合适的治理机制的设计及建设刚好可以防范外部冲击。所以，研究并探索适合我国国情的国际金融衍生品交易治理机制，成为当务之急。

二、国内外研究现状

20世纪90年代中期以前，关于金融衍生品治理的问题，学术界的研究主要集中在要不要对其进行治理上，其中有三种派别。

第一种是自由放任派。这以1990年诺贝尔经济学奖得主、芝加哥大学经济学教授默顿·米勒（Merton Miller）为代表。他对金融衍生品的监管与治理是这样描述的：“一些企业和机构在衍生品交易上遭受了重大的损失，但是这些企业

和机构总能找到赔钱的途径，而这并不意味着政府有义务去阻止它们这么做。因为政府的管制最多也只能针对上次已经发生的交易事件而来。新的而且完全不可预测的灾难始终不断孕育和发展。所以对衍生品的管制是无用的，且价格昂贵，管制只会折磨世界资本市场。”默顿·米勒教授的学说成为了芝加哥自由市场经济派对金融衍生品的监管与治理的经典论述。

第二种是统一治理派。英国经济学家伊特韦尔（John Eatwell）、美国经济学家兰斯·泰勒（Lance Taylor）认为，自布雷顿森林体系崩溃后金融危机与动荡就不断发生，这是因为世界上缺乏一个全球性中央银行来维护和稳定汇率，所以他们提出建立一个全球性的金融监管局，并授予它足够的权力，将金融监管、谨慎的风险管理和宏观经济政策相结合。这样会使金融监管更加民主化，并大大加强监管的可信度，保证市场的有效运作。

第三种是完美市场派。夏普（William Sharpe）、法玛（Fama）、斯科尔斯（Scholes）、莫迪格利安尼（Modigliani）、米勒（Miller）等代表性人物，从信息的完全性、市场参加者的完全理性、市场的无摩擦性与风险的可计量性四个假设前提出发，以资本资产定价模型（CAPM）、金融衍生工具理论以及资本结构理论（MM定理）为主要理论依据，通过主体均衡与市场均衡演绎出一个几乎完美的资本市场运作模式。在这一系列理论当中，主体均衡与市场均衡是同时达到的，在这样的条件下，投资者会用投资的期望收益率和风险度两个指标来对企业的实物投资进行价值评估和投资组合的配置。其结果是，企业所发行的证券的收益和风险成正比，风险越大，收益越高。同时，由于有效的资本市场随时都会将新的信息及时地反映在证券价格当中，因此证券价格会自然地收敛于对应的企业实物投资的本源价值，致使证券价格与其背后的实物投资所能实现的价值基本保持一致。

本书认为，自由放任派更多的是从发达国家的利益出发来考虑治理机制的设计，而无视屡次金融危机给广大发展中国家带来的灾难性的冲击和损失，这种单纯的自由放任的市场治理模式相对极端，并不符合实际。统一治理派在监管和防范风险方面具有一定的优势，但从目前来看，这一模式存在着过高的交易成本，无法实现。完美市场派的前提条件与现实之间存在着巨大的差距，如信息不对称、交易者的有限理性、市场存在摩擦成本等，使人们对其正确性产生了强烈的质疑。

20世纪90年代中期以后，发生了一系列金融危机，特别是次贷危机的爆发引起学术界深刻反思金融衍生品的治理机制问题。大多数学者不再对要不要治理的问题产生争议，加强金融衍生品的治理和监管成为共识。那么该怎样去治理呢？



这样一来，金融衍生品治理机制如何设计就成为理论界和实务界的热点问题。

一种观点主张建立独立性的国际金融监管机构。美联储货币事务局前局长雷恩哈特（Vince Reinhart）和哈佛大学教授肯尼斯·罗戈夫（Kenneth Rogoff）提出，应尽快建立具有相对独立性的国际金融监管机构。他们认为，在西方金融业内普遍存在巨大的政治游说和干预势力的情形下，建立不受国内政治影响的、高度专业化的、独立性较强的国际金融监管机构是极为必要的。

还有一种观点认为要重新确定或扩大金融监管边界。经济学家古德哈特（Charles Goodhart）指出，金融监管边界的重新确定需要考虑到两个方面：一是保护金融机构的客户，并且其客户需要保护的金融机构都需划入金融监管边界之内；二是所有规模巨大、若倒闭会危及金融市场运转的金融机构均需置于金融监管边界内。美国著名经济学家考夫曼（Henry Kaufman）的观点颇为激进，他强烈抨击美联储的监管失职，正是美联储没有强烈反对撤销《格拉斯—斯蒂格尔法案》，金融衍生品市场监管更少，金融自由化更多，导致更多“太大不能倒”的巨型金融集团形成，这成为全球金融危机爆发的一个原因。

另外一种观点强调要加强国际合作。巴塞尔银行监管委员会主席努特·韦林克（Nout Wellink）的观点最具代表性，他认为加强国际合作的理由在于：第一，由于宏观审慎监督和微观审慎监督之间重叠很多，故各国中央银行应该紧密地、持续地进行合作。第二，金融早已是一个国际化的产业，对其监管也必然要国际化。

本书认为，上述第一种观点是对 20 世纪 90 年代出现的统一治理派的有益继承，但是让经济脱离政治可能有些不现实。第二种观点本质上属于反金融自由化的声音，因为自由化的实际结果是明显地缩小了监管的边界，扩大了无监管或少监管的范围，很多金融衍生品没有得到有效的监管，从而造成监管缺位，所以必须要扩大金融监管的边界。第三种观点是在次贷危机之后比较流行，加强国际合作也成为各国政府的实际行动。

次贷危机爆发以后，加强国际合作最具代表性的成果是二十国峰会和八国峰会。2009 年 4 月召开的伦敦二十国峰会提出改革国际金融监管体系、制定国际金融监管宪章等议题。峰会呼吁各国建立更加强有力的、更加全球一致的监管框架。各国都同意确保在本国推行强有力的监管系统，同时还同意建立更加具有一致性和系统性的跨国合作体系，创立全球金融系统所需的、国际社会一致认可的高标准监管框架。2009 年 7 月召开的八国峰会达成一项重要的制度性成果：莱切框架。莱切框架的核心思路是，为了让市场获得可持续的繁荣，在经济活动中必须遵循正当、诚信、透明的原则。该框架提出要在以下五个层面的制度建设上贯



彻以上三大原则：公司监管、市场诚信、金融监管、税务合作以及宏观政策与数据的透明度。参会各国还表示将在二十国集团的框架下推动更多国家参与。

相比国外学者而言，国内学者对相关问题研究比较晚，因为我国一直不存在一个成熟的金融衍生品市场，曾经推出的国债期货等试点也失败了。亚洲金融危机之后，特别是2007年底次贷危机爆发后，我国学术界对国际金融衍生品交易治理机制的研究一度形成高潮，主要的观点有：

第一种认为要对金融衍生品实行五级分类监管。中国光大集团董事长唐双宁认为金融衍生品应该进行五级分类监管。按照远离基础产品的程度，金融衍生品应分为以下五类：第一类是有真实交易背景的衍生品；第二类是具有套期保值和投机功能的基本衍生品；第三类是多种市场因子模型化的高级衍生品；第四类是缺乏真实交易背景、为交易而交易的衍生品；第五类是杠杆倍数奇高、赌博倾向明显的高危型衍生品。对上述五类衍生品，应该相应地按照正常、关注、高度关注、限制和禁止进行分类监管。

第二种认为要对金融衍生品市场失灵进行矫正。北京师范大学李翀教授、辽宁大学白钦先教授、张荔教授等以现代金融监管理论为指导，从信息不对称、外部效应、垄断、保护投资者信心、逆向选择和道德风险几个方面阐述了金融衍生品交易治理理论，并对风险的防范提出了自己的观点和看法。

第三种认为金融监管滞后于金融创新导致了次贷危机。清华大学李稻葵教授比较了发达国家和新兴市场国家发生金融危机的原因。他认为，发达国家产生危机的一个重要原因是金融监管跟不上金融创新的速度，美国的次贷危机就是如此。新兴市场国家的金融危机，则是内外因共同作用的结果。新兴市场国家受影响的程度取决于内因，当一个国家的金融体制不够健全，尤其是银行没有自治能力，监管跟不上，同时货币政策不合理，对资本的管制也比较放松，就会遭遇危机。

第四种认为要建立超主权货币。我国中国人民银行行长周小川倡议，将国际货币基金组织的特别提款权发展为超主权货币，并逐步替换现有储备货币即美元。他认为，现在的国际货币体系由于使用主权信用货币作为国际储存货币，因此具有内在缺陷与系统性风险。全球应该创立一种与主权国家脱钩的，能保持币值长期稳定的货币。

本书认为，上述第一种观点的思想来源于我国对贷款实行五级分类监管，金融衍生品风险越大，则受到的监管越严格，这是一种有益的创新。第二种观点认为市场失灵（如逆向选择、道德风险、垄断）导致了金融衍生品的风险，那么用政府这只“有形的手”对市场失灵进行矫正就成为必然。第三种观点从金融



监管和金融创新的角度分析了金融危机的爆发原因，这里也是强调政府在市场的作用。第四种观点也许是解决金融衍生品市场风险的根本办法，可是就目前而言，统一全球货币操作起来可能会困难重重。

综合以上观点，基于国内外学术界和实务界的观点可以发现，在 20 世纪 90 年代中期以前，学者们对要不要对金融衍生品进行治理的问题上还有争议，然而亚洲金融危机和美国次贷危机爆发后，人们发现金融衍生品的风险有其特殊性，必须对金融衍生品进行治理的观点成为主流。他们大都主张对金融监管体制进行改革，提高治理效率，降低治理成本，加强国际金融监管合作，促使治理体系结构更加现代化。这些成果为我们进一步研究国际金融衍生品交易的治理机制提供了有益的启示。

很少有人将契约理论运用到金融衍生品治理机制的设计上，所以这方面的文献比较少见。下面介绍有关契约理论的一些主流经济学家的观点。

以威廉姆森（Williamson）和哈特（Hart）为代表的经济学家认为，由于某种程度的有限理性或者交易费用，使得现实中的契约是不完全的。泰勒（Tirole）将契约不完全的原因概括为三类成本：一是预见成本，即由于当事人某种程度的有限理性，不可能预见到所有的或然状态；二是缔约成本，即使当事人可以预见或然状态，以一种双方没有争议的语言写入契约也很困难或者成本太高；三是证实成本，即关于契约的重要信息对缔约双方是可观察的，但对第三方（如法庭）是不可证实的。

格罗斯曼（Grossman）、斯蒂格利茨（Stiglitz）、阿罗（Arrow）等把金融产品看作是契约，他们认为如果当事人的信息不对称，就可能导致契约的不完全，所以作为基础金融产品衍生出来的金融衍生品必然也具有非完全契约性质。

针对事前信息不对称问题，阿克劳夫（Akerlof）的“旧车市场模型”（Lemons Model）开创了逆向选择理论的先河。在旧车市场上，逆向选择问题来自买者和卖者有关车的质量信息的不对称。卖者知道车的真实质量，买者不知道，只知道车的平均质量，因而只愿意根据平均质量支付价格，但这样一来，质量高于平均水平的卖者就会退出交易，只有质量低的卖者进入市场。结果是，市场上出售的旧车的质量下降，买者愿意支付的价格进一步下降，更多的较高质量的车退出市场，如此等等。这样一来，逆向选择问题导致了市场失灵、资源配置的效率降低。

斯宾塞（Spence）提出“信号传递模型”以治理这种事前的信息不对称问题。委托人选择代理人类型，代理人知道自己的类型，委托人不知道。为了显示自己的类型，代理人选择发送有关自己质量类型的信号，委托人观测到信号后与



代理人签订合同。这样，高质量的代理人获得高的报酬，低质量的代理人获得低的报酬，信息不对称问题由此解决。

威廉姆森（Williamson）采用了麦克尼尔（Macneil）的观点，他认为各种合同可分为三种类型，即古典式的签约方法、新古典式的签约方法以及关联式的签约方法。为了消除不完全契约中的事后的道德风险，在研究三种不同签约方法的特性之后，他得出了不同类型的合同必须要采取不同的治理机制的结论，这些治理机制包括市场治理、双边治理、三边治理和一体化治理。

三、基本思路及本书结构安排

1. 基本思路

本书独辟蹊径，基于契约理论，找到了金融衍生品治理机制如何设计这一问题的答案。本书从契约非完全性的角度重新考察金融衍生品治理的问题，从而提醒人们注意金融衍生品本质上是一种非完全契约，其风险也根源于契约不完全性，当然其治理机制的设计也要从契约理论出发。

本书首先回顾了国际金融衍生品的发展过程及各国监管制度的演变过程，并总结出现有金融衍生品监管制度的缺陷。在深入分析金融衍生品的各种具体特征之后，指出其本质上是一种不完全契约，由于交易双方存在着有限理性、机会主义等原因会造成金融衍生品市场的失灵。对各种可能适用的治理机制进行比较制度分析之后，本书得到如下结论：国际金融衍生品交易的治理机制应该是单方治理、合作治理与第三方治理三种模式共存、以第三方治理为主体的整体性安排。接着重点分析了第三方治理模式。这包括第三方治理的博弈分析、机构投资者治理、多边治理的案例分析及多边治理的实现方式。第三方治理的博弈分析主要涉及金融机构与监管机构间的博弈过程，必须改进现有监管模式，才能达到最优均衡或次优均衡。机构投资者治理模式是第三方治理的重要补充，机构投资者治理应以内部治理为主，外部治理为辅。多边治理是第三方治理的重要模式之一，其含义是由全球多边治理、地区多边治理和双边治理组成的统一的、多层次的有机多边治理机制，案例部分涉及法国兴业银行事件、日本大和银行事件和美国长期资本管理基金事件。多边治理的实现方式是渐进性变迁为主，强制性变迁为辅。最后是针对我国的具体情况，提出了一些政策建议。

2. 本书的结构安排

本书一共有十一章，本章是导论部分，接下来的结构安排如下：

第二章是对国际金融衍生品产生和发展的过程进行了回顾。第一部分对国际金融衍生品的内涵进行了概述，综合国内外学者对金融衍生品的多种理解，总结



出金融衍生品的关键内涵,从契约理论的视角给出了完整的定义。同时,对国际金融衍生品的种类进行分类,即从交易方法、现货种类、交易场所等角度进行了划分,使我们对金融衍生品有了更深刻的了解。此外,从国际性、交易成本低、高度集中性、高财务杠杆四个方面对金融衍生品的特征进行了详细论述。第二部分先介绍了国际金融衍生品的产生背景,从时间、交易产品、交易场所等不同角度对其发展过程进行了细致入微的阐述,还从四个方面说明了国际金融衍生品交易迅速发展的原因。第三部分结合以上分析对国际金融衍生品的发展趋势进行了展望。

第三章的主要内容是国际金融衍生品交易监管的演变及其缺陷。本章分为四个部分。第一部分分析了国际金融衍生品交易监管理论的演变,介绍了各个监管理论和监管派别。第二部分对各国监管现状进行了阐述,包括发达国家和发展中国家。第三部分指出了当前国际金融衍生品交易监管的缺陷。第四部分介绍了国际金融衍生品交易监管的演进。

第四章的主要内容是国际金融衍生品交易风险与契约的非完全性。第一部分对风险的概念及国际金融衍生品的交易风险进行了界定,同时说明国际金融衍生品交易风险种类及其特征。第二部分从不同角度对国际金融衍生品的风险进行具体分析。从衍生工具的交易过程来看,每一种交易工具在运行过程中都存在着多种风险;从国际金融衍生品的特征来看,其国际性、高杠杆性、高关联性、虚拟性等都潜藏着巨大的风险,并且使这些潜在风险越来越复杂;从契约理论来看,国际金融衍生品本身是一份不完全契约,正是不完全契约的特性使各种潜在风险进一步放大;从风险计量的角度来看,国际金融衍生品的风险难以精确计量,这便给监控及防治风险带来了更大的困难。第三部分总结出国际金融衍生品高风险的直接及更深层次原因。国际金融衍生品自身的一系列特性直接导致了各种风险的出现。同时,有限理性与机会主义的存在进一步放大了风险。第四部分从公平的市场环境、信用担保机制、政府监管、国际监管合作四个方面来说明国际金融衍生品交易风险的防范措施。

第五章从契约理论的角度论证了金融衍生品本质上具有契约不完全性。金融衍生品是一组基于基础金融产品或已有金融衍生品的未来价值预期的契约,有限理性的交易双方不可能对所有的未来情况进行完全正确的预期,契约也就无法清楚地规定所有情况下的应对措施,同时在巨额利益的引诱下,交易双方都有强烈的机会主义倾向。这二者的同时存在必然导致签订的金融衍生品契约是一种非完全的契约,给契约的履行带来严重的困难。

第六章是各种治理模式的比较制度分析。国际金融衍生品交易的治理机制应



该是单方治理、合作治理与第三方治理三种模式共存，以第三方治理为主体的整体性安排。第三方治理中有多个内部模式，其中统一的多边治理模式是治理机制的最终发展趋势。治理模式应该采取分类与综合相结合的办法，是一套治理机制的整体性安排，单独的治理模式不可能有效地治理国际金融衍生品交易。

第七章讨论了机构投资者治理模式。尽管第三方治理起主导作用，但机构投资者治理在国际金融衍生品交易的治理过程中是不可或缺的，它是对第三方治理的重要补充。机构投资者治理以内部治理（强制性持股权、经理报酬、在职消费和绩效评价体系）为主，外部治理（经理人市场、资本市场和行业协会）为辅。机构投资者内部治理的关键是以合理的产权安排为基础的组织资源、知识和能力的培养，并且通过激励机制的设计来最小化机构投资者的风险和最大化其收益。

第八章的主要内容是国际金融衍生品交易治理机制演进的博弈分析。现有的第三方治理（如政府监管）是不完善的，无法走出“严格监管—放松监管—再严格监管……”这个循环。当前的监管不存在纯战略纳什均衡，只存在混合战略纳什均衡，该均衡对监管没有任何的现实意义。只有改进现有的监管模式，才能达到最优均衡和次优均衡。最优均衡是无论监管机构放松监管还是严格监管，金融机构都会正常经营。次优均衡是当监管机构严格监管时，金融机构正常经营；当监管机构放松监管时，金融机构违规经营。改进现有监管模式的措施包括：建立完善的监管者激励约束机制，增强监管机构查处金融机构违规的积极性；加快金融监管国际化；减少金融机构的违规收益；尽可能降低违规获利的诱惑力；降低超额监管成本和加大对监管机构失职的处罚等。

第九章论述了多边治理机制。第三方治理中有多个内部模式，其中统一的多边治理模式是治理机制的最终发展趋势。多边治理机制的含义是：加强各国金融衍生品监管机构的国际协调与合作，建立起由全球多边治理、地区多边治理和双边治理组成的统一的、多层次的有机多边治理机制。法国兴业银行事件、日本大和银行事件和美国长期资本管理基金事件三个金融衍生品引起重大风险的典型案例证明了建立多边治理机制的必要性。组织实现形式和国际监管的技术体系构成了多边治理机制的重要组成部分。组织实现形式部分介绍了现有的组织形式，包括巴塞尔委员会、国际清算银行、国际证监会组织，之后提出建立统一的国际金融监管组织的设想。国际监管技术体系部分讨论了资本充足率和保证金率、会计准则、风险预警机制、紧急救援机制等方面的设计及建设。

第十章主要讨论了国际金融衍生品交易多边治理机制的实现问题，主要观点是以诱致性制度变迁为主并以强制性制度变迁为辅。本章分为四个部分。第一部分以制度的角度为切入点，简要介绍了制度变迁理论，引出了国际金融衍生品交