

清华版·经管译林⑤

默顿·米勒论金融衍生工具

Merton Miller on Derivatives

[美]默顿·米勒 著

刘 勇 刘 菲 译

清华大学出版社

(京)新登字 158 号

内 容 简 介

本书汇集了 1990 年诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒教授近几年来(1990—1997 年)在不同场合的 22 篇发言和演讲。在书中,作者除了对金融衍生工具发展的历程和前景、金融市场与金融衍生工具管制以及这些金融新产品的风险规避作用等问题予以充分的描述和阐释以外,还对世界上两种主要的公司管理模式进行了对比和探讨,其中也涉及到了中国公司管理的战略选择问题。最后一部分包括了作者对中国经济发展前景、利率变动走势、1987 年股市暴跌以及日本银行业改革、日美贸易关系、银行业资本金条件等更广泛问题的论述和见解。此外,本书还收录了作者在领取 1990 年诺贝尔经济学奖时发表的著名演说词——“财务杠杆”。

该书适合高等院校经济管理类师生阅读,更是广大经济爱好者可资借鉴和欣赏的作品。

Merton Miller on derivatives/Merton H. Miller

Copyright ©1997 by Merton H. Miller.

Original edition published by John Wiley & Sons, Inc.

John Wiley & Sons 出版公司授权清华大学出版社独家出版发行本书中文版。

本书任何部分之内容,未经出版者书面同意,不得以任何方式抄袭、节录或翻印。

北京市版权局著作权合同登记号:01-1999-2992 号

图书在版编目(CIP)数据

默顿·米勒论金融衍生工具/(美)米勒(Miller, M. H.)著;刘勇,刘菲译.
—北京:清华大学出版社,1999

(经管译林;5)

书名原文:Merton Miller on Derivatives

ISBN 7-302-02526-6

I. 默… II. ①米… ②刘… ③刘… III. 金融-工具, 衍生-研究
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 50784 号

出版者:清华大学出版社(北京清华大学校内,邮编 100084)

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

印刷者:清华大学印刷厂

发行者:新华书店总店北京发行所

开 本:850×1168 1/32 印张:8.75 字数:228 千字

版 次:1999 年 12 月第 1 版 1999 年 12 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 7-302-02526-6/F·249

印 数:0001~5000

定 价:19.00 元

译者前言

本书汇集了默顿·米勒教授近几年来在不同场合的 22 篇发言和演讲。虽然本书以金融衍生工具命名,但各篇文章的主题却并未局限于此。在书中,作者除了对金融衍生工具发展的历程和前景、金融市场与金融衍生工具管制以及这些金融新产品的风险规避作用等问题予以充分的描述和阐释以外,还对世界上两种主要的公司管理模式进行了对比和探讨,其中也涉及到了中国公司管理的战略选择问题。最后一部分包括了作者对中国经济发展前景、利率变动走势、1987 年股市暴跌以及日本银行业改革、日美贸易关系、银行业资本金条件等更广泛问题的论述和见解。此外,本书还收录了作者在领取 1990 年诺贝尔经济学奖时发表的著名演说词——“财务杠杆”。

默顿·米勒是 1990 年诺贝尔经济学奖获得者、芝加哥大学商学院研究生院经济学教授。他在公司财务研究领域,是享誉全球的大师级权威。多年来,默顿·米勒教授同芝加哥学派的其他代表人物一样,对自由市场在经济生活的基础性作用深信不疑,这种思想无时无刻不贯穿于他的文章、著作和演讲之中。例如,与人们广为持有的观念不同,默顿·米勒认为,即使发生了德国金属公司、加州奥兰治县、宝洁公司以及巴林银行等一系列的衍生交易事件,也不能借此否认“金融衍生工具使世界变得更加安全而不是更危险”这一事实,正如我们不能因为酒后驾车发生事故就指责汽车的发明对人类有害一样。

这种对市场机制的推崇,同样反映在他对金融管制和公司管理模式的论述上面。默顿·米勒强调,政府管制也是一种宝贵的资

源要素,不到万不得已尽量不要使用这种产品,要最大限度地发挥私营主体之间的合同过程和竞争规则的作用。而在所谓财务杠杆被过度使用的问题上,他指出,要相信资本市场自身拥有抑制杠杆比率过高的机制和办法,如果采取摧毁垃圾债券市场和对银行杠杆信贷给予更多直接控制等做法,就会降低美国经济中某些重要部门的营运效率,提高其资本成本。默顿·米勒对日本和德国两国公司管理模式所谓能够避免经营行为短期化的优越性也提出了置疑。他提出,日德两国的公司管理模式只突出了投资不足问题,忽视了管理中存在的另外一个问题,即投资过度问题;而基于交叉持股制度基础之上的银企关系,使得对大公司经理人员的评价、奖励和惩罚,绕过了资本市场尤其是自由、繁荣的股票市场,交由一个自我封闭、自我延续、由银行家和经理人员构成的团体去完成,这种做法实际上等于拿未来的经济发展去冒险。

在本书中,默顿·米勒还专门以一篇“中国能否实现经济增长的奇迹”(第十六篇)来阐述自己对中国经济发展走势的看法。他认为,中国大陆已经具备了和台湾地区当年一样的经济增长基础,这就是家庭价值观、较高的国内储蓄率以及孕育企业家的人文环境;而家族之间在商业活动中结成的关系网络,在某种程度上可以弥补中国大陆(以及台湾地区)缺乏一套完善的司法体系而无法确保切实履行合约的缺陷。但默顿·米勒也意识到,这些因素仅是经济增长的必要条件而非充分条件,国有企业改革是摆在中国经济面前最严峻的问题,而这一问题的解决也绝非依靠简单的私有化方案所能完成。他提出,提供社会保障以及市政服务的责任,必须要从大型国有企业中剥离出来,转回到公共部门那里;否则,企业在经济活动中就不可能做到理性的经济分析与决策。正像当年的台湾一样,中国大陆的经济发展也同样取决于非国营部门相对于国营部门的发展态势。

随着中国经济的发展和经济体制改革的深化,中国的金融市

场必然相应经历一个渐次发育、逐步完善的过程,金融市场对经济生活的影响和作用也必将日益深刻而显著。发达国家曾经经历过的金融创新浪潮必定会在中国重现。从长远来看,以其他金融工具为基础的金融衍生工具在中国一定会有广阔的发展前景。默顿·米勒在本书中针对衍生产品和市场的各种观点和见解,对于我们站在芝加哥自由市场经济学派的立场上来看待金融创新和金融管制,无疑会起到难以替代的导向作用。而他在书中对经济管制的实质、形式、后果等问题的精彩论述,对于建立和丰富我们的管制理论——尤其是金融管制理论——也极具宝贵的学术价值。至于他对两种公司管理模式的独到见解,更是给我们带来了有别于所谓“美国公司经营目光短浅”的不同声音,相信这些见解不仅有助于我们真正认识发达国家的企业管理制度,而且对完善我们的企业管理理论也大有裨益。

在本书翻译过程中,我们不断领略了默顿·米勒教授渊博的学识、犀利的见解、诙谐的文笔、广阔的视野以及对纷繁复杂的经济现象的敏锐洞察力。正如迈伦·S.斯科尔斯所说的那样,“即使你不关心这些问题,米勒的幽默也足以让你购买这本书。”我们相信,当你读完此书后,默顿·米勒教授同样会给你留下深刻的印象。

中国人民大学工商管理学院李金轩教授、马龙龙教授,财政部国际司王洪贵博士为本书的翻译提供了诸多帮助,谨此一并致谢。

译者

1999年7月于北京

原 版 序 言

默顿·米勒既是一名难得的一流学者，也是一位老练的“街头斗士”。如果这种描述似乎过于完美的话，那让我再补充一句，他要是再有些做交易商的经验，或许会更加出色。

他在奠定现代公司财务理论的基础上所做的开创性工作，彻底改变了私人企业制定投资和财务决策的模式。他也因此而荣获了1990年诺贝尔经济学奖。现代公司财务理论不仅对商业和金融领域的问题给予了描述，而且也使其渐趋成形。很少有经济理论分支能如此贴近企业管理的实际决策过程。

我们这些从事衍生产业的人最清楚，在与金融期货有关的至关重要的若干主题性和概念性问题上，默顿·米勒提供了举不胜举的意见。当金融衍生工具照例遭到攻击——尤其是来自管制者和新闻媒体的攻击——的时候，总是可以期望他来指出这些金融产品对控制金融风险、确定风险回报范围和发现形成价格的价值所在。在所有这些工作中，默顿对市场的鉴别力使他就像一名最终决策者那样发挥作用。这也正是他的成果对金融界具有如此大的影响的关键原因。

他鼓励市场积极尝试新产品和新的交易方式。不仅如此，他还总是迅速地站出来反对管制者做出的有可能破坏这些新产品的顽固而又反动的行动。这都是衍生产业特别是期货交易所的那些有经验或较为乐观的支持者所难以想象的。默顿积极参加了从1987年股市崩溃到1993年德国金属公司一案的各种各样的公开讨论。例如，目前他是联合战略行动委员会的执行委员，该委员会致力于在芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所之间建立某种协作关

系。这些努力体现了一个在默顿著作中不断延续的主题,这就是将提高经济效率的重要性强调为金融市场的首要作用。

像在所有事情中一样,默顿在这些努力中同样拥有鲜明有力的观点。作为多年认真推敲的学术演讲的结果,这些观点明显不同于那些市场参与者的意见。总的来看,这些差别就像场内交易商与场外金融机构及对冲基金之间的交易力量差距;具体而言,就像基差风险对投资回报的重要性那样显著。

本书展示了默顿对通常意义上的金融市场和特定意义上的衍生产业的一系列富有创见、极为宝贵的思想。业内人士及其他感兴趣的观察家会发现,这些思想既让人恼火又令人愉快。

汤姆·迪特默
雷福科公司

作者前言

那位租种我在伊利诺斯州的第二所住宅旁那块玉米和大豆田的邻居最近问我，退休后都在忙些什么。我说，我已成为一名专事主题发言的职业演讲人。他说，不错嘛，怎么说也是项室内工作；而且看来好像让你忙个不停。

确实如此，因为每年召开的会议数量一直在无止境地增长。而每次会议至少都要有一名——有时甚至几名——主题发言人来设置基调，确定主题。本书中的 22 篇文章大多属于过去 6 年里我在世界各地的一系列会议上做的这类主题发言。

虽然每篇文章讨论的内容都各不相同，但有两个主题却始终未变。第一，过去 20 年中出现的所谓“衍生革命”，不仅没有被冷落，反而受到热烈的欢迎——我可以骄傲地说，学术界在其中扮演了至关重要的角色。与那种广为人们接受的观念不同，金融衍生工具使世界变得更加安全而不是更加危险。这些金融产品使企业和机构有效、经济地处理困扰自己没有几百年也有几十年的风险成为可能。的确，有一些企业和机构在衍生交易上遭受了沉重的损失，但是这些企业和机构总能找到赔钱的途径。我们不能将好的决策和好的运气视为当然。尽管围绕金融衍生工具有种种可怕的描述，但仍值得强调的是，许多银行在房地产交易中遭遇的亏空远远大于它们在衍生产品组合投资中的损失。

这些文章贯穿的第二个关键主题是，有些企业和机构肯定会在衍生交易中犯一些错误，这一事实并不意味着政府有义务去阻止它们这么做。尽管许多管制者——尤其是我们的商品期货交易委员会——急切地想承担这些责任，但它们也不可能取得成功。所谓明智的政府规则总能设法阻止任何一次衍生交易事件发生的说

法，绝对是一种不切实际的幻想，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在不断地孕育和发展。实际上，正如我在过去曾经指出（本书第一篇再次强调）的那样，我们所观察到的许多创新的出现，恰恰就是为了绕过管制性限制的障碍。管制者总是被甩在后面，而且也正是这样。你能想象如果管制者真的认为自己能够抢先采取预防措施而不是等问题发生以后再做出反应，政府的登记簿会有多大吗？

私营部门的个人和企业确实一直在进行着有远见的决策和投资。这是因为，自由市场下，私人企业制度的创造性将那些决策者的成本与回报捆在一起。然而，这种自我平衡机制并不适用于我们通常理解的那种管制过程。没有人知道管制者想使什么最大化（也就是他们在经济学上的“准则函数”是什么），也不清楚他们如何取得成功或者甚至他们认为自己如何成功。一些“公共选择”学派的学者认为政治竞争能够确保管制过程的观点，与商业竞争有助于提高私营部门运作效率的说法相比，在我看来只不过是表明上的类似而并没有实质上的共同之处。

所有这些意见并不是说，管制环境就不会发生改变，而那些无用的或维护特定利益的保护性管制所带来的沉重负担也不会增加。有时，这类情况确实就发生了，尽管其原因还无法在公共选择经济学家那里得到充分的解释。对为什么会有管制这类问题，我们已经形成了一些比较好的描述性理论，而对管制放松的出现原因，还没有这样的解说。一些批评性的学术研究（当然还有主题发言）试图取下自罗斯福新政以来笼罩在管制身上并为美国（以及日本和除英国以外的大多数西欧国家）所钟爱的那束光环。尽管只是在较低程度上，但正是这些研究才有可能揭开前面的那些谜团。

然而，我要强调的是，我对当前美国（以及日本）金融管制所持的彻底否定态度，不应简单地当作芝加哥大学反政府的成见。与人们普遍的认识恰恰相反，芝加哥学派的经济学家从来没有认为政

府在经济生活中一点有用的作用都发挥不上。我们不是无政府主义者！我们遵守交通标志。实际上，我们认为国家强制力——它就是管制所真正依赖的力量——是一种宝贵的自然资源。就像其他的自然资源一样，这种强制力也要节俭使用，而且只能到有充分的证据显示使用非强制性的替代品（主要是私营主体之间的合同和竞争规则）将给社会带来大量的负面后果时，才能使用这种资源。我在这些论文中提出，那些金融管制结构的辩护者并未能证明我们已经处于这种地步。我也不愿被他们标准的、没有前提的推理所搪塞，即既然美国是世界上最富裕的国家，因而它的管制环境即使对美国的成功没有什么实质性的贡献，从技术意义上讲，也一定具有较高的经济效率，而证券交易委员会和商品期货交易委员会的大多数辩护者正是这么认为的。我们的国家目前所处的状况确实很不错，但是如果能把成本—收益计算的原则严格应用到管制的上层建筑中去，这种状况肯定会变得更好。

我在本书中对折磨美国乃至整个世界资本市场的如此无用且昂贵的管制所发动的猛烈攻击，有意要作为一种向我在金融学术领域中的同事们发出的战斗号令。正如我在进行诺贝尔奖演讲时所总结的那样：

与经济学中那些传统的领域不同，金融领域中的焦点不是公共政策问题。我们注重的是实证经济学而非规范经济学，追求的是基于简单但组织严密的理论基础之上的实证研究。既然我们的领域可以说是时代的正式产物，或许能够说服我的同行们不时从他们的数据库探出头来，让更广泛的读者关注这一领域的进展，尤其是我们在公共政策方面的洞察力。

但是，就我在金融领域的那些同事而言，或许除了在银行业和储蓄贷款业领域以外，还没有看到他们为使管制措施更切合实际而设置路障、进行战斗的迹象。

金融衍生工具及其管制这两个成对的主题是本书前面三部分的焦点。第一、第二部分假定读者已经掌握了一些(不是令人恐惧的那么多)关于金融衍生工具概念及运作(尤其是股票指数类衍生产品)的知识。那些初次接触这些问题的读者在进入第一、第二部分中颇具争论性的问题之前,先从第三部分的介绍性材料入手或许会更容易一些。

第四部分突然掉头转向一个起初看来完全不同的方向:公司财务。那是在我倾全力于金融衍生工具之前多年专门从事的经济领域;正是在这一领域的成就使我荣获了1990年诺贝尔经济学奖。这部分收录了我在领取诺贝尔奖时的演讲稿——“财务杠杆”,此外还有我对美国、日本、德国、中国等国公司财务和公司管理问题的三篇演讲词。

最后一部分,即第五部分,包括一系列针对当前更一般现实问题的文章。其中,对金融衍生工具并没有较多的涉及,但是广义上的管制仍是这一部分的主要论述对象。在整理六、七年前的那些发言时,总有一种力量在诱惑自己为润色文字而删去那些预言明显出错的例子。我竭力抵制住这种诱惑,基本按当时的文本提交各篇文章。对某些事件,我就其后的一些重大进展增列了简短的参考文献。例如,关于加利福尼亚奥兰治县一例,我修改了第二篇和第五篇最初的文本,以反映我自己近来对这一事件的研究结果。虽然这些文章的文本基本上没有改变,但是我的编辑艾达·沃尔特斯又对其中交叠和雷同的部分做了细致的删减以免重复。她在帮助我挑选材料并使其浑然一体的整个过程中,发挥了不可估量的作用。我还要特别感谢苏格兰集团公司的鲍勃·坎菲斯,他为本书的出版给予了不断的关心和鼓励。

那些技艺不精的学者明白或者应该清楚,他们从自己与同事的交流中必然受益良多,这种收获对我来说尤为明显。本书中列举的许多公共政策问题,经常是芝加哥大学方形俱乐部里争论的焦

点,就是在这里,多年来我有幸与米尔顿·弗里德曼、已故的乔治·斯蒂格勒、加里·贝克尔以及罗伯特·卢卡斯等来自芝加哥大学经济系的杰出人物共进午餐。我在芝加哥商品交易所董事会的伙伴们也保持了这种形式活泼的午餐讨论传统,正是在这些场合,他们向我讲解了期货交易所的运作过程。如同我在第六篇中的解释一样,局内人的比赛与局外人眼中所看到的常常存在显著的差别。

我在芝加哥大学开设的金融管制研究班课程的学生们,是给予我巨大帮助的又一批同事。这些学生在过去 10 年间提交的、旨在进行课堂讨论的论文,涉及了本书收录的许多管制性问题以及其他更多的问题。给我智力启发的还有博士论文候选人这批人,尤其是克里斯托弗·卡普,我与他就一系列的管制问题合作撰写了许多学术研究出版物和公开发表的论文。我只希望这种合作给我的巨大收获不致使他博士论文的完成耽搁得过久。

最后,还要向雷福科公司的汤姆·迪特默表示感谢,他为本书写下了一篇充满溢美之词的序言。这里我要透露的是,作为一名长期的交易商,他对交易所流动性不断下降的观察,收录在本书第十一篇的尾注[8]中。没有人比他更了解衍生产业。他完全可以成为一名伟大的金融学教授。但我很高兴他选择了别的工作。有谁希望在学术领域和他竞争呢?

默顿·米勒

芝加哥大学,1997 年 3 月

目 录

原版序言	(V)
作者前言	(VII)
第一部分 衍生革命	(1)
第一篇 衍生革命:回顾与展望	(3)
第二篇 最近的几次衍生交易事件:损失估计	(18)
第三篇 指数套利面临的经济与政治问题	(37)
第四篇 互换交易、金融衍生工具与系统性风险	(47)
第二部分 金融市场监管的理论与实践	(53)
第五篇 现代管制理论	(55)
第六篇 金融管制:局内人的比赛	(75)
第七篇 金融衍生工具管制:已经足够了	(85)
第三部分 衍生市场与风险管理	(97)
第八篇 作为保险市场出现的期货和期权交易所	(99)
第九篇 衍生市场及其对应的现货市场	(106)
第十篇 期货合约的风险和收益:以芝加哥为例	(116)
第十一篇 期货市场还有前途吗	(128)
第四部分 公司财务与公司管理	(143)
第十二篇 日美公司管理对比	(145)
第十三篇 德国的银行主导型公司管理	(160)
第十四篇 中国公司管理的战略选择	(170)
第十五篇 财务杠杆	(178)
第五部分 常被问及的若干问题	(193)

第十六篇	中国能否实现经济增长的奇迹·····	(195)
第十七篇	利率到底会走向何处·····	(202)
第十八篇	我们从 1987 年的股市暴跌中得到了 哪些启示·····	(214)
第十九篇	经济学的法则适用于日本吗·····	(228)
第二十篇	日美贸易关系,美国能让日本就范吗 ·····	(241)
第二十一篇	莫迪利亚尼-米勒定理是否适用于 银行业·····	(251)
第二十二篇	大学应设有多少研究活动·····	(260)

第一部分

衍生革命

第一篇

衍生革命：回顾与展望

里普·范·温克尔在休眠 20 年醒来后，审视周围世界所感到的惊奇，与一位自 1970 年 2 月以来沉睡（在办公桌上）20 年的银行业或金融服务业后人相比，无疑要相形见绌。在过去 20 年中，金融工具和金融制度的创新进程如此之快，以至于没有什么东西能帮助这位后人了解诸如互换与互换期权、指数期货、程序交易、蝶形差价、可转换债券、欧洲债券、再抵押债券、零息票债券、投资组合保险以及合成现金这些用来定义那些更为复杂的金融事物的平常概念。在人类历史上，没有哪一个 20 年经历过创新活动如此迅猛地爆发。是什么导致了这种爆炸性的增长？从社会角度来看，是否所有的创新活动都真正有必要？我们是否已接近创新浪潮的尾声？或者，我们是否有必要酝酿新的创新？这些问题正是本篇后面将要讨论的主题。

金融创新的急剧爆发

关于 20 年前爆发的金融创新浪潮，有这样一些解释（Miller, 1986 and Van Horne, 1985）。

浮动汇率的推行

有关金融创新爆发源动力的一种最流行解释是，强调“固定汇

率制”的布雷顿森林货币体系的崩溃。70年代初,在以米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)为代表的一批学院派经济学家的强有力推动下,美国政府最终废止了黄金与美元挂钩的体制。随之而来的汇率剧烈波动给所有的国际贸易活动带来了新的不确定性。针对这种变化,芝加哥商品交易所(CME)推出了在交易所内公开上市交易的外汇期货合约,这种创新反过来又相应产生出一系列基于巨额价差(从汇率到利率)的金融产品。

但是,切断黄金与美元的挂钩并不意味着整个故事的终结,因为金融期货的产生不是70年代初的唯一重大突破。与金融期货几乎同等重要的另一种金融产品,即芝加哥期货交易所(CBOT)——芝加哥商品交易所(CME)的同城竞争对手——推出的普通股票期权,出现在几个月之后,然而这一创新却并不能从70年代初货币体系的变动中找到直接的解释。芝加哥期货交易所的期权没有先于芝加哥商品交易所的金融期货出现,主要是官僚主义的羁绊结果。这两种交易几乎在同时启动其发展进程,而且以近乎相似的速度在传统的农产品市场上缓慢地扩张。它们在自己独特的发展方向取得突破,都需要有关管制者的合作或者至少不敌视。

幸运的是,芝加哥商品交易所只须同美国财政部和联邦储备体系打交道,而这两个部门又是尼克松当局浮动汇率政策的坚定执行者^[1]。芝加哥期货交易所面对的却是美国证券交易委员会(SEC),这是一家产生于罗斯福新政时期、对任何投机行为都过于敏感的机构^[2]。在证券交易委员会结束对期权交易的详细审查之际,芝加哥商品交易所实际上已经先拔头筹。

计算机与信息技术

另外一种解释认为,1970年以后金融创新爆发的根源在于信息革命,特别是电子计算机的诞生。计算机在本世纪50年代就已