

# 国际金融衍生产品交易风险的契约诠释

刘娜, 谭燕芝

(湘潭大学商学院, 湖南湘潭 411105)

**摘要:** 国际金融衍生产品交易存在着高风险, 这种高风险与其产品自身的高杠杆性、高关联性、虚拟性密切相关, 因此, 国际金融衍生产品交易的高风险是与生俱来的。20世纪30年代兴起的契约理论把每次交易视为一种契约, 将交易作为最基本的分析单位对现实问题进行契约分析。本文试图从契约理论这一全新角度出发, 运用不完全契约理论解释国际金融衍生产品交易存在高风险的原因。国际金融衍生产品交易的高风险源自于国际金融衍生产品市场上有限理性和机会主义行为的广泛存在, 而引起国际金融衍生产品交易高风险的根本原因则是国际金融衍生产品的非完全契约性质。

**关键词:** 国际金融衍生产品交易; 风险; 契约经济学; 非完全契约性质

**中图分类号:** F831.5

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1672-3104(2008)02-0250-05

国际金融衍生产品交易存在着巨大的风险, 这种风险的广泛存在对地区经济乃至世界经济都产生了深远的影响, 给世界金融市场造成了极大冲击。国际金融衍生产品是为适应风险管理而产生的金融工具, 其灵魂就是风险。学术界对国际金融衍生产品交易风险的研究较多, 但多从风险的管理、风险的测度等微观层面分析, 本文试图寻找新的视角, 运用不完全契约理论来分析国际金融衍生产品交易高风险的深层原因。

## 一、国际金融衍生产品交易存在着高风险

### (一) 国际金融衍生产品交易高风险的表现

国际金融衍生产品自诞生以来一直受到全球商业界的青睐。近年来, 国际金融衍生产品交易更是蓬勃发展。根据国际清算银行(BIS)的统计, 截至2006年12月, 场内交易的未偿付期货、期权合同总数达449.03亿份, 2007年6月底, 这一数字已高达651.35亿份, 6个月增幅45.06%。与此同时, 截至2006年12月, 场外交易名义未偿付合同金额为415.183万亿美元, 比2005年同期值297.67万亿美元增长了39.48%。可见, 无论在交易所还是在场外市场, 国际金融衍生生产

品交易均保持着迅猛增长的势头<sup>[1](7)</sup>。但是, 二十世纪以来, 世界范围内发生的许多重大金融事件, 如1995年英国巴林银行倒闭事件、1997年由泰国开始的亚洲金融危机以及1998年美国长期资本管理公司破产等等(见表1), 为我们敲响了警钟。实践表明, 国际金融衍生产品的产生、发展和运用, 能为某些经济发达国家带来巨额财富, 但衍生产品繁荣发展的背后也潜藏着深度的风险危机。若不能正确驾驭国际金融衍生产品, 控制衍生产品风险, 那么国际金融衍生产品市场可能面临剧烈动荡, 给世界经济带来巨大创伤。

### (二) 国际金融衍生产品交易高风险的性质动因

国际金融衍生产品交易中存在的高风险与其产品自身性质特点密切相关。国际金融衍生产品的高关联性、高杠杆性、虚拟性是催生衍生产品交易高风险的重要因素, 因而, 国际金融衍生产品的高风险是与生俱来的。

#### 1. 国际金融衍生产品的高关联性与风险

国际金融衍生产品是以传统金融产品的价格为基础进行设计和交易的, 现代国际金融衍生产品可通过多种途径进行设计, 既可通过对原生性金融产品和金融衍生产品进行组合, 也可通过对各种衍生产品进行再组合, 还可根据客户在交易时间、金额、杠杆比率、价格、风险级别等上的要求进行组合, 这使得各个衍

收稿日期: 200—

基金项目: 国家社会科学基金项目《基于契约理论的国际金融衍生品交易治理机制研究》(批准号:06BGJ015)的阶段性成果

作者简介: 刘娜(1980—), 女, 土家族, 湖南吉首人, 湘潭大学商学院教师, 湘潭大学商学院硕士研究生, 主要研究方向: 国际投资与跨国公司; 谭燕芝(1962—), 女, 湖南株洲人, 湘潭大学商学院副教授, 经济学博士, 硕士研究生导师, 主要研究方向: 契约理论与金融衍生市场监管。

表1 二十世纪世界重大金融事件及其影响择要

时间	事件	深远影响
1995年2月	巴林银行因进行金融期货投机交易, 造成 9.16 亿英镑的巨额亏损, 被迫宣布破产。	在世界 1000 家大银行中按核心资本排名第 489 位的巴林银行是英国银行业的泰斗, 尽管巴林银行的倒闭主要由于其内部对衍生金融交易管理、监督不严, 但这一事件无疑使早有争议的衍生金融交易成为全球瞩目的焦点。
1995年9月至1996年1月	日本大和银行纽约分部因进行帐外买卖美国国债, 造成 11 亿美元亏损。	大和银行是一家至当年有 77 年历史总资产 1820 亿美元, 位居日本商业银行第 13 位, 全球第 19 位的大银行。经历此次事件后虽因家大业大未能倒闭, 却信誉扫地。金融衍生品交易失败使得大和银行最后不得不走向同住友银行合并之路。
1996年6月	日本住友商事公司因经营铜期货, 造成 18 亿美元亏损。	全球最大的工业、贸易和金融集团之一的住友商事违规进行铜期货交易事件不仅对公司本身造成巨额损失, 也对世界铜的交易市场及铜的交易价格造成了不良影响, 若没有后续采取的紧急措施, 则世界铜市场将面临剧烈波动, 可能造成世界范围内的大损失。
1997年7月至1999年	由泰国开始波及马来西亚、韩国、香港、日本、俄罗斯等国的亚洲金融危机爆发。	此次危机迫使除了港币之外的所有东南亚主要货币在短期内急剧贬值, 东南亚各国货币体系和股市的崩溃, 以及由此引发的大批外资撤逃和国内通货膨胀的巨大压力, 给这个地区的经济发展蒙上了一层阴影, 也进一步引发了世界金融市场的动荡。
1998年9月	美国规模最大的“对冲基金”——长期资本管理公司巨额亏损、被迫重组。	由于长期资本管理公司由金融界一流的管理人才和经济学界一流的专家主管, 它的被迫重组引起了国际金融市场的强烈震撼, 加深了对银行流动性的忧虑, 导致了纽约股市下调, 成为 1998 年国际金融市场具有转折意义的重大事件之一。

注: 上表由作者整理而成。

生产品之间具有了极高的关联性。高关联性是国际金融衍生产品最大的特性。国际金融衍生产品本身对价格波动较为敏感, 其波动幅度较大, 影响范围较广, 存在着一定的市场风险, 而国际金融衍生产品的高关联性将这种风险进一步扩大, 甚至可能达到“触一毛则动全身”的效果。因而, 任何一个小环节上的差错都可能引起整个国际金融衍生产品市场的剧烈震荡, 国际金融衍生产品交易风险被进一步放大。

## 2. 国际金融衍生产品的高杠杆性与风险

利用国际金融衍生产品的保证金制度, 市场参与者可以运用少量资金, 甚至不用调拨资金, 即可对资金量巨大的交易合约进行控制, 这使得国际金融衍生产品具有了高杠杆性。国际金融衍生产品市场交易中, 交易者都是谋求个人利益最大化的“理性人”, 然而, 交易者个人利益的最大化与整个市场的稳定发展之间存在着不可避免的冲突, 蕴藏着较大的交易风险。此时, 国际金融衍生产品具有的高杠杆性使得交易者可以把保证金作为杠杆, 以小博大, 用为数少量的保证金牵动大批商品和金融产品的买卖, 这加剧了市场的

不稳定性, 为国际金融衍生产品交易埋下了较大风险<sup>[2](20-21)</sup>。

## 3. 国际金融衍生产品的虚拟性与风险

国际金融衍生产品本身不过是规定了衍生品交易事项的合约, 是持有人获得交易权和交易产品价值的证明, 并没有什么实际的价值, 这就是国际金融衍生产品的虚拟性。在国际金融衍生产品交易过程中, 当原生产品是商品等实物资产时, 衍生产品的凭证性质使其交易过程脱离了实物运动, 当原生产品是股票、债券等脱离了实物运动的虚拟资本时, 相应的衍生产品则更具有了双重的虚拟性。这种实物产品与价值的脱离潜藏着一定的虚拟增值空间, 容易引发较大的市场风险, 而在产品高杠杆性和现代网络、计算机技术的推动下, 国际金融衍生品交易中实物产品及其价值脱离的情况更为严重, 使得国际金融衍生产品交易面临着更大的风险。

虽然国际金融衍生产品的设计初衷是套期保值、减少风险对产品价值的冲击, 但衍生品自身仍存在着或多或少的非系统风险, 加上衍生产品的交易是通过

利率、汇率等市场行情的走势判断的,一旦实际变动与投资者预期有出入,则会导致产品价值的损失,甚至可能产生危及整个金融市场的高风险。因此,国际金融衍生产品交易的高风险是国际金融衍生产品与生俱来的特点,并将伴其终生。

## 二、不完全契约理论及其引入

### (一) 不完全契约理论概述

自1937年科斯开创性论文《企业的性质》发表后,新制度经济学以惊人的速度发展起来,科斯把交易成本和产权分析引入经济分析中,改变了经济学的微观分析结构。现在,新制度经济学已在产权理论、交易成本经济学、契约经济学、委托—代理问题等四个问题上形成了理论体系<sup>[3](1-12)</sup>。

以威廉姆森(Williamson, 1996)为重要代表的交易成本经济学把交易作为最基本的分析单位,将每次交易视为一种契约。按照威廉姆森等新制度经济学家的论述,契约可分为完全契约和不完全契约。完全契约(complete contract)是指缔约双方都能完全遇见契约期内可能发生的重要事件,愿意遵守双方所签订的契约条款,当缔约方对契约条款产生争议时,第三方能够强制其执行的契约。不完全契约(incomplete contract)则相反,由于契约当事人的有限理性,不完全契约未能考虑所有可能发生的事件,没有规定在各种可能的事件发生时契约各方的权利和义务,并给第三方仲裁带来理解和执行上的障碍,是事前无法囊括所有或然事件的契约<sup>[4](13-18)</sup>。

由于外在环境的复杂性和不确定性、信息的不对称性、人的有限理性等,人们在交易时不可能完全预见未来各种或然状况并以双方都没有争议的语言写入契约中,因而契约不可能完全包含未来所有可能发生的事件,也不可能将事件一一描述清晰。同时,缔约各方仍有机会主义倾向,他们可能为谋取各自利益最大化采取各种趋利行为,这样即使缔约成功,双方仍将不可避免地出现拒绝合作、失调、成本高昂的再谈判等危及缔约关系的行为。要采用求诸第三方(比如法庭)仲裁来维持契约关系的成本巨大,而且可能根本无法证实。这些现实情况都影响到了契约的制订,必然导致契约的不完全。

### (二) 有限理性、机会主义行为是契约不完全性的原因和表现

从契约理论角度分析,契约不完全的原因应归结为有限理性和机会主义行为,同时有限理性、机会主

义行为也是契约不完全性的具体表现。

环境的不确定性、信息的不完全性以及人认知能力的有限性,导致了人们在选择上的差异和制度规则上的差异。这种认知的有限性和行动上的差异性导致了制定的契约可能与事实的进展存在偏差,此种情况下的契约不能够完全囊括可能发生的所有事件,也不能够清晰准确地描述出未来可能发生的事件,因而有限理性假设下的契约一定是不完全的<sup>[5](47-49)</sup>;与此同时,因为机会主义的存在,人们“随机应变、投机取巧、为自己牟取最大利益”,即使事前签订的契约尽可能详尽的规定了契约双方的履约责任,但处于对自己利益的考虑,机会主义者难免会为保持、甚至获得更大的个人利益而放弃履约,使契约沦为“一纸空文”<sup>[6](17-21)</sup>;除此之外,交易中的有限理性和机会主义行为还可能引致双方信息上的不对称或不完整,缔约一方对信息进行垄断,可能引起“敲竹杠”的行为。此种情况下,人们不可能获得所有的信息,即便获得了信息,也存在着不对称的情况,这必然导致契约的不完全。

然而,契约的非完全性也正是通过人们的有限理性行为和机会主义行为等表现出来的。现实生活中,人们很难将实际情况把握得清晰明了,行事中“过度自信”“羊群行为”等有限理性行为是过度乐观、盲目追风的结果,其背景必然是完全契约的失效。而在“逆向选择”“道德风险”等机会主义行为与信息不对称造成的“敲竹杠”行为背后,更是违背契约条款、恶意毁约的倾向,是对完全契约的背叛。所有这些可能的状况,都是在有限理性、机会主义和信息不对称条件下,契约非完全性的具体表现。

## 三、国际金融衍生品交易的非完全契约性质与国际金融衍生品交易高风险

### (一) 国际金融衍生产品交易具有非完全契约性质

契约理论认为,交易是经济主体根据他们拥有的、能够与他人进行交换的产权,在执行双方认可的条件下的互利转让。契约理论者主张将所有市场交易(无论长期还是短期、显性还是隐性的)都看作是一种契约关系。国际金融衍生产品本身是一系列合同的统一体,它赋予交易一方在将来某个时刻或时段对既定资产的债权,或明确规定了另一方的债务,或是只为一方提供一种决定期权交割与否的权力,其本质是对

未来价值进行预期进而实现价值的一份双边契约或支付交换协议。而国际金融衍生产品交易则是国际金融衍生产品合约的交易, 亦即买卖国际金融衍生资产债权、债务或交割权利的合约, 从契约理论角度分析, 国际金融衍生产品交易具有契约性质。

新制度经济学假设, 经济人是有限理性的, 国际金融衍生产品投资者没有能力收集市场的全部信息, 也没有能力对收集的所有信息做出最恰当的处理, 这必将引起衍生品交易契约中必要条款的缺失, 即使所有条款一应俱全, 其条款也仍不能被准确清晰地描述出来; 同时, 国际金融衍生产品市场上, 客观环境是复杂多变的, 投资者的行为方式也是复杂多变的, 衍生产品市场环境和未来动向的不确定性通常不能以有限的方案进行简单概括, 投资者的行为方式也容易受到个人长期行为习惯、情绪、客观环境变化的影响, 想要制定包括所有不确定因素在内的详尽条款几乎是不可能的; 加之, 国际金融衍生产品市场交易双方还可能在契约签订以前隐瞒对自己不利的信息, 引诱对方签订不完全契约, 或是投资者在执行衍生品交易契约时表现出利益内化、成本外化的“机会主义”行为, 这些都将导致契约的不完全。事实上, 只要国际金融衍生产品交易过程中存在着盯住利益的投机行为, 存在着可供投机的机会, 则可说明, 以规避风险为目的的国际金融衍生产品合约本身仍是不完全的<sup>[7](80-81)]</sup>。综上所述, 国际金融衍生产品交易本质上是一种天然的不完全契约。

国际金融衍生产品交易的非完全契约性质集中表现在契约的不完全性和契约的多样性上。一方面, 国际金融衍生品是一组基于基础金融产品或已有衍生产品的价值预期的契约, “有限理性”的交易双方不可能对未来情况进行完全准确的预期, 同时在巨额利益的引诱下, 双方都有较强的“机会主义”倾向。“有限理性”和“机会主义”的同时存在必然使国际金融衍生产品契约的履行存在障碍, 是国际金融衍生产品交易非完全契约性质的表现; 另一方面, 国际金融衍生品既可以由基础金融产品衍生出来, 也可以由已有的衍生产品再衍生出新的产品, 随着这种衍生、再衍生的创新螺旋不断发展, 国际金融衍生品契约呈现出极大的多样性, 这种多样性导致了国际金融衍生产品契约的不完全, 也是国际金融衍生产品交易非完全契约性质的体现。

**(二) 国际金融衍生产品的非完全契约性质是其产品交易存在高风险的根本原因**

在真实的国际金融衍生产品市场上, 不可避免的

有限理性、机会主义行为导致了国际金融衍生产品合约的非完全, 引致了国际金融衍生产品交易的高风险。

国际金融衍生产品市场中, “售盈持亏”“过度自信”“羊群行为”等有限理性行为频频出现。在有限理性的国际金融衍生产品市场中, 投资者厌恶损失和过度自信的倾向广泛存在, “售盈持亏”“过度自信”等行为削弱了投资者对投资风险和金融产品未来收益状况的客观判断, 导致非理性的盲目投资。这种行为是对完全契约的无视, 它们使完全契约失效, 可能引发国际金融衍生产品市场上较大的动荡; “羊群行为”也是国际金融衍生产品市场普遍存在的行为。投资者在信息不对称的条件下, 常会不考虑自己拥有的信息而模仿他人决策或过度依赖舆论, 这种从众行为引致大量的“跟风”投资, 一旦被别有用心者利用, 将导致金融市场大部分中小投资者的普遍损失, 对市场的平稳运行产生不良影响, 这种从众行为使完全契约的约束力下降, 造成较大风险; 另外, “道德风险”“逆向选择”、投机性入市等行为也时常在国际金融衍生产品市场上演。存在机会主义的国际金融衍生产品市场上, 出售方可利用信息的不对称, 在交易前隐瞒、扭曲信息, 引诱投资者签订利己的合约, 还可能在签订合同后, 通过减少要素投入、做假帐、隐瞒实际生产状况等行为, 重新分配公司利益所得, 达到自我效用最大化。这种“逆向选择”“道德风险”形式隐蔽, 对完全契约的履行造成了较大威胁, 一旦这些信息公之于众, 必将使投资者信心的下降, 引发金融市场动荡。在国际金融衍生产品市场上, 一次性交易的机会主义行为有更突出的表现。以上种种潜在的高风险, 都是对完全契约的无视和背叛, 造成了完全契约的失灵, 因而, 产生国际金融衍生产品交易高风险的根本原因是国际金融衍生产品交易的非完全。

总而言之, 国际金融衍生品交易中的高风险源于国际金融衍生品市场上有限理性和机会主义行为的广泛存在, 而引起国际金融衍生品交易高风险的根本原因则是国际金融衍生产品的非完全契约性质。

## 四、结论

20世纪30年代兴起的契约理论把交易作为最基本的分析单位, 将每次交易视为一种契约。由于有限理性、机会主义以及交易成本的存在, 交易契约必然是不完全的。不完全契约未能考虑所有可能发生的事件, 没有规定在各种可能的事件发生时契约各方的权利和义务, 给第三方仲裁带来了理解和执行上的障碍,

是事前无法囊括所有或然事件的契约。从契约理论角度分析, 契约不完全的原因归结为有限理性和机会主义行为的存在, 同时, 有限理性、机会主义行为也是契约不完全性的具体表现。

国际金融衍生产品本身是一系列合同的统一体, 其本质是对金融产品未来价值进行预期进而实现价值的一份双边契约或支付交换协议, 从契约理论角度分析, 国际金融衍生产品交易具有契约性质。在真实的国际金融衍生产品市场上, 国际金融衍生产品投资者没有能力收集市场全部的信息, 也没有能力对收集到的所有信息做出最恰当的处理。加之, 国际金融衍生产品市场环境和未来动向不明, 投资者行为方式受到个人长期行为习惯、情绪、客观环境变化的影响, 机会主义的存在还可能使交易双方在契约签订以前隐瞒对自己不利的信息, 要制定包括所有不确定因素在内的详尽条款几乎是不可能的。因而, 国际金融衍生产品交易具有天然的非完全契约性质。

国际金融衍生产品设计本身已蕴涵着众多风险因素, 而衍生产品具有的高杠杆性、高关联性、虚拟性等特性则进一步放大了该种风险。在国际金融衍生品市场上, “过度自信”“羊群行为”等有限理性行为, “道德风险”“逆向选择”等机会主义行为, 以及因信息不对称引发的“敲竹杠”行为时时发生、随处可见。可以说, 国际金融衍生品交易中的高风险源于国际金

融衍生品市场上有限理性和机会主义行为的广泛存在, 而引起国际金融衍生品交易高风险的根本原因则是国际金融衍生产品的非完全契约性质。国际金融衍生产品交易蕴藏着深度的风险, 对国际金融衍生产品风险的防范也应与时俱进。如何正确分析、认识国际金融衍生产品交易风险的特殊性, 并以此为据, 寻求国际金融衍生产品交易最合适的风险治理机制, 是摆在我们面前的重大课题。

#### 参考文献:

- [1] 国际清算银行. OTC derivatives market activity in the second half of 2006[R], 2007, (3): 7.
- [2] 孟岩, 张屹山. 金融衍生工具的风险分析[J]. 经济纵横, 2003, (2): 19-21.
- [3] 杨瑞龙, 聂辉华. 不完全契约理论: 一个综述[J]. 经济研究, 2006, (2): 1-12.
- [4] 科斯, 哈特, 斯蒂格利茨. 契约经济学[M]. 北京: 经济科学出版社, 2003.
- [5] 骆志芳, 张永鹏. “有限理性”概念的界定及其特征[J]. 经济理论与经济管理, 2006, (5): 47-49.
- [6] 刘燕. 基于企业契约理论的机会主义行为分析[J]. 山西财经大学学报, 2006, (2): 17-21.
- [7] 魏立明. 金融衍生工具风险的形态及其本质[J]. 辽宁经济, 2005, (12): 80-81.

## An analysis of the risk of the international financial derivatives' transactions applied with contract theory

LIU Na, TAN Yanzhi

(Xiangtan University, Business School, Xiangtan 411105, China)

**Abstract:** There is high risk in the international financial derivatives' transactions, which is closely related to the international financial derivatives' high-lever, high-interrelated and virtual features, thus high risk in the international financial derivatives' transactions is a heritage. The contract theory which arisen in 1930s regarded every transaction as a contract, and treated a contract as the most basic unit to analyze real issues. From the new perspective of contract theory, this paper tries to apply incomplete contract theory to elucidate the reason why high risk exists in the international financial derivatives' transactions. The extensive existence of bounded rationality and opportunism behavior triggers off the high risk in the international financial derivatives' transactions. The paper concludes that the root cause of the high risk is the incomplete contract nature of the international financial derivatives' transactions.

**Key words:** international financial derivatives' transactions; risk; contract theory; nature of incomplete contract

[编辑: 汪晓]