



责任编辑：吕冠华

责任校对：李俊英

责任印制：毛春明

## 图书在版编目 (CIP) 数据

期货交易所公司治理改革 (Qihuo Jiaoyisuo Gongsì Zhìlì Gǎigé) / 曾欣, [加] 陈万华著. —北京: 中国金融出版社, 2014. 12

(期货与金融衍生品系列丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7525 - 6

I. ①期… II. ①曾…②陈… III. ①期货—证券交易所—经营管理—研究—中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 092410 号

出版

发行

**中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17.25

字数 215 千

版次 2014 年 12 月第 1 版

印次 2014 年 12 月第 1 次印刷

定价 41.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7525 - 6/F. 7085

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 总 序

---

从世界上第一个期货交易所——芝加哥谷物交易所于 1848 年诞生以来，期货市场便在人们争议、怀疑的氛围中风风雨雨地走过了近 160 年。回顾这 160 年，一个不断创新、奋力开拓的画面就会清晰地呈现出来。同 160 年前相比，今天的期货市场品种丰富多彩，从当初单一的商品期货到今天商品期货、金融期货以及各种非传统期货合约，共同发展，争奇斗艳。同时，交易方式更加灵活便捷、交易制度更加规范合理、投资者结构更加多样化和层次化，期货市场在世界金融市场体系中的作用和影响力也更加深远和广泛。目前，期货价格已经成为世界主要金融产品和大宗商品价格的风向标，成为各国维护其金融安全和经济安全的重要工具。

近年来，期货市场一个令人注意的现象就是：随着市场的不断创新和投资主体的扩大，期货市场的功能也在不断深化和拓展。以往，我们往往只注意到期货市场传统的价格发现、风险管理、套期保值等基础性的功能，对期货市场促进宏观调控、引导产业结构调整、优化企业财务结构和加强风险管理能力、提高整个社会资源配置效率，以及保证国家经济、金融安全上的功能认识不够。这些年，政府和金融机构开始积极、主动地利用期货进行风险管理，政府、金融机构这些市场主体的加入，以及期货市场对这些市场主体决策行为和理性预期的影响，导致期货市场与国家宏观经济、与其他金融市场的联系更加紧密。如美国政府

制定农业政策时，就非常注重发挥期货市场的作用：自 1993 年起，美国政府就开始逐渐减少用于农业的财政补贴，采用政策引导手段，如提供低息贷款，鼓励农民参与农产品期货及期权交易，规避农产品价格风险。农场主先在期货市场做卖出套期保值，银行再根据农场主套期保值的规模发放相应贷款，政府为保护农民利益同样根据农民套期保值的规模在期货市场为农民做买入看涨期权。这样，银行在农场主做套期保值的前提下发放贷款，不存在还款纠纷，避免了金融风险；政府为避免天灾人祸给农民造成损失，以农民的实际保值规模买入看涨期权，也锁定了因农民交不出相应数量的粮食导致价格暴涨所带来的风险。这样，既理顺了农业价格形成机制，也促使农业种植企业根据期货市场价格信号及时调整种植结构，从而大大提高了美国农业产业的整体竞争力，政府也相应地减少了财政负担，实现了整个社会资源的最优配置。

实际上，对一个成熟的现代企业而言，证券市场与期货市场是企业发展的两极。证券市场提供融资功能，推动企业规模扩张，而期货市场则提供风险管理，保证经营的连续性。这两项功能，对任何企业而言都是必不可少的，一个规模再大的企业，如果不能积极、主动地利用期货市场管理好风险，那么这个企业也一定是没有竞争力的。根据 2003 年国际掉期、衍生品协会（ISDA）的调查，全球 92% 的跨国公司都在利用衍生工具管理和对冲风险。在这些公司中，有 92% 用衍生品来控制利率风险，有 85% 用衍生品来控制汇率风险，有 25% 用衍生品来控制商品价格风险。2007 年 1 月 25 日，著名投资银行家罗杰斯因为购买了中国国际航空公司的股票，专程到该公司实地考察，并特意询问国航高层是否应用期货市场规避油价波动的风险。这表明，中国企业要成功走向世界，得到国际投资者的认可，必须要善于运用期货市场进行套期保值。

目前，我们正在建设创新型国家，国家“十一五”规划纲要中明确提出要以提高自主创新能力作为科学技术发展的战略基点和调整产业结构、转变增长方式的中心环节。而期货市场是市场经济发展的高级形式，其价格信号具有现货市场无法具备的远期价格发现功能，能够比较真实地反映出未来商品价格变动的趋势，从而能够比较真实地反映出行业未来变化和发展趋势，通过期货交易形成的价格，也更具有真实性、预期性、连续性和权威性。从国际经验看，期货市场在引导产业结构调整上具有其独特的优势。诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒就曾经说过，没有期货市场的经济体系称不上是市场经济，一个功能完善、运行规范的期货市场，是国家宏观调控的重要工具，是市场经济重要的组成部分。

目前，我国期货市场正迎来历史上前所未有的发展机遇，处于实现突破性发展的临界点。党的十七大报告指出，推进金融体制改革，发展各类金融市场，形成多种所有制和多种经营形式、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。加强和改进金融监管，防范和化解金融风险，期货市场作为广义资本市场的核心之一，在增强金融体系弹性和促进金融市场结构一体化上具有其他市场无可替代的作用。2008年，温家宝总理在《政府工作报告》中明确提出要“稳步发展期货市场”。随着股权分置改革基本完成和资本市场其他制度改革的积极推进，我国资本市场战略转型的基础已经逐步夯实。作为资本市场重要组成部分的期货市场，各种基础性的制度建设也已经逐步得到加强，如《期货交易管理暂行条例》的修改、以净资本为核心的期货公司风险监管指标体系的建立、期货保证金监控中心初步发挥了“电子眼”监控功能、《期货交易法》立法工作开始启动等，都将极大地推动期货市场的创新和发展。2007年，全球场内衍生品成交151.87亿手，成交金额超过了

2 300 万亿美元，相当于全球 GDP 的 45 倍。2007 年，我国期货市场总成交金额为 40.97 万亿元人民币，仅与我国 GDP 规模相当，占世界期货总成交金额的 0.2%。由此可见，差距是明显的，空间也是巨大的。因此，我们完全有理由相信：我国期货市场发展即将步入黄金时期，商品期货也将迎来一个全新的发展高潮。

对于商品期货的发展前途，我们充满信心，我国目前已经成为世界制造业中心，经济正处于大规模工业化的过程中，相关产业对商品期货还有潜在的巨大需求。而商品期货从诞生的那一天开始，其生命力就在于为产业发展服务。国内外期货市场长期的市场实践证明，商品期货在传递产业信息、发现远期价格、引导资源配置和规避市场风险等方面的作用是不可替代的。经济发展的需要是我国商品期货能够持续发展的根本，为商品期货服务于国民经济提供了广阔的空间。

为了推动期货市场创新，上海期货交易所这些年来进行了不少积极的探索，特别是在前总经理姜洋同志的领导下，上海期货交易所制度、管理、产品、服务和技术创新上都取得了长足的进步，综合竞争力和社会影响力大大增强，市场功能逐步发挥。姜洋同志还特别注重期货研究工作，在他的领导下，上海期货交易所从 2002 年开始策划出版了《期货与金融衍生品系列丛书》，到 2006 年年底，已经出版了 18 本，初具规模，业内反应良好。大家认为，这套丛书内容翔实，分析全面，观点独到，从品种、制度和市场等各个方面剖析了期货与金融衍生品市场的运作规律和发展趋势，以丰富的研究成果支撑了我国期货市场的规范发展，特别是推动了我国金融期货市场的发展。我到上海期货交易所以后，中国期货市场的发展格局已经出现了一些变化，国务院从整个资本市场发展战略的全局出发，专门成立中国金融期货交易所。为了适应这种变化，上海期货交易所及时调整了自己的发展定位，力争建设成为规

范、高效、透明，以金属、能源、化工等工业基础性产品及相关衍生品为主的国际化的综合性期货交易所。

要实现上述战略目标，需要有更加丰富的研究成果作支撑，需要以海纳百川的态势，集聚一大批致力于期货市场研究的社会力量。我们将在现有的基础上，继续发扬上海期货交易所重理论、重实践的优良传统，自觉承担起构建中国期货市场研究高地、推动期货和金融衍生品理论创新的重任，倍加珍惜这一平台，倍加珍惜这一成果，把《期货与金融衍生品系列丛书》继续办下去，越办越好，共同推动我国期货市场走向新的繁荣。

上海期货交易所理事长 杨迈军



# 序 言

---

从20世纪90年代开始，全球交易所掀起了一轮公司化改制的变革浪潮，以盈利为目的的公司制成为全球证券期货交易所的主流产权形态。目前，全球54家主要交易所中有37家已经改制为公司制。这股浪潮撼动了期货交易所具有一百六十年历史的传统会员制组织形式。以1998年伦敦国际金融期货和期权交易所启动公司化改制改革为发端，芝加哥商业交易所、纽约商品交易所以及香港期货交易所等纷纷完成了公司化转型，从而给全球期货市场发展格局带来了深刻的影响。《期货交易所公司治理改革》一书全面总结了全球交易所改制的理论基础和实践案例，系统比较了国际交易所的改制绩效和监管模式，并立足国内期货交易所发展历史和现状，提出了期货交易所改革的构思和建议，对于推进我国期货交易所改制进程，加快期货市场改革创新步伐，具有积极的参考价值。

从国际上看，期货交易所的公司化变革已是大势所趋，这种发展趋势有其深刻的经济、社会和技术背景。一方面，在全球经济金融自由化和一体化的大趋势下，资源的竞争越来越激烈，为了进一步适应迅速变化的竞争环境，越来越多的期货交易所采取了更富有竞争性和适应能力的公司制治理结构。另一方面，技术创新改变了市场流动性的供给模式，打破了全球期货交易所之间的平衡发展态势，同时也使期货交易所产权和交易权分离成为可能，传统的会员制在决策效率、资金募集和对

外并购等方面，越来越不能满足信息化时代期货交易所的发展需要。归根结底，这种变革是期货交易所为适应国际竞争和经济发展的要求，不断提高自身持续竞争力，增强资源优化配置能力，提升市场规则制度影响力和大宗商品定价话语权的必然选择。

我国的期货交易所孕育于 20 世纪 90 年代之初，其产生、发展和壮大既顺应了国际潮流和时代主题，同时又有着特殊的历史背景和演变规律。伴随着我国建立社会主义市场经济体制的探索，我国期货市场经历了从初期试点、清理整顿到规范发展的过程，我国期货交易所也从盲目扩张逐渐过渡到有序发展。1995 ~ 1996 年，在中国证监会的组织下，对商品期货交易所进行了集中的会员制改造，将期货公司以外的出资人予以清退，重新制定了章程并建立了新的治理结构，厘清了与地方政府、有关部门之间错综复杂的产权关系，最终形成了后来由上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所三家交易所组成的商品期货市场的格局。在新兴加转轨的市场背景下，三家交易所始终坚持以服务国民经济为大局，从国情实际和市场需求出发，不断探索特定历史阶段和现实条件下发挥市场功能的最佳途径。从这些年的实践来看，三家期货交易所法人身份先后多次变更，总体上事业单位架构和企业化运作特点明显，兼具行政性、公益性和经营性，与国际上通行的会员制有着本质的不同。2006 年，经国务院同意，5 家证券期货交易所共同发起设立了国内首家金融衍生品交易所——中国金融期货交易所，这是我国交易所采取现代化公司制组织形式的首次尝试，但没有完全照搬国际交易所公司化做法，为突出交易所“公共服务”的职能属性，明确其不以盈利为目的的定位，为我国交易所体制改革积累了经验。

经过二十年来的改革发展，我国期货交易所形成了定位清晰、体系健全、产品多元的独特发展模式，并已成为我国资本市场的重要组成部分

分，不仅是实体企业风险管理和专业投资者的资产管理的有效平台，同时也是优化资源配置的重要载体，其规范发展水平和服务实体经济的功能日益得到社会各方面的肯定和支持。尤其近年来，各期货交易所坚决贯彻落实国家“稳步发展期货市场”的战略部署，牢牢把握服务实体经济的根本目标，稳妥推进产品创新和机制创新，强化一线监管，完善市场基础性制度，积极促进期货市场实现由量到质的转变。目前，我国商品期货市场成交量连续多年居世界前列，市场法规监管和风险控制水平显著增强，成功抵御了国际金融危机的重大冲击，市场功能逐步发挥，国际影响力稳步提升，为促进国民经济平稳较快发展、服务资本市场改革发展全局作出了积极贡献。

但与西方成熟市场相比，我国还存在不小的差距；与国民经济实际需求相比，还远远不能适应。我国期货市场的改革创新步伐和服务实体经济能力还有待进一步加强。而作为推进市场改革创新主体之一的期货交易所，其运行模式和管理制度等直接关系市场的活力和效率。由于现有的组织形式是在特定的历史条件下形成的，行政管理的特征较重，不利于其适应竞争日益激烈的外部环境和加快期货市场可持续发展、增强交易所核心竞争力的需要。随着期货市场改革发展和对外开放进程的加快，这种具有中国特色的交易所体制机制需要与时俱进进行改革创新。

从改革的大方向和长期趋势看，我国期货交易所的改革已是大势所趋。由于历史原因和体制因素，推进期货交易所体制改革，是一项政策性、创新性和技术性都很强的工作，不仅要做好顶层设计和战略谋划，同时要处理好末端治理和利益平衡。要研究总结中国香港、新加坡等境外交易所发展趋势，合理借鉴其经验教训，从我国国情和期货市场发展的具体情况出发，努力推进我国期货交易所不断满足实体经济需要，提高运行效率，降低交易成本，加快完善市场化监管体系，提升我国期货

市场国际竞争力，成为既能适应市场和自身发展需要，又能有效承担起公共职责的主体。

交易所公司化改制是一个新生事物，无论在国外还是在国内，对此的研究还处在起步阶段，尤其国内市场相关各方的认识还有待进一步加强。伴随着我国资本市场对外开放步伐的不断加大，交易所公司化这股浪潮将不可避免地波及我国期货交易所。如何选择职能定位、治理机制和运作模式等，积极适应国际期货市场发展的新趋势、新特征，是当前我国期货交易所发展过程中必须面对的一个全新课题。在这种背景下，曾欣博士及其合作者陈万华教授的《期货交易所公司治理改革》一书的出版，将为我们研究问题、推进改革提供一些有益的借鉴和参考。当然，如书中所述，公司制改革并非万能药，公司化后的交易所不可避免地存在多种冲突，如商业性的盈利目标和公共利益责任之间保持平衡的风险会加大、服务市场的职能和自律监管职能会存在不协调、会员既作为股东又作为被监管对象的矛盾等。下一步，我们将不仅积极关注国际期货交易所体制改革的发展动态，并坚持市场化的改革导向和服务实体经济的本质要求，积极探索我国期货交易所改革路径，扎实推进我国期货市场改革、发展、监管的各项工作，不断增强期货市场服务国民经济平稳健康发展的能力。

中国证监会副主席 姜洋

# 目 录

第一章 交易所公司治理改革的理论基础·····	1
第一节 公司治理一般理论·····	1
第二节 交易所公司化改制理论综述·····	24
第三节 其他互助组织公司化改制理论综述·····	50
第二章 交易所公司化改制经验·····	63
第一节 欧美市场案例·····	63
第二节 亚太市场案例·····	102
第三章 交易所公司化改制效果·····	123
第一节 实证研究综述·····	123
第二节 欧美市场案例·····	130
第三节 亚太市场案例·····	156

<b>第四章 公司制交易所监管模式</b> ·····	179
<b>第一节 交易所自律监管和政府监管</b> ·····	179
<b>第二节 典型公司制交易所监管模式</b> ·····	205
<b>第五章 中国期货交易所公司治理改革建议</b> ·····	233
<b>第一节 会员制期货交易所治理现状</b> ·····	233
<b>第二节 公司制期货交易所治理现状</b> ·····	243
<b>第三节 其他公司制交易场所治理现状</b> ·····	249
<b>第四节 中国期货交易所竞争格局的变化</b> ·····	255