

学校编码: 10384
学 号: 200208151

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文
我 国 股 指 期 货 监 管
法 律 问 题 研 究

**Study on Legal Problems of Stock Index Futures
Supervision in China**

李 文 捷

指导教师姓名: 郭俊秀副教授

专业名称: 法律硕士

论文提交日期: 2005年4月

论文答辩时间: 2005年 月

学位授予日期: 2005年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005年4月

内容摘要

股指期货交易的开展对我国资本市场的发展与完善有着重要意义,有利于规避证券市场的系统风险,培育机构投资者,健全资本市场的体系与功能,增强我国资本市场的国际竞争力。但由于其具有高杠杆性和高风险性,因此制定并实施股指期货监管法律是保护股指期货投资者利益,维护市场稳定有序发展,实现经济功能的基础和前提。除前言和结束语外,本文分四部分阐述我国进行股指期货监管的法律问题。

第一章从股指期货交易的特殊机制出发分析其高风险性,并在对政府干预市场的经济理论和法理依据进行研究的基础上论证股指期货市场监管的必要性;

第二章以分析股指期货监管的目标和原则为基础和指导,提出通过立法设置政府主管机构、行业自律组织及期货交易所等股指期货监管主体,并讨论监管主体间的职责分配问题;

第三章运用比较研究方法,重点考察美国、英国、日本和新加坡等股指期货市场发达国家的监管体制,为我国建立股指监管体制提供了借鉴意义;

第四章从我国现有期货市场法律制度和监管体制出发,客观剖析我国期货监管法律规范体系以及政府监管、行业自律、交易所自我管理等方面存在的不足和缺陷,并对建立我国完善的股指期货监管法律规范体系、构建三级监管体制提出建议。最后对我国未来股指期货的市场投资主体选择、信息披露监管、国际化监管等具体问题进行探讨。

关键词: 股指期货; 监管; 法律问题

ABSTRACT

The progress of stock index futures dealings is significant for the development and perfection of the capital market in China, and it will help to evade the systematic risk of the security market, foster institutional investors, perfect the system and function of capital market, and strengthen the international competitiveness in our country's capital market. But because of its high lever nature and high risk nature, the establishment and implement of the legal system on stock index futures supervision is the foundation and premise to protect investors' interests, safeguard the steady development of the market, and realize its economic function. Except for the preface and epilogue, this disquisition is divided into four chapters to expatiate the legal problems of the stock index futures supervision in China.

Chapter 1 analyzes the special mechanism and high risk of stock index futures, and proves the necessity of stock index futures supervision on the basis of economic theory and legal principle about government interference of market;

Chapter 2 analyzes the objectives and principles of the stock index futures supervision, proposes that regulatory authority, trade association and futures exchange as the subjects of stock index futures supervision should be set up, and discusses the duty distribution among these supervision subjects;

Chapter 3 with a view to offer the meaning of using for reference to establish the stock index futures supervision system in our country, investigates the supervision systems of the developed stock index future markets, such as the U.S.A. , Britain , Japan and Singapore by means of comparative research;

Chapter 4 analyzes the defects and deficiencies of current legal and

regulation system, and official supervision, and self-discipline of trade association, and self-regulation of futures exchange in China, and provides proposals to constitute perfect legal systems of stock index futures and build up three classes of supervision system. Finally, study on some important problems about stock index futures supervision, such as the market investment subject, supervision on information disclosure and international supervision.

Key words: Stock index futures; Supervision; Legal problems.

目 录

前 言	1
第一章 股指期货监管的理论基础.....	3
第一节 股指期货交易概述.....	3
一、股指期货交易的概念	3
二、股指期货交易的特征	3
第二节 股指期货监管的理论依据.....	6
一、股指期货监管的含义	7
二、政府干预的经济学理论	8
三、政府干预的法理基础	9
四、股指期货监管的特殊理由	11
第二章 股指期货监管主要法律问题.....	14
第一节 股指期货监管的目标和原则.....	14
一、股指期货监管的目标	14
二、股指期货监管应遵循的原则	16
第二节 股指期货监管的主体及其职责.....	18
一、政府监管机构及其监管职责	18
二、行业组织及其自律管理职责	21
三、交易所及其自我管理职责	22
第三章 国外股指期货监管体制比较研究	26
第一节 美国股指期货监管体制的分析.....	26
一、美国股指期货监管法律	27
二、美国政府机构对股指期货市场的监管	29

三、美国期货行业协会对股指期货市场的自律管理.....	30
四、美国期货交易所对股指期货市场的自我管理.....	31
第二节 其他国家股指期货监管体制的分析.....	31
一、英国股指期货监管体制.....	31
二、日本股指期货监管体制.....	33
三、新加坡股指期货监管体制.....	34
第三节 国外股指期货监管体制的借鉴.....	35
一、加强股指期货立法.....	35
二、建立三级监管体制.....	36
三、设置集权化政府监管机构.....	36
四、以市场自治管理为监管的核心环节.....	37
五、制定与国际接轨的监管制度.....	37
第四章 我国股指期货监管法律制度的构建	38
第一节 建立我国股指期货监管法律规范体系.....	38
一、现有期货法律规范体系及其存在障碍和不足.....	38
二、建立我国股指期货法律法规体系的建议.....	42
第二节 构建我国股指期货监管体制.....	46
一、现有期货监管体制及其存在的问题.....	46
二、构建我国股指期货监管体制的建议.....	49
第三节 构建我国股指期货监管法律制度若干问题的探讨	55
一、股指期货市场投资主体问题.....	55
二、股指期货市场信息披露监管问题.....	56
三、股指期货监管国际化问题.....	58
结 束 语.....	60
参 考 文 献.....	61

CONTENTS

Preface		1
Chapter 1	Theoretical Basis of Stock Index Futures	
	Supervision.....	3
Subchapter 1	Summary of Stock Index Futures Dealings	3
Section 1	Definition of Stock Index Futures Dealings	3
Section 2	Characteristics of Stock Index Futures Dealings	3
Subchapter 2	Rationale of Stock Index Futures Supervision	6
Section 1	Definition of Stock Index Futures Supervision.....	7
Section 2	Economic Theory on Government Intervention	8
Section 3	Juristic Basis on Government Intervention.....	9
Section 4	Specific Reasons for Stock Index Futures Supervision	11
Chapter 2	Primary Legal Questions of Stock Index	
	Futures Supervision	14
Subchapter 1	Objectives and Principles of Stock Index Futures	
	Supervision	14
Section 1	Objectives of Stock Index Futures Supervision.....	14
Section 2	Principles of Stock Index Futures Supervision	16
Subchapter 2	Subjects of Stock Index Futures Supervision and Theirs	
	Responsibilities	18
Section 1	Institution of Official Supervision and its Responsibilities	18
Section 2	Trade Association and its Self-Discipline Responsibilities	21
Section 3	Exchange and its Self-Regulation Responsibilities	22
Chapter 3	Comparative Study on Stock Index Futures	
	Supervision Systems in Foreign Countries	26

Subchapter 1	Analysis on the American Stock Index Futures Supervision System	26
Section 1	Legal System of Stock Index Futures Supervision in America	27
Section 2	American Official Institution's Supervision on Stock Index Futures Market	29
Section 3	American Futures Trade Association's Self-Discipline on Stock Index Futures Market	30
Section 4	American Stock Index Futures Exchange's Self-Regulation on Stock Index Futures Market	31
Subchapter 2	Analysis on Some Other Countries' Stock Index Futures Supervision Systems.....	31
Section 1	Stock Index Futures Supervision System in England	31
Section 2	Stock Index Futures Supervision System in Japan	33
Section 3	Stock Index Futures Supervision System in Singapore	34
Subchapter 3	Enlightenments of the Analysis of Foreign Countries' Stock Index Futures Supervision Systems	35
Section 1	Perfect Lawmaking of Stock Index Futures.....	35
Section 2	Create Three Classes of Supervision System.....	36
Section 3	Setup Centralized Official Supervision Institution	36
Section 4	Make the Self-Regulation of Market as the Core Link of the Supervision	37
Section 5	Constitute Supervision System in line with International standards.....	37
Chapter 4	Establish Legal Institution of Stock Index Futures Supervision in China	38
Subchapter 1	Set up Legal System of Stock Index Futures Supervision in China.....	38

CONTENTS

Section 1	Current Futures Legal System and its Deficiencies.....	38
Section 2	Proposals of Setting up Legal System of Stock Index Futures Supervision in China.....	42
Subchapter 2	Establish Stock Index Futures Supervision Systems in China	46
Section 1	Current Futures Supervision System and its Deficiencies..	46
Section 2	Proposals of Establishing Stock Index Futures Supervision Systems in China.....	49
Subchapter 3	Study on Some Problems of Stock Index Futures Supervision System in China	55
Section 1	Major Investors in Stocks Index Futures Markets	55
Section 2	Supervision on Information Disclosure of Stock Index Futures Market	56
Section 3	International Supervision of Stock Index Futures Markets	58
Epilogue	60
Bibliography	61

前 言

股指期货交易是 20 世纪 80 年代美国金融市场高度发达达到一定阶段, 顺应投资者规避证券市场系统风险的需求而创造出来的一种新型金融衍生工具, 至 1999 年底, 全球已有一百四十多种股指期货合约在各国交易,^①2003 年全球股指期货交易量高达 3961 万手, 是全球最大的衍生期货品种。^②股指期货交易市场之所以能在短短二十几年时间里取得令人瞩目的发展, 主要是因为它有着独特的套期保值和价格发现等功能, 是市场经济体系不可缺少的组成部分。

我国对开展股指期货交易的探讨开始于 20 世纪 90 年代初, 1993 年 3 月, 海南证券交易中心曾推出深圳综合股价指数期货和 A 股指数期货交易, 但由于当时的现货市场条件和监管水平仍很落后, 交易推出不久就出现市场操纵行为, 因此在 10 月份就被监管当局停止交易。这一交易试点以失败告终, 但是, 此后股指期货仍被人们视为完善我国证券市场的重要途径而一直受到广泛的关注, 许多理论界与实务界人士不懈地研究我国开展股指期货交易的可能性和必要性, 对我国开展股指期货交易的模式设计和路径选择提出各自的见解。

在我国推出股指期货交易, 有利于为我国证券投资者提供管理系统风险的有效工具, 培育机构投资者, 而更重要的是, 股指期货这一交易模式能促进我国资本市场功能与体系的完善, 提高我国金融服务水平, 应对加入 WTO 后经济全球化和国际竞争的挑战。

我国证券市场和期货市场经过的多年快速发展, 目前已经基本具备了推出股指期货交易的宏观环境和市场条件; 而股市的暴涨暴跌, 给投资者

^① 汤晓青. 股指期货交易[M]. 北京: 中国物价出版社, 2001. 36.

^② 王晓峰, 李莹. 我国推出股指期货的相关问题研究[N]. 期货日报, 2004-03-24(7).

和证券经营机构带来巨大的风险和损失,系统性风险日益凸显,市场对推出股指期货交易以加强风险管理也提出了现实的要求。2004年2月,国务院发出了《关于推进资本市场改革开放和稳步发展的若干意见》,明确指出要“稳步发展期货市场”,“建立以市场为主导的品种创新机制”,“研究开发与股票和债券相关的新品种及其衍生产品”,这为我国资本市场开展金融创新,推出股指期货交易打开了政策空间。但是,“股指期货自身的运行同样具有风险,并且这种风险相对于保证金而言具有放大作用,实践中巴林银行的倒闭即是例证。股指期货是一种金融衍生品,是信用的放大再放大,当这种放大越来越远离证券现货市场时,虚拟成份就越大,波动也更具有破坏力。”^①因此科学制定并实施股指期货监管法律制度,构建我国的股指期货多层次监管体系对实现股指期货交易的安全和稳步发展,发挥股指期货市场的经济功能具有重要现实意义。

^① 张新健.股指期货暂不会推出[J].中国证券期货周刊,2002(6).38.

第一章 股指期货监管的理论基础

第一节 股指期货交易概述

一、股指期货交易的概念

股指期货(Stock Index Futures)^①，又称股价指数期货，或简称为期指，是指以股票市场综合价格指数为基础而设计的期货合约，是买卖双方订立的、约定在未来特定时间按成交时约定的价格进行交割，并以相关股票综合价格指数对应的现金进行结算的标准化合约。

股指期货交易就是交易双方直接或间接地在特定的场所集中买卖股指期货合约的交易行为，其最主要功能是为股票市场机构投资者提供一个套期保值、规避系统性风险的工具和反映某个时间股票市场价格指数的走势预期。同时股指期货也是一种投资工具，由于指数波动起伏不定，投资者可以利用价差赚取风险利润。股指期货交易的实质是投资者将其对整个股票市场的预期风险转移至期货市场的过程，通过对股票价格指数趋势持不同判断的投资者的买卖，来冲抵股票市场的风险，是一种风险管理工具的金融技术创新。^②

二、股指期货交易的特征

在现实生活中人们常对股指期货交易、股票交易、商品期货交易等概念产生混淆，因此将它们联系进行比较，有利于更好的理解股指期货交易

^① 严格来讲，股指期货合约与股指期货在内涵上是有区别的，股指期货合约是投资者进行交易的买卖对象，它的实质是投资者之间所达成的一种标准化合同，其内涵相对较为具体和狭窄；而股指期货的内涵则相对较为抽象和宽泛，在不同环境中，它可以用来指代股指期货合约，也可以用来指代股指期货交易的过程，甚至还可以用来泛指股指期货交易这种交易方式和交易制度。不过由于股指期货合约和股指期货在含义上的区别并不明显，因此通常情况下，人们常常将二者视为同一个概念。为了叙述方便，在本文中也将把二者视为同一个概念。

^② 汤晓青.股指期货交易[M].北京:中国物价出版社,2001.2.

的独特运行机制。

(一)股指期货交易与股票交易的区别

股指期货交易与股票交易都是现代市场经济中极为普遍的投资方式，在许多方面有着相似性和紧密的联系，投资者出于规避风险目的一般同时在两个市场作相反方向的投资安排，大多数经营股指期货交易的经纪商同时也经营股票交易。但由于二者属性的不同、经营内容的不同，股指期货交易和股票交易存在着许多的不同之处。主要有：

1、交易标的物不同：股票交易的标的物是上市公司所发行的股份；而在股指期货交易中，投资者所买卖的标的物是以股票市场综合价格指数为基础而设计的标准化期货合约；

2、权益不同：股票交易是股票这种有价证券的转让，涉及到的是产权或所有权的转移，即意味着上市公司部分所有权从一个股东名下转移到另一个股东名下；股指期货交易并不涉及到所有权的转让，只是一种有法律约束力的承诺，即实际合约的交易和结算将在以后某一时间进行，投资者通过套期保值把股票市场价格指数变化的风险转移给各种投机者，是一种风险的转移。“股票反映的是股东的权益，而期货合约则不是”；^①

3、交易手段的不同：交易者进行股票交易一般只能先买后卖，股票卖空被大多数国家法律所严格限制甚至禁止；股指期货交易的投资者既可先买后卖，也可先卖后买，股指期货市场上交易者的这种自由进行套期保值或套利交易的做法使得其纯粹性投机者所占比例相当高；

4、保证机制不同：目前我国股票市场不允许股票信用交易，投资者购买股票时必须支付全额价款，有些国家允许投资者在缴纳 50%--90% 的保证金后由经纪公司将余款以借款方式提供给投资者购买股票，即无论投资者是否最终持有该股票，都必须 100% 支付价款，而且必须向经纪公司

^① 詹姆斯·T·华尔特.从股票市场跳到期货市场[J].中国证券期货周刊,1999(5).34.

支付利息；在股指期货交易中保证金只是合约的订金，是为了在投资者不履行合约或由于亏损没有能力履行时对经纪商做出赔偿而储备的，并不涉及贷款利息的问题，而且其缴纳的比例可由交易所根据市场行情或交易者的不同条件做出调整，一般只需付出合约总价值的 3%--10%左右，^①所以交易者可以利用少量的保证金而控制价值相当高的期货合约买卖，具有明显的高杠杆作用，这也导致股指期货蕴涵的风险具有放大性；

5、交割方式不同：一般而言股票交易者在成交以后必须要进行股票的交割过户，籍此获得对上市公司的股东权益；而交易者参与期货交易的主要目的是进行套期保值，规避风险，大约只有 5%的期货合约最终进行实物商品交割，其余的绝大多数人并不准备，事实上也没有在期货合约到期时进行实物交割，而是在合约到期前作相反方向的交易操作进行对冲平仓。^②对于股指期货交易来说，由于交易标的物的基础—指数没有具体的实物形式，因此即使交易者要在到期日履行合约，只能实行现金结算形式进行交割，根据合约期限的最后交易日标的指数的现货收盘价格与订约时双方约定价格之间的差价计算双方的盈亏金额，通过分别借记或贷记双方的保证金帐户而进行结算。

(二)股指期货交易与商品期货交易的区别

股指期货是金融期货交易的一个品种，而金融期货交易与商品期货交易是整个期货市场最主要的两个组成部分。股指期货交易具有期货交易的合约标准化、交易集中化、结算统一化、交易经纪化、高度信用化、交易杠杆化、交割规范化和标的特殊化等一般性特征，^③其运行规律遵循着期货市场的运行规律。但由于股指期货交易的标的物是以股票市场综合价格指数为基础的期货合约，与股票市场有着紧密的联系，也因此与一般的商

^① 汤晓青.股指期货交易[M].北京:中国物价出版社,2001.16.

^② 陶珩,李经谋.中国期货市场理论问题研究[M].北京:中国财政经济出版社,1997.166.

^③ 赵广辉.股指期货—理论 实务与投资[M].北京:机械工业出版社,2002.3-5.

品期货交易有所不同，表现在：

1、股指期货交易的期货合约是以整个股票市场综合价格指数为基础的，这种指数是由专门的指数经营机构设计并维护，根据一定标准选取某一股票市场数量不等的股票，将各只股票价格按一定的方法进行编制而得出的数字，是一个完全虚拟的事物；而商品期货交易的标的物是以关系国计民生、需求量大、亟需进行套期保值的实物商品为基础的，目前世界上主要的期货商品有粮食、棉花、橡胶等农产品，贵金属、有色金属等基础工业品和石油等能源产品；

2、股指期货报价单位是以指数点计，价格的升降也是由点数来计算的，如美国芝加哥商业交易所的标准---普尔指数合约规定每点的价值为500美元，指数每升降一个点，合约价格就升降500美元；而商品期货是沿用现货市场的按计量单位报价的方法，如大豆的报价单位以元(人民币)/吨表示；

3、股指期货的交割采用现金结算方式，直接通过计算合约差价用现金进行结清头寸；而商品期货交割则与现货市场一样，卖方将符合标准化期货合约规定品种、质量等级的实物商品交付给买方，买方按合约价格支付货款。

第二节 股指期货监管的理论依据

股指期货交易由于实行卖空机制和低保证金率制度，与股票市场比较而言具有更强的虚拟性和更浓的投机性色彩，市场的风险具有放大性、复杂性、涉及面广等特征，并且由于股指期货与股票市场有着天然的密切联系，一旦出现风险，两个市场就会相互作用、相互影响，引起连锁反应，甚至引发一个国家的金融危机。在股指期货发展历程中曾发生过数次重大的风险事件，如1987年爆发的美国股灾、1995年英国巴林银行倒闭以及

1998年香港保卫战等，^①均反映出加强股指期货的监管，对促进股指期货交易市场的健康、良好的运行，实现预期经济功能具有极其重要的意义。本节将从经济学和法理学角度，结合股指期货交易的特性分析股指期货监管的必要性。

一、股指期货监管的含义

“监管”属于一个经济学上的概念，源于英文“regulation”一词。不同学科背景和不同语言对这一概念的具体涵义有不同解释，但一般都指政府对市场的一种干预行为。鉴于本文的讨论范围，采用金融法上的一般定义，即指监管主体对市场主体的基本权利——自由进入和独立行动——进行的宏观管理和微观监督，即通过综合性权力，从外部对市场主体遵守法律法规和交易规则进入、退出市场，以及在市场中的交易行为进行监督管理。^②宏观管理是指从市场的长远发展角度对市场的经济功能定位、交易品种结构、交易主体结构、与其他市场的配合协调等方面进行规划和安排；微观监督则更多的是对具体交易市场中各主体的权利义务关系进行明确界定，规定监管制度和法律责任，从而达到规制市场各主体行为的目的。

具体到股指期货市场的监管就是指国家通过立法，制定股指期货交易制度，设置监管机关或确认自治管理组织的监管主体地位，由监管主体根据法律的授权或自治章程的授权，在职权范围内通过发布规章制度、建立监管机制，对股指期货交易的参与主体及其交易行为进行经常性的督促、

^① 1987年美国股灾一个重要原因是股指期货市场的价格明显超跌引起了股票市场的联动效应，并引发股市恐慌和股市崩溃；1995年英国巴林银行倒闭是由于该行新加坡分行的期货首席交易员尼克·里森在日经225股指期货交易中的巨额亏损导致的；香港保卫战是指1998年以金融大鳄索罗斯为首的美国对冲基金对香港股票和外汇市场进行强烈冲击，其中股指期货交易扮演了重要的角色，基本手法是先大举沽空，建立了大量的恒生指数期货空头寸，然后冲击香港股市，预计股市受到冲击后恒生指数期货必将大幅下跌，那时再买入恒生指数期货合约进行对冲平仓以获得巨额收益，不料香港政府主动入市干预，动用100多亿美元的外汇储备与国际炒家进行对垒，并最终使恒生指数不降反升，国际炒家惨败而归。

^② 魏秋菊.证券监管权解析[A].吴志攀.经济法学家[C].北京:北京大学出版社,2005.347.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫