

期货交易所不完全监管、 政府介入与监管权分配*

孙秋鹏

〔摘要〕由于期货交易所没有内在化不完全监管的成本,使交易所监管激励不足。会员制交易所的组织结构、决策机制、会员之间的利益冲突,也会降低交易所市场监管激励。对美国期货市场政府介入之前的交易所自律监管的考察,也印证了交易所没有足够激励去选择符合全社会要求的监管水平,并且会频繁出现市场操纵等滥用行为。政府有必要以监管的方式介入期货市场,保证市场安全、稳定。政府介入期货市场的方式应主要采取借助于交易所等自律组织的混合监管模式。

关键词:期货交易所 不完全监管 监管权分配

JEL 分类号:G10 G18 G23

期货理论界从来没有停止过关于期货交易所是否有足够的动力来监管市场,期货交易所等自律组织独立行使市场监管权是否可取,政府是否应该以监管的方式介入期货市场,监管权在政府和自律组织分配的依据是什么等一系列问题的争论,至今没有形成相对一致的意见。虽然,目前几乎所有国家和地区政府都以监管的方式介入期货市场,监管模式也多采用美国三级混合监管,但是仍有众多期货理论研究人员认为政府没有必要以监管的方式介入市场。从经济学角度研究这一问题,能够为政府以监管方式介入期货市场提供理论依据,也能够明确市场监管权应如何在政府和交易所等自律组织之间分配。

本文首先回顾和梳理相关文献;其次,从交易所是否内在化监管的成本和收益角度分析监管水平选择对交易量及会员利益的影响,进而得出交易所监管激励是否充分;再次,从会员利益冲突、交易所组织结构和决策机制对寻租行为影响的角度分析交易所监管行为;接下来,通过政府监管成本收益比较,给出政府介入期货市场的方式;本文实证检验部分,考察 1848~1922 年之间,没有政府监管介入期间美国期货市场状况,从历史事实角度说明以交易所等自律组织监管市场是否能够保证市场安全、稳定;最后,给出本文简要结论和政府与交易所监管权分配原则。

一、相关研究

期货理论界关于交易所能否克服市场失败,能否有效监管市场滥用行为,是否需要政府以监管方式介入等相关问题,一直存在着激烈的争论。

(一)交易所独立执行自律监管,不需要政府介入

持有此观点的学者普遍认为,期货市场良好声誉和经济功能的实现程度与交易量直接相关,

* 孙秋鹏,中国社会科学院马克思主义研究院—琼州学院理论创新基地,助理研究员,经济学博士。本文是中国社会科学院马克思主义研究院创新项目“经济危机与经济周期的马克思主义研究”的阶段性成果。感谢匿名评审专家对本文提出的指导意见,当然,文责自负。

期货交易量又与会员的利益直接相关。Franklin(1984)认为自律监管的重要目的是降低签订未来契约的交易成本和信息成本,并能够使成本降低到发挥期货市场风险转移和价格发现功能的最优水平。交易所和结算所是执行自律监管的机构,某个会员对市场的垄断、操纵或破产,会使公众对市场产生怀疑,破坏公众对整个市场的信心。自律监管的职能就是为了防止发生此类事情,为公众提供一个安全、高效和公平的期货市场。Franklin 进一步指出会员制交易所的非营利性规定隔绝了交易所与市场之间的经济利益关系,可以保证交易所公正客观的执行市场监管职责。

另一种否定政府介入观点的依据是,期货市场很少发生市场操纵行为,即使发生,交易所也能够很好地履行自律监管职能。Fischel(1986)认为期货市场很少发生垄断和操纵行为,即使发生,其导致的福利损失也并不严重。交易所的自律监管是最有效的形式,政府只限于以法院形式的事后监管而没有必要直接介入。Linda and Franklin (1984)指出交易所通过两种方式对市场监管:为了发现非正常的价格波动或市场行为,交易所会进行严格的市场监管,并会采用多种惩罚措施来消除危害市场的行为;在设计合约条款时,会尽量将合约受到操纵的可能性降到最低。有效的市场监管可以增加交易量,这符合交易所会员的利益。交易所能够将监管和市场失败的成本和收益全部或绝大部分内在化,交易所有足够的激励使投入监管的资源 and 精力达到监管的私人边际成本等于监管的社会边际收益。他们否认交易所内部会员之间的利益冲突会损害交易所监管的有效性。他们认为:首先,会员之间的利益冲突能够促进会员之间的交流,便利有效监管的达成;其次,执行自律监管权的委员会由众多会员组成,由分散会员组成交易所的决策组织可以防止单个会员滥用监管权;再次,市场竞争是对会员的市场不良行为的有力惩罚;最后,与政府监管产生的利益冲突给市场带来危害相比,交易所的情况则要轻微得多。

Fischel and Grossman (1984)就政府监管期货市场的一个理由——客户保护角度来探讨政府监管的合理性。他们通过调研数据考察了期货市场交易者,认为交易者是受过良好教育,具有专业经验,能够有效保护自己的利益免受经纪公司和经纪人的损害。政府监管只能增加客户的交易成本,并不能起到保护客户的作用。

其他的观点还有:期货市场从最初建立到以后半个多世纪的发展,市场监管主要是依靠交易所,在没有政府监管的情况下交易所很好地履行了市场监管职责(Pashigian, 1986);即使交易所不能有效履行市场监管职能,政府介入的社会成本也大于社会收益^①。

(二)支持政府介入期货市场

从期货市场发展的历史来看,最初否定交易所监管有效性来自于对整个期货市场的否定,其中最具有代表性的为“赌场论”。美国是现代期货的发源地,在期货市场最初建立的半个多世纪里,大部分学界、政界和公众人士认为期货市场根本不能发挥任何经济功能,期货交易是一个零和博弈,期货交易与赌博没有任何不同,还会导致价格体系的混乱,因此他们要求政府立法禁止期货交易(Romano, 1997)。

随着人们对期货功能的逐步认识,普遍放弃了“赌场论”的观点。交易所不能有效防止过度投机(excessive speculation)成为政府监管期货市场的理由。美国期货监管史充分说明政府对过度投机的关注。在1922年美国《商品交易法》中频繁的出现过度投机一词,在以后的多次修订中(1936年修订,1968年修订和1974年修订)也包含过度投机一词。当时,学者们普遍对过度投机甚至投机持否定态度,有些学者虽然承认投机的积极作用,但只限于弥补多头和空头套期保值部分的投机。由于投机者的交易量远远超过套期保值者的交易量,交易所从自利的角度出发,不可能对市场

^① 否定政府监管介入的学者基本都持有这种观点,但都没有给出相对详细的政府监管成本收益的比较数据,在此就不对相关文献做一一列举。

进行有效的监管(Gray, 1960, 1967; Holbrook, 1960)。

防止市场操纵被普遍认为是政府介入期货监管的理由。美国政府期货立法的一个重要目的也是防止和消除期货市场操纵。1922年和1936年《期货交易法》第三部分写道:“期货价格对于投机、操纵和控制……以及突然的和非理性的波动非常敏感,……投机、垄断和控制的结果是价格的经常(非正常)的波动”^①在接下来的历次期货立法中明确地指出《商品交易法》的主要目的是“……提供一种控制操纵行为的方法,……市场操纵行为会挫伤市场,会给生产者、消费者以及交易所自身带来伤害”^②美国以立法的形式对期货市场操纵进行监管,一个隐含命题是期货价格易于操纵是由市场本身的特点所决定,交易所没有能力有效防范和制止市场操纵。研究期货市场操纵的学者,也普遍认为市场操纵的存在是政府监管期货市场的理由。他们或是与美国《商品交易法》的观点相同,期货价格有易于被操纵的特点,交易所没有能力进行有效监管,需要政府介入;或是从期货市场不断爆发操纵事件的现象出发,认为期货市场(尤其是交易所)没有制止市场操纵,从而得出需要政府介入的结论。

保护交易者也被认为是政府监管期货市场的一个理由。期货交易对专业性要求很高,交易者不仅要熟悉期货交易规则、交易技巧,还要具有相当的现货市场知识。与大投资者或机构投资者相比,一个刚进入期货市场的交易者或中小投资者必然处于劣势地位。期货交易必须通过会员进行,客户和会员之间存在着信息不对称,会员很可能为了自己的利益损害客户的利益。除此之外,期货市场上还会存在内部交易(Inside Trading),破坏市场的公正性。在美国所有版本的期货交易法中都有保护客户和中小交易者的规定,如客户资金保护的规定,双重交易的规定,禁止欺诈交易的规定和内部交易的规定。

这些观点主要是从市场表现出的过度投机、市场垄断、市场操纵、系统风险以及市场欺诈等现象出发,认为只要这些市场现象存在政府就应当介入期货市场。实质上,这些现象在政府介入监管之后也依然存在。以上观点并没有分析交易所监管的激励问题,即交易所是否有足够的激励对期货市场进行有效的监管。认为过度投机是政府监管期货市场的观点中涉及到交易所监管激励不足的问题,但并没有详细地分析。这种观点对过度投机认识是错误的。对于过度投机一词一直没有准确的界定,投机性交易量远远大于保值性交易量并不代表过度投机。过度投机应当是指大量交易者非理性的交易行为及其对市场产生的影响。

以上认为政府监管期货市场的理由并不充分,市场上存在的现象并不必然构成政府对期货市场进行监管的理由,还要看市场自身(主要是交易所)是否有足够的激励来克服市场失败,如果交易所有足够的激励,交易所监管将最为有效。

二、交易量变化、交易所利益与不完全监管

如果交易所没有有效的监管市场,并不会降低交易量,或者仅降低很少的交易量,交易所就不具有足够的激励监管市场,即交易所并没有内在化监管的全部成本和收益或者交易所不完全监管的成本由其他主体承担。

(一)不完全监管降低交易量,会员也仅承担了部分成本

如果交易所没有对市场进行有效的监管,导致市场滥用行为增加,交易者因此而减少了对会

^① Commodity Trading Act, 3 (7 U.S.C.5), Act of September 21, 1922, Chap. 369, 3, 42 Stat. 999 (1922); and Commodity Exchange Act (June 15, 1936), Chap. 545, 49 Stat. 1491 (1936).

^② Futures Exchange Act of 1978, Committee Print, Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry, U.S. Senate, 95th Cong., 2nd Sess., 136 (Jan. 1976); Senate Report No. 95-850, 95th Cong., 2nd Sess., 5-13 (1978).

员服务的需求,会员的收入就会减少,会员确实承担了没有有效监管市场的成本。然而会员只是承担了由此产生的部分成本。通过图1可以直观地得到这一结论。为了简化分析,首先假定交易所对市场的监管没有成本(这与实际情况并不相符,监管的成本是存在的,有时会很高昂),因此交易所监管程度的变化(提高或者降低)并不对供给曲线产生影响。假定最初的监管位于社会最优的程度,对应的市场需求曲线为 D_H 。如果交易所没有有效地对市场监管,交易者因此降低了需求,那么市场需求曲线就由 D_H 向左移动到 D_L 。监管程度的下降使交易所(会员)承担的成本为生产者剩余的减少量,即四边形 $b c f e$ 的面积,交

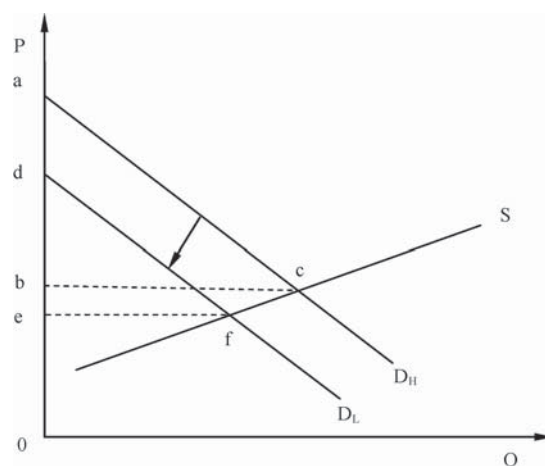


图1 不完全监管下交易所与交易者之间的成本分担

易者剩余由 $a b c$ 下降到 $d e f$ 。交易者和交易所(会员)总的剩余减少量才是市场内总的成本,但交易所计算不完全监管的成本时并不考虑交易者福利的损失。交易所(会员)和交易者之间的成本分担多少还取决于供给和需求的弹性。供给弹性越高,生产者的剩余减少的量会越少。实际上,在很宽的一个产量区间内,交易所和会员增加一笔交易的边际成本很低。通常,整个市场的供给曲线是富有弹性的。套期保值交易的弹性较低(在基差风险小于商品价格的风险的情况下)。如果套期保值交易量在总交易量中的比例增加,那么需求弹性会降低,交易者总的福利损失会增加。

交易所没有有效的监管市场滥用行为,除了导致交易者福利损失,还会损害市场外相关主体的经济利益。与期货市场直接利益相关者包括合约现货市场的生产者、交易者和消费者。有些现货市场的经济主体,并没有参与期货交易,但是他们可以使用期货市场发现的远期价格。现货市场参与者参考期货价格组织生产、签订合同、制定生产和消费计划。如果期货价格因为虚假信息、市场操纵或者投资者心理方面的原因已经被扭曲,就会严重降低资源配置效率,给相关主体造成损失。

有些学者认为市场操纵对参考期货价格,来安排现货商品生产和消费计划的主体造成的经济损失非常微小(Easterbrook, 1986; Franklin, 1984; Fischel and Grossman, 1984)。他们认为市场操纵导致的价格扭曲持续时间很短,一般多发生在某一合约的最后两天,制定计划的期限通常要远远超过两天。既然价格扭曲的时间很短,对资源配置的影响就会很小。现货市场的主要生产者、销售者和使用者几乎都会在期货市场上从事套期保值交易,如果期货市场的套期保值功能受到破坏,交易者就会减少期货交易量,经济利益的驱使会使交易所提高监管水平。实际的情况并不像这些学者认为的那样。市场操纵一般在临近交割月会更为严重,多空双方对峙,市场交易量迅速放大,价格剧烈波动,近远期合约价格关系出现混乱。市场操纵产生的成本部分由期货市场内的主体承担,还有一部分(实质上是更大的比例)由现货市场的经济主体承担。市场操纵引起价格剧烈波动和价格扭曲,会增加现货商品的价格风险。逼仓还会造成大量的商品流向期货市场,出现期货市场与现货市场争夺商品的情况,例如在农产品期货市场上由于逼仓或防止逼仓,大量商品流向期货市场,现货商品的销售和使用就要减少相应数量,购买者就要支付与没有发生逼仓事件相比高得多的价格。

市场操纵一般只持续很短的时间,影响却非常显著。如果在某个合约市场上,市场操纵经常发生,可能遭受操纵的一方(多为空头)要求的价格就要高于正常水平,以补偿面临的风险。潜在操纵的补偿水平与市场环境、操纵威胁程度以及交易者心理有关。虽然市场操纵通常只持续很短的时间,但潜在威胁的信息已经加入到市场价格之中。期货市场滥用行为对现货市场以外的主体也会

产生影响。如金融部门与期货市场内的会员或交易者有资金的借贷关系,市场交易产生的风险很可能引起相关金融企业更为严重的损失;期货市场的系统风险还会威胁到整个经济系统的稳定性。

期货市场滥用行为给不参与期货交易的现货市场主体和其它相关主体增加的成本,交易所在执行监管职责时很难内在化。首先这部分成本是由现货市场主体和其它相关主体承担,很难将这部分成本转移出去。不参与期货交易的其它相关主体众多、分散,且类型差别显著,交易磋商的成本高昂,搭便车问题严重,很难形成有效的集体行动使交易所能够内在化这部分成本。

(二)不完全监管增加交易量,直接增加会员收益

交易所没有对市场进行有效监管也许并不会导致交易量下降,即市场监管水平与交易量之间的关系并不明确。市场监管包括多个方面,如对合约完整的监管、市场操纵的监管、欺诈行为的监管和虚假信息的监管等等。市场监管还包括各种具体的监管制度,如保证金制度、涨跌停板制度、大户报告制度、持仓限额制度、市场准入制度、合约规则制度等等^①。当交易所监管市场某些方面或执行某些监管制度时,也许会出现冲突,进而对于交易量的影响也不确定。有些情况下,交易量会增加,有些情况交易量会减少,有些情况下交易量只发生微小的变化。

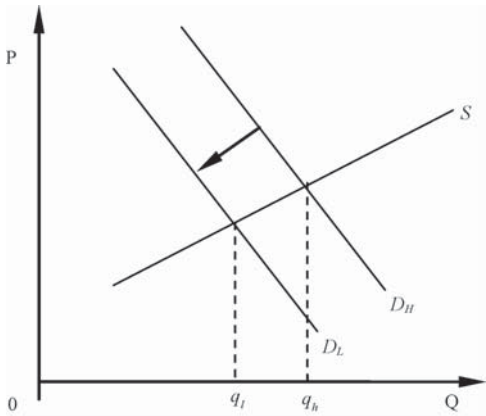


图2 监管水平选择与交易量之间的关系

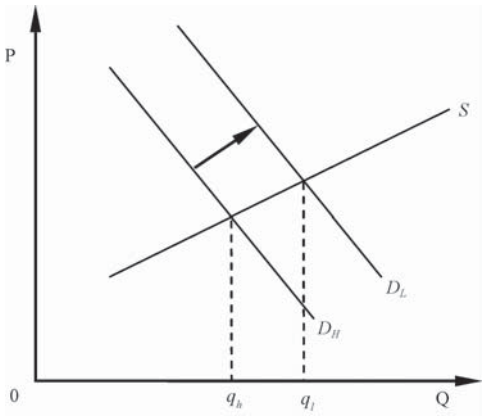


图3 监管水平选择与交易量之间的关系

如图2所示, D_H 代表最优监管水平下的需求曲线, D_L 代表交易所不完全监管下的需求曲线。当处于最优监管水平时,对应的交易量是 q_h ,当处于不完全监管水平时,对应的交易量是 q_l 。因为交易所没有对市场进行完全监管,导致交易量下降。这也是支持交易所监管,否定政府介入的学者所认为的情形。这种情况多发生在交易所没有有效的保证合约完整性和市场完整性,如交易所制定的保证金水平过低、没有严格的执行保证金制度和每日结算制度、对违约客户和会员没有给予惩罚或惩罚力度不够、没有严格执行合约条款、事中或事后修改合约条款或其他交易制度。交易所如果因为没有对市场进行有效的监管,而破坏了市场的完整性和合约的完整性,无论是投机者还是套期保值者都会对合约能否履行产生怀疑,就会引起图中所示的需求曲线下移,导致市场交易量下降。

图3的情况正好与图2的情况相反,交易所不完全监管会导致市场需求曲线从 D_H 上移到 D_L ,市场交易量从 q_h 增加到 q_l 。当交易所不完全监管产生的成本完全或绝大部分由市场之外的主体承担时,这种情况就可能发生。放松监管可能会给市场内交易者主体提供更多的获利机会,如大户报告、头寸限制、保证金、强行平仓等制度,确定的水平对于全社会是最优的,可是却明显降低了合

^① 这些制度几乎都是在政府介入期货市场监管之后,由政府强迫或是在迫于政府潜在压力情况下制定的。交易所缺乏制定严格监管制度的动力。

约价格波动性和限制了交易者的投资机会。如果交易所实行相对宽松的制度,会增加整个市场的交易量,但会对现货市场主体或其他相关市场主体产生外部影响。交易所对市场操纵行为的监管就会出现这种情况。交易所提高对市场操纵的监管,会提高整个社会的福利水平,但套期保值交易量并没有变化或者只是发生微小的变化,投机性交易却明显下降。当实施某项监管制度导致这种情况发生时,交易所的最优选择是低于全社会最优的监管水平。

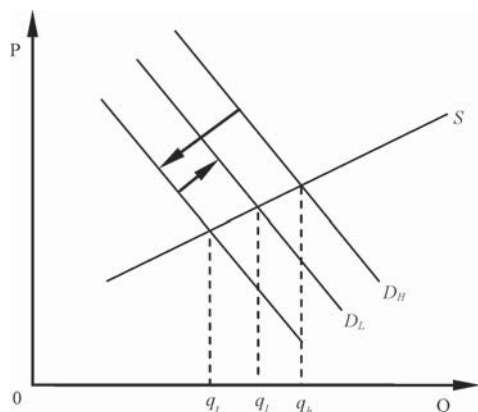


图 4 监管水平选择与交易量之间的关系

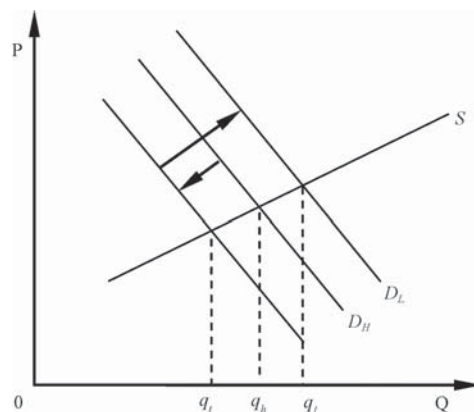


图 5 监管水平选择与交易量之间的关系

图 4 的情形是交易所实行不完全监管使需求曲线从 D_H 下移到 D_L 。与图 2 的情况不同,需求曲线经过一个调整,先下移一个较大的程度,然后再上移到 D_L 位置,即交易需求先下降再回升,回升的程度没有达到原有的需求水平。图 5 的情形与图 4 相似,也经历了先下降后回升,不同的是回升的交易量超过了原有水平。上面图形表示的调整过程只是为了分析的方便,实际上是同时进行的。另一种情况与图 4 和图 5 的情况是类似的,即交易量现上升后下降。

出现图 4 和图 5 的情形有两种情况。(1)交易所降低监管水平或放松某项监管政策时,对于市场内不同交易者产生不同影响,从而会造成某些交易者增加交易而某些交易者减少交易。交易所制定某一监管水平(低于全社会最优的监管水平),也许会损害市场价格发现和套期保值的功能,规避风险的套期保值交易会减少。因为放松了监管,期货价格波动的频率和幅度加大,会吸引更多的投机性交易。例如在对待市场操纵上,交易所放松某项监管制度,导致市场操纵发生的概率增加。套期保值者通常是风险厌恶者,市场风险增加会减少其交易量。市场操纵发生概率的增加通常伴随着期货价格波动性的增加,这就会吸引更多的投机性交易。(2)交易所实行的监管措施之间也会存在冲突,从而会导致交易量增加或减少。交易所通过执行具体监管规则来实现对市场的监管。各项监管规则有时相互促进,有时也会出现一定程度的冲突。冲突的监管规则对交易量的影响并不确定。例如 1922 年之前美国期货交易所监管市场中,最显著的交易所监管措施冲突是保证合约的执行和制止市场操纵之间的冲突。保证合约的无条件执行,可以增加期货交易量,对市场操纵的制止与惩罚会明显的降低市场交易量。合约的无条件执行实质上是在交易之前确立好各项规则,并按规则执行。然而,制止和惩罚市场操纵,有时则要求在事中或事后修改交易规则,如修改大户报告水平、持仓限制额度、要求强行平仓、重新设立结算价格等。

图 6 和图 7 所示的情形是需求曲线发生了旋转。在图 6 中,因为交易所降低监管水平导致需求曲线发生旋转,交易量并没有发生变化。图 7 中需求曲线也发生了旋转,交易量由 q_h 增加到 q_l 。还有一种情况,没有用图形来表示,就是需求曲线旋转后,交易量比社会最优的交易量降低的情形。这几种情况的原理是相同的。由于交易所降低了监管水平,交易者的结构发生了变化,导致需求曲线弹性增加,套期保值者(一般情况下与投机者相比需求弹性低)的交易量减少。监管水平的

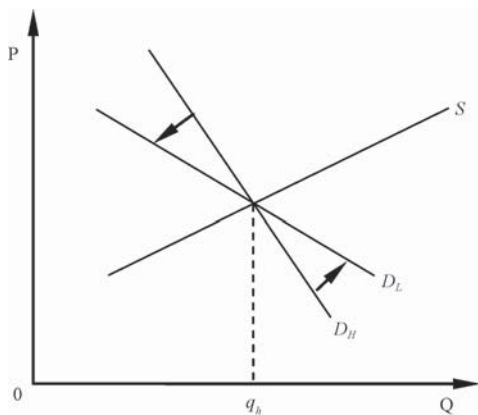


图6 监管水平选择与交易量之间的关系

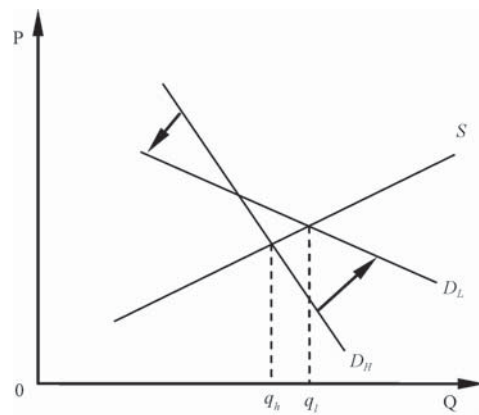


图7 监管水平选择与交易量之间的关系

降低可能使期货价格的波动性提高,吸引更多的风险中性或风险偏好的投机交易。需求曲线的旋转造成交易者福利的损失主要由套期保值者和风险偏好低的交易者承担。

还有一种观点认为交易所之间的竞争,可以从外部给交易所提供有效的激励。如果某个交易所没有有效地监管市场,交易量会转移到其它交易所(Anderson, 1984; Linda and Franklin, 1984; Fischel, 1986)。实质上,交易所之间的竞争非常有限。合约市场都具有垄断性,一旦某个合约在某一个交易所上市,其它交易所再推出相同或相近的合约将很难成功(Sandor, 1973; Silber, 1981; Duffie and Jackson, 1989; Cuny, 1993; Tashjian and Weissman, 1995)。某个合约的交易量越大,流动性就越高,合约垄断性就越强。因为期货合约流动性集中产生的垄断,不同交易所上市的合约通常很少相同,并且不同的交易所之间主要侧重的市场也不相同。实际上,交易所之间的竞争很微弱,由此产生的市场监管激励也非常有限。

从上面成本的外部性和市场交易量与监管水平之间关系的分析中,可以得出交易所并没有内在化不完全监管的成本。不完全监管给市场内交易者、现货市场参与者以及其它相关主体造成成本增加和福利损失,因为交易洽谈成本和搭便车问题,不可能迫使交易所在选择监管水平时将这此成本考虑进去。交易所不完全监管并不一定会导致交易量下降,有时还会增加交易量,交易所不完全监管承担的成本会更少。

三、利益冲突、寻租与不完全监管

以往研究自律监管的文献多将交易所当作一个整体来看待,并假定交易所在执行自律监管时以会员的整体利益为目标。有些文献认为集体行动的问题可以通过会员之间的谈判法则来解决,直到会员总体利益最大化达到为止。交易所的会员制组织结构为会员之间谈判和协商提供了平台,非营利性保证了交易所能够更为公正解决会员之间的利益冲突,也会选择符合全体会员利益进而符合期货市场整体利益的监管措施和监管水平。交易所也能够使得会员之间的谈判和协商的成本降到最低,并能够有效的克服搭便车行为。Fischel and Grossman (1984), Linda and Franklin (1984), Easterbrook (1986) 对交易所内部组织结构进行研究的文献较少, Pirrong (1999, 2000a, 2000b, 2001) 对此进行了较为系统的研究。Pirrong 主要是讨论交易所组织形式的选择,是选择会员制还是公司制,公司制对交易所自律监管的影响。Pirrong 指出会员之间存在冲突,会员之间的冲突直接决定了交易所组织结构的选择。Lee (1998) 研究了交易所在采取紧急行动时面临的利益冲突,从实务的角度来探讨如何解决利益冲突。以上学者的研究很少涉及会员之间的利益冲突对

于自律监管的影响,以及交易所的内部组织结构对于自律监管的影响。本文下面将沿着这一思路深入研究交易所自律监管的有效性问题。

(一) 会员差异性

交易所的会员并不是基本相同,而是存在显著的差异。从会员的类型来看,通常交易所将会员分为正式会员和准会员,还根据会员是否能结算分为结算会员和非结算会员,有的交易所还根据不同的交易市场来设置会员。会员的权利也并不相同,有的是全权会员,有的只拥有部分权力,有的只有交易的权力没有表决和选举的权力。会员从事业务也并不相同,有的会员只从事代理和自营的一项,有的会员同时从事两项业务,并且可交易的市场也有差异,有些会员可在全部的市场进行交易,有些会员只能在部分市场交易。即使上述条件都相同,会员之间还存在资本实力,运行成本、抵御风险能力和客户群体的区别。

会员之间的收入来源存在很大差异。期货代理商的收入主要来源是代理客户交易的手续费,场内交易者的收入主要来源于交易的价差,做市商的收入主要来源于提供市场流动性的报酬,还有一些会员收入来源于出租会员席位的租金。就是会员的主体期货经纪商,获取收入的来源也有显著差别。有些经纪商的客户主要是套期保值者,有些经纪商的客户主要是投机者,有些经纪商的客户以大户为主,有些经纪商的客户以中小散户为主。

(二) 利益冲突

会员之间同质性越强,收入来源越接近,利益一致性的可能性越大,反之利益差异性就越明显,利益冲突的可能性就越大。这里需要特别指出的是,利益一致性主要指当交易所选择不同的监管水平或者是执行某项规章制度时对会员利益的影响是否有共同的方向。如果交易所提高监管水平或引进一项新的监管制度,使所有会员的收益都增加,会员的利益就是一致的,如果只有一部分会员的收益增加,并且是以其他会员的利益损失为代价,会员之间的利益就是冲突的^①。

在交易所执行自律监管中,会员之间显著的差异会导致明显的利益冲突。利益冲突可以在两个层面发生。(1)监管水平选择导致的利益冲突。假定交易所按照全体会员的利益确定了某一监管水平(通常低于全社会最优监管水平),但并不见得符合某些会员的利益,甚至与会员的利益发生冲突。某些会员会认为交易所设定的监管水平过高,有些会员认为设定的过低。例如某些会员的收入主要来源于投机客户交纳的手续费,通常不赞成提高监管水平;客户主要是套期保值者的会员往往支持提高监管水平;资金雄厚、运行成本低、抵御风险能力强的会员一般会倾向于加强监管。(2)某项监管措施的选择和执行导致的利益冲突。此类利益冲突是会员之间最为常见,也是最为显著的一种形式。交易所选择和执行某项监管措施时,是为了保证和促进会员整体利益和长远利益,同时也起到收益分配的作用。某些措施不可避免地较多考虑一部分会员的利益,或者增进了某些会员的利益,损害了另一些会员的利益。例如交易所为了降低市场风险,保证市场的完整性,提高保证金水平,对绝大多数会员有利,可是会使某些会员的收入大幅下降;交易所采取某些措施提高了市场的流动性,对提高市场整体效率和增加会员收入都是有益的,但有可能降低了做市商的收入。市场操纵监管措施的制定和执行方面表现的利益冲突最为明显也最为激烈。当期货价格出现严重单边走势,不同期合约之间的价差出现混乱,现货商品超常规的向交割地汇集等明显市场操纵征兆时,交易所就要选择是否采取紧急措施,如强制平仓、大规模提高保证金、重新制定结算价格,调整涨跌停板幅度和改变持仓限额等。紧急措施有非常显著的财富分配效应,由此产生的利益冲突也就非常激烈。

^① 这里对利益一致性和冲突性的界定只是为了简化分析,即使是会员的利益都增加,也有增加多少的区分,增加的多少也会产生利益的非一致性问题。

下面通过图形的方式来说明交易所监管水平和监管措施选择对会员利益的影响及由此产生的利益冲突。本文此处假定交易所只存在A、B、C三个会员。用横坐标代表监管水平选择或某项监管措施选择,设定为 φ , φ 值越高表明监管水平越高或者某项监管措施执行的越为严格。用纵坐标代表与交易所选择监管水平或某项监管措施相对应的会员收益,设定为 R 。

如图8所示,设定 φ_h 为符合全社会要求的监管水平或某项监管措施的执行程度。随着 φ 值增加,最初A、B、C会员的收益都在增加,这种情况为当市场极度混乱时,增加监管水平或者引入某些监管措施,会提高会员的整体收益,这时会员之间具有较高的利益一致性。随着监管水平提高,会员的边际收益会呈现递减趋势,即会员收益增长的幅度会减缓,直到达到最大收益。三个会员之间由于存在着差异性,边际收益也会存在差异。图8中所列出的A、B、C会员之间的最高收益对应的监管水平或者监管措施执行程度分别为 φ_A 、 φ_B 、 φ_C 。图示中显示的是关系是 $\varphi_A > \varphi_B > \varphi_C$ 。随着 φ 增加到 φ_C ,会员C首先达到了最大收益,出于自身利益考虑会反对提高监管水平或者提高某项监管措施的力度,而B会员和C会员则赞成提高监管水平或者提高某项监管措施的力度,就会存在利益冲突。当 φ 增加到 φ_B ,会员B达到了到了最大收益水平,会员B就会加入C的阵营,反对提高监管水平或者提高某项监管措施的力度,而会员A则会要求提高监管水平或者提高某项监管措施的力度。当 φ 增加到 φ_A ,所有会员都会反对提高监管水平或者提高某项监管措施的力度,但市场监管水平或者某项监管措施力度并没有达到全社会最优水平 φ_h ,这种情况就是本文上部分给出的作为一个整体,交易所并没有内在化不完全监管的成本,就会选择低于全社会最优的监管水平。会员之间的利益冲突为:当 $\varphi \in (\varphi_C, \varphi_B)$ 时,会员C开始采取抵制策略,并且随着 φ 值的增加抵制的强度也会增加,而会员A和会员B则会反对会员C的抵制行为,随着 φ 值的增加反对的强度会减弱,这时的利益冲突主要表现在会员C与会员A、B之间;当 $\varphi \in (\varphi_B, \varphi_A)$ 时,会员B也会采取抵制策略,并且随着 φ 值的增加抵制的强度也会增加,会员A会反对会员B和会员C的抵制行为,这时的利益冲突主要表现在会员A与会员B、C之间。监管水平选择或者某项监管措施选择的力度导致的利益冲突程度主要取决于利益变化的程度,利益受损的会员利益损害的程度越高越有动力采取抵制策略,受益的会员获得的利益越高则越有动力提高监管水平或者提高某项监管措施的力度。此处只是将交易所会员设定为三个,实际上每个交易所都拥有众多会员,会员的差异性也非常显著,交易所监管水平选择、选择执行某个监管政策或措施以及选择不同的执行力度,都会引发会员收益的变化,进而会引发会员之间的利益冲突。

(三)组织结构、决策权分配与寻租

为了使自身在利益冲突中处于有利地位,会员会通过寻租行为影响交易所监管水平和监管措施的选择。交易所的组织结构为会员的努力提供了基础。

会员制交易所由会员共同出资,共同管理,会员的管理权分配不以交易额和出资额为标准,而是采取近乎平均的方式。有些交易所所有会员具有相同的选举权,有些交易所则将会员分为不同类型,不同类型之间的选举权不同,同一类型会员的选举权相同。会员制交易所几乎平均分配选举权的做法,使某些提案的通过取决于支持该项提案会员的数量,或者取决于中间投票人的偏好。在会员总数中占有很小比例的一部分会员,但资金实力和市场交易量却占有很大比例,要求通过一项议案,有可能因为触犯了其它中小会员的利益而遭到否决。可能总体上只占有很小交易份额的中小

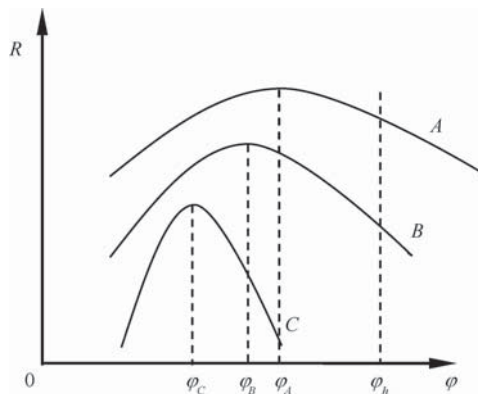


图8 监管水平或监管政策选择对会员利益影响

会员,因为人数众多,提案则会被通过。会员制交易所的选举权分配格局给中小会员剥削大会员提供了条件。除此之外,会员之间的显著差别和利益上的冲突,会使会员大会的决策变得更为复杂。不可避免会出会员大会的某些决策不是考虑会员整体利益,而是各方利益平衡的结果。

如图 8 中情况所示,由于作为一个整体交易所没有完全内在化不完全监管的成本,并不会选择符合全社会最优的监管水平和某项监管措施的执行力度 φ_h ,交易所最高选择为 φ_A 。按照会员制交易所最高权力机构会员大会基本平均分配决定权的制度安排,即“一人一票”制度, φ 值的确定将取决于中间会员 B 的偏好,最终的结果将会处于 φ_B 附近。实际上交易所的会员较为众多,“一人一票”的制度安排就会使的 φ 值的确定趋向于多数会员的利益,而不是交易所整体利益最大化。

借助于交易所的决策权分布和组织结构,某些会员会通过寻租的方式使交易所选择符合自身利益的监管水平和选择某些监管制度及监管制度执行的力度。会员大会虽然是交易所的最高权力机构,但交易所和期货市场日常管理和监督的权力是由理事会来执行的。理事会拥有很大份额的实际控制权,并对会员大会的决策有重要影响。也就是交易所实际上拥有对期货市场监督管理的权力,并拥有部分规则制定和监管水平选择的权力。一些会员的利益会因为交易所选择某一监管水平或制定和执行某一监管措施而提高,另一些会员则会因此遭受损失。只要是引起的收益变化乘以成功说服交易所的概率大于投入的成本,会员就有动力采取寻租行为。其他受到影响的相关主体也会采取相似的策略,不过与会员略有不同,其他主体可以通过两种渠道影响交易所决策,一种是直接方式,另一种是通过会员间接影响交易所决策的方式。寻租行为会改变交易所性质,交易所采取的行动和决策不是出资全体会员利益的考虑,而是各种寻租力量平衡的结果。

下面通过一个简要的模型来进一步分析寻租对交易所最终决策的影响。此处为了便于分析,将会员设定为只有两种类型:一类是只有一个会员 S ;另一类是 n 个相同的会员 L (此处 n 代表会员 L 数量众多,可以为某一数值,但不是无穷大),会员 L 的相同性仅指交易所的监管变化对其利益影响相同。假定交易所实行一项监管政策,或对市场滥用行为进行惩罚,会员 A 和 n 个 L 将要分配由此导致的固定收益 R_e ,即一方收益增加的分额即为另一方减少的份额,会员 S 获得的收益为 R_s ,每一位会员 L 获得的收益为 $\frac{R_L}{n}$, $R_s + R_L = R_e$ 。会员可以通过寻租、游说等行为来影响或改变

交易所的行为增加自身利益,但首先要付出固定成本 C ,付出固定成本 C 之后并不会获得收益,成为沉淀成本,此部分成本也可以理解为寻租、游说等行为不成功的风险成本,另外设定会员 S 和 n 个相同的会员 L 要获得相同的收益 R 需要付出相同成本为 $f(R)$ 。对于会员 S 而言,分享的收益 R_s 由函数 $R - f(R) - C$ 的最大值确定。对每一位会员 L 而言,只能分享到 $\frac{R_L}{n}$ 的收益,如果某一会员支

付成本寻租、游说成本 $f(R) + C$,其他会员在不支出成本的情况下也能够获得 $\frac{R_L}{n}$ 的收益。如果 C 足

够大,当 $C > \frac{R_L}{n}$ 时,对于任一会员 L 都不会采取寻租、游说交易所行为。当 $C < \frac{R_L}{n}$ 时,如果任何一

位会员 L 采取寻租、游说交易所行为,将要独自承担成本 $f(R) - C$,却要与其他会员共同分享 R_L ,即每位会员只能获得收益 $\frac{R_L}{n}$,这就会出现“囚徒困境”的情况,每位会员 L 的明智选择是让其他会

员来承担成本,而自己分享收益。期货市场中比较典型的情况是市场操纵,当出现市场操纵时,操纵者通常数量较少,沟通协商成本低,具有较强动力来投入资源使交易所不处罚或降低处罚程度,而被操纵方往往人数众多,对于任何一位被操纵者而言,维护权益的成本可能都远超过可能获得的收益。

寻租行为会造成较为严重的经济危害,首先导致社会资源的浪费。受影响的主体会投入时间和精力,资金影响和说服交易所采取对其有利的措施或行动。交易所为了应付寻租行为也要耗费资源。从全社会来看,这部分资源的投入并不创造任何价值,而是纯粹的浪费。并且一旦寻租行为成功,就会形成负面示范效应,吸引更多的资源投入其中。

寻租行为可以造成交易所应当对市场监管和对市场滥用行给予处罚时,并没有采取相应的行动。市场滥用者和市场违规者往往有足够的动力进行寻租。通常市场滥用和违规获得的收益一般较多或遭受处罚后损失较为严重,并且在一次事件中市场滥用者和违规者数量较少且集中。市场滥用行为和违规行为的受害者往往人数众多且分散。最为典型也是最为常见的是为了避免交易所对市场操纵进行阻止和惩罚的寻租。交易所对市场操纵行为除了在事前订立大户报告、持仓限额的规定外,还有在事中和事后修改规则的权力,如增加保证金、强行平仓、修改结算价格、暂停交易等。交易所还拥有对市场操纵行为惩罚的权力。当市场操纵发生时,交易所的态度和采取的措施对操纵者和被操纵者的利益有显著的影响。就以结算价格为例,如果交易所认为没有发生市场操纵,应当按照期货市场现行价格结算,这对市场操纵者最为有利;另一种情况,交易所已经确认存在操纵,在确定最终的结算价格时就有一个位于真实价值和被操纵价格之间的区间可供选择,越接近被操纵了的结算价格对操纵者就越有利,只有按照商品的真实价值制定的结算价格才符合被操纵者利益。

寻租行为产生的另一个严重的后果是导致交易所可能采取不当监管措施。在没有市场滥用行为的情况下,寻租行为使交易所采取了不应当采取的行动。例如因为期货市场之外的因素导致行情突然变化,致使多头(或空头)一方遭受严重损失。这时并没有发生市场操纵,损失是由于交易者投资方向错误造成的。损失的一方可能会采取行动和动用资源使交易所认为市场行情剧烈变化是由市场操纵引起的。

四、政府介入的成本收益分析

本文认为政府监管是因为交易所激励不足或者与全社会要求的激励不一致或冲突,是弥补交易所监管的缺陷和从外界给交易所足够的激励,并不是要和交易所进行监管成本的竞争。

政府介入成本包括直接成本和间接成本。直接成本是指政府为了履行监管而支出的各项费用包括维持监管当局运行成本、信息收集、整理和分析成本、政策法规制定和执行成本等。直接成本还包括被监管主体因为遵守政府相应法规制度而增加的成本。间接成本是指由于监管造成市场主体行为改变、抑制创新能力和市场扭曲导致的效率下降和资源的损失。很大程度上政府介入成本与政府廉洁程度和运行效率有关。廉洁程度和运行效率高的政府监管成本通常低,反之则高。

政府介入的直接成本能够计算和度量,而间接成本的度量和计算则非常困难,有些几乎是不可能的。例如监管使行为改变产生的成本,首先要知道没有监管情况下经济主体的行为,通过对比才能得出成本的变化。有时根本无法假设没有政府监管情况下经济主体的行为,并且所发生的成本也不一定是由政府监管所引起的。如美国政府监管期货市场的成本,直接成本中显而易见的是监管当局运行成本,1983年CFTC的年度预算为2300万美元,与其他政府部门相比数额不大。^①对政府监管期货市场产生的直接成本可大概估计,对间接成本则没有办法相对准确地估计。

政府监管期货市场的成本要与监管带来的收益相比较。与政府监管期货市场的成本相比,收益的估算更为困难。首先,监管期货市场的收益并不体现在监管部门财务收支上,从政府部门的数

^① Linda, N. and R. Franklin (1984): "A Legal and Economic Analysis of Manipulation in Futures Markets", *Journal of Futures Markets*, 4, 333-336.

据上不可能得到监管的收益。其次,监管期货市场的收益在于市场滥用行为的减少,市场系统性风险的降低和市场效率的提高,这些都没有办法进行准确计算。市场滥用行为一方面与是否有有效的监管体系相关,另一方面也与市场的发展阶段和市场环境有关。系统性风险只有在爆发之后才能大致估算出相应的损失。市场效率的提高更是一个模糊的概念,虽然有多种方法对期货市场效率进行衡量,但并没有一种方法得到公认。政府监管期货市场使期货市场之外领域效率提高和资源优化的程度更是没有办法估算。

政府监管期货市场的收益和成本难以准确估算,并不等于没有办法对比政府监管的成本和收益。政府监管期货市场的潜在收益还是巨大的。期货市场滥用行为和系统风险会造成严重危害,浪费大量社会资源。例如美国期货市场在 1922 年之前市场滥用行为经常发生,市场秩序非常混乱,大量个人、企业和金融部门在参与期货市场交易后,遭受惨重损失,甚至破产,还波及到了其他一些相关领域。对现货市场的影响也是巨大的,农产品价格波动幅度因为期货市场的出现而加大。除了面临已有的风险外,农产品生产者、储存者、销售者和使用者还要面临期货价格导致现货价格波动的风险。市场操纵也时常爆发,以芝加哥期货交易所为例在 1922 年之前的半个世纪里,共发生 124 起操纵和试图操纵市场的事件。

期货市场发生系统性风险的危害更为严重。从 20 个世纪 70 年代外汇期货出现后,金融期货迅速发展,很快取代商品期货占居主导地位。当前金融期货交易量已经远远超过了商品期货。一旦外汇期货、利率期货、指数期货及其衍生产品市场出现剧烈波动导致系统性风险爆发,整个金融系统就会产生多股诺骨牌效应,给整个金融系统带来灾难。虽然从期货诞生到现在,危及到整个期货市场和金融体系的系统性风险一直没有发生,但是并不等于发生的可能性为零,潜在的威胁依然存在。美国“白银事件”、“巴林银行事件”以及东南亚金融危机,已经清楚地预示出这种潜在威胁的存在。

由于政府以监管方式介入期货的成本和收益并不能准确的量化,即使是政府的某项监管政策或措施的成本收益也很难给出具体的量化数值。下面主要从理论角度进行研究。在交易所有充分监管激励的领域并不需要政府直接介入,政府介入的前提条件为交易所监管不足领域。设定政府监管介入的收益函数为 $R_g - C(C_d, C_{ex}, C_m, C_{de})$, 其中: R_g 为政府监管获得的收益,主要包括给全社会带来的福利增加及因此使政府声誉提高和支持率上升; $C(C_d, C_{ex}, C_m, C_{de})$ 为政府监管的成本, C_d 为直接成本主要是设立监管部门后需要支出的直接相关费用, C_{ex} 、 C_m 、 C_{de} 分别为政府监管介入后使交易所、会员和交易者增加的成本。本文假定政府监管的边际成本递增,而边际收益递减。此处继续设定两种情况:一种情况是政府通过在外施加压力,使交易所能够内在化不完全监管的成本,如果政府监管收益函数 $R_g - C(C_d, C_{ex}, C_m, C_{de})$ 能够达到最大值,则不需要政府直接承担市场监管职能;如果政府通过外部向交易所施加压力的方式并不能达到监管的最大收益,政府监管当局就需要一定程度上直接履行市场监管职能。

可以通过图 9 来分析政府监管当局介入的成本收益和介入方式。政府可以采取两种方式进行市场监管:在外部对交易所施加压力,让交易所履行一线监管职能,对应的边际成本曲线为 C' ;政府取代交易所直接履行市场监管职能,对应的边际成本曲线为 C'_1 。两条边际成本曲线在 a 点相交。在 a 点左侧 $C' < C'_1$, 经济含义为政府监管当局如果能够通过外部压力的方式使交易所能够内在化不完全监管的成本,交易所监管更有效率。在 a 点右侧, $C' > C'_1$, 通过外部对交易所施加压力方式的边际成本已经超过政府越过交易所直接履行市场监管职能的成本。政府监管当局面对的边际成本曲线为曲线 C' 和曲线 C'_1 的结合,即两条曲线在 a 点相交后的实线部分。

R' 和 R'_1 为政府监管的边际收益曲线。曲线 C' 和曲线 R' 的交点为 e , 由此确定的监管强度为 φ_e 。在此区间内,政府监管当局采取的是通过在外施加压力,或者监管交易所的行为,

并不需要直接监管市场。曲线 R'_1 与曲线 R' 相比处于更高的位置,代表同样监管强度能够带来更大的收益。政府监管收益主要来自于扭转市场失效、阻吓市场滥用行为,因此在某些外部性较为严重的领域和容易产生市场滥用行为的领域,监管的收益将会较高。由于政府面对的两条边际成本曲线 C' 和 C'_1 在 a 点相交后, a 点右侧存在 $C' > C'_1$, 所以政府监管市场的净收益最大化将由曲线 R'_1 和曲线 C'_1 相交的 e_1 点确定。此时政府监管当局将会部分取代交易所直接履行市场一线监管职能,因为在 a 点左侧, $C' < C'_1$, 让交易所承担部分市场一线监管职能,能够降低监管成本,增加监管收益。政府监管当局取代交易所直接履行市场一线监管职能的程度,将主要取决于监管的边际收益,如果边际收益曲线越高,则政府直接介入程度越高,也取决于 C' 和 C'_1 之间的差额,差距越显著,政府直接介入程度越高。在图 9 中,政府监管当局取代交易所直接履行市场一线监管职能的程度表现为 φ_{e_1} 与 φ_a 之间的差额,差额越大则政府直接介入的程度越高。

除此之外,在考察政府监管期货市场的成本收益时,还要考虑政府监管也会失败。政府可能被某些产业部门所利用,成为期货业在位者防止新竞争者进入,保持垄断地位的工具。例如,在美国,交易所一直要求政府对场外交易市场和远期市场予以禁止或对其施以严格限制。考虑到监管失败的情况,监管期货市场的成本会增加,收益会减少。一般情况下,政府越透明,运作效率越高,政府失败的可能性就越小。民主和法制建设较完备的国家,政府监管比较值得信赖;反之,那些民主和法制建设不完备,以及一些转型国家,监管当局更容易被“俘获”,成为利益集团的代言人和维护者。然而,后一类国家,政府监管期货市场也许更为重要,这些国家的期货市场往往发展时间短暂,市场不规范,市场滥用行为较为普遍,系统风险发生的可能性更高,市场失败造成的危害会更严重。

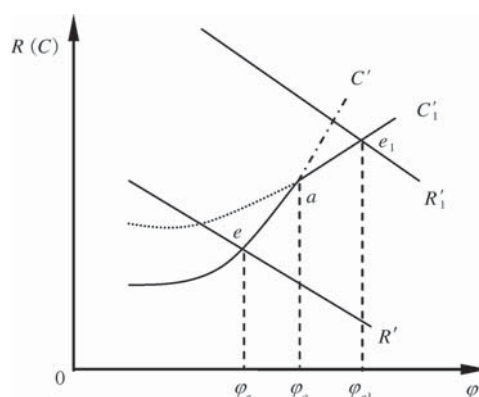


图 9 政府监管介入的成本收益

五、实证分析:美国自律监管考察

理论讨论是来自于实践发展,对交易所自律监管的考察,尤其是政府介入之前历史的考察,能够得出一个直观的结论。现代期货市场发源于美国,在政府介入之前期货市场已经发展了半个多世纪。对于交易所单独监管市场有效性的考察,早期美国期货市场是一个最为适合的样本。

(一)交易所独立监管时期,频繁发生市场滥用行为

从美国的第一个期货交易所——芝加哥期货所(CBOT)建立到 1922 年《商品交易法》颁布期间,一直是由交易所单独监管期货市场。早期期货市场运行并不像有些学者认为的那样运行良好,市场操纵、市场欺诈等事件经常发生。“1868 年,芝加哥期货交易所开始出现标准化的期货合约之后……,市场滥用开始泛滥,例如 1868 年,小麦期货发生了三次逼仓事件,玉米发生了 2 次,燕麦发生了 1 次,黑麦 1 次企图逼仓和猪肉合约 1 次企图逼仓。到 1874 年情况依然没有改善,当年的下半年几乎每个月都有逼仓事件发生。1878 年三月、七月和十一月小麦合约都发生了逼仓事件。1881 年几乎每个月都有逼仓事件发生,1982 年小麦市场上发生了 4 次逼仓和违约事件……1902 年燕麦市场发生操纵,1905 年 Jone W.Gates 试图操纵小麦合约,但是并没有成功^①。”

^① Markham, J. (1987): *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*, New York: Greenwood Press.

表 1 1868~1921 年芝加哥期货交易所发生的市场操纵事件

年份和商品	次数	年份和商品	次数
1868 年		1891 年	
小麦	1	小麦	1
玉米	1	玉米	1
小麦	3	1892 年	
玉米	2	小麦	1
燕麦	1	玉米	1
黑麦	1	短肋骨	1
猪肉	1	1893 年	
1869 年		猪肉	2
小麦	1	小麦	1
玉米	1	猪油	1
1870 年	—	1894 年	
1871 年		燕麦	1
小麦	1	1895 年	
燕麦	1	黑麦	1
1872 年		1896 年	
燕麦	1	猪肉	1
猪肉	1	1897 年	
小麦	1	小麦	1
1873 年		1898 年	
小麦	2	小麦	1
1874 年		短肋骨	1
燕麦	2	1899 年	
玉米	2	小麦	1
大麦	1	1900 年	
1875 年		玉米	1
小麦	1	猪肉	1
玉米	1	1901 年	
燕麦	2	玉米	1
1876 年		猪肉	1
大麦	1	1902 年	
小麦	2	玉米	1
1877 年		燕麦	1
小麦	1	小麦	1
玉米	1	1903 年	
大麦	1	猪肉	1
1878 年		小麦	1
小麦	1	猪油	1
1879 年		燕麦	1
小麦	1	1904 年	
玉米	1	猪肉	1

续表

年份和商品	次数	年份和商品	次数
1880 年		1905 年	
小麦	1	玉米	1
玉米	2	小麦	1
猪肉	3	黑麦	1
1881 年		1906 年	
小麦	4	猪肉	1
猪肉	1	1907 年	
黑麦	1	燕麦	1
玉米	1	1908 年	
燕麦	2	小麦	1
大麦	1	玉米	1
1882 年		燕麦	1
小麦	4	1909 年	
燕麦	4	小麦	2
猪油	1	燕麦	1
短肋骨	1	1910 年	—
玉米	1	1911 年	
1883 年		小麦	1
玉米	1	1912 年	—
猪油	1	1913 年	
1884 年		玉米	1
猪肉	1	1914 年	—
玉米	1	1915 年	
1885 年	—	小麦	1
1886 年		1916 年	—
燕麦	1	1917 年	
1887 年		小麦	1
小麦	1	燕麦	1
玉米	1	1918 年	—
猪肉	1	1919 年	—
1888 年		1920 年	
小麦	2	玉米	1
1889 年		1921 年	
燕麦	1	小麦	1
猪肉	1	黑麦	1
玉米	1		
1890 年	—	总数	124

资料来源:Pirrond(1995)。

注:1918 和 1919 年因为第一次世界大战交易所暂停营业,“—”代表没有发生重大市场操纵事件。

其他交易所也经常发生类似事件,如新奥尔良棉花交易所(New Orleans Cotton Exchange)和纽约棉花交易所(New York Cotton Exchange)经常发生市场操纵,1970~1910年之间几乎每年都发生市场操纵事件;纽约农产品交易所(New York Produce Exchange)也经常发生市场操纵事件,因为交易量小于芝加哥期货交易所,发生的频率也小于芝加哥期货交易所^①。其他市场滥用事件,如诱导客户进行不必要的交易,挪用客户的保证金,透支交易、欺诈客户、散布虚假信息等,也经常发生。

(二)市场滥用行为对现货市场造成了严重影响

市场操纵等一系列市场滥用行为的盛行,破坏了市场功能,造成了巨大的资源浪费。最为严重的是导致了价格的极度扭曲。1868年芝加哥期货交易所的六月小麦逼仓使芝加哥的价格比纽约高10%,而在没有逼仓的情况下纽约的小麦价格高出芝加哥10%~15%。并且,#2小麦的价格(可用于交割的等级)高于比其等级高的#1小麦(不可用于交割)22%,逼仓结束后,小麦的价格下降了21%^②。1872年六月燕麦合约逼仓引起现货市场28%的价格上涨,1876年大麦合约操纵致使五月份合约价格高出六月份合约45%,通常因为储藏成本,六月份合约价格应高于五月份价格^③。在交割完成之后,现货价格会大幅下降。1888年小麦逼仓事件之后,在几分钟之内价格下降了49.5%。1892年在逼仓之后第二天猪肉价格下降了40%。市场操纵有巨额的利润诱惑,1882年的小麦操纵给多头带来了600多万美元的利润,一般情况下,一百万以上的利润是很平常的^④。公众对于市场操纵和其它市场滥用行为的态度是暧昧的,例如杰瑞(Jerry)写道:“那时孩子们立志要成为小麦王(Wheat King)^⑤而不是总统。在世纪之交,许多雄心勃勃的商人们在谷物交易所投机已经是很普遍的事情了,例如John Anderson Truman在卡萨斯城交易所投机变得非常富有”^⑥。

市场滥用行为提高了在交易所交易合约标的现货商品价格的波动性。理论上,运行良好的期货市场可以降低现货市场价格的波动性。实际情况并非如此,例如芝加哥期货交易所引进农产品期货之后,市场操纵频繁暴发,价格剧烈波动,农产品价格的波动性没有降低,反而显著提高。严重的市场滥用还导致资源浪费和经济混乱。可用于交割的商品在交割前向交割地大规模流动,交割商品大量非常规地储存,人为造成仓储和运输资源短缺,期现货价格波动剧烈,套期保值风险加大。

(三)市场滥用行为遭到政府和公众的批评

市场滥用行为的泛滥引起了政府和公众的广泛关注和批评,每次国会会议都有大量议案要求禁止期货交易或是对期货交易实行严格监管。在1880~1920年,有200份左右法案提交国会要求监管和禁止期货市场。例如在1887年提交了一份法案要求禁止和惩罚个人期货交易;1891~1892年又有几份法案要求对谷物和棉花期货交易征收高额税,以达到禁止交易的目的;1907~1909年的国会第60次会议,提交了25份要求禁止期货交易的法案^⑦。

(四)即使迫于压力,交易所对市场操纵等行为也没有实施有效监管

在交易所单独监管期货市场的半个多世纪里,交易所对于市场滥用行为的态度并不明确,对

① Boyle, J. (1934): *Cotton and the New Orleans Cotton Exchange; A Century of Commercial Evolution*, New York: Country Life Press, 112-121.

② Taylor, C. (1917): *History of the Board of Trade of the City of Chicago*, Chicago: Robert O. Law, 370-372, 744, 1042-1043.

③ 同上, 454, 535。

④ 同上, 644。

⑤ Wheat King是指垄断期货市场,并且能够通过市场操纵获得暴利的人。

⑥ Markham, J. (1987): *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*, New York: Greenwood Press, 6.

⑦ Markham, J. (1987): *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*, New York: Greenwood Press, 10-12. Robert Romano (1997): "The Political Dynamics of Derivative Securities Regulation", *Yale Journal on Regulation*, 14, 279-406.

市场滥用行为尤其是市场操纵行为,交易所会员不赞成进行监管和惩罚。与惩罚市场滥用行为相比交易所更注重市场完整性和合约完整性的保障。芝加哥期货交易所的例子可以清楚地说明这一点。

1868年芝加哥期货交易所逼仓事件不断发生,迫于压力,当年11月通过了Rule 13。该规则规定,当任何一个会员声称逼仓损害了合约的执行,交易所委员会的三个利益不相关委员可以判定是否存在逼仓,如果存在,就要通过与该商品的其它等级或者其它市场上相同商品的价格对比,制定出基于真实价值的结算价格^①。很多会员和交易者对Rule 13提出了异议,认为这是给某些会员和交易所在事后单方面修改规则的权利。第二年,交易所会员大会上,以近乎全体一致的票数废除了该规则。在其后的几年中,多次提议恢复该规则但都没有成功。在1871年7月试图再次执行Rule 13,但是该努力因为很多会员声称如果执行Rule 13的话他们将会离开交易所,最终没有成功。当年8月又有提案建议引入Rule 13也没有成功^②。

1873年交易所通过了类似于Rule 13的规则Rule 8,有条件的执行合约。该规则允许交易所仲裁委员会以操纵市场或制造虚假市场为依据,对不公正的或不合理的请求不予理睬。这样就使空头在逼仓发生时不用必须按合约价格支付,只需按商品的实际价值支付。1879年交易所重新修改了规则,当有证据表明任何团体或个人出于获得不合理的利润而影响期货价格时,该规则允许仲裁委员会使用其它市场的价格作为结算价格^③。

1882年交易所频繁发生市场操纵事件,交易所和仲裁委员会面临巨大的压力,会员和交易者都要求仲裁委员会制定有利于自己的结算价格。然而无论仲裁委员会采取任何方案,都会遭到强烈的抗议和批评。多数会员认为仲裁委员会和结算委员会的决定是极其主观和武断的,并且委员会缺乏独立性,破坏了合约的完整性和确定性。大多数会员要求交易所废除该项规则,并于该年11月以490票对410票获得通过^④。

1882年会员否决了另一项提案,该提案规定空头可以以不超过三个交割月之前的最后三天的平均价格10%的价格结算。在其后三十年左右的时间里,所有类似的提案都遭到了否决,例如1908年和1909年的提案要求在市场操纵发生时按合约真实价值制定结算价格和开除操纵市场的会员,都没有获得通过^⑤。1911年又重新引入了类似的规则,其实并没有严格执行。当年交易所又采取了措施增加市场操纵的成本。总之,在1868~1911年之间仅有11年交易所采取了反市场操纵的规则^⑥,这11年多为市场操纵盛行的时期。

1910~1921年交易所开始采取措施监管和惩罚市场滥用行为,但这并不能得出交易所拥有足够动力监管市场的结论。这一时期交易所之所以加大对市场滥用行为的监管是迫于政府和公众的压力。“1908年一系列提议对期货市场进行立法的活动开始。在第60次国会上(1907~1909),有25个议案提交,要求禁止期货交易。1909年,试图对野鸡交易所(Bucket Shop)征税,但是没有成功……在第61届国会上有17份提案提交,接下来的一届又有42份提案提交,……1908年为了响应议院的决定,社团管理局(Commissioner of Corporations)出版了关于棉花交易所的报告,该报

① Annual Report of the Trade and Commerce of Chicago 23 (1876).

② Taylor, C. (1917): *History of the Board of Trade of the City of Chicago*, Chicago: Robert O. Law, 425-427.

③ 同上,456。

④ 同上,645-648。

⑤ 同上,1149。

⑥ Slavov, S.(2001): "Manipulation, Monopoly, and the Chicago Board of Trade's Transition From Self-regulation to Government Regulation", <http://www.economics.pomona.edu/Slavov/avner.pdf>.

告的结果是1914年制定了棉花期货法(Cotton Futures Act)……另外还有谷物标准法(Grain Standards Act)和仓储法(Warehouse Act),这些法律也是为了使期货合约标的商品交割和储藏条件标准化^①。”

1921年,美国Capper参议员指控芝加哥期货交易所是“赌博的地狱”、“世界最大的赌场”、“蒙特卡洛和哈瓦那都无法与之相比”^②。公众对期货市场也有强烈的批评,尤其是受期货市场直接影响的农场主,甚至曾经出现过农场主包围交易所和试图冲进交易所阻止开市的事件。当时正值一次大战结束,美国农产品因为欧洲市场需求减少而价格大跌。农民则认为农产品价格下跌是期货市场投机者卖空交易的结果。加之交易所对市场滥用行为并没有进行有力的监管,市场非常混乱。农场主们通过各种政治活动要求关闭期货市场或仅限套期保值者参与期货交易^③。

在政府立法监管之前,交易所只在少数时期里制定了阻止和惩治市场滥用行为的规章,即使在这些短暂的时期里规章也并没有得到有效执行。当市场操纵发生时,交易所制定的规则赋予了仲裁委员会或交割委员会依据商品的真实价值制定结算价格的权力。实际上,通常制定的结算价格就是操纵后形成的价格,即使制定了不同的价格通常只是略微低于操纵价格,远远高于没有市场操纵时市场供求双方自发形成的竞争性价格。在执行Rule 26期间,发生逼仓后,交易所强迫空头按闭市价格结算。政府介入期货市场监管之前,在芝加哥期货交易所反市场操纵规则几乎没有被认真地执行过^④。

芝加哥期货交易所很少处罚逼仓者和市场操纵者,只有在逼仓者和市场操纵者不能履行合约责任时,才会对其予以处罚。1874年,William Sturges(一位经常操纵期货市场,并因此闻名的人)试图操纵玉米合约,但是几个月之后陷入了另一个操纵者的圈套之中。William拒绝按合约条款履行支付责任,公然反对芝加哥期货交易所理事会,理事会决定取消其会员资格,逐出交易所^⑤。1887年Harper与其他几个团体试图操纵小麦合约,但是Harper正好赶上了一波熊市,据报道大约有19家公司因此倒闭。后来查出他利用他工作的一家银行开具空头支票进行交易,最终被判处10年徒刑^⑥。

其它交易所的情况与芝加哥期货交易所的情况基本相同,对于市场滥用行为尤其是市场操纵行为,交易所基本没有制定相应的监管规则,即使制定了规则也很少认真地执行。纽约农产品期货市场虽然制定了反市场操纵的规则,但是很少执行。即使市场操纵已经非常明显,有交易者要求交易所依据商品的真实价值制定结算价格,交易所也很少采取措施,仲裁委员会往往还是以被操纵了的闭市价格作为结算价格。

通过考察美国期货市场早期交易所监管的历史可得出,单纯的交易所自律监管并没有起到有效防范和阻止市场滥用行为的作用。实际情况是市场交易量并没有因为市场操纵的泛滥而减少,相反市场操纵引起期货价格的剧烈波动,反而吸引更多的投机性交易。每次市场操纵都伴有巨额交易量。与其它市场滥用行为相比,交易所更为关注合约和市场的完整性。这一点很容易理解,期货市场能够建立起来,并且与远期市场相比能够迅速发展,拥有巨大的交易量,除了因为标准化合

① Markham, J. (1987): *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*, New York: Greenwood Press, 10-11.

② 同上,13。

③ Romano, R. (1997): “The Political Dynamics of Derivative Securities Regulation”, *Yale Journal on Regulation*, 14, 287, 292.

④ Slavov, S. (2001): “Manipulation, Monopoly, and the Chicago Board of Trade’s Transition From Self-regulation to Government Regulation”, <http://www.economics.pomona.edu/Slavov/avner.pdf>.

⑤ Markham, J. (1987): *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*, New York: Greenwood Press, 6.

⑥ 同上,5。

约和集中交易大幅的降低交易成本,还有期货交易的保证金制度和结算制度,给交易者提供了履约担保,大大降低了履约风险^①。所以交易所往往会将合约的执行,防止交易者和会员的违约放在重要的位置,即使出现市场操纵等市场滥用行为,交易所还是更注重按照事前合约的规定来履行。如果交易所为了制止某项市场滥用行为,而不得不破坏合约的完整性,要求事后重新制定交易条款,交易所和会员会认为增加了合约的不确定性,破坏合约的完整性,会强烈反对。

六、结论与监管权分配原则

由于交易所没有全部内在化不完全监管的成本,致使交易所监管激励不足。在某些情况下,交易所降低市场监管水平会增加市场交易量,交易所和会员不仅没有因采取不完全监管策略承担损失,反而增加收益,因此交易所和会员出于利益最大化考虑,会长期保持低于全社会福利要求的监管水平。会员制组织制度、会员之间的利益冲突和寻租行为,也会使交易所降低监管水平和采取不当监管措施。单纯或者主要依赖交易所自律监管为主的制度安排,并不能有效的监管市场滥用行为,也不能保证市场安全、稳定的发展。政府监管当局介入市场可以采取两种方式:在外部对交易所施加压力,让交易所履行一线监管职能;政府取代交易所直接履行市场一线监管职能。政府直接履行市场一线监管的程度,主要取决于成本和收益的比较。通过考察美国期货市场早期交易所监管的历史可得出,单纯的交易所自律监管并不能保证市场安全、稳定,出于自利的考虑,交易所会放纵某些市场滥用行为和降低监管水平。

监管权分配原则:(1)交易所等自律组织有足够激励的领域,应当让交易所独立行使市场监管权。如在保证市场完整性方面,期货市场实行的是金字塔式的逐级担保的方式,客户不能履约时首先由提供经纪业务的会员的资产来承担损失,经纪会员无法承担的损失才由为其结算的结算会员资产来承担,只有在前两者都不能承担的情况下,剩余的损失才转移到结算所或交易所。交易所和会员已经内在化监管失败的成本,拥有足够的监管激励,政府没有必有直接介入到市场完整性保护的监管之中,只有在市场之外的系统性风险导致市场整体无法承担履约责任时,提供最终担保人的职能。(2)在交易所监管激励不足领域,政府监管当局首选是在外部对交易所施加影响,增加交易所市场监管激励。期货市场监管的绝大多数领域都适用此种方式。对绝大多数市场滥用行为,交易所并不是完全没有监管动力,而是监管激励不足,政府需要在外给交易所施加影响,要求交易所在可能发生或已经发生某些市场滥用行为时,采取相应的行动。政府监管当局只需要监管交易所的行为,在交易所没有执行政府监管政策时,给予交易所惩罚,使交易所从自身利益考虑提高监管水平。(3)政府监管当局取代交易所直接行使监管职能的领域仅限于对交易所施加影响并不能取得预期效果,并且监管的全社会收益大于成本,即没有其他选择情况下的最后选择。这种情况往往发生在市场建立初期,市场较为混乱,需要在短时间内规范市场和交易所的行为,或者出现重大风险事件时,如我国期货市场建立初期,没有配套的监管体系和制度,频繁发生恶性风险事件,政府在短时间内整顿和规范市场秩序。还有一种情况是,对某些市场滥用行为,交易所受到惩罚权力范围的限制,并不能起到惩治和阻吓的作用,需要政府监管当局直接介入。

^① 有关的论述可参见 Telser, L. and H. Higinbotham (1977), "Organized Futures Markets: Costs and Benefits", *Journal of Political Economy*, 85, 969-1000. Telser, L. (1981): "Why There Are Organized Futures Markets", *Journal of Law and Economics*, 24, 1-22. Mulherin J., J. Netter and J. Overdahl (1991): "Prices are Property: The Organization of Financial Exchanges from A Transaction Cost Perspective", *Journal of Law and Economics*, 34, 591-644.

参考文献

- Anderson R. (1984): "The Regulation of Futures Contract Innovations in the United States", *Journal of Futures Markets*, 4, 297–332.
- Boyle, J. (1934): *Cotton and the New Orleans Cotton Exchange; A Century of Commercial Evolution*, New York: Country Life Press, 112–121.
- Cuny C. (1993): "The Role of Liquidity in Futures Market Innovations", *Review of Financial Studies*, 6, 57–78.
- Duffie D. and M. Jackson (1989): "Optimal Innovation of Futures Contracts", *Review of Financial Studies*, 2, 275–296.
- Easterbrook, F. (1986): "Monopoly, Manipulation and the Regulation of Futures Markets", *Journal of Business*, 59, 103–127.
- Fischel D. and S. Grossman (1984): "Customer Protection in Futures and Securities Markets", *Journal of Futures Markets*, 4, 273–295.
- Fischel, D. (1986): "Regulatory Conflict and Entry Regulation of New Futures Contracts", *Journal of Business*, 59, 85–102.
- Franklin, R. (1984): "The Clearing Association in Futures Markets: Guarantor and Regulator", In: Ronald W. Anderson (eds.), *Industrial Organization of Futures Markets*, Lexington: D. C. Heath, 225–254.
- Gray R. (1960): "Characteristic Bias in Some Thin Futures Markets", *Food Research Institute Stud.*, 1, 296–312.
- Gray R. (1967): "Price Effects of A Lack of Speculation", *Food Research Institute Stud.*, 7, 177–194.
- Holbrook, W. (1960): "Speculation on Hedging Markets", *Food Research Institute Stud.*, 1, 185–220.
- Lee, R. (1998): *What is an Exchange: Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, New York: Oxford University Press.
- Linda, N. and Franklin, R. (1984): "A Legal and Economic Analysis of Manipulation in Futures Markets", *Journal of Futures Markets*, 4, 333–336.
- Markham, J. (1987): *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*, New York: Greenwood Press.
- Mulherin J., J. Netter and J. Overdahl (1991): "Prices are Property: The Organization of Financial Exchanges from A Transaction Cost Perspective", *Journal of Law and Economics*, 34, 591–644.
- Pashiglan, B. (1986): "Environmental Regulation: Whose Self-Interests Are Being Protected", *Economic Inquiry*, 23, 551–584.
- Pirrong, C. (1999): "The Industrial Organization of Financial Exchanges: Theory and Evidence", *Journal of Financial Markets*, 2, 329–357.
- Pirrong, C. (2000a): "A Theory of Financial Exchange Organization", *Journal of Law and Economics*, 43, 437–471.
- Pirrong, C. (2000b): "Technological Change, for Profit Exchanges and Self-Regulation in Financial Markets", Working Paper, Washington University.
- Pirrong, C. (2001): "The Macrostructures of Electronic Financial Markets", <http://www.bauer.uh.edu/spirrong/>.
- Romano, R. (1997): "The Political Dynamics of Derivative Securities Regulation", *Yale Journal on Regulation*, 14, 279–406.
- Sandor, R. (1973): "Innovation by an Exchange: A Case Study of the Development of the Plywood Futures Contract", *Journal of Law and Economics*, 16, 119–136.
- Silber, W. (1981): "Innovation, Competition and New Contract Design in Futures Markets", *Journal of Futures Markets*, 1, 123–155.
- Tashjian, E. and M. Weissman (1995): "Advantages to Competing with Yourself: Why An Exchange Might Design Futures Contracts with Correlated Payoffs", *Journal of Financial Intermediation*, 4, 133–157.
- Taylor, C. (1917): *History of the Board of Trade of the City of Chicago*, Chicago: Robert O. Law.
- Telser, L. (1981): "Why There Are Organized Futures Markets", *Journal of Law and Economics*, 24, 1–22.
- Telser, L. and H. Higinbotham (1977): "Organized Futures Markets: Costs and Benefits", *Journal of Political Economy*, 85, 969–1000.

(责任编辑:周莉萍)