

# 流动性、交易制度与“庄家现象”

吴风云 赵静梅

**摘要：**证券市场的流动性与交易制度之间存在着较强的相关性。我们区分了三种不同类型的交易制度，并分别讨论了不同的交易制度对流动性、价格稳定和市场透明度等方面的影响。我们观察到，我国目前采用的证券交易制度在流动性方面存在着较大的缺陷，这一缺陷的产生使得我国证券市场上的“庄家现象”更具复杂性，造成了市场流动性对庄家行为的不正常依赖，是“无庄不成市”的重要经济根源。对“庄家现象”与流动性和交易制度之间的关系进行全面梳理是本文的重点，特别是从经济学的角度驳斥了一些为庄家行为辩护的言论；在此基础上，我们对我国建立新的交易制度、引入做市商制度的必要性、可行性以及主要问题等进行了讨论。

**关键词：**流动性 交易制度 价格稳定 庄家

## 一、流动性定义的描述

流动性是目前金融经济学最重要和最热门的名词之一，但是其定义却众说纷纭。最普遍引述的定义是由格拉斯和斯蒂格勒给出的，他们认为流动性是测量交易机制对价格影响程度的指标，如果价格受到交易的严重影响，那么市场流动性就较低，相反则具有高流动性。但是，这一定义并不能很好把握，因为这一定义难以量化和比较。为此，列维斯(Levis, 1992)发展了一个可以量化和比较的定义，该定义从以下四个方面定义流动性：

1. **可交易性。**可交易性是指证券资产变现的速度和便捷程度。可交易性是资产变现速度和资产已实现的价值函数，变现速度越快，可交易性越强，实现的价值越大，流动性也越强。

2. **可逆性。**可逆性是指证券市场价格与实际实现价格的差异。可逆性可以通过即买即卖的差异来测定，例如，我们以每股10元的价格买入A股票，随即就将其卖出，假设卖出价格为9.5元，出现的0.5元的差异即表明市场价格的可逆性。可以看到，市场价格与实际实现价格的差异越小，可逆性越高，表明流动性越强。

3. **可细分性。**交易可细分性是指证券资产可交易的最小单位。交易的最小单位包括价格和数量两个方面。例如，在价格方面，我国购买股票的最小变动价格为0.01元；在数量方面，则以100股为最小交易单位，也就是说，买入股票的数量必须是100股或100股的整数倍。从理论上讲，证券资产可以被无限细分，而在现实中证券交易必然受到可实现的最小交易单位的限制，按照可细分性的定义，最小交易单位越小，流动性越高。

4. **可预测性。**可预测性是指人们对证券未来的预测价格与实际价格的差异，如果差异过大，表明流动性较差，差异较小，则流动性较高。

流动性对证券市场来说具有至关重要的作用和意义。

(1) 流动性是证券市场存在的前提。由于流动性的存在，持有闲散资金的投资者才愿意持有证券，因为流动性的存在保

证了投资者可以无须直接持有财富就可以实现财富增值，流动性还保证了投资者在任何需要的时刻，以任何合理的价格变卖证券，转移财富形式。(2) 流动性是资本形成的基础。资本形成不仅要求有大量资金的聚集，还要求有有效的风险分散机制。对于企业来说，由于流动性的存在，可以将经营风险部分转移或分散给投资者；而对投资者来说，由于流动性的存在，又可以根据个人承担风险的程度，通过市场交易和资产组合来转移或分散风险。(3) 流动性为证券市场的价格发现功能提供了保障。高流动性的存在，可以促使信息得到及时和全面的反映，使价格与信息具有最优的对应关系；相反，在一个流动性极低的市常，不仅传递的信息不多，而且市场也不能全面和及时对信息作出反应。

流动性具有以下两个方面重要的性质。第一，自我强化性，一个高流动性的市场可以吸引更多的企业和投资者，从而流动性越来越高；而一个流动性较低的市场则由于交易对象和交易机会稀少，将使越来越多的市场参与者失去耐心和信心，其结果是流动性的继续萎缩。第二，流动性幻觉，如果投资者认为市场的流动性是合适的，他们会对整个市场充满信心，正如好的天气带来好的心情一样；相反，如果投资者认为市场流动性是不可忍受的，他们则可能会对市场的其他方面产生厌倦情绪，正如不好的天气影响人们的心情一样。流动性具有的这一性质，有人又将其称为“好天气效应”。

## 二、流动性与交易制度

从目前世界主要证券市场的交易制度来看，主要有以下三类：拍卖制度、代理拍卖制度和做市商制度。具体情况见表1：

	交易方式	交易频率	定价机制	信息传递
拍 卖	口头或书面竞标	间断性交易	买方报价	竞 标
代理拍卖	公开叫价	间断性或连续交易	双边拍卖	指令驱动
做市商制度	竞争性做市商	连续交易	做市商定价	报价驱动

拍卖是发展最早、也最为基本的交易方式,在目前,拍卖方式大量地用于国债的发行和交易上。按照这一方式,价格变动的主要动力来自买方,拍卖人根据买方的报价和相应的意愿交易数量决定价格的增加(英国式招标)或减少(德国式招标、荷兰式招标)。可以看到,在拍卖方式中,卖方处于被动地位,对成交的数量和价格没有决定作用,由于这一特征,拍卖尤其不适用于需要讨价还价的证券交易。但是,拍卖对于那些不定期交易或非连续交易、可以通过集中叫价完成交易的证券却具有明显的优势。

讨价还价是代理拍卖的主要特征。在这一方式中,买方和卖方将各自的交易指令传递给证券中介机构,证券中介机构作为买卖双方的代表在证券交易所交易厅完成交易配对,以最合适条件(即价格优先、时间优先)将买卖指令完成。更进一步,指令配对又有几种不同的方式,在一些股票交易所和大多数期货交易所,配对通过公开叫价或双向拍卖方式进行,经纪人同时给出买价和卖价,一旦价格合适即成交。在另外一些交易所,例如纽约股票交易所,配对通过专门的机构和人员(专家经纪人)完成,专家经纪人在各自负责的股票交易中,选择最高的买价和最低的卖价进行配对,完成交易。

随着电子交易的迅速发展,在最近十多年,一些国家建立起电脑自动完成配对的交易制度,这就是电脑撮合制度。电脑撮合与专家经纪人制度没有本质的区别,可以认为这一方式是由电脑代替专家经纪人完成交易。电脑撮合提高了市场交易的速度和准确性,从而有利于提高市场的流动性。但是,在实际运行中,人们也发现,电脑撮合在某些方面却对市场的流动性构成损害。例如,电脑撮合失去了专家经纪人的灵活性和弹性,也失去了证券交易所“人声鼎沸”的人气;同时,电脑撮合要求有连续的买卖指令流入,才能维持市场的流动性,如果买卖指令时断时续,市场流动性则会降低。特别是,当市场出现严重的买卖不平衡的时候,电脑撮合将不能自动消除该失衡,这一状况在市场处于极度恐慌和极度兴奋的时候尤其显得突出。可见,电脑自动撮合的交易制度在流动性方面存在着结构性缺陷,电脑撮合下的市场流动性往往处于两个极端,当市场行情看好的时候,电脑撮合可以非常容易和迅速地处理大量涌入的买卖指令,市场流动性极高;但是,当市场行情看淡的时候,市场上可能只是大量的卖单而没有买单,此时,哪怕以极低的价格也难找买方,哪怕极小的卖单也可能导致价格的大幅下跌,市场流动性顷刻间就陷入危机中。

在第三种交易制度做市商中,买卖价由做市商设置,当市场出现对应价格的买入指令的时候,做市商按照其给出的卖价把自己帐户上的证券卖给买方;当市场上出现对应价格的卖出指令时,做市商则按照给出的买价用自己帐户上的现金买入证券。做市商既充当交易的买方又充当交易的卖方,这一安排可以保证投资者在任何时候都可以按照相应的价格买入或卖出证券,而不用担心市场流动性枯竭而完不成交易。相比上面两种交易制度,做市商制度具有天然的流动性优势。

在有些国家,做市商以自己帐户上的证券和资金维持流动性是法定的义务,而另外一些国家则规定,只有当市场出现不平衡交易的时候,做市商才有义务提供合适和足够的流动性。做市商的运行机理如图1所示。

在图1中,需求曲线 $D_d$ 代表做市商从公众买入证券的意愿价格, $S_p$ 则代表公众的供给曲线, $D_d$ 与 $S_p$ 的交点B决

定了做市商从公众手中买入证券的价格; $S_d$ 代表做市商的供给曲线, $D_p$ 则代表公众的需求曲线, $S_d$ 与 $D_p$ 的交点A决定了做市商向公众卖出证券的价格。可以看到,做市商的供给曲线 $S_d$ 与需求曲线 $D_p$ 之间存在一个差额AB,该差额被称为做市商的做市买卖差。值得注意的是,买卖差AB并不一定是大于0的,在有些时候也可能是负值,因此,一些经济学家认为做市买卖差不仅可以看成是做市商履行提供流动性义务的必要报偿,还可以看成是在履行这一义务时的必要风险回报。另外,图1的E点表示,在没有做市商的情况下市场的竞争均衡点,该均衡点完全由市场的供给和需求决定,可以看到,按照做市商的运行规则,公众买入证券的买价将高于市场均衡价,而卖出证券的价格则低于市场均衡价。投资者之所以愿意付出比均衡价格更高的代价进行交易,是因为投资者要为做市商提供流动性的服务付费。

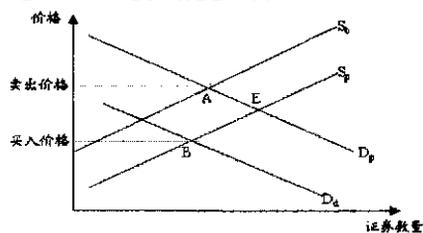


图1 做市商交易运行机理

世界上一些主要交易所要么采用代理拍卖制度(例如巴黎证券交易所近年来采用的电脑配对交易制度),要么采用做市商制度(如美国纳斯达克交易所),但有一些交易所同时采用上述三种交易制度,最典型的是纽约证券交易所。在纽约交易所,投资者将交易指令传达给证券经纪人,证券经纪人通过场内的代表公开叫价或双向拍卖,完成交易配对;证券经纪人也可以将指令交给专家经纪人,由专家经纪人建立买入和卖出指令目录,并按照最合适的价格和数量进行配对。当市场出现不平衡交易的时候,专家经纪人有义务通过自己的帐户消除或减少该失衡,维持市场正常的流动性,在这个意义上,专家经纪人已经成为具有做市义务的做市商。专家经纪人制度的优势已经引起了人们的普遍关注,例如,在传统上主要依靠公开叫价和双向拍卖进行交易的一些主要的期货交易所,也于近年开始引进专家经纪人制度。

从上面的分析可以看出,三种交易制度各有优点。对于代理拍卖方式来说,证券市场必然要求有更高的透明度和高质量的信息与其相适应,而对于做市商方式来说,高流动性和价格的稳定性就更突出。在交易制度的具体选择上,采取何种制度似乎取决于人们对透明度、流动性和价格稳定性的要求。下面我们将对此进行进一步的讨论。

### 三、流动性、透明度与价格稳定

一些经济学家认为,代理拍卖制度与代理民主制极为类似,投资者委托证券经纪人作为其代表,由经纪人在证券交易厅代为处理交易的所有相关行为。所有交易者都是平等的,人们对交易对方有足够的信息,价格是公开的,并由所有市场参与者的公开叫价共同形成。由于市场参与者众多,市场信息可以非常充分和迅速地在市场上传递、流动,这使得代理拍卖制度具有信息透明度的先天优势。从运作机理上看,这一优势来源于代理拍卖的价格决定机理,即所谓的“指令驱动”(Order-driven,又称为委托单驱动)制。在现代通讯工具的作用下,投资者的交易指令(包括价格和数量)可以迅

速地传递到交易大厅,这些价格和数量不断变化的买卖指令将推动市场价格的不断波动,上述指令和价格波动都在电脑屏幕上向所有的投资者显示,因此,所有投资者的指令都可以得到同样的对待,而所有投资者也有机会面临同一的信息。正是由于指令驱动的交易机制具有上述特征,如果人们更愿意市场价格完全和及时反映新信息,指令驱动就应该是最优的选择。

而相比之下,做市商制度在信息流动和传递方面则具有明显的缺陷。做市商制度要求做市商同时充当买卖的对家,做市商对价格的设定合理与否(是否准确和及时反映最新信息)将部分地取决于做市商对市场状况的判断。但是,从总体而言,做市商并不能及时和全面把握市场信息,做市商并不能通过市场的行情走势准确判断是否有新的信息产生。这一状况将可能导致这样一种情况的出现,即当市场出现新信息的时候,做市商仍然按照既定价格进行交易,从而阻止价格对最新信息作出反应。正是由于做市商制度具有这一特点,在一个对信息和透明度要求甚高的市场,应该对做市商信息传递和信息质量的改善提出更高的要求,或者,不采用做市商制度。

但是,尽管做市商制度在信息传递和透明度方面具有一定的劣势,但其在价格稳定性和流动性方面却具有不可比拟的优势。为了维持市场的流动性和价格稳定,做市商必须先买入足够的证券,储备足够的资金,以在市场出现不平衡交易时,卖出证券以平衡过多的买入指令,或买入证券以抑制过多的卖出指令。做市商储备的证券和资金具有“保险功能”,当市场需要救火的时候,上述储备物正好可以用来“灭火”。在这种情况下,投资者不必过分担心价格的极度波动,从而可以对价格产生较为稳定的预期。

做市商为维持市场的流动性和价格的稳定性所提供的服务,会产生一些成本(例如,设备和人员投资,储备证券和资金的机会成本等),并出现一定的风险,甚至是极端的风险,在上述情况下,需要政府或者中央银行提供强大的支持或援助。如果市场不断下跌,为了维持流动性,做市商不得不大量买入证券以减少或消除蜂拥而来的卖出压力。在这种情况下,做市商为其履行做市义务不仅在持有的证券上遭受损失,而且可能会因储备资金消耗殆尽,不能履行做市义务,从而只能放任市场下跌。以1987年美国10月股灾为例,在这次股市暴跌中,在1天之内(10月19日)美国几乎所有的证券公司都因大量接盘遭受重大亏损,更为严重的是它们耗尽了所有的储备资金,已无力履行做市义务。最终,美联储宣布了紧急援助计划,承诺其不惜代价保证市场的流动性,这一措施成功地让已那些逼近破产边缘的证券行业起死回生,也让濒临崩盘的市场立即好转。

值得注意的是,做市商制度在价格稳定和流动性方面的优势要受到一些外生因素的影响。例如,由于做市商与机构投资者、特别是内幕信息交易者相比,必然处于信息劣势,当做市商同这些内幕交易者交易的时候,它几乎难以绕开被动局面,因此,做市商为了防止上述风险,可能采取一些抵消做市商制度优势的措施。例如,做市商为了降低内幕交易风险,有可能减少交易量和交易频率,在另外一些情况,做市商则可能通过大幅降价来增加市场需求、减少自己的做市义务和压力。在上述两种情况下,做市商制度的流动性优势和价格稳定优势将受到挑战。假设目前做市商给出的卖出价格是10元,买入价格是9.5元(假设没有手续费和其他交易成

本)。此时市场行情看淡,因此买入证券的数量不多,而卖出证券的数量则不断增加,为了减少损失,理性的做法是降低买卖价格。做市商在进行上述调整的时候,可能会出现以下两个人们不愿意看到的情况:第一,做市商可能并不清楚市场为什么会发生行情转淡,因此,它很可能不是按照连续的方式降低价格,而很可能以一种激烈的、一步到位的方式调整买卖价格,以最大限度规避可能出现的、做市商目前暂时还不能预见的风险,例如,做市商很可能将卖出价格调整为7元,而买入价格调整为6.5元。如此大幅降低价格可以尽量减少因价格调整缓慢带来的损失,另一方面也可以唤醒更多的潜在需求,但是其代价是价格的巨幅波动;第二,做市商的每一个行为都将完全被社会公众所观察到,对那些中小投资者而言,做市商的取向是他们推断市场信息的重要信号,因为他们认为做市商比他们更加知情。因此,一旦做市商进行价格调整,社会公众就会猜测市场可能有什么他们还不知道的事情已经发生(或将要发生),这一猜测将使做市商的价格调整不是唤醒更多的潜在需求,而是激发了更多的供给(卖压),此举同样会增加价格的波动。可以看到,在市场处于关键时刻的时候,做市商的决策必定是进退两难的,因为,如果它坚持有限度地降低价格,就可能因事态的恶性发展遭受损失,而如果它采取大幅降价的方式,则会推动市场向更坏的方向发展。

上面的分析表明,尽管做市商制度具有流动性和价格稳定的一定程度的优势,但是,在一些极端情况下,这一优势将转化为劣势。正是对这一问题的思考,目前越来越多的学者认为,一种更好的交易制度,必定是将代理拍卖制度和做市商制度有机结合的制度,在现实中,这一结合的成功典范可以说是纽约证券交易所。一些学者通过对纽约证交所和纳斯达克证交所的比较研究,证实了这一看法。纳斯达克是目前世界上典型的、成功的做市商市场,而纽约证券交易所则以代理拍卖和专家经纪人制度闻名于世,相比而言,纳斯达克交易更为活跃,但价格波动也更大,这一方面固然是由于纳斯达克规模较小,在其上市的企业多是技术股和小盘股,本身就具有较大的波动性,但是,做市商制度在市场监管方面的脆弱性和缺陷也不容忽视。

#### 四、流动性、庄家现象与我国证券市场交易创新

我国沪深交易所目前实行的是电脑自动撮合的交易制度,价格决定通过指令驱动的方式进行,可以说是典型的代理拍卖交易制度。从上面的分析可以看出,流动性问题是这一制度的主要缺陷。虽然,目前我国股票市场的平均年换手率高达500%以上,是世界上其他主要证券市场换手率的10倍甚至几十倍,总体上和表面上看,市场的流动性是非常高的;但是,我国证券市场的流动性具有非常大的波动性,当市场走进熊市的时候,指令驱动的交易制度所固有的流动性缺陷就显得非常突出,在我国这样一个“牛短熊长”的证券市场环境里,这一缺陷尤其值得注意。从最近一年多的情况来看,目前这种交易制度带来的流动性缺陷已经非常明显,与1999年、2000年的日平均交易量相比,目前的交易量水平已经下降50%~60%。以前人们几乎不曾预料到的交易清淡、人气低迷、市场萧条,突然成为市场发展的“瓶颈”,流动性不足和缺失变成了当前市场无法绕开的难题。

对上述问题,目前有一种流行的观点,即认为,之所以目前我国证券市场“积弱难反”,就在于从2000年初开始的打

击“市场操纵”、打击“庄家”的政策措施导致市场的流动性枯竭、“股市断流”。这一观点认为,我国目前交易制度没有设立做市商,事实上存在的“庄家”正好承担了做市商的部分功能,也就是说,庄家为提供和维持市场的流动性发挥着积极的和正向的作用。但是,近年来对庄家行为的打击,正好抹杀了庄家行为的正向功能,结果导致市场的流动性不足与缺失。

应该说,上述看法揭示了目前我国证券市场交易制度、庄家现象与流动性之间复杂的关联关系,但是,我们认为,将目前我国交易制度的流动性缺陷归结为对庄家和市场操纵的打击是极端错误的。具体而言,为了活跃市场,庄家将可能通过一些(暗箱)操作方式增加市场的流动性,吸引市场的注意,在这一阶段,庄家行为客观上提高了市场的流动性。然而,一旦庄家顺利完成赚钱目标、全身而退的时候,活跃的交易场景将马上从火热的夏天一步跃进严寒的冬天,市场流动性将立刻陷入枯竭之中。在现实中,那些曾经被庄家大幅炒作过的所谓强庄股,在庄家退出以后,几乎无人过问、交易异常清淡的案例已经数不胜数。从表面上看,似乎是庄家创造了流动性,庄家的退出使得市场失去了流动性的源泉;然而,恰恰相反,是庄家制造了虚假的繁荣交易假象,而且在其炒作时过度透支了市场流动性。最为重要的是,庄家的炒作最终让那些愿意买入股票的绝大多数投资者全部“套牢”,这些被套牢的投资者才是流动性的真正源泉和基础。

我们在上面的分析中已经指出,如果做市商不受管制,将可能加大市场的波动,从而损害流动性。如果按照我国某些人的观点,将庄家看成是不受管制的做市商(在现实中,庄家无须向任何人或机构报告其交易行为,因此完全可以说是受管制和监督的),那么,有理由相信价格一定会出现巨幅的波动。在现实中我们已经观察到这一状况,那些所谓的强庄股无一不是价格巨幅波动、甚至是肆无忌惮地波动的股票。对于大多数风险厌恶的投资者来说,价格的巨大波动与信息的不完全一样会产生同样的后果,理性的投资者不会关注这样的股票,因为这些股票没有合理的可预期性。因此,对这些所谓的强庄股,我们认为,参与“坐庄”或“与庄共舞”的投资者,有以下两种人最多(我们在这里不讨论庄家通过制造谣言、编造虚假信息来诱骗理性的投资者上当的情况),其一是庄家和与庄家有特殊关系的内幕人员,其二是那些偏好风险的投机者。如此,我们就可以部分地理解,为什么只要有庄家介入,不管是什么样的股票在最后都必然变成投机品种的原因,因为庄家及那些“与庄共舞”的投资者本身(一定程度上)具有偏爱投机和追求风险的特征,这是我国证券市场呈现过度投机特征的一个重要制度根源。

庄家们并不是一些为市场免费提供流动性的“仁人志士”,他们人为制造繁荣的交易假象是为了最终获取不当暴利,一时的高流动性必然会以更大的流动性损失为代价。由于我国证券市场交易制度在流动性方面的固有缺陷没有引起足够的重视,庄家在短期内“凝聚”起来的“人气”和活跃的交易场景,使得人们容易放松对庄家的警惕,而一旦庄家的行为深入到市场的绝大多数角落的时候,市场将对庄家行为产生依赖性,尽管这一依赖性建立在扭曲的和虚假的高流动性之上的。更为重要的还在于,庄家行为对流动性的破坏对证券市场监管带来了困难,监管者在打击和禁止庄家行为时,除了考虑公平和正义的因素以外,还不得不考虑庄家与市场流动性的特殊关系,以及这一关系可能对市场产生的影

响。打击庄家行为将不可避免地在短期内导致市场流动性的某种程度的损失,对于个别股票而言,情况也许还不怎么令人注意,但是一旦打击庄家行为涉及的是市场的大多数股票,其后果就变得严重了。为了减少由此带来的震荡和不利后果,监管者对庄家行为进行规范的时候,往往采取“抓典型”的个案处理方式,这就是我国证券市场庄家现象普遍但是查处者却不多,以及“一打就死、一放就乱”的重要原因。

要有效改变上述状况,我们认为,根治途径在于进行交易制度创新、为充足的流动性提供制度保障。具体而言,可以借鉴纽约证交所和一些大型期货交易所的做法,引入做市商(专家经纪人)制度,赋予专家经纪人做市商职责和义务,当市场出现不平衡的交易状态的时候,专家经纪人有义务减少或消除该失衡,为市场增加流动性;与此同时,严厉打击并禁止庄家行为,彻底改变市场流动性对庄家行为的不正常依赖。

应该说,我国目前引入做市商制度不仅有着必然性,而且是可行的。经过十余年的发展,证交所和证券经营机构抗风险能力在逐步提高,研判市场的能力和准确性已今非昔比,市场法律制度和监管体系正在建立和完善之中,这一切为我国建立做市商制度奠定了良好的环境。另外,证券经营机构在近几年市场自营业务中积累了丰富的市场操作经验,在履行做市商义务方面应该没有技术障碍;而且,做市商在法定范围内设置合理的买卖价差可以获取一定的收益,在市场进入长期上升阶段,这一买卖价差带来的收益将是稳定和巨大的,因此,证券经营机构履行做市商义务还有着巨大的经济利益动力。

我国电脑自动撮合的交易制度在处理交易的数量和速度上已经走在了世界的前列,如果再有效引入专家经纪人、做市商等制度,我国证券市场的流动性和庄家现象将有很大的改观,其具有的优势将会更加明显。一方面,由于做市商维持市场流动性是法定义务,因此,做市商制度的建立将有助于消除我国证券市场流动性的极度波动,稳定提高市场的流动性;另一方面,将证券机构履行做市义务法定化、程序化与公开化,可以在很大程度上消除证券机构“坐庄”、进行“市场操纵”的行为,与此同时,负有做市义务的证券机构还有足够的动力去消除其他机构的坐庄行为,因为该坐庄行为将对做市商利益构成极大的威胁和损害。

当然,也应该看到,我国目前引入做市商制度也必须正视一些存在的问题,在此,我们将其列示出来,以供进一步研究:

1. 做市商制度要求做市商有充足的自由资本和银行短期融资能力,以不断维持市场的流动性,但从目前的情况看,我国证券机构的融资能力并不高,融资渠道狭窄,并且受到诸多限制,最为重要的是,我国证券机构普遍地自有资本不足,而且一些证券机构还饱受不良资产的困扰,因此,充实证券机构资本实力、拓宽融资渠道,是建立做市商制度的一个最为现实的问题。

2. 内幕交易和市场操纵是做市商制度的天敌,两者都可能给做市商利益带来极大损害,因此,如果监管者不能有效防止内幕交易和市场操纵,给这些行为以有力地打击,做市商制度将产生令制度设计者难以忍受和不愿看到的负面效应。另一种情况则是,做市商本身与内幕交易者和市场操纵者勾结或串通一气,如是,这一状况给整个市场带来的灾难性影响将比不实行做市商制度还要严重。因此,如何更为

充分有效地督促实行信息披露制度、如何强有力打击和防止内幕交易、市场操纵等证券欺诈行为,是建立做市商制度的最重要的制度性问题和软环境问题,毫无疑问,解决这一问题更为艰巨,也更为重要。

3. 在正常情况下,做市商通过设置一定的买卖价差会获取一定的利润,但是,该买卖价差的设定必须限定在一定范围之内,也就是说,做市商制度的设计不能以证券机构通过做市获取利润为主要目的,不能将其演变为新一轮受制度保护的证券机构与中小投资者“争食”的工具,因此,如何科学公正设计做市商制度并保证做市商公正履行做市义务,是一个长期的、永恒的课题。

4. 我们在上面的分析中曾经指出,当市场处于极度波动的时候,做市商将在顷刻间面临破产危险,从而反过来对市场产生重大影响。在这种时刻,政府或中央银行的紧急救助就显得至关重要,这要求有一套受法律保护证券救济措施,以在关键时刻救助市场。目前我国还没有正规的证券救济制度,虽然我国政府在市场关键时刻都给予了大力的支持,但并未程序化和公开化,而一旦建立做市商制度,法定的、公开的证券救济制度的建立就成为必然,显然,就这一点而言,还有待进一步探索和努力。

#### 注释:

Ray, Kinsella, 1992. *New Issues In Financial Services*. Blackwell Publishers, pp. 12.

William, F. Sharpe, Gedon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, 1997. *Investment*. Prentice - hall International, Inc.

做市商也有可能通过拉大买卖价差来减少损失,例如,做市商可以将价格调整为卖出价 7 元、买入价 5 元。这一做法不仅使做市商通过拉大买卖价差获取更大的利润(或更大限度地减少损失),而且可以更为有效地抑制过多的市场卖出压力。但是,在现实中做市商一般不采取这一做法,一则是因为各国法律都将做市商的买卖价差

规定在一定的幅度之内,防止做市商借此谋取不公平利益,同时也因为做市商作这样的调整可能会引起投资者的进一步恐慌,反而适得其反。

需要说明的是,从市值规模上看,纳斯达克要比纽约证交所小,但是在 1998 - 1999 年的网络股泡沫中,纳斯达克的交易量要比纽约证交所大,而且这一期间在纳斯达克上市的企业也要远远多于纽约证交所。详细情况可以参见 Jeffrey W. Smith, James P. Selway, D. Timothy McCormick. *The Nasdaq Stock Market: Historical Background and Current Operation*. Working Paper of Nasdaq, 98 - 01.

内幕交易和市场操纵给做市商带来的损害,以及做市商为了自身利益采取的种种适应性措施,以及上述所有行为给整个交易制度的带来的影响的详细分析,可以参见:Herzel, Katz, *Insider Trading: Who Loses*, London :Lloyds Bank Review(46), 1985, pp. 112 ~ 117. 或者: Harris, R., *Please Give Us Back Our Rules*, *Financial Times*, 6th December, 1986.

#### 参考文献:

1. Ray, Kinsella, *New Issues In Financial Services*. Blackwell Publishers, 1999.

2. William, F. Sharpe, Gedon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, *Investment*, Prentice - hall International, Inc. 1997.

3. Jeffrey W. Smith, James P. Selway, D. Timothy McCormick, *The Nasdaq Stock Market: Historical Background and Current Operation*. Working Paper of Nasdaq, 98 - 01.

4. Latham, M., *Information Efficiency and Information Subsets*. *Journal of Finance* 41, 1986.

5. Mccaffrey, Hart, *Wall Street Polices Itself: How Securities Firms Manage the Legal Hazards of Competitive Pressures*. Oxford University Press, 1998.

6. Herzel, Katz, *Insider Trading: Who Loses*. London :Lloyds Bank Review(46), 1985.

7. Harris, R., *Please Give Us Back Our Rules*. *Financial Times*, 6th December, 1986.

(作者单位:中国证监会成都证管办 成都 610041  
西南财经大学金融学院 成都 610074)  
(责任编辑:Q)

(上接第 99 页)地方中小金融机构创造租金机会,给西部发展地方中小金融机构创造“特许权价值”<sup>⑩</sup>,为其提供长期稳健经营的条件。因为西部的经济总规模不大,大公司集团较少,广大地区都是农村,发展地方中小金融机构更适应这些中小企业和农村经济发展的实际需要。二是限制资产替代性,在西部优先发展金融中介。三是在西部实施更多的定向信贷政策,促进西部正式金融的发展。政府通过实施定向信贷政策,会在企业中间产生“竞赛效应”,从而更好地激励企业追求利润最大化目标,从而改善金融发展的微观经济环境。

#### (三)对本文分析的几点补充说明

1. 由于我国金融发展可资分析的数据时期较短,因而对实证分析之效果有一定影响;

2. 发展中国家的经济变量呈现出明显的增长趋势,尽管试图用一些方法剔除这种趋势的影响,但仍然是不完全的;

3. 实证分析之结果没有说明金融发展与经济增长间的因果关系,但表明了我国金融发展与经济增长在时间上的领先与滞后特征。因此,本文提供的不仅是一种思路,更多地则是一种尝试。

#### 注释:

伍海华:《西方货币金融理论》,302 ~ 321 页,北京,中国金融出版社,2002。

Fry, K. L., 1982. *Models of Financially Repressed Developing Economies*. *World - Development*, Vol. 10, No. 9.

Patrick, H. T., 1966. *Financial Development and Economic Growth in Underdevelopment Countries*. *Economic Development and Cultural Change*, 14, pp. 174 ~ 189.

杨位钦:《时间序列分析与动态数据建模》,67 ~ 89 页,北京,北京理工大学出版社,1988。

詹姆斯 D 汉米尔顿:《时间序列分析》,中文版,180 ~ 197 页,北京,中国社会科学出版社,1999。

Michael, P. Niemira, Philip A. Klein:《金融与经济周期预测》,中文版,258 ~ 276 页,北京,中国统计出版社,1998。

黄金老:《金融自由化与金融脆弱性》,296 ~ 297 页,北京,中国城市出版社,2001。

谈儒勇:《金融发展理论与中国金融发展》,北京,中国经济出版社,2000。

战明华、潘伟光:《货币化的实际经济增长效应实证分析》,载《数量经济技术经济研究》,2001(2)。

张作荣:《中国经济货币化进程的度量、效果分析与对策选择》,载《大连理工大学学报》,1998(6)。

⑩易纲:《中国的货币、银行和金融市场:1984 - 1993》,59 ~ 61 页,上海,上海三联书店,1997。

⑪赫尔曼、凯文 穆尔多克、约瑟夫 斯蒂格利茨:《金融约束:一个新的分析框架》,见青木昌彦:《政府在东亚经济中的作用》,中文版,183 ~ 231 页,北京,中国经济出版社,1998。

(作者单位:湖南大学金融学院 长沙 410079  
青岛大学经济学院 青岛 266071)  
(责任编辑:Q)