

KUASHICHANG

CAOZONG

# 跨市场操纵:

## 生成、模式与法律监管

SHENGCHENG

MOSHI YU FALU JIANGUAN

石启龙 著

12.0914 98.03 ↑ 3.00 12.00%

79.0276 37.28 ↑ 7.03 77.40%

26.2081 10.54 ↓ 0.67 91.62%

68.1843 19.72 ↑ 9.83 34.01%

84.7659 24.87 ↓ 4.16 53.96%

17.0733 52.01 ↑ 2.00 43.57%

41.1760 26.22 ↓ 6.10 24.00%

54.2985 41.68 ↓ 1.44 19.33%

1.0754 24.11 ↓ 4.31 04.67%

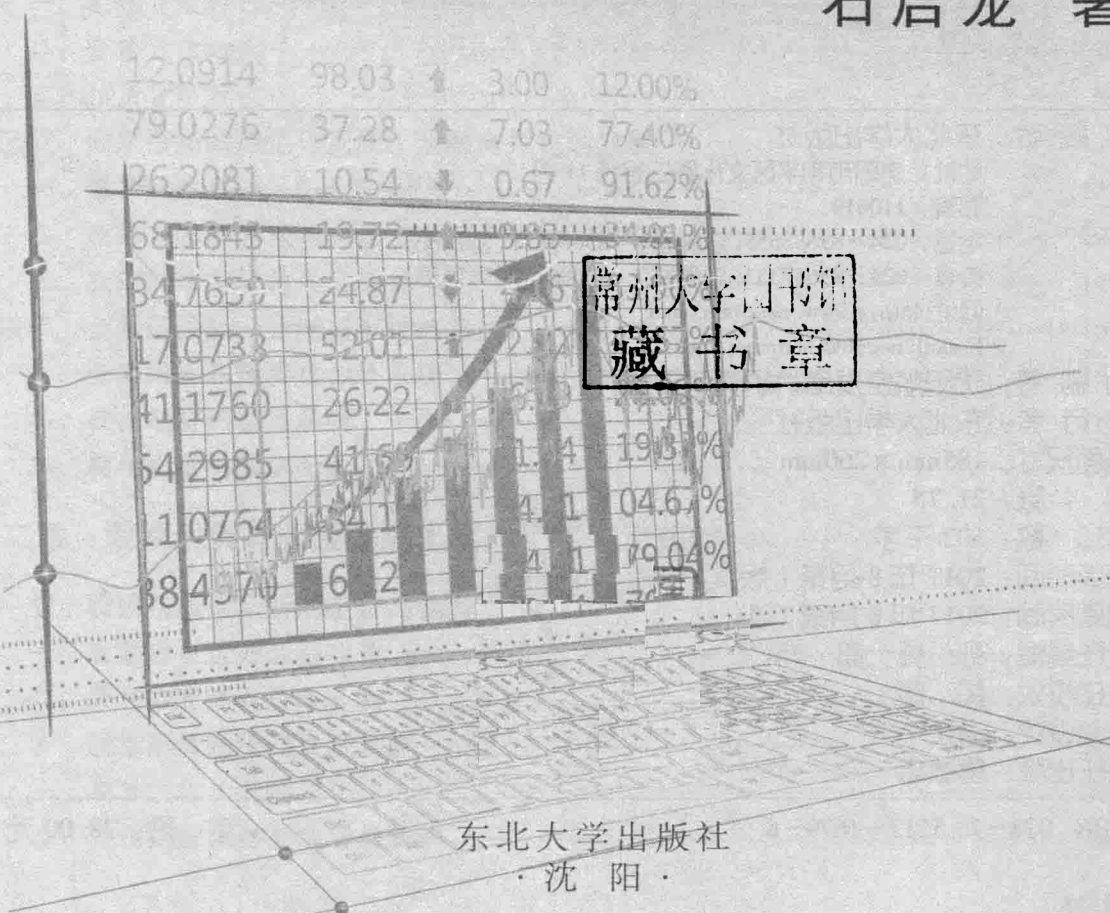
52.1774 6.29 ↓ 3.84 79.04%



东北大学出版社  
Northeastern University Press

# 跨市场操纵： 生成、模式与法律监管

石启龙 著



12.0914	98.03	↑	3.00	12.00%
79.0276	37.28	↑	7.03	77.40%
26.2081	10.54	↓	0.67	91.62%
68.1645	19.72	↑	0.30	100.00%
84.7659	24.87	↓	0.56	100.00%
17.0733	52.01	↑	2.72	100.00%
41.1760	26.22	↑	15.99	100.00%
54.2985	41.69	↑	1.24	19.37%
1.10764	134.1	↑	4.1	04.67%
38.4570	6.2	↑	4.1	79.04%

常州大学图书馆  
藏书章

东北大学出版社  
· 沈阳 ·

© 石启龙 2017

图书在版编目 (CIP) 数据

跨市场操纵：生成、模式与法律监管 / 石启龙著

— 沈阳：东北大学出版社，2017.8

ISBN 978-7-5517-1679-6

I. ①跨… II. ①石… III. ①股票交易—基本知识

IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 229193 号

---

出 版 者：东北大学出版社

地址：沈阳市和平区文化路三号巷 11 号

邮编：110819

电话：024-83683655(总编室) 83687331(营销部)

传真：024-83687332(总编室) 83680180(营销部)

网址：<http://www.neupress.com>

E-mail：[neuph@neupress.com](mailto:neuph@neupress.com)

印 刷 者：沈阳航空发动机研究所印刷厂

发 行 者：东北大学出版社

幅面尺寸：185mm × 260mm

印 张：21.75

字 数：602 千字

出版时间：2017 年 8 月第 1 版

印刷时间：2017 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑：孙 锋 郎 坤

责任校对：图 图

封面设计：潘正一

责任出版：唐敏志

---

ISBN 978-7-5517-1679-6

定 价：78.00 元

# 目 录

## 第一部分 跨市场操纵的前提：跨市场交易

第一章 股票现货与股指期货的市场结构 .....	3
第一节 金融虚拟性理论 .....	4
一、金融资源理论：金融虚拟性理论的逻辑原点 .....	4
二、金融工具理论：金融虚拟性理论的主要研究对象 .....	5
三、金融虚拟性存在和演进的基础 .....	5
第二节 金融虚拟化的基点：货币的生成与演进 .....	8
一、实物货币时代 .....	8
二、金属货币时代 .....	9
三、信用货币时代 .....	9
第三节 股票市场的产生与发展：金融虚拟化的发展 .....	11
一、股票的生成 .....	11
二、股票市场及其基本功能 .....	12
三、我国股票市场的发展历程 .....	14
第四节 金融衍生品：金融虚拟性的拓展 .....	15
一、金融衍生品及其虚拟性表现 .....	15
二、股指期货的基本属性 .....	16
三、股指期货的基本功能 .....	18
第二章 股票现货与股指期货之间的价格联动机制 .....	21
第一节 股票与股指期货的定价与套利理论 .....	21
一、股票的定价与套利理论 .....	21
二、股指期货的定价与套利 .....	23
第二节 股指期货的价格发现功能 .....	24
一、期货价格功能的演化 .....	24
二、股指期货价格发现功能新解 .....	26

第三节 股票与股指期货的关联关系 .....	28
一、股指期货交易特征 .....	28
二、股票现货市场与股指期货市场的结构差异 .....	30
三、股票与股指期货间的信息传导机制 .....	31
四、股票与股指期货之间的关联关系表现 .....	32
<b>第三章 股票现货市场与股指期货市场间跨市场交易 .....</b>	<b>34</b>
第一节 跨市场交易的表现 .....	34
一、跨市场交易的界定 .....	34
二、跨市场交易的类型 .....	35
三、跨市场交易的主体 .....	39
第二节 跨市场交易的风险 .....	41
一、金融衍生品交易的风险 .....	41
二、跨市场交易风险的表现 .....	42
三、跨市场交易风险的特征 .....	49
第三节 跨市场交易风险的生成原因 .....	51
一、跨市场交易风险的内因 .....	51
二、跨市场交易风险的外因 .....	52

## 第二部分 跨市场操纵的实质：市场操纵行为

<b>第四章 市场操纵行为的实质解读 .....</b>	<b>63</b>
第一节 欺诈解释框架 .....	64
一、欺诈：对操纵市场行为的古典解释框架 .....	65
二、市场欺诈理论：欺诈理论的拓展 .....	68
第二节 价格（价量）操纵解释框架 .....	74
一、价格操纵理论 .....	74
二、价量操纵理论 .....	78
第三节 金融商品（资本）非正当控制解释框架 .....	83
一、资本：实质解释框架的新要素 .....	83
二、市场操纵行为实质内涵的拓展 .....	84
三、非法控制解释与我国法律规范的兼容性 .....	85
四、金融商品操纵与市场资本操纵的关系 .....	87
<b>第五章 股票市场操纵行为的演进 .....</b>	<b>89</b>
第一节 股市早期的市场操纵 .....	89

一、股市早期的制度环境 .....	90
二、信息型操纵：“苏三山”股票收购案 .....	91
三、交易型操纵：“界龙实业”股票操纵案 .....	92
第二节 庄股时期的市场操纵 .....	93
一、庄股时期的制度环境 .....	93
二、庄股时期的操纵方式 .....	96
三、庄股时期的操纵案例 .....	99
第三节 技术时期的市场操纵 .....	101
一、技术时期的制度环境 .....	101
二、技术时期的操纵方式 .....	102
三、技术操纵的典型方式之一：“抢帽子”操纵 .....	104
四、技术操纵的典型方式之二：虚假申报操纵 .....	111
第四节 新时期的市场操纵新趋势 .....	115
一、更丰富的操纵工具 .....	116
二、更激进的操纵主体 .....	117
三、更悬殊的操纵杠杆 .....	117
四、更创新的市场操纵模式 .....	118
五、更先进的操纵技术 .....	121
<b>第六章 期货市场操纵行为的演进 .....</b>	<b>124</b>
第一节 期货市场操纵行为的规制历史 .....	124
一、美国期货市场操纵治理历程 .....	124
二、我国期货市场操纵治理历程 .....	127
第二节 期货市场的操纵模式与认定 .....	129
一、期货市场的操纵模式 .....	129
二、期货市场操纵行为的认定 .....	130
第三节 期货市场操纵典型案例分析 .....	132
一、路易达孚（Louis Dreyfus）棉花期货操纵案 .....	132
二、高盛等铝期货操纵案 .....	134
第四节 期货市场操纵手段的创新 .....	136
一、行动型操纵 .....	136
二、信息型操纵 .....	137
三、特定价格操纵 .....	138
<b>第七章 跨市场操纵的行为模式 .....</b>	<b>142</b>
第一节 跨市场操纵的可能性及其杠杆效应 .....	142
一、股指期货的操纵可能性 .....	142

二、跨市场操纵的杠杆工具 .....	144
第二节 跨市场操纵行为的方式 .....	147
一、跨市场操纵方式之一：操纵期指带动股票 .....	147
二、跨市场操纵方式之二：操纵股票带动期指 .....	148
第三节 跨市场操纵典型案例分析 .....	150
一、1998 年香港金融保卫战 .....	150
二、操纵“中国移动”与“中国联通”案 .....	153
三、案例分析：跨市场操纵的典型策略 .....	154
第四节 跨市场操纵行为推演 .....	156
一、光大证券“‘8·16’乌龙指”事件 .....	156
二、我国跨市场操纵的风险分析 .....	158
三、跨市场操纵推演 .....	159

### 第三部分 跨市场操纵的具体方式

第八章 指数操纵模式 .....	163
第一节 股票价格指数体系 .....	163
一、域外股价指数发展历程 .....	163
二、我国的股价指数体系 .....	164
三、股价指数的杠杆效应 .....	167
四、股价指数的集中度 .....	169
第二节 指数联动效应分析 .....	170
一、指数联动效应 .....	170
二、银行板块联动现象分析 .....	171
三、能源板块联动现象分析 .....	171
第三节 指数联动操纵模式分解 .....	172
一、期现联动效应 .....	172
二、指数联动操纵路径之一：操纵指数权重股 .....	174
三、指数联动操纵路径之二：操纵板块 .....	176
第四节 指数联动操纵的推演 .....	178
一、样本的选择与测算 .....	178
二、操纵权重股的风险测量 .....	179
三、权重板块操纵方式的风险测量 .....	181
第九章 短线操作模式 .....	185
第一节 短线交易模式 .....	185

一、股票市场中的短线交易模式 .....	185
二、期货短线交易模式 .....	187
第二节 股票短线操纵模式 .....	189
一、订单操纵模式 .....	189
二、资金操纵模式 .....	191
三、短线操纵的内在机理 .....	192
第三节 跨市场短线操纵模式 .....	195
一、美国跨市场短线操纵行为 .....	195
二、我国期货市场短线操纵模式 .....	196
三、跨市场短线操纵模式 .....	198
第四节 特定时段操纵模式 .....	200
一、特定时段操纵概述 .....	200
二、股指期货的到期日操纵 .....	203
三、我国股指期货的到期日效应 .....	205
<b>第十章 信息操纵模式 .....</b>	<b>207</b>
第一节 信息与市场投资 .....	207
一、股票市场中的信息 .....	207
二、股票市场中的信息传播渠道 .....	209
三、非正规信息与市场投资行为 .....	210
第二节 非正规信息与市场价格波动 .....	211
一、上市公司股价波动 .....	211
二、行业板块股价波动 .....	212
三、市场整体波动 .....	214
第三节 唱空型信息操纵 .....	214
一、信息型交易策略 .....	214
二、唱空型操纵策略 .....	218
三、我国的唱空型信息操纵 .....	221
第四节 信息型跨市场操纵模式 .....	224
一、信息型市场操纵的内在机理 .....	224
二、利用个股操纵市场 .....	226
三、利用宏观信息操纵 .....	227
<b>第十一章 跨境操纵模式 .....</b>	<b>229</b>
第一节 跨境市场操纵的基础：全球市场价格联动机制 .....	229
一、全球市场价格联动机制的基础 .....	229
二、全球市场价格联动机制的形成 .....	231



三、全球金融市场价格联动机制的表现 .....	233
第二节 金融商品跨境价格联动机制的实证分析 .....	235
一、期货市场跨境价格联动机制的实证分析 .....	235
二、金融衍生品跨境价格联动的实证分析 .....	236
第三节 跨境市场操纵基本模式 .....	240
一、跨境市场操纵行为概述 .....	240
二、跨境市场操纵的交易模式 .....	242
三、跨境市场操纵的信息模式 .....	244

## 第四部分 跨市场操纵监管法律制度

第十二章 跨市场监管法律制度的理论基础 .....	249
第一节 跨市场监管制度的缘起 .....	249
一、跨市场监管的起因 .....	249
二、跨市场监管的开启 .....	251
第二节 跨市场监管的基本属性 .....	252
一、跨市场监管的必要性 .....	252
二、证券监管视阈下的跨市场监管 .....	254
三、跨市场监管的基本定位 .....	256
第三节 跨市场监管理论的演进 .....	258
一、金融创新激励理论 .....	258
二、微观审慎理论 .....	260
三、宏微观审慎结合理论 .....	261
第四节 跨市场监管的基本要素 .....	263
一、跨市场监管的目标 .....	263
二、跨市场交易监管的原则 .....	263
三、跨市场监管的主体 .....	265
第十三章 我国跨市场监管法律制度的现状和缺陷 .....	268
第一节 我国跨市场交易规则框架 .....	268
一、我国跨市场交易规则框架 .....	268
二、我国跨市场监管规则体系 .....	269
第二节 我国跨市场监管体系框架 .....	272
一、我国跨市场监管主体架构 .....	272
二、跨市场监管协作机制 .....	274
第三节 我国跨市场监管制度的缺陷及根源 .....	275

一、跨市场监管制度缺陷的具体表现 .....	275
二、法律规范层面的原因分析 .....	278
三、监管体制层面的原因分析 .....	284
<b>第十四章 跨市场监管法律制度的域外实践与启示 .....</b>	<b>288</b>
第一节 美国的跨市场监管法律制度 .....	288
一、美国跨市场监管的立法进程 .....	288
二、美国跨市场监管体系架构 .....	290
三、美国跨市场监管法律制度框架 .....	293
第二节 其他国家（地区）的跨市场监管法律制度 .....	302
一、英国的跨市场监管法律制度 .....	302
二、日本的跨市场监管法律制度 .....	305
第三节 境外跨市场监管法律制度的启示 .....	308
一、监管理念方面的启示 .....	308
二、监管体制方面的启示 .....	311
三、监管内容方面的启示 .....	313
<b>第十五章 我国跨市场操纵监管法律制度的构建 .....</b>	<b>317</b>
第一节 制度构建的宏观路径 .....	317
一、明确宏观审慎监管的主体 .....	317
二、平衡监管权力结构性配置 .....	317
三、构建多层次规则体系 .....	319
四、完善跨市场监管协作机制 .....	321
五、推进跨境监管协作机制 .....	322
第二节 制度构建的微观路径 .....	324
一、推行跨市场交易登记制度 .....	324
二、弥补既有交易规则的漏洞 .....	324
三、严格程序化交易账户管理制度 .....	326
四、健全投资者适当性制度 .....	327
第三节 跨市场操纵监管制度的具体设计 .....	328
一、明确市场操纵的内涵、类型及认定标准 .....	329
二、完善市场稳定机制 .....	330
三、健全跨市场交易信息监控制度 .....	331
四、建立投资者分类监管制度 .....	332
五、优化全程监管制度 .....	333

# 第一部分

## 跨市场操纵的前提：跨市场交易

分系 第

房交與市商：對面或程與故可與

## 第一章

## 股票现货与股指期货的市场结构

资本市场结构在相当长的一段时期内呈现为由证券现货市场（股票市场、债券市场、基金市场等）和商品期货市场构成的二元市场结构，虽然这两大市场均建立在货币基础之上，但市场之间因缺乏共同的关联变量，所以在运作上各自为政，处于“井水不犯河水”的隔绝状态。与此相适应，各国的资本市场法律框架以及市场监管框架基本采取单一市场制度安排，如美国分别由证券监管委员（Securities and Exchange Commission, SEC）和商品期货委员会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）负责监管证券（现货）市场和商品期货市场，我国虽然由证监会统一监管证券（现货）市场和商品期货市场，但在法律框架上分别适用《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）和《期货交易管理条例》。始于20世纪70年代的经济全球化趋势和监管放松潮流极大解放了金融创新力量，以股指期货为代表的金融衍生品极大改变了资本市场的深度、广度、弹性以及市场结构。股指期货不仅在商品期货市场的基础上进化出金融期货市场，而且由于股指期货本是以股票现货价格指数作为交易对象，因此其天生就关联于股票现货市场价格参数，在期货市场与证券市场之间建立价格关联，形成了两大市场之间的价格同向联动机制。这一价格同向联动机制在优化市场价格发现功能、提高资源配置效率以及提供风险对冲工具、防范化解市场风险的同时，也为金融风险的跨市场传导提供了新的渠道，过往单一市场的风险现在可以通过价格同向联动渠道蔓延至另一市场，进而危及整个金融体系的安全与稳定，对单一市场分割的分市场监管模式提出严峻的挑战。

虽然就共时性横截面视角考察，当前资本市场仍旧维系现货市场和期货市场的二元结构，只是资本市场之间的关联日趋紧密，但从历时性演进路径考察，“货币—证券市场—衍生品市场”的基本发展路径使得资本市场内部早已存在内生关联性，下面以金融虚拟性理论为基本工具，从历史发展路径视角分析股票现货市场与股指期货市场的生成与关联。

## 第一节 金融虚拟性理论

### 一、金融资源理论：金融虚拟性理论的逻辑原点

金融资源论认为金融是一种与自然资源相对的社会资源，其不仅是一种社会财富的索取权，更是一种有限的、社会化的战略性资源。金融在自然属性方面表现为一种稀缺性的社会战略资源，同时，金融在社会属性方面又可以对其自然资源和社会资源产生激发、推动、扩展、诱导、调节和配置功能，这是金融的特殊属性。<sup>①</sup> 金融资源理论将金融资源概括并抽象为三个紧密关联的层次。

首先，货币是基础性核心金融资源，是金融资源的最基本层次。货币作为金融资源的微观层次和基础层次，在一定时期内，一国或世界经济范围内，其存量与质量受客观经济环境和条件的严格限制，货币短缺会严重制约社会与经济的发展，造成通货紧缩，但与此同时，超过经济发展需要的货币也会产生严重通货膨胀。

其次，金融组织体系和金融工具体系是实体性中间金融资源。其中，金融组织体系包括银行机构、非银行金融机构、金融市场以及规范金融活动的法律、法规等，金融工具体系包括传统型和创新型金融工具。一方面，金融组织体系为货币借贷和运动提供了外部环境，金融工具是货币借贷和运动的载体；另一方面，只有借助于金融组织体系和金融工具体系，金融功能才可能得以实现。因此，金融组织体系与金融工具体系构成了金融资源的实体性中间金融资源，发挥对经济发展的积极推动作用，实体性中间金融资源需保持一个合理的结构。

最后，金融资源的最高层次是整体功能性高层金融资源，是货币运动与金融体系、金融体系各组成部分之间相互作用、相互影响的结果。一国一定时期的货币存量与现存金融组织体系和金融工具体系是金融资源的“硬件”方面，金融总体功能则是金融资源的“软件”。因此，金融资源能否有效发挥促进经济发展的作用不但有赖于一定的货币存量和完整健康的金融组织体系和金融工具体系，而且有赖于建立在货币资金存量与金融组织体系和金融工具体系基础之上的金融总体功能的发挥。

金融资源理论从金融的实质出发，比较全面、系统和准确地对现代金融的基本含义进行了高度抽象地归纳总结。基于此，本书对金融虚拟性的理解和认定是从金融资源论出发的，金融虚拟性所研究的重心实质上是金融工具的虚拟性和金融工具交易所导致的金融部门与实体经济的一种脱离。金融资源，特别是货币这一基本核心金融资源，表示的是一定时期的价值积累和凝结，是对其他各种资源，特别是自然资源的索取权、支配权和拥有权。金融资源一般很少受到国别或地域的限制，尤其可以通过借贷这一形式在不转移其他所有权的条件下取得一定时间内的使用权和支配权，并具有自我增值的功能。这同其他资源特别是自然资源存在本质差异，因此才有可能形成巨额的资本国际流

<sup>①</sup> 白钦先，等. 金融可持续发展研究导论 [M]. 北京：中国金融出版社，2001：77.

动,才可能存在一国范围内的资本输出与输入。此外,金融资源还可以通过金融体系,运用金融工具,并借助于总体金融功能的发挥,使目前越来越多的金融交易活动相对脱离真实的生产和交易的需求,因而具有一定程度的虚拟性,这给过度投资、疯狂的金融投机以及泡沫经济的形成提供了可能。<sup>①</sup>

## 二、金融工具理论：金融虚拟性理论的主要研究对象

金融工具,又称金融产品、金融商品,意指信用关系的书面证明或债权债务的契约文书等,既是金融市场中的交易对象,同时也是金融活动的载体。金融工具包括商业票据、银行票据、保单、期货、期权和种种金融衍生工具的标准合约,如存款、贷款等也属金融工具,属于信用关系契约。金融工具与金融资产是一个问题的两个方面:金融工具是金融资产在市场交易中的表现形式,而金融资产则是从财富、存量角度对金融工具的考虑结果,是指一切可以在有组织的金融市场上进行交易的,并有现实价格和未来估价的金融工具的总称。金融资产的最主要特征是在市场交易中为其持有者提供即期或远期的货币收入流量。

金融工具必须具备流动性、风险性和收益性这三个基本属性,属性关系的演变促进了新型金融工具的不断涌现。自20世纪70年代开始,全球金融创新风生水起,越来越多的金融工具涌入了金融市场,它们在契约的基本特征、期限、市场销售、安全性、可兑换性、票面收益率水平和特点以及发行者与持有者的特点等方面都不尽相同。金融工具的类型种类繁多,按照其体现的关系不同,可以划分为债权凭证和股权凭证,前者体现了凭证持有人与发行人之间的债权债务关系,而后者体现的是凭证的持有人对发行人资产的所有权;按照其来源不同,可以划分为直接金融产品和间接金融产品,前者是指由资金的赤字单位为筹措资金而直接发行的证券,又称为“直接证券”或“本源证券”,主要包括政府和公司债券、股票以及其他的中短期债务凭证等;后者是指金融中介机构为了吸收储蓄而发行的辅助证券,又称为“间接证券”。按照其与实物资产(如厂房、设备和土地等)的联系紧密程度不同,可以划分为“原生金融工具(underlying financial instruments)”和“衍生金融工具(financial derivatives)”,前者与实物资产存在着相对较为紧密的联系,如商业票据(commercial paper)、债券和股票等,后者则与实物资产的价值存在着不那么直接、有时甚至是非常松散的联系;金融工具按照流动性可依次分为:货币—短期负债—长期可转换负债—长期不可转让负债—可转让股权—不可转让股—信托凭证。

## 三、金融虚拟性存在和演进的基础

金融虚拟性的本意是指金融尤其是金融工具与金融工具的运动所表现出的超越于实体经济合理界限的规范性、本质性特征或状态,其主要表现为不断创新的金融工具与实物资产的联系日渐疏远、金融工具的市场价值超越于其作为权益凭证所代表的实体价

<sup>①</sup> 白钦先,等. 金融可持续发展研究导论[M]. 北京:中国金融出版社,2001:72.

值，以及金融工具交易所导致的金融部门相对独立于实体经济的运动特征。<sup>①</sup>

### （一）产权：金融虚拟性存在和演进的制度基础

产权即拥有财产的权利，其属于经济学中的概念，对应于法学中的所有权概念，具体包括占有权、支配权、使用权和处置权等一系列权利的权利束。因为产权（所有权）是一组权利束，才可能运用虚拟手段在不可分割的物上进行权利分割，因而产生物权分离的金融工具。产权（所有权）代表的不是人与物的关系，而是由物的占有、支配、使用和处置所产生的人与人之间的关系，并进而通过法律的形式确定下来，形成一套对产权（所有权）保障的体系，构成产权（所有权）制度，赋予关于产权归属和交易的明确、稳定预期，从而奠定金融虚拟性存在和演进的基石。

股份有限公司的出现使产权载体发生了变化，出资人的产权不再以使用价值形态的实物资产作载体，而是以有价证券——股票——为载体，即产权载体的符号化。由于产权载体的变化，就使企业资产的存在和运动出现了二重化形式：一是以价值形态存在和运行的公司股权凭证，是符号化的产权；二是以使用价值形态存在和运动的公司实物资产，实现了股份有限公司出资人所有权和企业法人所有权的分离，这一分离对加速资本的流动、提高资本运营效率起了关键性的作用。股票市场的交易活动的实质是产权交易，产权和交易是相互依存，没有产权界定，无法进行交易，而如果没有交易，也就没有界定产权的必要，所以，构建完善的产权制度是确保市场交易顺利进行的制度保证。

产权交易在金融范畴表现为产权“价值符号”的转让，产权交易的不是它所代表的资产本身，而是这些资产的产权的符号化。金融是现代经济的核心，它进行符号化交易的不是财产这一物的交割，而是权利的转移和利益的再分配。产权交易的符号化大大推动了资本的流动性和金融虚拟性的演进，创造出更多的交易方式和交易机会，金融衍生工具就是派生出来的“符号的符号”，从这个意义上讲，产权是金融虚拟性赖以存在和发展的基础性元素，是金融虚拟性存在和演进的基本的制度条件。

### （二）信用：金融虚拟性存在和演进的思想前提

金融是现代经济的核心，信用是现代金融的核心。“信用这个范畴是指借贷行为。这种经济行为的形式特征是以收回为条件的付出，或以归还为义务的取得；而且贷者之所以贷出，是因为有权取得利息，借者之所以可能借入，是因为承担了支付利息的义务。”<sup>②</sup>信用是和商品生产、货币、经济与金融相联系的范畴，是在商品货币关系基础上产生的，对金融稳定和发展起着至关重要的作用，金融风险都可以表现为信用风险，金融危机归根到底是信用危机。

现代经济的一个重要特点是市场交易逐渐进化为信用交易，而信用则意味着风险。随着现代股份公司制度的确立与发展，信用开始超越仅仅作为股份集资和债权集资的意义，信用制度也开始由信用集中的银行扩展到公司法人，这对于现代股份公司的资本运作来说最具有挑战性。这是一个根本性的转变，它使得股份公司信用的实质不再是借贷关系，而是以信用为前提筹集社会资本的证券资本关系。因为社会化的市场经济，使公

<sup>①</sup> 常海中. 金融虚拟性演进及其正负功能研究 [D]. 沈阳: 辽宁大学, 2007.

<sup>②</sup> 黄达. 金融学 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2005: 59.



司财产的内在二重性，即股票持有人的所有权和企业法人的财产所有权实现了分离，有价证券的价值符号成为社会财富的代表，它反映了财富的归属关系。这些价值符号又都具有可分割性，它使公司资本所有权取得了两种表现形态，即投资者拥有公司资产的归属形态和公司法人对实物资产的占有形态，这两种形态独立化的重要依据，就是公司法人的信用基础，正是这种信用基础，为公司财产的终极所有权和法人所有权相分离提供了可能。因此，从这个意义上说，信用是现代公司制度生存的条件，是金融虚拟性存在与演进的思想基础。在金融市场的发展过程中，证券交易的规模不断扩大，信用已成为市场交易的一个必备要素，有价证券的可分割性和可转移性要求证券发行主体、投资主体、中介服务机构等各参与方都具有良好的、普遍的守信行为，这是信用交易能够顺利进行以及金融市场能够健康运转的基础性条件。同时，金融业的特点又使它较之于实体经济具有更大的风险，交易人不能恪守信用就会产生信用风险。为了有效地控制信用风险，现代社会需要系统性的信用管理制度框架体系，并在这一体系的基础上建立稳定的信用关系，金融乃至整个现代经济才能健康有序地发展。

### （三）技术：金融虚拟性演进的物质基础

著名经济学家熊彼特曾经指出，新技术的创新浪潮正在改变着世界经济的运行方式。进入20世纪90年代，信息技术革命推动人类进入互联网时代，金融机构、市场结构、交易模式到企业经营方式都发生了深刻的变化。电子货币的应用意味着货币概念的进一步抽象化，银行业务中“虚拟经营”成分的扩大又极大地改变了作为交易媒介的银行资产的构成。原来根据货币流动性特点划分的M1，M2，M3等已失去意义，新货币概念开始出现，不仅影响到金融治理方式，而且也使得货币政策的决策机制面临着考验。但是，电子货币的应用提高了金融资产的整体报酬率，降低了银行的运作成本，增加了储备。在网络化时代，证券交易中通过证券软件可以提供动态或静态的市场行情、图形技术分析、新闻信息播报、上市公司档案、委托交易查询等一揽子服务功能，加上商业银行介入所提供的清算服务，使金融产品交易可以瞬间完成。创立于1971年的美国纳斯达克系统就是一个电子网络化证券市场，它通过计算机网络将股票经纪人、做市商、投资者和监管机构连为一体，从而及时、准确地提供交易市场的行情信息。纳斯达克系统的创立和运作，标志着电子和现代通讯技术的发展推动金融虚拟性进入更高层次的发展阶段。现代社会中，知识和信息是整个社会经济运行的基础，这种背景下，日新月异的创新成了一种普遍现象。在金融领域，尽管现代意义的金融企业在西方已有数百年的历史，但是最近几十年的金融创新才真正使其有了根本性的变革。金融创新改变了传统的金融理念，带来了崭新的金融产品，使金融交易规模空前膨胀，有力地推动了金融虚拟经济进入更深层次的发展阶段。

现代信息技术对金融创新的影响巨大：一方面，现代信息技术对降低金融交易成本具有决定性的意义。以马柯维茨的证券投资组合模型为例，在20世纪60年代初期，执行模型中的各种方程需要33分钟，计算一次的成本为330美元，而现在一台普通的电脑一分钟即可完成计算。另一方面，现代信息技术促进了金融衍生产品的发展。1973年，数学家费希尔·布莱克和迈伦·希尔斯建立了期权定价模型，使期权价格的计算成为可能，但是模型本身非常复杂，需要用到百万次甚至上亿次的计算。显然，在瞬息万