

21
世纪
经济
学管
理学
系列
教材

金融市场学

FINANCIAL MARKET

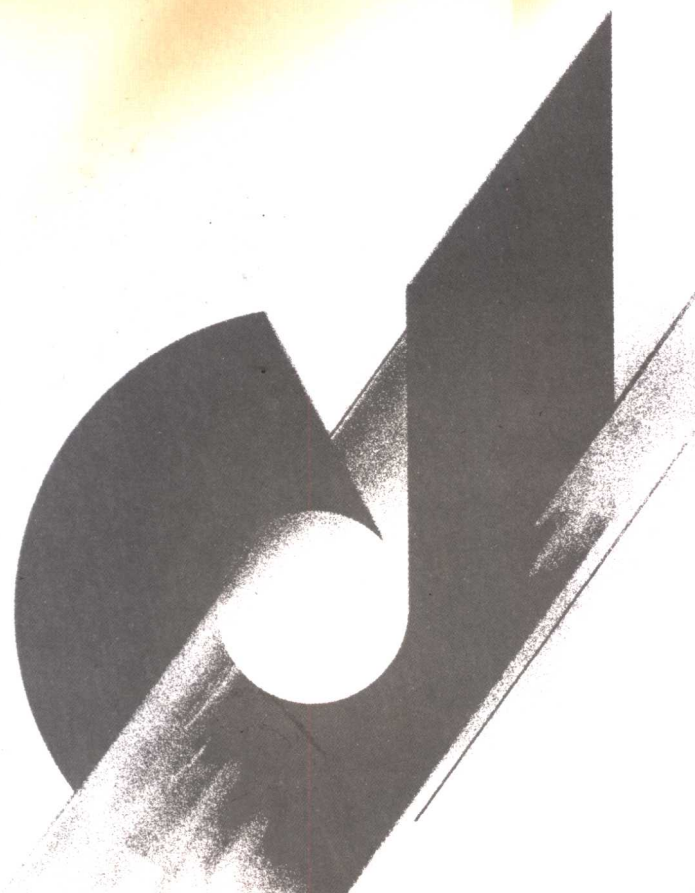
何国华 韩国文 宋晓燕 / 编著



全国
优秀
出版社

武汉大学出版社
<http://www.wdp.whu.edu.cn>

WUHAN UNIVERSITY PRESS



21世纪

经济学管理学系列教材

金融市场学

FINANCIAL MARKET

何国华 韩国文 宋晓燕 / 编著



全国优秀出版社

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场学/何国华,韩国文,宋晓燕编著. —武汉: 武汉大学出版社,
2003. 9

21 世纪经济学管理学系列教材

ISBN 7-307-04010-7

I. 金… II. ①何… ②韩… ③宋… III. 金融市场—经济理论—
高等学校—教材 IV. F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 067168 号

责任编辑: 刘成奎 责任校对: 刘 欣 版式设计: 支 笛

出版发行: **武汉大学出版社** (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: wdp4@whu.edu.cn 网址: www.wdp.whu.edu.cn)

印刷: 湖北省荆州市今印印务有限公司

开本: 787×980 1/16 印张: 22.75 字数: 631 千字

版次: 2003 年 9 月第 1 版 2003 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 7-307-04010-7/F·827 定价: 27.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

21世纪

经济学管理学系列教材

21st Century Economics and Management Science
Coursebook Series

编委会

顾问

谭崇台 郭吴新 李崇淮
许俊千 刘光杰

主任

周茂荣

副主任

谭力文 简新华 黄 宪

委员 (按姓氏笔画为序)

王元璋 王永海 甘碧群
张秀生 严清华 何 耀
周茂荣 赵锡斌 郭熙保
徐绪松 黄 宪 简新华
谭力文 熊元斌 廖 洪
颜鹏飞 魏华林

总 序

一个学科的发展，物质条件保障固不可少，但更重要的是软件设施。软件设施体现在三个方面：一是科学合理的学科专业结构，二是能洞悉学科前沿的优秀的师资队伍，三是作为知识载体和传播媒介的优秀教材。一本好的教材，能反映该学科领域的学术水平和科研成就，能引导学生沿着正确的学术方向步入所向往的科学殿堂。作为一名教师，除了要做好教学工作外，另一个重要的职能就是，总结自己钻研专业的心得和教学中积累的经验，以不断了解学科发展动向，提高自己的科研和教学能力。

正是从上述思路出发，武汉大学出版社准备组织一批教师在两三年内编写出一套《21世纪经济学管理学系列教材》，同时出版一批高质量的学术专著，并已和武汉大学商学院达成共识，签订了第一批出版合作协议，这是一件振奋人心的大事。

我相信，这一计划一定会圆满地实现。第一，合院以前的武汉大学经济学院和管理学院已分别出版了不少优秀教材和专著，其中一些已由教育部通过专家评估确定为全国高校通用教材，并多次获得国家级和省部级奖励，在国内外学术界产生了重大影响，对如何编写教材和专著的工作取得了丰富的经验。第二，近几年来，一批优秀中青年教师已脱颖而出，他们不断提高教学质量，勤奋刻苦地从事科研工作，已在全国重要出版社，包括武汉大学出版社，出版了一大批质量较高的专著。第三，这套教材必将受到读者的欢迎。时下，不少国外教材陆续被翻译出版，在传播新知识方面发挥了一定的作用，但在如何联系中国实际，建立清晰体系，贴近我们习惯的思维逻辑，发扬传统的文风等方面，中国学者有自己的优势。

《21世纪经济学管理学系列教材》将分期分批问世，武汉大学商学院教师将积极地参与这一具有重大意义的学术事业，精益求精地不断提高著作质量。系列丛书的出版，说明武汉大学出版社的同志们具有远大的目光，认识到，系列教材和专著的问世带来的不止是不小的经济效益，更重要的是巨大的社会效益。作为武汉大学出版社的一位多年的合作者，对这种精神，我感到十分钦佩。

谭崇台

2001年秋于珞珈山

目 录

第一章 导 论	1
第一节 金融市场的特征和功能	1
第二节 金融市场的构成要素	4
第三节 金融市场的分类	9
第四节 金融市场的发展趋势	12

第一编 市场组织与结构

第二章 一级市场	17
第一节 证券发行的管理	17
第二节 证券承销的方式	25
第三章 二级市场	30
第一节 二级市场的功能	30
第二节 二级市场的交易机制	34
第三节 市场效率和交易成本	42

第二编 风险与资产定价理论

第四章 风险机制	49
第一节 风险的定义和种类	49
第二节 投资收益和风险的衡量	52
第三节 风险资产组合的选择	61
第五章 风险资产的定价	67
第一节 资本市场理论	67
第二节 资本资产定价模型	73

第三节	因素模型与套利定价模型	79
第六章	债务合约的定价	92
第一节	债务合约的特征	92
第二节	债务合约的定价	94
第三节	债券收益率的计算方法	102

第三编 债务市场

第七章	货币市场	108
第一节	货币市场概述	108
第二节	同业拆借市场	110
第三节	国库券市场	114
第四节	银行承兑汇票市场	117
第五节	商业票据市场	122
第六节	证券回购市场	126
第七节	大额可转让定期存单市场	128
第八节	货币市场共同基金	133
第八章	公司债券市场	138
第一节	公司债券的特征、种类和意义	138
第二节	公司债券的评级	140
第三节	公司债券市场的风险与收益	143
第四节	我国的公司债券市场	146
第九章	其他债务市场	152
第一节	财政债券与联邦机构债券市场	152
第二节	中期票据、银行信贷和优先股市场	156
第三节	市政债券市场	162
第四节	不动产抵押市场	166
第五节	资产担保证券市场	172
第十章	债券价值分析	178
第一节	收入资本化法在债券价值分析中的运用	178

第二节 债券属性与价值分析·····	181
第三节 债券定价原理·····	186

第四编 股权市场

第十一章 股票市场·····	201
第一节 股票市场概述·····	201
第二节 股票交易所·····	208
第三节 场外交易市场·····	220
第四节 股票市场指数·····	224
第十二章 普通股价值分析·····	233
第一节 收入资本化法的运用·····	233
第二节 股息贴现模型·····	235
第三节 市盈率模型·····	241
第十三章 投资基金·····	249
第一节 投资基金的概念和种类·····	249
第二节 投资基金的运作·····	256

第五编 衍生市场

第十四章 金融远期和期货市场·····	267
第一节 金融远期市场·····	267
第二节 金融期货市场·····	270
第三节 股指期货合约的交易机制·····	277
第十五章 金融期权市场·····	284
第一节 金融期权合约概述·····	284
第二节 金融期权合约的种类·····	293
第三节 期权合约的投资策略·····	306
第十六章 远期利率协议与互换·····	318

第一节	远期利率协议	318
第二节	货币互换合约	320
第三节	利率互换合约	324

第六编 金融市场监管

第十七章	证券市场监管	332
第一节	证券市场监管的理论基础	332
第二节	证券市场监管体制	338
第三节	证券市场监管的主要内容	343
第四节	国际证券市场监管	348

第一章 导 论

第一节 金融市场的特征和功能

一、金融市场的定义

金融是指资金融通的交易活动，也就是交易的一方将多余的资金贷借、融通给资金短缺的另一方。资金融通活动又可以分为直接融资和间接融资两种。所谓直接融资，是指资金供求双方直接进行融资交易活动，而间接融资是指双方的融资活动通过中介人即银行或其他金融机构来进行。

金融市场（financial markets）则是指资金供给者与资金需求者从事资金融通活动的场所。由于资金融通是通过便利资金转移的金融工具来进行的，所以，金融市场又是以金融工具（financial instruments）或金融资产（financial assets）为交易对象的资金供给者和需求者相互汇合，依照竞争原则共同决定价格（利率或收益率），最终完成资金交易的场所。

金融市场为交易双方提供了接触和交易的场所。但是，这个场所既可以是无形的，例如证券交易所、期货交易所等，也可以是无形的，例如外汇市场，外汇交易员就是通过电信网络构成的看不见的市场进行着资金的调拨。随着科学技术的日益发达，越来越多的资金交易是通过电话、传真、因特网等方式完成的。正因为如此，也有人把金融市场定义为以金融工具为交易对象而形成的供求关系及其机制的总和，或者更简单地认为金融市场就是各种金融交易的总和。

二、金融市场的特征

现代经济体系中的市场通常划分为产品市场和要素市场两种类型。前者提供商品或服务，后者提供劳动力、资金等要素。金融市场是要素市场的重要组成部分。金融市场与产品市场以及要素市场的其他子市场相比，有两点不同：

第一，在产品市场和要素市场的其他子市场中，交易的可能是有形的商品或无形的所有权，一旦交易完成，即进入消费过程或市场过程，交易双方的买卖关系也告结束。而在金融市场中交易的则是特殊的商品——各种金融工具，交易的实质是

资金所有权和使用权的暂时分离或让渡，因此，交易双方并不是一种单纯的买卖关系，而是一种以信用为基础的借贷关系和委托代理关系。

第二，虽然金融市场与产品市场以及要素市场中的其他子市场一样，参加交易的也是个人、企业和政府机构，但是在金融市场中，金融机构（financial institutes）扮演了关键的角色。因为金融机构不仅是金融工具的最积极的交易参加者，还是所有金融工具的创造者和所有金融工具交易的中介。

三、金融市场的功能

金融市场作为金融工具交易的场所，在现代经济体系的运行中发挥着非常重要的作用。一般认为，金融市场是储蓄向投资转化的关键环节，特别是随着经济的金融化，金融市场日益成为市场机制的主导和枢纽。金融市场的这种重要性可以通过对金融市场功能的描述来加以具体说明。金融市场的功能主要表现在四个方面：聚敛功能、配置功能、调节功能和反映功能。

（一）聚敛功能

金融市场的聚敛功能是指金融市场发挥着资金“蓄水池”的作用。金融市场通过创造多种多样的金融工具并为之提供良好的流动性，满足了资金供求双方不同期限、收益和风险的要求，为资金供应者提供合适的投资手段，从而引导众多小额分散的资金汇聚成可以投入社会再生产的大规模资金。

金融市场之所以能够起到资金“蓄水池”的作用，主要是因为金融市场为公众储蓄提供了一个多样化的、有利可图的、风险与收益相互匹配的通道。具体来说：

第一，金融市场能够降低公众储蓄的交易成本，具有成本优势。如果没有金融市场所提供的储蓄便利，公众只能直接以现金方式保留结余收入，或者以其他形式保存和积累其资产，这些方式都需要耗费大量的费用，从经济学上讲是缺乏效率的。而金融市场的发展，提供了专业化的储蓄服务，在提供储蓄便利的同时，大大降低了储蓄成本。

第二，金融市场信息条件的改善，增强了公众储蓄的信心。储蓄者愿意进行储蓄需要一个重要的前提，就是对储蓄（即金融投资）的风险有较好的把握，储蓄者相信储蓄活动是安全的，至少是比较安全的。而金融市场信息披露制度及专业化管理体制大大强化了融资者的信息披露，改善了信息条件，从而能够取得储蓄者的信任。

第三，金融市场具有创新机制，各种专业机构和专业人员根据储蓄者多样化的储蓄要求，提供多种多样、风险与收益相匹配的金融工具，足以满足储蓄者的要求。而且，新的金融工具层出不穷，适应了储蓄者偏好的变化和不断提高的储蓄愿望。

（二）配置功能

金融市场的配置功能是指金融市场促进资源合理配置,实现社会财富和风险的再分配功能。

1. 在金融市场上,买卖双方的相互作用决定了金融工具的价格,金融工具价格的波动反映了不同部门之间收益率的差异。在价格信号的引导下,资金能够迅速地转移到需求最为旺盛、最有效率的、能够准确把握投资机会的单位手中,这一过程被称为“价格发现过程”(price discovery process)。金融资源的流动又引导着真实资源的流动,同时克服了投资项目的不可分性,从而有利于形成资源在不同地区、部门、行业和企业之间的最优配置格局,促进资源的有效利用。

2. 在经济金融化的时代里,金融工具或金融资产已经成为社会财富的重要存在形式。与实物资产相比,金融资产具有价值增值、不容易磨损、便于保管等特性。同时,金融工具价格的波动,又会改变社会财富的存量分布,即实现了社会财富的再分配。

3. 金融工具的定价遵循“无套利均衡”的原则,金融工具价格的确定实际上反映了风险和收益的动态均衡。金融市场的参与者可以根据自身对风险的态度选择不同的金融工具,风险厌恶者可以将财富的大部分以银行存款和政府债券的形式加以持有,而勇于冒险的风险偏好者则可以选择股票以及杠杆作用较强的衍生工具。前者为追求安全而转移风险,同时也放弃了获取高额回报的可能;后者在承受较高风险的同时,也拥有得到较大收益的机会。这样,就使社会整体的风险趋于均衡。

(三) 调节功能

金融市场的调节功能主要是指金融市场具有调节宏观经济的作用。市场价格机制的自发作用能够促进稀缺资源得到最合理的配置,但不能使宏观经济避免周期性波动,因此,政府需要借助于宏观经济政策确保经济稳定。而金融市场的存在为政府实施宏观调控创造了条件,尤其是存款准备金、再贴现和公开市场操作等货币政策工具的实施都必须以金融市场的良好发育为前提。

金融市场的调节功能还表现在对金融市场参与者自我完善的促进上。这是因为,投资者为了实现自身的利益最大化,必须谨慎地挑选投资对象,工商企业也只有通过科学管理、保持良好的发展势头才能继续生存并发展壮大,否则就难以在金融市场上继续筹资——这实际上也是金融市场对国民经济活动的自发良性调节。

(四) 反映功能

金融市场的反映功能是指金融市场作为国民经济的信号系统,是国民经济的“晴雨表”和“气象台”。这主要表现在以下几个方面:

1. 由于证券买卖大部分集中在证券交易所进行,人们可以及时从中了解到各种证券的行情和投资机会,并通过上市证券企业公布的财务报表,了解到企业的经营状况、业绩和效益。某一企业的经营好坏及公众对某产业前景的判断,可以很快从证券价格的涨跌中反映出来。

2. 金融市场交易直接和间接地反映了国家货币供给量的变动, 货币的紧缩和放松都是通过金融市场来进行的, 货币政策实施时, 金融市场立即会有反应, 出现波动, 表现出银根的紧缩和放松。而货币供给量的变化反映着宏观经济运行的状况。

3. 日益发达的电子信息系统广泛收集和传播着各种金融信息, 将全球金融市场连成一体, 从而使人们得以及时了解世界经济发展变化的情况。

第二节 金融市场的构成要素

一、金融市场的主体

金融市场的主体即金融市场的参与者, 包括个人或家庭、工商企业、政府部门、金融机构和中央银行等。

(一) 个人

个人并不是简单地指某一个人, 而是指千千万万的以非组织成员的身份参与金融市场活动的人。西方国家传统上称之为公众 (public)。例如, 某一企业的经理以他个人名义而不是该企业的名义买进一笔股票时, 他就是金融市场上的个人参与者。个人参与金融市场的目的通常是调整自己的货币收支结构, 追求消费的最佳效果和投资收益的最大化。个人既可以是金融交易中的买方, 也可以是卖方。作为买方时, 他们是金融市场上的投资人, 用现期的货币收入或货币积蓄买进金融工具, 如股票、债券等, 推迟现期消费, 追求最大化的未来收益。作为卖方时, 他们的动机则十分复杂: 有时是为了筹措现金购买另外的金融工具, 以转变资金投向; 有时是为了利用未来的货币收入增加现期消费, 追求消费的最佳化, 如借入住房抵押贷款等; 有时是为了避免风险或进行投机; 有时则只不过是为了应付一笔开支而将手中的金融工具出售。

(二) 工商企业

工商企业在金融市场上首先是筹资人。西方国家的工商企业通常采用公司的组织形式。无论是工业公司、商业公司还是其他实业公司, 总会因为各种原因不断出现短期、中期、长期的资金不足。为了弥补资金不足, 公司可选择向银行借入贷款或在金融市场上发售不同性质的金融工具, 如股票、债券、短期商业债券等, 吸收各种期限不同的资金。公司也可以是金融交易中的买方, 通过买进金融工具进行长期、中期、短期投资。公司投资有两个主要特点: 一是长期投资比较稳定, 例如一个公司购买另一个公司的股票或长期债券, 一般不在短期内转手出售, 而是长期持有, 以便享受优厚的股东或主要债权人的权益, 很少受短期性市场波动的影响; 二是短期投资交易量大。同个人相比, 公司的经济实力要大得多, 其临时闲置的资金

规模往往很大，因而是短期金融市场工具交易中的主要资金来源之一。

（三）政府

有政府及其机构参加的金融交易绝大多数都是大额交易，因此，政府是金融市场上非常重要的参加者。西方国家的政府都是金融交易中的主要卖方，无论是在凯恩斯主义得势还是货币主义盛行时都是如此。政府及其有关机构通过发行各种债券，大量地、经常性地筹集各种来源、各种期限的资金，利用金融市场调节财政收支状况。在政局比较稳定的情况下，政府筹资有借必还，风险极小，而且期限和利率档次较多，可以满足金融市场上各类投资人的不同需要，因此，政府债券往往被看做最佳的金融市场工具。

（四）金融机构

金融机构是金融市场上的特殊参加者，也是专业参加者。从表面上看，金融机构是金融市场上最大的买方和卖方，它们一方面创造着大量的金融工具，另一方面又大量地购买金融工具。但实质上，金融机构并不是资金的初始供给者和最终需求者。在金融市场上，金融机构对产生资金需求的交易方来说是资金供给者，而对持有剩余资金寻找投资机会的交易方来说则是资金需求者。在每笔金融交易中，金融机构买是为了卖，卖是为了买，它们的买和卖最终是为了金融市场其他参加者的买和卖。这就是金融机构作为金融市场参加者的特殊性之所在。

金融机构又是金融市场上惟一的专业参加者。它们的专业就是参加金融市场活动，为潜在的和实际的金融交易双方创造交易条件。它们每天的业务就是提供各种中介服务，沟通金融市场买方和卖方之间的信息往来，为买方寻找卖方，为卖方寻找买方，从而为买卖双方降低寻找成本，使潜在的金融交易的可能性变成现实。因此，它们往往被称为“市场创造者”（market makers）。

作为金融市场参加者的金融机构大致可以分为三类：各种银行、市场中介机构和合同式储蓄机构。银行作为筹资人时，向金融市场发行大量的长期债券或大额可转让存单，吸收市场的闲散资金，用于贷款或投资。作为投资人时，则购进大量的政府债券、银行承兑汇票和少量高安全度的公司债券。多数西方国家的商业银行通常是国库券的最大买主，把国库券作为应付提现的二级准备。市场中介机构主要包括证券交易公司（dealers）和经纪人公司（brokers），它们的主要业务是为持有并想出售金融工具的卖方寻找买方，为持有资金并想购买金融工具的买方寻找卖方（在有些西方国家，商业银行也可以兼营市场中介机构的业务）。合同式储蓄机构主要是指人寿保险公司、养老金基金、信托公司等吸收个人专项储蓄存款的金融机构，它们吸收个人为某种特定目的（如保险、养老、投资）积攒的现期货币收入，在合同规定的支付期到来之前将这笔资金用作投资，购买一些期限较长、收益较高的金融工具。它们的特点在于使小额的资金供给者进入金融市场，把零散的资金供给汇总成大额、稳定的资金来源，用来满足大规模的资金需求。

（五）中央银行

中央银行参加金融市场的目的与其他参加者有着本质的不同。它购买金融工具不是因为出现了临时剩余资金，出售金融工具也不是为了筹集资金弥补自己的资金不足。中央银行的金融市场活动是以实现国家的货币政策、调节经济、稳定货币为目的的。中央银行积极参加短期资金交易，通过买卖金融工具，投放或回笼货币，从而控制和调节货币供给量。有时，中央银行也参加外汇交易，抛售或购入本国或外国货币，以维持本国货币汇率的稳定。中央银行作为金融市场的参加者，其身份和地位是双重的。在每一笔具体的金融交易中，中央银行是公平交易的一方，它根据平等自愿的原则按照价值规律与其他金融市场的参加者进行买卖活动。有时，中央银行还是金融市场的主要管理者，它通过制定金融交易的基本规则和管理作为金融市场专业参加者的金融机构，直接和间接地影响金融市场交易活动，并利用对货币供给量的调控，从根本上控制和协调整个金融市场上的资金供求规模。

二、金融市场的客体

金融市场主体进入金融市场进行金融交易的目的，无非是为了货币资金融通，资金的融通是建立在信用关系的基础之上的，它往往必须借助某种金融工具方能得以实现。因此，金融市场的客体就是金融工具。

从形式上看，金融工具常常不过是一纸契约，而这纸契约却是有价的，原因在于它通过标明相关各方的权利和义务保证了持有人对未来现金流的索取权。常见的金融工具可以分为债务性金融工具（debt financial instruments）和权益性金融工具（equities financial instruments）两种类型。债务性金融工具能够给其持有者带来固定的收益，债券和存款单都是债务性工具；权益性金融工具的收益水平取决于发行人的经营状况，而且支付顺序在债务性工具之后，如普通股股票就是最典型的权益性工具。还有一些金融工具介于两者之间。例如，优先股股票就是一种要求固定回报的股权，但其收益的支付排在债务人的后面，因此收益的取得也取决于发行人的经营状况。又如，可转换债券允许投资者在一定的条件下把债权转变为股权，因此也兼具两种不同的特性。

金融工具种类繁多，但均具有以下共同特征：

第一，流动性。金融工具的流动性是指债权与货币之间的转换非常方便。流动性可分为转让性、可逆性、市场性。转让性是指金融工具转让的方便程度；可逆性是指金融工具转让时收回原来投资金额的能力；市场性是指特种金融工具的正常交易情况，如交易量大、交易次数多的金融工具，持有人在转让时所承担的风险小。正是因为金融工具具有流动性，所以，拥有多余货币的人才会向市场提供货币以购买债权，并获得红利或利息等收益，而在需要货币的时候则用债权换回货币。

第二，期限性。金融工具的期限性是指债务人必须在信用凭证所载明的发行日

至到期日的期限内偿还债务。各种金融工具的期限不等，有的期限长，有的期限短。有的金融工具如股票除按期支付红利或股息外，没有偿还本金的期限；有的金融工具如支票可以随时支付。金融工具的期限对持有者来说，一般可以通过转让使长期变成短期、无期变成有期。正是因为金融工具有不同的期限和期限可转换性，才吸引债权人和债务人根据自己的需要进行选择，并满足他们融出和融入资金的需要。

第三，安全性。金融工具的安全性是指它的本息在转让或到期收回时是否会遭受损失的可能性。金融工具存在安全性，是因为它可能会遭到风险：一是违约风险，因债务人道德品质、经营状况使违约现象难以避免，从而不同的债务人发出的信用凭证的安全性具有差异性；二是市场风险，因市场供求关系变动导致利率变动，使金融工具的价格出现风险。因此，资金需求者要根据自己的财力、信息、经验等分析各种金融工具的安全性。

第四，收益性。金融工具的收益性通过收益率表示，它是金融工具给持有者带来的净收益与预付本金之间的比率。正是因为金融工具能够给持有人提供一定的收益，所以人们通常也把金融工具叫做金融资产。收益率可以具体分为三种：一是名义收益率，即金融工具的票面收益与本金的比率；二是即期收益率，即息票金额对现时市场价格的比率，也就是用金融工具的现时市价的百分比来表示的年利息额；三是实际收益率，又称平均收益率，是指金融工具到期所获得的纯收益率，它包括名义收益、资本的损益，能够更准确地反映投资收益率。

金融工具的上述四种特性是紧密联系的。一般地说，安全性与流动性成正比，与期限性和收益性成反比；期限性与收益性成正比，与安全性和流动性成反比。同时，不同的金融工具的上述四性存在着差别，如国债安全性好，公司债券安全性差等。所以，投资者在选择购买金融工具时，难以把这四性统一在一种金融工具上面，而需要分散投资于各种金融工具上。

三、金融市场的组织方式

有了交易双方和交易对象，只是有了形成市场的可能性，还需要有一种形式把交易双方和交易对象结合起来，使交易双方便于联系，共同确定交易价格，最终实现转让交易价格的目的。这种形式便是市场的组织方式。西方国家的金融市场主要有两种组织方式，即拍卖方式和柜台方式。

(一) 拍卖方式 (auction)

顾名思义，在以拍卖方式组织的金融市场上，所有的金融交易都采取拍卖的方式去做成。金融交易中的拍卖和其他商品拍卖一样，是买卖双方通过公开竞争喊价的方式来确定买卖的成交价格。通常，由出售人用高声呼喊加手势把要出售的金融工具的要价报出，通过购买人之间的激烈竞争，报出买价，最后将金融工具出售给

出价最高的购买人。

拍卖方式分为单向拍卖 (one way auction) 和双向拍卖 (two way auction)。单向拍卖中的交易双方, 一方是一个交易群体 (trading crowd), 即一批要购买或出售同一交易对象的交易单位, 而另一方只是一个单独的交易单位。由后者报出买卖对象的出价或要价, 前者交易群体中的各交易单位围绕报出的价格展开竞争, 或竞相抬价以求买进, 或竞相压价以求售出。最后, 单独的交易单位将要出售的工具卖给出价最高的交易对方, 或者从要价最低的交易对方买进要买的工具。双向拍卖中的交易双方都是交易群体, 交易双方在买卖某种金融工具时, 以该工具上次成交的价格为基础, 分别提出各自的出价和要价。买方希望以较低的价格买入, 而卖方力求以较高的价格卖出。针对双方出价要价的差距, 在买卖双方群体中各自展开竞争。买方群体中不断有人为买进而抬高出价, 卖方群体中不断有人为卖出而降低要价, 报出的价格逐步接近, 直至双方群体中的最高出价和最低要价相等, 买卖遂成交。

金融工具的拍卖是在交易所内进行的。进入交易所内交易的人并不全是实际上要买进卖出的金融市场参加者, 而是受其委托代理他们买卖的证券交易商和经纪人。证券交易商和经纪人都是由作为交易商会员的证券交易公司和经纪人公司派出的。这些金融市场的专业参加者受实际投资人、筹资人、保值人或投机人的委托, 按委托人规定的条件, 以尽可能有利的价格进行交易。这是拍卖方式的一个显著特点。

在一个国家或地区, 利用拍卖方式组织金融市场活动必须具备以下条件: ①要有一个集中的场所和相应的设施。拍卖的公开竞争定价方式决定了交易双方要直接见面, 讨价还价。因此, 必须有一个有形的、集中的交易场所, 把所有的交易都集中在一起, 以便于相互竞价。这个场所就是交易所。②要有大量的可交易工具。如果市场上已有工具太少, 便无法形成大规模的拍卖交易。③要有相当规模的同质工具, 即同一类工具的数量要足够大。只有同质才能分割, 才能在确定一种工具的价格后让很多人按此价格买卖这种工具, 或使一个人以此价格买卖这种工具的一部分而不是全部。否则, 工具的种类多而数额少, 势必造成拍卖成本过高, 拍卖条件过于苛刻, 致使拍卖无法进行下去。④要有大量的市场中介机构。拍卖交易是由市场中介代理进行的。如果市场中介机构为数过少, 一来无法代理大量的实际交易者, 使多数金融工具无法进入交易所, 二来也难以进行有效的价格竞争, 容易造成垄断。

(二) 柜台方式 (over-the-counter)

与拍卖方式不同, 柜台方式不是通过交易所把众多的交易者集中起来, 以竞争方式确定交易价格, 而是通过作为交易中介的证券交易公司来买卖金融工具。金融工具的实际买卖双方都分别与证券公司进行交易, 或将要出售的工具卖给证券公