

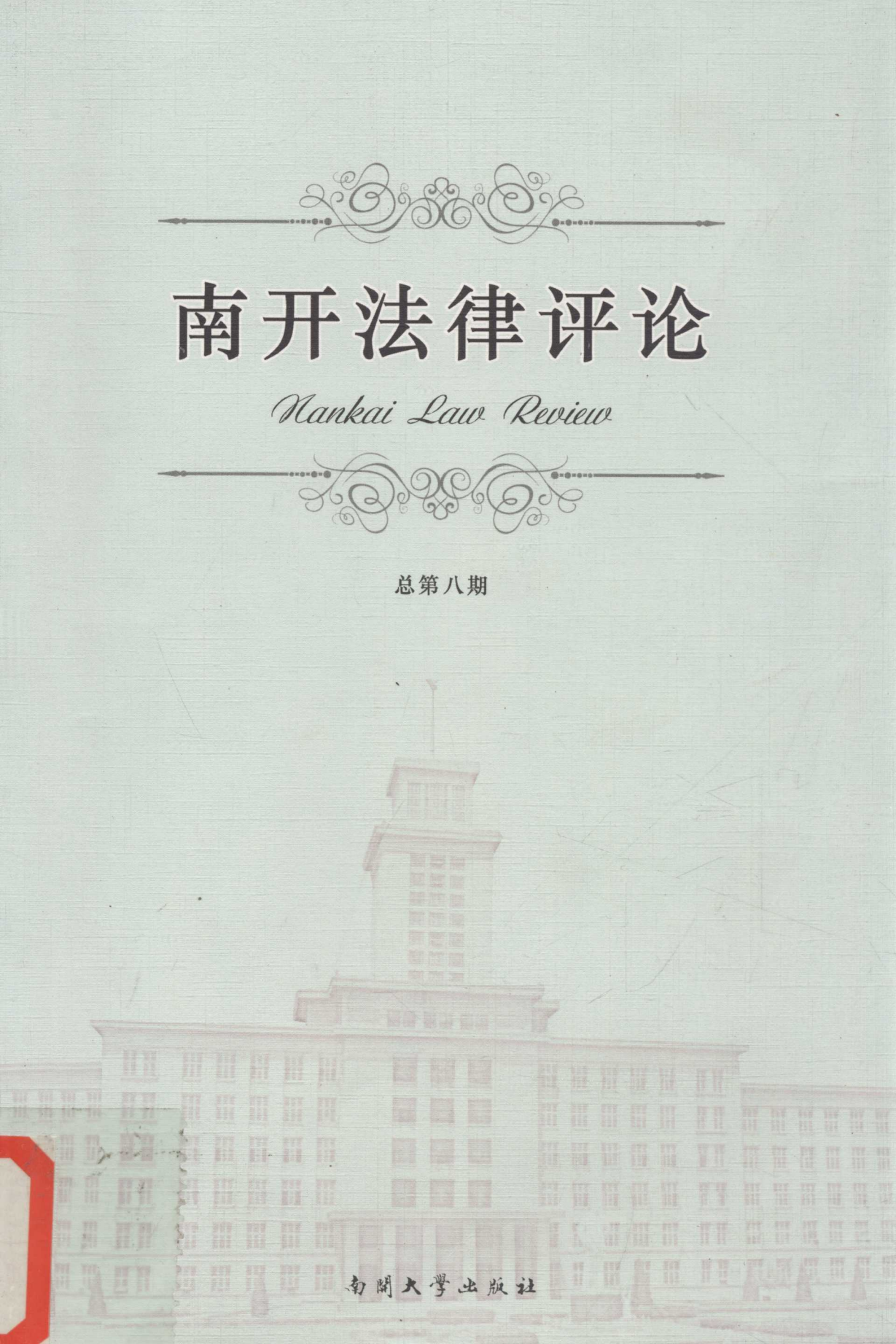


南开法律评论

Nankai Law Review



总第八期



南开大学出版社

09
217

1489400

南开法律评论

Nankai Law Review

总第八期
2013



南开大学出版社
天津

0018311

图书在版编目(CIP)数据

南开法律评论. 2013 / 郑丽景主编. —天津: 南开大学出版社, 2013. 11

ISBN 978-7-310-04344-6

I. ①南… II. ①郑… III. ①法律—文集
IV. ①D9-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 250775 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人: 孙克强

地址: 天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码: 300071

营销部电话: (022)23508339 23500755

营销部传真: (022)23508542 邮购部电话: (022)23502200

*

天津市蓟县宏图印务有限公司印刷

全国各地新华书店经销

*

2013 年 11 月第 1 版 2013 年 11 月第 1 次印刷

250×170 毫米 16 开本 9.625 印张 2 插页 148 千字

定价: 32.00 元

如遇图书印装质量问题, 请与本社营销部联系调换, 电话: (022)23507125

《南开法律评论》编辑部

(按汉语拼音排列)

学术顾问: 柏桦
何红锋
史学瀛
闫尔宝
赵正群
左海聪

陈耀东
李晟
宋华琳
于语和
张心向

程宝库
刘芳
万国华
岳纯之
张勇

付士成
刘风景
魏健馨
张玲
张志坡

侯欣一
刘士心
向波
张丽霞
朱京安

主 编: 郑丽景

编辑委员: 丁渤海

宋玉辉

责任编辑: 窦晶
刘雯
于上

贾圣真
苏艳
杨宇悦

李太超
王果
曾亚妮

李文佳
王增玉
郑文琪

特约编辑: 车剑锋

袁松

张翼

目 录

主题研讨

构建我国以证券商报价制为基础的大宗交易制度 / 刘庆 周晨.....1

浅析我国证券市场的刑事保护体系 / 郭林杰.....12

立法前沿

《经济、社会和文化权利国际公约任择议定书》评述

——写在《议定书》生效之际 / 马玉丽.....21

合同解除效果

——《合同法》第97条的解释论 / 靳羽.....30

论 文

第三方欺诈是否适用信用证欺诈例外原则探究 / 王森亮 张会玉.....47

论诽谤案件中国家公权力的介入 / 周东平 吴小平.....58

原因自由行为可罚性的重新思考 / 尹子文.....75

“直接适用的法”论要 / 杨华.....88

走出公定力理论的困境

——从公定力与起诉（不）停止执行原则的关系谈起 / 李文曾.....100

判解研究

中国企业在美投资保障研究

——以“三一集团罗尔斯公司诉奥巴马”案为视角 / 任鹏…………… 110

评 论

“无神论”的外交宪法学

——简评路易斯·亨金的《宪政·民主·对外事务》/ 王理万…………… 120

优美的循环

——对范·胡克的法律职业化与法律自治性理论的述评 / 张欣…………… 131

《南开法律评论》稿约…………… 143

《南开法律评论》注释体例…………… 145

主题研讨

构建我国以证券商报价制为基础的大宗交易制度

刘庆 周晨*

摘要：多层次资本市场内生地需要多种交易制度提供支持，我国虽然已经建立起适合机构投资者的大宗交易制度，但我国的大宗交易制度仅有形式而没有实质，是依附于集中竞价交易制度的，这种制度安排将成为我国证券市场发展的重大阻碍，未来证券市场的发展必须放弃现有大宗交易模式，建立起以证券商报价制为基础的大宗交易制度，以充分发挥大宗交易制度具有的价格撮合功能和市场稳定器的作用。

关键词：证券商报价制；多层次资本市场；大宗交易制度

随着国际证券市场迅速发展、一体化程度不断提高，全球范围内各国证券市场间的竞争日益加剧。由于各国市场内部投资者结构中机构投资者比重的上升与实力的不断增强，基于基本的市场利益诉求，其对大宗交易的需求也随之不断增强，大宗交易的成交金额在各国市场总成交金额中的比例不断加大。形式上看，我国也建立了大宗交易制度，沪深两市都有大宗交易柜台，但由于对集中竞价交易制度功能的过分夸大以及对证券商报价制研究的缺失，导致我国目前大宗交易市场采用集中竞价模式，缺乏证券商报价制的支

* 刘庆，中国人民大学法学院 2012 级民商法学博士研究生，主要研究领域为民法、证券法。周晨，浙江省台州市路桥区人民法院法官，法学硕士。

持,大宗交易应有的价格撮合功能无法发挥,实际上是依附于集中竞价制度的一个市场,以至于产生机构投资人市场缺失和类主板化等不良后果。未来多层次资本市场的建设中,真正意义上的证券商报价制的引入将是一个不可回避的课题,本文拟对这一问题进行探讨,以期对我国多层次资本市场的建设有所裨益。

一、我国目前大宗交易制度的现状及存在的问题

大宗交易即指证券市场上单笔交易规模远大于市场平均单笔交易规模的交易。^[1]这种交易制度突破了按照“价格优先、时间优先”原则进行撮合交易的单一竞价交易体制,采用协商定价的方式,可以降低谈判购进和交易成本,是机构投资人十分乐于采用的交易方式。大宗交易制度的出现,有助于提高市场稳定性和流动性,降低机构投资者的交易成本,并有利于提高证券市场的资源配置效率。^[2]随着中国证券市场的快速发展,投资者结构逐步发生变化,机构投资者日益成为市场交易的主体,无论从其投资组合还是从交易行为的具体需求,都亟需有与之相适应的大宗交易模式的出现。

(一)我国目前大宗交易制度的现状

我国证券市场最初于B股市场尝试建立了一些大宗交易制度,如深交所于1993年8月6日公布的《深圳证券交易所B股对敲交易暂行规则》中即以对敲交易的形式初步对大宗交易制度进行了设计。2002年2月26日,深交所推出《深圳证券交易所大宗交易实施细则》,并于2003年对其进行修订,将原来仅适用于B股市场的大宗交易扩展至包括A股、B股、基金、债券和债券回购,扩大了交易品种的范围。而我国的大宗交易自2002年3月19日

[1]《上海证券交易所大宗交易实施细则》第二条:“在上海证券交易所(以下简称本所)市场进行的证券单笔买卖达到如下最低限额,可以采用大宗交易方式:(一)A股交易数量在50万股(含)以上,或交易金额在300万元(含)人民币以上;B股交易数量在50万股(含)以上,或交易金额在30万美元(含)以上。(二)基金交易数量在300万份(含)以上,或交易金额在300万元(含)人民币以上。(三)债券交易数量在2万手(含)以上,或交易金额在2000万元(含)人民币以上。(四)回购交易数量在5万手(含)以上,或交易金额在5000万元(含)人民币以上。根据市场情况,本所可以调整大宗交易的品种和最低限额。”

[2]董安生等:《中国资本市场战略转型的法制环境:高透明度与国际化的法律与规则体系》,中国民商法律网, <http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=32025>, 访问日期:2012年12月2日。

银河证券与上海金证信息投资咨询有限公司的罗牛山流通股交易开始至今,已经历了十个年头。但由于受到单一投资者指令驱动交易制度的影响,我国的大宗交易制度功能的发挥受到了很大的制约。一方面,我国大宗交易采用集合竞价方式,使得大宗交易依附于集中竞价交易制度,独立性无从体现,其所具有的价格撮合功能也无从发挥。根据我国目前的证券交易规则,凡交易量达到或超过 50 万股的股票交易均可以向大宗交易柜台申请进行大宗交易,大宗交易柜台在接到申请后将贮存其交易报单而不立即撮合,在交易所当日直接竞价交易结束时,再根据当日该股交易的平均交易价统一撮合成交,也就是说,我国目前对于大宗交易实际采取的是集合竞价制度,这种集中存贮大宗交易报单的做法实际上否定了证券交易人报单中的报价因素,它使得大宗交易报单仅具有形式性意义和抽象性意义,使得大宗交易报单仅具有报买数量或报卖数量的意义,而不具有具体报价的意义,与国外快速发展的多样化大宗交易形式相比^[3],我国大宗交易制度已明显落后。另一方面,大宗交易采用集合竞价方式,未区分机构投资人和散户的不同交易需求,把散户交易和大宗交易类同化,使得机构投资者也只能适应这一制度的要求,由此造成机构投资者投资模式散户化的严重问题。同时,大宗交易采用集合竞价方式实际上否定了大宗交易者意思自治的权利,而将与之无关的集中竞价交易平均价格强加于当事人,否定了证券交易买卖中极端复杂的交易条件。

总的来说,我国目前所采用的大宗交易制度实际上是仅有大宗交易形式而无大宗交易内容的制度。而造成这种状况的原因,宏观上,是我国国资管理部门单一追求国股高成交价意志的反映,并且为实现这一意志不惜牺牲市场经济中最基本的交易原则;在微观制度层面,则是因为我国资本市场长期以来实行投资者指令驱动这一单一交易制度,并未发展出真正意义上的证券商报价制度。而且,理论上对集中竞价规则优点的过分夸大,使得我们对证券商报价制度缺乏一个清醒的认识,甚至理所当然地认为证券市场就是集中竞价交易市场,这种观念对我国多重市场的健康发展是非常有害的。

(二) 形式化的大宗交易制度带来的后果

以证券商报价制为基础的大宗交易制度的存在是机构投资人培育、机构

[3] 参见李平、高洁、汪强:《纽交所大宗交易机制的演进及启示》,载《证券市场》2012年第10期。

投资人市场存在和发展的重要条件，我国并不存在完整的大宗交易制度，这导致机构投资者也只能适应机械的定价机制，由此造成机构投资者市场缺失与类主板化等严重问题。

以我国的三板市场为例，三板市场作为场外交易市场，上柜公司质量相对较差，股票投资者交易意愿较低，市场中股票的流动性相对于主板市场较弱，存在着即时流动性差的问题，当交易量极度萎缩时，由于供求不足，成交会非常困难，缺乏流动性将使委托不能成交，那么市场就失去了存在的基础，因此，提升三板市场即时流动性成为三板市场健康发展的关键，这就要求我们在证券商报价驱动制的基础上实行做市商制度，发展机构投资者市场。证券商报价制度在解决市场流动性差这一问题上较集中竞价交易制度具有天然的优势，指令驱动制下，投资者的买卖指令通过拍卖成交形成证券价格，但指令通常并不是同时到达市场的，因而指令驱动本身就存在着“即时流动性”的问题，特别是对于风险较高的小盘股，在竞价制度下往往无人问津，流动性的问题更为严重。与此相反，报价驱动制可以活跃市场，维持交易的连续性和市场的流动性。在报价驱动制下，中介商通过连续的报价买卖，为市场提供了“即时流动性”。当市场在某个价位上缺乏交易对手时，中介商会即时调整其报价来促成交易。此外，报价驱动制处理大额交易指令的能力也是指令驱动制不可比的。大宗交易难以适用指令驱动制，根本原因在于证券的零售和批发存在本质区别。若硬性规定适用指令驱动制，只能导致机构投资者的投资成本过高使得大宗交易制度名存实亡，同时也会加剧证券市场的波动。相反，在报价驱动制下，通过中介商的合理报价可以促成大宗交易的迅速完成而避免市场的剧烈波动，同时也会促进机构投资者市场的长足发展。而目前，我国三板市场中仍实行单一的集中竞价交易制度，证券商报价制的缺失严重影响了机构投资人的培育，造成机构投资者市场的缺失，进而使得我国的三板市场也被搞成了一个类主板化的市场。

报价制基础上的大宗交易的缺失同样也造成了我国交易所债券机构投资者市场的缺失。由于债券自身的收益较股票相对低，因此只有在大宗交易中才会产生可观的利润，如果在交易所竞价交易下，大宗交易指令很难在短时间内找到对手方，同时，债券价格受到市场利率、通货膨胀率、基础货币量等宏观经济变量的影响，较股票少得多，这使得债券的价格波动幅度及方向并不像股票那样反复无常，在价格变化不大时，交易也就不十分活跃。债券

的这一特性决定了债券整体的流动性相对股票较低，并不适合于交易所的竞价交易方式，债券的上述特征内在地要求与之配套证券商报价制度，这在我国目前分割的债券市场中体现得尤为明显。目前，我国债券市场分为银行间债券市场和交易所债券市场，银行间债券市场实行经纪人报价的大宗交易制，交易所市场债券交易方式以竞价制为主。在银行间债券市场中，经纪人报价系统的引入有效地激活了市场的交投，交易金额达到千万乃至上亿的交易比比皆是，这也使得银行间债券市场的交易量占整个债券市场的95%以上，机构投资者市场得到充分发展；相比之下，实行指令驱动模式的交易所债券市场，机构投资者市场缺失，无论从规模还是交易活跃程度上都远不及银行间债券市场。

总之，造成机构投资者市场缺失与类主板化等严重问题的根源在于我国市场没有与之相适应的证券商报价制度的支持，未来我国多层次资本市场的建立必需证券商报价制。

二、证券商报价制度的引入

证券商报价制度是依证券价格形成的主导力量不同而与指令驱动制相对的一种交易制度。它是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的特许的中介商，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格，并在该价位上接受公众投资者的买卖要求。在报价驱动制下，买卖双方的委托不直接成交，证券的交易价格由报价的中介商直接决定。中介商通过这种连续的报价，活跃了证券市场上的转手交易行为，维持了市场的流动性。它与指令驱动制的运作方式存在以下三点区别：①价格形成的主导力量不同。在指令驱动制下，交易双方提交指令通过竞价制度形成证券价格，证券价格由交易双方决定；而报价驱动制下，由特许的中介商进场报价提供证券的价格。②对市场参与者信息掌握程度的假设不同。指令驱动制所隐含的假设是市场参与者均为成熟投资者，都较为理性，能熟练收集、分析信息，并能够对价格走势做出独立的判断，然后将这些判断变成交易指令，交给市场去验证；而报价驱动市场假设由专业人士掌握信息，只有专家才能分析信息，通过其报价交给市场去判断，投资人接受报价的多少将促使报价向真实价格靠拢。因此，这种市场采取一些措施保证专家在信息上的优势，市场能否获得成功取决于证券商

的素质及投资人对证券商的信任度。③对市场风险的假设不同。在指令驱动制下,上市的证券一般质量较高,市场参与者往往要求组织者对拍卖的证券质量做出保证,上市公司信息披露充分,假设参与者是风险逃避者,市场的风险较低。而报价驱动市场的设计者假定市场参与者对风险的承受力较强,市场总体风险较大。一方面要求中介商对其报价承担一定的风险,另一方面在中介商对证券进行评价并报价后,投资者可以根据自己的分析来决定是否承担风险。^{〔4〕}

证券商报价制的引入一方面允许当事人之间以符合市场规律和公平合理的方式自由议定价格,改变我国目前大宗交易制度缺乏独立价格撮合功能的缺陷,避免对交易价格形成强制性规定,以减少在价格形成上过多的行政机械干预,从而实现优化资源配置;另一方面,对于我国证券市场的稳定和证券经纪制度的改革也将产生意义深远的影响。

(一) 证券商报价制度的估值约束效应是市场的“稳定器”

证券商报价制度的估值约束效应是指,证券商往往能够对其所投资产品的价值进行一个较为准确、客观的估量,将自己的投资行为纳入估值的框架内,从而使证券投资受到产品估值的严格约束,不至于严重偏离产品真实价值,避免盲目的追涨杀跌带来的泡沫化,从而起到了市场“稳定器”的作用,避免了市场的大起大落。机构投资者往往精通专业知识,投资经验丰富,信息资料齐备,分析手段先进,其投资决策建立在对上市公司的深入分析和对宏观经济的详细研究之上,投资行为较为理性,不会过多受市场波动的影响,客观上起到了稳定市场的作用。而且,为了尽可能降低投资风险,机构投资者往往会经过慎重研究、分析建立合理有效的投资组合,这些投资组合一经确定就不会频繁变动,也就是说,机构投资者往往恪守长期的投资理念,不会频繁在证券市场上进出,减少了股市的波动,而又由于其资金规模较大,从而发挥了市场“稳定器”的作用。机构投资者在对某种产品进行投资的过程中,对该产品的市场价值能够有一个很好的估值,并且其投资也严格受到该价值的约束,当某一产品的价格到达产品的估值临界时,证券商便会限制进一步报单的条件,从而避免散户投资者市场中经常出现的涨破、跌破的情

〔4〕何杰:《证券交易制度论》,经济日报出版社2001年版,第140页。

形。因此,证券商报价制下产生的产品价格比指令驱动制下的产品价格更为稳定,也可以更为准确地反映潜在价值。造成这一差别的主要原因除了机构投资人在投资经验和技術方面拥有优势外,还有证券商在市场中存在的竞争关系,这在期权市场中尤为典型。证券商长期在市场投资,对市场中存在的机构投资人数量有着准确的把握,进而能够知道某一产品市场的需求量,产生一个需求总量的概念,加之各机构投资者之间的相互竞争关系,当某一产品投入市场时,往往会出现抢单的现象,该现象反映在价格曲线上就表现为:产品在进入交易阶段,在其开盘的一刻,大量资金瞬间涌入,产品价格一步到位,各投资机构对于产品价格、投资机构数量都有着准确的把握,因而不易受到外界不良信息的干扰,受到所谓的过度反应理论的影响也是相对较小的。^[5]而在投资者指令驱动交易模式下,散户化的投资者使得估值约束效应无法得以发挥,导致其盲目投资,追涨杀跌,给市场造成很大的冲击。

我国市场中长期实行单一的集中竞价交易模式,使得我国对于证券商报价制度缺乏一个清晰的认识。证券商报价模式下,买卖双方的委托不直接成交,证券的交易价格由报价的中介商直接决定。证券商作为特许的注册经纪人,要派其代表进场提供股票的双向报价,即所谓的选派“马甲”入场,场外马甲则负责联系客户,并将客户指令报给场内马甲,由场内马甲本着客户利益最大化的原则进入市场进行交易。客户上报交易指令的形式非常多样,证券商原则上不得改变客户交易指令,仅能在指令价格范围内为客户利益最大化进行浮动,经纪人与客户之间简单的代理关系被打破,形成复杂的信托关系,信托关系将赋予证券经纪人更大的商业判断权力,彻底改变现阶段证券公司接受投资人报价后简单地为其报单的工作内容。为了更好地实现投资人利益最大化这一目标,不同证券商之间竞争加大,从而引起交易方式、手段的电子化的变革,这就要求证券商在较大程度上参与证券价格的形成过程,为市场提供流动性。该制度需要经纪人发挥其在报价驱动市场所需的询价功能,要求经纪人必须掌握尽可能多的市场信息,利用专业知识、技术和经验去分析判断这些信息,为市场提供公正、合理的报价,并在此基础上为客户提供尽职的服务。证券商报价驱动制度充分贯彻了“买者自负”的原则,在证券商进行报价后,投资人根据自身状况做出是否愿意承担这种交易风险的

[5] 参见: De Bondt, W.F.M. and R.H. Thaler. "Does the stockmarket overreact?". *Journal of Finance*, 1985, 40: 793-805.

判断。

目前,我国证券交易所内部实行投资者指令驱动制度,包括中小板、创业板都采取同一的集合竞价交易制度,此种制度安排已成为我国多重市场发展的巨大阻力,因此,适时地将证券商报价制度引入交易市场已成为发展我国多层次资本市场的必要之举。以创业板市场为例,我国的创业板市场是在主板市场之外、主要为高科技等高成长性企业提供股权融资而设立的证券市场,创业板上市的企业大多处于成长期,经营期限短,盈利能力不稳定,前景不明朗,创业失败的风险很大,同时,市场的低门槛也可能导致一些素质较差的企业包装上市。创业板市场的高风险性特征决定了其不适宜对所有类型投资者开放。散户投资者会产生所谓的“反估值约束效应”,若允许散户投资者进入高风险的创业板,无疑会加剧市场波动,将证券商报价制度引入创业板,由具有专业知识、投资经验丰富的机构投资人不断向市场提供报价,一方面稳定了市场,发挥了市场“稳定器”的作用,另一方面,通过证券商不断地为股票提供双向报价,为市场提供了即时流动,起到了活跃市场、维持交易的连续性和市场的流动性的作用。因此,适时地引入证券商报价制度是我国建设真正意义上的多层次资本市场的必经之路,若证券市场继续采取单一的交易制度,那么未来无论设立多少新市场,都将是类主板市场,依然不能解决现有资本市场存在的基本问题,也与我国发展多层次资本市场的战略目标相悖。

(二) 证券商报价制度对证券经纪制度的改革

我国大宗交易市场比照集中竞价成交价格成交的恶劣局面和类主板化的多重资本市场的改变都依赖于未来证券商报价制度的引入和多种交易制度的发展。同时,证券商报价制度的引入还会对我国目前的证券经纪制度产生重大的影响。

引入证券商报价制度对我国目前经纪队伍的改革影响较大,它会使得证券商培养出场内报单员和场外报单员,从而产生真正意义上的证券经纪队伍。证券商作为特许的注册经纪人,需要派其代表进场提供股票的双向报价(即所谓的选派“马甲”入场,发展出场内报单员和场外报单员),场外报单员负责联系客户、接受客户的交易指令并将指令传达给场内报单员,而场内报单员负责股票买卖,在很大程度上参与了证券价格的形成过程,为市场提供了

流动性。^[6]这就需要经纪人发挥其在报价驱动市场上的询价功能,要求经纪人必须掌握尽可能多的市场息,利用专业知识、技术和经验去分析判断这些信息,为市场提供公正、合理的报价,并在此基础上为客户提供尽职的服务。这亦将对证券公司的内部人员结构和管理体制产生巨大的冲击。证券公司将不得不在各类市场中建立起完善的报价体系,现有的经纪人制度将难以适应,从而催生多层次经纪人制度。为了降低交易成本、争夺客户资源,各会员经纪商将在各类交易所、柜台、大宗交易平台和控制权转让市场派驻相关的报单员、开发相应的电子报价系统和制定相配套的经纪业务活动规程。从投资人的角度看,交易制度的变革会引起证券公司经纪业务的重大变化,产生类似美国传统的“街名”制度,即股票投资人可以将其股票名义权利登记在证券经纪人、金融中介人或其他受托人名下,而其权利则受到《公司法》、《信托法》和特别法规的保护,证券公司下属的部分经纪人将专门负责拉拢、联系客户。这必将使我国原本功能单一的经纪人队伍朝着多元化、多层次的成熟方向发展。另外,证券商报价制度的引入实际上会给证券商创造一个新的盈利模式和盈利空间。从目前各大证券公司的业务利润组成结构来看,证券商的手续费及佣金收入仍占到很高的比例,见下表。

2011 年营业收入排名前十七位的证券公司的手续费及佣金收入情况表
(来自证券商财务指标)

简称	营业收入		手续费及佣金净收入	
	金额(万元)	增长率(%)	金额(万元)	占比(%)
中信证券股份有限公司	2,503,319.38	-9.94	864,574.83	34.54
海通证券股份有限公司	929,273.00	-4.86	552,253.94	59.43
国泰君安证券股份有限公司	744,517.63	-14.96	490,074.10	65.82
国信证券股份有限公司	605,631.18	-22.41	517,883.21	85.51
广发证券股份有限公司	594,567.06	-41.82	443,036.28	74.51
中国银河证券股份有限公司	592,296.32	-25.03	449,521.91	75.89
招商证券股份有限公司	522,515.57	-19.45	360,367.21	68.97
申银万国证券股份有限公司	493,034.66	-29.97	364,957.63	74.02
光大证券股份有限公司	449,848.07	-10.99	320,816.68	71.32
中信建投证券股份有限公司	400,034.24	-29.59	318,617.14	79.65
中国国际金融有限公司	328,720.51	-40.85	289,508.31	88.07

[6] 董安生、何以、阮金阳:《业务线视角》,载《资本市场》2012 第 3 期。

续表

简称	营业收入		手续费及佣金净收入	
	金额（万元）	增长率（%）	金额（万元）	占比（%）
平安证券有限责任公司	305,592.37	-20.53	264,553.91	86.57
齐鲁证券有限公司	304,704.32	-33.01	268,343.79	88.07
安信证券股份有限公司	296,181.43	-25.76	257,842.62	87.06
东方证券股份有限公司	257,321.20	-16.74	169,963.61	66.05
中国中投证券有限责任公司	245,957.74	-39.35	203,226.57	82.63
宏源证券股份有限公司	235,370.36	-28.78	178,826.59	75.98

说明：2011 年营业收入排名前十七位的证券公司的手续费及佣金收入占其总营业收入的 75.35%。

资料来源：Wind 资讯。

实行证券商报价制度，辅之以做市商制度，由具备一定实力和信誉的特许证券商作为中介商，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格，允许各证券经纪商自行储存和买卖其客户所报买或报卖的证券，以赚取其中的买卖差价，将使得证券商靠天吃饭的利润结构发生重大改变。一旦投资者指令驱动交易模式一统天下的状况被打破，证券商报价驱动制得到逐步发展和广泛应用，对于广大证券商来说，仅靠电子自动撮合交易系统获取的经纪收入肯定将无法满足其对新增利润增长点的追求，未来，这将会是其利润的重要来源，这也符合国外证券商的发展趋势。

三、我国债券市场证券商报价制的完善

目前，我国债券市场存在的主要问题是银行间债券市场和交易所债券市场分别由银监会和证监会管理的体制问题，但是在交易制度方面仍存在着需要进一步改进的地方。在交易制度方面，银行间债券市场采用经纪人报价制，反映了债权市场的发展方向；而交易所债券市场的债券交易方式以单一的集中竞价制为主，成为交易所债券市场的发展阻碍。同时，银行间债券市场实行的证券商报价制仍有进一步完善的地方。

我国银行间债券市场实行报价驱动制，交易所债券市场实行指令驱动制。在以机构投资者为市场参与者的银行间债券市场中，采用报价驱动制能够更好地应对大宗交易对价格带来的波动以及降低交易成本，在处理大额买卖指令时更为有效。但在银行间市场的各类投资者当中，商业银行尤其是国有商

业银行在银行间市场具有举足轻重的地位，拥有大量的资金和债券头寸，在实名制的网下询价谈判过程中，难免发生其利用自身优势打压其他机构投资人的情形。从这个意义上说，使银行间债券市场提供撮合是能够避免“讨价还价”时出现的“倚强凌弱”的谈判现状的。但由于债券市场产品和流动性的限制，我们不能采用由同业中心提供交易价格、交易数量等要素全部确定的撮合，这在银行间市场现有流动性下达成债券这种大宗交易是不切实际的。为避免商业银行在询价谈判过程中出现打压其他机构投资人的情形，可以采用匿名交易的做法，这种交易制度不仅能够隐匿参与者的交易意向和策略，缓解因大额交易引起的市场波动，促使做市商以及时合理的价格弥补债券头寸，并且能够很好地保证相对弱势的交易者一方在谈判过程中的正当权利，使得谈判过程公平、合理地进行。我们认为，应该在坚持报价驱动制的基础上使交易双方能且仅能在网上进行匿名制的询价交易，且一并废除8个轮次的对话条件和有“交谈权”的一方对交易成立具有最终确定权的规定，使同业中心在未来流动性大幅提升、交易产品种类进一步丰富的情况下提供上述第一种撮合配对服务。

四、结论

我国目前的大宗交易制度仅有形式没有实质，是依附于集中竞价交易制下的一个制度，对大宗交易价格过多的行政干预导致大宗交易的价格撮合功能未能有效发挥，从而挫伤了机构投资人的积极性，严重阻碍了我国机构投资人市场的发展。未来我国证券市场的健康发展必然要改变目前大宗交易制度的现状，发展起以证券商报价制为基础的大宗交易制度，为我国机构投资人市场的发展提供交易制度支持。

（本文编辑：王果）