第一章　绪论

在以往的对证券市场及资产定价理论的研究中，绝大多数学者都把交易制度作为外生变量，认为交易制度在整个价格形成中无关紧要。但是，最近几年市场微观结构理论的兴起，越来越表明交易制度在市场成功和股价形成的过程中起着越来越重要的作用。由于它对市场流动性、稳定性、效率性及交易成本都会产生影响，从而影响证券市场的吸引力，最终会刺激和抑制市场参与。本书即是站在证券交易制度设计者——证券交易所的角度，利用市场微观结构理论来研究交易制度的目标、交易制度的各种手段以及交易制度的中介目标的设计问题。

本章将首先提出问题，阐述选题的目的和意义，然后说明本书的创新、本书的研究方法、本书的布局安排、本书的主要观点以及需要继续研究的问题。

第一节　问题的提出

一、对证券交易制度的关注

1990 年 12 月 1 日和 12 月 19 日，中国经济最具代表性的城

市——深圳和上海相继宣告证券交易所开业。交易所成立不到一年的 1991 年 10 月，我即调入深圳证券交易所工作。九年来，我亲身经历了中国证券交易制度的多次变迁和改革，如深交所的交易方式从白板竞价与口头唱报走向电脑自动撮合，竞价方式从分盘集合竞价迈向逐笔连续竞价，深沪交易所的交易单位、交易时间、信息披露方式的数度调整，电话委托等多种委托技术的采用，涨跌停板制度的取消和重新实施。这些措施，都给证券市场产生了重大影响。但给我印象最深的是 1994 年初上海证券市场发生的“广船事件”和 1995 年 9 月深圳证券交易所对撮合制度的重大改革，这两起事件直接激发起了我对交易制度研究的兴趣，也揭示了研究交易制度的重要性。

1.“广船事件”

1994 年 1 月 26 日(星期三)上午 9 时 25 分，是深沪两个交易所以集合竞价方式产生开盘价的时间，按往常习惯我打开了电脑，发现深证综合股价指数以微跌开盘，而上证综合指数以跳高 12.45 点的 828.34 点开盘，涨 1.53%，这在弱市中是较为罕见的。再一查个股股价，发现“广州广船国际股份有限公司”的股价以 20 元的天价开出，并以大手数成交，较前一日的收盘价 6.58 元上升 203.95%，市场一片哗然。尽管 9 时 30 分进入连续竞价后，该股股价及大盘指数迅速回到正常状态，但仍引起市场极大震动。在市场组织者未及时披露有关股价异常波动原因的情况下，各种说法沸沸扬扬：有传南方资金卷土重来，选择流通盘较大的“广船”作为炒作对象的；有传境外基金入市的；有传境外公司控股“广船”的(“广船”同时在香港联交所上市)；有传这是“广船”庄家的惯用手法的。凡此种种，引来汹涌跟盘，结果“广船”当天成交 0.42 亿股、2.98 亿元，分别比上一交易日猛增 0.34 亿股和 2.44 亿元。“广船”交易额占沪市当天 A 股成交金

额的 49.3%.

第二天出版的《上海证券报》报道说，广东粤财信托投资公司驻场内某交易员在 9 时参与集合竞价时，在将 81 万余股“广船”股票以每股人民币 6.5 元左右的买进申报输入电脑时，错打成 20 元。正在交易厅进行常规检查的上海证交所负责人发现该股开盘价异常，即令暂停交易，并迅速派员向交易员查询原因，由于当事人过于自信，未经复核审查，当即予以确认。[①] 上海证交所在两次重复核实中都得到操作无误的肯定答复后，宣布成交有效。之后，该信托投资公司在低迷的市场中陆续将该笔误购的股票抛出，共损失 1220 余万元。[②]

该事件发生的原因及预估损失额第二天经媒介披露后，我立刻感到，该不幸事件之所以发生，除与该交易员本人的素质不高、风险意识不强、委托系统前端风险控制系统不健全有关外，与交易制度的设计及交易制度设计者追求的目标的偏差（对流动性的追逐远大于对稳定性的考虑）是密不可分的。因为，即使交易员有失误，如该笔委托发生在深圳证交所的交易系统中，是不可能成交的。

据同时期的深交所竞价撮合规则规定，以上日收盘价为基础，上下各 20 个档位（每个档位 0.05 元）的委托才是集合竞价处理的有效委托。以“广船”股票而言，如在深交所上市，其最高可容许的委托仅 7.58 元，且即使以 7.58 元委托买入，开盘价最高也只能以偏离上日收盘价的 3 个档位即 6.73 元开出。

由此可见交易制度对价格形成有着极其重要的影响。交易

① 次年出版的《上海证券年报》（1994 年版）披露说是交易员将 20 元的卖出申报错打成买入申报，可见说法不

② 后来，上海虹口区检察院对该交易员以玩忽职守罪提起公诉，1995 年 4 月，上海虹口区人民法院对该交易员 审判处三年有期徒刑。

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

制度的不合理对个体的损害（交易员的前程及券商的损失）是巨大且显而易见的，但它对总体市场的不正常波动的影响及所带来的潜在风险往往被人忽略。

2.1995 年深交所竞价规则的改革

深沪两个交易所尽管建立的时间相同，所处的宏观经济环境一样，但由于在发展思路、运行机制、交易成本等方面的不一致，两个证券市场在交易量、新增上市公司数、投资者人数等方面出现了强弱转换。

在 1992 年以前，深圳可以说是全国的证券交易中心。1991 年深圳证券市场成交 35 亿元，上海仅成交 17 亿元；1992 年这个指标（含 A、B 股，基金）深圳为 434 亿元，上海为 247 亿元。但 1992 年"8.10"事件之后，[①] 深圳的"大哥大"位置逐步让位于上海，并且其差距有渐渐拉大之势：1993 年深沪两市成交值分别为 1286 亿元、2380 亿元；1994 年分别为 2392 亿元、5735 亿元；1995 年分别为 933 亿元及 3103 亿元。到 1995 年底，深市发行总股本为沪市的 53.66%，开户数为沪市的 81.33%。舆论一致认为，深交所面临严重的生存危机。

1993 年至 1995 年造成深市在竞争中处于劣势的原因可总结出很多，但交易制度的制约是深市疲弱不振的一个极其重要的原因。我们知道，中国股市在这三年呈逐年下跌的趋势，而这三年又是深沪两个市场初步全国化的关键年份。在大势低迷时期深沪两市交易量差距不算大，但每一次突发行情到来时深市的"不良"表现造成随后参与深股交易的投资人进一步减少，对

① "8.10"事件是深圳在发行新股抽签表的过程中，由于供求严重失衡、发行方式未遵循市场规律及售表过程中出现不正之风而酿成冲突的不幸事件。具体内容可参考王健、何杰编著的《世界证券市场重大事件》一书，海天出版社 1993 年 12 月。

证券商开通深股交易的吸引力也随之减低，步入了交易量小、股价波幅小、投资人不愿参与、证券商不愿开通席位、交易量相对更小的恶性循环之中。1994 年 7 月 29 日，国家有关部门宣布“三大政策”后，[①] 到 9 月 13 日，沪市综合指数涨幅为 209%，深市综合指数涨幅为 133%；在 1995 年 5 月 17 日中国证监会宣布暂停国债期货交易试点而产生的三天井喷式行情中，沪市涨幅为 54%，深市涨幅为 44.8%。

针对深市吸引力大降的情况，我们在多次外出调研时听到最多的是投资者及证券商普遍反映深股流通性不高、波幅小、不刺激。沪股虽然振幅大，有时投资人亏损也多，但也有解套的机会。一句话，深市交易制度的设计原则不适合“国情”与市场需要，导致竞争乏力。

1995 年 9 月 11 日，为提高电脑系统的内存撮合效率及适应市场需求，深交所经过近半年的努力，新的内存撮合系统正式上线运作。集合竞价方式未改变，但连续竞价由分盘撮合改为逐笔撮合。原模式是新进 30 笔委托或 10 秒钟进行一次竞价撮合，以产生最大成交量的价位作为成交价，能成交者全部按此价格成交，不能成交者参与下次竞价撮合；新模式为进入一笔撮合一笔，能成交者以对方委托价成交，不能成交者按价格优先、时间优先排队，等待与后面的委托撮合成交。前者侧重于稳定，后者侧重于活跃。

新模式的启用，产生了以下五个效果：第一，成交价波幅增大。新进一笔委托可产生多个成交价，而原模式多笔委托可能只会产生一个成交价。第二，成交量及成交笔数增大。第三，成交机会增加。第四，做庄成本降低。假设某只股票收盘前几秒

① 三大政策为中国证监会会同国务院有关部门研究提出的暂停新股上市、研究为证券商融资及研究中外合作基金入市的限制供给和培育需求的三条措施。

中的价格为 6.7 元,如庄家想拉抬股价,以 7 元的价格大手笔委托买入，按原模式则成交价统统为 7 元；而逐笔撮合，则成交价为 6.7 元以上的多个价位（只要先挂有卖单），平均成交价低于 7 元。第五，撮合速度和成交回报加快。据深交所对 1995 年 8 月 28 日的委托进行实测的报告显示，新系统处理委托平均速度为 178 笔／秒,较原先 38 笔／秒提高许多；成交总笔数 72060 笔（成交率 58.1%，分母为含撤单的委托笔数），原系统仅成交 67317 笔(成交率 53.6%)平均振幅 3.107%,原系统为 2.35%。

新的撮合模式的采用增强了市场的流动性和有效性，为 1996 年深市的由弱转强提供了良好的运作机制和相当大的技术支持，使得深市在技术面上与沪市在同一起跑线上赛跑。该项措施后来被总结为深圳市政府采取的激活深圳市场的 12 项重大改革措施之一。这说明交易制度可根据不同的目标来进行设计，对市场的竞争力有至关重要的影响。

此外，近年来国际证券市场的大变革也促成了我对交易制度的深层次思考，如为增强市场吸引力，各交易所纷纷舍弃大堂手工交易而改采电脑自动撮合，一些实行做市商制度的市场也改行委托驱动制度，各交易所投巨资不断改善其监控制度并设置不同的稳定市场的机制。这些都要求我们对交易制度与价格形成及市场绩效间的关系予以深入研究。

二、研究范围

上面分析了我对交易制度的关注原由，但交易制度包含哪些内容呢？

本书所研究的交易制度，是证券交易所为达到一定的目标或履行其基本职责而制定的与交易有关的运作规则，包括：

1. 交易处理方式：竞价是连续的还是间断的；定价机制是做市商报价还是指令（委托）驱动市场；是人工处理还是电脑化；

是集中交易厅交易还是交易厅外交易。

2. 指令类型：限价委托、市价委托或其他委托形式。

3. 参与人可得到的信息类别：是全部信息（过去的、现在的、将来的）还是只有叫买叫卖信息或现时成交信息。

4. 指令撮合方式：特别是在新的自动交易系统下投资人下达的指令与市场已有的未成交指令之间的配对方式。

5. 稳定市场的措施：当出现价格巨幅振荡时，平抑价格波动的措施等。

至于交易后需进行的结算工作，大多数证券市场都有专门的机构进行处理，一般发生在交易所外部，因此本书对结算制度不予考察。

上述交易制度正是国外兴起的市场微观结构理论的研究对象，因此本书的研究将以市场微观结构理论作为重要的借鉴分析工具。

三、研究目的

本书是想通过全面的比较研究，解决如下问题：

第一，国外研究证券交易制度的理论有哪些？他们采用了什么样的研究方法？

第二，对交易制度的分析架构，除了泛泛的比较分析外，能否建立起一个理论体系？

第三，作为证券市场组织者的交易所而言，交易制度设计要达到哪些目标？这些目标间的关系怎样？交易制度设计的目标与交易所的功能及证券市场的“三公”原则是什么关系？不同的交易制度手段对交易制度目标的影响有什么不同？

第四，世界主要证券交易制度（含竞价原则、电脑自动化程度等）到底有什么不同？有没有演变规律可循？在对目标的影响方面，国外的理论与实证分析结论如何？国内学者常常谈论

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

的做市商制度的运行背景及特点怎样？中国能否借鉴？我国采用了涨跌幅限制的稳定股价的措施，国外还有哪些措施？

第五，证券交易制度是否存在一个传导机制？如存在，是如何运作的？

第六，近年来，信息技术的飞速发展对证券交易制度带来了哪些影响？

第七，中国从国外变革证券交易制度以提高竞争力的经验中可得到哪些启发？如何完善我国的证券交易制度？

第二节　本书的突破与研究方法

一、对海内外研究证券交易制度文献的简要评价

对国内而言，目前有关交易制度研究的文献极少，除深交所综合研究所于华博士 1997 年 4 月发表的研究报告《各国证券交易制度的比较研究》有一定深度外，在国内报刊上可看到的仅是一些对海外证券交易制度的某个侧面（如做市商制度）泛泛的介绍，且缺乏分析比较，所用资料也显陈旧，更谈不上理论深度与分析框架,因而是零散的、静态的。

造成这种状况的原因我认为有以下四点：

第一，在认识上，许多人把交易制度当作是影响股价形成及市场流通性、透明度、稳定性的外生变量，认为毋须关注。

第二，由于交易所本身功能的特殊性和专业性，使一般学者难以对属市场微观结构的交易制度进行研究；对证券主管机关及业内人士而言，认为交易制度与自身利益关系不大，没有研究的动力；而对真正应该进行深入研究的证券交易所来说，这几年

疲于应付市场，加上中国证券市场国际化程度很低，国内证券交易所尚未加入一些国际性组织（如对各国交易制度进行协调的国际证券交易所联合会，英文缩写为 FIBV），相互间沟通不多。我们可以发现几个有趣的现象：一是到 1999 年，国内交易所有会员管理规则、席位管理规则、上市规则，但唯独没有系统的交易规则；二是从 1997 年开始，交易所停止了对证券商从业人员的培训，目前市场参与者基本上不明了交易竞价撮合规则；三是对交易制度的更改随意性强，也缺乏一个长期设计规划。

第三，由于思维定式的影响，一般人也认为我们的技术系统是全世界最优秀的，委托与竞价方式是最适合中国国情的，因此没有进一步研究国外交易制度的必要。

第四，出于稳定证券市场的考虑，在舆论与媒介宣传上，对交易制度变革的评论往往赞扬的多，客观评价的少。

在海外，对交易制度的研究主要侧重于三个方面：一是对各国证券交易制度进行比较研究，但缺乏理论框架，仅仅是一个研究报告，如台湾、香港等地的证券交易所定期就会出版一个这方面的研究报告，其实务性很强。二是进行实证分析，先设计一个理论模型(系统模型),然后将实际数据输入,以验证交易制度的某项内容，如涨跌停板与股价波动的关系、竞价制度对股价行为的影响，以进行因果关系的测试。他们比较注重个案分析，仍然缺乏总括性，且往往是关注一点，对影响交易制度各个变量的相关性予以忽略。三是以美国的 O'Hara 为代表的博弈论专家对市场微观结构（交易制度）的研究，研究市场参与者在不同交易制度下所作出的最优战略步伐选择而达到的均衡状况（支付矩阵),他们主要注重建立理论模型(数学模型),也有少部分实证分析，其研究对象较零散，缺乏完整的理论框架，在分析过程中假设条件太多，模型舍象的因素也很多，较侧重数学推理，应用

性差。其最大缺点（也是最大优点）是假定市场参与者是理性的，实际上证券市场运行中存在很多非理性因素。凯恩斯(Keynes,1936)在《就业、利息和货币通论》中曾这样说过："不稳定性是人的本性，我们积极行动的大部分依赖于激情的乐观主义而非数学期望值，不管这种期望是道德的、享乐主义的或是经济意义的。更多的情况是……我们决策的所有结果均是学习冲动的立即反应所致，并不是可以度量的收益乘以可以度量的概率的加权平均值的结果。[①]此外，微观结构理论基本上是以美国证券市场作为研究对象，如存货理论完全以做市商制度为基础，对亚洲市场适用性差，但微观结构理论的概念、分析方法、衡量标准为交易制度的设计与研究提供了基础，值得借鉴。

二、本书的创新与突破

本书主要从制度设计者的角度研究交易制度。尽管从国内而言进行证券交易制度研究的本身就是一件很有意义的工作，是证券市场研究领域的一大突破，但从学术研究的角度而言，从达到理论与实务相结合的标准而言，本书有如下几方面创新：

1. 在国内首次全面评介并利用属当代金融理论前沿的证券市场微观结构理论；

2. 首次在国内从理论上探讨交易制度的设计；

3. 首次将交易制度内容作为交易所的政策手段，并进而形成一个独特的理论分析架构，是证券市场微观结构理论的新发展；

① 原文为："There is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than on a mathematical expectation, whether moral or hedonistic or economic. Most probably,...the full consequences[of our decisions]...can only be taken as a result of animal spirits of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities."

4. 首次发现并试图探讨交易制度的传导机制问题，提出交易制度设计应该有中介目标，并把交易所的监控职能纳入了交易制度传导机制之分析框架之中；

5. 在国内首次分析比较总结了各国交易制度手段（工具）及交易所为达到制度目标而采取的选择性手段；

6. 提出交易所为实现其制度目标而需要组织管理上的相对独立性，理清了目前认识与操作中的困惑；

7. 总结了各国证券交易制度的演变规律，并试图为中国证券交易制度的变革提出一系列政策建议。

三、本书的主要研究方法

研究方法要服务于研究目标。本书研究方法的选择考虑了以下几个因素：一是本书是国内第一次全面地对交易制度内涵进行剖析，二是要建立起交易制度分析的理论依据和框架，三是为国内交易制度的完善（设计）服务。因此本书研究方法是：

1. 实证分析为主，规范分析为辅的方法

本书主要比较研究主要市场证券交易制度到底是如何运转的，其制度演变的背景和原因怎样，产生了什么样的结果，各种不同的制度手段会给制度目标带来何种影响，这些都属于实证分析。此外，在交易所体制上，就如何结合国情借鉴国外的经验上也有规范分析的办法。

事实上，在本书的分析中，实证分析与规范分析很难截然分开，但实证分析是以规范分析为前提和归宿，规范分析是以实证分析为依据的。

2. 比较及动态分析的方法

本书尽量收集整理各种相关文献资料，将各国（地区）交易制度的制定原则及具体做法按同一法则进行比较，分析彼此间制度特点及差异，归纳总结出异同。在比较过程中，尽可能

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

地考虑其历史演变并加以趋势分析，因此本书的研究主要侧重于客观地整理事实，在对客观现象的分析中寻找并发现其内在联系及运作机理，在比较分析的基础上得出政策建议。

需要说明的是，对交易制度运作机制的研究是本书的一个重大特色。由于篇幅、时间及学识的限制，以及出于避免冲击本书主题的考虑，本书除了微观市场结构理论的评介部分，其他各章很少涉及数量分析（微观变量分析），较注重质的分析，这是与本书的研究框架相吻合的。

第三节　本书研究的基本框架及主要观点

一、本书的布局特点

本书除绪论外由四篇组成。

第一篇：阐明证券市场微观结构理论及从理论上定义证券交易制度设计的四大目标，即流动性、稳定性、有效性和透明性，含第二、三章。

通过古典的“风险－收益”对称理论，使金融市场（含证券市场）达到资源配置的最优化，是现代金融的基本原理。但这些理论视市场为黑箱，信息进入黑箱，出来一定是有效定价。近年兴起的市场结构理论，将股市的制度因素（Institutional Features）和交易机制（Trading Mechanisms）当作决定市场行为的重要因素，这就需要研究这个黑箱本身。该理论建议政策制定人（Policy Makers）和市场管理者（Market Administers），通过采取不同的制度（政策制定人的行为）和交易机制（市场管理者－即交易所拟定的）来影响交易过程和定价，以

产生更有效的定价和更低的交易成本，从而影响交易双方的行为与市场的吸引力。[①]

第二章简略评介了证券市场微观结构理论的起源和发展，微观结构与交易制度的关系，微观结构理论的基本内涵以及该理论与市场绩效的关系，最后分析了研究证券市场微观结构理论的现实意义及建立在该理论基础上的本书的分析框架。

第三章则根据第二章的分析，探讨交易制度设计达到的目标，并对各目标予以理论上的定义，分析这些目标间的关系，以及这些目标间的矛盾及如何协调。

第二篇：为中介目标篇，即第四章，是本书的精华部分，提出交易制度中介目标的选择标准，并分析主要市场的中介目标以及主要交易所对中介目标的监控制度，阐述中国交易所监控制度的改革方向。

第三篇：是手段设计篇，是本书篇幅最大的一部分，也是本书的重点，含第五至第十章，是对交易制度内涵（手段）的比较分析，包括对委托方式、价格形成方式、交易方式、撮合竞价方式、交易信息的透明度、稳定市场的措施进行国际比较。

第三篇中的每一章都是先对各国的交易制度进行比较，并分析不同的微观结构的成因及发展趋势，然后在理论上和实务上探讨不同微观结构对交易制度目标的影响，最后剖析中国证券市场的微观结构在哪些方面值得改进。

第四篇：即第十一章，分析为保证制度目标的实现，探讨交易所的独立性问题。分析了交易所的组织原则，交易所自律管理与政府管理的联系与区别，国际证券交易所联合会对会员

① 为便于分析，本书仍将由政府决定的制度性因素——市场参与人资格及可交易的品种等当作外生变量。

交易所自律管理的一般性标准，比较主要交易所与证券管理机构的关系，最后对中国证券交易所的独立性问题进行了探讨。

二、本书的主要观点

通过研究，我的主要观点有下列 14 项：

1. 证券交易制度（证券市场微观结构）是影响价格形成的内生变量，对流动性、有效性、稳定性、透明性都有影响，是影响其市场成功的重要因素。近年来，各证券交易所为应付日益激烈的竞争，无不将交易制度的变革作为争夺国际资本、提高运作效率的重要手段。

2. 证券市场微观结构理论是关于证券均衡价格的形成理论，该理论要求我们关注委托的情况、价格变化的分布、信息的产生与传播、价格管制等微观因素。尽管该理论仍在不断发展之中，但该理论提出的市场绩效的衡量标准无疑也是交易制度设计的目标。研究证券市场微观结构不仅可充分了解价格形成过程、为投资人决策服务，更重要的是还可以为交易制度设计提供理论支持。

3. 在交易制度设计的过程中，在一定的市场环境之下（如一定市场参与人结构和既定的管理制度），存在一个传导过程，交易制度的内涵就如同交易制度手段，手段到目标之间有一段时滞并存在其他因素的干扰，因此就需建立中介目标，而交易所的监控制度就是确保传导的顺畅。

4. 由于历史与交易传统的差异、投资人结构的不同、理论认识上的不一致、交易所之间竞争程度的不同等因素的影响，就存在着微观结构的多样性，在比较不同背景的市场时，很难以优劣去衡量，随着时间的推移与环境的变化，并不总是明显存在一个全球公认的最优的市场结构。但我们还是可以针对中国证券市场的发展目标及国际证券交易制度的发展潮流提

出改进建议。

5. 证券交易制度设计是证券交易所与生俱来且最重要的功能。交易制度的四大目标是证券市场“三公”原则（公开、公平、公正）的具体化，这四大目标根本上应是一致的，但在很多情况下也存在着矛盾，某项微观结构的改变对某些目标有正面影响，但对另一些目标就有负面影响，这就需要把握不同时期的主要矛盾进行决策。总体说来，流动性是证券交易所应优先考虑的目标。对交易制度的设计者来讲，在改造微观结构时，应特别注意要仔细权衡利弊，因为很多制度手段一经采用，就很难再次更换。

不同的交易制度手段（市场微观结构）对交易制度目标的影响有些很显著，而有些影响程度难以评估或影响不大。

6. 我认为，交易制度手段对市场绩效的影响不是立竿见影的，而市场绩效的指标也不能成为交易所日常操作的依据，加上很多非微观结构因素对制度目标的实现有影响与干扰，各交易所就产生了建立市场监控制度的需求，以提供公平的交易环境，保证交易制度传导机制的畅通，维持市场稳定、有效。其监控的中介指标由不同的市场结构所决定，并要充分考虑可测性与可行性，但都离不开成交价及成交量的评估。监控可分为实时监控与事后监控，一般交易所都将交易的异常情况与暂停交易等处置措施结合起来。至于监控标准是否向社会公开，涉及到管理理念的问题，很难笼统地予以好或坏的评价。大陆交易所的监控制度仍处在起步阶段，今后可考虑的改进措施包括：中介指标尽可能采取复合指标，考虑增加反映市场有效性的监控指标，增大系统容量并增强自动预警的灵敏度。

7. 从委托方式而言，各证券市场最基本的委托方式有限价委托、市价委托和止损委托。市价委托的有效性、流动性、

透明性较强，但稳定性不如限价委托，而止损委托对稳定性的冲击最大。大陆证券市场有必要按《证券法》的要求，增加交易系统的市价委托功能。

8. 从价格形成方式而言，目前全球绝大多数交易所的竞价制度都采用委托驱动，采用报价驱动（做市商制度）的主要是北美及少数欧洲市场，这与其文化传统、上市质量、市场管理水平及投资人结构有密切关系。即使如此，原先一些采用报价驱动制度的交易所近年来也改为由投资人的供需来决定价格。报价驱动市场在流动性、稳定性方面强于委托驱动市场，但透明性和有效性较低。我认为，无论从现行法律来讲，还是从监管水平、券商自律性以及是否真正缺乏流动性而言，中国证券市场都不应也不能引入做市商这种制度安排。

9. 近 30 年来，随着电子技术在证券市场的广泛应用，各交易所纷纷将原先的大堂人工竞价作业方式改为由电脑自动报价或竞价，但目前仍有一些历史悠久的交易所保留了大厅人工喊价的方式（或只在部分交易品种，如期货交易中实行）。按价格自动揭示程度的不同，各交易所自动化程度也不一样，但交易系统有兼容性强、开放式交易、能买卖多元化商品、容纳不同交易机制、投资者能直接参与系统交易并能与其他市场联网的发展趋势。自动交易系统与人工喊价制度在流动性、稳定性、透明性方面的差异不很明显，但前者在有效性及公平性方面表现较佳则是不争的事实。大陆交易所应注重研究交易系统的发展趋势，对自身交易系统的发展提出前瞻性的规划。

10. 竞价方式一般分为连续竞价和集合竞价，不同的交易所在不同的交易时段会使用不同的竞价方式。而各交易所对撮合成交的优先顺序的规定也各不相同，但一般都有价格优先与时间优先原则。连续竞价较之集合竞价可增加市场流动性，但

会降低市场的有效性和稳定性。大陆的交易所今后可考虑开放盘后交易，以用于大额交易或按收市价进行交易，并应当在下午开盘和收盘时实行集合竞价。至于竞价优先决定原则的选取，可加入投资人身份的不同（如机构或个人）及委托的数量大小予以考虑，对“特别转让”制度有必要加以完善。

11. 无论是理论还是实证分析，都认为提高信息的透明度对市场绩效的影响并非完全是正面的。信息是否充分及时披露与市场微观结构、交易规模、不同使用者的不同需求以及交易所的披露成本与系统处理效率有关。我认为，最佳的市场透明度是在一定的交易制度、市场结构与政策环境之下，估量不同参与者相互抵触性利益的比重，对公平性、竞争性及交易制度本身的四大目标统一考量后，进行取舍或平衡。此外，与信息披露有关的还有信息发布的渠道与信息的知识产权两大问题。大陆证券交易所可考虑增加披露开盘前信息与委托买卖的总量信息，考虑建立大额买卖的阳光交易制度，建立独立于交易系统之外的统一的信息发布系统，并加强对信息财产权的保护与有关费用的收取工作（以调整收入结构）。

12. 股价波动是股市正常运行的基础，但为防止巨幅波动对市场绩效的影响，各交易所或多或少都建立有稳定市场的措施，主要有涨跌幅限制、断路措施等。稳定市场措施的效果在理论与实务中还存在相当大的争议。我认为稳定措施的多少以及是否真正实施与交易所的管理理念及对其职责的不同认识有关。对大陆这个新兴市场而言，应增加停市的规定并完善临时停牌制度，考虑逐步放宽涨跌幅限制并建立断路措施，缩小成交档位限制，建立大额交易制度。

13. 交易所除了有六种例行的制度手段可采用外，还可以针对不同情况采用市场推广服务、编制与调整股价指数、调整

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com