

## 第 1 章

# 证券市场的职能

证券市场是证券的发行与流通的场所，它通过证券的发行和买卖在储蓄与资本的形成之间架起了一座桥梁，证券的高度流动性和市场性促进了长期投资的流动化。本章首先简要地对有关证券市场的一些基本概念和基本职能进行整理，然后讨论证券市场的投资者机构化现象以及我国证券市场的基本特征和地位。

### § 1 金融交易与证券

#### § 1.1 金融交易

对于生产和消费活动中的经济主体来说，必要的支出和实际收入之间常常发生矛盾，即发生收支不平衡的情况。有些经济主体因为投资与消费的支出增加而出现资金紧张或不足另外一些经济主体却由于支出减少而出现资金盈余。我们常把资金不足的经济主体称作“赤字主体”，把资金剩余主体则称为“盈余主体”。

金融交易就是指资金由盈余主体向赤字主体的转移。赤字主体以借入的形式把不足部分的资金引进来，同时开出保证在将来

某时点支付的承诺证书。而盈余主体则把剩余资金即现在的一部分购买力转移给赤字主体，以此作交换而获得在将来支付的承诺证书。换言之，金融交易就是不同时间点的资金交换，与资金进行交换的交易商品实际是对未来所得的一种请求权，这便是证券。证券对于发行者来说，是一种“金融债务(financial liabilities)”而对其持有者来说，却是一种“金融资产(financial assets)”。

### § 1.2 直接金融与间接金融

资金的融通方式从大的方面可以分为两个渠道，一是由自有资金组成的“内部融资(internal finance)”另一是资金来自于其他的金融主体的“外部融资(external finance)”。外部融资又有两种情况，首先是资金的最终需要者与资金的最终供给者直接相对，通过证券的发行来调度资金；其次是资金需要者从专门的金融中介机构借入资金，而资金供给者则以购入金融中介机构所发行的证券的形式，间接地调度资金。

我们把前者称作直接金融(direct finance)因为资金需求者本身介入专门的证券经营，通过发行证券直接地调度资金，这时证券的交易与资金的流动方向相反，我们称这种证券为原始证券(primary securities)。原始证券主要有股份公司发行的股票，企业以及中央政府、地方政府机构发行的各种债券和借贷证书。

后者称作间接金融(indirect finance)金融中介机构通过从众多的债务人(借方)购入原始证券或自身发行证券以筹集资金。金融中介机构所发行的证券称为“间接证券(indirect securities)。银行、信用合作社等存款机构以及保险公司、养老基金、投资信托公司等金融中介机构通过发行自身的证券，如各种存款证书、金融债券、保险单、信托投资受益证书等，从最终资金供给者手中把资金吸引过来，然后通过盈利分享协定把聚集进来的资金贷给资金需

要者 也就是通过市场以购入原始证券的形式 间接地把资金供给资金需要者。

在公开市场上可以买卖的证券我们称为“有价证券”证券市场一般就是指有价证券市场，以便与贷款市场区别开来。因为有价证券的大部分是股票、债券等原始证券 故狭义的证券大多是指原始证券。当然，间接证券如金融债券、可转让存款单 CD 筹也可以在证券市场上进行买卖，证券是否可以在公开证券市场上买卖，这依赖于证券的属性与现实金融制度的构造条件。

### § 1.3 股票、债券和货币资产投资的基本性质

#### 1. 债券投资的基本性质

债券投资的收益是利息或息票收益与价格变动损益的合计。票面利率从短期看 具有较短期限利率或货币市场利率低的特点 但从过去长时期看 其平均值不论是哪一个国家 却都比短期的货币市场利率高，使得债券中的长期债券收益率具有与短期债券收益率同样的特征。根据实证分析，长期债券收益是将来的短期货币市场利率或短期债券收益率的预计平均收益率，加上将来的预计通货膨胀率和长期债券所具有的风险报酬。后两个要素一般被看作是长短期利差形成的原因。短期利率之所以超过长期利率，或是因为原预计短期利率未来要下降而出现一时性的上升，或是因为预计通胀率在长时期内将为负值。

债券的价格因债券收益率变动也会发生变化 首先 债券的价格变动是由于调整收益率与票面利率的乖离值而产生的。在调整收益率水平时，根据所导出的收益率计算公式，债券的期限越长，价格调整幅度越大 债券的期限越短 价格的调整幅度就越小。如票面利率为 5% 的到期期限为 10 年的债券的收益率每上升 1%，其价格就要下降 7% 而票面利率为 5% 到期期限为 1 年的债券

的收益率每上升 1% 其价格下降 1% 为宜，即必要的价格变动幅度是收益率的变动与到期期限的比例。其次，票面利息水平高的债券，其价格变动幅度比票面利息低的债券小。不论是国债还是公司债，它们的价格变动幅度或收益率变动幅度都是有差异的。再次 与发行者的信用程度以及市场性相应 收益率的变化程度也各不相同。

通常债券投资的收益是票面利息收益与价格变动损益的合计，但这是指一直持有债券到期满时为止的收益。当持有债券至到期日止时 由于到期时的交割金额为票面价格 如果购入价格是票面价格，那么全期间的票面利息收益合计就是投资的收益合计。债券投资的收益是确定的 指的就是这种情况 由于投资期限的终止就是债券的到期日 因此在债券购入时 就可确定将获得的收益。然而，在到期前卖出债券时的卖出额就不会等于由事先所调整的收益与票面利息间的关系形成的票面价格，即使在到期前的中途的估价额也不等于这时市场利率状况下的票面价格。所以，这种乖离率就称作卖出损益或估价损益。如果在投资期限终了时 所持有的债券的到期年限短 根据前面所述的长期债券与短期债券的价格变动调整幅度的比例关系，这时的市场价格与票面价格的乖离率就小。

由于同样的关系 当预计利率上升时 长期债券的价格下跌幅度 比短期债券和货币市场资产的价格下跌幅度大 而当预计利率下降时，长期债券的价格上升幅度比短期债券的上升幅度大。这样在预计利率上升或下降时，就有必要预计利率变动方向是向短期债券移动，还是向长期债券移动。

根据长期利率和短期利率之间的关系，长期债券的收益率与短期债券的收益率的变化幅度，并不一定相同。如果预计的通胀率不变，由于长期利率是由将来短期利率与长期债券到期时的预

计平均利率来决定，所以短期利率的上升或下降是一时性的还是长期的就完全不同。一般说来，短期利率的变动与景气循环相应，大致有 3~4 年的周期。要引起或影响长期利率的变化，也需 3~4 个年份，所以，长期利率的变动幅度比短期利率的变动幅度要小。

这样，债券投资的收益虽然由影响长期利率的要素来决定，但实际上，投资者中由于以追求价格变动收益的短期交易投资者较多，市场的心理要素起着重要的作用，其结果也会引起债券价格的不稳定。

## 2. 股票投资的基本性质

股票和可转换公司债券的投资收益是红利或利息收入与价格变动损益的合计。通常由于股票的红利或公司债券的利息非常低，所以，其收益的大小就依赖于价格变动的损益，这一点与债券不同。其次，由于股票没有到期日，故不具有随着到期年限变短，其价格变动幅度也变小，在到期时，价格变动幅度（购入价格与票面金额之差）为 0 的性质特征。

概括地说，股票与债券不同的显著特征有：第一，股票的价格变动损益随其持有期限的长短而变动，持有期限越短，其变动程度越激烈；持有期限越长，其变动程度就越接近历史的长期平均水平。如以 1 个月的持有期为例，其年收益率有可能是 20% 或 30%，但相反也可能是损失 20% 或 30%。如果持有期为 10 年，虽然每年的价格变动很大，但年平均收益率却落在 15% 的位置上。所以，股票是一种长期持有具有很大优越性的证券。

第二，分类股票或板块的价格变动与个别股票的价格变动有着很大的差异，甚至呈完全相反的方向变动。比如，虽然市场整体指数上升只有 15%，而电气行业的股票有可能上升 30%，或者某一时间电气机器行业股票上升，而电气行业股票价格则下降。甚至有时候，预计各种分类股票或某个股票的价格要见底或顶，可能

会有巨大的收益 而实际上却恰恰相反 遭受的是巨大损失。这一点与债券价格变动情况相比是极不相同的。债券虽然因到期日、利息、国债与公司债的发行者类别不同，价格变动幅度多少不同，但总体变动方向却相同。再者 很多企业上市的股票中 其本息不能收回的信用风险也大大超过了债券。

股票投资收益率的两大决定要素，是长期债券的收益率和企业预期收益。在长期债券的利率上升时，投资者也同样要求股票投资的收益率上升 其结果 企业的预期收益变化 就通过股价的下跌来调整 相反 如果长期债券的利率下降 即使股票投资收益率下降 投资者也会买入股票 所以 企业的预期收益变化就通过股价的上升得以调整。在长期债券利率不变的情况下，当企业的预期收益增大 由于支付给投资者的收益增加 企业价值上升 股票的价格也上升 相反 股票价格则下降。所以 企业收益、股票价格收益与长期债券的利率间存在着相对稳定的关系，其收益是以股票价格除以企业预期收益的结果 这样 股票价格与长期债券利率的变动呈逆相关变化，与企业预期收益的变动则呈正相关变化。

### 3. 货币市场资产投资的基本性质

短期的货币市场资产的投资 与长期债券、股票、公司可转换债券相比 有很大的不同 其期限非常短 常为 2~4 个月。正由于此，如果说货币市场资产投资的收益率也为利息收入和价格变动损益的合计 则价格的变动余地就非常小 可以说 其收益基本上依赖于利息收入。由于期限短 资产都很快到期 本息肯定可以收回 再加上价格变动小 所以 货币市场资产是收益最确定的投资对象。

作为货币市场资产投资的对象资产，常有短期政府债券、CD、票据、短期拆借、债券的短期回购等。虽然这些同样也有因发行者的破产而使本息不能收回的信用风险存在 但是 政府短期债券或

信用程度高的发行者的资产，由于其期限短，常被视为无风险资产。所以，货币市场资产由于风险小、流动性强，其平均投资收益率都较低。

### § 1.4 短期投资与中长期投资

证券投资大致可分为短期投资与中长期投资，短期投资是指债券、股票 或公司可转换债券 的买卖和货币市场资产的投资，中长期投资则是指债券、股票 或公司可转换债券 的组合投资及管理。

#### 1. 债券和股票的短期投资

债券和股票 或公司可转换债券 的短期投资 是利用这些证券的短期性价格变动 以短期买卖差价收益为目的的交易。通常持有 2~3 日就卖出，最长也不超过 2~3 个月。

债券的短期投资 常以价格变动较大的长期债券为主体，是利用同类债券的利率变动或不同债券间的利率差的变动，以买卖差价收益为目标的交易。而股票 或公司可转换债券 的短期投资则是利用各类别或各个股票价格的剧烈变动，以其买卖差价为目标

的交易。

对于一时性充裕资金的运用，常用的方法是进行货币市场资产的投资。在这种情况下，股票和公司债券 虽然收益率高，但风险也很大。至于其他债券，由于其价格变动幅度较大，所以，一般都不可能投入很多的资金。

#### 2. 债券的中长期投资

中长期投资是利用期限长的债券和无期限的股票的本来性质而进行的投资。对于大金额的投资，由于从购入到卖出或清算的时间不短，就很有可能会遭受由于价格的上升或下跌造成的损失。特别是股票的中长期投资常以半年至一年为宜，所以它没有短期

投资中以短期买卖差价收益为盈利目标的前提倾向。

债券的中长期投资主要有两种形态。一是将债券持有至到期日为止的投资 即使到期中的评价损益不能避免 但由于到期时没有价格变动风险,故收益可以确定。将票面利息高低不同的债券组合在一起,就可以获得每期确定的收益。另一形态是考虑投资期间的评价损益及买卖损益,以综合收益为目标的债券投资。所谓债券的综合收益在很大程度上由所组入的债券的到期期限及票面利息的构成决定。这两个要素中的一个就是常用的期限概念,按照利率水平来改变其结构以谋求收益的最大化。如当预期利率将会上升时 为了回避因长期债券价格下跌的损失 就将资金投资于短期债券或货币市场资产以及一些高利息债券,而当预期利率将下降时,为了确保长期债券的价格上升的收益或长期的高利息收入,则投资于低票面利息债券或长期债券。

### 3. 股票的中长期投资

在股票 或可转换公司债券 的中长期投资中 为回避由于经济、产业、企业及利率形势的变化而引起的损失 通常将资金分散地投于不同的股票。为了提高收益,除了把握好各种股票的投资比例,还必须注意其买卖的时机。如在股票整体市场或个别股票价格的底部购入 在顶部卖出 就可以将收益提高到最大限度。另一方面 如能通过调整上升幅度不同的股票间的投资比例 也可获得较大的收益。

虽然 很多人认为前一种方法很重要 但实证分析表明 后一种方法在提高收益率方面更具效益。从理论上讲,在股价上升较大的业种中 如果各种股票在其价格变动过程中变化非常顺利 就有可能获得高额的收益。但这实际上有很大的难度,由于很多类别的股票的加入 其权数常常会改变 所以 为了减少风险,一般的作法是在某种股票价格下跌时,加入价格将会上升的股票。即将

相互间变动方向不同且连动性较小的种类组合在一起，以将风险分散。一种能使错误减至最小但又较为保守（消极）的方法是将组入的股票构成与市场的整体构成保持一致。所以，在预计股票市场将会整体下跌时，如前所述，即使收益很小，但为了确保购买股票的原资不受损失，必要的方法是进行货币市场资产的投资。同时，在市场整体下跌时，也常会有少数几种类别股票或某种股票价格上涨，向这些股票转移就可能获得一定程度的收益。

债券投资的收益由长期利率变化的方向来决定，而股票投资的收益则是在长期利率变化的情况下，根据企业的预期收益或其他业绩的变化来决定。利用这种差别，将债券和股票组合起来就会产生很大的优势。如由于长期利率上升，债券投资会遭受损失，但由于利率变化对企业收益的影响，对某些业种股票的投资却可能获得收益。相反，在经济不景气时，由于企业预期收益下降，股票的价格也将下降，但由于利率的降低，而可获得债券价格上涨的收益。根据实际情形，改变债券与股票的组合比例就可达到稳定收益的目的。

## § 2 金融市场与金融机构的职能

### § 2.1 金融市场的职能

金融市场从广义上说是指金融资产即证券交易的场所。金融交易的第一个职能是使资金从盈余资金部门向资金不足的赤字部门转移 这也是金融市场的第一职能 即“资金的社会分配职能”。资金盈余部门可以利用金融交易获得多种多样的储蓄机会，而赤字部门则可以利用金融交易使有效的投资变为可能。这样，金融市场把储蓄与实物投资结合起来，从而促使国民经济的资本形成

和所得水平上升。同时，通过拓展反映人们时间偏好的消费选择与投资选择的范围，提高了人们投资需求的满足水平。

但是 现实的世界中对将来所发生的情况不可能完全知道 即经济活动成果是不确定的 由此 人们对金融资产的未来预期收益也不能确定。资金供给者 通常在持有金融资产时 必须对预期收益不可能实现情况下的收益风险加以考虑。原始证券的购入与资金的运动是相同的，这就意味着资金供给者一定要负担与最终资金需求者活动相关的风险的一部分。然而间接证券的购入，最终资金供给者所必须负担的是间接证券的风险，而不是原始证券的风险。金融机构把原始证券换成间接证券，便把风险的一部分全部担当起来了。

所以，金融市场的第二个职能是使风险从最终的资金需求者向资金供给者转移 我们称作“风险的社会分配职能”。最终资金需求者通过在金融市场上金融资产的买卖，将其所拥有的风险的一部分转移给最终资金供给者以及金融中介机构来分担，使原本不能实现的、风险非常大的投资机会变为可能。金融市场的第二个职能使资金的社会分配更具效益性。

## § 2.2 金融中介机构的职能

金融中介机构把所吸收的资金不仅仅是通过相对的交流直接地贷给借款人 而是作为投资者直接进行证券投资 把本身的间接证券交换成原始证券。这就叫作金融中介机构的资产转换职能 (transformation function)。

如果只限于资金转换职能，金融中介机构所采取的间接金融方式，与证券市场采取的直接金融方式两者之间就没有什么本质的区别。但是 如果从风险转移职能方面来看 两者间的基本差别却是公认的。直接金融情况下，分担最终资金需求者风险的是购

入债券或股票的最终资金供给者。而在间接金融情况下，金融中介机构购入原始证券 将其转换成存款等不同风险的资产形式 提供给资金供给者。金融中介机构把从众多的资金供给者那里吸收的资金聚集起来，分散地运用于各种投资机会。由于分散化投资缩小了投资的风险，间接证券便相应地是风险最小的证券。

在金融中介机构中，以银行为中心的存款机构把在资金与风险的聚集中终有不能消除的一部分风险全部承担起来，提供存款等收益安全性极高的资产。投资信托公司通过发行投资信托受益证券 以多种资产的组合形式 将吸收的资金转换成风险水平不同的资产，而负担这种资产风险的主要是购入该资产的投资者本身；投资信托公司只是尽可能地替那些本身的资金风险集中、又无信息能力的投资者进行资产的选择，而自身与风险无关。保险公司则着重提供因死亡、疾病、灾害等情况的发生所造成的所得损失进行保险为目的的有条件支付证券。所以 即使是金融中介机构 因金融中介的目的性不同 其风险分担的程度也不同 而具有多种不同形式。

这样 资金供给者由于购人间接证券 从而能够减轻持有直接证券的风险。不仅如此 如果选择专门的金融机构 那么 对最终交易对手即资金需求者的情况没有必要亲自去进行了解和交涉，由此，金融交易所必要的信息成本和交易成本就可以大大节约。也就是说 在专门的金融中介机构进行资金调节时 对最终供给者来说，具有减轻风险和节约交易成本两个重要的职能。

再者，在金融中介机构中占绝大多数的银行所发行的间接证券即存款，是现行的信用制度下使国民经济合理发展的宏观决策手段。在维持国民经济中信用秩序方面，银行体制是具有与其他金融机构及证券市场本质不同的、独特职能的机构。正因为如此，各国的银行业到现在为止一直处于严格的公共管理之下，其目的

就是要维持金融体系的正常状态，保证资金分配的效益性与交易机会的公正性。

### § 2.3 证券业的职能

在证券市场上，金融交易通常是通过专门的金融中介机构来进行的。这些经营者概括地说就是证券业者，也即“直接金融机构”以与银行等“间接金融机构”相区别。证券业者从大的方面分类可以分为承销人（underwriter）、经纪人（broker）和自营商（dealer）。

承销人是指在原始证券发行市场上，作为资金需求者与供给者的经纪人、专门的承销代理业者。在证券市场上筹集资金时，虽然资金需求者本身就可以发行新证券并把它卖出，但在多数情况下，却是利用专门从事发行业务的代理人即承销人。之所以利用专门的发行业务代理人，是因为具有以下几点理由：

第一 承销人在证券市场的资金利用率、最佳发行方法等与资金调配密切相关的必要的金融方面，具有比发行者更具优势的信息能力。

第二 对需重新出售的证券，具有比发行者更优越的“分售能力”，即由于利用大规模的推销网络，而具有与规模经济、与广告宣传活动相关的特殊技术职能，也就是说，市场上的代理人的信用对于投资者来说，有如商品字号，是所出售证券品质的保证。

第三 承销人在具有十足资金能力时，根据与发行者所缔结的承销契约，一般都需把未售完的证券自己承受下来，即在承销形式下，承担资金筹集过程中的全部或者部分风险。所以，承销人的基本职能就是分担资金筹集过程中的风险。

发行者支付一定的手续费，依靠专门的代理人来发行证券，既可以节约市场上资金筹集中所必要的信息成本和分售成本，又可

以减轻伴随资金筹集所产生的风险。在发行规模和发行风险与各承销人的分售能力以及风险负担能力相比相对较大、而个别的承销又难以完成时，承销人常常组成辛迪加集团，提供集团承销业务。

经纪人或自营商，是在流通市场上为市场参与者提供买卖服务的专门业者。经纪人为证券的买手或卖手在市场寻找有利的交易对手，作为交易者之间的中间人交涉买卖条件，促使交易成功。市场参与者则支付一定的委托买卖手续费，他们利用委托买卖服务，可以大大节约为寻找有利交易对手所花费的必要信息成本。

但是在流通市场上进行买卖时 市场参与者常常不能确定在哪一市场能见到交易对手 要使买卖成立就要花费时间 而在这段时间里，证券的价格可能发生很大变化。自营商则在这种场合下，自身作为交易的对手 以高于市场的价格卖出 以低于市场的价格买进，而使交易完成。投资者以支付市场价格与买价或卖价之间的差价的形式 购人称为“流动性的服务”以减轻在等待交易完成的时间里由于价格变化所引起的损失，即自营商执行着促使流通市场上的快速交易和提高证券价格继承性的职能。要价与出价的差距是自营商的收入，这对于投资者来说，与委托买卖手续费一样，是通过专门买卖人参与买卖活动所要支付的交易成本。自营商自身作为交易对手，由于是在自己判断的基础上决定成交与否，这就把持有在库证券的风险承担起来。正因为如此，在有关市场价格变化的信息能力方面，比一般投资者更具优越性。一般说来，为了减轻自营商的持有在库证券的风险 顺利地进行交易 常组成一个“业者间市场 (interdealer market)” 它强化了自营商的市场创造 (market making) 职能。

这样，在发行市场上，新证券的发行者利用专门的发行承销人，以减轻资金筹集过程中的各种风险和成本；而在流通市场上，

专门的交易者，承担着促进证券市场流动性的重要职责。投资者利用这些专门业者，节约了有关信息成本以及更广泛意义上的交易成本。同时，由于交易的快速化，减轻了从寻找交易对手到交易实现这段时间里的价格变动风险。

#### § 2.4 金融中介机构与证券业的关系

在减轻和分摊与资本转移伴随而来的交易成本和风险方面，间接金融和直接金融机构都执行着相同的职能。专门金融机构之所以存在是因为它们在金融交易所必要的信息能力、审查能力及交易的执行方面，或者在减轻金融交易的风险方面，具有规模经济即集中化和专门化的优势。

两者基本不同的是如前所述的资产转移职能。证券市场的直接金融分散了原始证券的风险，最终资金需求者资金运用风险的一部分由作为资金供应者的投资人来承担，投资者利用证券业者可以减轻的只是市场交易的风险。而相对说来，利用间接金融，资金的供应者连全部的风险都可以减轻。交易者在自由选择这两种融资方式时，利用什么样的机构完全依赖于交易的目的、交易者所能容忍的风险度，以及所掌握的市场信息量的大小。

总的说来，在交易者能够很容易地识别交易对手的情况下，利用专门业者就没有必要。如企业间信用、机构投资者间的相互买卖等，这样的交易者间之所以能进行直接的交易，是因为对可交易证券的质的评价和交易条件相互间能很容易达成一致，比利用专门业者，可以较少的成本达成交易。

### § 3 证券市场的结构与职能

证券市场是根据市场职能、所交易的证券性质和参与者的不

同，由几个市场组成的，以实现相关的资金与风险的社会分配。

### § 3.1 发行市场与流通市场

证券市场主要由发行市场与流通市场组成。发行市场通过原始证券的发行与买卖，发挥着连接储蓄与资本形成的渠道作用。在公开市场上 股票与债券的发行 面向不特定多数的投资者 这与贷款市场上，金融机构与最终资金交易者的相对交易有很大的区别。

流通市场是买卖已发行证券的市场。首先，由于证券的高流动性或市场性，流通市场具有促进长期资金流动化的职能。利用流通市场可以将长期资金筹集与短期资金运用或短期资金筹集与长期资金运用结合起来，这样就可以扩大资金需求者的资金筹集机会以及资金供给者投资期限的选择和变更机会。其次，在流通市场上 由于交易者不停地买与卖 证券的价格不断变化 形成了一个连续的市场。证券的市场价格 对于资金供给者 是进行资产选择的信号 而对于资金需求者 则是进行资金筹集的信号 所以，证券的市场价格具有市场导向职能。

发行市场与流通市场两者的结合 实现了资金的有效分配 在资金分配职能方面，有着密切的互补关系。

### § 3.2 证券交易所与场外交易市场

根据市场的组织化程度，流通市场又可分为交易所市场与场外交易市场。证券交易所是为了谋求交易的公正性，以集中交易的形式进行公开和有组织的证券交易的场所，其市场参加者只限于符合一定标准的会员，其所买卖的证券只限于满足一定上市标准的规范化证券。通常 证券的发行者在证券上市之际 不仅需达到一定的上市条件 而且为了保证证券的质量 有义务连续地公开

其财务状况。所以，证券交易所是一个满足一定质量标准证券的有组织的竞买竞卖市场。

作为一个完全市场，市场的参与者不必要对交易对手及证券的品质进行识别，只要了解市场价格这唯一的信息就可以进行买卖。所谓完全市场条件一般定义为：

(1) 证券的同质性：所交易的证券在质上是没有差别的；

(2) 众多的市场参与者：单个交易者的交易量与市场交易量相比非常少，单个交易者的活动难以造成对市场整体价格水平的影响；

(3) 信息公开与完全：有关市场价格与证券质量方面的信息对于市场参与者的分布是平等的；

(4) 参与与退出自由：交易者参与或退出市场时没有任何障碍。

在满足上述条件的市场上，交易所必要的一切信息都集中地反映在证券的市场价格水平上。

但是，实际上完全市场是不存在的。证券交易所只是一个按一定标准组织的证券交易市场，为实现证券的同质性和参与者间信息分布的均衡，提供可以进行集中交易的场所。在这里，只是满足人为的竞买竞卖条件，一物一价原则贯彻始终。

一般来说，要使竞买竞卖市场成立，在制度上必须有下面的基本规定：所交易的证券满足一定标准且规范化，市场参与者根据会员准则，必须遵守一定的交易规则；有中央集中交易设备及体系。与此同时，要在有组织的竞买竞卖市场上进行集中交易，该交易市场也必须有众多的适用于集中交易的证券，需满足下面的市场构筑条件：交易者众多且交易量大；有大量的可替代的或同质的证券，平均交易规模小而买卖频率高。市场交易量大、买卖频度低的证券不仅不能得到集中交易的好处，反而会加大市场交易的成本。

对于那些不能满足上述条件的证券，多数情况下是在交易所以外通过经纪人或自营商的相对交易来进行买卖，这样的交易形态就称作场外交易。如债券，由于其距到期日的期限、票面利率、课税条件及其他附加条件多样化，很难达到标准化。虽然交易规模很大，但也难以满足上述市场构筑条件，不便进行集中交易。在场外交易市场进行交易则更适合。由于场外交易零星分散，是在交易双方之间进行，市场价格也就不统一而具有多样化特征。

### § 3.3 证券市场的投资者机构化

1965 年以前，在世界各主要证券市场上，其参与者一直是比较固定的，但随后的变化对证券市场的发展产生了很大的影响。在近 30 年间，证券市场的变化几乎都是由银行、保险公司、养老基金及投资公司等大金融机构交易的有效增长而引起的，由于机构投资者的交易方式和要求与个人投资者有着极大的不同，其发展促进了市场机制的改革和变化，在理论界常把此称作机构投资者现象。

机构投资者队伍的扩大，其交易量的增加，对证券市场产生的影响主要表现在以下几方面：

第一，议付佣金制的推行。纽约证券交易所在 1792 成立之初，就规定所有会员的证券交易都必须在交易所里进行，并对非会员的交易收取不低于一定数量的佣金，任何人都不能减价。这一规定虽是针对个人小规模投资者而言的，但对机构投资者的大量买卖也没有任何交易费的减免，结果当本世纪 60 年代末期机构投资者大量出现时，所支付的佣金比交易成本还高。

为了应付高额佣金，交易者采用了各种各样的办法。其中办法之一是更多地运用“第三市场”，交易者通过自由协议商定佣金量，而不像纽约证券交易所那样将佣金加以固定。办法之二则是