

研究报告

RESEARCH REPORT

海外创业板市场交易制度比较研究

课题研究员 王忠波



深圳证券交易所综合研究所

2001.4.1 深证综研字第 0035 号

内 容 提 要

1. 证券交易制度是有组织的证券交易市场为履行其基本职能而制定的与证券交易有关的运作规则。按照价格形成过程进行分类,它包括交易委托方式、价格形成机制、委托匹配原则、信息披露方式、市场稳定措施等内容。证券交易制度是在一般商品交易制度基础上逐步演变而成的,它对于证券市场资源配置功能的实现具有重要作用。

2. 证券交易制度形成的理论基础是证券市场微观结构理论。证券市场微观结构理论从流动性、透明度、稳定性、有效性、交易成本五个方面对证券市场绩效进行评价。这五个方面构成各证券市场交易制度设计的目标,这些目标之间存在既统一又矛盾的辨证关系,制度设计者需要对证券交易制度的目标进行协调、选择。

3. 创业板市场与主板市场服务对象的差异决定了创业板市场具有高风险、高收益的特点,也决定了创业板市场具有不同于主板市场的交易特征。创业板市场具有交易活跃程度变化大、市场波动性强、内部交易特征多元化等基本交易特征。体现交易特征的创业板市场交易制度也就不同于主板市场。

4. 海外创业板市场交易制度的演进具有沿袭性、创新性和地域性等特点。纳斯达克市场沿袭了柜台交易市场的交易制度,多数创业板市场沿袭本国主板市场的交易制度,部分创业板市场效仿纳斯达克市场的交易制度。一些创业板市场在沿袭以往交易制度的同时对交易制度进行不断创新,以适应创业板市场发展的需要。欧美创

业板市场倾向于使用做市商制,而亚洲创业板市场则倾向于使用竞价制。

5. 价格形成机制是证券交易制度的核心,也是划分证券市场交易类型的主要标志。海外创业板市场的价格形成机制呈现多元化格局,多数创业板市场是混合式市场,整体发展趋势是形成以竞价制为主、做市商制为辅的多元价格形成机制。竞价方式有集合竞价和连续竞价两种,除个别国家外,集合竞价主要用于开盘阶段,连续竞价用于连续交易阶段。

6. 随着现代交易技术的发展,海外创业板市场的交易委托方式和匹配原则趋于简单化。市价委托和限价委托是海外创业板市场普遍采用的两种交易委托方式,只有少数创业板市场对交易委托进行执行数量和有效期的限定。海外创业板市场主流的交易匹配原则是价格优先、时间优先原则。

7. 为避免大宗交易对市场的剧烈影响,降低交易成本,多数海外创业板市场建立了大宗交易制度,具体有场外协商交易、委托数量的特殊显示方式、延迟披露制度以及通过专门的交易系统等方法。

8. 为保持市场的稳定性,海外创业板市场普遍采用了市场稳定措施,主要的市场稳定措施有价格涨跌幅限制、断路器、指示性价格标示、机构干预、特别报价制度及股票暂停交易等措施。价格涨跌幅限制有固定数额涨跌幅限制、比例涨跌幅限制、多阶段比例涨跌幅限制三种方式。

9. 海外创业板市场交易制度比较研究对我国创业板市场交易制度建设的启示包括以下几方面:在创业板市场建立初期选择竞价制交易制度,随着创业板市场的发展积极试验做市商制,引入市价委托

方式 ;建立大宗交易制度 ;建立包括价格涨跌幅限制、暂停交易等多样化措施在内的市场稳定机制。

目 录

一、 证券交易制度概述	1
(一) 证券交易与证券交易制度	1
(二) 证券交易制度的主要功能	2
(三) 证券交易制度的内容框架	3
(四) 证券交易制度形成的理论分析	5
二、 欧美主要创业板市场交易制度分析	10
(一) 美国纳斯达克市场交易制度分析	10
(二) 加拿大风险交易所交易制度分析	25
(三) 欧洲易斯达克市场交易制度分析	27
(四) 伦敦证券交易所另类投资市场交易制度分析	29
(五) 法国新市场交易制度分析	31
(六) 德国新市场交易制度分析	34
三、 亚洲主要创业板市场交易制度分析	37
(一) 韩国科思达克市场交易制度分析	37
(二) 日本各创业板市场交易制度分析	40
(三) 香港创业板市场交易制度分析	45
(四) 台湾证券柜台买卖中心交易制度分析	48
(五) 亚洲其他主要创业板市场交易制度分析	50
四、 海外创业板市场交易制度的综合比较研究	53
(一) 创业板市场基本交易特征分析	53
(二) 价格形成机制的比较研究	58

（三）交易委托及匹配原则的比较研究.....	63
（四）大宗交易制度及市场稳定措施的比较研究.....	69
（五）创业板市场交易制度的特点分析.....	71
五、海外创业板市场交易制度对我国创业板市场的启示.....	73
六、主要参考文献.....	75

本研究报告旨在通过对海外创业板市场交易制度的比较研究,为我国创业板市场的交易制度建设提供借鉴。报告共分五部分。第一部分是证券交易制度概述,系统介绍了证券交易制度的概念、主要功能、内容框架,分析了证券市场绩效的评价标准以及证券交易制度的目标选择。第二部分是欧美主要创业板市场交易制度分析,重点分析了美国纳斯达克市场交易制度的演进、现状及发展趋势,介绍了欧美其他主要创业板市场交易制度概况。第三部分是亚洲主要创业板市场交易制度分析,重点分析了韩国、日本、香港和台湾创业板市场交易制度的演进、现状及发展趋势。第四部分是海外创业板市场交易制度综合比较研究,分析了创业板市场的基本交易特征,对创业板市场的价格形成机制、交易委托方式与匹配原则、大宗交易制度与市场稳定措施进行了比较研究,进而归纳出创业板市场交易制度的特点。报告的最后一部分阐述了海外创业板市场交易制度的比较研究对我国创业板市场交易制度建设的启示。

一、证券交易制度概述

证券交易制度是证券市场的核心制度安排之一,对于发挥证券市场的资源配置功能具有重要作用。近几年证券市场微观结构理论迅速发展,证券交易制度成为现代金融学的重要研究内容。

(一) 证券交易与证券交易制度

证券交易指证券的买卖或转让行为,证券交易内容的广泛性,决定了证券交易制度内涵的丰富性。广义的证券交易制度指所有关于证券交易的制度安排,包括场内和场外各种类型证券市场的交易制度。狭义的证券交易制度指有组织的证券交易市场为了履行其基本

职能而制定的与证券交易有关的运作规则。本报告所研究的证券交易制度均指狭义的证券交易制度。

从证券交易发展的历史来看,证券交易制度起源于一般商品交易制度。世界上最早的证券交易是在欧洲出现的,1141年法国就出现了证券集中交易的场所,但证券交易作为一种经常性的活动,则是从中世纪末开始的,当时的证券交易全部是政府债券交易。到16世纪欧洲资本主义萌芽时期,股票交易开始出现,最初所有的股票交易都是在商品交易所进行的,股票交易基本遵循一般商品的交易规则。英国的股票交易最初是在皇家交易所进行的,1773年英国的股票经纪商转移到位于一条狭窄街道的咖啡屋进行交易,这条街道后来被人们称为“交易所小巷”,其中的安纳森咖啡屋演变为伦敦证券交易所。随着证券交易所的不断涌现以及规模的不断扩大,证券交易制度逐渐形成。

(二) 证券交易制度的主要功能

在经典的金融理论中,交易制度被认为是证券市场的外生变量,对于证券市场功能的实现是无关紧要的。而近年来证券市场微观结构理论的最新研究成果表明,交易制度不仅是证券市场的内生变量,而且对于证券市场功能的实现具有重要作用。证券交易制度通过影响证券市场的流动性、稳定性、效率性及交易成本而影响证券市场的资源配置功能,具体而言,体现在以下三个方面:

1. 直接影响证券交易的成本,从而影响证券市场的流动性。研究表明,证券交易不仅存在佣金和税收等直接交易成本,也存在搜索成本、信息成本、执行成本和市场影响成本等间接交易成本。在不同的交易制度下,间接交易成本存在差异,导致证券资产流动性的差异,进而影响证券市场资源配置的效率。

2. 直接影响交易价格的稳定程度,从而影响证券市场提供资产价格和资源配置信号的作用。证券市场价格的稳定性是整个经济顺利有序运行的保证,交易价格的变化不断向投资者发出资源配置的信号,因此实现证券市场的功能必须保持价格的合理性和相对稳定性。要保持价格的合理性,防止价格过度偏离价值,必须建立一个能对价格合理定位的交易制度。

3. 直接影响证券交易的效率,从而影响证券市场资源配置的效率。这种影响体现在两个方面,第一,不同交易制度的透明度不同,则信息到达市场参与者的效率、准确性、全面性存在差异,影响市场参与者对信息的反应效率;第二,不同的交易制度下,证券交易的执行效率有所差异。证券交易效率的上述差异,特别是第一方面差异在很大程度上影响到证券市场资源配置的效率。

(三) 证券交易制度的内容框架

证券交易制度的内容非常丰富,根据不同目的、不同标准可以进行不同划分。本文以交易价格的形成过程为主线,把证券交易制度划分为六方面内容:(1)交易委托方式;(2)价格形成机制;(3)委托匹配原则;(4)交易信息披露制度;(5)市场稳定措施;(6)其他选择性手段等。其中前三项是证券交易制度的基本要素,通过这三项制度安排基本能够保证单项交易的完成,这三项制度安排也是本报告的研究重点。

1. 交易委托方式。委托是证券交易的第一个环节,不同证券交易市场允许的交易委托方式有所差异。交易委托方式的分类有多种,最基本的分类是按照委托的价格限制划分为市价委托、限价委托、止损委托、止损限价委托。交易委托方式的分类情况如表1.1所示。

表 1.1 交易委托方式的分类

分类标准	交易委托方式类别
价格限制	市价委托、限价委托、止损委托、止损限价委托
委托规模	整数委托、零数委托
时效限制	当日委托、当月委托...无期限委托、开市委托、收市委托
数量限制	定价即时交易委托、定价全额交易委托

2. 价格形成机制。价格形成机制即证券交易价格通过何种方式形成。证券交易的价格形成机制与一般商品的价格形成机制在本质上是相同的,有做市商制和竞价制两种方式。(1)做市商(Market Maker)是指在证券市场上具有一定实力和信誉的特许证券交易商,他们就某只或某些证券向公众投资者连续地提供双向报价,并在该价位上接受公众投资者的买卖委托,以自有的资金和证券与投资者进行交易。做市商通过提供连续双向报价维持市场的流动性,满足公众投资者的投资需求,同时通过买卖报价的价差来补偿所提供服务的成本,并实现一定的利润。(2)竞价交易的基本特征是成交价格由买卖双方直接决定,买卖双方就是供求双方。竞价制指在证券市场上买卖双方直接或通过指定的经纪商把委托传送到交易市场,在交易市场的中心以买卖价格为基准、按照竞价交易的原则进行交易的方式。(3)价格形成机制是交易制度的核心,也是划分证券市场交易基本类型的标志。根据价格形成机制的不同,证券交易市场可以划分为做市商市场、竞价市场和混合式市场。混合式市场是指同时采用做市商制和竞价制两种价格形成机制的市场。由于做市商通过提供双向报价维持市场的流动性,因此,做市商市场也称为报价驱动市场(Quote-driven Market)相对应地,竞价市场被称为委托驱动市场(Order-driven Market)。按照时间标准,证券市场可以划分为连

续交易市场和集合交易市场。综合运用时间划分和价格形成机制两种划分标准,考虑到证券市场的实际运行情况,一般把证券交易市场划分为做市商市场、连续竞价市场、集合竞价市场和混合式市场四种基本类型。

3. 委托匹配原则。委托匹配原则指委托在匹配时所遵循的优先权原则,主要有以下七种优先权原则:价格优先原则、时间优先原则、按比例分配原则、数量优先原则、客户优先原则、做市商优先原则、经纪商优先原则。

4. 交易信息披露。交易信息披露指对交易信息披露所作的规定。证券交易信息按照时间不同可以分为交易前信息、交易后信息和其他信息。

5. 市场稳定措施。市场稳定措施指为防止市场价格的大幅度波动而采取的稳定措施。

(四) 证券交易制度形成的理论分析

1. 证券市场微观结构理论概述

证券市场微观结构理论揭示了证券交易制度对于证券市场的影响,是证券交易制度形成的重要理论基础。证券市场微观结构理论产生于20世纪60年代末,1968年Demsetz第一次直接将交易制度引入证券交易价格的决定过程,开创了证券市场微观结构理论的先河。但证券市场微观结构理论真正受到广泛关注则是1987年全球股灾之后。

对于什么是证券市场微观结构,目前还没有统一的概念,O'Hara认为证券市场微观结构是指证券交易价格的发现过程和运作机制,世界银行集团国际金融公司高级经济学家Glen认为证券市场微观结构就是证券价格形成过程中的微观因素;Madhavan认为

证券市场微观结构是投资者的潜在需求彻底转化为证券交易价格和交易量的过程。虽然对于证券市场微观结构的定义各有不同，但共同的一点是证券市场微观结构主要指市场参与者所遵循的交易制度结构。证券市场微观结构理论主要研究证券市场参与者在既定的交易制度下进行证券交易的过程与结果。

证券市场微观结构理论产生于微观经济学的价格理论和厂商理论，在分析中涉及到交易成本理论、存货理论、信息经济学、博弈论等经济学理论，要综合运用边际、均衡、连续性等经济学分析方法。到目前为止证券市场微观结构理论尚未形成一个理论体系，由于该理论广泛应用信息经济学的研究成果，更多地侧重于对具体问题的分析，因此看起来像是模型的堆积。Madhavan 认为证券市场微观结构理论从信息的角度进行分类，主要包括四部分内容：(1) 价格形成和价格发现。这部分内容包括交易成本的构成等静态研究以及价格如何反映不同时期的信息等动态研究。如果把投资者的潜在需求转化为现实的交易价格和交易量的过程看作“黑箱”，那么这部分主要研究“黑箱”的内部运作过程。市场微观结构理论是对传统的瓦尔拉斯市场模型(Walrasian Models)的替代，瓦尔拉斯市场是完全无摩擦的、完全竞争的市场，交易和信息可以自由并且即时传送到所有的市场参与者，交易者在交易过程中不发生任何直接或间接的成本。而市场微观结构理论则认为，市场中的交易存在直接的交易成本和间接的交易成本，新的信息会不断地参与到价格的形成过程中。(2) 证券市场的结构和设计。这部分内容主要研究交易制度如何影响价格形成的过程以及证券市场的流动性和市场质量。(3) 信息及披露。这部分内容研究对“黑箱”运作的揭示如何影响交易者的行为及交易策略，特别是研究市场透明度，即市场参与者观察交易过程信息的能力。(4) 证券微观

结构与其他金融领域所共同产生的信息问题。如公司财务、资产定价、国际金融等内容。

2. 证券市场绩效的评价标准

研究证券交易制度的一个非常重要的问题是对证券交易制度的评价。证券交易制度的好坏是通过证券市场的绩效表现出来的,证券市场的绩效评价标准是证券市场微观结构理论的重要组成部分。通常认为衡量证券市场绩效的主要标准是流动性(Liquidity)、有效性(Efficiency)、交易成本(Trading Cost)、稳定性(Stability)、透明度(Transparency)。

(1)流动性。流动性对于一个市场至关重要,只有保持充分的流动性,才能增强市场参与者的信心,降低系统风险,充分发挥资源配置的功能。

一般而言,证券市场微观结构理论对流动性从广度(Width)、深度(Depth)和弹性(Elasticity)三个方面进行计量。①市场广度指当前价格水平的买卖委托的数量。如果在该价格水平的买卖委托数量多而且数额大,则市场具有广度,投资者可以在该价位迅速成交自己的委托。②市场深度指当前成交价格附近价位的买卖委托的数量。如果买卖委托的数量多且数额大,则该市场有深度,追加的委托不至于造成市场价格的剧烈波动。③弹性,指市场因为买卖委托暂时失衡后恢复原来均衡价位的速度。当临时性的委托不平衡导致价格发生变化时,如果市场的弹性大,那么新的委托会大量进入,交易价格很快恢复到原来价位。如果市场缺乏弹性,那么委托的数量对价格变化的调整就缓慢。

(2)透明度。透明度是指有关上市公司的信息向市场参与者披露的数量和质量。透明度有广义和狭义之分,狭义的透明度指

有关股票交易信息公开披露的程度,包括交易前的透明度(如市场上现有委托的数量和价格)和交易后的透明度(如交易完成后有关交易的价格和数量的报告)以及交易双方的身份确认。广义的透明度不仅包括股票交易信息的透明,还包括有关上市公司重要信息披露的即时性和准确性。

(3)稳定性。稳定性是指证券价格的短期波动程度,也就是证券价格的非波动性。稳定性可以用价格变化的方差衡量,方差越大,说明稳定性越差,方差越小,说明稳定性越强。对于整个市场的稳定性,一般用市场指数的方差来衡量。影响市场稳定性的因素有两类,一类是外部信息,如宏观经济形势、市场利率、资金的供求、上市公司业绩等,这些外部信息是影响市场稳定性的主要因素;另一类影响因素是交易制度。一个设计良好的交易制度应该尽量减少自身对价格波动的影响,同时尽量避免突发性的剧烈价格波动。

(4)有效性。有效性是指交易价格对所有相关信息反映的程度和速度,有效性包括单个价格的有效性和连续价格的有效性。有效市场的概念由 Fama 等人于 1969 年最早提出,主要是指“根据新信息迅速调整的市场”。Fama 在 1970 年把有效市场理论标准化,认为在完全有效的市场条件下,投资者的超额收益为零。Fama 根据市场对所有可得信息、所有公开信息和过去价格信息反映的程度不同,把有效市场划分为:强式有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场三类。一般来说,有效的市场更能吸引投资者参与,从而增加市场的流动性。

(5)交易成本。证券交易成本包括直接交易成本和间接交易成本,直接交易成本是投资者向证券经纪商、证券交易所、税务机关直接缴纳的费用,包括佣金、手续费、过户费、印花税等。证券交

易的间接成本是指与证券交易有关的,但并非由投资者直接缴纳的相关成本。证券交易的间接成本包括买卖价差、搜索成本、延迟成本和市场影响成本等。一个好的交易制度应该尽量降低证券交易成本。

3. 证券交易制度的目标选择

任何制度设计都是围绕着所要达到的目标进行的,因此明晰制度目标是制度设计的关键。证券交易制度的目标与证券市场的绩效评价紧密相连,证券市场绩效评价的五大标准构成证券交易制度设计目标的五个方面,证券交易制度的目标可以描述为流动性、有效性、稳定性、透明性、低成本。从理论上说,上述目标是一致的,上述目标的同时实现是最优状态,如只有透明度高的市场才可能是一个公平的市场,才可能有更多的投资者参与,市场的流动性与有效性才能高,交易成本才能低,而高流动性的市场才有深度与广度的保证,才有市场的稳定性。

但是在实际运行中上述目标并不完全统一,而是存在既统一又矛盾的辩证关系,因此证券交易制度的目标设计要对上述五大目标进行权衡和协调。最典型的是对于大宗交易的处理,透明性要求所有的委托都向市场公布,而大宗交易很难立即成交,因此在委托信息公布后到成交前,市场上会有投机性的买卖进行,这样就增加了市场的波动性,降低了市场的有效性,增加了大宗交易委托者的交易成本。对于做市商制与竞价制的选择也体现了这一点,竞价制市场交易成本低,有利于吸引投资者参与,从而增加市场的流动性;但当股票交易量小时,由于供求不足,成交困难,又降低了流动性。做市商市场的交易成本高,但做市商提供了交易的即时性,对部分股票又增加了流动性。正因为制度目标之间的不一致

性,对竞价制和做市商制孰优孰劣的判断变得非常复杂。

二、欧美主要创业板市场交易制度分析

欧美创业板市场的历史较短,美国纳斯达克市场成立于 1971 年,被公认为世界上第一家创业板市场。欧洲创业板市场起步于 20 世纪 80 年代,到 80 年代中期欧洲几乎每一个证券交易所都建立了创业板市场,但这些创业板市场多数以失败而告终。90 年代中期以来,欧洲又掀起新一轮建立创业板市场的热潮。目前,欧美主要的创业板市场有美国纳斯达克市场、加拿大风险交易所、英国伦敦证券交易所另类投资市场、欧洲易斯达克市场、德国新市场、法国新市场等。

(一)美国纳斯达克市场交易制度分析

纳斯达克全称为全美证券交易商自动报价系统,是全美证券交易商协会(NASD - National Association of Securities Dealers)的全资附属机构。纳斯达克市场虽然成立不到 30 年,但在成交额、市值等方面已经与纽约证券交易所不分伯仲,堪称国际创业板市场的楷模。正是因为纳斯达克市场的成功,世界各国纷纷效仿成立创业板市场,纳斯达克市场的做市商制度也被有些创业板市场直接采用。但纳斯达克市场并非纯粹的报价驱动市场,而是由早期的报价驱动市场逐渐演化为目前的混合式市场。目前纳斯达克市场通过做市商的交易仍占较大比例,但随着交易技术的发展以及资本市场竞争的加剧,纳斯达克市场的交易制度孕育着巨大的变革。

1. 美国纳斯达克市场交易制度的演进

(1) 美国纳斯达克市场交易制度的起源

美国纳斯达克市场是在柜台交易市场的基础上发展起来的,在纳斯达克市场成立之前的柜台交易市场是报价驱动市场,由批发商、零售商和综合性公司组织上柜股票的交易。零售商作为公众投资者的代表,与投资者直接进行股票买卖,零售商从批发商那里买卖股票,他们的操作在很大程度上基于无风险原则,即当公众客户购买股票时,零售商用自己的账户从批发商那里按照批发价买入,然后以高一些的零售价格卖给客户。批发商负责股票的做市,综合性公司则同时具备零售和批发双重功能。

批发商报价的搜集和发布通过美国全国报价局(National Quotation Bureau)进行,申请报价服务仅限于注册交易商。美国全国报价局对提交报价的公司有最低净资产数量的要求,并且要求提供报价的公司保证承诺他们的报价。报价的主要渠道是全国报价局每日出版的“粉页”(Pink Sheet),由于每天只印刷一次,市场参与者不能随时掌握交易的报价情况,极不利于证券的交易。为解决报价的及时性问题,美国全国证券交易商协会于1971年建立了自动报价系统。成立之初,纳斯达克市场只是一个会员报价系统,在本质上是连接不同地区市场参与者的通讯网络,原有的做市商制度顺理成章地延续下来。

(2) 委托、交易和报告系统的建立与发展

纳斯达克市场的功能在20世纪80年代由单纯为会员显示报价扩展为提供委托路径、执行交易和提供交易报告。第一个系统是SOES(小订单执行系统——Small Order Execution System),在1984年12月开始使用,为纳斯达克全国市场不超过500股的委托提供自动执行功能。1985年9月SOES扩展到所有的纳斯达克股

票 ,全国市场委托的最高限额提高到 1000 股 ,从 1988 年 6 月 30 日起所有纳斯达克全国市场的做市商都必须使用 SOES。考虑到不同股票的交易特点 ,全国市场股票的最大数量为 200、500 或 1000 股 ,小盘股市场为 500 股。

1987 年的股票市场危机催生了 OCT(委托确认交易服务——Order Confirmation Transaction Service) ,OCT 在本质上是早期的电子邮件系统 ,即允许公司通过电子手段把委托传输给做市商 ,如果做市商通过该系统接收到委托 ,交易报告会自动产生并传递到清算公司。1990 年 OCT 进一步发展并改名为 Selectnet ,该系统是为高于 SOES 委托数量的委托而设计的 ,该系统为 SOES 提供补充 ,而非替代。Selectnet 发展了委托的提供者和接收者之间的讨价还价功能和就一项委托向所有做市商发布的功能。

1988 年纳斯达克市场引进了 ACES(高级计算机执行系统——Advanced Computerized Execution System) ,该系统是一个允许市场参与者使用纳斯达克网络作为委托路径的完全自愿的系统 ,其使用范围并不广。

1989 年纳斯达克市场成为美国第一家具有当天委托匹配能力的市场 ,这种能力是通过 ACT(自动确认交易——Automated Confirmation Transaction)实现的。当天委托匹配减少了中断交易的数量和信用风险 ,同时通过把确认的交易记录自动传输到全国证券清算公司而改善了清算的程序。

1996 年 9 月 ,一个新的私人交易系统宣布成立 ,叫做 Optimark 系统 ,是由美国 Optimark 技术公司设计和拥有的。Optimark 系统是智能化交易系统的一个范例 ,交易者可以匿名输入“满意的组合” ,包括所有可能的价格/交易量组合。该系统运用特殊的手段把输入的组合匹配 ,达成使市场参与者满意程度最高的交易。虽然所有参与

者都可以使用该系统,但该系统对机构投资者最有吸引力,因为匿名委托方便了大宗交易,减少了大宗交易对市场的影响。

1998年1月NASD宣布与Optimark技术公司合伙的尝试性协议。在此协议下,该系统成为纳斯达克的交易系统,所有纳斯达克市场的参与者都可以通过纳斯达克网络进入该系统。

(3) 做市商制受到的挑战

纳斯达克市场建立初期采用的是纯粹的多元做市商制度,做市商制度对纳斯达克市场早期的发展起到了重要的促进作用,以至于许多研究认为,做市商制度是纳斯达克市场成功的重要因素之一。进入20世纪90年代以来,随着纳斯达克市场规模和交易量的不断扩大,做市商制逐渐受到挑战。

1990年纳斯达克市场在SOES中引入“限价委托自动撮合”功能,对优于做市商报价的客户委托直接进行自动撮合,这一功能的引入使纳斯达克市场开始具备竞价市场的特征。1996年曼宁法案要求做市商必须显示客户优于自身报价的委托指令,并将其作为自身报价的一部分,大大强化了纳斯达克市场竞价交易的特征。而真正推动纳斯达克市场向混合式市场转化的是1997年美国证监会颁布的新“委托处理规则”。

美国的两位学者在研究中发现,在选取的纳斯达克市场大盘股样本中有近一半的股票根本没有 $1/8$ 的奇数倍报价(如 $1/8$ 、 $3/8$ 、 $5/8$ 、 $7/8$),而同样的现象在NYSE中并没有出现,他们的论文1994年发表在《金融杂志》(Journal of Finance),文章在《华尔街日报》(Wall Street Journal)转载后不久,他们发现曾研究的只采用 $1/8$ 偶数报价的四只主要股票突然开始引入 $1/8$ 的奇数报价,使这四只股票的价差大幅度缩小。这一现象引发了大规模的讨论,人们开始怀疑做市商制度的公平性,针对纳斯达克市场做市商的私人诉讼大量出现,到

1997年12月被讼公司在诉讼中花费了10亿多美元。

这一事件直接导致了美国司法部和美国证监会对 NASD 管制的改革。美国司法部建立了专门委员会对纳斯达克市场进行调查,该委员会在1995年秋天发表报告,肯定了 NASD 自律的有效性,但建议纳斯达克市场规则制订部门和执行部门分开,1996年2月 NASD 规则公司成立。司法部的调查还表明这种报价惯例是由现有的报价驱动市场形成的,而非共谋的结果。

1996年8月美国证监会推出新的“委托处理规则”,试图彻底改变纳斯达克市场的运行方式。这一规则主要包括两方面改革:①限价委托显示规则,要求优于做市商报价的限价委托必须在其报价中显示,或传递给另一机构显示;②新的报价规则强制条款,要求做市商不得在纳斯达克和 ECN 中显示不同的报价,除非 ECN 显示的最优价格能够为所有市场参与者观察到并可与之交易。1997年1月首批50家股票开始执行此规则,到1997年10月13日所有的股票全部适用该规则。新委托处理规则对纳斯达克市场产生了重大影响,加速了竞价交易方式在纳斯达克市场的应用。

(5) ECNs 的产生与迅速发展

ECN(电子通讯网络——Electronic Communications Network)是用来匹配委托的电子通讯网络,它并不像做市商那样提供双向报价,而是提供显示买卖双方报价的屏幕,如果买卖价格匹配则在 ECN 内撮合成交。ECNs 也就是 NASD 规定的另类交易系统(Alternative Trading System,简称 ATS),这些系统必须符合美国证监会的规定,并且自愿向纳斯达克提供委托。根据美国证监会(SEC)的定义,ATS是指除证券交易所或证券商协会以外,不必经美国证监会批准,却能自动集中、显示、撮合或交叉执行证券交易的电子系统。为提供这类系统,NASD 必须保证建立一种机制使 ATS 或

ECN 能够把接受委托中的最优价格和数量显示出来,并且允许 NASD 的会员像与做市商交易一样与这些委托成交。ECNs 使机构投资者能够绕开经纪商直接进行交易,从而大大降低了交易成本,许多 ECNs 还在交易所正常的运营时间之外进行交易,满足了国际投资者的买卖需求。

ECNs 进入纳斯达克市场进行交易,必须满足以下条件:①向 NASD 申请,并已经达到 NASD 关于 ATS 的规定和美国证监会关于 ECN 的规定;②注册为 NASD 的会员;③获得纳斯达克市场工作平台的许可;④同意向纳斯达克市场提供最优的委托;⑤通过纳斯达克市场提供的系统,委托能够自动进入 ECN,当价格不再有效时可以自动撤消;⑥不向通过纳斯达克市场进入 ECN 的经纪商/交易商收取费用。

如果 NASD 的会员通过纳斯达克市场提供的系统与 ECNs 的报价接触,并且委托的数量超过 ECNs 在纳斯达克市场显示的数量,操作 ECNs 的会员应该按照如下原则执行此委托:①如果 ECNs 的委托数量的保留部分和显示部分的总和等于或大于通过纳斯达克市场的委托数量,则按纳斯达克市场的委托数量成交;②如果小于或等于,则按照 ECNs 在纳斯达克市场的显示数量成交。

除非委托数量大于 100 股,否则 ECNs 不得提供有保留的委托。按照这一规则,有保留的委托必须由客户委托 ECNs 并授权可以只显示部分数量,当显示的部分成交后,再全部或部分显示剩余部分。

最早产生的 ECN 是 1969 年成立的 Instinet,Instinet 是 NASD 的成员经纪商,为路透社所拥有,客户可以匿名进行市价委托和执行交易,在 Instinet 交易的纳斯达克股票可以执行 1/64 美元的最小报价。除了具有匿名及报价单位细小的好处外,ECN 还为纳斯

达克证券交易商提供了通过电子系统彼此接触的功能,而纳斯达克市场并没有提供这种功能。

1997年1月美国证监会新的委托处理规则使 ECNs 可以进入纳斯达克市场的报价和交易系统。在此之前,市场是分割的,纳斯达克交易系统为普通投资者所使用,而 ECNs 为机构投资者所专用,这就造成了交易上的不公平。而美国证监会的新规则旨在建立一个任何交易者均可自由进入、能显示最优股票买卖价格的单一市场,从此 ECNs 的交易获得了迅速增长,形成对纳斯达克交易系统的强大竞争压力。ECNs 扮演了“电脑做市商”和“自动竞价撮合”的双重角色,ECNs 的引入大大加剧了市场的竞争,使纳斯达克市场的流动性进一步提高、市场价差大幅度降低,纳斯达克市场由纯粹的报价驱动市场转变为混合式市场。

2. 美国纳斯达克市场交易制度的现状

(1) 纳斯达克市场的交易系统

纳斯达克市场的交易系统有电话交易、电子交易和另类电子交易系统三大类。

①电话交易。在历史上,电话曾是纳斯达克市场的主要交易工具,在市场越来越自动化的情况下,电话对许多交易类型来说效率太低,但对于需要协商的大宗交易和没实行自动化的公司来说仍然十分重要。

②纳斯达克电子交易系统。包括三种系统:A. 小额订单执行系统(SOES)。纳斯达克全国市场的所有股票交易均必须使用该系统,小额资本市场股票可以选择使用该系统。B. Selectnet 系统,它主要是一个下单系统,通过它可以把订单传送给做市商,也可以传送到整个市场,并且该系统还具有有限的协商定价功能。客户

订单和自营订单均可进入该系统,该系统对交易规模没有限制,但在所有交易中,必须至少有一名做市商参与,该系统主要针对超过 SOES 最高限制的订单,是 SOES 的补充,而非替代。传统上,该系统主要供会员使用,但 1999 年初纳斯达克市场允许机构客户直接把订单输入该系统。该系统的最高自动执行规模是 999999 股,订单公司和 ECN 被允许在该系统直接与其他市场参与者交易。该系统为做市商灵活处理大宗交易提供了便利,有助于避免大宗交易对市场带来的价格波动。C. 高级电脑执行系统(ACES)。是一个灵活的订单传送和执行系统,市场参与者可以自愿使用该系统。

③另类交易系统(ATS)。另类交易系统也就是 SEC 认定的 ECN,从某种意义上说,另类交易系统与交易所类似,它提供交易设施,使交易双方直接接触,同时承担有限监管责任。

(2) 纳斯达克市场的做市商制度

①做市商概况。目前纳斯达克市场的核心仍然是做市商报价的通讯网络,在大约 5500 家会员中有约 10% 成为至少一只股票的做市商。纳斯达克市场要求每只股票至少有两个做市商,但对做市商数量的上限没有规定,据统计 2000 年 9 月在纳斯达克全国市场中平均每只股票有 13.3 个做市商。纳斯达克全国市场做市商的具体情况见表 2.1。

表 2.1 纳斯达克全国市场股票做市商情况比较

项目	2000 年 9 月数	1999 年 9 月数
平均每只股票	13.3	11.4
最多的 1% 的平均数	58.8	47.5
仅次的 9% 的平均数	29.3	24.0
最少的 10% 的平均数	5.7	4.9

资料来源:纳斯达克市场网站

②做市商的义务。做市商作为特殊的经纪商,以自己的帐户和资金经营业务,具有专业经纪人的身份,其职责是维护市场的流动性和有序性。做市商应履行以下义务:坚持达到特定的记录保存和财务责任的标准;不间断地主持买卖双方的市场和在最佳价格按照限额规定接受并执行委托;发布有效的买卖两种报价;在交易完成后的 90 秒内报告有关交易情况。

③做市商的种类。纳斯达克市场的做市商大至可以划分为以下几类:A、批发商。批发商的起源可以追溯到纳斯达克成立之前的柜台交易市场,批发商为大量的股票做市,其数量经常超过 3000 只股票。B、批零兼营公司。这些公司做市的股票比批发商要少,在 500 到 1000 只之间,当接到它们没有做市的股票的委托时,一般把委托传递给批发商。C、机构经纪商。机构经纪商的主要客户群体由机构组成,所做市的股票数量少于 500 只,这些公司接到的委托多数并非要求立即执行,而是按照审慎的原则争取交易成本最小化。D、地区性公司。这类公司通常规模较小且不在纽约地区,他们的做市活动是为了支持承销和零售活动。E、非挂牌交易特权做市商。指 SEC 赋予不挂牌交易特权的交易所专家,注册的交易所可以被赋予不超过 500 家纳斯达克股票的非挂牌交易。只有芝加哥证券交易所通过这种方式交易纳斯达克股票。由于他们不是 NASD 的会员,所以他们不受 NASD 规则的约束。F、ECN。ECN 可以参与纳斯达克的报价,按照 SEC 规则的规定 ECN 可以选择是否成为“合格”的 ECN,如果成为“合格”的 ECN,就必须把最好的报价传送到纳斯达克,使每一个市场参与者都可以得到。

④做市商的报价规则。做市商的报价有三种方式,第一种方式是确定报价(Firm Quote),做市商要按照此价格成交,投资人委托后做市商不得拒绝履行,一般来说在 100 股以上的委托采用此

种方式 ;第二种方式是协商报价(Subject Quote) ,即做市商对所报价格不做承诺 ,需要双方协商才能成交 ;第三种方式是询价报价(Work - out Quote) ,是做市商对于交易不活跃的股票或数量过大的委托采用的一种报价方式 ,做市商接受委托后 ,要向其他做市商或持有人询价 ,再征求投资者的意见。

根据 NASD 的规定 ,一般来说做市商赚取的价差不得超过 5% ,做市商可以根据证券的类型、活跃程度、价格高低、交易量等情况进行适当调整 ,但该原则不适用于新股和共同基金。做市商的报价不允许出现锁定或交叉(Lock/Cross) ,当做市商的买方报价等于另一个做市商的卖方报价时 ,称为锁定(Lock) ;当做市商的买方报价高于另一做市商的卖方报价时称为交叉(Cross)。按照此规则 ,做市商所报卖价不能等于或低于其他做市商的买价 ,所报买价不得等于或高于其他做市商的卖价 ,因此多元做市商的最高买方报价必须低于最低卖方报价。

(3) 纳斯达克市场 ECNs 的现状

信息技术的迅速发展以及证券市场的不断扩大是 ECNs 快速发展的外因 ,而 ECNs 的低成本、高效率是其快速发展的内因。目前 ,ECNs 的交易规模迅速扩大 ,但未来的发展方向是不确定的。目前在 SEC 和 NASD 注册参与纳斯达克市场交易的 ECNs 共有九家 ,最大和历史最久的是 Instinet。有三家 ECNs 已经向美国证监会申请成为证券交易所 ,这三家 ECNs 是 Island 、 Archipelago、 Nexttrade。有些正在转变为纯粹的代理公司 ,以收取佣金为主 ,如 Instinet 已经成为 17 个证券交易所的成员 ,在全球 40 个证券市场进行交易。ECNs 在纳斯达克市场的市场份额和交易量迅速发展 ,具体数据见表 2.2。

表 2.2 2000 年 9 月 ECNs 交易占全部交易的比例

名称	占交易额的比例	占交易量的比例	占交易笔数的比例
Instinet	14.4%	11.8%	10.7%
Island	9.4%	6.6%	12.9%
Redi-Book	3.6%	3.0%	3.8%
Brut	1.7%	1.7%	2.3%
Archipelago	1.5%	1.2%	1.7%
B-trade	1.6%	1.4%	1.4%
Nextrade	0.0%	0.0%	0.0%
Attain	0.0%	0.0%	0.0%
合计	32.3%	25.8%	32.9%
纳斯达克市场全部	100%	100%	100%

资料来源：纳斯达克市场网站

从以上数据可以看出,最大的两个 ECN 是 Instinet 和 Island, 其交易额之和达到纳斯达克市场全部交易额的 23.8%, 占全部 ECN 交易额的 70% 以上, 其中 Instinet 的交易额占纳斯达克市场全部交易额的比例达到 14.4%, 占全部 ECNs 交易额的近一半。根据美国证监会的规定, ECNs 必须将季度成交量报告给美国证监会, 并保留交易记录作为审计依据。除此之外, 并不要求 ECNs 对交易量进行披露。随着业务的发展, 为吸引更多的客户, ECNs 已经开始更多地披露有关信息, 一般来说 ECN 的成交情况和市场份额在各自网站公布。

综上所述, ECNs 已经成为纳斯达克市场重要的参与者, 竞价方式在纳斯达克市场交易中所占比重越来越大, 大大强化了纳斯达克市场作为委托驱动市场的特征。

(4) 纳斯达克市场的交易委托类型

纳斯达克市场的委托方式有限价委托和市价委托两种。在

1997年新交易委托处理规则实行之前,只有做市商可以看到限价委托。1997年新交易委托处理规则出台,规定如果客户的限价委托报价优于做市商的报价,那么做市商必须将客户的限价委托报价显示在纳斯达克系统终端上,使得所有的市场参与者都能看到该报价并通过 ECNs 与之交易。

(5) 纳斯达克市场的卖空规定

1994年9月,纳斯达克市场的卖空条款付诸实施,在此规则下,NASD成员不得在其内部报价低于执行价格时卖空。在全国市场引进卖空规则后,NASD对某些做市行为的卖空进行了豁免。这一豁免是该规则的重要组成部分,因为真实的做市行为对于维持市场的流动性是重要的和适当的。1996年纳斯达克市场引入主要做市商(PMM)制度,主要做市商被定义为达到一定标准的做市商,主要做市商可以卖空。

(6) 纳斯达克市场的大宗交易。纳斯达克市场没有专门的大宗交易制度,为了便于股票的跨市场交易,纳斯达克市场对大宗交易的规模做了规定,即每笔交易数量超过1万股或每笔交易金额超过20万美元。目前纳斯达克市场的大宗交易主要通过 ECN 完成。

(7) 纳斯达克市场的稳定措施

纳斯达克市场的稳定措施主要有断路器措施与稳定性报价制度两种。

① 断路器措施。纳斯达克市场为减少市场波动、增强投资者信心,采用了防止整个市场价格剧烈波动的断路器措施(Circuit Breaker)。现在纳斯达克市场采用的断路器规则,是由美国各证券交易所和 NASD 提出,经美国证监会批准于 1998 年 4 月 15 日生效实施的。该规则规定:在道·琼斯工业平均指数分别下跌 10%、

20%、30%时停止市场交易。断路器措施根据指数的下跌幅度及下跌时间而作出不同规定:A.当道指出现10%的跌幅时,如发生的时间是在下午2点之前,则闭市1小时;如在下午2点到2点30分,则闭市30分钟;如在2点30分以后,则维持开市。B.当道指出现20%的跌幅时,如发生的时间在下午1点之前,则闭市2小时;如在下午1点至2点之间,则闭市1小时;如在下午2点之后,则全天闭市。C.当道指出现30%的跌幅时,则无论何时,全天闭市。

由于道·琼斯工业平均指数不包含纳斯达克股票,不能准确地反映纳斯达克市场的价格波动情况,因此纳斯达克市场采用断路器措施存在一定的制度缺陷。

②稳定性报价制度。提供稳定性报价是做市商的义务,一只股票只能有一个做市商稳定价格,试图稳定股票价格的做市商应向纳斯达克市场运行部门提交报告,申请输入单边报价。

(8) 纳斯达克市场的价差分析

价差是反映股票交易成本的一个重要方面,纳斯达克市场与纽约证券交易所2000年9月的股票价差情况如表2.3所示。

表2.3 2000年9月纳斯达克与纽约证交所平均价差比较(单位:美元)

股票群体	纳斯达克	纽约证券交易所
前20位	0.111	0.115
前50位	0.139	0.114
前100位	0.164	0.118
前250位	0.204	0.128
前500位	0.235	0.129
前1000位	0.259	0.340
前2000位	0.295	0.263
前2000位以外	0.494	0.260
全部	0.420	0.262

资料来源:纳斯达克市场网站

从以上数据可以看出,就总体平均价差而言,纳斯达克市场高于纽约证券交易所,但从结构上看,前20位,甚至前50位股票的价差在纳斯达克市场和纽约证券交易所之间并没有显著差异。前500位的股票价差仍是纳斯达克明显大于纽约交易所,但前1000位股票的价差,纳斯达克市场小于纽约证券交易所。两个市场的价差水平从一个侧面说明了纳斯达克市场交易制度在总体上导致了较高的交易成本。

3. 美国纳斯达克市场交易制度的发展趋势

纳斯达克市场即将使用超级蒙太奇系统、Primex 竞价系统和 Optimark 系统,这预示着竞价制在纳斯达克市场会得到更广泛的应用。

(1) 超级蒙太奇(Supermontage)交易系统。1999年纳斯达克向美国SEC递交了建立新交易系统“超级蒙太奇”的计划,该计划2001年1月获得批准,预计于2002年初推出。“超级蒙太奇”首先是一个委托揭示系统,它不但揭示单个股票的全国最优报价,而且还揭示最优报价以下的两个最优报价。市场参与者可以选择只输入一个最优报价,还是输入更多的不同价位的委托。同时“超级蒙太奇”是一个交易执行系统,它把做市商、ECNs等市场参与者整合在一起,为做市商提供自动执行的功能,同时为ECNs提供自动执行和传送委托两种选择。超级蒙太奇将替代现有的SOES和SelectNet,这一系统为纳斯达克市场股票的交易提供了更多、更灵活的工具。

(2) Primex 竞价系统。2000年10月末,纳斯达克市场和Primex公司共同举办论坛,介绍Primex竞价系统。据称,该系统将于2001年春季推出,是为纳斯达克市场挂牌的股票提供电子交

易的系统。任何 NASD 的会员都可以把市价委托或市场可以接受的限价委托输入该系统进行竞价交易,这一独特的竞价形式增加了市场参与者接触的机会和按照最优价格执行交易的机会。作为披露的系统,Primex 系统使经纪商/交易商及他们的客户有机会去匿名浏览或执行交易,这项措施既是纳斯达克市场适应投资者的需要,也是同 ECNs 竞争的需要。

(3)OptiMark 系统。OptiMark 系统是集合竞价系统,纳斯达克已经原则上同意该系统接入其交易网络。经纪商/交易商可以直接把客户的委托输入 OptiMark,参与该系统的匹配,同时他们的委托在纳斯达克市场的所有交易系统显示。

委托可以用两种不同的方式进入 OptiMark 系统,一种是传统的包括价格和数量的委托,另一种是复合委托,可以根据交易者的特殊投资策略,选择不同的价格水平和数量。按照目前的计划,OptiMark 匹配系统每 90 秒进行一次匹配集合竞价,所有的委托要通过 NASD 会员或在他们的监督下进入该系统。

纳斯达克市场目前正在考虑收购 OptiMark 系统的所有权,并将该系统作为纳斯达克股票市场交易系统的一部分。另外,纳斯达克市场已经允许 OptiMark 显示经纪商的报价和所有纳斯达克市场的限价委托。

Primex 和 OptiMark 均为竞价交易系统,而超级蒙太奇则兼有委托揭示和交易双重功能,同时超级蒙太奇既进行竞价交易又为做市商提供自动执行功能。这些系统的引入使纳斯达克市场在更大程度上具有竞价市场的特点,起源于报价驱动市场的纳斯达克市场又将向委托驱动市场方向前进一步,这反映了整个证券市场交易制度发展的方向,竞价交易正逐渐成为全球证券市场交易活动中居主导地位的价格形成机制。

(二) 加拿大风险交易所交易制度分析

加拿大风险交易所(Canadian Venture Exchange - 英文缩写CDNX)于1999年11月由加拿大阿尔贝塔证券交易所和温哥华证券交易所合并而成。其中温哥华证券交易所成立于1907年,曾是加拿大第二大证券交易所和最大的创业板市场;阿尔贝塔证券交易所成立于1914年,过去主要从事石油股票的交易。合并后的加拿大风险交易所仍然是加拿大第二大证券交易所和最大的创业板市场。

1. 加拿大风险交易所交易制度概况

加拿大风险交易所完全采用电子交易,其交易系统称为TradeCDNX。加拿大风险交易所认为,上市股票通过竞价程序直接交易对于实现证券交易所的功能是十分必要的,基于这种考虑,加拿大风险交易所按照价格优先、时间优先的原则进行竞价交易,并实时报告交易的价格和数量,因此加拿大风险交易所属于连续竞价市场,与主板市场多伦多证券交易所是一致的。

2. 加拿大风险交易所有关交易委托的规定

(1)委托方式。加拿大风险交易所的委托方式有三种:限价委托、市价委托和止损委托。

(2)交易委托的最小报价单位。加拿大风险交易所对不同价格水平的股票规定了不同的最小报价单位,股价等于或低于4.99加元的股票最小报价单位为1分,股价在5加元及以上的股票最小报价单位为5分。

(3)交易委托的标准数量规定。加拿大风险交易所规定委托的标准数量根据股票价格的不同而不同:股价低于0.1加元的股

票,委托的标准数量为 1000 股;股价在 0.1—1 加元之间的股票,委托的标准数量为 500 股;股价在 1 加元及以上的为 100 股;交易所可以根据股票的不同情况制定特殊的标准数量。

3. 加拿大风险交易所的委托匹配原则

加拿大风险交易所的委托匹配按照以下优先权原则进行:(1)客户委托优先:在公司内部,客户的委托有优先权;(2)标准数量委托优先于非标准数量委托;(3)开盘后,遵循价格优先、时间优先的原则;(4)显示数量优先权:按照以上原则,没有显示全部数量的委托,其显示部分具有优先权。

4. 加拿大风险交易所的信用交易制度

加拿大风险交易所允许保证金交易和股票卖空,保证金的比例由会员公司根据市场状况和具体的股票价格变动情况进行调整。卖空必须以高于最近成交价格至少一个档位的价格交易,会员要对卖空委托标明卖空的标志,对卖空进行记录并保持特别关注。如果风险交易所确定市场状况可以得到有效保证,可以禁止卖空。

5. 加拿大风险交易所的市场稳定措施

加拿大风险交易所的市场稳定措施主要有暂停交易、阻止委托进入和断路器三项措施。(1)当交易所发现下列情况时可以暂停交易或延迟交易:交易所发现上市公司不再符合上市标准、上市公司已经发生的实质性变化会在很大程度上影响股票价格、外部环境的剧烈变化严重影响了公众利益、交易所发现价格发生了不可解释的变化、委托极度不平衡。(2)为避免市场不必要的波动,

交易所会阻止可能引起不寻常市场行为的委托进入。(3)当纽约证券交易所采用断路器措施时,加拿大风险交易所与加拿大其他证券交易所一起停止所有股票的交易,如此规定是因为两国证券交易所交叉挂牌股票较多。

(三) 欧洲易斯达克市场交易制度分析

欧洲易斯达克市场(European Association of Securities Dealers Automated Quotations,英文缩写 EASDAQ)的全称是欧洲证券交易商协会自动报价系统,由欧洲证券交易商协会效仿美国纳斯达克市场于1996年11月设立。易斯达克市场在主流上属于报价驱动市场,但对于无法满足持续上市条件要求的公司和证券流动性差的公司的股票采用竞价交易方式。

1. 欧洲易斯达克市场做市商制度

易斯达克市场规定公司上市时必须有一名保荐人,公司必须有不少于两名在易斯达克市场登记的做市商,拥有两名做市商是持续上市的条件之一。

(1)对做市商报价的规定。做市商的报价必须同当前的市场价格有充分的密切联系,如果失去这种密切联系,易斯达克市场会要求做市商重新输入报价。如果做市商的报价能力或更新报价的能力受到影响,那么做市商应该立即请求把它的报价作为指示性报价。如果某只股票被标以指示性标志,则做市商无义务执行交易,如果做市商不作出请求,则做市商必须按照报价执行交易。

(2)竞价程序的采用。当在某只股票注册的做市商只有一个,或做市商数目减少到一个时,易斯达克市场对该股票采用竞价程序,竞价程序由市场权威机构决定执行。竞价程序主要针对那些

无法满足持续性要求的公司以及证券流动性较差的公司。

2. 欧洲易斯达克市场对大宗交易的规定

在易斯达克市场,大宗交易被定义为交易量在最低报价数量100 倍以上的交易。一般交易在完成90 秒内必须报告,大宗交易可以选择在交易完成90 秒内或一个星期内报告,如果选择在一个星期内报告,相关的做市商在大宗交易完成后应立即通知市场当局。对于大宗交易报告时间的选择性,使得做市商可以根据市场情况选择报告时间,以避免对市场造成较大影响。

3. 欧洲易斯达克市场的稳定措施

易斯达克市场的稳定措施有两种,一种是稳定性管理者制度,一种是股票暂停交易措施。

(1)稳定性管理者制度。为保障股票市场的连续性、公平性和安全性,易斯达克市场规定管理机构有广泛的权力对市场进行干预。稳定性管理者指与易斯达克市场达成协议为特定股票提供稳定性买卖的机构。稳定性管理者可以进入市场购买或承诺购买股票以稳定或维持价格,在此期间管理者不得购买或承诺购买任何该股票的相关金融产品。在采取稳定行动之前,稳定性管理者必须采取适当的准备措施以确信对市场录取稳定措施是可行的、目前的股票价格已经不再扭曲,并且要建立合适的体系记录其稳定行动。易斯达克市场还规定,在可转换金融产品的转换消息公布之前不得对其采取稳定行动。

(2)股票暂停交易措施。在下列情况下,市场当局可以决定暂停股票交易:当不完全、不准确的信息有可能导致错误的市场行为时;发行人的重大事件处于谈判初期,细节还未确定,存在不完全

和不准确信息的风险时 ;如果市场的行为显示发行人应披露的信息已经为公众所知道时 ,市场当局认为市场正在被操纵时。

(四) 伦敦证券交易所另类投资市场交易制度分析

伦敦证券交易所另类投资市场(Alternative Investment Market ,英文缩写 AIM)于 1995 年 6 月成立 ,是伦敦证券交易所继第三市场和非上市股票市场(USM)以后的又一个针对中小企业的股票市场。另类投资市场在成立的前三年表现不佳 ,1999 年随着机构对技术股的关注 ,获得迅速发展。截止到 2000 年 6 月已经有 580 家公司上市 ,其中 72 家转移到主板市场 ,1999 年伦敦金融时报 FTSE(Financial Times)另类投资市场指数全年的增长率为 141% ,列西方各主要证券市场指数增长率之首。

1. 伦敦证券交易所另类投资市场交易制度概述

从历史上看 ,伦敦证券交易所是一个报价驱动市场 ,长期以来由于交易商既得利益的抵制 ,伦敦证券交易所一直没有采用电子委托驱动系统。90 年代以来 ,由于法兰克福交易所、巴黎交易所采用电子委托驱动系统 ,大大提高了交易效率 ,吸引了一大批国际投资者 ,因此伦敦证券交易所不得不于 1997 年 10 月引入委托驱动的 SETS 系统(Stock Exchange Electronic Trading Service ,英文缩写 SETS) ,对金融时报 100 指数成份股采用竞价交易方式。现在金融时报 100 指数成份股的交易有 49% 通过委托驱动系统 SETS 完成 ,伦敦证券交易所已经是一个混合式的市场。

另类投资市场属于报价驱动市场 ,通过伦敦证券交易所另类证券自动交易服务系统(Stock Exchange Automated Trading System Plus ,简称 SEATS PLUS)进行交易 ,并为相互竞争的做市商所

支持,另类投资市场共有 15 名做市商,85% 以上的证券至少有两
名以上做市商。

2. 另类投资市场的市场参与者

(1)做市商。指经注册在 SEATS PLUS 中为股票提供做市的会员
公司。

(2)指定券商。对于另类投资市场的证券,另类投资市场指定
专门的会员公司作为指定券商。在做市商无法履行其义务时,指
定券商要尽最大努力寻找相匹配的交易;指定券商可以指定另外
一个会员公司来履行它的职责,但指定的代理要符合会员公司和
交易所的协议。

(3)交易代理商。交易代理商是为另外一家会员公司寻找机
会进行交易的证券交易商。

3. 指示性市场(Indicative Market)的规定

在出现以下情况时,伦敦证券交易所可以宣布另类投资市场
的证券为指示性市场(1)做市商无法公布最新的报价(2)会员公
司无法输入或删除任何订单(3)需要维护其交易的秩序。

当宣布一只证券为指示性市场后,该证券的做市商没有义务
按其公布的价格进行交易、不得在电话中为询价的会员公司报价;
会员公司不得输入该证券的成交订单;会员公司应与公布订单的
会员公司联系,以确信其是否能以公布的价格和规模成交。在指
示性市场操作的会员公司没有必须交易的义务。

4. 另类投资市场的大宗交易制度

在另类投资市场,正常市场规模为 2000 股的股票,其大宗交

易指 15 万股以上的交易 ;正常交易规模为 1000 股的股票 ,其大宗交易指 5 万股以上的交易。另类投资市场规定 ,做市商进行大宗交易可以通过伦敦证券交易所的大宗交易服务设施 ,以延迟交易报告的时间。

(五) 法国新市场交易制度分析

法国新市场是巴黎证券交易所于 1996 年 3 月开设的 ,开业以来交易活跃 ,股票价格指数从 1996 年 3 月 20 日的 1000 点 ,上升到 2000 年 12 月 29 日的 2904 点 ,在四年多的时间上升了 190%。

1. 法国新市场交易制度概述

法国新市场采用电子交易系统 ,其技术和网络均建立在巴黎证券交易所的平台之上。巴黎证券交易所的主板市场是委托驱动市场 ,而新市场采用竞价交易和做市商相结合的方法 ,属于混合式市场。新市场的竞价方式有集合竞价和连续竞价两种 ,可以根据股票的流动性选择不同的竞价方式 ,委托的匹配原则是价格优先、时间优先。法国新市场是一个现金结算市场 ,不允许卖空和保证金交易。

法国新市场的交易时间为巴黎时间上午 10 点至下午 5 点 ,上午 10 点半和下午 4 点半进行两次集合竞价交易 ,在集合竞价期间 ,不能发送、修改委托。集合竞价委托由交易成员直接输入交易系统 ,并自动登记在中央指令登记簿。

一般交易在完成要马上报告新市场 ,报告的内容包括交易的股票名称、数量、价格、交易时间及负责交易的会员。大宗交易 ,即规模在标准规模 50 倍以上的交易 ,可以在交易日以后的第 3 个交易日报告。

2. 法国新市场对集合竞价交易的规定

(1)集合竞价方式下交易价格的确定原则。交易价格确定的原则是取保证最大交易量的价格 ;当产生几个交易价格时 ,取委托执行最充分的价格 ;当仍存在几个交易价格时 ,取与参考价格偏离最小的价格。具体匹配时 ,则按照价格优先 ,时间优先的原则。

(2)集合竞价方式下的价格限制。当交易价格相对于参考价格的涨跌幅超过一定限制(10%)时 ,市场可暂停交易。在集合竞价时 ,证券交易的参考价格为上一次集合竞价所产生的价格。如果交易价格与参考价格的差距大于 10% ,交易将被暂停 ,通常暂停时间为 30 分钟。引发交易暂停的价格将被确定为新的参考价格 ,交易暂停结束后 ,进行一次新的集合竞价。在交易暂停期间 ,可继续输入委托 ,但不进行交易。

3. 法国新市场对连续竞价交易的规定

(1)连续竞价的委托匹配原则。在连续竞价情况下 ,开盘时的参考价格为上一个交易日的收盘价或上一个交易日发布的指示价格。在开盘前 ,会员的委托不断输入 ,但并不进行交易 ,理论开盘价随着每个新委托的进入不断改变 ,并立即公布。开盘时 ,进行委托匹配 ,并产生最后的开盘价。在开盘阶段的竞价结束后 ,交易一直进行直至闭市 ,连续竞价按照价格优先、时间优先的原则进行匹配。

(2)交易委托类型。法国新市场允许的交易委托类型比较丰富 ,按照来源分有客户委托和会员委托 ,按照委托的限定分有市价委托、限价委托、必须执行委托、全部执行否则取消委托、止损委托或止损限价委托等方式。委托可以被标明“ 必须成交 ”、“ 市价委托 ”,也可以包括一个有关买卖数量和(或)价格的限制 ,未标明限价的委托在委

托匹配时具有优先权。除非一份委托包含相反表示,否则直到委托发出所在月份的最后一天仍然有效。如果委托包含有效期,该有效期不得超过委托发出所在月份的最后一天,只要委托未被执行,委托人随时可以取消委托。如果客户没有限定委托的执行方法,那么委托既可以通过竞价交易,也可以通过做市商交易。

4. 法国新市场的做市商制度

在法国新市场只有交易商和做市商可以参与市场交易,做市商和交易商的身份不得兼有。交易商主要有以下义务:确认所有的交易指令符合市场规则、在中央交易系统中输入指令、确认指令进入交易系统、使输入的指令和中央交易系统指令相协调。

做市商或注册投资顾问由新市场授权,做市商要履行以下两个职能(1)辅助注册新市场的股票(2)为股票做市,一般是3年,新市场与发起人可以达成协议缩短这一时间。

做市商必须为其做市的股票提供持续买卖报价,买卖价差不得超过10%,并且要达到最低数量(根据股票价格不同而有差异,一般为5万法郎至20万法郎)。在发生使做市不可能的事件时,新市场理事会可以应做市商的要求,取消其做市义务。

5. 法国新市场价格涨跌幅限制

法国新市场对股票价格实行多阶段比例涨跌幅限制,具体规定是:交易开始后,如果产生的初始价格超过10%涨跌幅限制,或交易有可能突破涨跌幅限制时,新市场理事会将暂停其交易,交易暂停时间为30分钟。交易恢复后,新的参考价格为引发交易暂停的价格,如果未进行的委托有可能按照同一方向超过新参考价格5%的价格交易,应该再次暂停交易30分钟,依此类推。

(六) 德国新市场交易制度分析

德国新市场是德国交易所股份公司于 1997 年 3 月 10 日正式启动的,作为法兰克福证券交易所的一个交易场所出现。德国新市场启动后,显示出强大的生命力,日益成为德国证券业的支柱之一。

1. 德国新市场交易制度概况

德国新市场实行竞价制与做市商制相结合的交易制度,属于混合式市场。新市场股票在 Xetra 系统交易,Xetra 系统是电子化的委托驱动系统,该系统最大的特点是更多的波动性干预、最长的委托有效期为 90 天、市场不平衡的显示功能。

2. 德国新市场的指定保荐人制度

德国新市场建立了指定保荐人制度,指定保荐人是为市场提供额外流动性的银行或其他金融机构。指定保荐人必须为股票的买卖提供报价,弥补供需之间的短暂不平衡,使在公平价格下的即时交易变得容易。指定保荐人必须是法兰克福证券交易所的会员,由德国交易所股份公司指定,指定保荐人可以同时为几只股票提供双向报价,但不得同时担任该股票的正式经纪商(Official Broker)。

在集合竞价开始的初期,指定保荐人被要求输入报价参加集合竞价并对价格波动进行干预,在确定价格之前他们必须保持此委托。根据股票的流动性,德国新市场对报价的最低数量、最大的买卖价差、最长答复时间、报价在订单簿中的最短时间提出了要求,这些要求也是衡量指定保荐人表现的指标,如果指定保荐人达不到最低要求,新市场将取消其保荐人资格。为提高指定保荐人

报价的积极性,新市场规定达到要求的保荐人在交易所费用、内部委托的知情权及集合竞价未成交委托的信息接触等方面享有特权。为了对指定保荐人进行评价,新市场采用了质量等级制度,发行人可以通过质量等级得分直接了解指定保荐人的表现,这对指定保荐人争取新客户是非常重要的。

3. 德国新市场对竞价交易的规定

德国新市场每天的交易分为盘前阶段、主要交易阶段和盘后阶段。盘前阶段为主要交易阶段做准备,市场参与者可以把委托和报价输入交易系统,也可以修改委托,为真正的交易作好准备,交易所对委托进行确认,在主要交易阶段,通过集合竞价或连续竞价方式进行交易,在盘后阶段,市场参与者可以输入新的委托或对现有委托进行修改或取消委托,为下一交易日做准备。在开盘阶段可以进行标准数量委托或零股委托,开盘价格按照最大成交量的原则确定,在成交时按照价格优先、时间优先的原则匹配,以使一笔委托能最大限度成交。在连续竞价阶段,只有标准数量的委托可以参与交易,连续竞价的委托匹配原则是价格优先、时间优先。

新市场的竞价采取集合竞价和连续竞价两种方式,每一个交易日有四次集合竞价。连续竞价和集合竞价的阶段划分如下:

7:30——①8:50(14分钟)——②13:10(2分钟)——③17:40(2分钟)——④20:00(5分钟)——20:30

四次集合竞价分别在8:50、13:10、17:40、20:00,每次集合竞价的时间长短不同。无论是集合竞价还是连续竞价,委托的最小单位都是1股。在收盘的集合竞价中,对所有连续交易的委托和标明只参与闭市竞价的委托进行匹配,对没有成交的委托根据其

类型确定是否转入下一交易日。

为保持价格连续性,如果潜在价格超出参考价的预定范围,交易将中断;如果只有市价委托,则按照参考价格执行;如果有未执行的市价委托,那么按参考价与限价委托成交。

4. 德国新市场对委托方式的规定

德国新市场规定了较为复杂的交易委托方式,几乎所有的委托方式都可以使用。按照委托方式的价格限制划分,有市价委托、限价委托和停止委托,停止委托包括止损市价委托(Stop Market Order)和止损限价委托(Stop Limit Order)。按照对执行数量的限定划分,有定价即时交易委托(Immediate-or-Cancel Order)、定价全额交易委托(Fill-or-Kill Order)。按照委托的有效期限划分,有三种委托方式:当天有效委托(Good For Day);到期前有效委托(Good Till Date),即在90天内有效;取消前有效委托(Good Till Cancel):即在90天期限内如无取消委托则一直有效。按照对交易方式的限制,有四种委托方式:开盘竞价委托(Opening Auction only);收盘竞价委托(Closing Auction only);竞价委托(Auction only);接受剩余委托(Accept Surplus Order),这种委托适用于“执行或取消”与“立即执行或取消”的委托,不适用于高流动性的股票。

5. 德国新市场的市场稳定措施

为了减少市场的波动性,德国新市场采取了暂停交易和波动性干预两项措施。

(1) 暂停交易:交易所在剧烈影响价格的事件出现时可以暂停股票交易,取消现有的全部委托。

(2) 波动性干预措施:波动性干预措施是集合竞价和连续竞价

的保障,主要包括集合竞价中的波动性干预措施和连续竞价中的波动性干预措施。

在集合竞价末,如果交易价格可能超过规定的限度,交易所将采用波动性干预措施,即延长集合竞价的时间,允许市场参与者输入新的委托或报价、修改或撤消原有的委托或报价。如果潜在的成交价仍然超过一定限度,交易所将继续采用波动性干预措施,直到根据规定可以停止干预为止。在集合竞价阶段,如果市价委托不能成交或只能部分成交,则启动市价委托干预,在此期间市价委托者可以修改、取消委托,干预结束后重新竞价。

在连续竞价阶段,如果潜在的成交价格超过一定限度,交易所将中断连续竞价,市场参与者可以修改或取消委托或报价,重新输入委托或报价。

三、亚洲主要创业板市场交易制度分析

亚洲创业板市场的历史较短,新加坡西斯达克市场成立于1987年,马来西亚吉隆坡创业板市场成立于1988年,其他主要创业板市场多数成立于20世纪90年代中期以后。目前,亚洲主要创业板市场有韩国科斯达克市场、日本各创业板市场、香港创业板市场、台湾证券柜台买卖中心、新加坡西斯达克市场、马来西亚吉隆坡创业板市场等。

(一) 韩国科斯达克市场交易制度分析

科斯达克市场(Korea Securities Dealers Automated Quotation, 英文缩写 KOSDAQ),全称为韩国证券交易商自动报价系统是由韩国证券交易商协会于1996年7月在原有的OTC市场基础上成立

的。成立四年来,科斯达克市场发展迅速,2000年2月,其交易额超过韩国证券交易所。科斯达克市场与美国纳斯达克市场共同成为目前世界上仅有的年交易额超过主板市场的创业板市场,被认为是创业板市场成功的典范。科斯达克市场的交易制度与纳斯达克市场不同,科斯达克市场从一开始就采用了竞价交易制度,而没有采用做市商制度。科斯达克市场的成功解除了人们对于竞价制是否适合于创业板市场的疑问,为创业板市场采用竞价制提供了一个例证。

1. 科斯达克市场的价格形成机制

科斯达克市场的交易制度基本沿袭了韩国证券交易所的交易制度,并作了部分创新。科斯达克市场是一个纯粹的委托驱动市场,其竞价方式包括集合竞价和连续竞价两种。集合竞价用于开盘阶段,集合竞价的匹配原则是价格优先、客户优先、规模优先、时间优先,连续竞价的匹配原则是价格优先、时间优先。

集合竞价的价格按照最大成交量原则确定,如果不能使买卖双方平衡,即一方全部成交,而另一方有部分未能成交,那么这一原则只用来确定正常交易的开盘价格;如果将产生多个价格,那么选取最接近前一天收盘价的价格作为开盘价。

2. 科斯达克市场有关交易委托的规定

韩国证券交易所只有限价委托一种方式,而科斯达克市场则引进了市价委托方式。韩国证券交易所的最小交易单位是10股,为活跃股票交易,科斯达克市场规定最小交易单位是1股。科斯达克市场价格变动的最小单位根据股票价格的不同而有所差异,分别为10、50、100、500、1000韩圆,具体规定如下:

股票价格(韩圆)	最小价格变动单位(韩圆)
>10000	10
10000 - 50000	50
50000 - 100000	100
100000 - 500000	500
>500000	1000

科斯达克市场的交易委托可以通过书面、电话、电报、传真、计算机或相类似的电子通讯手段等多种方式,证券公司收到委托后应首先验证委托是否由投资者作出,并通过录音等方式记录委托,然后检查股票是否卖空,记录和存储委托和执行过程中的有关信息。

科斯达克市场的正常交易时间是每星期5天,每天从上午9点到下午3点,中间不间断。输入委托的时间为上午8点到下午3点,上午8点至9点之间输入的委托视为同一时间输入,用于集合竞价。连续交易时间是从上午9点到下午3点,中间不间断。而韩国证券交易所在中午12点到13点之间停止交易。

3. 科斯达克市场有关保证金交易的规定

科斯达克市场允许保证金交易,证券公司可以决定保证金的比例和办法。一般来说,证券公司要求100%的保证金,但多数机构投资者则不受此限。

4. 科斯达克市场有关股票卖空的规定

科斯达克市场对股票的卖空进行了严格限定,除下列情况外,证券公司不允许卖空(1)客户的股票存储于另一证券存储机构或以其他方式存储,并且有书面证明在结算日之前可以用于结算;(2)客户借到的股票在结算日之前可以使用(3)客户的买入委托

将在结算截止之前执行 (4) 客户通过股票期权、可转换债券、分红等方式可以在结算日之前获得股票 (5) 客户通过科斯达克市场以外的交易或其他合同可以获得股票, 并且股票在结算截止日之前可以使用。

5. 科斯达克市场的稳定措施

科斯达克市场的稳定措施有价格涨跌幅限制和暂停交易两种。

(1) 价格涨跌幅限制。科斯达克市场规定价格涨跌幅限制是前一交易日收盘价的 12%, 而韩国证券交易所的价格涨跌幅限制为 15%。

(2) 暂停交易的规定。在下列情况下, 科斯达克市场将暂停交易: 价格和交易量剧烈波动; 交易明显有失公允; 整个计算机系统因不可避免的原因而无法运作; 上市公司分立或破产; 股票分拆或合股; 科斯达克市场认为应该的其他情形。

6. 科斯达克市场与韩国证券交易所交易制度的比较

科斯达克为了增加市场的流动性, 在交易制度方面作了改革, 相对于韩国证券交易所, 主要采取了以下措施: 把委托的标准数量由 10 股减少到 1 股; 缩小涨跌幅限制; 增加交易时间, 中午不间断; 引入市价委托; 允许保证金交易。

(二) 日本各创业板市场交易制度分析

日本的主要创业板市场有东京证券交易所新兴企业市场、纳斯达克市场、大阪证券交易所新市场和日本纳斯达克市场。

1. 东京证券交易所新兴企业市场的交易制度

东京证券交易所新兴企业市场(Market of the High - Growth and Emerging Stocks ,英文缩写为 MOTHERS)由东京证券交易所于 1999 年 11 月 11 日成立 ,主要为创业企业提供融资渠道 ,2000 年末上市公司达到 29 家。

(1) 新兴企业市场交易制度概况。新兴企业市场的交易制度采用东京证券交易所现有的交易制度 ,是委托驱动市场 ,没有任何指定的做市商 ,但有一个特殊会员(Saitori)。投资者的限价委托和市价委托均由经纪商或交易商提交给特殊会员 ,特殊会员充当这些会员之间的中介。特殊会员有一个中央订单簿 ,按照价格优先、时间优先的原则进行委托的匹配 ,特殊会员不得为自己进行买卖 ,也不得接受一般投资者的委托。另外 ,特殊会员还负有维持市场价格稳定的责任。

(2) 新兴企业市场交易委托的数量和价格规定。新兴企业市场规定全部股票交易通过电子交易系统进行 ,上市公司可自行决定股票的最小交易单位 ,大多数股票的交易单位为每手 1000 股 ,那些没有最小交易单位的股票以 1 股为交易单位。交易委托的最小报价单位根据股票价格的不同而异 :

股价(单位 :日元)	最小报价单位(单位 :日元)
<1000	1
1000 - 10000	10
10000 - 100000	100
100000 - 1000000	1000
>1000000	10000

(3) 新兴企业市场的市场稳定措施。新兴企业市场规定了价

格涨跌幅限制、最小报价单位、特别出价或询价制度三种稳定措施。

①价格涨跌幅限制。为了防止价格的过度波动,东京证券交易所设置了股价涨跌停的限制,这种价格限制是按照绝对数来限制的,任何股票不能超过按前一交易日收盘价确定的限制价格。

②最小报价单位。为保持价格的连续性,防止短期内委托不平衡导致价格剧烈波动,东京证券交易所根据股票价格规定了不同的最小报价单位。当市场出现异常报价时,东京证券交易所会提示该类报价以使公众意识到这些报价的存在,这类报价可以根据最小报价单位进行更新,更新的时间间隔为5分钟或以上,一直到足够多的委托出现,从而建立供求平衡。

③特别出价或询价制度。当市场买卖订单出现很大的不平衡时,东京证券交易所要求特殊会员提出一个特别出价或特别询价,以使市场参与者对订单的不平衡作出反应。

2. 加斯达克市场的交易制度

加斯达克的全称为日本证券交易商协会自动报价系统,是日本证券交易商协会于1990年8月引入日本证券柜台交易市场的,成立后一直采用竞价制。

虽然进入20世纪90年代以来,日本经济持续低迷,对中小企业带来了致命的打击,但相对于东京证券交易所的缓慢发展而言,加斯达克市场发展迅速,加斯达克市场能迅速发展的重要原因其交易制度的两项重要变革。一项变革是1995年7月引入特则市场,与本则市场相比,特则市场在注册标准上大为降低。为保证特则市场的流动性,主要采用做市商制,由注册的OTC股票交易商承担持续发布买卖报价的责任,而且买卖报价价差不得超过

5%。另一项变革是 1998 年日本证券交易商协会提出的在纳斯达克市场逐步引入做市商制度的改革方案,根据该方案,从 1998 年 12 月开始,部分股票采用做市商制度,近两年来引进做市商的股票范围逐步扩大,2000 年 6 月做市商承担的交易额已经占到全部交易额的 23.9%。有关的研究表明,同一只股票在引进做市商制度后,流动性大为提高,说明做市商制已经在纳斯达克市场发挥作用。

3. 大阪证券交易所新市场的交易制度

大阪证券交易所新市场是为新兴产业的创业企业提供融资渠道的市场。新市场采用大阪证券交易所的竞价制,在开盘和收盘阶段采用集合竞价方式,在连续交易阶段采用连续竞价方式。

(1) 新市场的交易制度概况

①新市场的交易类型。新市场有四种交易类型:A.普通交易,在交易结束后的第 3 天进行结算;B.现金交易,在交易的当天进行结算;C.特别协议交易,按照双方协商的日期进行结算,但该日期不得超过交易结束后的第 14 个交易日;D.“发行新股”交易,指专为上市公司增发新股进行的交易。

②交易委托的规定。新市场规定交易委托可以采用限价委托和市价委托两种方式,其标准数量一般是 1000 股,在连续竞价期间,委托匹配原则是价格优先、时间优先。

(2) 新市场对大宗交易和一揽子交易的规定

为了保持市场的稳定性,新市场规定了大宗交易制度和一揽子交易制度。

①大宗交易与一揽子交易的标准。大宗交易指交易量在 10 万股以上的交易;一揽子交易指数量在 15 只股票之内、交易额在 1

亿日元之上的交易。

②大宗交易与一揽子交易的方法。新市场规定大宗交易和一揽子交易可以通过普通交易和现金交易两种方式。新市场对大宗交易的协议价格作了严格规定,交易价格的区间要根据交易的数量、交易时间及市场竞价交易价格确定。在 8:50-11:00 及 12:30-15:10 进行的交易,交易额低于 300 万日元的,其交易价格按照市场最新价格;交易额在 300 万-5000 万日元的,其成交价格在市场最近交易价格上下 3% 以内;交易额在 5000 万日元以上的,其成交价格在最近交易价格上下 7% 以内。在 8:20-8:50、11:00-12:30、15:10-16:10 进行的交易,其交易价格应在市场最近交易价格上下 7% 以内。一揽子交易的总交易额应在同一股票组合按照当天收盘价计算的总市值的上下 5% 之内。

③新市场对大宗交易与一揽子交易的限制条件。新市场规定在下列情况下,交易所有权取消大宗交易和一揽子交易:同一股票在竞价市场的交易已被取消;交易所认为某股票发生的实质性变化应该让公众知道;交易所认为非竞价交易行为可能是不正常的,或因为其他理由不能继续交易。

(3)新市场的市场稳定措施。新市场实行股票价格涨跌幅限制,按照每只股票前一天的收盘价确定当天的价格限制幅度,具体规定如下:

前一天的收盘价(日元)	涨跌幅度(日元)
<100	30
100-200	50
200-500	80
500-1000	100
.....	
>1000000	2000000

4. 纳斯达克日本市场

2000年4月19日,大阪证券交易所与美国纳斯达克市场签署合作协议成立纳斯达克日本市场,6月19日正式开业。纳斯达克日本市场并没有采用纳斯达克市场的交易制度,而是采用了大阪证券交易所现行的交易制度,仍为委托驱动市场。

(三) 香港创业板市场交易制度分析

香港创业板市场是由香港联交所于1999年11月15日成立的附属型市场,采用了主板市场的交易制度,属于委托驱动市场,但已经开始了做市商制的试验。

1. 香港创业板市场交易制度概况

香港创业板市场可以通过自动对盘系统、盘外交易和暗盘买卖进行交易,但对盘外交易和暗盘买卖的范围进行了严格界定。

(1)自动对盘系统。香港创业板市场的绝大部分交易通过自动对盘系统进行,自动对盘系统的委托匹配原则是价格优先、时间优先,每次输入自动对盘系统进行自动匹配的委托数量最多为400手,若超过400手,则需分开输入。该系统会把已执行的交易即时传送到买卖双方的交易终端,并向市场发布该资料。自动对盘系统的竞价方式有集合竞价和连续竞价两种,集合竞价一般在处理开盘前和新股首日上市等大量委托输入的情况下使用。

香港创业板市场原来采用的自动对盘系统是AMS/2,从2000年10月23日开始第三代自动对盘及成交系统(AMS/3)正式使用。第三代自动对盘及成交系统为投资者建立了接触证券市场的电子渠道——买卖盘传递系统(ORS),投资者可以通过电子媒体输入买卖委托。AMS/3采用多市场交易模式,可以容纳多个市场

进行同步及连续交易,在交易形式方面以自动对盘为主,也引进庄家报价等交易形式。为适应投资者的需求,AMS/3 引进限价盘和特别限价盘等新的委托方式(香港创业板市场称委托指令为落盘指示)。

(2)盘外交易。根据联交所的规定,有些交易可以不通过自动对盘系统进行,这些交易包括:①特别买卖交易及零股交易;②同一家经纪商的两个客户之间的交易;③因买方经纪未能在交收日如期交付而要补购证券的交易;④超过 400 手限额的买卖盘;⑤在交易系统之外完成的交易。在系统自动生成的交易以外的交易,由买卖双方的市场参与者洽谈成功即告达成,参与者需填写一式三份的成交单据,其中一份交交易所。

(3)暗盘买卖。暗盘买卖指一些于交易所以外达成而没有向交易所申报的交易,已获得新股或预期可获得新股的人士在新股未正式在自动对盘系统挂牌买卖前与其他投资者进行的买卖。暗盘交易的法律效力根据交易双方达成的协议内容而定。

2. 香港创业板市场对做市商制度的试验

第三代自动对盘及成交系统采用后,同时对部分股票引进做市商制度,在香港创业板市场做市商被称为庄家,也叫注册交易员(RT)。注册交易员由联交所委任,为指定股份进行交易,注册交易员负责输入报价,确保指定股份有合理的流通量及买卖价差。联交所会不断监察注册交易员的活动,以确保注册交易员切实履行他们的职责。

3. 香港创业板市场交易委托方式的规定

香港创业板市场把交易委托方式称为落盘指示,落盘指示一

共有六种,其中自动对盘系统的连续竞价有限价盘、增强限价盘、特别限价盘、均价盘四种落盘指示;集合竞价有单一价格竞价盘、单一价格竞价限价盘两种落盘指示。

增强限价盘最多可与两条轮候价位队伍进行对盘,对盘价格为限价或较佳的一个价位。特别限价盘是为避免输入错误而附设限价的市价盘,对盘以限价或优于限价的价位进行直至全部成交,未能成交的余额会取消而不会轮候对盘。均价盘可与多个价位进行对盘,只要成交价的平均值等于或优于限价便可,因此部分委托可能以低于限价的价格成交,未能成交的余额将会自动转为原先指定限价的限价盘。单一价格价盘是市价盘的一种,但只用于集合竞价交易时段,单一价格竞价限价盘同普通限价盘类似,如其后是连续交易阶段,则尚未成交的余额自动转为限价盘,否则转为下一集合竞价交易阶段。香港创业板市场设有止损委托,止损委托的主要作用是控制投资者的损失,若投资者持有的证券价格下跌,而且跌势持续,投资者可以在股价下跌至某一预先订下的价格水平时,售出证券,以控制损失。竞价限价盘,则限制了投资者交易的最高和最低价格。

4. 香港创业板市场的稳定措施

香港创业板市场的稳定措施主要是对股价异动的处理,股价异动指股价没有明显原因支持而有不寻常的表现。究竟什么情况属于股价异动,香港证监会和香港联交所并没有订出指引,而在很多情况下要参照该股票的以往表现、所属行业其他股票的表现以及整个大市的整体情况进行判断。如果发现股价异动是由于公司某些股价敏感消息泄露所致,联交所和证监会将根据情况要求该公司发出通告解释或下令停牌。

5. 香港创业板市场对信用交易的规定

创业板市场允许卖空和股票借贷,但对两项行为作出了严格的限定,如卖空只限于指定证券通过自动对盘系统进行的交易,卖空指定证券的价格不能低于当时最好的买盘价格,借入股票需提供抵押等。

(四)台湾证券柜台买卖中心交易制度分析

台湾证券柜台买卖中心于1994年12月30日成立,是独立非盈利财团法人组织,其前身是台北市证券商协会于1988年设立的柜台买卖服务中心。为协助中小企业、新兴及重要产业及早进入资本市场,1999年初台湾“行政院”决定由台湾证券柜台买卖中心研究规划第二类股票制度,到2000年9月5日有7家公司作为二类股票上柜交易。台湾证券柜台买卖中心实际上包括一般类股票和二类股票两类,这两类股票的交易制度存在差异。

1. 一般类股票的交易制度分析

(1)一般类股票交易制度概况。一般类股票可以通过电脑撮合交易系统、自营商议价系统、零股交易系统、巨额交易系统进行交易,四种系统的交易时间和交易的股票数量有所差异。

①电脑撮合交易系统。投资者委托经纪商通过电脑撮合交易系统以1000股为单位的股票的交易,交易时间为周一至周五周六的上午9:00-12:00;在连续交易中采用阶段集合竞价方式,集合竞价的时间间隔为30秒,每次委托的最高数量为499千股。该系统是台湾证券柜台买卖中心的主要交易系统,因此台湾证券柜台买卖中心属于集合竞价市场。

②零股交易系统。投资者委托经纪商通过零股交易系统进行

零股的交易,周一至周五的 14:30 - 15:30 为接受委托时间,申报次日为成交日。

③巨额交易系统。巨额交易系统在电脑撮合交易系统的交易时间外开放,每周一到周五从 14:30 - 15:30 进行申报,申报次日为成交日。

④自营商议价交易。每笔成交股数大于或等于十万股者,则需与自营商进行议价交易。

(2)一般类股票的委托方式。台湾证券柜台买卖中心的电脑撮合交易系统可以接受限价委托和市价委托,但一般情况下鼓励投资者使用限价委托方式。由于柜台买卖股票的成交量不大,并且柜台买卖中心不象台湾证券交易所那样规定市价成交应在显示价格上下两个档位的限制,所以市价委托的危险比较大。

(3)一般类股票的价格涨跌幅限制。台湾证券柜台买卖中心规定了价格涨跌幅限制,价格涨跌幅限制为公告参考价格的 7%,零股交易价格为公告参考价格的 99.5%。公告的参考价格一般指上一交易日的收盘价,股票上柜第一天为该股票的承销价,股票上柜第二天及以后交易日依下列顺序确定参考价格:①前一交易日该股票电脑系统的最后一笔交易价格;②前两个交易日均无成交记录,且只有买进报价或只有卖出报价时,以报价作为参考价格;③前两个交易日均无成交记录,且同时有买进及卖出报价时,以前两个交易日的参考价格作为参考价格。

(4)一般类股票的最小报价单位的规定。台湾证券柜台买卖中心规定不同价格水平股票的最小报价单位不同,具体规定如下:

股票价格(台币元)

<5

最小报价单位(台币元)

0.01

5 - 15	0.05
15 - 50	0.1
50 - 150	0.5
150 - 1000	1
>1000	5

(5)一般类股票的信用交易制度。一般类股票允许信用交易,台湾证券柜台买卖中心对开立信用账户规定了严格的条件。上柜股票买卖融资融券的期限为6个月,在期限届满前,办理有价证券买卖融资融券的授信机构可以根据客户信用状况,准予展延6个月,并以一次为限。

2. 二类股票的交易制度分析

二类股票与一般类股票同在台湾证券柜台买卖中心进行交易,交易制度基本相同,主要差异有四个方面。

(1)二类股票不存在自营商议价系统,每笔成交股数大于或等于10万股者,通过巨额交易系统进行交易。

(2)二类股票规定有推荐证券商的报价义务,而一般类股票则无此规定。二类股票推荐证券商必须在每日交易时间前,为所推荐的二类股票提供双向报价,报价数量不得低于两个交易单位,且买卖报价差距不得超过7%。二类股票的交易制度采用了竞价制和做市商制两种价格形成机制。

(3)二类股票一律不得进行信用交易,而一般类股票交易则允许符合一定标准的客户进行信用交易。

(4)二类股票交易的管理更加严格。为保障投资者的利益,台湾证券柜台买卖中心对二类股票秉承“挂牌从宽,管理从严”的做法,在股价监视与处置的执行上比一般类股票更严格,对于部分因

筹码锁定产生的非理性飙涨,将比照一般类股票给以更迅速的处置。

(五) 亚洲其他主要创业板市场交易制度分析

1. 马来西亚创业板市场的交易制度分析

马来西亚的创业板市场包括吉隆坡证券交易所创业板市场和麦斯达克市场。

(1) 吉隆坡证券交易所创业板市场的交易制度

①概况。吉隆坡证券交易所创业板市场成立于1988年11月,开始时是一个半自动交易系统,1992年10月彻底转化为自动交易系统,是纯粹的委托驱动市场。现在吉隆坡证券交易所创业板市场的交易系统除包括实时信息显示系统外,还有两个基本的计算机系统SCORES和WINSORE,SCORES是负责成交的中央处理计算机,WINSORE是经纪商终端系统,负责信用控制、委托和交易的确认等。客户的委托直接进入经纪商的WINSORE工作平台,委托将被检查是否超过客户、经纪商的交易限制,只有不超过限制才能被接受。一旦委托被系统接受,将被自动标以时间标志,如果经纪商要求,也可以打印委托接受的确认。

吉隆坡证券交易所创业板市场采用阶段性集合竞价方式,由交易所确定每两次集合竞价之间的时间间隔,每只股票的交易间隔时间可以不同,一般在1-99秒之间。成交价格按照最大成交量的原则确定,如果达到最大成交量的交易价格有多个,那么按照最接近上笔交易的成交价格交易,所有高于此价格的买盘和低于此价格的卖盘,均按照此价格成交。

②吉隆坡创业板市场有关交易委托的规定。吉隆坡创业板市场的交易委托时间是上午8:30-12:30、下午2:00-5:00。上午8:

30-9:00 及下午 2:00-2:30 的委托在计算机内是随机的,其他时段的委托将按照时间顺序进行排列。交易的委托类型有市价委托和限价委托两种方式,交易的匹配原则是价格优先、时间优先的原则,但市价委托要优于限价委托。通常交易的标准数量是 1000 股,最近对部分股票引进了 200 股的标准数量,以利于高价股的交易。

③价格涨跌幅限制的规定。吉隆坡创业板市场规定有价格涨跌幅限制,但股票经纪商可以缩小价格区间。一般来说股票的最高价格可以是同一交易时段参考价格的 130%,但新上市股票的最高价格在上市当天可以是参考价格的 500%;股票的最低价格可以是同一交易时段参考价格的 70%,新上市股票在当天的最低价格可以是 5 分。

(2) 麦斯达克市场的交易制度

麦斯达克市场全称马来西亚证券交易所自动报价与交易系统,成立于 1997 年,是模仿纳斯达克市场建立的。麦斯达克市场是报价驱动型市场,以彭博资讯的私有网络为交易平台。该市场允许信用交易,客户可以开两类账户,一类是保证金账户,一类是抵押交易账户。

2. 新加坡西斯达克市场的交易制度

西斯达克全称为新加坡证券交易所交易与自动报价系统,成立于 1987 年 12 月 18 日,西斯达克市场是专为主板市场培育上市资源的二类市场。该市场是委托驱动市场,通过中央限价委托板(Central Limit Order Book,英文简称 CLOB)进行交易。西斯达克市场的一个显著特点是对大宗委托的揭示,CLOB 系统对外揭示的数量上限是 5 万股,剩下的属于“不公开揭示委托数量”,当揭示的

部分成交后,再自动将未公开揭示的委托转出 5 万股或较少的数量(若不足 5 万股),成为“公开揭示的委托数量”,直至大宗交易完成。

四、海外创业板市场交易制度的综合比较研究

(一) 创业板市场基本交易特征分析

创业板市场作为前瞻性市场,主要面向创业企业,包括新兴中小企业、高科技企业等,相对于主板市场而言,创业板市场是一个高风险、高收益的市场,这决定了创业板市场具有不同于主板市场的交易特征。

1. 创业板市场的交易活跃程度变化大

(1) 由于高风险性特点,创业板市场在不同地区和不同时期的交易活跃程度差别很大。20 世纪 80 年代欧洲许多国家相继建立了专为中小企业服务的小盘股市场,这些市场几乎经历了同样的命运,在发展初期交易活跃,经过短暂的辉煌,到 80 年代末,多数遇到流动性差的问题,被迫先后关闭。比较典型的是英国伦敦证券交易所的非上市股票市场(Unlisted Securities Market,英文缩写 USM),成立于 1980 年 11 月 10 日,在运作的前十年,取得了很大成功,上市公司数量从 1980 年的 23 家发展到 1989 年的 448 家,年交易额超过 60 亿英镑,达到英国整个股票市场交易额的 2%。但 1990 年以后,形势急转直下,年交易额只有 12.73 亿英镑,这只是 1987 年的 20%,而每交易日的成交笔数则从 1987 年的 3818 下降到 564,上市公司数量也下降到 7 家。伦敦证券交易所不得不决定于 1992 年关闭非上市股票市场,但由于投资者和发行人的不满,

直到 1996 年才最后关闭。我国香港创业板市场也是在成立初期经历了非常短暂的辉煌,然后市况低迷,成交量下降。而另一方面创业板市场大受追捧的也不乏其例,美国纳斯达克市场的辉煌已为世人熟知,1975 年纳斯达克市场交易量为 13.9 亿股,纽约证券交易所的年交易量为 46.9 亿股,不到纽约证券交易所交易量的 1/3,到 1994 年纳斯达克市场股票交易量首次超过纽约证券交易所,达到 743.5 亿股。韩国科斯达克市场在成立不到 4 年的时间里,交易额于 2000 年 2 月超过韩国证券交易所,仅 1999 年,交易额就比上一年增加了 66 倍。

(2)与主板市场所提供的相对成熟企业的股票相比,创业板市场股票具有高风险、高收益的特点。创业板市场交易的活跃程度主要取决于资本供求,一般来说,人们对于高风险金融工具需求的变化程度要快于对低风险金融工具需求的变化程度,因此外部环境变化对创业板市场交易活跃程度的影响要大于对主板市场的影响。当经济繁荣时,人们收入增加,对未来充满信心,就会把更多的资金投入高风险金融工具;同时经济的繁荣为创业企业的发展提供了巨大的机会,创业企业前景看好,创业板市场就会表现出高的交易活跃程度。经济衰退时,则相反。如伦敦证券交易所的非上市股票市场(USM)流动性极度不足的主要原因是经济衰退导致大量机构投资者从该市场撤出。

(3)小盘股市场被普遍认为具有流动性差的特点,但创业板市场并不等同于小盘股市场。微观结构理论的研究表明,股票的流动性与日成交量及股东人数之间存在正相关关系。股本规模越大、股东人数越多,股票的流动性也就越大、交易成本也就越低。从理论上说,大盘股的股票数量多,投资者分布较广泛,公众股比例较高,投资者更容易进行交易;一般来说股票的价值是通过机构

投资者发现的,而小规模公司不会吸引太多的机构投资者、证券分析师去研究,这也可能导致小盘股的流动性差。由于上述分析是建立在同一背景条件下的,而影响流动性的因素是非常复杂的,特别是创业企业具有高速增长潜力,投资者更主要是投资于企业的未来,创业板市场投资具有与主板市场不同的理念,因此从目前的研究来说尚无法得出创业板市场流动性差的交易特征。

2. 创业板市场的波动性强

海外创业板市场的发展表明,创业板市场的指数波动比主板市场剧烈,创业板市场对经济周期、法律法规、财政税收政策、货币政策等外部因素的变化更为敏感。美国纳斯达克市场的发展主要得益于美国十余年的经济持续稳定以及高科技产业的发展,其受益程度远高于纽约证券交易所,同样2000年初以来人们对美国经济发展的担忧导致纳斯达克市场指数以远快于纽约证券交易所的速度下跌。除纳斯达克市场以外,多数海外创业板市场为新兴市场,市场规模小、发展历史短、抗风险能力差,其波动性更强。

另外,由于创业企业发展时间短、经营规模小,具有较强的不确定性,经营风险较大;上市公司的规模普遍较小,易于被投机者所操纵,非系统风险较大,导致单只股票的波动性强。如2000年的德国新市场,由于德国新市场不设涨跌幅限制,股票价格急剧起伏,有的股票日跌幅达60%多,有个别股票的总市值竟然低于公司手头拥有的现金总量。

在创业板市场中,纳斯达克市场的发展历史最长、规模最大,其波动情况在很大程度上代表了创业板市场的波动性。对于市场波动性通常通过收益率及其标准差进行衡量,对纳斯达克综合指数和道琼斯工业指数从1985年到2000年的波动情况进行分析,可

以非常明显地看出,纳斯达克市场日收益率波动程度要大于道琼斯工业指数所代表的纽约证券交易所的日收益率波动程度,见图 6-1。对于二者日收益率标准差的计算情况亦显示,纳斯达克市场的波动性大于纽约证券交易所,见表 4.1。

图 4-1 纳斯达克综合指数和道琼斯工业指数的日收益率对比

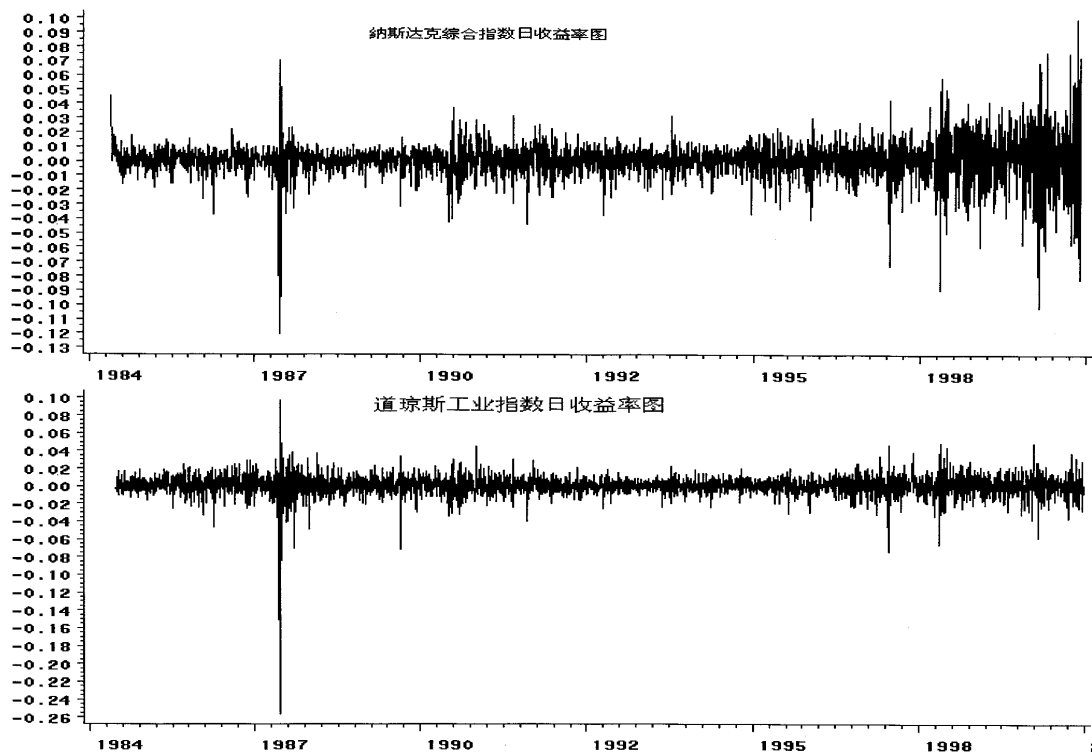


表 4.1 纳斯达克综合指数和道琼斯工业指数日收益率的标准差比较(%)

年度	道琼斯工业指数	纳斯达克综合指数
1985	0.62	0.6648
1986	0.9666	0.6494
1987	2.2930	1.6014
1988	1.1465	0.6271
1989	0.9017	0.5503
1990	1.0298	1.0014
1991	0.9189	0.9339

表 4.1 纳斯达克综合指数和道琼斯工业指数日收益率的标准差比较(%) (续)

年度	道琼斯工业指数	纳斯达克综合指数
1992	0.6504	0.8168
1993	0.5467	0.7265
1994	0.6868	0.7311
1995	0.5464	0.8399
1996	0.7570	0.9715
1997	1.1817	1.1668
1998	1.2987	1.6858
1999	1.0149	1.7132
2000	1.163	3.1109

3. 创业板市场股票构成的多元化导致其交易特征的多元化

创业板市场主要面向新兴中小企业和高科技企业,对其上市规模、盈利和经营期限要求较低,有的创业板市场甚至允许经营亏损或者无形资产比重较高的企业上市,这种上市标准导致了创业板市场股票构成上的多元化。(1)股票规模的多元化结构。创业企业一般规模较小,小盘股在创业板市场中占很大比重,新设创业板市场更是如此。另一方面由于创业企业的高成长性特点,许多企业规模迅速扩大,创业板市场又存在一定数量的大型企业。如1998年12月31日纳斯达克市场前100位的公司,资产平均值为42.29亿美元,年收入平均为29.39亿美元,股本净值平均为19.89亿美元。因此,相对成熟的创业板市场具有股票规模上的多元化结构。(2)股票成长性的多元化结构。创业企业进入创业板市场,并通过创业板市场不断发展壮大,走过创业期、早期成长期、加速成长期、稳定成长期和成熟期。从时间序列上看,每年有新的创业企业进入创业板市场,原有创业企业不断进入生命周期的新阶段,因此创业板市场包含了处于生命周期不同阶段的企业,而不同阶

段企业的成长性是不同的,这就形成了创业板市场股票成长性的多元化结构。(3)股票盈利情况的多元化结构。创业企业的一个重要特点是不确定性,随着时间的推移,这种不确定性转化为确定性,有的企业获取了丰厚的收益,有的企业则持续亏损导致下市甚至破产,两级分化的程度远大于主板市场成熟企业分化的程度。

证券市场微观结构理论的研究表明,不同股本规模、不同成长性、不同盈利状况股票的交易特征有所不同,创业板市场股票结构的多元化决定了其交易特征的多元化,即在创业板市场内部存在着交易特征差别较大的多类股票。美国纳斯达克全国市场的产生体现了交易特征多元化的要求,纳斯达克市场早期并不提供交易的实时报告,1982年成立了纳斯达克全国市场,把交易最活跃的40只股票放入全国市场,实行更加严格的治理标准,通过交易的实时报告提高市场的透明度。随着进入全国市场股票数量的增加,纳斯达克市场分化为两个市场,即纳斯达克全国市场和纳斯达克小型资本市场。

(二) 价格形成机制的比较研究

价格形成机制是证券交易制度的核心,也是划分证券市场交易类型的主要标准,因此对价格形成机制的比较研究有利于从总体上把握创业板市场交易制度情况。

1. 价格形成机制的综合比较

在我们研究的23个创业板市场中(如果把台湾证券柜台买卖中心的一般类股票和二类股票算做两个市场的话),有11个混合式市场、3个报价驱动市场、9个委托驱动市场。并且在日本纳斯达克市场、法国新市场、德国新市场这三个混合式市场中,做市商

只是起辅助作用,多数交易通过竞价制完成。具体情况见表 4.2。

从表 4.2 中,可以归纳出海外创业板市场价格形成机制的如下特点(1)竞价制和做市商制并存,形成以混合式市场为主的模式,并且竞价制比做市商制的应用范围更广。(2)在竞价制下,集合竞价方式和连续竞价方式都得到了广泛应用。(3)创业板市场的价格形成机制呈现出明显的地域差异,欧美地区倾向于采用做市商制,亚洲倾向于采用竞价制。

表 4.2 海外主要创业板市场价格形成机制和市场类型的比较

市场名称	做市商制	连续竞价方式	集合竞价方式	市场类型
美国纳斯达克市场	√	√	—	混合式市场
欧洲易斯达克市场	√	—	—	报价驱动市场
伦敦另类投资市场	√	—	—	报价驱动市场
法国新市场	√	√	√	混合式市场
德国新市场	√	√	√	混合式市场
阿姆斯特丹新市场	√	√	—	混合式市场
比利时新市场	√	√	√	混合式市场
意大利新市场	√	√	√	混合式市场
瑞士新市场	√	√	√	混合式市场
挪威奥斯陆证交所	√	√	√	混合式市场
芬兰赫尔辛基证交所	√	√	√	混合式市场
瑞典斯德哥尔摩证交所	√	√	—	混合式市场
加拿大风险交易所	—	√	—	委托驱动市场
日本加斯达克市场	√	√	—	混合式市场
东京证交所新市场	—	√	—	委托驱动市场
日本大阪新市场	—	√	√	委托驱动市场
韩国科斯达克市场	—	√	√	委托驱动市场
马来西亚纳斯达克市场	√	—	—	报价驱动市场
吉隆坡二板市场	—	—	√	委托驱动市场
新加坡西斯达克市场	—	√	—	委托驱动市场
香港创业板市场	—	√	√	委托驱动市场
台湾证券柜台买卖中心一般类股票	—	—	√	委托驱动市场
台湾柜台二类股票	√	—	√	混合式市场

资料来源:各创业板市场网站

2. 竞价制和做市商制的比较研究

在创业板市场的发展历史上,采用竞价制和做市商制的创业板市场各有成败的案例。美国的纳斯达克市场和韩国的科斯达克市场被公认为是两个相对成功的创业板市场,纳斯达克市场在成立后很长时间内采用纯粹的做市商制,最近几年才发展为混合式市场,而科斯达克市场自成立以来一直采用竞价制。在失败的案例中,比较典型的是20世纪80年代英国伦敦证券交易所的非上市股票市场(USM)为报价驱动市场,美国证券交易所的新兴企业市场(ECM)为委托驱动市场。以上案例从一个侧面说明,以现有创业板市场的案例并不能推论这两种价格形成机制孰优孰劣。

从创业板市场价格形成机制的综合比较中,可以看出做市商制和竞价制都得到广泛应用,创业板市场交易制度呈现向混合式发展的趋势,竞价制在创业板市场中的作用越来越大。如纳斯达克市场由纯粹报价驱动市场发展为混合式市场,并且进一步加大引入竞价制的力度;日本的加斯达克市场起初是纯粹的委托驱动市场,由于交易不活跃,引入做市商制激活了市场,逐步发展为混合式市场,做市商制为主流的易斯达克市场,开始对部分流动性较差的股票采用竞价制;台湾证券柜台买卖中心是委托驱动市场,但对于大宗交易则通过自营商进行;香港创业板市场成立之初是委托驱动市场,自第三代自动对盘和成交系统引入后,开始进行做市商制的试验。从整个海外创业板市场价格形成机制的发展来看,呈现出从两极向混合式发展的态势,即委托驱动市场开始引入做市商制,报价驱动市场开始引入竞价制,但报价驱动市场向混合式市场转变的势头要强于委托驱动市场,竞价制在创业板市场得到了更为广泛的应用。之所以出现上述现象,是由于做市商制和竞价制各有优缺点、相互补充的辩证关系。

做市商制作为证券交易市场的重要价格形成机制,具有其自身的优缺点。优点是(1)能够为市场提供流动性。在市场运行过程中,对某种证券的买卖委托并非是均衡的,而做市商通过自己的中介性买卖来平抑这种暂时的失衡,这是相对于完全竞争状态而言的一种人为加速市场均衡的制度。由于做市商提供双向报价,降低了投资者的执行风险,能够及时进行交易,而不用等交易对方出现。(2)能够增强市场的稳定性。做市商能够平抑证券供求的短暂不均衡,避免了短暂失衡所带来的价格剧烈波动。尤其是对于大宗交易的处理,做市商制比竞价制具有独到的优势,可以减缓大宗交易对市场价格的影响。做市商制的缺点是(1)增加交易成本。由于做市商是商业机构,要从做市行为中获取收益,从总体而言这部分收益就是引入做市商制所增加的交易成本。纳斯达克市场股票平均买卖价差高于纽约证券交易所这一事实可以在一定程度上反映做市商制的高成本问题。(2)增加股市操纵的可能性。由于做市商的特殊地位和双重身份,增加了做市商操纵市场以及合谋串通的可能性。(3)经营范围的局限性。做市商的目的是盈利,如果交易量过小,则做市商收不回成本,因此做市商一般会选择潜力大、交易活跃的股票,而对于交易不活跃的股票则不去做市,其做市行为是投资者交易行为的反映,而不能凭空创造流动性。(4)降低交易透明度。由于做市商掌握着未成交委托的报价和数量,而投资者得不到相关信息,降低了交易透明度,增加了做市商利用掌握的市场信息牟取暴利或操纵市场的可能性。

相对应的,竞价制具有交易成本低、透明度高、信息传递速度快、范围广的优点,也具有提供流动性不足、价格稳定性不足和处理大宗交易能力低的缺点。这两种价格形成机制各自的优缺点决定了两种方式不是彼此替代的关系,而是互相补充的辩证关系。

竞价制较适合于交易活跃的股票,而做市商制则适合于具有一定潜力、当前交易不活跃的股票。

3. 集合竞价和连续竞价的比较研究

集合竞价方式一般用来产生开盘价,如科斯达克市场、日本各创业板市场、香港创业板市场、吉隆坡证券交易所创业板市场等。而连续交易一般通过连续竞价方式,两个例外是台湾证券柜台买卖中心、吉隆坡创业板市场的连续交易采用阶段性集合竞价的方法。另外德国新市场在一个交易日中除连续竞价外,要进行四次集合竞价交易,法国新市场在一个交易日中除连续竞价外要进行两次集合竞价。

集合竞价方式对于交易量小的股票来说,比连续竞价方式成本低;不活跃股票由于下单时间集中,减少了价格定位误差,更接近于市场均衡价格,并且大额订单对市场的负面影响小。因此集合竞价方式对交易不活跃股票具有价格定位准确的优点。集合竞价方式的缺点是交易时间间隔长,缺乏连续性,投资者付出的信息收集成本高。集合竞价方式在开盘时的大量使用,是因为集合竞价方式集中较多的信息能够降低价格的波动,发挥稳定市场的功能,同时能够减少开市后大量买卖盘进入系统带来的压力。但是集合竞价并不能促进交易的产生,并且也不能为投资者提供交易的及时性,集合竞价的低成本是以关闭时间无比巨大的高成本为代价的。所以多数创业板市场在连续交易阶段采用连续竞价的方法,开盘时及对交易不活跃股票采用集合竞价方式。

4. 价格形成机制的地域特点

从海外创业板市场价格形成机制的综合比较中,可以看出欧

美创业板市场倾向于做市商制,而亚洲创业板市场倾向于竞价制,说明创业板市场的价格形成机制主要受到市场的沿革和文化传统的影响。(1)市场沿革问题。多数创业板市场沿袭了本国主板市场的交易制度,这种沿袭的隐含的含义是本国主板市场经过多年的发展应该是适应本国市场监管程度、法律框架、投资者结构、投资者行为、市场特征等外部种种条件的最好的交易制度,而其他任何交易制度的引进都意味着不适用的风险。如只有新加坡西斯达克市场和欧洲易斯达克市场直接效仿了美国纳斯达克市场的做市商制度,其他创业板市场一般沿用本国基本交易制度,比较典型的例子是纳斯达克日本市场,虽然是由日本大阪证券交易所与美国纳斯达克市场合作开设,但交易制度采用了日本大阪证券交易所的竞价制。(2)文化传统的影响。文化传统包括社会的、文化的、心理的多方面因素以及民众的习惯偏好、综合素质等。以英国为例,英国的文化传统比较保守,法律、社会结构、商业准则比较完善,经济关系较稳定,做市商行为较规范,所以做市商制在英国一直采用,直到1997年才开始竞价制的试验。亚洲国家民众投机心理比较严重,投资者大都愿意亲自参与市场的决策,对做市商制度具有根深蒂固的疑虑与不信任,这导致了亚洲国家采用做市商制度的数量较少、时间较晚。美国作为移民国家,既具有冒险、独立自主、追求个人成功的精神,又具有文化的包容性,做市商制和竞价制都得到了发展。

(三)交易委托及匹配原则的比较研究

交易的委托和匹配能够影响交易价格的产生以及交易的效率,是交易制度的两个重要环节。

1. 交易委托方式的比较研究

海外创业板市场的交易委托方式是多样化的,可以按照多种标准分类研究,下面主要按照对交易委托方式的价格限制、执行数量限制以及有效期限限制对其进行比较分析。

(1)对价格限制的比较。根据对价格限制的不同,交易委托方式可以分为市价委托、限价委托、止损委托、止损限价委托四种,海外主要创业板市场交易委托方式的比较情况见表 4.3。

表 4.3 海外主要创业板市场委托方式的价格限制的比较

市场名称	市价委托	限价委托	止损委托	止损限价委托
美国纳斯达克市场	√	√	—	—
欧洲易斯达克市场	√	√	—	—
伦敦另类投资市场	√	√	—	—
法国新市场	√	√	√	√
德国新市场	√	√	√	√
阿姆斯特丹新市场	√	√	—	—
比利时新市场	√	√	—	—
意大利新市场	√	√	—	—
瑞士新市场	√	√	√	—
挪威奥斯陆证交所	√	√	√	—
加拿大风险交易所	√	√	√	—
日本加斯达克市场	√	√	—	—
东京证交所新市场	√	√	—	—
日本大阪新市场	√	√	—	—
韩国科斯达克	√	√	—	—
马来西亚纳斯达克市场	—	√	—	—
吉隆坡二板市场	√	√	—	—
新加坡西斯达克	√	√	—	—
香港创业板市场	√	√	√	—
台湾柜台买卖中心一般类股票	√	√	—	—
台湾柜台买卖中心二类股票	√	√	—	—

资料来源:各创业板市场网站

从表中可以看出海外创业板市场的委托方式以限价委托和市价委托为主,除纳斯达克市场只采用限价委托外,所有的创业板市场均采用了限价委托和市价委托这两种委托方式。

限价委托和市价委托的普遍应用是因为这两种委托方式对交易成本和执行效率的不同影响,使得它们的组合能够满足不同类型投资者在不同时期交易的需要。就交易执行效率而言,市价委托高于限价委托,交易的执行风险小;而限价委托由于只能在一定的价位范围内成交,交易的执行效率低,执行风险大。就交易成本而言,市价委托的成交价格具有不确定性,有可能以市场上最不利的价格成交,导致交易成本的增加,价格风险大;而限价委托的成交价格是可预测和可控的,价格风险控制在此范围内。根据海外创业板市场的经验,小投资者主要使用市价委托,机构投资者也大量使用市价委托,因为机构投资者的许多交易是信息性的,对交易的执行效率要求比较高;而从买卖的方向来看,卖出委托使用市价委托的比例要高于买入委托,这表明在卖出时投资者对交易的执行效率要求比较高,而在买入时则比较关心交易价格。

止损委托和止损限价委托只应用于少部分创业板市场,止损限价委托在实际中应用很少。止损委托和止损限价委托的目的在于保护投资者已获得的利润或者减少损失,可以满足部分投资者的需求。这两种委托方式对市场的影响是非常明显的,那就是加剧市场的波动性,导致股票价格的骤起骤落,这一缺点限制了止损委托和止损限价委托的广泛应用。

(2)对委托执行数量限制的比较。多数海外创业板市场对委托的执行数量并不加以限制,隐含的意思是在委托的数量范围内成交,但有些创业板市场则允许对委托的执行数量进行限定,即在全部执行委托以外,增加了新的委托类型。主要有以下创业

板市场 :①德国新市场规定可以采用定价即时交易委托(Immediate or Cancel Order)、定价全额即时交易委托(Fill or Kill Order);②法国新市场有定价全额即时交易委托(Fill or Kill Order)、必须执行委托(Must be Filled);③挪威证券交易所规定了剩余部分取消委托(Fill and Kill)和定价全额即时交易委托(Fill or Kill order);④意大利新市场允许采用执行其余取消、最小执行量和定价全额即时交易委托(Fill or Kill Order)。这几种委托方式通过对执行数量的限定增加交易的执行效率,保证按照委托者的意愿成交。

(3)对有效期限制的比较。多数创业板市场对交易委托有效期的规定是一个交易日或一个交易时段,随着通讯技术的发展,信息的传播速度越来越快,对委托限定太长的有效期越来越没有实质性意义。只有少数创业板市场对委托的有效期进行了不同的限定:①德国新市场有三种委托类型,即当天有效委托、90天内有效委托、取消前有效委托(即在90天内直到取消前都有效);②法国新市场规定除非有特殊的限定,否则在当月最后一天前有效,如果包含委托期,则委托期不得超过月末。③意大利新市场规定了委托的有效期,委托人可以对委托进行修正,因此产生了多样化的委托方式,如取消前有效、某天前有效、特定时间前有效。

2. 交易委托标准数量的比较研究

海外创业板市场一般规定了交易委托的标准数量,即一手的数量,具体规定有两种,一种是多数创业板市场对所有股票规定统一的数量标准,一种是对不同价格水平的股票规定不同的数量标准。如加拿大风险交易所规定了100股500股1000股三个标准;日本新兴企业市场规定上市公司可自行决定委托的标准数量。

3. 交易委托最小报价单位的比较研究

交易委托最小报价单位是证券市场交易制度的一项重要内容,海外专家的研究表明最小报价单位并非越小越好,由于最小报价单位强化了市场的时间优先原则,最小报价单位过小会使市场的流动性降低。从理论上分析,最优的最小报价单位受上市公司规模、股票价格、公司特有风险、投资者熟悉程度等因素影响,因此不同股票的最优最小报价单位是不同的,如公司的知名度越低,价格波动越大,最优最小报价单位就相对大一些。因此证券交易所规定的最小报价单位只是各股票报价的一个单位,在实际运行中市场竞争会产生最优的最小报价单位。

海外创业板市场对最小报价单位的规定有两种类型。一种类型是对所有的股票规定统一的最小报价单位,如美国纳斯达克市场、易斯达克市场、伦敦证券交易所另类投资市场等创业板市场。另一种类型是根据股票的价格不同确定不同的最小报价单位,如加拿大风险交易所、韩国科斯达克市场。

美国纳斯达克市场报价单位的演变非常典型说明了最小报价单位变化的趋势,在1997年之前纳斯达克市场的最小报价单位是1/8美元,1997年新交易处理规则出台,最小报价单位修改为1/16美元。而最近纳斯达克市场已经开始了十进制报价单位的改革,说明随着现代通讯技术的发展,报价单位趋于细小化。

4. 委托匹配原则(优先权原则)的比较研究

委托匹配原则指进入交易系统的委托与相反方向委托成交所遵循的原则。由于技术进步和制度变迁的共同结果,委托匹配原则趋于简单化。证券交易所对委托匹配原则的设定,要综合考虑公平性和效率性,一般来说委托的匹配原则要从委托的时间、委托

的价格、委托数量、委托方式及委托者的身份几个方面确定。各创业板市场都是把价格优先原则作为委托匹配的第一优先原则,这一原则鼓励委托者报出自己最大可能的委托价格,有利于市场的价格发现,也体现了最大程度的公平,因此第二优先权及第三、四优先权成为各创业板市场设计交易匹配原则的关键。交易匹配原则因在开盘阶段和连续交易阶段而有所不同。

(1) 开盘阶段的委托匹配原则。在委托驱动市场中,集合竞价一般用于开盘价的产生。在开盘时集合竞价价格确定的原则一般是要求按照成交量最大的原则进行,即确定的成交价格能保证最大限度的成交量,在此原则下,再按照价格优先、时间优先的原则进行委托的匹配。法国新市场规定取保证最大交易量的价格,当产生几个交易价格时,取委托执行最充分的价格;当仍存在几个交易价格时,取与参考价格偏离最小的价格。韩国科斯达克市场在集合竞价时,按照价格优先、客户优先、规模优先、时间优先的原则,客户优先指在同一账户、同一价格条件下,优先满足公众的委托。客户优先原则的优点在于减少了在同一账户条件下客户与经纪商交易的利益冲突,即客户的委托优先于券商的自营,这种匹配原则保护了客户的利益,同时鼓励大宗委托在集合竞价下进行。加拿大风险交易所遵循客户优先的原则,然后是价格优先、时间优先,对于特殊项目则规定标准数量优先。吉隆坡证券交易所的委托匹配原则是价格优先、时间优先,但市价委托要优于限价委托,从而鼓励人们采用市价委托方式。

(2) 连续交易阶段的委托匹配原则。随着交易技术以及通讯技术的迅速发展,委托匹配的优先权变得越来越简单,在连续交易阶段创业板市场均采用价格优先、时间优先的委托匹配原则,时间优先原则为投资者进行限价委托显示其交易意图提供了激励。台

湾证券柜台买卖中心和吉隆坡创业板市场在连续交易阶段采用集合竞价方式,但这种集合竞价方式不同于开盘阶段的集合竞价,如台湾证券柜台买卖中心集合竞价的时间间隔为30秒,吉隆坡创业板市场集合竞价的时间间隔一般在1-99秒之间。这两个市场集合竞价的价格确定原则是交易量最大原则,吉隆坡创业板市场规定如果达到最大成交量的交易价格有多个,那么按照最接近上笔交易的成交价交易;台湾证券柜台买卖中心与台湾证券交易所一样都采用分阶段集合竞价的方法,但台湾证券交易所规定成交价要在最近一次成交价或当时揭示价格上下两个档位内,而台湾证券柜台买卖中心取消了上下两个档位的限制。

(3)做市商制下的委托匹配原则。报价驱动市场的开盘价由做市商的报价给出,与连续交易阶段并无差别,遵循价格优先、时间优先的委托匹配原则。从纳斯达克市场的发展来看,纳斯达克市场很大程度上得益于经纪商优先的原则,由于这种优先权原则对公众投资者有失公平,现在已经取消。

(四)大宗交易制度及市场稳定措施的比较研究

稳定性是交易制度设计的重要目标,证券市场的正常稳定运行是整个经济顺利有序运转的保证,股票价格的大幅度波动,会破坏证券市场资源配置的功能。为了控制由于市场上缺乏资金或投机过度所造成的价格波动,创业板市场均采取了稳定措施。大宗交易制度的最主要目的是减少市场的波动性、降低交易成本,在大宗交易制度中有许多稳定市场的直接措施,因此大宗交易制度与市场稳定措施是密切相连的。

1. 大宗交易制度的比较研究

大宗交易是指交易规模远大于市场平均交易规模的交易。大宗交易是随着机构投资者的出现而出现的,机构投资者的交易规模较大,由于机构投资者可以比一般投资者较早获得信息,特别是利好或利空信息出现时,更倾向于进行大宗交易。由于大宗交易可能会引起股票价格的剧烈波动,多数创业板市场建立了大宗交易制度。大宗交易制度的主要制度安排如下:

(1)场外协商交易。对大宗交易采用场外协商交易方式的,主要有日本大阪证券交易所新市场、日本新兴企业市场、台湾证券柜台买卖中心、香港创业板、挪威证券交易所、法国新市场。

(2)委托数量的特殊显示方式。即对于大宗交易委托只显示部分数量,当显示部分成交后,再陆续显示剩余部分。主要有新加坡的西斯达克市场、意大利新市场和挪威证券交易所。

(3)延迟披露制度。即对于大宗交易的信息披露时间可以比一般交易的信息披露时间延迟,从而减少大宗交易对市场价格的影响。主要有欧洲易斯达克市场、英国伦敦证券交易所另类投资市场、法国新市场。

(4)通过专门的交易系统。纳斯达克市场即将采用的 Opti-mark 系统,经纪商/交易商和投资者可以通过使用匿名委托进行集合竞价,该系统是解决大宗交易逆向市场效应的最新设备。

从以上分析可以看出,多数创业板市场建立了大宗交易制度,大宗交易制度有利于降低交易成本,减少对市场价格的剧烈影响,大宗交易制度的缺点是降低了交易的透明度,对于中小投资者来说有失公平。这反映了交易制度目标既统一又矛盾的辩证关系,大宗交易制度以低透明度换取了低交易成本和高稳定性。

2. 市场稳定措施的比较研究

海外创业板市场为了稳定市场,主要采取了涨跌幅限制、断路器、股票暂停交易、指示性价格标示等措施。

(1) 涨跌幅限制措施。涨跌幅限制措施指对股票价格的涨跌幅度给出一定的限制,多数创业板市场有涨跌幅限制的措施,但具体作法有所差异。

① 固定数额涨跌幅限制。如日本新兴企业市场、大阪证券交易所新市场。

② 比例涨跌幅限制。如韩国科斯达克市场、吉隆坡证券交易所创业板市场、挪威奥斯陆证券交易所。

③ 多阶段比例涨跌幅限制。主要是法国新市场。

(2) 断路器措施。采用断路器措施的主要是纳斯达克市场、加拿大风险交易所、泰国证券交易所另类投资市场。

(3) 指示性价格标示措施。在报价驱动市场,为保证特殊时期做市商能够维持报价能力,对其报价标明指示性,做市商就可以不完全履行其报价义务。采用这种措施的主要是伦敦证券交易所另类投资市场和挪威奥斯陆证券交易所。

(4) 机构的干预措施。纳斯达克市场规定做市商有提供稳定性报价的义务;易斯达克市场规定了“稳定性管理者”的办法;德国新市场规定在股票的供需出现不平衡时,指定保荐人要参与股市,为股票提供流动性。

(5) 特别报价制度。特别报价制度为东京证券交易所的新兴企业市场所独设。

(6) 股票暂停交易措施。几乎每个创业板市场(台湾证券柜台买卖中心除外)都有股票暂停交易的规定,一般来说,当发生可能影响市场秩序或有损公共利益的情况时,可暂停交易。

(五) 创业板市场交易制度的特点分析

各创业板市场交易制度的形成有其特定的历史的、社会的、经济的、政治的、法律的以及企业制度等多方面的原因,并不一定是竞争所产生的结果,因而也不一定是最有效率的制度安排,并且世界各国无论是主板市场还是创业板市场的交易制度随着科技发展、经济全球化以及竞争的需要不断地创新,如美国纳斯达克市场与纽约证券交易所近几年不断互相吸取对方的长处,出现了交易制度逐步接近的趋势。本报告通过对各创业板市场交易制度的分析及综合比较研究,总结出有关创业板市场交易制度演进与具体制度安排的特点。

1. 创业板市场交易制度演进的特点。(1)创业板市场交易制度初始选择的沿袭性。这一特点在创业板市场价格形成机制的比较中作了比较详尽的论述,这一特点反映了影响交易制度因素的复杂性,说明交易制度尚有许多未知领域有待于研究,人们还难以给出交易制度的最优模式,因此各创业板市场在设立时一般充分尊重本国原有交易制度的传统,沿袭原有的交易制度。这里的沿袭性指对交易制度的核心——价格形成机制的沿袭,有些创业板市场对于交易制度的其他制度安排还是作了创新,如韩国科斯达克市场对交易时间、涨跌幅限制、委托标准数量的改变。(2)创业板市场交易制度在发展中的创新性。虽然创业板市场一般沿袭传统的交易制度,但创业板市场毕竟具有不同于主板市场的交易特征,因此创业板市场在发展过程要根据实际情况调整交易制度以适应不断发展的需要。如美国纳斯达克市场就是交易制度不断创新的典范,日本加斯达克市场引入做市商制度、香港创业板市场的庄家试验计划都反映了创业板市场交易制度不断创新的要求。(3)创业板市场交易制度的地域性。所谓地域性主要指创业板市

场价格形成机制类型表现出地域性,即欧美创业板市场倾向于采用报价驱动市场,亚洲创业板市场倾向于采用委托驱动市场,这主要与历史和文化传统有关。

2. 海外创业板市场交易制度具体安排的特点分析。就创业板市场的具体交易制度安排而言,创业板市场具有以下特点(1)价格形成机制呈现多元化的格局,多数创业板市场是混合式市场,整体发展趋势是竞价制成为主要的价格形成机制。(2)除少数创业板市场在连续交易阶段采用分阶段集合竞价方式或在连续交易过程中进行几次集合竞价外,集合竞价方式一般用于开盘阶段,连续竞价是竞价制的主要方式。(3)交易的委托方式趋于简单化,市价委托和限价委托是各创业板市场普遍采用的两种交易委托方式,只有少数创业板市场对交易委托进行执行数量和有效期的限定。(4)海外创业板市场主流的委托匹配原则是价格优先、时间优先。(5)多数创业板市场建立了大交易制度,具体有场外协商交易、委托数量的特殊显示方式、大宗交易的延迟披露制度、通过专门的交易系统等方法。(6)海外创业板市场普遍采用了市场稳定措施,主要的市场稳定措施有价格涨跌幅限制、断路器、指示性价格标示、机构的干预、特别报价制度、股票暂停交易等措施。涨跌幅限制有固定数额涨跌幅限制、比例涨跌幅限制和多阶段比例涨跌幅限制三种方式。(7)盘外交易的规定。一般来说委托驱动市场对盘外交易进行了严格限制,对进行盘外交易的交易类型有严格的限定;而报价驱动市场一般允许做市商在盘外与投资者进行交易。(8)交易时间的规定。在同一交易日内,有的创业板市场交易是连续的,有的创业板市场则分为两个交易时段。欧美创业板市场的交易时间普遍比亚洲长。

五、海外创业板市场交易制度对我国创业板市场的启示

证券交易制度是创业板市场的核心制度安排之一,研究海外创业板市场的交易制度,总结创业板市场交易制度安排的规律,最终目的是为我国即将开设的创业板市场的交易制度提供借鉴。本报告认为,海外创业板市场交易制度的比较研究对我国创业板市场交易制度的启示包括以下四个方面:

第一,在创业板市场建立初期选择委托驱动市场,随着创业板市场的推进积极试验做市商制度。海外创业板市场的价格形成机制呈现多元化的格局,多数创业板市场是混合式市场,整体发展趋势是竞价制逐渐成为主要的价格形成机制。海外创业板市场对证券交易制度的初始选择一般是沿用本国主流的交易制度,就我国的具体情况来看,证券市场在我国已有十年的历史,投资者对竞价制比较熟悉,对于做市商制度存在不熟悉、不习惯的问题;做市商制主要是为了解决流动性问题,我国存在大量质地优良的创业企业,预计在创业板市场发展初期不会出现流动性不足的问题;引进做市商制要求有特殊的环境,如有一批合格的有实力的高度守法和自律的做市商、做市商融资和融券渠道、完善的法律法规和较强的市场监管能力,目前我国引进做市商制的条件并不完全成熟。随着创业板市场的推出、发展,上市公司数量增加,逐渐分化,部分股票可能会遇到流动性差的问题,因此可以积极进行做市商制的试验,以备在适当时机对部分股票引进做市商制。

第二,引入市价委托方式。市价委托和限价委托是各创业板市场普遍采用的两种交易委托方式,目前我国深、沪证券交易所只存在限价委托方式,由于创业板市场是高风险性市场,投资者对于

交易的执行效率要求较高,引入市价委托方式可以降低投资者交易的执行风险。在存在涨跌幅限制的情况下,由于实行价格优先、时间优先的匹配原则,市价委托相当于以最大涨幅价位买入或以最大跌幅卖出,所以存在增大交易成本的问题,在具体设计上,可以借鉴台湾证券交易所对市价委托限定于最新交易价格上下两个档位的规定。

第三,建立大宗交易制度。多数海外创业板市场建立了大宗交易制度,我国创业板市场建立大宗交易制度,有利于市场价格的平稳,减少市场的剧烈波动,降低交易成本,从而方便机构投资者进出市场,并为公司大额股权的转让和购并提供方便。

第四,建立包括涨跌幅限制、暂停交易等多种措施在内的市场稳定机制。涨跌幅限制措施和交易暂停措施是海外创业板市场普遍采用的市场稳定措施。创业板市场是高风险市场,为保持市场的稳定性、降低市场风险,我国创业板市场应建立包括涨跌幅限制、暂停交易等措施在内的市场稳定机制。涨跌幅限制措施在我国引用四年多来对于减少股票的剧烈波动、降低股价风险发挥了重要作用。

六、主要参考文献

- 1、胡继之、于华《各国股市交易制度的比较研究》,深圳证券交易所综合研究所研究报告,1998年,深证综研字第0003号。
- 2、胡继之、孔翔《海外创业板市场比较研究》,深圳证券交易所综合研究所研究报告,2000年,深证综研字第0025号。
- 3、何杰:“国外股市定价方式的比较—委托驱动市场与报价驱动市场的区别与形成”,《证券市场导报》,2000年2月10日。

- 4、施红梅：“世纪之交的证券交易所革命”，《证券市场导报》，1999年9月10日。
- 5、各创业板市场网站。
- 6、Aggarwal, R. and Angel, J. J. :“ Optimal Listing Strategy :Why Microsoft and Intel Do Not List on the NYSE ”. Georgetown University Working Paper ,1997.
- 7、Aggarwal, R. and Angel, J. J. :“ The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Market Place ”. Georgetown University Working Paper ,1998.
- 8、Aggarwal, R. , Inclan, C. and Leal, R. :“ Volatility in Emerging Stock Markets ”, School of Business , Georgetown University Working Paper 2000.
- 9、Allen, F. and Gorton, G. :“ Stock Price Manipulation ,Market Microstructure and Asymmetric Information ”, NBER Working Paper No. 3862 ,October ,1991.
- 10、Angel, J. J. :“ How Best to Supply Liquidity to a Small Capitalization Securities ”. Georgetown University Working Paper ,July , 1996.
- 11、Barclay, M. J. and Christie, W. G. . . . , :“ Effects of Market Reform on the Trading Costs and Depths of Nasdaq Stocks ”, the Journal of Finance VOL. NO. 1. February 1999.
- 12、Bassin, W. M. :“ An Evaluation of a Trading Strategy for Stocks that Switch Exchanges from the Nasdaq to the NYSE ”, NASD Working Paper September ,1998.
- 13、Bessembinder, H. :“ Trade Execution Cost on Nasdaq and the NYSE : A Post - Reform Comparison ”, NASD Working Paper ,

August ,1998.

- 14、Biais B. ,Hillion P. and Spatt C. , :“ An Empirical Analysis of the Limit Order Book and the Order Flow in the Paris Bourse ”. Journal of Finance ,Volume 50 ,Issue 5(Dec.) ,1995 ,1655 – 1689.
- 15、Cao C. ,Ghysels E. and Hatheway F. “ Price Discovery without Trading :Evidence from the Nasdaq Preopening ” ,the Journal of Finance . VOL. LIV ,No. 3. June 2000.
- 16、Chan ,K. C. and Hwang ,C. Y. :“ The Impact of Tick Size on Market Quality :An Empirical Investigation of the Stock Exchange of Hong kong ” ,School of Business and Management , Hong Kong University of Science and Technology ,Working Paper ,October ,1998.
- 17、Chan ,L. K. C. and Lakonishok J. “ A Cross – Market Comparison of Institutional Equity Trading Costs ” ,NBER Working Paper 5374 ,December ,1995.
- 18、Christie ,W. and Schultz P. :“ Why Do NASDAQ Market Maker Avoid Odd – Eighth Quotes ?” ,Journal of Finance ,Vol 49 , 1994 ,1813 – 1840.
- 19、Corwin S. A. : “Differences in Trading Behavior Across NYSE Specialist Firms ” ,NYSE Working Paper October ,1997.
- 20、Ellis K. ,Michaely R. and O 'Hara M. :“ When the Underwriter Is the Market Maker :An Examination of Trading in the IPO aftermarket ” , the Journal of Finance . VOL. LIV ,No. 3. June , 2000.
- 21、Geiger ,U. “ The Case For the Harmonization of Securities Dis-

closure Rules in the Global Market ”, Columbia University School of Law Working Paper 2000.

- 22、Glen J. :“ An Introduction to the Microstructure of Emerging Markets ”,the World Bank Working Paper ,1994.
- 23、Glosten ,L. R. :“ Is the Electronic Open Limit Book Inevitable ?” , Journal of Finance ,Volume 49 ,Issue 4(Sep.) , 1994 ,1127 – 1161.
- 24、Green J. and Smart S. :“ Liquidity Provision and Noise Trading : Evidence from the Investment Dartboard Column ” , Journal of Finance ,Vol. LIV ,NO. 5. October ,1999.
- 25、Huang ,R. D. and Hans R. S. :“ Dealers Versus Auction Markets :A Paired Comparison of Execution Cost on NASDAQ and NYSE ”. Journal of Financial Economics July ,1996.
- 26、Jones ,C. M. and Lipson M. L. :“ Price Impact and Quote Adjustment an the Nasdaq and NYSE/AMEX ” , June ,1999.
- 27、Kandel ,E. and Leslie M. :“ Payment for Order Flow on Nasdaq ” ,the Journal of Finance ,VOL. No 1 ,February ,1999.
- 28、Lakonishok ,J. and LEE ,I. :“ Are Insider ’s Trades Informative ?” ,NBER Working Paper 6656 July ,1998.
- 29、Lamoureux ,C. G. and Schnitzlein ,C. R. :“ When It ’s Not the Only Game in Town :The Effect of Bilateral Search on the Quality of Dealer Market ” , Journal of Finance ,Volume 52 ,Issue 2 (Jun. ,1997) ,1997 ,683 – 712.
- 30、Lyons ,R. K. :“ Tests of Microstructural Hypotheses in the Foreign Exchange Market ” ,NBER Working Paper 4471 ,Sep , 1993.

- 31、Madhavan ,A. :“ Trading Mechanisms in Securities Markets ” ,
Journal of Finance ,Vol.47 ,No.2 June ,1992 ,607 – 641.
- 32、Madhavan ,A. “ Market Microstructure : A Survey ” ,Marshall
School of Business University of Southern California Working
Paper ,March 16 2000.
- 33、Pagano ,M. “ The Changing Microstructure of European Equity
Markets ” ,CSEF Working Paper No.4 ,April ,1997.
- 34、Puneet ,H. and Schwartz ,R. A. :“ How best to Supply Liquidity
to a Securities Market ”. Journal of Portfilio Management. Winter
,1996.
- 35、Smith ,J. W. , Selway , J. P. and McCormick ,D. T. “ The
Nasdaq Stock Market :Historical Background and Current Oper-
ation ” ,NASD Working Paper ,1998.
- 36、Schultz ,P. :“ Regulatory and Legal Pressure and the Costs of
Nasdaq Trading ” ,University of Notre Dame Working Paper ,
January 2000.
- 37、Schultz ,P. “ The Market for Market – making ” , University of
Notre Dame Working Paper February 2000.
- 38、Simaan ,Y. , Weaver ,D. G. and Whitcomb ,D. K. :“ The Quo-
tation of ECNs and Nasdaq Market Makers ” , LSE Working Pa-
per ,Dec ,1998.
- 39、Thomas ,R. S. and Cotter J. F. “ Measuring Securities Market
Efficiency in the Regulatory Setting ” ,Vanderbilt University
Law school Joe C.Davis Working Paper Series 99 – 14 ,1999.