

# 我国证券市场引入做市商制度 可行性分析及模式选择

陈莹

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361000)

**摘要:** 分析从我国证券市场微观结构出发, 结合国际交易制度发展趋势, 探讨我国证券市场引入做市商制度的可行性和可能的模式。从交易制度的发展来看, 竞价市场引入做市商制度并不代表一种明显的趋势。我国引入做市商制度的障碍在于如何使券商有能力、有动力及合法合规地做市。在制度选择上, 应着眼于提高市场的流动性, 日本 JASDAQ 分割的市场结构值得借鉴, 纯粹竞争性做市商制度是最可行的方案。

**关键词:** 做市商制度; 可行性; 模式选择

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1008-4428 (2005) 02-39 -02

## 一、引入做市商制度的必要性

我国到底有无必要引入做市商制度, 以及如何引入做市商制度? 下面从交易制度的发展趋势和我国市场微观结构的特点两个角度来探讨这个问题。

1、一般地, 依据价格的形成方式, 交易制度被分成竞价制度 (也称指令驱动交易制度) 和做市商制度 (也称报价驱动交易制度)。做市商制度包括单一做市商制度和多元做市商制度两类, 分别以 NYSE 的专家 (specialist) 和 NASDAQ 中的做市商为代表。总体上看, 欧美成熟市场以做市商制度为主, 亚洲新兴市场以竞价制度为主。20 世纪 80 年代以来, 交易制度发生了一些变化, 体现为原先采用做市商制度的逐渐引入竞价交易制度, 而原先采用竞价制度的市场则引入的做市商制度, 从而形成了竞价制与单一做市商制度形成的混合机制、多元做市商制与引入竞价制形成的混合机制和分割的市场结构三种类型的交易制度。其中分割的市场结构是指在同一市场上对不同的股票实行不同的方式 (如日本 JASDAQ 市场)。吴林祥 (2004) 在分析了交易制度的发展趋势后认为, 竞价市场引入做市商制度, 很大程度上是作为解决流动性不足的权宜之计, 并不代表一种明显趋势。

2、衡量一项交易制度好坏的标准在于: 能否提高流动性、降低交易成本特别是执行成本, 以减少市场的过度波动。我国实行的是竞价制度, 对于这一制度下证券市场的流动性问题, 我国学者做了相关的实证研究。冯富用 (2001)

认为, 如果股票交易量小、交易不活跃, 那么引入做市商制度能够增强流动性并增进效率。孙培源、施东晖 (2002) 认为, 上海股市 (A 股) 的买卖差价在全球属于较低水平, 并且平均委托价差远低于单向交易成本, 而做市商制度存在的前提的买卖价差大于交易成本, 因此, 做市商制度的引入必将认为的加大买卖价差, 降低流动性和效率性, 上海股市没有必要引入做市商制度。苏冬梅 (2004) 对中国股市微观结构和执行成本进行分析后, 提出建议: 在机构投资者多, 知情交易者执行成本较大的 B 股市场, 考虑引入做市商制度; 而 A 市场个人投资者比例高且执行成本较低, 可以保留竞价制度。研究结果普遍表明, 我国证券市场不缺乏流动性, 竞价制度具有较高的效率。

## 二、引入做市商制度的难点及障碍

我国证券市场引入做市商制度, 现行的法律条件是无法逾越的一大障碍, 由于这方面的研究讨论比较多, 下面我们就从做市商制度的微观主体-券商角度来分析一下引入做市商制度的障碍与难点所在。

1、如何使券商有能力做市。在做市商制度最为完善的 NASDAQ 市场上, 截止 2000 年底, 共有 5000 多家做市商, 平均每只股票有 11 家做市商为之服务, 一些交易活跃的股票多达 40-50 家。转观我国, 目前我国证券市场缺乏足够合格的做市商, 在数百家券商中, 注册资金在 20 亿元以上的不足 10%。而做市商制度对做市商的自有资金要求非常高, 否

**作者简介:** 陈莹, 厦门大学金融系。研究方向: 金融工程。

则无法先期买入足够数量的证券作为库存,以应付随时可能的购买需求;当接到投资者的卖出指令时,做市商还要及时出资购买;如果没有足够的自有资金,就会影响日常经营业务,进而给整个市场带来震荡。尽管新近颁布的《证券公司短期融券管理办法》为券商融通短期资金开了政策绿灯,但从实际情况上看,具有发券资格的券商毛鳞凤角,而且,短期融资也无法从根本上解决长期资本不足的问题。

2、如何使券商有动力做市。这是我国引入做市商制度的难点所在。除非彻底放弃集中竞价制,否则在不改变竞价制度的基础上引入做市商制度,将面临做市商动力不足的问题。首先,该种混合制度决定了券商不可能在竞价中享有特殊地位,那么在其履行了做市商义务后,权利如何得以保证?尽管可以得到手续费减免等方面的优惠,但是这种优惠并不能促使做市商有动力承担做市义务。例如,港交所所在《证券专家规例》中,对专家的义务做了详尽的规定,但未见多少权利方面的规定。其次,券商在无名时可以无名而有实,在有名时却很难做到有名而无实。具体来说,在目前的指令驱动交易制度下,如果券商认为某一证券的价差过大,那么其可以通过提供双向报价来获得价差收入,在交易中事实上就充当做市商的角色,而一旦市场条件发生不利的变化,他们也可轻易地全身而退。相比之下,一旦他们成为法律意义上的做市商,反而处于被动地位。一方面,在无利可图时,他们仍然必须履行双边报价义务;而在有利可图时,又面临其他券商“插队”和抢夺市场利润,进一步地,如果允许其他投资者的更优指令显示出来,那么,与做市商争夺盈利机会的,不仅包括其他券商,还包括普通投资者,这样,做市商原先的优惠荡然无存。权利和义务的非对等性使券商没有动力做市。

3、如何使券商合法合规地做市。由于做市商享有特殊地位,他们与个别投资者进行内幕交易以及做市商之间联手垄断价格的现象极有可能发生,这将加大监管的难度。一些管理层人士推动在我国证券市场引入做市商制度,其诉求点在于“规范市场”,希望做市商制度能够稳定股价,抑制中国股市长期存在的操纵问题。其中一个比较有代表性的观点是“做市商与庄家有根本的区别,做市商的行为是透明的,而庄家的交易行为是不透明的。”但反对的观点称,做市商也是庄家,也有可能滥用享受的特殊权利,甚至和其它做市商合谋,产生新的操纵行为。因此,从理论上讲,并没有做市商制度能够抑制市场操纵的理由;而且从海外市场的实践上看,做市商制度并没有在抑制市场操纵方面显示出优势。“希望做市商制度来解决市场操纵问题,是中国证券市场赋予做市商制度的全新任务”(吴林祥,2004)。此外,对做市商财务状况、信息披露、信用交易等诸多方面的监管也颇有难度。从世界主要交易所的经验教训来看,对做市商行为的监管相当困难,是一项颇具技术性和复杂性的工作。

### 三、引入做市商制度的模式选择

首先,我国引入做市商制度应着眼于提高市场的流动性。海外市场的经验表明,引入做市商制度的出发点和落脚

点在于解决市场流动性不足问题。已有的理论研究显示,做市商制度适用于流动不高的市场(可能是市场条件原因,也可能是股票自身资质原因),但成本很高。从我国市场的微观结构和发展趋势来看,我国A股市场并不缺乏流动性,竞价制度能够保持较高的交易效率。因此在有可能出现创业板市场上市股票或其他类型证券流动性不足(例如B股)时,做市商制度可作为一个方案加以考虑。

具体到模式选择上,我国引入做市商制度的可行模式有两类,一类是单个股票上同时实行两种交易制度(如港交所),一类是以JASDAQ市场为代表的分割的市场结构。在第一类模式下,做市商享有很少甚至没有优先地位,香港市场的经验教训表明,做市商交易模式的实施主要是依赖业务制度来维持运转,承担做市商责任的券商并没有多少积极性来主动维持双向报价。前面对交易制度发展趋势和混合制度的分析也可以看出,对于已有竞价制度传统的新兴市场而言,在不改变竞价制度的情况下,引入做市商制度形式多于实质。至于第二类模式,JASDAQ市场为我们提供了一些可借鉴之处:例如采用纯粹的做市商制度,即两种制度彼此独立运行,而不是在同一只股票上实行两种制度;又如,在上市之初对股票的流动性进行要求,使上市公司自觉考虑采用做市商制度等。在该模式下,一只股票只采取一种交易制度,一般地,市场流动性较高的采用竞价制度,市场交割清淡的则采用做市商制度;或者,同一只股票在不同时间采用不同的制度,即正常情况下采用竞价制度,当流动性不足时采用做市商制度。对于引入做市商制度的方案,吴林祥(2004)认为,最可行的是纯粹竞争性做市商制度,因为在这种模式下做市商利润由所有做市商分享,对利润的争夺可以使得做市商有动力保持合理的定价。

事实上,由于做市商提供流动性的成本巨大,因此可以考虑采取其他方式来提高流动性,已有业内人士提出,定期分盘集合竞价制度也是解决流动性不足的重要手段之一。如何寻找一个富有效率而成本更低的市场机制,值得进一步地研究和探讨。

### 参考文献:

- [1] 法博兹,莫迪利安尼. 资本市场:机构与工具[M]. 北京:经济科学出版社,1998.
- [2] 刘 逖. 证券市场微观结构理论与实践[M]. 上海:复旦大学出版社,2002.
- [3] 吴林祥. 我国证券市场引入做市商制度的思考[N]. 证券时报,2004-4-1.
- [4] 冯用富. 交易制度与中国二板市场[J]. 经济研究,2001,(07).
- [5] 孙培源,施东晖. 微观结构、流动性与买卖价差:一个基于上海股市的经验研究[J]. 世界经济,2002,(04).
- [6] 苏冬蔚. 基于中国股市微观结构的流动性与执行成本分析[J]. 当代财经,2004,(02).