

现代证券市场的交易机制,根据市场微观结构可分为两种基本类型:一种称为指令驱动制,又称集中竞价制,其特征是:开市价格由集合竞价形成,随后交易系统对不断进入的投资者交易指令,按价格与时间优先原则排序,将买卖指令配对竞价成交;另一种称为报价驱动制,又称做市商制,是以做市商为中心的市场交易方式与交易制度。做市商就是通过提供买卖报价为金融产品制造市场的证券商。

### 一、竞价交易方式和做市商制度功能与作用的比较

1、竞价交易方式的功能和作用。竞价方式最主要的功能就是确定证券的价格,证券价格的确定,实际上是证券所代表的资产价格的确定,证券市场的有效运行,使得价格确定可以通过证券需求者和证券供给者的竞争形式,从而能较为充分地反映证券市场的供求状况。通过竞价方式,证券买卖双方能在同一市场上公开竞价,充分表达自己的投资意愿,最终直到双方都认为已经得到满意合理的价格,撮合才会成交。所以,竞价方式在投资者充分表达自己意愿的基础上,通过撮合成交最终确定了证券的交易价格,具备了定价的功能。

2、做市商制度的功能和作用。做市商制度在同样具备定价的功能之外,还具备一些竞价方式所没有的功能。而且由于做市商具有信息的优势,在某种程度上能更准确地为证券定价。证券的价格决定于信息,证券的正确定价,要求信息真实、完整、准确,并要及时披露,做市商对有关证券信息的占有是相对充分的,或者说,券商有信息优势。券商的信息优势,使得它的行为能够矫正证券的错误定价,因而做市商的活动能够提高市场效率。做市商制度具有活跃市场、稳定市场的功能,依靠其公开、有序、竞争性的报价驱动机制,保障证券交易的规范和效率,是证券市场发展到一定阶段的必然产物,是提高市场流动性和稳定市场运行、规范发展市场的有效手段,但与此相关的风险则反映在其买入报价和卖出报价的价差上。

### 二、两种交易机制其他方面的比较

1、价格形成方式不同。竞价交易机制中的开盘与随后的交易价格均是竞价形成的。以我国期货市场为例,所有投资者买卖指令都汇集到交易所的主机中,电脑自动让价格相同的买卖单成交,开盘价是在9点25分同时满足以下三个条件的基准价格,首先是成交量最大,其次是高于基准价格的买入申报和低于基准价格的卖出申报全部成交,再次是与基准价格相同的买方或卖方申报至少有一方全部成交。成交价格是在交易系统内部生成的。而做市商市场上,证券的开盘价格和随后的交易价格是由做市商报出的,成交价格是从交易系统外部输入的。

2、交易成本不同。在不同的交易机制下,投资者的交易成本不同。在竞价制市场上,证券价格是单一的,投资者的交易成本仅仅是付给经纪人的手续费。在做市商市场中,同时存在着两种市场报价:买入价格与卖出价格,而两者之间的价差则是做市商的利润,是做市商提供“即时性服务”所索取的合理报酬。但投资者被迫担负了额外的交易成本—价差。

在实证方面,Viswanathan和Wang(2002)通过模型证明了做市商制度在大宗交易上的优势和竞价交易在小额交易上的优势。作为流动性提供者,在做市商市场做市商控制着报价权,可以一个固定价格竞争投资者的委托,但有可能不能完全获得其所需的投资者委托,有存货头寸风险。在竞价市场,流动性提供者保证能够获得所需的投资者委托,但只能以边际价格争取每一个单位的投资者委托。因此做市商市场和竞价市场形成的均衡价格不同,投资者在两个市场交易获得的收益也有所不同:①当投资者委托规模较小时,投资者在竞价市场的收益大于做市商市场;②若投资者是风险中性的,竞价市场在任何时候优于做市商市场;③若投资者是厌恶风险,如果投资者提交委托的规模波动较大,而且做市商数量较多,那么投资者在做市商市场的收益大于竞价市场;④如果做市商市场和竞价市场在处理不同规模的投资者委托时有合理的分工设置,这种混合市场将优于单纯的做市商市场或竞价市场。

### 三、结语

通过以上对比,可以发现两种机制互有优劣之处。从历史形成的渊源来看,完全的做市商制度与报价驱动机制联系紧密,在交易即时性、大宗交易能力以及价格稳定性方面具有优势,但在运作费用、透明性等方面不如指令驱动制度。值得说明的是,两种机制并不是对立和不相容的,在各自的发展过程中,二者正在不断吸取对方的优点而逐步走向融合,如美国的纽约证券交易所作为一个竞价市场而引入了专家经纪人制度,而NASDAQ在1997年引入了电子交易系统后,价格决定已经由单纯的报价驱动走向“报价与指令”混合驱动。

(作者单位:燕鹏/山东大学管理学院;张洁/中国建设银行山东省分行营业部;张净国/山东省东

相关链接

做市商制度与竞价交易制度的比较分析  
平均法下权益指数年金的定价  
创新的动力系统分析  
服务产品的易变性分析  
性价比优势评价指标研究  
对制度效率递减规律的质疑  
关于中国图书馆发展现状的调查及其对策  
经济发展与能源供应的非线性动力学方法分析  
新制度经济学基本理论及其对我国经济发展的启示

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心