

我国证券市场引入做市商制度的思考

吴林祥

一、引入做市商制度的不同出发点

关于是否有必要在中国证券市场引入做市商制度以及如何引入问题的讨论由来已久。在市场经历长达三年之久的持续调整后，有关该问题的讨论又再度热闹起来。目前，对引入做市商制度比较感兴趣的主要有三个方面的力量。

首先是中国证券市场的监管层。这不仅包括中国证监会，而且包括与证券市场息息相关的其他机构等。他们主要从有利于加强监管的角度出发来看待引入做市商制度。这些管理层人士推动在中国证券市场引入做市商制度，其诉求点并非是“活跃市场”，而是“规范市场”。他们认为，“中国股市的最大问题是操纵，而做市商制度恰恰可以抑制操纵。”其中，比较有代表性的是中国证监会高层人士所提出的观点：“做市商与庄家有根本的区别，做市商的交易行为是透明的，而庄家的行为则是不透明的。”这个观点也回应了对做市商制度的一个主要指责：较难对做市商进行有效的监管。

与监管层不同，深沪交易所主要从流动性出发来考虑在我国证券市场引入做市商制度，认为引入做市商制度主要是为了解决可能存在的流动性不足问题。因此，对未来市场流动性判断的差异决定了深沪交易所对引入做市商制度的态度。目前，中国证券市场（特别是股票市场）不缺乏流动性的观点得到了较大的认同，人们对用换手率、价差等主要指标表示的市场流动性的看法比较一致，即我国主板市场的流动性居于世界各主要证券市场的前列，主板市场不缺乏流动性。关于市场流动性的主要分歧在于两个方面，一是目前主板市场之外其他市场的流动性，二是未来创业板市场的流动性。对于目前主板市场之外其他市场，如银行间债券市场、代办股份转让市场等，人们普遍认为其流动性较低；对于未来的创业板市场的流动性，则有两种截然不同的看法。一种认为我国创业板市场会像主板市场一样具有很高的流动性，另一种认为我国创业板市场部分股票可能缺乏流动性。不论是哪种情况，只要认为市场缺乏流动性，则引入做市商制度就会被看作是一个解决流动性不足问题的备选方案而加以考虑。

第三类考虑引入做市商制度的主体是券商,尤其是在我国证券市场居主导地位的几个主要券商。他们的主要出发点是:引入做市商制度将创造新的盈利模式,成为券商新的利润来源。自2000年以来,随着实施浮动交易佣金制、限制委托理财等措施的实施,特别是三年多来市场的持续调整,券商整体的盈利能力受到极大的削弱,因此,券商在努力节流的同时,也在不断尝试开源,而做市商制度则被各大券商寄予厚望。一旦引入做市商制度,这些券商希望成为首家或首批做市商,从做市行为中获得一定的收益,在承销、经纪和自营之外创造第四个重要的利润来源。此外,券商认为,引入做市商制度有利于活跃市场,促进二级市场交投,从而增加经纪业务、自营业务等的收入。

二、从交易制度的发展趋势看引入做市商制度

那么,到底有无必要在我国证券市场引入做市商制度?如何引入做市商制度?我们认为,有必要从交易制度的发展趋势来考察这个问题。

价格形成方式是区分交易制度的主要依据。一般地,依据价格形成方式的不同,交易制度被分成竞价制度和做市商制度两种。竞价制度,也称指令(委托)驱动交易制度、双向拍卖制度,主要特点是严格遵循价格优先、时间优先的原则。竞价制度又分成连续竞价制度和集合竞价制度,前者适用于日内连续交易,对市场流动性的要求最高;后者适用于确定开盘、收盘价格等,对市场流动性的要求相对较低。我国证券市场目前正是采用了这两种制度。做市商制度又称报价驱动交易制度,主要特点是存在拥有优先地位的做市商,在交易系统中存在做市商的报价。做市商制度分成垄断做市商制度和竞争性做市商制度两类。在垄断做市商制度下,一个证券只有一个做市商(也称专家经纪人、专家、庄家),典型的如纽约股票交易所中的专家(Specialist,也译成庄家);在竞争性做市商制度下,一个证券至少有两名以上(含两名)做市商,典型的如NASDAQ中的做市商。

总体上看,这四种交易制度具有如下的特点:

交易制度		对流动性的要求	交易成本
竞价制度	连续竞价制度	最高	最低
	集合竞价制度	高	低
做市商制度	竞争性做市商制度	低	高
	垄断做市商制度	最低	最高

世界各主要证券场所采用的证券交易制度的基本情况是：欧美成熟市场以做市商制度（竞争性或者垄断性）为主，亚洲等新兴市场以竞价制度为主。自二十世纪 80 年代开始，随着计算机技术在证券市场中的广泛运用，交易制度也发生了一些重要的变化，基本趋势有两个。

一个趋势是原先采用做市商制度的市场逐渐引入竞价交易制度。在欧美成熟市场上，这一趋势尤为明显。基本途径是，由垄断做市商制度过渡到竞争性做市商制度，再逐渐过渡到混合交易制度。标志性的重要事件主要有：NASDAQ 于 1997 年实行“限价委托显示规则”和“报价规则”，伦敦证券交易所（LSE）于 1997 年 10 月推出 SETS 全自动委托簿竞价系统（Securities Electronic Trading System），将部分流动性较好的股票改为竞价交易。NYSE 的专家制度则从一开始就融入了竞价交易成分。NYSE 的专家收集所有投资者的委托并撮合成交（收取一定佣金），可以不用自己的资金和股票进行交易。专家也可以用自己的资金和证券与投资者进行交易，但是，其报价必须优于投资者已经提交的报价。近年来，专家的交易量占总交易量的 10% 左右。在做市商市场引入竞价制度有两种具体方式，一是同时对一个股票实行两种方式，如 NYSE 和 NASDAQ。其中，1997 年之后的 NSADAQ 市场采用了竞价制度 + 竞争性多元做市商制度（即每个证券有多个做市商负责）的混合模式，NYSE 采用的竞价制度 + 垄断性做市商制度（即每个证券只有一个固定的做市商）的混合模式。另一种是对不同的股票实行不同的交易制度，如 LSE。

第二个趋势是在原先采用竞价制度的市场引入做市商制度。具体有两种方式，一是对不同的股票实行不同的方式，如日本 JASDAQ 市场，另一种是同时对一个股票实行两种方式，如香港交易所。在前一种方式下，对实行做市商制度的股票而言，已经完全摒弃了竞价制度，

转而实行纯粹的做市商制度（竞争性或垄断性）；在后一种方式下，做市商与普通投资者在交易系统中的地位并无差异，做市商的双边报价与投资者的委托共同参与集中竞价，做市商只承担市场冷清时双边报价的义务。不难发现，这两种方式与原先做市商市场引入竞价制度的两种具体方式是基本一致的，真可谓“殊途同归”。但是，必须指出，引入做市商制度的竞价市场并不多见，流动性很高的市场没有进行过类似的试验。如新兴市场绝大部分采用竞价制度，但是，至今为止，鲜有引入做市商制度的实践。因此，竞价市场引入做市商制度，很大程度上是作为解决市场流动性不足的权宜之计，而不代表了一种发展趋势。

三、混合交易制度真的那么尽如人意吗？

关于在我国证券市场引入做市商制度，一种比较常见的观点是，“以电子自动撮合的竞价制度为主、以竞争性多元做市商制度为辅、投资者的报价与做市商的双边报价共同参与集中竞价的混合交易模式，这样既不抛弃原有的比较成型的交易制度，同时又能够融合做市商制度的优点。”这种观点看似有理，其实经不起仔细推敲。

从性质上说，这种模式就是前面所说的“港交所模式”。这种制度的最大特点是，在不改变原有的集中竞价交易制度情况下引入做市商制度，这也就决定了做市商不可能在集中竞价过程中享有特殊地位。交易仍然严格按照“价格优先、时间优先”的原则进行。

然而，这种混合交易制度的最大缺陷也正在于此。由于没有特殊的地位，因此，在做市商履行了义务的情况下，其权利如何得到保证，就成了最大的难题。尽管做市商也可以得到诸如交易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。例如在香港证券交易所《证券庄家规例》中，“证券庄家的权利及义务”和“附有特许证券商的证券庄家之权利及义务”两节中对庄家的义务做出了详细的规定，但是未见多少权利的规定。又例如，《郑州商品交易所期权做市商管理办法》（征求意见稿，第六次修订）的第十一条规定，做市商享有以下权利：（一）享有期权交易手续费优惠的权利；（二）享有同品种期货交易手续费优惠的权利。做市商的主要义务是：在每个交易日按照协议规定为买入期权系列和卖出期权系列提供双边报价，并执行协议规定的每笔报价差额、每笔下单量和每笔挂单时间等。不难看出，相对于做市商所承担的风险，这种补偿显得有点微不足道。

从更深层次看，问题的关键在于，目前的委托驱动制度下，券商完全可以不承担做市商的“名”而享有做市商的“实”。在委托驱动交易制度下，如果券商认为某一证券的价差过

大或者没有委托，并且认为能够通过双向报价来赚取价差收益，那么，该券商完全可以提交双向委托来获得差价收入。如果券商的报价是最优的，那么他事实上充当了做市商的角色，它们提交的委托(报价)实际上向市场提供了流动性。我们曾在市场上看到过这种情况。2003年3月3日前，由于基金的最小报价单位为0.01元，相对于不到1元的价格，其价差显得过大。因此，机构投资者发现了其中的“套利机会”，通过报出价差为0.01元的双向报价来牟利。从某种意义上说，过大的价格变动单位使投资者发现充当“事实上”的做市商有利可图，因此，不用鼓励也不用申请，就有券商主动充当了“义务做市商”。显然，他们很容易做到无“名”而有“实”。一旦市场条件发生变化，充当“义务做市商”无利可图，他们自然就不会继续做“义工”，因为本来就“无名份”，因此，退出也是轻而易举的事。

相比之下，一旦券商承担了做市商的“名”，做市商就会面临两个方面的不利。首先，在无利可图时，他们不能随意放弃双向报价的义务，这样其责任就明显高于权力。其次，在有利可图时，其它券商就会主动加入成为“无名却有实”的做市商，只要提供稍优的报价(在目前的情况下是0.01元或0.001元)，就可以把原本属于做市商的盈利机会夺走，即“非做市商”的可以用相当低的“插队”成本抢走“做市商”的盈利机会。也就是说，“无名却有实”的非做市商可以保其“相机抉择”的权力，在有利可图时可以抢夺做市商的好处。显然，充当做市商所得到的权利和所承担的义务是不对等的。

这里涉及的一个基本原理是，价格最小变动单位越小，则投资者越不愿意率先提交委托(报价)，向市场提供流动性。这是因为，价格最小变动单位越小，则投资者保持“相机抉择”权利的代价越小，即“插队”的成本越小，只要花相当于一个“价格最小变动单位”的成本就可以在“指令簿”(委托排序上)取得优势。对做市商制度而言，价格变动单位越小，做市商通过提供报价而盈利机会越小，越容易被他人“插队”，不管这个插队者是其它做市商还是普通投资者。这就是为什么实行做市商制度的市场迟迟不能采用十进制报价以缩小最小价格变动单位的主要原因。这个道理同样也能解释，为什么大多数采用竞价交易制度的市场采用了视价格而定的可变最小价格变动单位。

如果允许其它投资者的更优指令可以显示出来，那么，对做市商而言，能够与他们争夺盈利机会的，不仅包括其它做市商，也包括了普通投资者。这样，他们的盈利机会就会大大减少。这也能解释为什么NASDAQ直到1997年才开始允许普通投资者的更优指令显示在报价系统中。也就是说，揭示投资者更优指令的规则使得做市商无法获得原先的优惠。

一个必须面对的问题是，既然港交所模式不能解决做市商权利和义务对等的问题，那么，

作为其蓝本的 NASDAQ 模式为何具有很强的生命力。我们认为，在这种交易制度下，只有在特殊条件下做市商才具备盈利机会，这些条件包括：较大的最小价格变动单位、视委托规模而定的分层次交易市场等。NASDAQ 市场刚好具备了这些条件。首先，NASDAQ 模式是在原先做市商制度向竞价制度转化过程中形成的，因此，这样的制度安排很好地实现了和历史的衔接。其次，更为重要的是，NASDAQ 具有很明显的分层次性。单就指令规模而言，进入竞价交易系统完成交易的多数是小额交易指令。NASDAQ 早在 1984 年就建立了小额交易自动委托系统 SOES，不须通过做市商完成交易，使小额投资者的交易更有效率，至 1996 年由 SOES 执行的交易量占总交易量的 15%。在 1997 年，新的指令揭示规则实施后，虽然投资者的更优指令可以揭示出来，但在数量上无法与做市商的报价相比。所以，有一种观点认为，从根本上说，做市商制度是一种适用于大宗买卖的交易制度，适合于以机构投资者为主导的市场，而不一定适合于以散户为主的市场。美国 NASDAQ 市场正是以机构投资者为主的市场，机构投资者占大多数，做市商主要以机构投资者为交易对象。因此，特殊的市场结构使得做市商仍有一定的盈利空间。虽然从理论上存在这样的问题：在无名时可以无名而有实、一旦有名却很难做到有名而无实，所有交易者都想保留这种相机抉择的权利，但是，较大的最小价格变动单位使得“插队”成本较高。因此，做市商的盈利机会不会被轻易抢走。

当然，原先采用做市商制度的市场引入竞价制度后，虽然做市商可能还得到一些其它的優惠，但是，总体看，有更多的主体可以分享原来属于做市商的盈利机会，因此，不难预见，这类交易制度下做市商的作用会日渐缩小。

上述分析表明，在我国证券市场引入做市商制度的难点可能在于，如何让券商有动力做市。必须面对的一个悖论是：如不放弃集中竞价制度就意味着券商没有来自交易的盈利机会，因此必须给做市商特殊的优惠，这些优惠绝不能仅仅来自于交易的买卖价差。而放弃集中竞价制度就意味着整个市场交易制度的全面更改。

四、海外市场的经验与教训

海外市场能够提供两个方面的经验。第一个方面，欧美主要证券市场原先采用的是比较纯粹的做市商制度，后来通过各种形式引入了竞价交易的成分，典型的如 NASDAQ 市场、伦敦股票交易所等。第二个方面，有些交易所原先采用的是纯粹的竞价交易制度，后来又引入了做市商制度。这两种情况都形成了混合交易制度。但是，竞价制度和做市商制度混合的

方式又有两种。第一种是在不同股票上采用不同的交易制度，一部分采用竞价交易制度，另一部分采用做市商制度，两部分间相互独立，并不在一个股票同时实行两种制度。第二种是同时在一个股票上实行竞价交易制度和做市商制度。

我们着重考察原先采用竞价制度的市场引入做市商制度的两种模式。

1. 日本 JASDAQ 市场引入做市商制度的实践

JASDAQ（日本证券业协会自动报价系统）市场由日本证券业协会直接管理与运营。JASDAQ 市场一直定位于交易所（主要为东京证券交易所）的准市场，一方面为交易所培养后备军，另一方面接收从交易所退出的企业。但近年来在日本政府继续推行发展风险企业的政策背景下，JASDAQ 市场进一步确立了风险企业融资市场的定位和形象，被视为一个与风险企业同步成长的市场。1998 年 10 月，日本修订了证券交易法，JASDAQ 与交易所之间从原来的纵向主附关系变成了横向竞争、相互协调的平等关系。

目前，JASDAQ 市场同时并用委托驱动与做市商报价驱动两种交易方式。自 1976 年正式设立柜台交易市场起，JASDAQ（1991 年正式成立）就一直采用与东京证券交易所相同的委托指令驱动交易制度。从 1998 年 12 月开始，JASDAQ 开始尝试引入做市商制度，选出部分股票以报价驱动方式进行交易。这些尝试的主要内容包括：（1）做市商对指定其负责做市的股票进行报价。（2）做市商有义务按其提出的报价进行交易。（3）取消股票价格浮动的限制。（4）做市商必须将成交行情迅速传送给日本证券业协会。（5）对于报价驱动系统内的股票，切断其委托驱动系统的交易。（6）一般证券商的股票买卖必须在做市商提出的报价范围内进行。对同一只股票在实施做市商制度前后两天的交易情况进行比较，发现其流动性有了明显的提高，实行做市商制度的股票基本都比前一天的交易量大幅度提高，有的甚至提高了 20 倍。1998 年 12 月至 1999 年底，JASDAQ 市场实行做市商交易的股票范围逐步扩大，达 160 余只，占市场总体的 18%。从 2000 年 6 月的交易量来看，做市商成交数量占市场整体的 26.5%，交易额占 23.9%。做市商制度逐步在 JASDAQ 市场的运作中发挥作用。伴随做市商制度的引进，日本证券业协会对 JASDAQ 系统作了更新，在原系统附加做市商交易系统（The JASDAQ Market Maker System）。该系统于 2000 年 3 月开始运作，在很大程度上提高了市场的交易容量和流通速度。

JASDAQ 市场做市商制度的第一个值得借鉴之处是，在上市之初对股票的流动性进行要求，这样，上市公司就会考虑采用做市商维持其股票的流动性。根据 JASDAQ 市场的做法，在实施做市商制度的同时，日本证券业协会对 JASDAQ 市场的退市标准作了调整，其中

股票的流动性成为一个很重要的指标，如果达不到规定的指标则必须退出市场。企业在申请上市的时候自然把上市后的流动性问题作为一个重要因素来考虑，在 JASDAQ 市场新上市的企业基本选择了做市商交易方式。

JASDAQ 市场做市商制度的第二个值得借鉴之处是，采用纯粹的做市商制度。即，做市商制度与竞价交易制度是非此即彼的关系，而不是同时在一个股票上采用两种制度。此外，构建了独立的做市商交易系统等措施也具有一定的借鉴意义。

2. 香港市场的经验与教训

2000 年之前，香港股票市场在股票期权、指数期权等品种上采取做市商制度，极大地促进了期权市场的活跃。香港交易所期权交易做市商的权利主要包括：做市商有权将开价盘输入期权交易系统，并可获准同时输入多个开价盘；有权享有董事会不时指定的费用折扣（履行义务后）。做市商的义务主要包括：做市商在收到所负责的期权类别的一个期权系列开价要求(Quote Request)后，应该在规定时间内提供双边报价，价差不能大于当时规定的数量，下单量不能小于当时规定的数量，并维持规定的最短时间。做市商报价方式有两种，一种是上面介绍的在收到开价要求后积极回应，另一种是没有收到开价要求时，也根据市场具体情况持续报价。交易所对两种报价情况分别管理，对采用第二种方式报价的做市商，优惠稍大些，但第二种报价方式对技术水平要求较高，仅有一两家做市商采用。香港市场指数期权交易能够成功采用做市商制度的一个重要理由是，有现货市场的对冲机制，做市商可以通过现货市场上相反头寸的交易来对冲期权市场上的风险。

2000 年之后，香港市场在股票现货交易市场推行以竞争性报价为主、做市商报价为辅、投资者的报价与做市商的双边报价共同参与集中竞价的做市商制度。这是一种简化改良的做市商交易模式，具有香港市场的特色，兼有自动交易及做市交易的好处。目前港交所内的 NASDAQ 上市股票及权证交易使用做市商交易模式。香港的做市商特色在于投资者的交易对手不一定是做市商，做市交易通过交易系统进行自动配对，自动配对的原则是价格及时间优先，做市商除负责输入报价确保指定证券有合理的流通量及买卖差价外，其它方面的地位与普通经纪并无两样，并无买卖的优先权。做市商负责的证券交投稀少时，才显现做市商的责任，在所负责的证券交易活跃时，做市商无做市责任。在技术系统方面，做市商交易模式只是在自动交易的模式上，增加了做市商特有的报价输入功能，同时设定做市商在数据传输速率方面较普通经纪快。据悉，香港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无多少积极性来主动维持双向报价。

五、我国银行间债券市场的尝试：借鉴意义有多大？

我国银行间债券市场的双边报价商制度可以为证券市场引入做市商制度提供一些直接的借鉴和指导。

银行间债券市场采取分步实施的策略，由双边报价商制度逐渐过度到做市商制度。2000年4月30日，中国人民银行发布《全国银行间债券市场债券交易管理办法》，明确金融机构经批准可开展债券双边报价业务。经央行批准，2001年7月25日，中国工商银行等9家银行成为银行间债券市场的双边报价商。因此，我们可以把银行间债券市场的双边报价商制度看作是做市商制度的雏形。

根据人民银行对双边报价业务的规定，双边报价商的权利包括：(1)承销便利；(2)融券便利；(3)融资便利；(4)享有同业拆借中心的技术支持。双边报价商的义务包括：(1)做市商在做市某一种债券时，必须事先向债券交易系统登记注册；(2)做市商对做市的债券在债券交易时间同时连续报出现券买卖报价，并保持一定的交易量；(3)应及时满足央行公开市场货币政策操作的需要，保证央行交易优先成交（价格优先和时间优先）。

央行推出双边报价商的目的在于活跃债券现券交易，提高货币政策传导的及时性和有效性。在双边报价商的推动下，银行间债券市场的流动性得到一定程度的提高。据悉，2001年银行间债券市场引入做市商制度以及债券发行规模的扩大，使2001年现券市场呈现出质的变化，流动性得到了明显提高，价格对市场利率的反应也更为理性化。2003年1到7月，双边报价商对做市券种的做市成交量达到这些券种在市场成交量的37%。

三年多来的实践使银行间债券市场的双边报价商制度得到了充分的检验。作为做市商制度的雏形和过渡形式，银行间债券市场双边报价商制度所暴露的最大难题是，双边报价商在履行了义务的情况下，其权利如何得到保证。目前的双边报价商基本只是履行义务，而没有相应的权利。例如双边报价商按照规定必须履行双边报价的义务，但在中国银行间债市经常性单边市的情况下，债券价格下跌则双边报价商的买价全被点击，这样一来就意味着双边报价商将被迫买下大量债券，承受债券价格下跌的损失；而一旦债券价格上涨，则双边报价商的卖价全被点击，又损失了机会收益。据称，在2002年债券价格下跌的时候，9家双边报价商基本上都因买下债券而遭受损失。

其次，非真实报价也在一定程度上阻碍了双边报价商制度的实行。我国银行间债券市场

是一个场外市场，实行询价交易的交易方式。投资者在双边报价商所报价格的基础上，与双边报价商进行讨价还价，使得严格按双边报价商所报价进行成交的交易并不多，这不利于形成双边报价商的真实报价。为了提高市场流动性，双边报价商必须在所报出的买卖价格基础上，无条件地接受交易要求。但中国双边报价商通过双边报价成交的交易并不多，双边报价商为维持市场流动性所发挥的作用并不明显。

第三，在缺乏相应的金融衍生产品的情况下，银行间债券市场双边报价商缺乏规避利率风险的手段和方式，使双边报价商面临比其它市场成员高得多的风险，制约了双边报价商报价的积极性，也影响了双边报价商向做市商的转变。

为了支持双边报价商的发展，中国人民银行于 2002 年 5 月份出台了《中国人民银行与双边报价商融券业务操作规则》，允许双边报价商为了双边报价的目的向中国人民银行借入债券。但业内人士称央行并没有足够的债券应付双边报价商的融券行为。显而易见的道理是，如果缺乏完善的融券市场，做市商双边报价功能及效果都将受到抑制。

银行间国债市场双边报价商制度的一个值得借鉴之处是，双边报价商取得了很重要的承销便利。例如，2003 年 6 月 24 日，中国人民银行贴现发行 2003 年第十六期、第十七期央行票据，发行总量 300 亿元，其中 120 亿元向 9 家双边报价商以非竞争性招标方式配售。这是国债市场双边报价商在国债认购方面所得到的优先地位。但是，国债市场双边报价商也承担了明确的做市责任：第十六、十七期央行票据在银行间债券市场上市流通过后，通过认购便利方式购买央行票据的双边报价商须将这两期央行票据作为做市债券，根据中国人民银行有关规定，在银行间债券市场进行做市交易。

六、引入做市商制度：需要解决的难题

根据前面的分析，我们认为，现阶段在我国引入做市商制度主要存在三个方面的障碍。

首先，如果引入真正的做市商制度，在部分证券上采用纯粹的做市商制度，则会面临比较大的法律障碍。根据目前我国证券法中的相关规定，在交易所上市的证券必须进行“集中竞价交易”。所谓集中，就是指所有在交易所上市股票的交易必须在交易所进行，排除场外交易市场（OTC）存在和发展的可能。从技术手段角度看，以中央登记结算公司来保证“集中”的实现。所谓竞价，是指采用指令（委托）驱动交易制度，严格遵循“价格优先、时间优先”原则，在交易系统中所有参与者的地位平等，无特殊地位的交易者（如做市商）。目

前来看，短时间内修改证券法中关于集中竞价交易条款可能会有困难。我国证券市场从成立之初就一直采取竞价交易制度。十多年的运行表明，在市场不缺乏流动性的前提下，竞价交易制度能够保证很高的交易效率，并且有利于维护市场的公平。

其次，如果在竞价制度基础上引入做市商制度，对部分证券同时采用竞价制度和做市商制度，虽然可以避免产生法律问题，但是，如何平衡做市商的权利和义务就成了问题。前面的理论分析已经表明了这种情况不可行。据了解，目前券商对承担做市商角色具有一定的先决条件，包括融资融券的权利、消除《公司法》和《证券法》中关于单个投资者持股比例的限制、新股发行时取得一定数量的“初始券”的权利、得到交易信息披露方面的优惠、减免手续费和印花税等多个方面。这些条件虽可在一定程度上提高做市商的做市动力，但现在看来，这些条件多半不可行。

第三，如何解决监管做市商的难题。如果引入纯粹做市商制度，则对做市商的监管就会成为一个问题。由于做市商享有特殊的地位，因此极有可能发生与个别投资者联手进行内幕交易以及做市商之间联手垄断价格的现象，这些都加大了监管难度。虽然有观点认为，“做市商与庄家有根本的区别，做市商的交易行为是透明的，而庄家的行为则是不透明的”，但是，从世界各主要交易所的教训看，对做市商做市行为的监管是相当困难。这方面的教训很多。

与此直接联系的问题是，引入做市商制度能否解决“暗庄”问题。通过引入做市商制度来解决“暗庄”（如私募基金）操纵市场的问题，这是监管层对做市商寄予希望的主要原因。那么，做市商制度能否有效抑制市场操纵呢？认为做市商有利于抑制市场操纵的原理是，由于做市商对某种股票持仓做市，使得有意操纵股价者有所顾及，既不愿意为做市商“抬轿”，又担心做市商抛压；另外，做市商还可以利用技术手段来平抑股价——当市场出现买卖指令不平衡、有过大的买盘过度推高价格或者是有过大的卖盘过度压低价格时，做市商可以插手其间，平抑价格波动。但反对的观点称，做市商事实上也是庄家，也有可能滥用享受的特殊权利，甚至和其它做市商合谋串通，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。另外，从海外证券市场做市商制度的实践看，做市商制度并没有在抑制市场操纵方面显示出优势。因此，我们认为，借助做市商制度来解决市场操纵问题，是一种值得怀疑的看法，至少在海外市场上没有类似的经验可供借鉴。可以说，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。

七、初步的结论

1. 首先需要从解决市场流动性问题的角度考虑引入做市商制度

从本质上看，做市商制度是组织市场交易的一种方式。从海外市场的经验与教训来看，引入做市商制度的目的都是为了解决市场流动性不足问题。既有的理论分析表明，做市商制度具有其适用性：流动性不高的市场（由市场技术条件、股票自身性质等决定），但是交易成本较高。因此，对原先以做市商制度为主的欧美市场来说，在市场得到进一步发展、流动性有所提高后，其交易成本高的不足就会凸现出来。此时，一般的做法是引入竞价制度。而对原先采用竞价制度的新兴市场而言，只有在市场流动性不足以至于竞价制度不成功的情况下，才会考虑采用做市商制度为市场提供流动性。考虑到我国证券市场的发展趋势，有可能出现创业板市场上市股票或者其它类型证券流动性不足的问题，此时，做市商制度可以作为一个解决流动性不足问题的方案加以考虑。

2. 我国引入做市商制度的可行模式

引入做市商制度的具体模式主要有两类。第一类是在单个股票上同时实行两种交易制度（港交所模式），第二类是在不同股票上实行不同交易制度（JASDAQ 模式）。在第一类模式下，做市商可以享有不等的优先地位，甚至不享有任何优先地位。但是，对于已经采用竞价制度的新兴市场而言，在不改变原有竞价制度情况下，引入的做市商制度只能是一种形式，不会在市场上起到作用。事实上，香港交易所模式就是一种“伪”做市商制度。在第二种模式下，一个股票只能采用一种交易制度，当然，可以在不同时间采用不同制度。最常见的情况是，正常情况下采用竞价交易制度，当流动性不足时采用做市商制度。日本 JASDAQ 市场就是采用这种模式。

根据前面的分析，我们认为，在我国证券市场引入做市商制度的最可行方案是纯粹竞争性做市商制度。在这种模式下，做市商利润由所有做市商分享。从竞争角度看，对利润的争夺可以使得做市商有动力保持合理的报价。

3. 是否有必要采取其它方式弥补流动性的不足

我们认为，可以考虑采用其它的办法来解决可能存在的流动性不足问题。作为做市商制度的替代，定期分盘集合竞价制度也是解决流动性不足问题的重要手段。首先，集合竞价制度有利于解决流动性不足问题有比较一致的理论 and 实证证据作支持。其次，采用集合竞价制度解决流动性不足问题有海外市场的成功经验。巴黎股票交易所等就曾对不活跃的股票采取

一个交易日集合竞价一次或两次的交易方式。第三，我国证券市场初步拥有了相关经验。中国证券业协会已经在代办股份转让系统尝试采用开放式分盘集合竞价方式来产生每日成交价格。

采用分盘集合竞价方式弥补流动性的不足，可以使我们暂时回避引入做市商制度所须面对的法律障碍问题，最大限度地实现与主板市场交易制度的衔接并解决流动性不足的问题。从目前世界各主要证券市场的发展趋势看，由做市商制度提供流动性的成本是巨大的，因此，我们认为，首先应该选择分盘集合竞价而不是做市商制度来弥补可能出现的流动性不足，其次才是选择纯粹竞争性做市商制度。