



您的位置：首页 - 文章选登

引入做市商制度，建立混合驱动型交易(崔海萍；2004年9月8日)

文章作者：崔海萍

我国若开设创业板市场后是否采用做市商制度，一直是证券界争论的焦点问题。

目前，我国沪深两市证券交易所均采用指令驱动交易机制。由于目前我国场外柜台交易市场尚未推出，所以采取做市商制度的客观条件还未成熟。因此，在目前已经公布的创业板交易规则征求意见稿中明确规定：“创业板市场采用无纸化的电脑集中竞价交易方式”。但规则起草小组经过反复论证，认为做市商制具有活跃交易等优点，拟在国内创业板引入做市商制度。

笔者认为，指令驱动和报价驱动是国际成熟市场上流行的两种并存的交易机制，各有所长，也各有不足之处。两者优势互补，可以共存于同一个市场之中，所以争论引入做市商制度的必要性是没有意义的。正确的态度应该是充分研究引入做市商制度的可行性，尽快对我国创业板市场引入做市商制度可能存在的问题及相关对策进行研究，从而在理论和实务方面提供支持。

做市商制度又称“庄家制度”，是一种典型的报价驱动交易机制，一般为场外柜台交易场所采用。做市商制度的形成是证券市场发展历史的产物。

以伦敦证券交易所的做市商制度为例，当时伦敦街头的证券交易是在“面对面”基础上进行的，但由于证券商之间的分工和协作能够减少信息不对称性、降低搜寻成本并强化交易契约的效力，进而大幅度地降低交易成本，因此那些拥挤在咖啡馆里的证券商自发地分成经纪商和批发商。其中，经纪商仅为客户执行交易，而批发商则是用自己的库存证券与经纪商进行交易，这种股票批发商后来逐渐演变为现在的做市商。

美国纳斯达克市场采用做市商制度的历史渊源是，纳斯达克市场是在1971年由美国的众多场外交易市场联结而成的，延续了各场外交易市场历史形成的做市商制度。可见，做市商制度是在欧美证券市场发展早期，在柜台市场条件下，由于市场传统文化的影响和历史包袱的束缚，证券商为降低交易成本而引入的制度安排。从做市商制度的发展起源看，其本质是为了应对非集中交易，适合于不活跃的股票交易和大宗交易。

做市商制度的理论基础是基于有效市场理论、合理预期理论和经纪人理论，并经实践所证明。当市场无效或低效运行时，做市商之间信息的获取、传递、成本及处理的差异就会发生偏离；而只有建立在市场真实信息基础上，才能合理预期市场现在和将来的变量，以实现主动性最优决断。做市商制度可使经纪人公平、对称地拥有公开信息，以修正报价，实现市场化进程，这种对价格发现和决定起主导作用的做市商报价驱动机制是当今二板市场最为成功的交易机制。其中，投资者信任做市商对价格的判断是做市商制度的根本所在。

中国证券市场可引入做市商制度模式：

一、中国如何引入做市商制度模式

由于交易方式可以在一定程度上影响证券市场的流动性、信息有效性、交易成本和波动性，因而对证券市场的发展具有重要作用，甚至可以决定证券市场的成败。在中国市场引入做市商制度，对于解决市场股价操纵、部分股票成交不活跃、未来创业板市场的稳定性等问题，都有着重要的实际意义。

中国引入做市商制度，首先可以在即将建立的创业板市场上，建立“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的混合交易”模式。

二、中国引入做市商制度的主要问题和对策

引入做市商制度，首先对券商规模、实力与业务人才配备的要求较高。尤其，在境内外证券业竞争环境下，中国券商的规模、实力与业务人才更显得差距较大。券商规模不大，实力不强，业务人才不足，不仅影响其做市商功能的发挥，也不利于中国券商同境外大券商展开竞争。在金融业开放的环境下，解决这个问题更有迫切性。

解决这个问题的对策是：让符合条件的券商增资扩股；让符合条件的券商有多元化筹资渠道，如发债筹资；大力发展券商资产管理业务；由证券业协会组织券商专门人才培训，并督促券商提高业务人才素质；组织券商与监管机构业务骨干到境外做市商市场学习。

其次券商做市商必须要有卖空机制，在于当前卖空有抑制价格过多上涨的作用，在将来买回又有制止价格进一步下滑的作用，它本身就具有平抑价格波动的作用。避险工具市场存在的必要性，在于做市商持有存货的要求。

最后还需要一个透明的市场和完善的监管、法制环境。

引入竞争的辅助性做市商制度，可能存在现行法规同做市商规则间的冲突问题。如证券商持仓做市，可能会触及《证券法》关于5%公告线的规定。实行做市商制度，也需要建立相关的法规。

解决这一问题的关键是：在全面清理各有关法规的基础上，适当修改有关规定，暂时不能修改的可考虑使用豁免程序。

实行“以竞价制为主，做市商制为辅”的运行模式，一个基本的考虑是兼顾各方优点，但毕竟做市商制度的运行仍会使市场透明度相对缺失。市场透明度是证券市场公正、有效运行的重要保证。而宏观经济与政策信息、上市公司基本面信息、交易即时信息和交易结果信息的即时、准确、完整披露是决定市场透明度的根本。这里，宏观经济和上市公司基本面信息的披露应该与现有制度相通。由于竞价制和做市商制主要还是交易机制的不同，因此，交易方面信息的报告和披露问题才是引进做市商制度时必须着重考虑的问题。

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所