

做市商制度对二板市场作用的评价决策研究

周乃敏¹, 杜雨辰¹, 潘风云²

(1. 吉林大学 管理学院, 吉林 长春 130025; 2. 吉林大学 图书馆, 吉林 长春 130025)

摘要:本文在对做市商制度进行理念分析、机理分析、国际比较分析、模型量化分析、制约因素分析的基础上,系统论证了我国二板市场实施做市商制度的必然性和可行性,旨在推动我国二板市场的创建和健康发展,并能尽早与国际接轨。

关键词:二板市场;做市商制度;决策模型

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)02-0041-07

一、做市商制度的理念分析

所谓做市商制度(Market Maker Rule),是指一批实力雄厚、信誉优良的股票经营法人,通过双向报价,接受投资者委托,承担某一只股票的买进和卖出,实现双向成交并从中以买卖差价获取利润,以维持市场的交易量和流动性的交易机制。它的运行是基于有效市场假说、合理预期理论和经纪人观点基础上,并经实践所证明。当市场无效时,做市商之间信息获取、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交易商报价驱动制度是当今二板市场最为成功的交易机制,它首创于 1971 年的美国 NASDAQ 市场,经过 30 年的发展,已日臻完善,并成为许多国家仿效的对象,现已成为新世纪二板市场的主流交易制度。

二、做市商制度的机理分析

综观国际二板市场的交易机制,大致可归纳为两种:竞价驱动(Auction-driven)或指令驱动(Order-driven)制度和报价驱动(Quote-driven)或称做市商(Market-Maker)制度,具体分析如下:

1. 两种交易机制。二板市场通常采用直接或间接使买卖双方的订单匹配成交的方法来

* 国家自然科学基金资助项目(79970102)部分研究成果

收稿日期:2000-09-25

作者简介:周乃敏(1944—),男,长春市人,吉林大学经济管理学院教授;

杜雨辰(1976—),男,山西大同人,吉林大学经济管理学院硕士生;

潘风云(1942—),女,长春市人,吉林大学图书馆馆长,副研究员。

进行交易,其核心是价格决定机制,大体可分为两种主要模式:一是竞价驱动或指令驱动机制,即由证券买卖双方直接报价并根据价格优先(Price Priority)的原则进行匹配,以形成市场价格的机制;二是报价驱动或称做市商制度,其运行机理是由一家或若干家券商承担某只股票的做市商,他们必须对这只股票进行双向报价,即由做市商作为价格形成的中介与核心。

2. 做市商制度的运行特点。(1)做市商对某种特定股票做市,给出双向报价并在该价位上买进或卖出;(2)做市商充当中间角色,所有投资者均与做市商交易;(3)做市商以买卖差价获利,其中买卖差价是衡量市场流动性、价格连续性和市场深度的重要指标;(4)大量做市商进行竞争,可以保障市场运作的公平性和有效性;(5)做市商报价和投资者买卖订单通过电子系统进行传递;(6)做市商组织形式有两种:既可通过电子系统报价,又可集中在交易大厅进行买卖报价。

3. 两种交易系统的比较分析。(1)系统的形态区别。报价系统较竞价系统在交易效率、配置效率、风险处置方面具有自身优势。相比之下其投资成本较低、投资者获利水平较高;交易价格准确,价格揭示更有“深度”;风险承担结构更富有弹性,系统表现出独特的灵活性,风险—收益组合特征更加宽泛,极大地减少了结构性风险。(2)系统的特征区别。报价系统的市场流动性、市场稳定性较高,有较高的交易效率、配置效率,交易成本较低,有较小的信息披露要求,风险处置灵活,但监管成本较高,道德风险较大。

三、国际和地区二板市场实施做市商制度的比较分析

研究国际上诸多二板市场,寻找出共同点和市场主要运作规律,对培育我国二板市场至关重要。国际二板市场比较如表 1:

表 1 各国二板市场交易制度分析比较表

序号	名称	成立时间	交易制度与交易方式	业绩
1	NASDAQ	1971. 11	分散在各地的做市商通过电子交易系统进行报价,是最典型的做市商制度	1999 年上市公司达 4829 家,交易 2726 股,成交额 11 万亿美元
2	EASDAQ	1996. 9. 30	具有多个做市商的报价驱动体系	至 2000 年第一季度市值达 622 亿欧元
3	英国 AIM	1995. 6. 19	实行竞争报价机制,只许一个或多个做市商当天进行双向报价	2000 年上半年上市公司 570 家,市值达 141 亿美元
4	法国新市场	1996. 2. 14	采用集中订单与做市商相结合的交易机制	截止 2000 年 4 月 30 日上市公司达 123 家
5	德国新市场	1997. 3. 10	采用中央订单与指定保荐人双向报价相结合的交易制度,并提供两种竞价方式,以适应不同股票	截止 1999 年 4 月上市公司 80 家,市值 400 多亿美元
6	欧洲新市场	1996. 3. 1	公司上市须有券商推荐,上市后都建立做市商制度	1999 年 2 月止上市公司 180 家,市值 180 亿美元
7	加拿大风险交易所(CVE)	1999. 11. 29	采用计算机交易系统提供在线报价,以加速交易	由加拿大温哥华证券交易所和艾伯塔证券交易所合并而成,目前有上市公司 2300 多家
8	韩国 KOSDAQ	1996. 7	在场外交易系统基础上引入 NASDAQ 自动报价交易系统	1999 年上市公司 453 家市值 106. 28 万亿韩元

序号	名称	成立时间	交易制度与交易方式	业绩
9	马来西亚吉隆坡二板市场	1998. 11	采用做市商制度的报价驱动系统	目前上市公司已达 287 家, 市值 390 多亿林吉特 (3.8 林吉特合 1 美元)
10	新加坡 SESDAQ	1987. 2. 18	类似 NASDAQ 市场, 采用指令撮合系统的做市商制度	截止 1999 年 7 月上市公司 92 家, 交易量 180 亿股
11	中国香港 GEM	1999. 11. 15	通过主板市场现有的第二代对盘交易系统, 即将推出竞投单一价的新交易制度, 并与 NASDAQ 联手	截止 2000 年 6 月 5 日上市公司 26 家, 筹资近 100 多亿港元
12	纳斯达克日本市场	2000. 5. 8	采用电子证券交易网络 (ECN), 实行做市商制度	目前已有 8 家公司申请上市
13	中国台湾 OTC	1982 年恢复	等价自动成交系统, 其报备市场是预备市场	截止 1998 年 11 月, 上柜公司 157 家
14	美国新兴公司市场 (ECM)	1992 年	采用连续竞价方式	因业绩不佳于 1995 年 5 月关闭
15	欧洲小盘股票市场	80 年代	采用竞价交易机制	于 90 年代被新兴场所取代

通过对国际二板市场交易制度的比较, 可得到如下结论: (1) 目前, 二板市场采用做市商制度的非常普遍, 是新兴二板市场交易制度的一个较优选择, 而且实践证明在二板市场上单独采用竞价方式的市场往往走向失败, 如 1992 年成立的美国新兴公司市场 (ECM) 和 20 世纪 80 年代的欧洲小盘股市场就是最明显的两个例证; (2) NASDAQ 做市商制度最为完善, 运作最为灵活, 以至各国纷纷仿效; (3) 没有哪一种交易制度能适合所有的股票市场, 对规模较大, 技术较为完善的成熟股票市场, 宜采用连续竞价方式; 而对于交投不太活跃的中小股票市场, 采用做市商制度可大大弥补其流动性差、稳定性差的缺点; (4) 在连续竞价方式下, 一只股票的活跃与否, 与投资者的投资热情有很大关系, 这对众多小公司股票来说是不利的。因此, 当今新兴资本市场往往采用做市商和集合竞价相结合的方式。

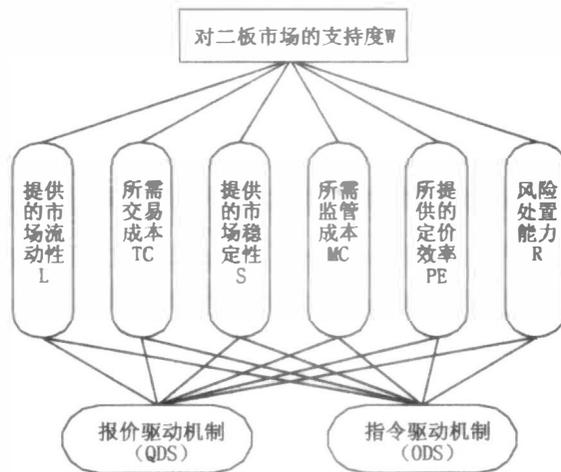
四、做市商制度对二板市场支持作用的评价决策模型及量化分析

1. 做市商制度对二板市场的支持作用剖析。做市商制度依靠其公开、有序、竞争性的报价驱动机制, 保证了股票交易的规范和效率, 具体支持作用可归纳为以下几点: (1) 有利于提高市场运作效率。在竞价模式的证券市场中, 由于买卖指令不可能同时、同量地投入市场, 某一投资者发出指令后必须“等待”一段时间才能成交。这无疑意味着投资者必须面临相当大的风险和时间成本, 尤其在信息不充分或市场清淡的情况下, 这一问题更为严重; 但在报价模式下, 做市商通过自己的中介性买卖消除了“等待”的问题, 使市场易于出清, 从而提高了市场的运作效率。(2) 有利于二板市场的稳定。做市商制度本身通过竞争机制加以实现, 可极大地减少股票买卖之间的差价。通常该差价有一定限度, 如 NASDAQ 规定做市商的获利差价必须在该股票价格的 5% 以内, 即将买卖差价的波幅控制在 5% 之内, 从而确保了市场运行的稳定。(3) 有利于提高市场的流动性, 由于做市商本身必须维持双向交易, 所以在任何时间内只要有做市商存在, 就必须时刻为市场提供即时性服务, 从而保证交易量的时时存在; 同时, 做市商制度还便于大宗交易, 在双向报价情况下能确保在时间内迅速完成, 且又不影响市场价格的稳定, 从而节约了交易时间和由于价格变动引起的额外交易成本, 保证了市场有较高的流动性。(4) 有

利于股票价格保持连续性。做市商可通过对股票价值的发现来确定稳定的双向报价,使买卖不会随供求关系在短期内随意波动,可有效地使供求关系的不确定性在一段时间内得以明朗并缓解,从而使股票价格连续性得以保持。(5)有利于实际价格回归真实价格,减少泡沫。在有组织的做市商市场上,由于做市商对所经营的品种有深入的调查和认识,因此其报价基本反映真实价格。做市商制度是解决市场价格扭曲,使之回归真实价格的必由机制,它通过市场连续性双向报价使得市场供求比得到明显辨别,做市商通过其做市服务活动限制了市场失衡出现的机会,不仅提供交易的及时性,而且更重要的是使实际价格尽可能地接近真实价格。

2. 支持作用评价决策模型的构建步骤。究竟采用何种交易制度,对二板市场的支持作用有何不同,这对我国创建二板市场尤为重要,现已成为一个炙手可热的论题,亟待解决。本文采用层次分析法(AHP),明确市场内部层次结构及其各组成因素之间的相互关系,通过一系列关键性指标相对重要性的比较和计算分析,建模并量化。具体步骤为:(1)建立层次模型结构,在深入分析基础上,将研究问题所包含的诸因素划分为三个层次:最高层(决策层)——决策所要达到的目标;中间层(准则层或指标层)——实现目标时采取的某种措施,政策和准则;最低层(方案层)——参与决策的备选方案;(2)设计并分发专家调查评价表,评价表采用9级标度法,对得到各判断矩阵对应元素求算术平均值,从而构建新的综合判断矩阵A;(3)层次单排序。根据判断矩阵A用几何平均法分别计算某一准则针对下层各元素的相对权重向量 w_i 及矩阵A的最大特征根 λ_{max} 。(4)对判断矩阵进行一致性检验。(5)层次综合排序。计算方案层的各元素相对于总目标的综合权重,并进行综合判断一致性检验。

3. 支持作用评价决策模型的应用。(1)针对国情并参考国际惯例,构建报价驱动机制(QDS)和指令驱动机制(ODS)对二板市场支持度模型如图1:



(2)向9位从事国家科技管理、政策研究和金融证券研究的专家学者发函咨询,对7份完整的回函进行分析整理,按上述步骤进行计算(过程略),并得出如下分析结论:采用做市商报价驱动系统对我国二板市场的支持度远比竞价系统高得多。但我们也应看到做市商制度自身也存在着一些问题,如其运作的透明度(Transparency)远非指令驱动市场可比,另外由于做市商的地位特殊,其有可能为自身利益做出不利市场效率的事。由此可见,我国二板市场的创立在

首选做市商制度的同时,也应当考虑将其与指令驱动机制有机结合起来,建立一种在指令驱动制基础上的做市商制度,使两种制度做到优势互补。

五、我国二板市场实施做市商制度的制约因素分析

1. 证券法规方面的障碍。我国证券市场成立于1992年,经过6年的学习和摸索,《证券法》于1998年12月29日通过并于次年7月1日起正式执行。《证券法》的制定和实施,对于规范我国证券市场,加强法律监管工作,防范和化解金融风险,更有效地保护投资者的合法权益,以及推进券商的发展,都有重大意义。但与发达国家相比,我国在证券法规方面的差距还是很大,法规体系还很不完善,特别是与做市商相关联的一些证券法规有的尚属空白,如市场监管法规、有关做市商的融资融券权的立法都还未见出台。另外,为使做市商能在股市牛气冲天、股价非理性上涨的时候,把自己的股票以一定条件融给做空的投资者,我们还需引进期货机制和做空机制。而目前我国的证券市场上还不允许买空和卖空,也禁止进行股票期权交易。我国的证券法律体系应包括三个层次:第一层是证券法,是整个证券法律体系的核心和主导,也是第二层的立法基础;第二层是股票和公司证券法、国债法、期货法;第三层次是作为细则的各项法律。但目前公布的《证券法》从其涵盖范围和作用地位来看还仅仅相当于“股票和公司证券法”,只处在法律体系的第二个层次上。可见在我国建立一个完善的证券法律体系还需要一个较长期的过程。

2. 市场机制方面的障碍。规范的做市商制度要求完备的市场机制,一个在不健全的市场机制条件下勉强建立起来的做市商制度,不可避免地会出现扭曲和变形。因为做市商在享受特权的同时亦有可能会滥用特权,例如做市商的报价差可能超格;对于交易者的报单不主动充当交易对手;利用对敲行为操纵市场价格,搞内幕交易,利用交易转移利益等等,这都无形中加大了监管难度,增加了监管成本,进而降低了市场的效率。另外,即使在监管十分严格的美国证券市场上内幕交易也时有发生,而在我国目前市场监督体系还十分薄弱的情况下,市场机制更是难以完成达到建立做市商制度的要求。例如规定在同一笔业务中做市商不得以经纪人和自营商的双重身份出现,按照“客户优先”原则,当市场价格较为有利时,必须先替客户买卖,只有手中的客户委托全部完成后,才能做自营交易,而实践中对该行为的鉴别却十分困难。

3. 资本市场结构方面的障碍。做市商制度是证券市场一种多层次的产物,在健全发达的市场体系中,通常有主板、二板和三板柜台地方市场,构成了多层次资本市场体系,与之相对应的则有数以千万计的上市公司和交易品种。正是由于交易品种的繁多庞杂及市场结构的多层次,使投资者往往无从下手,需要委托证券经纪人帮助进行投资选择。众多经纪人的存在又使得做市商应运而生。然而我国目前的情况是上市公司不多,交易品种简单,市场除深沪两个主板市场外,尚无二板市场,地方及场外市场虽有一些探索,但至今大多已关闭,因此客观上投资者对做市商需求的迫切性不强,在一定程度上阻碍了我国建立做市商制度的进程。

4. 市场主体方面的障碍。由于做市商本身不能做庄,他们的服务对象又是证券经纪人,这就要求他们必须是那些能接受高投资成本和较长的资金回报周期的机制投资者,其资本实力、人力资源、管理能力和研究能力,以及是否能保证其在履行做市商义务的同时,承担库存股票和市场价格带来的风险,是做市商制度能否顺利实行的关键所在。在国外发达的二板市场中,担任做市商的都是些世界上资本实力最雄厚的公司,如摩根斯坦利、美林、高胜和莱曼兄弟公司等。这些公司拥有庞大的资产规模,资本雄厚,且集中了一大批经验丰富的高素质证券

专业人才,因此具有开拓新业务能力强,抗风险能力高的特点。与国际知名的券商相比,中国的券商普遍存在规模小、资金薄弱、业务功能单一等问题。截至1999年8月底,我国券商共有95家,资本金规模普遍较低,注册资本最大的也仅为37亿元人民币左右,弱小的资产规模根本无法形成规模经营,而且资本规模小必然导致抗风险能力低和开展新业务能力弱,这必然导致做市商在做市时显得力不从心,一定程度上削弱了做市商制度对二板市场的支持作用。

另外,交易需要对手,只有当市场上出现了实力相当的交易方,机构投资者才有兴趣参与,市场才有活力。我国的主板证券市场现阶段仍然是中小投资者为主的散户市场,虽然近年来陆续成立了多家新的证券投资基金,但不到600亿元的新基金发行额度与10000多亿元的流通市值相比,相差太远。而且,已成立的证券投资基金的投资方向主要定位于主板市场中具有中长期成长潜力的公司的股票,高新技术板多数公司的风险度大于这些投资基金的承受范围。开放式证券投资基金、中外合资证券投资基金酝酿多年,仍没有成立。在机构投资者还不占据主板市场交易主体地位的情况下,实施做市商制度,将使做市商面临较大的市场风险。如何进一步培育机构投资者,使机构投资者成为市场交易的主体,是做市商制度能够顺利实施的重要保证。

5. 载体方面的障碍。地方及场外柜台市场是做市商制度的基础和载体。发达的柜台市场有比较严格的规定对做市商加以约束。如要求给出双向报价,并在报价中揭示买卖规模;如果交易者要求,做市商有义务在其提供的报价上进行至少一个单位的交易;报价必须是连续的,并且报价的价差幅度受到严格控制,同时做市商对某一证券的买出报价不得等于或高于其它做市商对同一证券的卖出报价。这些措施都很好地限制了做市商制度的负面作用,值得我们借鉴。而我国的现实情况是:1992年12月5日成立的STAQ系统和1993年成立的NET系统及诸多地方性或区域性的交易系统,在市场规则极不规范的环境下纷纷夭折,使即将创建的我国二板市场的做市商制度缺乏必要的载体。

6. 信用和衍生交易的障碍。证券市场的完全出清不仅取决于做市商之间的竞争,而且还取决于散户投资者利用信用交易和衍生交易对做市商的制衡,它一定程度上避免了价格决定的单向性,求取资金和证券的均衡。在发达国家的证券市场上,一般允许进行信用交易,并有健全的衍生品种可供买空和卖空操作,而我国在这方面有很大差距,制约着做市商制度的实施。

7. 人才方面的障碍。由做市商充当的角色可知,做市商需要综合素质很高的业务人员配置,不仅需要具有熟练分析能力的金融分析人才,具备准确的报价能力,熟悉自己证券的品种;而且需要优秀的市场分析及交易人员,具备足够的市场经验和投资知识,有良好的信誉,富有责任心和历史使命感。另外,大量熟悉财务、法律、计算机系统以及高技术知识的复合性人才也是必不可少的。由于对做市商财务状况的监管、信息披露的监管、信用交易的监管等颇有难度,而实施有效的监管需要大量在这些领域有多年工作经验的高层人才,我国证券市场成立不过10年,有经验的高层次人才可谓少之又少,造成我国金融人才的相对匮乏,形成了实施做市商制度的人才瓶颈。

8. 硬件设施方面的障碍。成熟的二板市场都采用最先进的计算机监控系统跟踪监控做市商的交易活动。如美国证券交易协会采用股票监视自动跟踪系统(Stock Watch Automatic Tracking System),根据做市商的各种证券的历史交易数据和产业趋势来为每一种证券进行估计,并将有关上市公司的这些信息予以公布。这样,如果某个公司的股价过分背离其内在价

格,全国证券交易协会监管公司就可以对其实施调查,以防做市商的违规炒作行为,而我国证券市场的硬件设施离这些要求尚有一定的差距,对做市商制度的推广也是一大障碍。

六、结论与对策

综上所述,目前的二板市场,使用做市商制度非常普遍,做市商制度是国际二板市场新世纪的主流交易制度,也是新兴二板市场一个较好的制度选择和最广泛的交易机制。实施做市商制度是我国股票市场的一种金融创新,引入并大力完善做市商制度,也是我国二板市场持续、快速、健康发展的必然选择。针对国情,当前我国应大力培育和发展柜台市场,建立多层次的资本市场体系;应制定有利于做市商制度实施的规则、法律条款及其监督落实的一系列制度;要建立做市商市场行为的资信评估和评判制度,并把观念上的转变和政策上的配套措施紧密结合起来;确定做市商作价标准和控制差价限度,并注意防止做市商强制性报价可能带来的风险;建立一支强大的证券中介机构队伍,培育机构投资者,可选择部分投资基金作为做市商的试点,并进而推广到由实力雄厚的券商和投资基金来共同承担做市商的义务;此外,做市商机制和集合竞价机制相结合,将更适合不同股票交易的需求,并可提高二板市场的效率。

主要参考文献:

- [1]陈一勤.从NASDAQ看中国做市商制度的建立[J].金融研究,2000,(2).
- [2]Frank J. Fabozzi. Capital Market: Institutions and Instruments[M]. Prentice-Hall International, Inc. 1998.
- [3]Mckinnin, Ronald I. The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy[M]. Johns Hopkins University Press, 1991.
- [4]David A. Lesmond. A New Estimate of Transaction Costs[J]. The review of financial studies/v 12 n 1999.

The Research of Evaluation Decision-making Mode and Support Effects of Market Maker Rule on Our Coming Secondary Board Market

ZHOU Nai-min¹, DU Yu-chen¹, PAN Feng-yun²

(1. Economic Management Institute of Jilin University, Jilin Changchun, China, 130025;

2. library of Jilin University, Jilin Changchun, China, 130025)

Abstract: Based on the concept analysis, operative principle analysis, contrast analysis, quantitative analysis and key factors analysis on market maker rule, we systematically proved the feasibility and inevitability of carrying out market maker rule in our country. The purpose of this paper is to advance healthy formation of our secondary board market, and achieve international level as soon as possible.

Key words: secondary board market; market maker rule; mode of decision-making