

□孙明明 洪流

我国证券柜台交易市场的 功能定位及其发展构想

一、两种基本市场形态的比较分析

市场的本质是买卖关系的总和,市场如何把买卖双方组织起来进行交易将决定市场的基本机制、特点和效率。据此,证券交易市场可以分为竞价市场与柜台市场(Over-the-Counter Market)两种基本形态。所谓竞价市场,是指按拍卖方式组织起来的,其代表形式是证券交易所。柜台市场是按标购标售(Bid and Ask)方式进行交易的市场,其典型代表是美国的NASDAQ系统。竞价市场与柜台市场有两个重要的特征区别:

首先,交易价格形成机制存在重大差异。价格是联系买卖双方的关键变量。竞价市场是集中性市场,这里的集中性不是指空间含义,而是指交易指令的处理方式,即所有买方指令和所有卖方指令都必须参与集中竞价,不允许经纪商自行撮合配对,成交价格是由多个参与者共同决定的单一价格,同时所有必要的交易信息都集中地、连续地告知市场所有参与者,从而买卖双方指令接触比较充分。柜台市场是一个议价市场(Negotiation Market),市场组织者充当做市商(Market Maker),同时提供其做市证券的买价和卖价,投资者与做市商进行个别议价交易,柜台市场中的指令并不集中处理而是分散于各个做市商形成的“柜台”,从而表现出相对分散的市场特征。

其次,证券商在市场中的地位和作用不同。竞价市场中,证券商不论是作为交易中介接受委托还是作为交易主体进行证券自营买卖都只是市场参与者而不是市场组织者。柜台交易市场是由证券商组织的市场,证券商以自己的名义报出双价(买价与卖价),在“低买高卖”中获取价差利润。证券商作为市场组织者,有义务按报价进行一定数量的交易从而维持了报价的连续性与市场流动性。在柜台市场中,做市商是交易价格的制定者,占据交易的主动地位,对市场的介入更深,承担的风险更大,因而做市商的素质是柜台市场功能实现的重要因素。

理论研究关注证券市场的形态区别主要是因为不同的市场形态下,市场效率和市场风险都不相同。下面将从市场效率与市场风险两个方面对柜台市场的相对优势作一分析:

(一)经济学中的效率概念指的是成本与收益的对比关系。市场效率包括交易效率与配置效率,前者是指市场以尽可能低的成本提供交易便利的能力,后者是指市场把稀缺资源进行最优配置的能力。分析表明:

1. 柜台市场在交易效率方面具有自身优势。从投资者角度分析:投资者进行证券投资至少要付出三种成本:一是机会成本;二是时间与金钱所构成的信息成本;三是交易成本。柜台市场的投资成本从构成上来看较竞价市场要低。首先,柜台市场的信息处理分布在两个层面上,即做市商对做市证券进行信息处理并据此提出报价,这种报价进而又成为投资者层面上进行信息处理的重要参考指标。这种信息处理机制使投资者的信息成本大为降低,特别当市场上存在大量散户时,这种作用更加显著。其次,柜台市场上的做市商与投资者之间是纯粹的买卖关系,他们之间的交易不需支付经纪佣金,当买卖价差相同时,投资者在柜台市场的交易利润较竞价市场为高,特别是当发生大额交易时这种成本差异更加明显。从企业角度分析:企业选择什么市场进行融资除考虑不同市场的准入标准差异外,更重要的是对融资成本进行比较。通常,交易所的上市标准较高,企业除满足一系列严格的财务指标外,还必须承担最大可能的公告义务。这样,企业要在交易所上市,必须取得良好的财务状况,而财务状况与融资需求往往是背反的;即使能够上市,企业信息披露成本(有形的和无形的)也是很高的。上述矛盾在柜台市场可能解决。首先,柜台市场的上市标准一般比竞价市场要低,且市场准入的个体差异较大,这使得许多当前财务状况不佳但具有成长潜质的企业能够通过柜台市场融资获得发展。其次,由于借助了做市商的信誉和支持,柜台市场对信息披露的要求比较低,上市公司可以避免把自己的财务状况暴露给竞争对手,这对处于扩张阶段的企业尤为重要。

2. 在一定条件下,柜台市场的配置效率可能比竞价市场高。配置效率的核心问题是交易价格信号的准确性。一般认为竞价市场对价格的揭示更有“深度”,并通过对金融资产的自由配置促使资本由低效率部门向高效率部门流动。但上述结论成立的前提是假定竞价市场交易主体是成熟“经济人”,具有充分运用公开披露的信息独立对价格作出合理判断的能力,并将这种判断通过指令交由市场检验,市场所要做的是保证透明度和规范性。发达的竞价市场可以接近上述假定的要求,但对处于成长阶段的市场来说情形有所不同。西方经济学家一些实证研究表明,当股票市场不完备而又存在其他融资市场的情况下,市场不能自动达到唯一的均衡点。股票市场带有很多噪音,当噪音大到一定程度时,投机行为就与企业经营脱节(宋文兵,1998)。另有学者对上海100家上市公司股票1993、1994两年间价格变动作了统计分析,结果表明上海股票价格的信息含量平均在40%左右,即60%的股价变动是由投机或市场操纵形成的(许小年,1996)。相比之下,柜台市场的设计所暗含的假定是由专家(专业证券商)掌握信息,专家可以迅速获得有关证券的信息,并通过合理分析得出报价,该报价交由交易者判断,并对交易者的选择具有提示功能,交易者对报价的接受倾向将促使报价向公平价格趋近。做市商还有义务向投资者提供真实报价,报价及其调整都是做市商综合研究与市场竞争的双重结果。对于类似我国情形的发展中证券市场而言,其市场基础水平决定了柜台市场存在的必要性,许多在竞价机制下难以根除的问题放在柜台市场中可以缓解或解决。

(二)在风险处置方面,柜台市场较竞价市场表现出独特的灵活性。一般认为:在竞价市场上市交易的证券要符合比较严格的条件,因而竞价市场具有低风险特征。然而,上述结论是建立在静态考察基础之上的。问题的关键在于:其一,风险的本质是收益的不确定性,风险是证券市场的固有属性。证券市场本身暗含了投资者具有不同的风险—收益组合偏好这一事实,其偏好的共同趋向是一定收益下的最低风险和一定风险下的最高收益,而不是单纯的低风险;其二,既然风险不可避免,对证券交易市场的考察尤其是对其适用性的考察重点应该是其动态的风险处置能力。

1. 从风险承担结构来看,柜台市场比竞价市场更富有弹性。竞价市场是一个由众多同质“节点”连接而成的网状构造,其“节点”即交易主体,它们不论是个人投资者还是证券自营商,在作为交易者这一角色方面是同质的。市场信息在“节点”之间平行传播,一个“节点”的风险将迅速传导至其他“节点”,中间不经过任何缓冲过程。事实上,竞价市场这一特征构造设计基于这样一种假设:市场主体是较成熟的理性投资者,具有独立分析风险和迅速处理风险的能力;同时,市场趋于充分竞争,市场流动性较强,证券价格在充分竞争与充分流动的基础上确定。然而,当市场条件达不到上述假设,竞价市场的风险会迅速深化,市场受到的冲击不论在广度还是深度方面都较柜台市场更大,其原因就在于竞价市场主体的同质性,在以利润最大化作为唯一经营目标的约束下,市场行为同化,市场缺乏对冲机制和稳定力量。这时竞价市场的网状构造与信息平行快速传导机制可能反而成为加剧市场波动的条件。柜台市场也是一种网状构造,但它分为两个层次:投资者作为最基本的“节点”形成第一层次,在这个层次上,不同“节点”之间的信息沟通并不完全;做市商构成柜台市场的第二层次,在这个层次上,做市商之间的信息沟通与竞价市场无异,但每一个做市商都直接与众多真实投资者相连,它们之间的信息沟通也比较充分。这样,整个柜台市场形成一种两层多向结构。

最为重要的是,在这样一个两层构造中,第一层次“节点”(投资者)与第二层次“节点”(做市商)不是同质的,做市商是整个柜台市场组织的核心,其利润来源主要是双向报价差额,而不是单向预期价差。同时,做市商的报价主要基于对证券价值分析,从而使报价具有合理的指导性。做市商在获取权利(如信息优先权)的同时必须承担相应义务,主要是稳定市场与维持交易的连续性。这样,市场风险冲击将被分散于两个层次上,尤其是对于非系统风险,做市商可以比较有效地加以消减。

2. 从风险—收益组合特征来看,柜台市场比竞价市场更加宽泛。如前所述,竞价市场的构造设计假定投资者都是“厌恶”风险的,因而竞价市场制定了严格的上市条件来保证交易客体的品质。但市场主体对风险—收益组合偏好是不尽相同的,当追求高风险—高收益的投资者只能参与竞价市场交易,其交易行为必然与暗含风险规避偏好的竞价市场构造体系产生背离,而造成市场的结构性风险。从公司角度讲,竞价市场上市造成了公司融资的悖反现象:能够达到上市标准本身说明了公司经营状况良好,从而其可获得的融资便利比较充分,即使不上市,亦可在合理成本之上获取资金;而急需融资支持的公司,往往是处于初创或投资阶段,当前财务状况并不理想,无法达到竞价市场上市标准。柜台市场可以很好地解决这一问题:柜台市场上市标准相对宽松,既为风险资本创造了融通的便利,也提供了丰富的风险—收益投资组合,柜台市场认为承担一定风险支持企业成长是其一项功能,同时也为投资者提供了更多机会。

二、发展我国证券柜台交易市场的必要性

证券柜台交易在我国并不是新生事物。早在 80 年代我国开放证券(国库券)交易之初就采取柜台形式,后来又相继建立了一批地方性甚至全国性(STAQ 系统和 NET 系统)柜台市场。但长期以来,理论界和实务界一直把柜台交易市场作为“不正规”的补充市场形式,柜台市场的发展远远落后于深沪两家交易所。实际上,建立完善的证券柜台交易市场对我国证券市场发展具有重大意义。

(一) 证券柜台交易市场可以提供风险投资与撤资机制。

风险投资是一种高收益与高风险并存的投资方式,风险投资者首先关心的是:如何确保风

险资本具有必要的流动性。这种流动性不仅是投资者获取收益和转移风险的要求,也是投资者决定投资的一个必备条件。因此,一个支持创新的风险资本市场对企业成长具有重大帮助。一般来讲,通过风险企业公开上市是风险资本撤出的最佳形式,成本低、速度快。但是风险企业大多是新兴企业,往往难以达到竞价市场的上市标准。为此,建立低成本、高效率的风险资本市场显得尤为重要。在美国,这种风险投资与撤资机制通常由NASDAQ市场提供。截止1997年9月底,NASDAQ市场市值前十名企业几乎都是高科技风险企业,证券柜台交易市场对风险企业成长的支持由此可见一斑。

就我国而言,目前尚不具备真正意义上的风险资本市场,但风险行业(计算机、生物科技、电子通讯、新医药)的发展对风险资本的投撤资机制提出了不可避免的客观要求。如果由深沪两个交易所提供风险资本市场功能,一系列重大障碍难以突破,最明显的就是过高的经营风险与严格的上市制度之间的冲突难以调和,这是由交易所的功能定位与结构特征决定的。将交易所之外的柜台市场作为风险资本投撤资渠道已经是发达证券市场的成功经验。建立和完善我国柜台市场已经刻不容缓。

(二)证券柜台交易市场可以提供更加灵活的上市与下市机制。

从上市来讲,柜台市场的灵活性首先表现在较宽松的上市标准,从而扩大了可上市公司的范围。这些上市公司在获得融资便利支持后,如果经过一段时间的发展达到竞价市场上市标准,则可以申请转市,改在交易所上市,正因如此,柜台市场在提供融资便利方面具有明显的优势。以美国为例,其三大证券交易市场在1995年接纳的初次发行公司(IPO)数目分别为NASDAQ476家(85.5%)、NYSE72家(12.9%)、AMEX(美国交易所)9家(1.6%),所接纳初次发行公司的市值分别为NASDAQ167.4亿美元(52.7%)、NYSE147.5亿美元(46.4%)、AMEX2.8亿美元(0.9%)。事实上,NASDAQ作为最典型、最先进的柜台交易市场,其发展速度一直超过老牌的交易所,这与NASDAQ灵活的交易制度与宽松的上市标准有直接关系。

柜台市场上市机制灵活性对我国的特殊意义在于:在两种市场形态发展结构失衡和上市额度行政分配的双重作用下,上市资格演变为一种稀缺资源,导致先是按照行政准则而不是经济准则分割额度,然后人为包装公司,公司在上市后由于缺乏自身内在的上进心与经济约束力又导致经营退化(也许所谓的退化其实就是上市公司剥去包装的本来状态)。这种恶性循环在经过7年多的积累后,如今已呈大面积暴露的态势。其实,不同条件的公司应该有适合的自身条件的融资场所,这便在客观上要求建立多层次、富有弹性的证券市场体系。

从下市来讲,柜台市场可以作为交易所的“第二板市场”,改变目前我国上市公司只上不下状况。按交易所规定,当上市公司不能达到其最低要求时,应该摘牌,但实际操作起来却困难重重,原因在于:首先,上市公司本身是一个“壳”资源,不仅具有广告效应,更是筹资的工具,一旦摘牌,意味着名利双失,所以当上市公司出现摘牌危机后,往往采取诸如“资产重组”等办法以期暂时缓解,而这种大多数情况下属行政指令式的“重组”其生命力不会长久,这在深沪两市已有例证;其次,交易所摘牌意味着公司原有股东的股份无法继续流通,这将给公众造成巨大经济损失,这种社会影响也是交易所和有关管理层必须考虑的因素。上述问题的根源在于:我国证券市场体系构成过于单一,在企业上市与下市之间缺乏一个过渡安排。就国外成功做法来看,它们的交易所通常有一个“第二板市场”,其作用是:企业先在第二板市场上市,经过一段时间的考察与适应,若达到交易所公开上市标准则可转移到交易所上市;同样,当交易所上市公司不再符合公开上市条件,应当转到第二板市场,其原有股东的股份仍可在第二板市场交易,

公司亦可在第二板市场继续获得筹资,这种“转市”机制无疑大大发展和完善了证券市场体系。对我国而言,建立准入条件较为宽松的柜台市场并把柜台市场作为交易所的“第二板市场”是比较合理和可行的。

(三)证券柜台交易市场可以成为解决我国非流通股份问题的突破口。

中国目前面临的股份非流通问题集中在两个方面:其一是实行股份制与股份合作制的企业,其内部职工所持股份无法流通;其二是大量的国有股、法人股无法流通。随着时间的推移与改革的深化,这两个问题已经变得越来越突出。

对于职工所持股份,有一部分通过跟随企业公众股上市(通常在一个规定的时间之后)而变为可以流通,但相对于全国大量的股份制与股份合作制企业来说,这种办法解决不了根本问题。在现实中,职工股权的转让其实已经成为一种自发的需求,人们也已开始进行小范围、非正式的股权转让并得到一些企业的认可。从一般规律看,大量的产权交易是在交易所以外的市场进行的,从这个意义上说,不能忽视或否定证券交易的“场外”形式,这其中,柜台交易是最具可行性的。职工所持股份在柜台市场流通转让,不仅可以解决上述矛盾,而且不会对目前交易所竞价市场产生直接冲击。由于借助做市商的支持,职工股份在柜台市场的转让将具备比较合理的价格与必要的流动性,这些功能特征都无法在交易所的竞价市场实现。

大量国有股、法人股不能流通是我国证券市场发展历程中的一直未能解决的矛盾。难点在于:其一,国有股与法人股的转让必然牵涉产权制度,进而影响所有制;其二,数量庞大的国有股、法人股如果被释放出来,将对目前证券市场造成冲击,而且其严重程度难以估料。第一个问题已经超出了交易市场形态分析的范畴,在此不作讨论;第二个问题的解决却可以尝试通过柜台市场进行。这是因为,柜台市场采取做市商主持下的询价报价制度,特别适合股权的大宗转让,而通常类似的转让在竞价市场会引起价格显著变化。其次,柜台市场与竞价市场相对分离,二者的资金供给来源不尽相同,国有股、法人股如果在柜台市场流通,对竞价市场产生的冲击只是间接的,作用力会小得多。其实,我国已经存在全国性的法人股柜台交易市场(STAQ、NET),事实证明这种法人股转让不会对沪深股票市场产生直接冲击。在可预见的一段时间内,我国尚无法实现上市公司的国有股、法人股与可流通股份一起在交易所上市流通,在这种情况下,完全可以将这部分国有股、法人股的流通问题放在柜台市场逐步解决。

三、我国证券柜台交易市场发展构想

新中国的证券柜台交易始于1986年,到上海、深圳两家交易所开业后,这些早期的证券柜台交易活动纳入了交易所范畴;随着股份制改革的推进,交易所之外的柜台交易活动又趋活跃,到目前为止,已建成全国性法人股交易系统STAQ和NET以及有组织的地方性证券柜台交易市场30余家,这些市场普遍存在的不足是:规模较小;相对分散,缺乏内在的联系;交投不够活跃和规范;受地方行政干预过多。从总体上讲,这样一个证券柜台交易体系尚不成熟,在其建设发展过程中应该从以下两方面加以完善:

(一)柜台市场应该是一个多元的统一市场。

柜台市场的多元性是指:不仅其参与主体与交易客体是多元的,而且整个市场的架构是多层次的。就主体来讲,柜台市场的参与者应该比竞价市场更多更广,在符合基本条件前提下,给予个人投资者和机构投资者最大的准入便利,只有这样,柜台市场才能活跃,其交易的流动性 and 交易深度才能得到保证。就客体来讲,柜台市场的开放度更高,不仅股票、而且债券(国债、企

业债、金融债)、基金券、权证等有价值证券都可在这里交易,同时,柜台市场的上市标准比较宽松,上市公司的经营业绩或上市证券的品质可以有较大差别。这种功能特征对我国具有特别重要的现实意义,它恰好可以满足我国大量经过股份制改造但无法在交易所上市企业的股权流动要求。

柜台市场的架构是多层次的,既包括全国性的交易网络,也包括地方性市场。目前,我国已有 STAQ、NET 两个全国性法人股交易系统,但对系统资源的利用率不高(大部分只为法人股交易服务,并且上市法人股家数太少)。从实际需要出发,可以考虑将 STAQ 与 NET 合并,组建一个全国性柜台交易系统,并称之为 CHASDAQ(中国证券商协会自动报价系统),作为全国证券柜台交易市场的高级形态;另一方面,我国地域辽阔,各地经济发展水平相差较大,如果一味单纯追求全国性市场,投资大众很难对上柜交易的异地公司产生合理的心理预期和认同感,因此对各地自发出现的区域性柜台市场不应简单否定。其实,上述 30 余家地方性证券柜台交易市场当中,有一部份的硬件设施比较先进(如淄博 ZBSTAQ 系统),关键是要对其加以规范和引导,使这些区域性证券柜台交易市场在为本地交易服务的同时,不断发展和完善。

同时,我国的证券柜台交易市场必须是统一的。这种统一并不是说全国只搞一个柜台市场,而是指多元结构的柜台市场之间具备充分的信息流动性与资金流动性,资源在各市场间的转移不存在非经济壁垒,当资源流动消除了“摩擦”,也就在本质上宣告了统一市场的形成。如前所述,柜台市场作为一种基本市场形态,其核心在于特殊的交易方式,其组织形式则完全可以采取无形市场方式,即通过计算机网络进行询价报价,市场对所有参与者是高度透明的。目前我国计算机网络系统不够发达,但可以先从统一各柜台市场交易规则入手,逐步实现全国柜台市场的一体化,并最终使柜台市场与竞价市场(交易所)联通,从而构建出我国二元三层的证券交易市场体系,即:区分竞价市场与柜台市场的二元市场形态,并以交易所竞价市场作为第一层次,全国性柜台市场系统(CHASDAQ)作为第二层次,地方性柜台市场系统作为第三层次,其中全国性柜台市场作为交易所的“第二板市场”,同交易所竞价市场之间通过“转市”机制联通。同时,为统一全国市场,地方性柜台市场要逐步与全国性柜台市场归并,最终形成全国统一的证券柜台交易系统。

(二)做市商制度是建设我国证券柜台交易市场的关键。

理论分析已经表明,做市商是柜台市场的组织核心。我国的 STAQ 系统早在 1991 年 1 月 7 日就开始试行做市商制度,并取得了一定效果,但就我国证券柜台市场整体来看,做市商制度还很不完善,以下几个方面应该引起重视:

首先,做市商自身素质是决定做市商制度完善与否的关键因素。我国证券商目前普遍存在的不足是:规模小,自有资金不足,风险适应性差,科研力量薄弱。上述不足难以在短时间内改变,但这不应成为束缚我国推行做市商制度进而建设证券柜台交易市场的障碍。笔者认为,目前可实行一种“联合做市”制度,即对同一证券,允许多家证券商同时做市,并且这些做市的证券商必须签订联合做市合约,明确各自权利义务。这样,当市场出现异常,做市商可借助联手力量进行干预,达到化解风险和维持流动性的目的。

其次,做市商制度本身需要不断发展和完善。做市商制度的主要内容是做市商资格、做市商权利和做市商义务。通常,为鼓励竞争,防止价格垄断,柜台市场内的每一种证券均安排两家以上做市商,这些做市商通过竞争报价吸引客户,从而使市场价格趋于“深化”和合理。做市商权利与义务的对称是做市商制度的关键内容,其核心是对做市商报价行为与交易行为的约束。

从经济学角度看,柜台市场带有寡头垄断市场特点,做市商可能会选择对自己有利的价格成交,并在一定程度上产生做市商之间的共谋(Connivance),市场达不到帕累托均衡。针对这种情况,发达的柜台市场制定了比较严格的规定对做市商行为加以约束,很值得我们借鉴:(1)双向报价,并在报价中揭示特定的买卖规模;(2)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;(3)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入报价不得等于或高于其他做市商对同一证券的卖出报价。以上措施很好地限制了做市商制度的负面作用。在此基础上,做市商制度对证券柜台交易市场起到了巨大推动作用。

* * * *

证券交易市场发展到今天,柜台市场与竞价市场在交易技术上都已趋于成熟,但它们在交易机制上的鲜明特征并未随二者在外部形态上的融合而消失。单就我国而言,中国证券市场发展的特殊性在于,目前实行的股份制与股份合作制在多数场合首先是一个改革问题,中国企业改革的特殊路径要求资本市场的发展具有特殊的结构,这便提出了如何建立适合我国情况的多层次资本市场体系的命题。决策层在设计和组织这个市场体系时,必须考虑交易传统、企业基础、市场条件等现实因素。在这当中,一个完善的柜台市场可以有效推动我国当前的资本市场发展。

参考书目:

- 樊 纲,1997:《股份合作制改革与中国资本市场的多层次发展》
林 焯,1997:《柜台市场理论与实践研究》,《证券市场导报》第8期
朱宝宪 陈飞,1998:《资本第二市场的作用》,《中国证券期货》第3期
贝多广,1995:《证券经济理论》,上海人民出版社
罗元明 刘国良 李春满,1994:《股份制与国有股权管理》,经济科学出版社
宋文兵,1998:《关于融资方式需要澄清的几个问题》,《金融研究》第1期
江 春,1997:《产权制度与金融市场》,武汉大学出版社

(作者单位:上海财经大学证券期货学院,邮编:200083)