

做市商制度与我国证券市场的完善

张晓君¹, 王鑫²

((1. 西南政法大学, 重庆 400031; 2. 对外贸易经济合作部, 北京 100731))

摘要:本文从美国纳斯达克市场采用的做市商交易制度着手,对做市商的报价、监管等基本制度进行了分析,进而对我国设立高科技板证券市场引入做市商制度的必要性和对策进行了探讨,并提出了相应的构想。

关键词:纳斯达克;证券市场;做市商制度

中图分类号:DF 438.7 **文献标识码:**A

上世纪90年代以来,美国经济出现了高增长、低失业和低通胀的局面,并自1996年连续5年雄居国际竞争力榜首。究其原因,当然是多方面的,但纳斯达克市场^①对美国新经济的推动作用是其中的一个关键。纳斯达克所采用的核心交易制度——做市商制度(这个概念比较新,但是目前有不少作者在文章中使用这个概念)^②正是它能够推动高科技产业迅速形成和发展的制度保障,并最终使纳斯达克市场成长为全球最具活力,最具吸引力的高科技板市场。

本文试从法律视角对这种特殊的制度安排进行研究,以期对我国培育和发展上海、深圳等国际金融中心有借鉴价值。

一、做市商制度的历史发展

所谓做市商,是指在证券市场上不断向公众交易者报导某些特定证券的买卖价格(即双向报价),并在所报价格上接受公众投资者的买卖要求,以其自有资金和证券投资者进行交易的一些政府特许的有实力和信誉的证券经营法人(一般为专业证券公司或投资银行),当证券公司等机构从事此项业务时,我们可称之为做市商。

做市商制度起源于美国,1971年美国纳斯达克市场(即,全美证券交易商协会自动报价系统)首次采用这一交易制度。推行做市商制的初衷是为了提高证

券的“三性”即效率性、稳定性和流动性。当时,美国纽约证券交易所是主流市场,对上市主体的要求非常严格。而这时美国面临着美元危机(及随后的石油危机)的压力,国内通货膨胀严重,美元资本外流加剧、国内企业,尤其是中小企业间接融资困难。高科技板市场的设立,就是为了满足这一部分企业直接融资的需要,而采取做市商制度则是出于与主板市场竞争的考虑。由于高科技板市场具有高风险的特点,做市商制度的引入,可以保证交易在价格发现的基础上更为流畅和稳定,从而吸引更广泛的投资者参与这个市场,避免交易过于清淡或交易中断的发生。

做市商制度的运作是做市商通过在证券市场上的双向报价来不断买卖证券以维持市场的流动性,满足公众投资者的投资需求,同时通过买卖报价的差额来补偿所提供服务的成本费用,并实现一定的利润。

通常情况下,一只股票至少有2家以上的做市商为其报价。以美国纳斯达克市场为例,平均每只股票就有近12家做市商,^[1]一些规模大、交易较为活跃的股票做市商甚至多达40家以上,如微软公司为52家,爱立信公司达42家。

在美国纳斯达克市场登记的做市商共有500多家,大体可分为4类:

1. 零售商,拥有零售经纪网,向个体投资者提供

① 纳斯达克市场实际上是一个场外市场。场外交易市场与证券交易所的本质区别在于市场的组织方式,场外交易市场一般可以认定为是证券交易商组织的,以买入卖出为原则的证券交易市场,与进行集中竞价交易的交易所的概念相对。

② “做市商”一词引自李天栋《纳斯达克的制度分析——兼论中国创业板的制度创新》一文,载《国际经济评论》,2000年第1期,第56页。

收稿日期:2002-10-28

作者简介:张晓君(1969-),云南省永德人,西南政法大学法学副教授,法学博士生,主要从事国际经济法的教学和研究。王鑫(1975-),陕西商州人,法学硕士,对外经济贸易合作部工作人员,主要从事进出口公平贸易研究。

持续不断的买卖机会,确保股票和资金流动有序;

2. 机构商,专门从事退休基金、共同基金、保险公司及资产管理公司和大宗股票交割;

3. 地区商,在特定地区为个体和机构投资者服务,内容包括对某种股票作专门和深入的介绍;

4. 批发商,为机构客户和未曾登记的做市商交割。

上述做市商中不乏世界上最大和最好的投资公司,如美林、高盛、所罗门兄弟、迈耶施韦策以及摩根斯坦利和史密司巴尼。^[2]这些公司通过纳斯达克证券市场工作台的电子终端网络随时动用资金进行自行买卖纳斯达克证券市场各类上市公司的股票,并且由公司的交易商通过微机工作站进行报价。世界各地的其他交易商、经纪人和投资者则可以从计算机终端上看到市场价格和买卖数量的确认报价。

经过 30 年的发展,做市商制度已日臻完善,其它国家和地区也纷纷效仿。

二、做市商制度的基本内容

(一)做市商的报价制度

在一笔交易成交后 90 秒内,每位做市商通过计算机终端网络向当局报出某一股票有效的买入价和卖出价及已成交情况,买卖数量和价格的交易信息随即转发到世界各地的计算机屏幕,做市商则通过相互竞争的方式来吸引投资人。

做市商的报价以内在报价为主。所谓内在报价是指做市商之间利用各自手中的证券存货进行交易的最高买方报价和最低卖方报价。^[3]内在报价一般会单独显示出来,其价差为“内在价差”,目的是让投资人了解整个市场该股票的最佳买卖价位。如果某股票 1000 股的最佳内在报价是 60 - 61 元,表示该股票所有做市商的报价中,最高买进价为 60 元,如果客户市价委托卖出 500 股转到该做市商,则会以 60 元成交。

做市商提供做市服务,其目的是为了获得盈利,而盈利取决于其通过报价所确定的加价和减价额。加价是做市商购进价与他向客户卖价之间的差额;反之,如果客户是卖方,减价是做市商标价与实际付给客户的价格之间的差额。如果市场上股票交易十分活跃,做市商就会采取经纪方式,否则一旦赚取价差就违背了为客户寻求最佳交易结果的义务;如果市场上股票交易清淡,价差较大,则做市商就可以采取自营方式为之。无论哪种方式,做市商均需向客户表明自己的角色,否则会承担民事责任。当做市商同时收到一笔买卖委托,这时就是无风险交易,做市商可以撮合两份委托,每个客户只知道其支付的佣金、加价和减价。

以美国全国证券商协会(NASD)制订的做市商报价规则为例,做市商的报价有以下几项主要规定:^[4]

1. 做市商必须双向报价,所报差价须在允许范围内。差价范围由全国证券交易商协会规定,并时常更新。在纳斯达克市场,一般情况下,做市商所报价差应在证券价格的 5% 范围内浮动,以确保做市商的盈利和交易的公正。

2. 做市商的报价要和主流市场价格合理相关,否则它必须重新报价。是否合理主要看证券的类型、证券活跃度、股价高低、交易量、服务与设施的好坏。^[5]如果做市商没有及时重新报价,协会将取消它对一只或所有股票的报价资格。

3. 做市商对属于纳斯达克市场的股票,一个月内所报的平均买卖差价不能超过其它所有做市商所报平均差价的 150%。如果这种情况发生,做市商将被取消做市资格,并在 20 个营业日内,不得重新注册成为做市商。

4. 在正常营业时间内,一个做市商报出的买价不能等于或大于其它做市商对同一股票输入的卖价,它的卖价也不能等于或低于其它做市商报出的买价。

(二)做市商的监管制度

做市商作为自负盈亏的经济组织,必然以经济利益最大化作为其经营目标。如果监管不力,做市商与大股东、上市公司之间以及做市商之间联手进行内幕交易,操纵证券价格的情况极有可能发生。在缺乏价格竞争的情况下,做市商还可能会故意加大买卖价差,使投资者蒙受损失。因此,应对做市商的经营行为采取严格的监管措施。例如,美国建立了包括联邦的和州的证券法、全国证券交易委员会规则、各交易所规则、全国证券交易商协会规则等多层次的监管法规,监管手段包括国会调查、证券交易委员会监管、交易所及全国证券交易商协会自律等各种方式。

具体来说,对做市商的监管制度包括以下几个方面

1. 做市商的信息披露制度

做市商和投资公众所处的信息地位是截然不同的。如果没有较为成熟的监管制度和监管经验,对做市商信息披露监管不力,很容易造成做市商之间串谋以拉大价差,损害投资者利益。可以说,信息披露制度最根本、最直接的目的是保障投资者的利益,给予其特殊保护,防止证券欺诈。^[6]

对做市商的信息披露要求一般规定有:

(1)在交易报告和信息披露之间增加一个检查过程,即检查该笔交易是否符合做市商报价规则,该过程由计算机系统自行完成,检查合格后,方可向市场发布,为了确保信息披露的及时性,纳斯达克和纽约交易所等均规定了交易报告的时间不超过 90 秒。

(2)对交易单披露的时间间隔作出明确规定。由

于在某些情况下,做市商有可能将几笔小单加总变成大单披露,就会误导市场,因此纳斯达克市场将时间分割精确到60秒,凡在60秒内成交的单子便可以合成一笔披露。

(3)为抵消大额交易对价格的过大影响,做市商可要求推迟发布或豁免发布大额交易信息。

2. 做市商的风险防范制度

证券业是一个高风险行业,而券商又处于证券业的中枢,在资本市场的各个层次的运作都面临风险的挑战,对于充当做市商的券商来说,除了要承担与非做市商相同的风险,还要面临做市商业务带来的风险。因为在做市商业务中,券商以自己的资金和证券向市场提供了流动性,同时也承担了巨大的价格变动风险,信息不对称风险以及信用交易产生的一系列风险。^[7]从做市商本身来说,防范风险不仅有利于减少整个债券市场的系统性风险,也有利于其自身的长期稳定发展。

做市商一般从以下几个方面防范风险:

(1)合理确定报价。做市商的利润主要是取决于价差,即从实际连续的对冲交易中获得的价差利益。若报价确定不合理会导致买卖指令的失衡,甚至出现单边市场使做市商无法取得利润,因此要求做市商必须具有在多变的市场中获得信息并调整报价的能力。当市场不确定性程度较高或当市场上交易者比例失调时,做市商必须随之灵活调整报价,将价差确定在一个合理的区间内。

(2)合理确定做市商持有的存货。持有合理的存货直接影响到做市商利润和风险防范。当存货超过应有水平时,做市商虽然保证了交易的连续性,但同时付出了较高的价格风险成本和资金占用成本;而当存货不足时,显然无法保证债券交易的连续性,此时会产生债券缺货成本,并且可能会使做市商被迫支付额外的费用以连续进行双向报价交易。

(3)在做市商做市过程中开辟多种回避风险的途径,包括设立能转嫁风险的金融衍生工具,实现套值保值。

(4)建立灵活的融资融券途径和利益担保机制,分散做市商买卖证券过程中可能出现的财务风险。

三、我国证券市场引入做市商制度的障碍及对策

(一)我国证券市场引入做市商制度的必要性

对我国正在建立中的高科技板市场是否应引入做市商制度的问题?在学术界和业内人士中展开了全方位的争论。赞成者认为做市商制度可以提高股票的流动性,增加市场对投资者、券商和预备上市公司的吸引力;稳定市场运行、抑制过度投机以及增强市场的国际竞争力,尽早实现与国际市场的接轨。^[8]

反对者认为未来市场不会出现流动性不足的问题,现有的证券公司的自律意识不强,实力有限,很难承担做市义务,而且不利于高科技板市场透明度的提高,实行做市商制度很可能无助于未来高科技板市场的发展。^①

此外,主张引进者在对于采用何种方式上也有争论。一种为竞价制,一种为混合制。做市商制度一般有两种方式:一是建立比较纯粹的做市商制度,所有交易通过做市商进行,就如美国NASDAQ一样;二是采取混合交易制度,即在竞价制度的基础上辅以做市商制,如美国纽约证券交易所的专家制度。加拿大多伦多证券交易所也是采取这种混合交易制度。那么我们在引进做市商制度的方式上应该采取哪一种方式呢?

笔者认为做市商制度在交易过程中的流动性、有效性、透明度、稳定性等方面的表现已获得证券界的共识,成为国际成熟市场中较为流行和普遍认同的一种市场交易制度。从证券市场长远发展的趋势看,我国应引入做市商机制,当然,应有一个水到渠成的准备过程。至于采用何种做市商制度,笔者认为混合交易制为宜。

做市商制度与竞价制度两种交易制度都有非常明显的优缺点。竞价制度的交易成本和管理成本低,但在维持稳定、提高流动性方面不足;做市商制度能维持良好的市场流动,减少价格波动,但交易管理成本高,价格公平性差。采取混合交易制度能同时具备两种交易制度的优点。

(二)我国证券市场引入做市商的制度障碍

从现有法律审视,我国证券市场引入做市商制度所面临的障碍主要来自以下两个方面:

1. 缺乏相应的法律依据

(1)现行法律未确立做市商制度。《证券法》第33条规定:“证券在交易所挂牌交易,必须采用公开的集中竞价交易方式。证券交易的集中竞价应当实行价格优先、时间优先的原则。”这表明在我国证券市场中只能采取竞价交易的方式,虽然这里也没有对做市商制度作明确的否定。但由于事实上政府主管部门不允许开办证券柜台交易(场外交易),所以我国无论是在债券市场上,还是在股票市场上从未实行过做市商制度。如果在高科技板市场试行做市商制度,制定和修改相应的法律、法规将是迫切需要的。

(2)现行法律环境不能造就足够的做市商。根据《证券法》和《证券投资基金管理暂行办法》的有关规定,银证分营后能够直接参与二级市场交易的机构投资者只有综合类证券公司和证券投资基金。而

^① 下载自 <http://www.wenhu.com.cn/zt-secondhand/20010515000188.shtml> (07/10/01)

高科技板市场要求每家挂牌公司的证券都必须有两家以上的做市商。在我国近 100 家证券公司中, 注册资本在 20 亿元以上, 仅占证券公司总量的 10%。另一方面, 证券市场交易效率的高低, 很大程度上取决于做市商的综合实力, 包括资本实力、机构效率、管理能力、研究水平等诸多方面。我国券商的业务承受能力、盈利能力、创新能力低下, 在许多业务上存在明显的恶性竞争。这一切无疑会增大高新技术板的投资风险和不规范行为的发生。

(3) 做市商的做法与《证券法》有关规定不符。首先, 会触及《证券法》关于 5% 公告线的规定。《证券法》第 79 条规定“投资者持有有一个上市公司已发行的股份的百分之五后, 通过证券交易所的交易, 其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五, 应当依照前款进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内, 不得再行买卖该上市公司的股票。”做市商作为市场的组织者, 要不间断地主持买卖两方面的市场, 违反现行《证券法》的可能性极大。其次, 可能会违反《证券法》第 71 条关于禁止连续买卖, 意图影响价格等操纵市场价格行为的规定, 71 条规定: “禁止任何人以下列手段获取不正当利益或者转嫁风险: (一) 通过单独或者合谋, 集中资金优势, 持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖, 操纵证券交易价格; (二) 与他人串通, 以事先约定好的时间、价格和方式相互进行证券交易, 或者相互买卖并不持有的证券, 影响证券交易价格或者证券交易量; (三) 以自己为交易对象, 进行不转移所有权的自买自卖, 影响证券交易价格或者证券交易量。 (四) 以其它方法操纵证券交易价格。”这些规定与做市商做市的规则均相抵触。

(4) 做市商融资融券的行为, 缺乏相应法律保障。做市商作为证券市场的稳定器, 在股票市场震荡时, 担负着逆市场风潮交易以稳定价格的职责。承担这一职责, 做市商需要一个便利、高效、低成本的融资和融券市场。而现行《证券法》对券商融资严格限制, 综合性券商虽可以根据《证券公司股票质押贷款管理办法》向银行融资, 但此办法仍为试点, 存在不确定性, 此外, 在质押期限、贷款比例上的规定非常严格, 条件苛刻, 融资成本高, 对券商融资需求而言如杯水车薪。

(5) 我国现行法律还不允许“做空”交易。提供买空卖空交易是做市商的基本职能之一, 做市商在持有大量的某种股票的基础上, 不断向投资人报导该种股票的买入和卖出价, 并在适当的条件下接受投资人的买空或卖空要求, 以此来吸引投资者保证股票市场的流动性。因此, 允许做空交易的法律保障是推行做市商制度的条件之一。但根据我国《证券法》第 35 条的规定, 证券交易要以现货进行交易; 第 71 条第 2 款明确规定禁止相互买卖并不持有的证券。

2. 证券市场的监管体系薄弱

我国证券市场创设于 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很大, 法规体系还很不完善, 特别是目前我国证券市场监管体系还十分薄弱。

(1) 信息披露的体系薄弱。信息不对称阻碍了证券市场的健康发展。

(2) 风险防范的法律体系薄弱。我国券商的发展时间短, 风险控制意识和能力差, 许多证券公司没有设立风险管理部门和相应的风险管理体系, 我国国内立法中也缺乏相应的风险防范法律体系做保障。如果在这种情况下开展做市商业, 券商只能通过设置较高的报价差额将部分风险转嫁给投资者, 市场效率将会受到损害。

(三) 我国证券市场引入做市商制度的对策

1. 修改或制定保障做市商做市的法律法规

(1) 修改《证券法》, 保障做市商制度的运行。例如在《证券法》中可以突破原来严格限定只允许采用集中竞价交易方式交易的规定, 允许采用报价驱动交易制。如果暂时没有条件修改, 可以考虑使用证监会的豁免程序, 对做市商的报价驱动制, 持仓做市触及公告线及连续买卖操纵市场等有违现行《证券法》的行为豁免责任。

(2) 制定《做市商报价规则》。该规则应该能保障做市商制度公平、公正与有效运行。

(3) 修改或制定有关法律法规, 保证做市商的融资融券。例如, 可以在法律中赋予做市商融资融券的优先权, 拓宽融资融券渠道, 保证做市商有一个交易便捷、交易成本低廉的融资市场。

(4) 引入和建立有中国特色的做空交易机制。“做空”交易作为一种交易方式, 本身并无利害之分, 关键看如何使用这把双刃剑。^[9]我国可以借鉴国外成熟做法, 结合本国证券市场的特点。按适当顺序逐步放松“做空”交易管制: 在交易市场上, 先开放高科技板市场, 后开放传统交易所市场; 在交易类型上, 先放松“买空”交易后开放“卖空”交易; 在交易品种上, 先允许部分股性较差的国企大盘股开展“卖空”交易; 交易主体上, 可允许个别券商机构(基金)开展“做空交易”, 最后再整体放开。

(5) 在建立做市商制度之初, 依法给予做市商一定的优惠政策。做市商开展做市业务的目的是盈利, 做市商制度建立之初, 做市商将牺牲部分个体利益, 以换取市场的流动性。做市商成立初期, 少数做市商

承担起责任后,必须坚持每天向投资者公开报价,根据投资者要求,与其进行交易。因此做市商也承担了相当大的风险。为此,中央银行有必要对做市商在政策上给予必要的扶持,如给予做市商两至三年的有关业务税务减免,以便扶持脆弱的做市商制度健康成长。

2. 逐步建立完善的做市商监管体系

我国证券市场中对做市商的监管的法律体系应包括三个层次,第一层是证券法,是整个监管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。我国的现行《证券法》从其涵盖范围和作用地位来看仅仅相当于“股票和公司证券法”,只处在监管法律体系的第二个层次上。因此,我国要建立完善的做市商监管体系还需要做很多立法工作。

(1)制订严格的做市商市场准入制度。做市商资格要求和做市商市场准入制度,是做市商制度赖以运行的基础。我们认为,建立中国做市商制度,必须在比较研究 NASDAQ 做市商资格要求、纽约交易所特许经纪人资格要求、伦敦市场做市商资格要求和其它市场做市商制度的基础上,结合中国证券商的分类制度,制订做市商市场准入制度。

(2)制定《做市商信息披露规则》。就信息披露目的而言,做市商制与现有深沪两市竞价制的差别,是要在交易报告和信息披露之间增加一个检查过程,即检查该笔交易是否符合做市商报价规则等(该过程最好由计算机系统自行完成)。检查合格后,方可向市场发布。为了确保信息披露的及时性,NASDAQ 和纽约交易所等均规定了交易报告的时间不超过 90 秒。我国市场实行做市商制度时也应该有相应的规定。此外,对交易单披露的时间间隔也应做出相应规定。

(3)制定《做市商自律与市场监察条例》。

除此之外,还应制定《做市商风险防范规则》。以

规范和发展做市商制度,在实现市场公平、提高市场效率、降低证券交易成本的基础上,为做市商从事双边报价交易提供一个坚实的法律基础,降低做市商所面临的制度风险。另外,对证券投资者进行法律保护的法规范则也应尽快出台,同时还应加强监管机构的监管力度。

3. 采取试点推广的渐进步骤

做市商制度的实施尽管有许多困难,但是作为我国现行交易制度的一种新的有益探索,理应积极引入逐步实施。目前大规模推行做市商条件尚不成熟,可以先挑选部分业绩较好的证券品种进行试点,待获得成功经验后再进一步推广。

可以预见,引入和实施做市商制度对我国证券市场将产生深远的影响,对于我国应对加入 WTO 后的金融证券市场的挑战也将起到积极的作用。

参考文献:

- [1]郭金龙,刘占彬.境外创业板市场简介及其启示[J].金融与保险,2001(3):133.
- [2]张颖,杨杰.创业板市场:上市与运作[M].北京:对外经济贸易大学出版社,2001.45.
- [3]何杰.证-券交易制度论[M].北京:经济日报出版社,2001.113.
- [4]谭克,杜猛.我国创业板市场的交易制度选择[J].中国经济问题,2001(3):62.
- [5]何杰.证券交易制度论[M].北京:经济日报出版社,2001.116.
- [6]舒广,向宇阳.第二板市场的法律控制[J].社会科学,1999(12):47.
- [7]金小川.创业板是什么[M].北京:中国国际广播出版社,2001.159.
- [8]单祥云,蒋国云.做市商制度应成为核心交易制度[J].投资与证券,2000(4):57.
- [9]李光荣,黄育华.中国二板市场——创业板市场[M].北京:中国金融出版社,2000.159.

Market Maker Rule Perfection in Our Security Marke

ZHANG Xiao - jun¹, WANG Xin²

(1. Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 400031;

2. Ministry of Foreign and Economic Cooperation, Beijing 100731)

Abstract: The thesis analyzes the fundamental legal systems adopted by the NASDAQ of the U.S.A. such as quotations, etc. Then it probes on both the essentiality of introducing the market maker rule and countermeasures in establishing the hi - tech security market in China. It finally offers suggestions correspondingly.

Key words: NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations); security market; market maker rule