

做市商制度与我国资本市场均衡发展

李碧花 米运生

(广东商学院 广州 510620 华南农业大学经济管理学院 广州 510320)

【摘要】 本文基于减少股市的投机性、推进股市协调均衡发展的目的,阐述了可按“先债券市场(国债市场)、后资本市场;先创业板或主板中的高科技板块、后全部板块”的渐进方式建立我国的做市商制度。

【关键词】 股票市场 做市商制度 均衡发展

为化解资本市场的非系统性风险,减少股市的投机气氛,维护股市的稳定和健康发展,在完善监管制度、完善市场退出机制等制度的同时,有必要建立做市商制度。

一、做市商制度稳定资本市场的机理

在法马等经济学家的模型中,价格发现功能是衡量股市有效性的一个主要指标。尽管从理论角度来看,股票作为虚拟资产的“真实价格”本身就是一个假设;现实也似乎表明并不存在真实的股票价格,且股票价格的运行轨迹也似乎无规可循。但是由于投机性因素、内幕交易等行为导致的股价剧烈波动对宏观经济及其微观基础的上市公司和投资者会产生很大的影响。因此,无论是市场参与者还是监管者,都希望有一个能够对信息做出较充分反应的股票价格形成机制。

在既定的制度结构、制度安排条件下,交易方式就是影响股价的一种有效信息显示机制。就交易委托指令驱动系统而言,投资者通过各种途径进行买卖委托,电脑交易系统按照“价格优先、时间优先”原则,对买卖委托直接进行撮合处理。当然,在这种系统中也存在着具有信息和知识优势的中介机构,如 NYSE 和 LME 都存在着专业经纪人或场内专家、特种经纪人。但是,无论是专业经纪人还是佣金经纪人都没有提供交易价格的义务,这是现行交易方式的一个明显不足。

反观报价驱动系统,做市商作为报价撮合人,它根据行情同时报出买入价格和卖出价格,通过为卖而买、为买而卖的方式连接买卖双方并组织市场交易,创造出转手交易市场,同时赚得买卖差价收益。为了撮合交易,做市商必须找到一个能够最大程度地为买卖双方所接受的价格,且实现做多和做空市场的大致均衡,否则它自行承担的买卖义务将面临严重的敞口风险。所以,做市商实际上起到了价格稳定者、信息提供者 and 市场机会提供者的重要作用。若没有这种做空机制,市场金融风险会严重得多。《戴维森报告》指出:香港股票市场缺乏做空机制是引发 1987 年股灾的一个主要原因。另外,做市商业还带来一系列正外部性。比如,在买卖双方尚未成交的过程中,做市商的自行买入和卖出行为解决了交易者排队问题,大大增加了二级市场的派现能力、交易频度、流动性。正是这种作用,使得 NASDAQ 市场在美国证券交易市场上异军突起,

成为能够与 NYSE 媲美的主要力量。

二、做市商制度与我国资本市场的稳定均衡发展

政府主导型的股票市场往往容易使委托指令系统的(股价透明和公正)优势逐步丧失,因为在我国新兴的股票市场上,既存在退出机制、市场准入机制等非市场化因素,又存在一股独大、内部人控制以致信息严重不对称问题,使得我国股票市场存在浓厚的投机气氛。其具体体现在以下方面:①股价的暴涨暴跌和价格频繁大幅波动。如 1992~2000 年间,沪深股市平均峰谷相差在 200%以上,远高于美国成熟市场的 60%左右。②高比例的换手率。在正常情况下,市场认可 30%~60%的换手率,而沪深股市的换手率大都保持在 300%以上的水平,远高于同时期发达国家股市的换手率水平。过高的换手率现象反映了股市存在严重的投机性。③过高的市盈率。成熟股票市场相对合理的市盈率大体在 15~25 倍之间,如 2000 年纽约、伦敦和香港的股票市场市盈率分别为 19 倍、17 倍和 18 倍。而同年,我国沪市的市盈率却高达 60 倍以上。

投机性巨大的股市则意味着有较严重的系统性风险。据分析,纽约交易所系统性风险(不可分散化风险)占 1/4 左右,非系统性风险(分散化风险)占 3/4 左右;而我国上海证券交易所的系统性风险占 2/3,非系统性风险占 1/3。可见,我国股市的系统性风险所占比重较大。这是因为我国股市缺乏对冲机制和稳定力量,而市场竞价的平面网状构造与信息平行传导机制会造成股市波动,以致市场的风险迅速扩大和深化。

虽然不能说交易方式从委托指令驱动系统到报价驱动系统的转变就能减少系统性风险,但在二级市场上引入做市商制度却可以减少非系统性风险。其作用原理如下:①在电子交易方式下,做市商的报价驱动系统由投资者形成的第一层次和做市商形成的第二层次构成。这种结构使得非系统性风险被分散于两个层次上,从而减少了它的冲击力度。②从价格形成机制看,做市商通过对证券市场的信息进行处理并据此提出的报价,经过交易者之间的竞争形成的均衡价格一般比较公平。③做市商的双向造市作用有利于市场均衡,它既可以做多,也可以做空,即可以进行现货和开展期货业务,催生股指期货等新的金融产品,从而减少市场的非系统性风险。

三、中国资本市场引入做市商制度面临的主要困难

1. 来自于理论方面的认识误区。在交易技术方面,有些人认为报价驱动交易系统似乎与当今普遍实施的电子交易技术趋势相违背,并因此认为做市商制度不适合于我国。事实上,NASDAQ市场的电子交易系统和电子交易水平与NYSE相比毫不逊色。它们之间的区别在于交易制度而非交易技术。正是由于政府的强制性规定而非市场的竞争导致了沪深股市较低的以交易日计算的委托差价。如果扩大时间跨度,我国股价的波动幅度则远远高于世界水平。否认做市商制度的第二个理论是市场透明度。据分析,指令驱动系统比报价驱动系统更透明,是以市场竞争充分的前提和与报价驱动相比的意义来说的。在我国,既然没有做市商制度,也就没有什么报价人撮合问题,也谈不上由此引起的投机操作问题。的确,我国目前市场的透明度不高,主要原因是国有产权制度存在缺陷,即产权主体虚位,导致股权交易中出现内幕交易的投机行为。因此,只有深化改革,完善包括做市商制度在内的制度建设,才能切实提高市场的透明度。

2. 法律等正式制度的制约。我国《证券法》第35条规定:证券交易以现货进行交易。全国人大常委会办公厅研究室在《中华人民共和国证券法应用指南》中对该条款的解释是:对于证券期货、期权等衍生品种,暂不列入本法的调整范围。政府既然限制了做空机制,也就自然地限制了券商的融券之类的信用交易。但没有巨额的资金做市商,就难以起到撮合和平衡交易、稳定市场的作用;也难以通过自营业务来发挥增加市场流动性和及时性的作用。

3. 对政府监管能力的挑战。尽管在我国的资本市场相关制度安排中处处存在着政府机会主义行为的影子,但政府作为监管者又对市场出现的机会主义行为十分担忧。因为目前的监管配套制度存在缺陷,监管技术和监管手段还比较落后,这使得监管部门疲于应付股市的各种投机行为。做市商不但要掌握一些隐蔽信息如未成交委托报价和数量、买卖盘记录等,而且做市商身兼二职即既担任自营者又担任代理者,会增加其操纵市场、损坏委托者利益的可能性。在现有的信息监管功能残缺和券商的保证金制度尚未完善的情况下,引入做市商制度会对政府的监管能力形成巨大挑战。

四、引入做市商制度的政策建议

1. 政府要转变观念。政府对做空的限制,实际上是迫使投资者通过不断做多来刺激市场发展。这样短期内虽会有一定效果,但会导致泡沫产生。一旦泡沫破灭,市场会单边萎缩,投资者会遭受惨重的损失。它使得我国股票市场陷入一种恶性循环:做多——股票单向发展——泡沫产生——消灭泡沫——市场萎缩——政策救市——股票单向发展——泡沫产生……它进而使得证券监管部门对股票市场的监管陷入一种恶性循环:股市发展——讨论泡沫——打压泡沫——股市萎缩——救市——讨论泡沫——打压泡沫……基于此,笔者认为,在股票市场已经有一定规模、投资者日趋理性的今天,政府应改变自己的观念,允许做多,还市场本来面目。

2. 澄清理论误区。事实一再表明,报价驱动交易与电子

交易技术是内在一致的,重要的不是交易技术而是交易制度。再者,由于政府对股票规定了较低的买卖价差,这使得股票市场单日波动性可能不是很大。但只能做多的交易制度却使股票市场面临系统性风险,单日较小波动换来的是较长时期内的大起大落,剧烈波动。哪个负面影响更大,一目了然。

3. 正式制度的变迁。制度变迁主要包括两个方面:一是在继续完善和推进国债期货和商品期货交易的基础上,通过先仓单市场、后期货基金市场的顺序,完善银行间债券市场的做市商制度,逐渐在期货市场上建立全面的做市商制度。二是在股票市场上,一方面通过先发展股指期货、期权交易,进一步减少融券限制以为发展信用交易创造条件;另一方面对上市公司来说,可参照纳斯达克的经验,在创业板交易市场或主板市场的特殊行业如以生物医药、计算机、电信等指标股为主的高科技上市公司股票交易中引入做市商制度,然后逐渐推广到整个上市公司的股票交易。

4. 突破法律等正式制度的制约。如前所述,政府自视处于造市的主体地位,为维护短期市场繁荣的政策需要,用法律的形式否定了期货交易的合法性,由此也自然地否定了券商融券之类的信用交易。由于缺乏做市商制度,使得在我国新兴的证券市场上很难积聚起庞大的资金,难以形成撮合和平衡交易、稳定市场的力量,也难以通过自营业务来发挥增加市场流动性和及时性的作用。因此,我们应在法律法规上有所突破,积极引进做空机制,尽快建立做市商制度,完善产权制度和股权流通制度,促使上市公司完善治理结构,提高经营业绩,从而确立其在证券市场上的主体地位。这样就可以在法律法规和制度的协调引导下,发挥指令驱动系统和报价驱动系统两种交易方式各自在股价形成方面的优势。即指令驱动系统的网状结构以较差的股价稳定性和流动性可换取股价形成机制的透明和公正;而报价驱动系统以较高的交易成本可换取市场较好的流动性和价格稳定性。

5. 政府应完善监管制度、提高监管能力。我国的资本市场还是一个发展中的新兴市场,无论是市场运作机制的法规制度,还是市场参与主体的广大投资者,都还很不成熟,还有许多工作要做。如:法律法规还不完善,管理制度还不健全,技术系统还有不少缺陷,机构投资者队伍还不够庞大,市场非理性的机会主义成分还比较重,这些都给政府监管部门的监管工作提出了更高的要求。为了维护我国资本市场的健康发展,我们既要大胆探索,又要谨慎行事。譬如,引入做市商制度可以掌握一些隐蔽信息如未成交委托报价和数量等,从而有利于监控市场,但由于做市商者身兼二职,即其既担任自营者又担任代理者,因而会增加其操纵市场、损害委托者利益的可能性。因此,引入做市商制度后,监管部门必须完善监管制度,严厉打击幕后交易、庄家操纵股市等各种侵害投资者利益的行为,从而为做市商制度的推出打好制度方面的基础。

主要参考文献

1. 吴敬琏.十年纷纭话股市.上海:上海远东出版社,2001
2. 张宗新,姚力,历格非等.中国证券市场制度缺陷与风险防范.北京:中国金融出版社,2001