



科创板做市商制度试点， 重在做市而非做局

引入做市商制度有利于增强市场的透明度,有利于保持市场价格和交易的稳定性。

文 | 王开阳

中共中央、国务院于2021年7月15日出台的《关于支持浦东新区高水平改革开放 打造社会主义现代化建设引领区的意见》中提出,研究在全证券市场稳步实施以信息披露为核心的注册制,在科创板引入做市商制度。引入做市商制度的意见引起了行业内人士的高度关注。一方面做市商制度作为底层制度,对证券市场运作有根本性的影响;另一方面,虽然该

制度在美国等市场运行已久,在中国却是新鲜事物。做市商制度能否避免在美国市场中表现出的种种问题,发挥好助力科创板发展的作用,从业人员心中不免要打上一个问号。

内涵与目的

做市商制度于20世纪60年代在美国兴起,当时以纳斯达克为代表的柜台交易市场由三类

证券公司提供报价服务：批发商、零售商和同时经营批发与零售业务的综合类证券公司。其中批发商对其主营的证券持续报价，就功能而言已经具备做市商的雏形。做市商是具备一定实力和信誉的法人，不断向投资者提供买卖价格，并按提供的价格接受投资者的买卖要求，以自有资金和证券与投资者进行交易。

从顶层设计的角度来看，做市商交易制度有以下三个方面的意义。

首先，能够提高市场流动性。正常的竞价交易市场中，供求关系偶尔出现的不均衡，可能会导致投资者因缺乏交易对手而无法完成交易。但在做市商市场中，做市商有报价和交易的义务，保证了流动性，除了特殊情况外，投资者可以随时按照做市商的报价买入、卖出证券，不会因为市场缺乏反向订单而无法完成交易。

其次，可以更好地发挥市场的价格发现功能。做市商市场的证券市场价格来自做市商报价，做市商对证券具有信息优势，有利于对证券作出合理定价。

最后，有利于维持交易市场的稳定性。做市商一般具有较强的信息优势、资本实力、融资能力以及较高的价值分析和判断能力，做市商在此基础上进行的报价和交易，可以抑制其他交易者的市场操纵行为。而对做市商行为的监管可以防范做市商本身的操纵行为，做市商通过价格发现确定的双向报价理论上可以保证始终围绕在合理价格附近，减少证券市场价格的异常波动。

做市商制度下，做市机构可通过买卖价差获取利润，投资者也可以获得好处。一方面，做市商将利用专业知识对股票进行估值，使股票价格更接近于内在价值，从而提升投资安全性、减少市场操纵行为，起到保护投资者利益的作用；另一方面，为吸引市场参与者，做市

商之间相互竞争，缩小了报价价差，于是降低了投资者的交易成本。

股价的合理定价和持续稳定也是上市公司乐于看到的，既保障了股东权益，也能为公司以合理价格进行再融资提供必要保障。

要构建这样互利共赢的局面，就要求做市商具备一定的资质和能力，包括资本实力、融资能力、信息优势、市场价值分析与判断能力以及稳健的交易执行系统等。

美国经验

为建立更加完善的中国市场，美国经验是我们重要的参考对象。

美国做市商制度的代表性市场是纳斯达克。1966年美国即成立了专门的自动化委员会，研究在柜台交易市场引进自动化报价的可行性。1971年纳斯达克市场系统主机正式启用，至今全美有500多家证券经纪自营商登记为纳斯达克市场做市商，2500只柜台交易市场中，最活跃的股票进入纳斯达克市场的自动报价系统。500多家做市商的终端实现与纳斯达克市场系统主机联结，通过NASDAQ系统发布自己的报价信息。

纳斯达克实行竞争性做市商制度。做市机构全部由全美证券交易商协会会员公司担任。做市商通常也是代理商，他可以为自己的客户或其他代理商进行交易。做市商彼此之间存在竞争关系，按照现行规定，凡是在纳斯达克上市的股票，至少要有4家做市商共同为其做市，以限制垄断价格的出现，并保证市场足够的流动性。

相比之下，纽约证券交易所和美国证券交易所的做市商制度有所不同，其更多地被称为专家制度或专业会员制度。专家制度要求一只证券只能有一个做市商为其“做市”，所以其常常被称为垄断做市商。以纽交所为例，该交

做市商是具备一定实力和信誉的法人，不断向投资者提供买卖价格，并按提供的价格接受投资者的买卖要求，以自有资金和证券与投资者进行交易。

形成符合境内实践要求的做市商制度，不仅要吸收西方国家经验，更要在总结自身经验、结合自身特色的基础上制定政策措施和业务流程。

易所有 400 多名专业会员，每一个专业会员一般负责几只或十几只股票。客户订单可以不通过专业会员而在代理商之间直接进行交易。特许交易商必须和代理商进行价格竞争。因此，纽交所实行的是做市商制度和竞价制的混合。事实上，在大部分情况下，纽交所仍以竞价制度为主，仅在证券市场出现大涨大跌或者某种证券无人应买、无人应卖以及买卖不均衡的时候，才由做市商出面进行“做市”，这也是为了证券市场的流动和稳定，同时防止证券市场的部分违法行为。

做市商制度在美国资本市场的发展过程中起到了积极作用，包括美林美银、高盛、所罗门兄弟、摩根士丹利等在内的许多世界大型投资银行参与其中。纳斯达克作为全球最大的证券交易市场，其制度模版为全球各国创业板市场所效仿。

同时做市商制度带来的问题也不能被轻易忽视。为补偿做市商所承担的风险和义务，法律常为其赋予一些特权，如税收优惠权、融资权、卖空权和信息优先权等。这些权利如果未能得到有效监管和控制，便很容易成为滋生内幕交易和操纵市场等证券违法违规行为的土壤，影响证券市场的规范发展。理论上来说，纳斯达克市场中的多元做市商制度有利于在做市商之间形成竞争关系，从而形成合理的证券买卖价差。在监管不力的情况下，做市商合谋操纵证券买卖价格的情况也偶有出现，严重损害了投资者的利益。

试点实践

中国境内其实在新三板市场、衍生品市场上就进行过做市商制度的试点改革。2014 年 8 月，新三板正式实施做市商制度，国泰君安、招商证券等 14 家券商第一批获得新三板做市业

务资格。2015 年 2 月，经过上交所批准，第一批 8 家证券公司成为上证 50ETF 期权做市商。2019 年 12 月，经过上交所批准，第一批 12 家证券公司成为上交所沪深 300ETF 期权的做市商。科创板做市商制度，是在以往证券市场改革创新基础上的进一步发展，未来将通过不断探索形成符合自身市场特性的制度。

形成符合境内实践要求的做市商制度，不仅要吸收西方国家经验，更要在总结自身经验、结合自身特色的基础上制定政策措施和业务流程。监管部门和业务部门可从以下三方面入手参与做市制度建设。

首先需要加强监管。健全做市商准入和退出机制，严格审核做市商机构的资质和标准，严格管理，逐年考核，确保市场中做市商的质量和水平，针对做市商的报价买卖和信息披露等情况进行监管，从整体层面上监管做市行为，严厉打击市场操纵，使做市商充分发挥其优势作用，维护市场的公平稳定，确保投资者的利益不受侵害。

其次需要赋予做市商相应权利，提高其积极性。在赋予做市商权利方面，我们可以借鉴美国的经验。美国是在做市商中间选取承销商，赋予做市商取得信息、获取股票交易的优先权，激励其积极参与做市，使义务和权利均衡对等。我国亦要对义务权利的均衡投入更多的关注，给予做市商一定的权利，释放其积极性，进而吸引更多的做市商。

最后必须提升专业能力。做市商专业能力的缺乏以及高级人才的匮乏都会限制做市商制度优势的充分发挥，可以通过加强对做市商、对从业人员的培训等来助力提升做市服务效果。□

(作者任教于郑州大学商学院)