

引入做市商制度，助力新三板发展

于波 电话：(86) 13951077846

邮箱：yubo21@163.com

一、引言

日前，全国中小企业股份转让系统（市场简称“新三板”）发出了做市业务仿真测试的通知，并就做市业务有关问题举行了记者招待会，标志着千呼万唤的做市商制度正式进入实施轨道。事实上，6月5日全国中小企业股份转让系统已发布《做市商做市业务管理规定（试行）》和《做市业务备案申请文件内容与格式指南》等两个公告。

众所周知，由于市场风险高、投资者适当性管理等因素，作为场外交易市场的新三板市场流动性低于主板、二板市场。此次引入做市商制度，新三板有望发挥其增强市场流动性、发现市场价值和增加市场稳定性的主要功能。

二、做市商制度：一把双刃剑

集中竞价交易、协议转让、做市商制度是证券市场主要的三种交易方式，其中集中竞价交易更多适用于流动性高的证券交易所，做市商制度更多地被运用于流动性低的场外交易市场，而协议转让更多出现在大宗交易中。做市商制度（Market Maker Rule），是在证券市场上，由具备一定实力和信誉的证券经营法人作为特许交易商，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格，双向报价并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易，做市商通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用和实现一定的利润。

作为成熟的场外交易市场，美国OTCBB市场（Over-The-Counter Bulletin Board Market）成功引入了做市商制度。具体来说，该市场的做市商制度主要发挥了以下功能作用：其一，增强流动性。做市商提供买卖双边报价，满足公共投资者交易需要，提升证券的市场流动性。其

二，价值发现。做市商报价的依据在于，较为科学准确地估计证券价值。通过做市商专业化价值评估，能促进证券价格接近于实际价值。其三，平抑市场。流动性较低的市场，也意味着市场信息不充分，往往容易导致证券价格大起大落，通过双向报价做市商有利于稳定市场。其四，提升挂牌公司市场价值。一方面，做市商专业化估值有利于促进挂牌公司融资和重组；另一方面，股票做市有利于提升挂牌公司的信用等级和知名度。

然而，国外大多数场外交易市场的做市商制度运行结果并不理想，其主要原因在于做市商自身盈利性与市场组织公益性之间的冲突。作为证券交易本身来说，在一定时间内，交易双方进行的是零和博弈，除非公司基本面发生较大的变化。这就意味着，市场参与各方存在着明显的利益冲突。做市商是市场的重要参与方，自然存在着自身利益诉求；然而，作为市场组织者，做市商逐利行为又应受到一定的限制，特别是不能利用自身专业优势、信息优势、资金优势和组织优势来侵犯其他投资者的利益。做市商如何确定合理的利润空间，是做市商制度运行的一大难题，也最终关系着做市商制度能否顺利运行。

三、简要评论

新三板引入和推出做市商制度，是证券市场新交易制度的探索和突破，在我国多层次资本市场建设中具有重要意义。如何借鉴发达国家成熟市场的运行经验，建立符合中国实际的做市商制度，成为摆在市场各方面前的重要课题。

发展我国做市商制度，重点需要考虑以下几个方面的问题：其一，强化做市商信息披露。完善的信息披露制度，有利于切实维护市场交易的“三公性”。其二，降低做市商交易成本。尽可能降低做市商交易费用，有利于确保做市商参与市场的积极性。其三，引入专业化交易对手。做市商制度下的场外交易市场，注定是一个高度专业化的交易市场，在加强投资者适当性管理的同时，注重引入专业化的交易对手，适当时候考虑向国外机构投资者开放。其四，完善交易系统和设施。优良的系统和设施，有利于提升交易效率和确保交易安全性。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 13951077846

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>