

期权交易中的做市商制度

一、做市商制度的涵义及发展历史

国际上存在两种交易制度：一种是报价驱动(quote-driven)制度，另一种是指令驱动(order-driven)制度。报价驱动制度也称作做市商制度，是指在金融市场上由具备一定实力和信誉的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，以其自有资金和金融资产（如证券、期货、货币等）与投资者进行交易。这里面包含了某种“做市”的含义，因此他们被称为“做市商”，这种交易制度称为“做市商制度”。它是与指令驱动交易制度，即竞价制度相对应的一种制度。做市商通过这种不断买卖来维持市场的流动性，满足公众投资者的投资需求。同时，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，并实现一定的利润。

做市商制度发源于 20 世纪的英国，最初是由英国的股票批发商制度演变来的，后来为美国所借鉴，成为场外交易市场的证券交易方式。上世纪 60 年代，美国柜台交易市场中的批发商已经具备做市商的雏形。为了规范柜台交易市场，美国证监会在 1963 年建议纳斯达克市场采用迅速发展的计算机和远程通讯技术，以提高柜台交易市场报价信息的及时性和准确性；1966 年，全美证券交易商协会（NASD）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 2 月纳斯达克市场系统主机正式启用，标志着“全美证券协会自动报价系统”（NASDAQ）正式成立。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 NASDAQ 系统主机联结，通过 NASDAQ 系统发布自己的报价信息。NASDAQ 市场的建立标志着具有现代意义的做市商制度初步形成。而作为世界上规模最大的 NYSE，也借鉴了做市商的做法，对部分股票采取了专家(specialist)制度。

1973 年 4 月，芝加哥期权交易所（CBOE）成立，在其制度设计中引入了做市商交易制度，被认为和集中清算制度共同在 CBOE 的成功上起到了重要作用。在之后的发展中，越来越多的期货、期权交易所将做市商制度作为其主要交易制度。1987 年，CBOE 在原有做市商基础上发展实行了指定做市商制度(Designated Primary Market Maker Program, DPM)，这一制度以一种更加明确的形式对其以往普通做市商的作用进行了强化。1999 年，经会员大会投票通过在其全部股指期货期权合约中推行了这项制度。只有 DJI、SP100 等少数几个股票指数期权合约因参与者众多、交易活跃而没有 DPM。2000 年，CBOE 成立了芝加哥指定做市商协会。CBOE 认为，DPM 制度对于活跃交易、提高市场质量乃至其近年来的持续发展都作出了重要贡献。可以说，

做市商制度在证券交易市场中正起着越来越重要的作用。

二、做市商制度相对于竞价交易制度的特点、作用和功能

（一） 做市商制度的特点

做市商制度是不同于竞价交易方式的一种交易制度，它采用的是报价驱动的交易模式，完全的做市商制度有两个重要特点：

第一，所有客户定单都必须由做市商用自己的帐户买进卖出，客户与客户定单之间不直接进行交易；

第二，做市商必须事先报出买卖价格，而投资人在看到报价后才能下达定单。

正是这两个重要特点使在发达证券市场已有 30 多年历史的做市商制度在活跃市场人气、增强市场透明度，提高市场流动性、维持股票价值的稳定性等方面起到了积极作用。

（二） 竞价交易制度的特点及在期权交易过程中的不足

指令驱动(order-driven)制度，又叫竞价交易制度或委托驱动制度，是指买卖双方将委托指令下达给各自的代理经纪人（交易所的会员），再由经纪人将指令下达到交易所。在汇总所有交易委托的基础上，交易所的交易系统按照价格优先和时间优先的原则进行撮合成交，完成交易。在指令驱动制度下，市场价格通过投资者下达的买卖指令驱动并通过竞价配对而产生。竞价配对方式可以是传统的公开喊价方式，也可以是计算机自动撮合方式。竞价市场的基本特征是，证券交易价格的形成是由买卖双方直接决定的，投资者交易的对象是不确定的其他投资者。现在国内两大证券交易所和四家期货交易所均采用此交易制度。

通过竞价交易，使期货合约的买卖双方能够在同一市场上公开竞价，充分表达自己的投资意愿，最终达到双方都认为合理、满意的价格，于是交易撮合成功，买卖成交。这种运行机制的优点在于交易透明度高，交易成本低。

不过由于期权交易具有卖方风险无限的特点，单纯的竞价交易就会面临一些难以处理的问题，导致价格不连续，交易缺乏流动性，从而影响市场运行效率。

（1）流动性不足与价格波动。理论上讲，在期权交易中，每一个期货合约都有可能产生多个相应的期权合约，并且期权卖方相对于买方需要承担较大风险的特点。在竞价交易方式下，通常会出现卖出指令不足甚至只有买入报价的现象，而难以实现连续竞价交易，由此导致市场流动性较差、交易无法连续进行的问题。此外，即使在买卖报价数量大体相当的情况下，也不能保证每一个指令下达的同时都会有一个反方向指令出现，这将使价格在形成过程中因瞬时流动性不足而发生偏离和波动。

(2) 大单量指令处理与价格波动。在竞价交易方式下，当买卖指令不均衡时，将导致价格出现较大波动。如当买入指令远超出卖出指令时，将导致价格大幅上涨，反之则会出现大幅下跌，因而大单量指令会对价格以及价格的连续性产生一定影响。在竞价交易方式下，不活跃市场对大单量指令的承受能力相对较差。与小单量指令相比，大单量指令通常需要等待交易对手下单。如果大单量指令来自于大型代理商或自营商真实的交易需求，交易者会担心大单量指令对价格产生某种影响，而将大单量分拆后逐笔下单成交。这既影响了交易效率，又降低了市场流动性。如果是某些恶意操纵者，则会利用大单量指令对价格的冲击作用来打压或抬高价格。

(三) 做市商制度的作用

在现代金融市场上，做市商制度作为主要的交易制度之一，发挥了重要的作用，尤其在增强市场的流动性和提高市场价格的稳定性方面，被认为是做市商制度两个核心的作用。做市商制度在 1973 年被引入期权市场后，在下述方面都起到了积极的作用。

(1) 增强市场的流动性。由于做市商必须维持其做市证券的双向交易，所以投资者不用担心没有交易对手。做市商既是卖方的买方又是买方的卖方，即投资者随时都可以按照做市商的报价买入、卖出证券，不会因为买卖双方不均衡（如只有买方或卖方）而无法交易。当一个市价订单下到交易所时，如果在一定时间内没有可以匹配的反向订单，则做市商有义务接下这个订单。因而保持了市场的流动性。

(2) 能够保持市场价格的稳定性和连续性。由于做市商是在充分研究做市证券价值后，结合市场供求关系报价的，又承诺随时按报价买卖证券，因此可减少价格波动，缩小价格震幅，因而保持了价格的稳定性和连续性。指令驱动制度中，证券价格随投资者买卖指令而波动，过大的买盘会过度推高价格，过大的卖盘会过度推低价格，因而价格波动较大。证券期货市场在一定程度上是一个非理性的市场，存在大量的“噪音”和“杂讯”交易，对信息的过度反映会给市场带来较大影响。当前市场一般会采取一些特别措施以稳定价格，如对订单流量的限制、保证金的变动及实施短路措施等。这样做的结果会阻碍价格反映信息的效率，造成市场流动性的下降，做市商则具有缓和这种价格波动的作用。通过做市商承担价格变动的风险来稳定价格，重要的是做市商还能够及时处理大额指令，减缓其对价格变化的影响，具备事前的预防机制。

(3) 校正买卖指令不均衡现象。在单纯的指令驱动市场上，常常发生买卖指令不均衡现象。在做市商制度下，出现这种情况时，由做市商来履行义务，承接买单或卖单，缓和买卖指令的不均衡，并缓和相应的价格波动。如买单暂时多于卖单，则做市商有义务用自己的帐户卖出。

（4）抑制价格操纵。做市商对某种证券做市，一般具有较强的资本实力和后续融资能力，具有较高的价值分析和判断能力，并在此基础上进行报价和交易，从而使得操纵者有所顾忌，一方面操纵者不愿意“抬轿”，另一方面也担心做市商的行为会抑制市场价格。

不过值得说明的是，做市商制度虽可以抑制其他交易者的价格操纵行为，但由于其本身具有较强的实力，可能受利益驱使通过自身行为或者联合其他做市商来获取不正当利润。纳斯达克市场就被发现存在这种现象，这就需要通过做市商行为的监督来防范。

（5）价格发现功能。实行多元做市商制度，每个品种合约都有若干个做市商提供价格，价格会向真实标准靠拢。因为如果某一做市商报价距其他竞争对手差别太大，则交易量受到影响，那么就会被淘汰出局。由于做市商在市场交易中具有信息优势，也为其他市场参与者提供更好的价格信息，从而促进了整个市场的价格发现机制。

总的来说，做市商制度的特点和作用决定了它具有下列三方面的功能：

1、做市。当股市出现过度投机时，做市商通过在市场上与其他投资者相反方向的操作，努力维持股价的稳定，降低市场的泡沫成份。

2、造市。当股市过于沉寂时，做市商通过在市场上人为地买进卖出股票，以活跃市场带动人气，使股价回归其投资价值。

3、监市。在做市商行使其权利，履行其义务的同时，通过对做市商的业务活动监控市场的变化，以便及时发现异常及时纠正。在新兴的证券市场，这是保持政府与市场的合理距离，抵消政府行为对股市影响惯性的有益尝试。

三、做市商制度的类型和资格取得

（一）做市商制度的基本类型

（1）垄断做市商制度。垄断做市商也称为特许做市商或庄家制，是指在某一期货或期权合约中只有一个做市商来负责组织交易，提供报价。垄断做市商最大的特点是交易组织与价格控制能力较强，能够将价差保持在较小范围内，有助于价格稳定。但因为垄断做市商具有独享信息的特权，做市商成为市场中最大的知情交易者，价差大小完全可以由其控制，垄断做市商为确保其对信息的独享，必然会尽可能封锁各类信息，这使得市场信息透明度较差而影响到市场效率。同时，由于只有一个做市商来承担组织交易的责任，这对于做市商本身的各种实力都需要具有很高的要求。在做市商引入之初，实行垄断做市商制度的证券交易所较多。

（2）多元做市商制度。多元做市商是指在某一期权合约中有数个做市商来共同负责向市

场提供连续报价。其优点是，数个做市商同时存在有助于削弱单个做市商对市场的控制能力。由于做市商之间存在竞争有助于减小买卖价差，降低交易成本，使做市商的报价更加市场化，价格形成更加准确客观。当然，由于竞争的存在，做市商无法从中获取像垄断做市商那样稳定可观的利润，多元做市商中的单个做市商承受风险的能力可能不及垄断做市商，市场价格波动性也要强于实行垄断做市商的市场。但是，多元做市商制度在垄断做市商制度的基础上，通过增加做市商的数量，在做市商定价中引入了竞争机制，从而使市场信息透明度得以改善，在实现连续交易、活跃市场的同时，又保证了交易的公开性和公平性。正是因为如此，多元做市商制度是目前国际期货及期权交易所比较通行的做法。

（3）根据权利义务的不同内容，一些交易所又将做市商分为指定做市商（DPM）和一般做市商（Market—Makers）。一般做市商通常是个人或公司，在交易所登记，只能自营，不能代理，没有优先权。而指定做市商都是交易所会员，作为某种证券的做市商，既可以自营，也可以代理，还管理指定证券的报价工作。

在 NYSE，做市商又被称为特约经纪人，其主要特征是一只证券只能由一个做市商来负责做市，特约经纪人是该只证券惟一个可以根据市场状况使用自己账户进行报价的交易商，所以具有垄断做市商的特征；NASDAQ 的做市商则属于多元做市商，即一只证券通常应当由多个做市商做市。按照全美证券商协会规定，在纳斯达克市场上市的每只证券至少要有两家做市商（目前平均每只证券有 12 家做市商，一些交易活跃的股票有 40 家或更多的做市商）；而芝加哥期权交易所（CBOE）则实行指定做市商（DPM）与普通做市商（Market—Makers）相结合的做市商制度。

（二）做市商的资格取得

对证券市场来说，做市商的选择极其严格，只有那些运营规范、资本实力雄厚、自营规模较大、熟悉上市公司与二级市场运作，而且风险自控能力较强的券商才能担当。因为做市商属于券商的一种，按照美国 1934 年《证券交易法》第 15 章(a)之规定，券商必须在 SEC(联邦证券交易委员会)注册登记，这是成为做市商的基本资格条件。

具体来说，NYSE 要求其做市商必须具有 NYSE 的专业会员资格，而且要求专业会员的最低资本金为 100 万美元；根据 SEC 和 NASD 制定的规章制度和相关市场规则的规定，要成为 NASDAQ 的做市商，须满足以下资格要件：①做市商则必须是 NASD 的会员，经申请注册，获授权或批准，从而取得做市商的资格；②坚持达到特定的记录保存和财务责任的标准；③必须先建立一个股票选择委员会，其中包括研究、交易和销售三方面的代表；④须满足一定的财务

要求且满足一定的资本量水平(这取决于它所交易的证券种类和数量);⑤有能力维持其“做市”证券的充分流动性,主要指标有维持最佳递盘价和发盘价的时间差、单个交易者进出差价与平均交易者进出差价的比例关系、交易者在报价更新之前或之后三分种内(在没有执行相关证券交易的情况下)更新报价的频率。对已经在 NASDAQ 上市的证券,其他 NASDAQ 做市商可以通过 NASDAQ 终端提出注册申请,注册主持该证券而成为该证券的做市商。

国际上成熟的期货交易所都设有做市商申请审批制度,对做市商的选择非常严格。只有经营规范、资本实力雄厚、自营规模较大、熟悉相关品种期现货市场、风险控制能力较强的期货商,才有可能成为做市商。

具体来说,CBOE 实行指定做市商(DPM)与普通做市商(Market—Makers)相结合的做市商制度,故 CBOE 设有一个专门的委员会(MTS 委员会)来审批指定做市商 DPM。这个委员会由交易所副总裁、市场运作委员会主席及由会员选举产生的九位会员代表组成。其中九位会员委员的构成是,四位做市商,两位做市商或 DPM 指定交易人,一位场内经纪人且其与代理公众客户业务的会员无任何关联,以及两位与代理公众客户业务会员有关的会员委员。这九位会员委员中不得有两人以上与同一个 DPM 有关。MTS 委员会的九位会员委员任期三年,每年必须有三位会员委员离任。CBOE 的会员如希望成为 DPM,必须按规定的格式与内容向交易所提交书面申请。申请内容需包括资本金水平、运作能力、交易经验、与 DPM 交易相关的专业人员及经历、监管记录等情况。根据 CBOE 交易规则,MTS 委员会对 DPM 的保证金水平提出如下要求,以加强对 DPM 的管理:1 每一个 DPM 的保证金账户必须存有 35 万美元(原为 10 万美元),每增加一个所负责的合约或品种(除了其最初上市的八个品种),则需要增加 2.5 万美元;2 如果 DPM 的保证金低于上述规定的水平,该 DPM 不得再成为其他合约或品种的 DPM,并且必须在五个交易日内,就如何达到上述规定的保证金水平,向 MTS 委员会提交书面说明;3 如果一个 DPM 的保证金低于上述规定水平的 65%,或低于 SEC 规定的最低资本金水平的 120%,MTS 委员会将立即把该 DPM 转为临时 DPM,并在 20 个交易日内对该临时 DPM 的状况进行审查,期间允许其向该委员会提交如何改善财务状况的书面计划;4 如果某 DPM 净资产低于 SEC 的最低要求,MTS 委员会将立即取消其 DPM 资格。

四、做市商的职责和权利

(一) 做市商的职责

NASDAQ 做市商的职责包括:(1)做市商必须随时准备用自己的账户买卖他所负责的股票,并有义务持续报出他对该股票的买卖价格;(2)做市商必须恪守自己的报价,必须在他的报价

下执行一千股以上的买卖订单；（3）做市商的报价必须和市场价格一致，买卖价差必须保持在规定的最大限额之内。

NYSE 的做市商，其职责除上述之外，还有责任保持市场公平有序。他们的职责主要有以下几方面：①保持价格连续性。当股票价格变化太快时，经常会使投资人作出错误决策。作为特许交易商，有责任避免价格大幅度跳跃。比如说，下一个成交价比前一个价格有很大下跌时，作为专业会员有义务在中间下一个买单，以稳定价格；②保持市场活跃。当一个市价订单下到交易所时，如果在一定时间内找不到和它匹配的买单或卖单，专业会员有义务接下这个买单或卖单；③保持价格稳定。如果买单暂时多于卖单，专业会员有义务用自己的账户卖出；如果卖单暂时多于买单，专业会员就有义务用自己的账户买入。当价格出现持续下跌时，专业会员有义务以等于或高于前笔交易的价格卖出；当价格出现持续上涨时，专业会员有义务以低于或等于前笔交易的价格买入。④其他职责，包括大额交易、散股交易、卖空交易及订单保价等。

NYSE 的做市商之所以具有相对多的职责，与其同时实行竞价制和做市商制度是分不开的，这迫使身为券商的做市商，一方面要履行遵守竞价制度的法律规定，另一方面还得担负起做市商制度的任务。NYSE 大厅权威指南对其做市商制度的表述是：交易所专业会员解决了交易市场上专业会员登记负责特定股票的质量问题……专业会员必须确保证券市场的公平、有序和竞争性运作以及在那些证券上与其他证券市场的竞争。

CBOE 的做市商职责：当价格出现不连续、某一特定期权合约买卖失衡、或同类期权合约价格出现扭曲时，DPM 有责任保证所负责的合约或品种价格合理，交易有序，通过与其他 DPM 竞价交易，提供连续报价，以改善交易环境，促进市场流动性。具体来说：

（1）**保证买卖报价差在要求范围内。**衡量市场流动性的一个重要指标是市场宽度，所谓市场宽度是指交易价格偏离市场有效价格的程度，通常用买卖报价差来衡量。理论上讲，当这个差额为零时，市场完全达到流动性。买卖报价差过大时，价格就会表现出不连续，进而可能导致交易停滞。在交易所的实际操作中，买卖报差价通常是指每一笔询价与回应价格之间的价差大小。理论上讲，可以由基础期货合约期货价格日内买卖差价及其变动率推导计算出不同价格区间的买卖报价差，这些买卖报价差是与其基础期货合约流动性相当的理论值。但是，我们知道，一个期权合约能够成功，必须有一个非常活跃的基础产品市场，这就意味着基础产品市场的流动性是比较理想的。上面推算出来的、基于这个基础合约市场的期权价格买卖报价差也应该是一个比较理想的数值。而实际的期权交易中，并不是很容易能够达到这一水平。因为做市商在做市的过程中必然会产生做市成本，所以在实际设计买卖报价差要求的时候，还需要考

虑到做市商的做市成本以及各种交易结算费用。

如 CBOE 规定，DPM 必须保证其所负责期权合约价格（权利金）的报价满足下列买卖报差价的要求：当期权合约询价低于 \$2 时，买卖报差价不得超过 \$0.25；当期权合约询价大于 \$2、小于 \$5 时，买卖报差价不得超过 \$0.45；当期权合约询价大于 \$5、小于 \$10 时，买卖报差价不得超过 \$0.5；当期权合约询价大于 \$10、小于 \$20 时，买卖报差价不得超过 \$0.8；当期权合约询价大于 \$20 时，买卖报差价不得超过 \$1。无论是做市商回复其他交易者的询价，还是其自身提供连续双向报价，都必须满足以上买卖报差价的要求。对于基础合约价格（如大豆期货期权合约所基于的大豆期货合约）买卖报差价大于上述规定水平的实值期权，以上责任免除，只需保证期权合约的买卖报差价与其基础合约买卖报差价相同即可。

（2）保证交易者能够顺利进出。衡量市场流动性的另两个重要指标是市场深度和交易即时性。所谓市场深度，是指在不影响当前价格下的成交量，即在当前价格水平下交易者能够大量买入或卖出相关合约；所谓交易即时性，是指一定量的期权合约在对价格影响一定的条件下达成交易所需要的时间。为了达到这两个目标，交易所通常要求做市商对其所负责合约的成交量必须达到规定的水平，对其所负责合约所有的询价在规定的时间内达到一定的回复率。如 CBOE 规定，某一 DPM 总成交量的 75% 以上必须是来自于其所负责的合约，在该 DPM 的全部交易中，每一季度主动报价的比率必须达到 25% 以上，对来自场外询价的主动回复比率（即在规定的时间内回复）必须达到 80% 以上；DPM 对询价的回复时间不得超过 4 秒，当交易比较活跃时可能会出现两个做市商的报价被锁定（如 A 做市商报价 \$1.00，B 做市商回复报价 \$1.00）的情况，此时要求这两个做市商必须在 1 秒钟之内重新报价，以打开被锁定的报价。

（3）其他辅助责任。为了确保做市商能够充分履行其职责，各个期货期权交易所还对做市商提出了一些相关要求。如 CBOE 规定，每个 DPM（个人会员除外）至少要拥有一个交易所席位，包括可转换会员席位、CBOT 全职会员；对所负责的合约，DPM 只能以做市商的身份进行交易，不得以其他任何身份进行交易；DPM 必须保证所提供报价的准确性；每一交易日内 DPM 指定交易人及相关工作人员的数量不得低于 MTS 委员会规定的最低人数，DPM 在其所负责的合约的交易、与 DPM 业务相关的其他交易应分别计算，DPM 指定交易人发生任何变动以及 DPM 财务状况出现的任何变动都必须及时报告 MTS 委员会等等。

（二）做市商的权利

做市商在承担职责的同时也要享有相应权利。因此，期货交易所通常要在交易规模、交易方式等方面给予其一定的权利，并在收费等方面给予一定的优惠。CBOE 的 MTS 委员会统一制

订了给予DPM的优惠条件,这些优惠条件通常是针对DPM(含e-DPM)提供最优报价的交易部分。例如,在DPM(含e-DPM)的成交比例分配上,CBOE规定当某一合约只有一个普通做市商时,DPM(含e-DPM)的总成交量允许达到该合约总成交量的50%;当某一合约有两个普通做市商时,DPM(含e-DPM)的总成交量允许达到该合约总成交量的40%;当某一合约有三个以上普通做市商时,DPM(含e-DPM)的总成交量允许达到该合约总成交量的30%。

在DPM(含e-DPM)之间的成交量比例分配上,如某一合约有1个场内DPM和N个e-DPM同时提供最优报价,则场内DPM的成交量和N个e-DPM的成交量可各占两者总成交量的一半,其中每个e-DPM的成交量可为e-DPM总成交量的N分之一等等。

需要说明的是,做市商并不是必须对所有的报价都作出相应回复。当出现特别偏离的报价时,做市商可以不做回复或不以最优报价回复,此时做市商也不能享受相应的权利。交易所主要是通过一定时间内对做市商的成交量和回复率的要求来督促、控制做市商主动回复报价和提供连续报价。

(三) 权利带来的问题及其规制

做市商制度由于要求做市商承担更多的风险和义务,为补偿其承担的风险和义务,所以做市商也被法律赋予了一些特权,如税收优惠权、融资权、“卖空”权和信息优先权等。然而,这些权利如果没有运用好,则很容易滋生内幕交易和操纵市场等证券违法违规行为,从而影响证券市场的规范发展。

NYSE的专家制度要求一只证券只能有一个做市商为其“做市”,所以它常常被称为垄断做市商,其实每个做市商都是以营利为目的的组织,这就难免会出现某些专家为了自己的利益而越轨操作,违反其本应承担的义务,具体表现在两个方面:其一,当市场不需要干预时而进行干预;第二,当市场需要干预时而进行不适当的干预(干预的程度和范围不合理)。加之其对信息的独占,使越轨操作更具有隐蔽性。所以法律对其进行了严格的规定,1934年《证券交易法》第11章(B)确立了以下监管原则:①必要合理性原则,即专业会员干预市场时须是必要的,并且干预的程度要合理;②强制公开原则。在一般情况下,专业会员通过保有“小册子”独占信息,不对外公开,但在特殊情形下,可强制要求其公开小册子的内容。③经纪商职能限制原则。专业会员作为综合类券商具有经纪商职能,为了防止专业会员滥用信息,规定其具有经纪商职能时只能接受限价委托和市价委托。

NASDAQ实行的是多元做市商制度,一只证券通常由多个做市商一起完成“做市”任务。投资者根据做市商的报价选择价格最低的买入、价格最高的卖出,这就在做市商之间形成了激

烈的竞争。但是在有的时候，特别是监管比较不力的情况下，则可能出现同一只证券的几个做市商合谋，操纵证券的买卖价，从而损害投资者的利益。对此，证券法律、SEC 制定的行政规则、NASD 制定的自律规则乃至法院判例均规定了相应的措施。如做市商所报买卖价差不能超过 5%。将禁止违规做市商重新进入市场的期限延长为 20 天，这不但提高了做市商持续履行职能的标准要求，而且更重要的是确保了市场的应有秩序。此外，在违法行为的调查方面、违法责任的承担方面等等均作了详细的规定，这促进了做市商制度向好的方向发展。

五、做市商的定价与风险管理

（一）做市商的定价

做市商制度作为一种报价驱动交易制度，其显著特点是做市商在自身对价格进行估算的基础上为交易者提供买卖双向报价。那么，做市商的双向报价是如何确定的？做市商如何根据市场变化调整其买卖报价？德姆塞茨(Harold Demsetz, 1968)认为，买卖双方供求不平衡是买卖报价价差产生的原因，买卖报价差实际上是为做市商提供“即时性”交易所支付的费用。为弥补随时准备交易而产生的成本，做市商必须平均以高于买入合约的价格卖出相关合约，由此导致价差的形成。很明显，做市商设定买卖报价的目的之一，就是以价差来弥补做市成本。因此，做市商的做市成本决定其定价行为。在做市商制度的实际运作中，做市商做市成本可包括指令处理成本、存货成本和信息成本。这三个方面正是影响做市商定价的基本因素。

（1）指令处理成本。指令处理成本是指做市商处理交易指令所发生的成本，即按其报价接受交易者指令进行交易所发生的各种成本。在传统公开喊价交易中，指令处理成本占做市成本的比重较大。但是，随着通讯技术的发展，电子化交易的普及，指令处理成本在逐渐降低。如 CBOE 已经不再需要跑单员来传递下单指令，电子化交易使得指令处理成本大幅下降，指令处理成本在做市成本中已不再重要。

（2）存货成本。存货成本是指做市商为向市场提供买卖报价而保持一定的相关原生资产及现金所发生的成本。如期货期权合约的做市商，就需要保持一定的相关期货合约头寸和现金，由此将产生持有这些头寸所付出的成本以及持有现金所产生的机会成本。存货成本主要表现在未来价格(收益)和交易量的不确定性两个方面。持有存货越多，价格不确定性越高，所需现金就越多，存货成本就越高；交易量的不确定性越高，做市商需保持的存货就越多。

（3）信息成本。信息成本是指因信息不对称而产生的成本。W. Bagehot (1971) 认为，在与拥有特殊信息的知情交易者进行交易时，做市商总是受到损失而导致亏损。信息不对称导致

市场上存在知情交易者，他们在选择交易与否中具有很大的主动权。即在有利可图(市场价格被误定)时只要他们作出报价，做市商就必须充当其交易对手；反过来，他们就会选择不交易。这样，做市商在与他们进行交易时只有受损失的可能性，由此产生了做市的信息成本。研究表明，交易规模越大，市场流动性越好，价差越小，做市商的收益越好；指令规模较大的指令往往以比较差的价格成交；合约到期日越远，做市商面临的不确定性越大，价差越大；此外，交易时间间隔也将会影响价差的大小。

(4) 做市商的数量。前面三个方面是决定做市商做市成本的内在因素，但同时做市商的数量也将对做市商的定价行为产生重要影响。做市商为获取更大的价差收益，相互之间存在着竞争。随着做市商数量的增加，做市商之间竞争将加剧，由此促使做市商千方百计降低成本和利润，最终导致报价价差逐步缩小。做市商的数量主要取决于做市商能够获得的利润，做市商利润主要受做市成本、佣金、合约最小变动价位、买卖差价等因素的影响。在数个做市商竞争过程中，当做市商利润增加时，申请成为做市商的期货商就会增加。做市商数量的增加将使竞争更加充分，买卖差价变小，做市商的利润将不断被摊薄，部分实力较弱的做市商就会被挤出市场，从而使做市商的数量减少，最终做市商的数量将与做市商利润达成均衡。

(二) 做市商的风险管理

做市商的风险主要包括存货风险和信息不对称风险。其中，存货风险是做市商最常见的风险，如何根据自身的风险承受能力，合理安排存货和现金流即保证金的充足，转移价格风险是做市商风险管理的重要内容之一。对于信息不对称风险，需要依靠建立和健全有效的法律法规制度和信息披露制度，才能减少信息不对称风险。在电子化交易的条件下，这一风险基本可以得到很好地解决。故本文仅就存货风险作以分析。

(1) 存货风险的产生。做市商在为市场提供连续报价的同时，必然会持有较大的基础期货合约头寸。如当一个做市商为了履行其职责而不得不大量卖出大豆看涨期权时，需买入相应的大豆期货合约，来回避其持有大量期权头寸所带来的风险。但由此也使做市商在期货市场中面临较大的持仓风险，这就是存货风险。如果做市商不能有效地控制相应的期货持仓风险，势必影响做市商的做市利润和报价的效率。特别是在处理大宗交易时，往往一两笔交易就使做市商相应的期货持仓发生很大的变化。做市商必须在短时间内分散其持仓风险，使持仓水平迅速回调至安全的水平。因此，正如在做市商定价中所分析的，存货将为做市商做市带来成本，在这个过程中同时还会产生风险。应该说，存货风险是做市商面临的最主要风险。

(2) 存货风险的管理。存货风险需要做市商运用相应的交易策略来进行规避，通常可以

有三种比较有效的方法：其一，利用替代性交易品种控制存货风险。如在股票期权市场中有些股票在国内证券市场上市的同时还在海外上市，对于这些具有替代性交易品种的股票期权合约做市商来说，其控制存货风险的途径比较多。通过替代交易品种的反向交易可以将持有头寸控制在较小的范围之内。其二，做市商为了管理其存货风险，通常需要在相关市场上进行套利交易，以此使其整体交易风险得到降低。因此，为了使做市商有效地安排现金流，交易所可以在确保交易安全的前提下，针对部分固定的套利组合，给予一定的保证金减免，以提高做市商的资金使用效率。其三，是建立包括其他交易商在内的内部市场。伦敦证券交易所就建立了这样一个内部市，通过与其他做市商的交易迅速抵消头寸变化。当做市商出现持有多头头寸时，其在内部市场就会提交卖出指令；当做市商持有空头头寸时，其在内部市场则会提交买入指令。通过这种内部市场的交易，交易双方的做市商都能够将持仓水平回调至正常的水平。

（三）对做市商的监管

在做市商制度中，做市商为促进期权交易的活跃作出了重要贡献。但正因为做市商在期权交易中扮演着非常重要的角色，对其监管就变得更加不容忽视。对做市商的监管，核心的内容是避免做市商垄断市场和做市商之间的合谋交易，其次是对做市商履行职责的情况进行监管。

（1）**证券市场中做市商交易合谋产生垄断限制竞争。**在相当长的一段时间里，主要证券交易所如 NASDAQ 采用的是单一做市商制度，即做市商报价是市场价格形成的惟一途径，所有交易者都是与做市商来成交。做市商要充当买卖双方的交易对手，这样就相当于做市商控制着市场报价权。在垄断做市商制度下，做市商基本完全垄断和控制了价格的形成，为了削弱垄断做市商的地位，大多数证券交易所开始引入多元做市商制度。从理论上讲，多元做市商制度下做市商为了争取获得客户的交易委托，必然在报价上展开竞争，以最有利的报价条件吸引客户委托，从而为投资者提供最优成交条件。因此，做市商竞争成为做市商市场效率的重要保证。

然而在实践中，做市商们往往会发现维持做市商之间的长期合作关系，有时比相互竞争更重要。如由于客户指令流的分布及其相关的信息是分散于多个做市商处，做市商相互合作可以有效地规避知情交易者带来的不对称信息成本。此外，单个做市商的存货往往不能满足大额委托的需要，只有相互合作才能处理大宗委托，并将大宗交易的头寸风险降到最低。但是，这种长期合作关系却阻碍了做市商之间的竞争，并演变成做市商合谋，如限制最小报价档位和报价数量，在报价、交易和成交报告中串谋以制造交易假象等来限制竞争等，以限制竞争，使市场效率和投资者利益会受到巨大损害。如 1994 年春，克里斯蒂·舒尔茨的研究表明，NASDAQ 存在做市商“隐性合谋”现象，做市商通过人为地保持过高的报价价差获取做市利润。在随后的

1994 年夏，出现了一系列投资者指控做市商合谋限制竞争的诉讼案件。在这种情况下，美国证监会于 1994 年秋对 NASDAQ 市场做市商限制竞争行为展开了正式调查。在调查期间，美国证监会审阅了 NASDAQ、做市商和其他市场参与者的有关记录，检查了长达数千小时的做市商交易电话录音，从许多做市商公司的交易人员处采集了证词，并调阅了 NASDAQ 市场一年多的交易数据和做市商报价数据。

(2) 对做市商的监管。针对上述情况，主要证券交易所最初是通过严格明确做市商的报价责任、开放做市商间竞价市场、增加做市商数量、限制做市商制度的使用范围等措施，以期限限制做市商的合谋，但上述问题仍不能完全避免。应该说，在现实市场中，做市商必然要追求做市利润最大化的商业目标，这决定了做市商制度本身就存在着信息不透明、效率性较差的弊端。为此，各国主要证券交易所纷纷引入竞价交易，以此来防止做市商合谋限制竞争。

期货交易所因原来普遍实行的是竞价交易，在仿效证券做市商制度中，都采用了竞价交易与做市商制度相结合的混合交易制度。竞价交易发挥着价格形成的决定性作用，从而有效制衡了做市商对市场价格形成的控制权，消除了做市商合谋限制竞争的条件。因此，做市商制度在期权等部分市场中发挥了其促进流动性的功能，成为竞价交易的辅助制度，但也应对做市商的做市行为进行严格监管。

CBOE 首先是通过电子交易系统来对 DPM 的日内交易行为进行监管，即在交易系统中为 DPM 设计了特殊的交易程序，其中包含交易规则中规定的报价责任、价差要求等一系列规定。当 DPM 没有在规定时间内主动回复询价时，交易系统将自动向 DPM 发出报价指令，同时还对 DPM 的成交量、回复率等进行统计，以确保其履行其职责。MTS 委员会对 DPM 每时每刻的交易行为进行监控，并定期对每个 DPM 进行审查，以确保 DPM 理性交易，保证所有 DPM 履行其义务。MTS 委员会将向与 DPM 相关的委员会（如合约与品种分配委员会）通报相关审查结果，并对该 DPM 是否有权成为其他合约或品种 DPM 提出书面意见。其次，MTS 委员会还要对某一 DPM 在所负责合约的数量及交易量等进行集中度的审查，以避免其出现垄断行为。如当某一 DPM 同时出现以下三种情况中的两种时：某一 DPM 所负责的总合约数量超过上市股票期权合约总数的 25%（不含 DJX、NDX、OEX 和 SPX），或某一 DPM 在所负责合约的总成交量超过 CBOE 总成交量的 25%（不含 DJX、NDX、OEX 和 SPX），以及当由某一 DPM 推荐的 DPM 数量超过 CBOE 的 DPM 总数的 25%，MTS 委员会将对该 DPM 进行审查。