

# 纽交所指定做市商制度演进及运行效果研究

交易制度课题组

**摘要：**本文在梳理分析纽约证券交易所做市商制度历史演进过程的基础上，对其制度设计的内涵、逻辑及运行效果进行了系统研究。认为纽交所做市商制度演进的路径依赖特征显著，与多交易中心自由竞争的市场结构密切相关，且面临做市商违法违规行为监管难度高等现实困难和挑战。结合我国实际，本文认为指定做市商制度在我国股票市场实施难度较大，实施前景存在不确定性。

**关键词：**纽约证券交易所；做市专家；指定做市商；交易制度

**Abstract:** This paper systematically studies the connotation, logic and the effect of the market maker system through analyzing the evolution of the New York Stock Exchange (NYSE) market maker system. We find that the development and evolution of market maker system is characterized by path-dependent and closely related to the competitive market structure of multiple trading centers, vis-à-vis the difficulties and challenges of regulating the market maker. Pragmatically, we find the Designated Market Maker (DMM) system has great obstacle and uncertainty in China.

**Key words:** new york stock exchange, specialist, designated market maker, trading mechanism

**中图分类号：**F830.91 **文献标识码：**A

2015年6月中旬以来，A股市场发生了剧烈的异常波动，期间曾一度出现流动性枯竭的现象。对此，有业内专业人士建言，部分境外市场的做市商可以起到异常波动时为市场提供流动性和维护平稳运行的作用，对A股市场的制度建设具有一定借鉴意义。随着2015年8月24日和25日纽约证券交易所前后两次启动规则48，试图确保在极端情况下平稳开盘，其独有的指定做市商(Designated Market Maker, 简称DMM)制度再次进入大众视野，成为关注焦点。为厘清纽交所DMM机制的内涵与逻辑，探讨在A股市场引入的可能性，本文系统梳理了纽交所的DMM机制，对其演进历程、运作机制进行了全面剖析，并对异常情况下的运行效果进行了实证研究，最后提出相关的政策建议。

## 文献回顾

关于境外股票市场的做市商制度，现有的学术研究主要围绕行为特征、对股票市场的影响、是否应该引入等三方面的内容展开。

## 一、做市商的行为特征

对做市商行为特征的研究，主要集中在做市商的交易参与情况和持仓调整行为特征等研究主题。对DMM参与交易情况的研究发现：做市商对股票交易的参与率与公司规模(或股票交易量)成U型关系，即做市商对规模最小(或股票交易量最小)的公司股票交易的参与率最高，随着公司规模(或股票交易量)的增大，参与率逐渐下降，随后又逐渐上升(Theissen等，2012)<sup>[14]</sup>；股票市场的流动性提供者(Endogenous Liquidity Provider, ELP)集中于对规模较大的股票提供流动性，而对规模中等或者较小的股票只是选择性地参与，然而DMM则不同，即使市场情况很糟糕，参与交易只能获取很低的收益甚至亏损，也必须履行义务，冒着高持仓风险参与股票交易(Anand和Venkataraman, 2013)<sup>[2]</sup>。对DMM调整股票持仓行为的研究发现：DMM调整股票持仓的时间各不相同(Hasbrouck和Sofianos, 1993)<sup>[8]</sup>，只有当DMM不受正面义务清单的限制时才会对其持有的股票进行调整(Panayides, 2007)<sup>[12]</sup>，并且DMM是通过调整股票买卖时间和数量，而非调整报

价来控制其股票持有量(Madhavan和Sofianos, 1998)<sup>[9]</sup>。如果DMM持有的同一行业股票数量占据了主导地位,则需要对其负责的股票重新分配,被重新分配的股票的买卖价差减小,且能够获得显著为正的异常收益,说明上市公司能够从股票重新分配中获益(Anand等, 2009)<sup>[11]</sup>。此外,还有学者研究DMM订单执行成本的高低,发现同一DMM交易活跃股票的订单处理成本高于交易不活跃的股票,说明在DMM内部,存在着交易活跃股票向交易不活跃股票的成本补贴(Cao等, 1997)<sup>[5]</sup>。

## 二、做市商对股票市场的影响

关于做市商对流动性和股票价格的影响,国外学者研究发现引入做市商制度后股票交易更加频繁,委托不平衡状况得到改善,说明做市商提高了市场质量(Venkataraman和Waisburd, 2007)<sup>[15]</sup>,尤其是对小盘股来说,做市商能够改善小盘股的流动性状况,减小流动性风险,使得小盘股获得超额收益(Menkveld和Wang, 2013)<sup>[10]</sup>。与没有做市商的股票交易相比,有做市商参与的股票交易对价格的影响更为直接(Hasbrouck和Sofianos, 1993)<sup>[8]</sup>。而且,做市商数量越多则股票交易越频繁,股票买卖价差越小(Goldstein和Nelling, 1999)<sup>[7]</sup>。

尽管最初引入做市商制度对股票价格和流动性能够带来一些积极影响,但从近年来的发展趋势看,随着信息技术和市场环境的变化,做市商对股票市场发挥的作用变得越来越小。例如,从2004~2010年,NASDAQ做市商的数量在逐渐减少,做市商报价成为市场最优报价的比例显著下降,对股票买卖价差的影响也在减小,说明随着时间的推移,NASDAQ做市商发挥的作用越来越小(Egginton, 2014)<sup>[6]</sup>。

## 三、是否该引入做市商制度

关于是否要引入做市商制度,已有研究认为,是否引入做市商制度,需权衡利弊,审慎决策。一方面,做市商制度可能带来更严重的逆向选择问题(Buti, 2007)<sup>[4]</sup>,与纯电子化交易市场相比,做市商市场的最优报价如果是投资者报出来的,则会更优,反之,如果是做市商报出来的,则会更差(Sabourin, 2006)<sup>[13]</sup>。另一方面,做市商可以通过撮合交易,降低信息不对称性,将信息不对称带来的交易成本限制在交易双方,而不至扩散到整个市场(Bessembinder等, 2011)<sup>[3]</sup>,同时,做市商能够在

一定程度上改善市场的交易情况,规模越小、股价波动越小、越新的公司越倾向于使用做市商(Venkataraman和Waisburd, 2007)<sup>[15]</sup>。因此,在混合交易制度的市场中,有消息的投资者会使用电子化交易来通过竞争获取最优价格,而没有消息的投资者会倾向于通过做市商来撮合交易(Buti, 2007)<sup>[4]</sup>。

Pagano等(2009)<sup>[11]</sup>对七个国家的三种做市商形式进行了研究,并提出了决定是否采用以及采用哪种做市商制度时应重点考虑四大因素:当前交易所的设计及重新构建的成本;国内外投资者对于交易所的看法;股票市场的大小;针对引入外资的市场制度设计。

## 纽交所指定做市商制度的历史演进

纽交所的做市商制度源于1875年,后逐渐固定下来。做市商在纽交所被称为专家(Specialist),是在美国证监会注册的特殊类型经销商,同时也担任经纪人角色。专家的责任是维护一个公平、竞争、有序和有效的股票交易市场,具体包括以下职能:一是竞价的组织者。每日开市或停市后恢复交易,由专家组织集合竞价,随后负责组织股票的连续竞价,不断地显示最佳的买卖盘价格,维持股票的双向报价。二是经纪人职能。专家是所有通过电子下单系统SuperDOT送达的买卖订单的代理,同时也可接受大厅经纪人提交的买卖订单。三是稳定市场职能。维系股票市场的有序性,防止价格出现大幅震荡。四是做市商职能。维护股票订单簿,以保证股票报价更新和市场流动性。在这个过程中,专家需要浏览所有流入交易所内的订单,了解委托数量、价格、委托方等一系列信息,具有“优先看单权”。为了限制专家利用“优先看单权”去牟利,避免“道德风险”,纽交所设置了正面义务清单(Affirmative Obligation)及负面义务清单(Negative Obligation)。“正面义务”指的是,当市场缺乏价格连续性、深度及供需不平衡存在或合理预期将存在时,专家有义务以自己的账户、自有资金逆市买进或卖出(NYSE Guide, NYSE Rule 104.10(2));“负面义务”指的是除非其交易经过合理的计算,有助于在合理的深度上维持价格连续性,以及使目前存在或合理预期将存在的临时性订单不平衡的影响最小化,否则专家不得进行自营买卖(NYSE Guide, NYSE Rule 104.10(3))。专家除了具有“正面义务”和“负面义务”以

外，在成交时还必须遵循“退让(Yield)”原则，即在同一价格下，保证客户的买卖订单优先于自己同价格的订单。

随着电子化交易的快速发展和2007年《全美市场体系》条例(Regulation NMS)的正式实施，所有交易所采用统一的跨市场交易互联，根据“最优执行”原则执行订单，因此具有制度、技术和成本优势的交易中心将有机会吸引更多的市场订单。纽交所最初的专家制度是根据大厅交易设计的，订单执行速度慢，订单执行效率低，同时根据NMS的规定，人工报价不受订单保护条例的保护，因此市场流动性将难以避免地转向能够满足“最优执行”的做市商和ATS等电子化自动交易系统。为顺应电子化交易的发展趋势，应对日益加剧的交易所竞争，2008年10月24日，纽交所对做市商制度进行了重大改革，将专家制度变革为DMM制度。相比传统的专家制度，DMM制度的变动主要有：(1)取消了“优先看单权”。DMM没有了交易信息方面的特权，不能优先看到订单簿；(2)撤销了负面义务清单。由于没有优先看单权，因此DMM不再承担所谓的负面义务；(3)将专家制下的“退让(Yield)”原则修改成为“平等(Parity)”原则。在DMM制度下，DMM报价与其它大厅经纪人的报价以及订单簿上的订单平等竞争，DMM的订单可以自由地与投资者订单成交，而无需保证“客户订单优先成交、使订单簿不平衡情况最小化”等。(4)增加“资本承诺清单”(Capital Commitment Schedule, 简称CCS)。在纽交所显示订单簿中增加CCS，DMM可以通过CCS在市场中提交在各档价位的“额外不显示订单”(additional non-displayed liquidity)，CCS为纽交所订单簿提供了DMM在某些特定价位上愿意交易股票的数量。

2008年启动DMM制度时，纽交所共有6家DMM，分别为巴克莱资本、Bear Wagner、Labranche、Kellogg、高盛和美洲银行。然而，随着DMM之间的兼并收购、原先的DMM对相关业务的剥离，以及新DMM的加入，到目前为止仅有巴克莱资本仍然担任DMM。纽交所当前的6家

表1 纽交所DMM列表

NYSE DMM		NYSE MKT DMM	
6家	巴克莱资本	-	4家
	KCG	KCG	
	IMC Financial Markets	-	
	Virtu	Virtu	
	Brendan E. Cryan & Co.	Brendan E. Cryan & Co.	
	J Streicher & Co. LLC	J Streicher & Co. LLC	

DMM如表1所示，纽交所在NYSE和NYSE MKT分别设有六家和四家DMM，NYSE Arca无DMM<sup>1</sup>。

从2008年至今，国际大型投资银行如高盛等均将DMM业务剥离，且剥离价格远低于当时收购DMM业务时的价格(例如，2000年高盛收购Spear, Leeds&Kellogg时花费65亿美元，而2014年将其卖给IMC Financial Markets时的价格仅有3000万美元)，主要原因在于类似高盛这样的大型投行往往都有自己的交易系统，也会担任零售做市商(Retail Market Maker)，所以较少去做DMM业务，只有那些专注于交易的金融机构更有意愿发展DMM业务。以KCG为例，作为纽交所最大的指定做市商，KCG承担了纽交所42%的股票做市业务。截至2014年底，KCG收入结构中做市(Market Making)收入占总收入比例高达68.5%，主要源于在美国股票市场通过自动化模型获得的买卖价差收入。

此外，需要指出的是，纽交所DMM当前的格局(KCG、Barclays和IMC是前三大DMM，其他三家较小)是在不断的并购整合过程中通过“继承”前任的DMM业务而形成的。例如，KCG会“继承”其前身Knight和Getco做市的股票，其他DMM同理。只有当新股上市时，现有的6家DMM才会通过一定的流程进行竞争，决定新股做市权的归属。

## 纽交所DMM机制的日常运作

### 一、DMM的资质、日常义务和激励

#### 1. DMM的资质要求

纽交所对DMM具有最低净流动资产要求(Minimum Net Liquid Assets Requirements)：(1)DMM应始终维持净流动资产(Net Liquid Assets)<sup>2</sup>大于或等于以下两者中的较大者：(i)100万美元，(ii)对于DMM负责的每只股票，若交易金额每达到纽交所总交易金额的0.1%则需12.5万美元；(2)DMM来自超额净资本(Excess Net Capital)的净流动资产应始终大于或等于DMM最低净流动资产要求的40%。超额净资本应仅用于DMM相关业务，不能用于其他目的或用途。纽交所每天检查DMM的资本状况和库存情况，如果没有达到以上两个净资产要求，DMM应立即向纽交所报告。

#### 2. DMM的义务

DMM负责的每一只股票均有一个深度指南(Depth Guidelines)。DMM的义务是对其所负责的股票维护一个公平和稳定的交易市场，包括在一定深度下维持股票价

格连续性，最小化暂时性的买卖不平衡带来的影响等。具体来说：

(1)提供流动性使股票价格在合理范围内，维持股票双边报价且显示的委托数量至少为100股。

为维持连续的双边报价在合理范围内，纽交所要求DMM维持买卖一方报价为全国最优买卖报价NBBO<sup>3</sup>的时间必须达到一定比例：对于流动性较差的股票(日均交易量小于100万股)，至少占股票当天交易时间的15%；对于流动性较好的股票(日均交易量大于或等于100万股)，至少占股票当天交易时间的10%<sup>4</sup>。

DMM应维持持续的双边报价，双边报价的范围应在当时全国最优买卖报价的“既定百分比”(Designated Percentage)以内。如果新的最优买(卖)报价上升(下降)到使得买(卖)委托价格超过了新的最优买(卖)报价的“既定范围”(Defined Limit)，或者该买(卖)委托被执行或取消了，则DMM应在新的最优买卖报价“既定百分比”内输入新的买(卖)委托。(如果当时没有最优买卖报价，则以上一笔成交价为基准)

(2)促进股票顺利开盘和复牌，包括午间竞价(Midday Auction)<sup>5</sup>，如有必要应提供流动性。

(3)加速股票收盘过程，如有必要应提供流动性。

### 3. DMM的激励制度

DMM的收入来自两方面：一是纽交所的奖励激励，二是自身的价差收入(股票越小、流动性越差，价差收入越高)。关于奖励激励，DMM为做市股票提供流动性的行为可以获得回扣补贴，回扣补贴结合流动性提供的数量会递进式增大，因此DMM有更多意愿将报价保持在全国最优报价上。关于价差收入，这完全取决于DMM的做市和交易能力。需要指出的是，纽交所对DMM没有专门的惩罚机制，只有奖励减少的机制。

市场参与者的交易行为分为“Take”和“Provide”，

前者表示消耗订单簿上的流动性，后者表示增加订单簿的流动性，消耗流动性者付出一定的交易费用，提供流动性者则可以获得回扣。从实践来看，提供流动性者均可以获得回扣，但仅有DMM的交易回扣呈现出“递进式”变化特征。DMM提供流动性(Providing liquidity)和消耗流动性(Taking Liquidity)的费率规定如表2所示。

通过对DMM提供流动性的回扣大小差异可以看出，DMM的激励主要基于以下几个指标：(1)DMM报价在NBBO上的时间(Time of NBBO)；(2)DMM报价在NBBO上的规模(Size of NBBO)；(3)DMM提供流动性占个股总流动性增量的比例；(4)股票流动性大小。其中，DMM报价在NBBO的时间越长，DMM报价在NBBO的规模越大，DMM提供流动性占总流动性增量的比例越大，股票流动性越差，则DMM得到的回扣越多。

### 4. DMM运作的其他问题

DMM义务的要求明面上体现在前述的“深度指南”上，其更多关注DMM报价在NBBO上的时间、规模和最终的成交量占比。除此以外，纽交所还通过其他一些指标关注DMM的绩效，例如：(1)当日开盘价与上一个交易日收盘价之间的“错位”(Dislocation)；(2)当日开盘价与连续竞价开始后5分钟之间的“滑动”(Slippage)。纽交所希望DMM开出的价格富有效率，尽可能地将隔夜信息准确地反映到开盘价中，在价格发现基础上保证前述的“错位”和“滑动”尽量小。上述要求会录入纽交所为DMM建立的一个考核矩阵(Matrix)中，作为拟上市公司在IPO前选择DMM的最重要参考。在拟上市公司IPO前，纽交所会将这个考核矩阵交给公司，公司依此对DMM进行考量，在做出选择后写信给纽交所，确定谁能获得做市权。如果上市公司自己未能决定选择哪家DMM，那么在拟上市公司IPO前一周纽交所会召集6家DMM召开理事会议(Governor Panel)，以面试的方式决定哪家机构能获得做市权。

### 二、DMM日常开、收盘机制

NYSE和NYSE MKT市场采取的是指定做市商主导、交易所相对有限介入，以竞价方式确定开收盘价的开收盘模式。总体来看，在开收盘过程中，DMM主要发挥四大作用：一是组织正常情况下的开收盘。主要包括：自开收盘前某一时刻开始，周期性计算并公布包括参考价格、委托不平衡数量、买卖不平衡方向及虚拟成交量在

表2 NYSE对DMM费率规定

流动性指标	描述	NYSE股票
1	DMM Take	\$0.00275
1	Floor Take	\$0.00240
1	SLP Take	\$0.00275
2	DMM Provide	\$ (.0015/27/31/34/35) <sup>6</sup>
2	Floor Provide	(\$0.00190)
2	SLP Provide	\$(.0014/23)

注：流动性指标1为消耗、2为提供。

资料来源：<https://www.nyse.com/markets/nyse/trading-info/fees>

内的订单不平衡信息，并根据订单失衡情况，向市场和大厅经纪人征集流动性；开盘过程中，决定开盘指示价格及其更新次数，经纽交所相关大厅管理人员核准后对外发布。二是调节开收盘阶段的供需失衡。DMM具有与上市公司和交易所联系密切的优势，突发异常冲击事件时，可根据情况增加交易参与度，以自有资金或存货为市场提供流动性支持，调节开收盘时段股票的显著供需失衡，纾缓股价过度波动风险。三是应对异常情形下的开收盘。当买卖委托严重不平衡，预判开盘价相对前收盘价或者收盘价本身波动较大时，DMM可以申请延迟开收盘，增加流动性征集和订单申报时间，在收盘时甚至可以取消15:58后不能撤销MOC、LOC订单或减少其申报数量的要求。在纽交所预判可能出现“极端市场波动”情形下，经纽交所授权，DMM会被豁免发布开盘指示价格及开盘指示价格需交易所相关管理人员核准的义务。四是接受大厅经纪人的口头委托。开收盘过程中，DMM可以接受大厅经纪人的申报并代为手工输入交易系统。下面分别对开收盘过程加以阐述。正常情形下<sup>7</sup>，开盘过程由纽交所的Rule15来规范。具体如下：

从7:30开始，纽交所开始接受开盘市价委托(Market-on-open, MOO)、开盘限价委托(Limit-on-open, LOO)，投资者既可以通过电子方式输入到交易所的电子交易系统，也可以通过大厅经纪人传送给DMM的交易站。自7:30开始直至开盘，投资者都可以提交或者修改、取消委托(即使股票未在9:30准时开盘)。

从8:30开始，由DMM公布每只股票的委托不平衡信息(Order Imbalance Information)，包括参考价格(Reference Price，为前收盘价或开盘前指示价格)、委托不平衡数量(Imbalance Quantity)以及买卖不平衡方向(Imbalance Side)、虚拟成交量(Paired Quantity)。DMM及时公布委托不平衡信息，以吸引市场流动性，减小开盘价格波动。随着时间的推移，上述信息的公布频率会越来越快。

在9:28，由DMM根据买卖委托状况，公布清算价格(Indicative Clearing Price)，出清价格是使得委托不平衡数量为0，且最接近当时参考价格的价格。

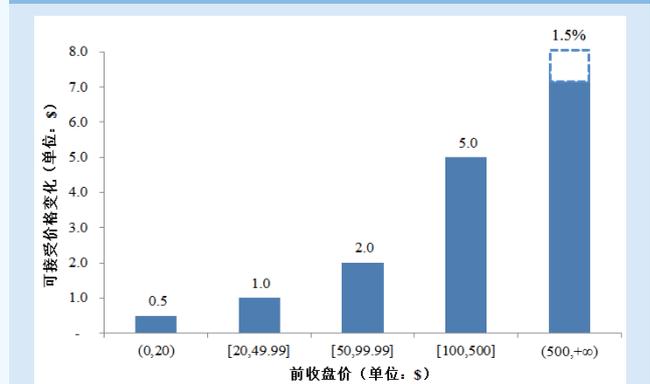
在9:30，由DMM人工发布开盘价，或由交易所自动根据成交或报价情况发布开盘价。DMM应尽可能在9:30以公正有序的方式开盘。

通常情况下，参考价格为股票前收盘价。其中，对前一天在纽交所交易的股票，为前收盘价；对首次公开发行的股票，为股票发行价；对其他交易所首次转至纽交所交易的股票，为在其他交易所的上一笔成交价。

然而，当上市公司在前一交易日收盘后发布了新消息或者受到亚洲、欧洲股票市场的影响，按前收盘价设定的参考价格可能就无法反映股票的真实价值。在此情况下，纽交所规则15规定，如果指定做市商或纽交所预判股票开盘价与前收盘价的偏离会超出图1所示的可接受变化范围，那么指定做市商或纽交所可以披露开盘前指示价格(Preopen Indications)来反映当前市场流动性状况<sup>8</sup>。在DMM或纽交所<sup>9</sup>确定了开盘前指示价格后，根据如下原则来确定参考价格：(1)如果开盘前指示价格的买入价高于前收盘价，则参考价格为买入价；(2)如果开盘前指示价格的卖出价低于前收盘价，则参考价格为卖出价；(3)如果前收盘价介于买入价和卖出价之间，则参考价格为前收盘价。开盘前指示价格一般公布一次，如果被多次公布，则使用最新的开盘前指示价格来确定参考价格。

DMM在开收盘中的作用非常相似，只是其参与收盘的程度相对于开盘稍弱一些。纽交所收盘模式是在连续竞价模式的基础上，引入仅参与收盘撮合的特定类型订单(如MOC订单、LOC订单等)，并实施收盘时点瞬间集合竞价。在收盘前15分钟，向市场公布买卖MOC/LOC订单不平衡情况，而后仅允许提交可抵消不平衡的对冲订单，从而尽可能弱化MOC/LOC订单不平衡对收盘价格确定的冲击。收盘时点前连续交易持续进行，在收盘时点，所有收盘订单与连续交易委托簿中尚未成交的订单一起进行集合竞价，以实现最大成交量为第一原则进行撮合，生成交易所市场收盘价。但是价格等于收盘价的

图1 Rule 15规定的可接受价格变化范围



限价订单能否被执行，是由DMM根据市场情况和订单情况自由裁量。收盘方式可以是手工方式，也可以是电子化方式，但是，一旦DMM接受过大厅经纪人的口头申报并将之输入系统，则只允许以手工方式收盘。

### 三、异常情况下的DMM开盘机制

当股票供需严重不平衡或整个市场处于极端状况时，DMM分别依据Rule 123D和Rule 48组织开盘。

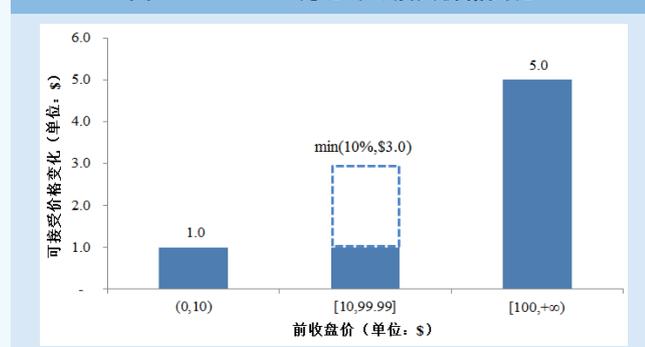
#### 1. 供需不平衡下DMM延迟开盘(Rule 123D)

当买卖委托严重不平衡，或者预判开盘价相对前收盘价波动较大时，DMM可以申请延迟开盘(即使在9:30以后，未开盘股票仍然可以接受委托)。如果DMM预判股票不能在10:00开盘，或者预判股票开盘价与前收盘价的偏离会大于或等于图2所示的价格范围时(比图1的价格范围更大)，则DMM必须强制性披露一次或多次指示价格(对首次公开发行股票，则为开盘价与发行价的差异)。

所有指示价格的披露都要得到交易大厅管理人员(Floor Official)的核准。如果牵涉到银行或者券商股票，则需要得到交易大厅执行总监(Executive Floor Governor)的核准。如果不能获得交易大厅执行总监的批准，至少需要获得交易大厅总监(Floor Governor)或者交易大厅高级管理人员(Senior Floor Official)的核准。除上述强制性规定以外，DMM应自行判断何时应向交易大厅管理人员申请公布指示价格。

一旦DMM发现出现了不寻常状况(比如委托严重不平衡)，应立即咨询交易大厅管理人员的意见。如果开盘仍有困难，比如预计开盘价与前收盘价的偏离大于(含等于) $\$3$ 或10%，或者延迟开盘50分钟以上，或者再次延迟开盘后20分钟仍未能开盘，则还需要第二位交易大厅管理人员的核准。如果交易大厅管理人员无法对股票开盘达成一致意见，则应寻求交易大厅总监的意见。如果有

图2 Rule 123D规定的可接受价格变化



必要的话，交易大厅总监还应立刻寻求交易大厅执行总监的意见。交易大厅总监应与DMM一起确定股票的开盘时机。这样做的目的是确保在异常状况下，交易所能够对开盘价格进行一定的专业把关和监督指导，以促进股票公正有序地开盘。

如DMM不能按照纽交所的规定完成股票开盘，则纽交所将会采取电子化开盘的方式。此时纽交所也将在开盘过程中公布委托不平衡信息，但不会公布开盘前指示价格。

#### 2. 市场极端情形下豁免DMM开盘部分义务(Rule 48)

规则48规定，当交易所预期股票市场可能出现“极大波动”时，为促使股票顺利、快速开盘，DMM在开盘前可以不公布开盘前指示价格，并在此基础上直接制定开盘价。规则48的启用由合格交易所负责人(纽交所监管公司首席执行官或其指定人员、洲际交易所首席执行官)在与纽交所市场及纽交所监管的有关人员进行协商后，做出判定并启用规则，只有确定存在导致市场混乱的特定条件时才可以使用规则48。因此，规则48的使用，更多是“放松”(loosen)DMM在市场极端情况下公布开盘前指示价格的义务，促使开盘价迅速开出。

### 四、DMM与新股首日开盘

对DMM来说，新股上市首日开盘是一种“极端”情况。在IPO上市首日，DMM主要是配合主承销商完成开盘。新股在纽交所上市先要经历所谓的“新股盘前竞价程序”(官方名称是“价格发现程序”)。DMM负责价格发现程序以找到合适的开盘价格，这需要在盘前与买卖双方保持密切的沟通。DMM处于盘前竞价的中心，而买卖的双方则处于两端。在此期间，股票经纪商可以提交买进或卖出订单，这些订单将进入系统，但要在股票开始交易之后才能实际完成。这一过程会使用一个开盘价格区间，或一个指示性价格，这一指示性的价格区间可能会数次更新，直到最后收窄到一个单一的价格，即准备“冻结账目”(Freeze the book)，意思是其将停止接受新订单，股票将马上开盘。

## 异常情况下DMM机制的运行效果

### 一、一般探讨：DMM的角色与作用

市场剧烈波动时期，DMM能否承担平滑市场波动角色、有效缓释巨幅波动风险，是评价DMM机制成效的重

要方面。在理想情形下，股票买卖委托严重失衡、可能导致股价大幅波动时，DMM及时介入，以自有资金或存货参与交易，有助于防范股价瞬间大幅波动风险。但各界对DMM的此项作用存疑。一方面，在特殊市况下，DMM稳定开盘价格的作用不大。DMM虽有促进开收盘价格发现的设计初衷，但股票发生大范围同向波动时，DMM无力也无法有效发挥预期作用，更谈不上发挥市场“定海神针”的作用。例如，纽交所规则48即是极端市场情形下的豁免规则，在预期开盘价可能大幅波动时，豁免指定做市商开盘过程中披露开盘指示价格等有关信息。另一方面，DMM无法解决极端情况下的流动性缺失问题。在市场出现极端情况时，市场情绪悲观，抛压严重。如果坚持在极端情形下维持做市商的做市义务，对市场来说可能增加了流动性，但对做市商来说，实际上其角色已从“做市商”走向“救市商”，承担的风险巨大。若强制做市商履行做市义务，则会造成其巨大亏损，即便是为其设立一定的激励措施，风险和收益的巨大落差也会使其难以在极端情况下发挥作用。因而，在市场发生极端情况时，指定做市商提供流动性的作用有限。

二、案例分析：Rule 48触发后DMM机制的运行效果

2015年8月24~26日、9月1日，纽交所在新兴市场大幅波动的背景下连续4次启用规则48，来确保纽交所市场平稳有序开盘。表面看来，四个交易日中道琼斯指数的开盘波动幅度的确较小(如表3所示)，但实际情况是：即使在援引Rule 48豁免DMM公布开盘前指示价格等义务的情况下，不少股票仍无法准时在9:30开盘。而道琼斯公司发布的道琼斯指数采取的是直接用个股昨收盘价代替今开盘价；在被延迟开盘的股票渐次开盘后，才用新的开盘价替代昨收盘价更新指数。因此，在特殊市况下，道琼斯指数的开盘点位实际上存在相当程度的失真，不能直接作为DMM可以稳定开盘价的根据。

进一步地，从分时走势看(如图3)，尽管纽交所通过

表3 特殊市况下道琼斯指数与NASDAQ综合指数开盘涨跌幅比较

	道琼斯指数涨跌幅				NASDAQ综合指数涨跌幅			
	开盘	最高	最低	收盘	开盘	最高	最低	收盘
2015-8-24	0.00%	0.00%	-6.62%	-3.57%	-7.53%	-0.24%	-8.80%	-3.82%
2015-8-25	0.07%	2.78%	-1.39%	-1.29%	3.56%	3.61%	1.74%	-0.44%
2015-8-26	0.06%	4.07%	0.06%	3.95%	2.82%	4.38%	0.52%	4.24%
2015-9-1	0.00%	0.00%	-3.32%	-2.84%	-2.15%	-1.14%	-3.38%	-2.94%

注：表中所有涨跌幅都是相对于昨收盘指数计算得出。

规则48将开盘涨跌幅控制在极小区间内(如表3)，但进入连续竞价时段后，道琼斯指数仍然不可避免地前5分钟内出现了剧烈价格波动。相比之下，纳斯达克综合指数开盘后的波动明显小于道琼斯指数(如图4)。这表明，在规则48下DMM事实上并不具备稳定市场的功能，市场波动仅仅是延迟体现而已。

启示与建议

通过系统梳理和分析纽交所做市商制度的历史演进、发展现状和运行效果，得到如下三点启示和建议。

一、纽交所做市商制度的演进呈现显著的路径依赖特征

纽交所做市商发源于股票市场交易技术较为落后的时期，做市商对交易的主导起到了维护交易秩序、提供流动性和培育市场的作用。但随着电子化交易技术的井喷式发展，做市商的作用逐步淡化，角色逐渐被取代，根本原因在于相对于电子化交易方式来说，做市商的辅助作用已不再具备优势。总体来看，纽交所做市商制度

图3 道琼斯指数2015年8月24~26日、9月1日半日走势

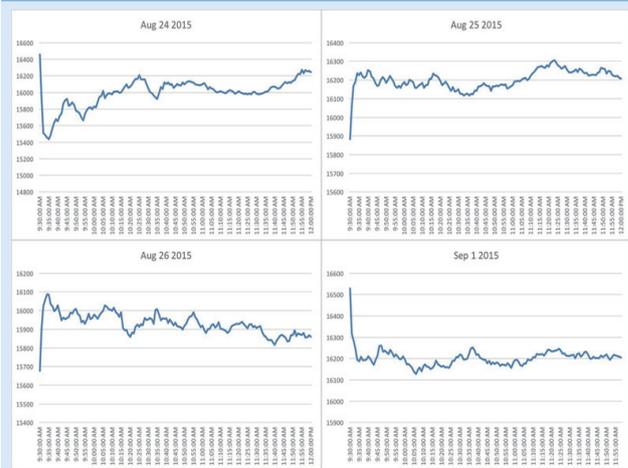
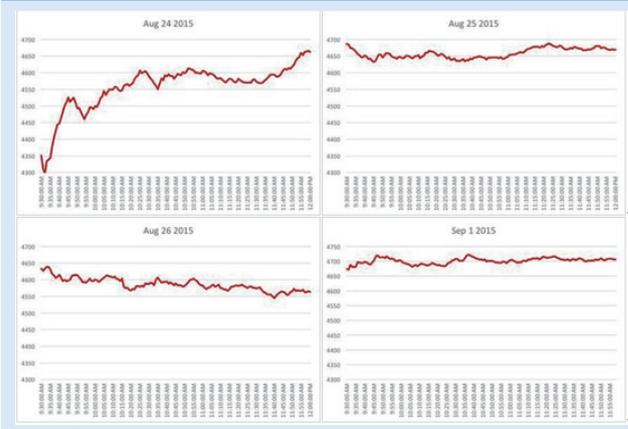


图4 纳斯达克综合指数2015年8月24~26日、9月1日半日走势



的发展变革充分体现了制度与市场环境相适应，同市场发展趋势相协调的基本理念。目前，纽交所DMM主要在开盘、收盘过程中发挥一定作用，而在连续竞价中发挥作用较少，仅对流动性较差的股票略有提升，对流动性较高的股票作用相对有限。

## 二、纽交所做市商制度的演进与多交易中心的市场竞争格局密切相关

美国股票交易市场是自由竞争的“多交易中心”结构。在这种市场结构下，不同交易场所或平台间围绕吸引订单流的竞争相当激烈。从现有材料来看，纽交所DMM制度的核心价值主要有两点：一是应对流动性竞争。通过对DMM全国最优报价的数量要求，促进DMM积极报出全国最优报价，提升纽交所全国最优报价占比，从而确立纽所在全美股票市场的定价基准地位，为吸引投资者在纽交所进行交易提供支撑；二是缓释巨幅波动风险。纽交所寄希望于DMM发挥平滑市场波动的作用，在股票买卖委托严重失衡可能导致股价大幅波动时，DMM能以自有资金或存货积极报价并参与交易，纾缓股价瞬间大幅波动风险。总体来看，DMM制度是全美多交易中心格局下纽交所用以提升流动性和吸引力的手段，但其稳市效果则远未达预期。

## 三、做市商违法违规行为的有效监管面临难度高等现实困难和挑战

由于DMM在开收盘过程中拥有很大的自主权限，比如可以自行判断何时发布指示价格以及确定开盘时间，因此对DMM监管不力可能导致市场操纵问题。与此同时，目前纽交所大部分DMM同时也属大型高频交易商，而高

频交易被认为是造成了美国2010年闪电崩盘的重要原因之一，因此需要同时考虑对高频交易的监管问题。此外，DMM存在滥用监管豁免权利的道德风险。例如，为方便做市商在证券市场上买卖股票，做市商用于维持市场秩序的交易可以豁免短线交易归入权制度；做市商可以免除美国自2008年9月起对卖空交易的禁令。这些对做市商的激励措施若运用不当，可能引发做市商的道德风险问题。

综上所述，我们认为，纽交所DMM制度在我国股票市场实施的前景存在不确定性，主要理由有两方面：

首先，由于A股市场不存在一只股票多处交易的流动性分割问题，DMM应对流动性竞争的价值无从谈起，因此，纽交所DMM制度对于A股市场的借鉴和启示意义主要体现在缓释巨幅波动风险的功能上。但是，从纽交所DMM制度的运行效果来看，DMM制度处于“市场平稳时用处不大、市场剧烈波动时难以有用”的尴尬境地。

其次，纽交所DMM制度在我国股票市场实施的难度较大。主要包括两方面：第一，我国实行DMM制度建设成本高。我国目前全部采用电子化交易系统，而DMM制度是通过在交易大厅内人工交流的方式进行，且设有若干场内经纪人等工作人员以及各种相应设备，实施DMM制度对我国已有交易系统的改动较大。第二，短期内难以找到合格的券商主体来担任DMM。首先，我国没有专注于交易的特色化券商；其次，我国目前还未建立完善的衍生品对冲等风险管理手段，做市商做市的风险和成本远大于其做市收益。由于交易所和上市公司很难通过激励措施<sup>10</sup>来补偿做市商的做市风险，因而难以吸引潜在做市商参与。 ■

## 注释

1. 目前纽交所的股票市场主要由三个部分构成，分别是NYSE、NYSE Arca和NYSE MKT，其中NYSE Arca是2005年收购的电子交易系统Archipelago，不设DMM，NYSE MKT前身是American Stock Exchange(美国证券交易所)，后来被纽交所收购，改名NYSE MKT LLC，专注小盘股。只有NYSE和NYSE MKT设有DMM。

2. 包含超额净资本和(Excess Net Capital)和投入DMM相关业务的部分。

3. NBBO是纽交所、纳斯达克和地区交易所的报价中最高的买进报价和最低的卖出报价。DMM报价达到NBBO的时间指的是DMM的买价或卖价达到NBBO的平均时间。

4. 在计算DMM是否达到10%或15%标准时，DMM输入的保留报价或者其他隐藏报价不会包括在内。

5. 2015年5月22日经美国证监会批准，纽交所正式开始针对流动性较差的股票试行午间竞价(Midday Auction)，指定做市商承担午间竞价过程中维护竞价过程的职责，并为股票交易提供流动性。

6. 对于价格大于\$1的高流动性股票，且DMM满足高流动性股票报价要求、当月DMM报价规模(DMM报价在NBBO的股票数量乘以DMM报价在NBBO的交易时间占比)为NYSE报价规模(纽交所报价在NBBO的股票数量乘以纽交所报价在NBBO的交易时间占比)10%以上，则DMM提供流动性的回扣为每股\$0.0031；对于价格大于\$1的高流动性股票，且DMM满足高流动性股票报价要求、当月DMM报价规模为NYSE报价规模15%以上、当月DMM提供流动性超过该股票总流动性增量的15%，则DMM提供流动性的回扣为每股\$0.0034；对于不满足上述条件、价格大于\$1、上个月平均日交易量(Average Daily Consolidated Volume, CADV)大于或等于100万股的股票，且DMM满足高流动性股票报价要求，则DMM提供流动性回扣为0.0027；对于价格大于\$1的高流动性股票，DMM未达到高流动性股票报价要求，则DMM提供流动性的回扣为每股\$0.0015；对于价格大于\$1的低流动性股票，DMM满足低流动性股票报价要求，则DMM提供流动性的回扣为每股\$0.0035。

(下转第77页)