文摘

金融市场微观结构理论 对我国二板市场交易结构选择的启示

资金的匮乏严重制约了有潜力的中小企业的发展。目前,1000多万民营企业和7万多高科技企业在实现新技术新产品的市场化和产业化过程中,急需一条解决资金的途径,而定位于中小企业融资服务的二板市场正好满足了这种需要。在二板市场公开上市也是风险资本最佳的退出方式,从而实现风险资本正常良好的循环运作。

二板市场能否选择一个最适合的交易结构是保证二板市场正常发挥功能的关键。许多二板市场在创立之后都曾为流动性不足,市场价格波动大,有效性差等问题所困扰。市场交易结构的正确选择能极大完善证券价格发现机制,增强市场流动性和提高市场的有效性并进一步控制价格波动,稳定市场。现在国际证券市场的交易结构分为委托指令驱动方式和做市商报价驱动方式两种,著名的美国Nasdaq市场正是采用了做市商报价驱动方式的交易结构。

金融市场微观结构理论采用大量模型来对做市商制度进行研究,详尽分析了做市商报价驱动对于市场交易价格形成的影响,结合我国证券市场发展的现实情况,尽管目前指令驱动方式已经成为趋势,但做市商制度有其不可替代的功能我国二板市场仍应实行委托指令驱动方式为主和做市商报价驱动方式为辅的交易方式。

这是因为,首先,金融市场微观结构理论的研究成果表明:集中竞价的委托指令驱动方式与做市商报价驱动方式各自特点明显,对于证券交易价格的形成具有不同影响。两者在完善证券价格发现机制,提高流动性,稳定市场方面各有优势和不足。在流动性较差,风险程度较高的二板市场上,做市商制度可能发挥它的优势,这是因为二板市场上市公司主要是处于成长期的中小型企业,规模小,风险较高,发展前景不明朗,采用竞价的指令驱动方式极有可能出现流动性不足及股票价格大幅度波动的情况,如一些失败了海外二板市场,最终因缺乏市场流动性而导致市场的失败。

其次,金融市场微观结构理论认为,做市商制度的优势不仅在于一个相对封闭,较小的市场能大大增强其流动,促进交易实现,并且能为买卖双方提供竞争性报价信息,提高市场的有效程度和稳定性。证券市场要求具有透明性、稳定性和有效性,在做市商制度下,对有关证券信息的占有是相对充分的,或者说具有信息优势,由此能够矫正证券的错误定价。做市商一方面可以有效抑制股价的人为操纵,同时其纵深的交易制度结构也可以起到有效地缓冲非系统风险对股价的冲击,起到平稳市场价格的作用。

最后,二板市场交易结构选择的特点要求了二板市场交易结构应以指令驱动方式为主。这是因为二板市场交易结构选择具有一定的趋势性,世界证券交易制度发展的格局表明,采用完全自动化的指令驱动交易结构已是一种趋势;随着市场集中程度的提高和远程通讯技术的发展,市场往往能够集中大量的指令,从而提高市场流动性。并且,主板市场交易结构和二板市场交易结构之间具有很大的延续性,而我国主板市场正是采用指令驱动方式的交易结构的。

原作者:来君、孙大利

西南财经大学中国金融研究中心张松摘自《企业经济》2002年第2期