

# 美国股权市场交易体系探秘

随着计算机网络技术的发展,美国出现了大量基于电子化网络,以匹配成交证券买卖双方委托指令为目的,发挥传统交易所的类似功能,但又不是交易所的交易平台,美国证监会将之统称为另类交易系统。

鲁公路 李丰也

## 市场概况

美国市场是一个非常立体和有深度的市场。有 14 个交易所,还有几十家另类交易系统 (ATS)和 200 多家经纪自营商 (Broker\_Dealer)内部撮合平台,形成了近 300 个上市股票的交易中心。全国共 4400 多家券商 (不包括 14000 多家 SEC 注册的投资顾问以及大量在州注册或豁免注册的投资顾问),提供上市股票的交易服务,同时也提供非上市股票的场外交易服务,并形成粉单市场等券商柜台联网系统。4400 多家券商,拥有 63 万具有从业资格的业务人员,并有 16 万多办公室。它们共同组成了全世界最复杂的交易系统。

按照交易的股票是否在交易所挂牌上市,可以将整个市场划分为上市公司股票交易市场和非上市公司股票交易市场。前者由交易所、另类交易平台 (ATS)、经纪自营商 (Broker\_Dealer)内部撮合平台组成;后者包括为数众多的经纪自营商的柜台交易 (OTC)和 ATS、比较著名的包括为经纪自营柜台交易提供联网信息服务的粉单市场、公告板市场(OTCBB)、专门交易私募证券的 portal 市场以及若干交易非标准化股权产品的交易中心 (如附表所示)。

按照场内市场、场外市场的角度划分,场内市场指交易所市场,场外市场包括两部分,一是上市公司股票交易市场中,交易所之外的交易市场;二是非上市公司股票交易市场。

## 上市公司股票交易市场

**全国性交易所。**根据最新统计,美国目前以股票为主要交易标的物的证券交易所有 14 个,除了纽交所、纳斯达克、美国证券交易所(已被纽交所集团并购)等为大家所熟知的交易所之外,近年来一些以电子化交易为主要业务的电子通讯网络 (ECN)也纷纷申

PinkSheets);与此类似的还有公告板市场 (OTCBB),但是公告板市场近年逐步萎缩并即将被收购。粉单市场和公告板市场只是把券商柜台通过电子手段连接起来的报价系统,本身不从事交易活动,交易活动由分布各地的做市商平台分别完成。在公告板市场和粉单市场上交易的股票无论从上市标准还是从信息披露程度上都比上市公司的股票要差。

二是交易私募股权、限制性股权和非标准化股权的市场,以 Portal、SecondMarket、NYPPEX、SharesPost 等为代表。其中,私募股权的转让主要在以 Portal、NYPPEX 等为代表的场外市场上进行,而 SecondMarket、Sharespost 虽然也进行私募股权的转让,但是它们更重要的作用在于交易限制性证券和一些非标准化股权产品,为客户提供个性化服务,有类类似我国分布在全国各地的产权交易中心。

## 美国股票交易市场体系几个特点

### (一)交易所上市的股票,存在场外市场对交易所的激烈竞争

美国市场的演进过程中一直存在场外市场对场内市场的竞争,在早期市场发展过程中,纽交所门外的“街边交易”是典型的场外交易。但是在传统的技术手段下,上市股票的交易集中在交易所,场外交易的威胁不大。同时,美国存在多个处于不同地理区域的交易所,形成相互补充。

随着通讯技术的进步,一方面,独立提供上市服务的交易所数量减少,交易所的区域分割消失;另一方面,“市场分层”趋势明显。上个世纪七八十年代以来,大量基于电子化平台和券商自我组织的平台成为更为丰富的场外市场。1971 年,各种场外交易中一些优质股票被选择出来,形成统一的全国性的场外交易市场纳斯达克,最终注册成为交易所,成为场内市场。但场外市场并没有因为纳斯达克的场内化而消失,反而更加丰富多彩。这种竞争和挑战,促进场内市场不断改进技术和服务,对传统的交易所提出了有力的挑战和促进,也使得投资者得到更加多元化的交易平台,有利于保护投资者的利益。美国在交易所挂牌的股票,目前相当大的份额是在以电子通讯网络 (ECN)、黑池 (DarkPool)等为代表的另类交易系统 (ATS),以及经纪自营商内部的撮合平台上完成的。按照 2009 年的统计数字,传统意义上的纽交所和纳斯达克交易份额仅占整个交易所挂牌公司交易总量的 40%,绝大多数的市场份额已经让位给交易所以外的场外交易,可见场内和场外的交易竞争是越来越激烈的。



东方IC 图

### (二)美国的场外交易市场中券商起明显的主导作用

在上市股票方面,券商的内部撮合和券商主导的黑池占到很大的交易份额。非上市股票方面,券商持有经纪自营牌照,具有做市商资格,本身就可以为客户提供非上市股票的场外交易服务。以券商柜台为基础的粉单市场和 OTCBB 就有近万只股票交易,还有大量零散的股票交易通过券商柜台进行。这些股票的交易非常不活跃,但是由于价差较大、手续费较高,券商收取的佣金非常可观。也为广大的非上市公司提供了流动性。

### (三)多交易中心统一接受美国证监会的监管

首先,美国的证券市场从场内到形态各异的场外一致接受证监会统一监管。无论是交易所、各种另类交易平台,都要在证监会注册,接受相应监管。有些新兴的 ATS 不是依托传统券商设立的,但是依然要求其按照 Broker-Dealer 注册。

其次,在上市股票交易方面,为了确保分割市场之间的协作运行、实现“交易高效、价格透明、最优实现和互动有序”,SEC 从三个方面实现各交易中心的整合和协作。一是市场数据的整合与传播,确保投资者能够了解到股票显示出的最优报价;二是所有交易平台必须确保报价得以最优执行;三是要求各交易平台提供由经纪商主导的路由服务,将每一个交易平台和全国性的市场联系在一起,为在各交易平台上最优执行买单或卖单创造便利条件。

(鲁公路、李丰也分别供职于中国证监会研究中心和北京证期货研究院)

美国全国性股票交易所列表		
隶属	交易所名称	备注
纽交所集团	NYSE Amex LLC	原为美国股票交易所 (American Stock Exchange),2008 年被纽交所并购
	NYSE LLC	传统意义上的纽交所,在 2006 年并购了太平洋证券交易所 (Pacific Stock Exchange)
	NYSE Arca, Inc.	原为一个叫 Archipelago 的 ECN.2006 年和纽交所发生购并,但仍以独立交易所的身份运行
	NASDAQ OMX BX, Inc.	原来为波士顿股票交易所 (Boston Stock Exchange),后被纳斯达克并购
纳斯达克集团	The NASDAQ Stock Exchange	原为电子化的柜台市场,2007 年注册成为交易所
	NASDQ OMX PHLX, Inc.	原为费城股票交易所 (Philadelphia Stock Exchange),后被纳斯达克并购
BATS集团	BATS Exchange, Inc.	原为 BATS 运行的两大 ECN 之一,后转化为交易所
	BATS Y-Exchange, Inc.	原为 BATS 运行的两大 ECN 之一,后转化为交易所
Direct Edge 集团	EDGA Exchange, Inc.	原为 Direct Edge 运行的两大 ECN 之一,后转化为交易所
	EDGX Exchange, Inc.	原为 Direct Edge 运行的两大 ECN 之一,后转化为交易所
	Chicago Stock Exchange, Inc.	芝加哥股票交易所
	National Stock Exchange, Inc.	原名叫辛辛那提证券交易所 (Cincinnati Stock Exchange),后搬迁到芝加哥,改名叫全国证券交易所
	Arizona Stock Exchange	因交易量太小,享受美国证监会注册豁免
	SWX Europe Limited	因交易量太小,享受美国证监会注册豁免

资料来源:美国证监会网站

# 地方政府平台债务风险管理体系亟待优化

陈燕

随着国发〔2010〕19 号、发改办财金〔2010〕2881 号、银监发〔2011〕34 号以及银监发〔2012〕12 号等一系列文件的颁布实施,金融机构逐步提高了政府融资平台的融资门槛,投融资平台债务风险日益引发各方关注,并促使各方反思平台债务风险形成过程中暴露出来的治理结构缺陷背后更深层次的原因。

## 平台债务风险管理存在五方面治理结构缺陷

第一,政府城建投融资决策层面的治理缺陷。对地方城建项目的投资决策缺乏足够的科学、严谨决策支撑的,项目投资必要性、经济效益、社会效益以及时机的选择并没有经过科学、理性的论证,在项目决策源头就存在结构和机制上的缺陷。

第二,监控层面,在债务风险暴露和平台规划清理整顿之前,平台的大多数债务是依赖于政府信用并以财政预算资金作为偿债保障的,但是债务管理大多数游离于政府债务管理之外,没有正式纳入地方政府的债务风险监控范围。

益的资金来源。债务融资发挥治理效应的关键机制是对经理人具有硬性约束。但该机制并非天然就能生效,它取决于债权人监督、破产法执行以及声誉激励三方面的有效性。然而,纵观我国公司的债务融资实践,似乎并未起到这样的治理作用。究其原因,是我国不具备债务融资发挥治理效应的三个先决条件,也即缺乏有效的债权人监督、破产法执行以及声誉激励,致使债务融资无法对经理人产生硬性约束。

**1. 债权人监督弱化**  
长期以来,我国的债券市场欠发达,公司大多数以银行贷款融资为主。尽管在理论上与众多分散的小额贷款人相比,银行所具备的信息优势有助于其进行监督,但我国银行对贷款公司的监督效率一直十分低下。原因主要有三个方面:第一,我国银行大多属于国有或者国有控股性质,自身也存在严重的代理问题,缺乏有效的激励去监督贷款公司;第二,我国贷款市场的政府干预现象非常普遍,由于政府的庇护,许多公司有恃无恐,银行缺乏足够的能力对贷款公司实施监督;第三,我国传统的四大国有商业银行在贷款份额中占据了相当大的比例,贷款市场的竞争程度较为低下,银行缺乏通过加强监督以提高经营效率的压力。

**2. 破产法执行效力不足**  
我国早在 1986 年就颁布《企业破产法(试行)》,但一直得不到有效执行,除了一些试点案例之外,并未在经济生活中真正实施,大量国有企业破产主要依靠政府制定的各种规章制度来处理。究其原因,主要有两点:第一,我国人口众多,就业压力巨大,而社会保障体系又尚不健全,为了维护社会稳定,政府对公司破产诉讼的司法判决进行行政干预,尽量避免公司被破产清算。当司法的独立性不高时,政府干预对判决结果的影响很大。第二,我国法律属于大陆法系,投资者保护法律不完善,法治水平还比较低下,增大了破产法的执行难度。破产法仅依赖于形式的后果就是债务融资失去应有的约束作用,无法抑制经理人的诸多代理问题。

**3. 声誉机制失效**  
声誉机制要发挥作用,必须满足两个条件:一是良好的声誉能为公司带来利益;二是公司确实重视声誉的价值。但在我国这两个条件都不完全具备。由于我国金融发展水平较低,贷款市场的竞争程度不足,而且政府干预非常普遍,银行在贷款决策中对公司声誉的关注程度并不高。公司即使培育了良好的声誉,也无法为其带来足够的利益。另一方面,声誉为公司带来的主要是未来的长期利

益,只有当公司对未来存在稳定预期时才可能发挥影响,然而,市场环境不够稳定,经理人无法形成稳定的预期,而更加重视在位期间的短期回报。

## 优化地方政府平台债务风险管理体系的建议

针对以上分析,对于政府平台债务风险,除控制地方公共风险,使地方政府性债务与地方经济增长实现良性互动外,还应系统性地从宏观和微观两个层面优化地方政府平台债务风险管理体系。

宏观层面。第一,地方政府有条件地发债合法化。通过修订《预算法》和《担保法》,使地方政府发债和信用主体资格合法化;然后,对部分不超过政府债务预警线且财力较好的地方政府,应允许其在中央财政严格审批和监管下,逐步开放地方债券市场。第二,建立科学的政绩考评机制,以科学发展观为指导,将中长期政绩和短期政绩、显性政绩和隐性政绩、经济性政绩和非经济性政绩、局部性政绩评价与全局性政绩评价相结合。第三,建立一套全国规范统一的债务管理制度体系,并建立起切实有效、具有可操作性的地方政府债务规模管理和风险预警机制。第四,将地方政府债务收支纳入预算管理,并将其纳入复式预算体系。第五,

明确各业务链负债主体,以财力为主要还款来源的债务应统一由财政部门进行举借和偿还,实行债务归口管理。第六,构建多层次的融资平台,充分利用民间资本缓解支出压力。将融资平台按收益性质分为营利性、准公益性和公益性三类,对于营利性融资平台可以采取完全市场化的融资模式。

微观层面。第一,针对现有地方政府融资平台定位过宽的问题,要制定全国统一标准,将地方融资平台限定在基础设施建设等公益性领域。第二,将包括区县一级还款能力明显不足的融资平台纳入重点风险控制的范围,监控的内容包括还款来源、资本金状况、抵押担保规范程度、资金流向、地方政府财政风险等。第三,建立健全地方财政风险的管理框架,并把债务风险纳入这个整体框架之中,避免碎片化管理。第四,明晰各个风险责任主体及其责任,把各个环节的责任放到整体之中来加以明确并制度化。第五,对地方政府融资平台数量过多的问题进行重组、收缩,制定不同的规范和清理方案。第六,提高地方政府债务融资的透明度。公开地方政府融资的短期、中期、长期规划、债务融资方式、债务资金的使用以及债务的偿还等,实现全过程及其各个环节的透明。

(作者为中国社会科学院博士后)