

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的委托指令为目的,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体系。

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商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

请转变为全国性交易所。但其中一些交易所只提供交易服务,本身并没有上市公司挂牌上市,主要只有纽交所、纳斯达克提供上市服务。附表列出了美国所有全国性股票交易所的基本情况。

另类交易系统。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的委托指令为目的,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(ATS, Alternative Trading System)。其产生和存在为证券市场提供了额外流动性,发挥着类似经纪自营商的功能,所以美国证监会将它们统一注册为经纪自营商。据统计,截至2012年4月底,全美各种形式的ATS加在一起达90家之多。

另类交易系统(ATS)有多种表现形式,其中两种有代表性的形式是电子通讯网络(ECN, Electronic Communication Network)和黑池(Dark Pool)。ECN是电子交易系统,能将限价买单和卖单在系统中自动配对并撮合成交。黑池交易平台允许在公开市场外匿名执行大额交易。从找到的统计资料来看,目前美国有大约52个黑池交易平台,高盛的SigmaX、摩根士丹利的MSpool和瑞银的PIN自动交易系统是美国最大的黑池交易平台。

经纪自营商撮合平台(Broker-Dealer Internalizer)。主要体现为柜台市场的做市商(marketmakers)。目前,已经有至少200家自营经纪商平台在进行上市公司的股票交易,承担着17.5%的交易量。

非上市公司股票交易市场

非上市公司股票交易市场主要包括两大类:一是传统的券商柜台,它可以为几乎所有非上市股票提供交易服务(当然也可以为上市股票提供OTC服务)。其中,160多个券商的柜台通过联网,形成了有约10000只非上市股票挂牌的粉单市场(Pink OTC, 原名

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,有点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,在早期市场发育过程中,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(Dark Pool)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,券商持有经纪自营商牌照,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券商主导的路由服务,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券期货研究院)

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
纽交所集团	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)
纳斯达克集团	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
纳斯达克集团	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
BATS集团	NASDAQ 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集团	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
Direct Edge集团	EDGX Exchange, Inc.	原为Direct Edge运行的两大ECN之一,后转化为交易所
芝加哥股票交易所	Chicago Stock Exchange, Inc.	芝加哥股票交易所
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
芝加哥股票交易所	Arizona Stock Exchange	因交易量太小,享受美国证监会注册豁免
SWX Europe Limited	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,项目投资的必要性、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。

第三,多平台体系风险隔离。在多平台体系下,风险隔离是很重要的,但在现实中往往得不到足够的重视,平台之间互相担保、资产抵押是普遍现象,政府更关注用足城市平台资源,多融资、快融资,而对平台之间风险管理缺失可能导致的系统风险置若罔闻。

第四,平台公司风险控制组织结构缺失。平台公司普遍认为投融资任务是由政府决定的,政府最终会对偿债承担责任,因此对公司自身层面的债务风险控制也缺乏重视,没有像证券公司、银行等金融机构那样,设置专门的风险管理部、风险管理委员会,风险管理主任委员具有决策权力,甚至否决权。

第五,多元化的管理体制,使得集团一方面给予子公司的融资提供担保,一方面却不一定能对子公司融资资金调度和债务风险实施有效的管理,从而导致总体债务管理失控。

三软肋致债务融资治理效应发挥不足

债务融资不仅影响公司现金流的分配,还影响现金流的产生。债务融资治理不当,不仅未能缓解公司的代理问题,还往往成为内部人侵占公司利益。

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,司法水平还比较低下,增大了破产法的执行难度。破产法仅仅流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建设的建议

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建设。

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,建立科学的政绩考核机制,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、准公益性和平益性三类,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,建立健全地方政府风险管理体系,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)