



美国研究

标题: 作者:

关键词:

美国的股票交易所及其交易

作 者:	方绍伟	封面:	
关键字:	美国经济		
年 号:	1991		
期 号:	第2期		
PDF文件:			
出版社:			
英文标题:	AMERICAN STOCK EXCHANGES AND THEIR TRANSACTIONS		
中文标题:	美国的股票交易所及其交易		

美国的股票交易所及其交易

方绍伟

一

股票交易所是股份公司制度的重要组成部分，同时也是金融市场的有机整体中的一个核心。股票交易所的存在是股份公司制度筹资社会性和股票流动性的内在规定，另一方面它也促成了股份公司制度的股份分散性和绩效公开性。在由货币市场和资本市场构成的金融市场中，股票交易所占有非常重要的位置。它既有别于资本市场中的发行市场（初级市场），也有别于交易市场（二级市场）中的店头市场，它是进行资本证券交易的有固定场所的有组织的市场。美国第一个股票交易所出现于1790年的费城。1792年，纽约的华尔街也出现了证券交易活动；1817年，华尔街的商人根据费城的经验成立了纽约证券和交易管理处（New York Stock and Exchange Board），并于1863年改称为沿用至今的纽约股票交易所（The New York Stock Exchange, NYSE）。大约与此同时，美国股票交易所（The American Stock Exchange, Amex）的前身“路边市场”（the curb market）也开始活跃起来，但它直到1953年才采用今天这个名字。

现在，美国的股票交易所共有十多家。纽约股票交易所和美国股票交易所（在纽约市）是最大的，交易比较活跃的还有波士顿股票交易所（马萨诸塞州）、辛辛那提股票交易所（俄亥俄州）、中西部股票交易所（伊利诺斯州的芝加哥）、太平洋股票交易所（加利福尼亚州的洛杉矶和旧金山）以及费城股票交易所（宾夕法尼亚州），其他还有因特山股票交易所（犹他州的盐湖城）、芝加哥商会和斯波坎股票交易所（华盛顿州），等等。（1）

二

在美国的这些股票交易所中，纽约股票交易所的规模、组织、设备、管理和影响等都首屈一指。一般情况下，纽约股票交易所成交股票的股数和金额均占全国总额的80%以上。4700多万

持有股票的美国人中，70%持有在纽约股票交易所上市的股票。1980年，1540家美国公司的228种股票（其中优先股票688种）在纽约股票交易所上市，股数达337亿。这些公司只占美国公司总数的0.1%，但它们控制了43%的总资产和70%的纯收入。另外，还有3057种债券在纽约股票交易所上市，（2）市场价值达5亿多美元，相当于上市股票市场价值的40%。在纽约股票交易所上市的还包括一些外国公司的股票和债券，美国联邦政府、州政府，甚至一些外国政府的债券也在此上市。（3）

纽约股票交易所对想到该所上市的公司规定了若干条件。根据1986年的规定，公司股票上市的具体条件是：第一，拥有100股以上的股东人数不少于2000个或股东总人数不少于2200个；第二，上半年平均每月的股票交易量超过10万股；第三，公众拥有的股数在110万股以上，其中不包括公司高级人员及其直系亲属和那些控股10%以上者所拥有的股数；第四，公众拥有的股票市场价值超过1800万美元；第五，公司的有形资产净值超过1800万美元；第六，公司上年度的税前利润超过250万美元，过去两年内每年至少盈利200万美元以上或前三年的总利润超过650万美元。另外，纽约股票交易所还规定了一些已上市公司要在交易所维持下去的最低条件，这些条件比上市条件要求更低一些，其目的在于避免有些公司在经济波动时被排除出去。（4）

与采用股份有限公司形式的伦敦股票交易所不同，纽约股票交易所采用的是会员协会形式。1953年以来，正式会员一直是1366个，非正式会员有50个。正式会员有参加交易权和分配权，非正式会员只拥有受限制的交易权，他们又分成“实际进入会员”和“电话联系会员”两种。纽约股票交易所的会员必须以个人身份参加，而且只有证券交易行或投资银行的合伙人或负责人才有资格。有成员成为交易所会员的商号即是会员商号，1953年后，这种商号既可以是负无限责任的合伙组织，也可以是负有限责任的经营证券的公司。根据1978年的规定，交易所的会员可以将其会员权出租给交易所同意接受的另一会员，甚至可以将会员的席位拍卖掉或传给后代。一般情况下，会员遗缺可由所在商号选派另一成员补充。纽约股票交易所的最高决策机构是董事会，它共有21名成员，除1名董事长外，各有10名董事分别代表交易所的会员和一般投资者。

三

在纽约股票交易所进行实际交易操作的人可按其职能的不同分成五种。第一种是佣金经纪人（Commission Brokers），他们直接为客户或所属商号在交易所买卖证券，成交后按规定比例向委托者收取佣金。第二种是交易厅经纪人，他们一般是接受佣金经纪人的委托进行交易，因此是“经纪人的经纪人”；他们也被称为“2美元经纪人”，因为一开始这种经纪人按100股固定收取2美元的佣金。第三种是交易厅自营商（Floor Traders或Floor Dealers），他们大多不属于任何会员商号，一般也不受委托，只为自己进行证券买卖。第四种是零股交易商（Odd Lot Dealers），他们同交易厅经纪人一样以佣金经纪人为交易对象，但他们接受的不是以100股为1整股的买卖委托，而是100股以内的零股委托。第五种是交易所专家（Specialists），这种人专营自己选定的几种证券，既接受委托，也自我经营；在纽约证券交易所中，他们的数量仅次于佣金经纪人；按规定，专家必须在完成委托交易之后进行自我交易，他们被认为具有稳定市场价格的作用；在纽约股票交易所挂牌的2250种（1986年）股票都有自己的专家交易台，人数不等的专家们分别分布在交易所的22个交易台上。（5）专家制度是美国的股票交易所独有的。在纽约股票交易所里，还有另外两种人在债券厅进行交易，他们是债券经纪人（Bond Brokers）和债券自营商（Bond Dealers）。

由于一般投资者不能直接进入股票交易所进行股票买卖，故股票的交易只能通过证券经纪人来进行。一般的程序是，投资者先到证券公司去开立帐户，（6）开户之后即有资格请证券公司代为买卖股票。投资者委托证券公司买卖股票时，可采取向证券公司营业员书面委托的方式，也可向指定经纪人当面委托或用电话、电报进行委托。从内容看，委托依据不同的标准分成不同的类型：按数量分为整股委托（Round Lot Order）和零股委托（Odd Lot Order），按交易类型分为买进委托（Buy Order）和卖出委托（Sell Order），按价格分为市价委托（Market Order）和限价委托（Limit Order），按时间分为一日委托（Day Order）、一周委托（Week Order）、一月委托（Month Order）和公开委托（Open Order），按特殊作用分为授权委托（D

iscretionary Order) 和停止损失委托 (Stop Loss Order), 等等。下一步就是交易所里的经纪人通过竞价即双边拍卖的方式来成交。一般规定, 某种卖价前者喊出后, 后者喊价不得高于前者, 而某种买价前者喊出后, 后者喊价不得低于前者。这种规定一能节约时间, 二能适应随时变化的市场行情。股票买卖成交后, 即应办理交割手续, 就是买方交款买回股票, 卖方交出股票收到现钱。纽约股票交易所经常实行的是例行日交割, 即在成交日后的第五天下午进行交割 (不包括节假日和星期日)。由于交易所中的经纪人每天经手的股票买卖有上百宗, 故交割可以在买卖数额相互抵消之后进行; 这个清算工作一般由证券清算公司来做, 通过内部转帐进行, 而且只对买卖净差额进行交割。股票交易完成后, 投资者如果不想在短期内卖出, 就应办理过户, 这就是到发行股票的公司办理变更股票持有人户头的手续; 如果是记名股票, 过户前应有卖者的背书。

但是, 随着计算机的出现和广泛运用, 纽约股票交易所的这套股票交易程序已经受到了极大的冲击。1973年, 纽约股票交易所安装了一套由电子计算机操纵的市场资料系统, 它可以向世界各地的金融中心提供和显示该所交易大厅内的交易行情, 初步取代了以前的电话、报纸、电传等信息媒介。1977年, 美国还建立了国内市场间的电子交易系统。1979年, 纽约股票交易所又设置了一套专用于传递交易指令的电子系统。投资者若想从事电脑辅助买卖, 可事先向专门的咨询服务公司订购所需的线路服务, 每次使用交纳一定的使用费。使用这种“程序控制交易”系统的电脑, 要客户把规定的程序输入电脑, 让电脑按程序自动买卖股票。买卖纪录可自动即时入帐, 一笔交易可以在几分钟内完成。投资者还可以随时查阅自己投资的盈亏情况, 及时制定决策。1987年10月19日股市暴跌时, 美国有数以万计的投资者因无法与经纪人接通电话而蒙受了损失, 但利用这种电脑系统的人却能及时把损失降到最低点。(7)交易所内的交易公平性显然已受到了破坏。为此, 纽约股票交易所最近对电脑程序交易作了规定, 当道·琼斯指数下跌超过50点时, 只准买进不准卖出, 当道·琼斯指数上升超过50点时, 只准卖出不准买进。(8)这一规定有效地避免了股市行情过分地大起大落。

四

在纽约股票交易所及其分支机构纽约期货交易所 (New York Future Exchange) 进行的股票交易方式大致有六种, 这就是现货交易、保证金交易、期货交易、股票指数期货交易、期权交易和期货合约的期权交易。

现货交易是股票交易中最基本的交易方式, 在这种交易中, 买者交出现金向卖者收取股票, 卖者交出股票向买者收取现金。成交之后在规定日进行交割, 但在交割之前, 买卖双方都不许转卖或买回股票, 即不许冲销或解约。现货交易通常是为了长期投资, 而不是为了投机。

保证金交易也叫垫头交易 (Margin Trading), 这种交易方式的特点是投资者利用交付占所买股票总金额一定比例的保证金来购买股票。这种交易方式实际上是一种信用交易, 一个投资者要是有足够的财力并且信用可靠, 他可以到证券公司去开立一个保证金帐户, 以后如想买进股票, 就可以通过通过该帐户按比例支付一定的金额。当投资者在证券公司开设保证金帐户时, 证券公司一般都要求同该投资者签订保证金协议书; 按照协议书的规定, 投资者用保证金所购买的股票, 必须全部放在证券公司作为抵押品; 如果证券公司向银行借款, 为投资者垫付购买股票所不足的款项, 证券公司就会拿这部分股票给银行作为抵押。

目前, 纽约股票交易所大约有100多万多个保证金帐户。按照纽约股票交易所的规定, 凡是利用保证金方式购买股票的, 交易额必须在2000美元以上。保证金占交易金额的比例是根据联邦储备银行“T条例”的规定来定的。联邦储备银行往往在考虑银根松紧、通货膨胀率的高低、股票成交量的多少以及整个经济形势的情况等方面的因素之后去确定这个保证金比率 (垫头率)。保证金比率如果定得高, 就会减少投资者对股票的购买, 反之, 则会刺激投资者购买股票。因此, 保证金比率是联邦储备银行控制和调节金融市场的一种手段, 这种手段既有利于活跃股票交易市场, 同时也为股票投机创造了条件。

保证金交易的风险取决于投资者对股价趋势的判断以及市场利率的高低。如果股票行情看好, 利用保证金购买股票就可以获得更高的收益。假定这时的保证金比率是50%, 那么投资者垫付的保证金就可以支配双倍金额的股票, 股价上涨时也就可以获得双倍的收益。尽管证券公司垫款部分的利息要高于银行贷款利息, 但投资者除了资本增益之外还可获得全部股票的股息。然而, 要

是判断错误，股价下跌，损失就会重于现货交易方式；这时投资者就必须按照纽约股票交易所的保证金维持（Margin Maintenance）的规定和有关证券公司的类似规定补充保证金不足部分。纽约股票交易所的规定是：假定客户将股票出售后，其金额除偿还贷款外所剩余额不足以购买相同数量的同种股票的25%，那么就要补足这部分差额；如果投资者购买的股票不止一种，那么就采用加权平均的办法来计算。

股票交易的第三种方式叫期货交易。期货交易是指买卖双方成交后，交割和结算要在规定的日期进行，交割和结算所依据的价格是买卖契约签订时的期货市价，而不是交割时的市价。在实际交割时，双方一般都用相反的契约来抵消。

期货交易开始时双方都要向股票交易所交纳按成交额一定比例计取的保证金，用做以后期货到期亏损情况下的支付保证。由于在订契约时买卖双方都不需要有股票和现金，这种交易也就被称为买空卖空。先买后卖盼望以后股价上涨的叫做“多头”，先卖后买盼望以后股价下跌的叫做“空头”。期货市场上一般有两种人，一种是套期保值者（Hedgers），另一种是投机者（Speculators）。套期保值是指在买进或卖出现货的同时，在期货市场上卖出或买入同等数量股票的期货合同。在期货合同到期后，因价格变动而在现货市场上造成的盈亏，可由期货交易上的亏盈得以平衡。套期保值者利用期货保障自己不因不确定的价格变动蒙受损失，投机者则利用期货市场来牟利。若投机者预测价格上升，便做买进的股票期货，以便到时按较高价格出售，从而获得利润；如预料价格下跌，投机者则先卖出，希望以后以更低的价格买进以对冲。

上述的期货交易是针对某一种股票而言的，对于许多投资者来说，他们往往觉得对总的股市行情的预测有把握，而对某一种股票的行情的预测就缺乏信心。1982年5月，纽约期货交易所出现了一种被称为“股票交易中的一场革命”的股票指数期货交易方式。（9）这种方式的交易与期货交易很相似，不同之处在于它所反映的是多种股票涨落的综合结果。目前，纽约期货交易所使用的是纽约证券交易所的综合指数，它代表2100种股票的基期加权总值平均指数。股票指数期货的价格是由“点”来表示的，指数每升降一个点，价格就升降500美元。由于这种交易的涉及面大，就会出现有些人拥有的少数几种股票的市场价格上升，而总的股票市场行情下降的情况。

第五种交易方式为股票期权（Stock Option）。它是投资者通过签订合同花一定保险费（Premium）买得的一种在特定时期内按协议价格（Striking Price或Exercise Price）买进或卖出股票的权利。期权合同分行使看涨期权（Calls Option）的买多合同和行使看跌期权（Puts Option）的卖空合同。这种交易方式与期货交易的不同之处是投资者在行情对己不利的时候可以放弃买股或卖股的权利，损失的只是保险费。另外，在到期之前，期权可以转卖，股价波动越大期权价越高。期权合同的期满日期（Expiration Date）、协定价格和每份股权的股票数等都已标准化，这种标准化大大便利了交易的进行，使市场富有流动性（Liquidity）。

在上述五种交易方式之外，1982年下半年美国金融市场把期权和期货结合在一起，设计出一种新的交易方式——期货合约的期权交易（Options on Futures Contract），并在1983年开始了股票指数期货的期权交易。纽约股票期货交易所也从1983年开始进行这种选择权股票期货交易。（10）

选择权期货交易是结合期货和期权的长处的一种交易方式。期货交易具有下本不大而获利多的特点，而期权交易则具有风险有限的特点，两者结合在一起正好使投资者既不必冒太大风险又能“一本万利”。换句话说，期权交易的参加者可以利用有关的期货市场的价格变动取得好处，但可不必在市场上承担一种“地位”。期货合约的期权交易中的看涨期权，是指期权持有人购买有关的期货合约的权力，看跌期权则是期权持有人出售有关的期货合约的权力。

与一般的股票期权一样，期货合约的期权交易也有保险费、协定价格、期满日期以及在期满日前任何时候执行期权的规定。不同的是，投资者在执行期权时期权的出售者进入的是一种期货地位；看涨期权的持有人行使期权时，看涨期权的出售者（Call Writer）即要进入空头期货地位；而看跌期权的出售者（Put Writer），在看跌期权持有者行使期权时，即不得不进入多头期货地位。每一份选择权期货合约可以有不同的系列，这种期权系列（Option Series）的存在是由于同一期满日的合约可以有不同的协定价格。

购买期权时需支付一定的保险费。保险费的高低视供求关系和期权的价值而定。如果期权具有内在价值（Intrinsic Value），那就意味着期权持有人处于有利地位（in-the-money），这可以是看涨期权的协定价格低于期货合约的市场价格，或者看跌期权的协定价格高于期货合约

的市场价格。如果期权的协定价格等于目前有关的期货价格，那么期权持有者就处于中性地位（at-the-money）；而如果期货合约的市场价格低于看涨期权的协定价格或高于看跌期权的协定价格，那么期权持有人就处于不利地位（out-of-the-money）。但是，处于有利地位并不意味着一定是有利可图，一方面期权的内在价值可能与保险费相等，这时投资者处于平价状态（at parity）；另一方面，期货的市场价格还可能波动，期满时行情如何还不确定。期权的内在价值高，保险费自然就高。在保险费高于内在价值时，超出部分被称为时间价值（Time Value）。显然，离期满日期越长，时间价值就越大。

五

在以上的六种股票交易方式中，现货交易、保证金交易和期货交易是较为传统的交易方式，而期权交易、指数期货交易和选择权期货交易则刚刚兴起不久。许多人认为，新的几种股票交易方式有很明显的投机色彩，甚至保证金交易和期货交易这两种传统方式也有一定程度的投机因素。这种看法不无道理，但是，问题仍然在于对投机这件事情应该怎样去认识和理解。

我们知道，股票的交易及股票的流动性本来是股份公司制度的内在规定。历史上，企业的发展经历了一个从工人、管理者和业主三者的统一到统一和分离并存的过程。股份公司既较为充分地体现了这三种主体的彻底分离，同时，它本身又是每种主体的规模需要，尤其是资本化的业主的规模需要以及资产风险分散化的产物。经济风险根植于经济生活本身的种种不确定因素中。就企业而言，投入、产出和销售的各个环节都存在不确定性；原材料、资本品、劳动力和新资本的投入以及整个生产过程，存在着价格风险和其他人为的以及自然的不确定性；销售方面的不确定性来自于人们对产品的偏好、需求，消费者的收入，消费时尚和交易费用等等因素的变化。股份公司制度分散资产风险这一点，是通过投资者接受不能退股的原则从而取得卖股权、收益权和知情权来达到的。在有限理性和信息不完全的现实环境中，不同投资者拥有不同的信息，对未来的情况有着程度不同的判断，股票的流动和股票价格的变化也就是自然而然的事情。

股票尤其是普通股的风险明显大于储蓄、贷款和债券的风险，但是，投资于股票一般反映了人们对“小成本、中概率和中收益”的偏好，这一点既不同于人们在加入各种保险时所反映的对“小成本、中概率和大补偿”的偏好，也不同于赌博时对“小成本、小概率和大收益”的偏好，尽管这三种偏好可能同时集中在同一个人身上。股票的交易方式之所以花样翻新，一方面当然是由于虚拟资本在脱离实际资本后取得的更大程度的自由发展空间，另一方面则是由于人们对这种风险投资日益谨慎，套期保值和选择权交易就反映了这一点。只是，在股票投资这里，谨慎的手段同时也正好是冒险的手段；有人不愿意大冒风险或多冒风险，就必然有人愿意大冒风险或多冒风险，否则，一一对应的股票买卖就无法做成。因此，股票投资或股票投机，既反映了不完全信息下的个人预期，又反映了有限理性下的个人偏好。股票交易方式的多样化，已经使一般的投股偏好同赌博的偏好、保险的偏好更多地集中在一起了。

当然，不同预期和偏好下的股票交易必须要有相对平等的信息源和相当规模的股票量为前提，否则就不可能有公平的交易。投机是合法的，但“内部交易”则不然。没有一定的规模，股票交易方式的发展就没有基础。从这个角度看，股票交易方式的发展反映了美国股份制度的成熟。而在股份经济刚刚兴起的中国，急于发展股票现货交易之外的其他交易方式，显然是不切实际的，问题并不仅在于观念方面。

注释：

(1) 规模较小的还有科罗拉多州泉城交易所、檀香山交易所、弗吉尼亚州里士满交易所和惠林交易所。

(2) 由于既有股票又有债券，故中文有时称纽约股票交易所为纽约证券交易所。

(3) 参见Richard J. Teweles, *The Stock Market*, 1982, pp. 102-103.

(4) 参见马跃：《美国证券市场》，法律出版社1989年版，第73—74页。

(5) 参见Robert Sobel, *Inside Wall Street*, 1977, Chapter 2.

(6) 一般有现金帐户、保证金帐户、联合帐户和个人退休金帐户等几种。

(7) 韩振才等：《股票世界风云录》，北京出版社1989年。

(8) 张亮：《华尔街为何又在“颤抖”》，《人民日报》1990年8月25日。

(9) 美国密苏里州的堪萨斯农产品交易所 (Kansas City Board of Trade) 是第一个经营股票指数期货的交易所，时间是1982年2月。

(10) 唐雄俊：《美国金融市场新知识》，上海翻译出版公司，1986年。