



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006 年第 13 期(总第 125 期)

2006 年 4 月 21 日

确立经纪人制度是建立新层次 股票市场的中心点（上）

中国社会科学院金融研究所 王国刚

在推进高新技术开发和科技产业化过程中，建立多层次股票市场体系再次提到议事日程。如何建立一个不同于沪深 A 股市场的新层次股票市场，是其中的主要内容和主要着力点，为此，各层面人士甚为关注。笔者认为，建立新层次股票市场的根本点，是确立经纪人制度。主要理由如下：

一、多层次交易规则：多层次股票市场体系形成的标准

债券市场和股票市场是证券市场的基础性构成部分。债券交易大

多以无形市场为主，为此，多层次的债券市场主要根据不同债券品种发行中的各种约定条件而划分。例如，可以根据债券特点将债券市场划分为：中央政府债券市场、地方政府债券市场、公司债券市场、垃圾债券市场和资产证券化债券市场等等。但与此不同，股票市场以有形的交易市场为主，股票交易是这一市场的轴心，为此，多层次的股票市场主要根据股票交易的不同规则而形成和划分。例如，纽约股票交易所内挂牌交易的股票，当在纽交所系统内按照纽交所的交易规则进行交易时，它属场内交易范畴；当由交易双方在纽交所之外进行大额交易时，遵守的是不同于纽交所的另一交易规则，由此，形成了第三市场。又如，Nasdaq 有着四个层次的交易规则，分别适合不同的经纪人（做市商）、公众公司和投资者的需要，由此，形成了从第一市场到粉单市场的四个层次市场。再如，日本东京证券交易所有着两个不同层次的交易规则，据此，将股票市场划分为一部市场和二部市场。可见，交易规则的多层次性是多层次股票市场的基本划分标准。

多层次股票市场依多层次交易规则而划分的内在机理主要有四：

第一，股票交易规则连接着股票的供给者与需求者，规范着交易双方的行为。股票交易市场从根本上说是股票买卖双方进行股票交易的场所。不论对买方（股票需求者或投资者）来说还是对卖方来说，离开了股票交易市场，都极难实现股票的交易。但要进行股票交易，不论是买方还是卖双方，就必须完整地遵守这一交易市场的具体规则；否则，就不能进入股票交易市场进行股票交易操作。

第二，股票交易规则导向着股票发行规则。股票发行，对发行公司来说是一个获得资本性资金的过程，对投资者来说是一个投资入股的过程。就此而言，似乎与交易规则没有直接关系。一些股份有限公司设立中的股份私募以及向已有股东再融资，都是不争的实例。但是，一旦涉及到公开发行的股票，情况就大为不同了。在公募中，股票发行中的各项规则都是为了满足上市交易（或进入交易市场，下同）而确

立的。它们有些是股票交易规则在股票发行市场的延伸，一些则直接就是股票交易规则的运用。在多层次股票市场中，不同股份公司在股票发行中的每股价格、股份数量、信息披露充分程度、承销商、投资者群体等方面的不同，主要是因为它们都“瞄”着不同的交易市场；换句话说，各个交易市场在交易规则方面的差别决定了各家股份公司股票发行中的各项主要差异。

此外，股票交易规则还导向着股票的供给。主要情形有三：其一，对准备以存量股份申请上市交易的股份公司来说，在提出申请前，就需要按照目标市场（即它的股票准备进入的交易市场）的交易规则调整自己的各方面行为，以使公司治理、经营运作、财务指标和发展前景等符合交易规则的要求，由此，一旦条件成熟，存量股份就可通过申请而进入股票交易市场。在这一场合，股票在进入交易市场之前并没有形成一个发行市场。其二，对已上市交易的股份和公司来说，股票交易市场的走势直接影响着可交易股份的数量和上市公司（或公众公司，下同）的数量。在通常情况下，当股票交易市场持续高涨时，上市公司就可能增发股票，由此引致可交易的股份数量增加；股票交易市场也会接纳更多新的上市公司，这也将引致可交易的股份增加。但当股票交易市场持续下行时，一些上市公司就可能难以增发股票，一些上市公司可能回购已流通的部分股票，一些上市公司可能回购全部股票从而退出交易市场，还有一些上市公司可能因不能满足交易规则的要求而被摘牌，由此，引致可交易的股份减少。但不论是新股增发还是股票回购或者公司退市，都是交易规则所规定的，并且按照各个股市交易规则的不同而有所差别。其三，股票交易市场的新设，将引致一批新的股票进入交易市场，由此，使可交易股份数量增加。新设的股票交易市场，其主要规则与已有的股票交易市场有着明显的区别，它满足了那些难以在已有股票交易市场上市交易的股份公司的需要，因此，随着新设交易市场的展开和发展，多层次股票交易市场体

系中的股份供给量也将增加。

第三，股票交易规则激励着投资者的投资入股行为。股票投资者是一个多层次、多样化的群体，其中，既有各种各样的机构投资者也有取向不尽相同的个人投资者。有的乐于做多，有的倾向做空；有的风险偏好较强，有的风险偏好较弱；有的资金较少，有的资金较大；有的乐于操作新股，有的喜于投资老股；有的希望以小博大，有的习惯跟随投资，有的常常独往独来，如此等等。投资者的这些倾向要转化为股市投资行为，主要取决于各层次股市的交易规则对投资交易行为的界定。首先，在缺乏股票交易市场的条件下，投资者有再多的想法和希望，也不可能转化为现实的投资行为。这同时意味着，在缺乏多层次股票交易市场的条件下，必然存在一部分（甚至相当一部分）投资者的投资需求不能得到满足。其次，在缺乏交易市场不断吸纳新的股票进入交易市场的条件下，投资者要操作新股是不可能的；在交易规则不准许高风险公司股票入市交易的条件下，投资者要投资于此类股票也是不可能的；在交易规则中缺乏经纪人（包括做市商）提供信用交易安排的条件下，投资者要以小博大仍然是不可能的。最后，在交易规则中缺乏信息披露机制、退市机制等规定的条件下，相当多投资者可能不敢涉足股市投资。可以说，有什么样的股市交易规则就有什么样的股市投资者，因此，投资者是跟着股市交易规则走的。

不仅如此，在有了股票交易市场以后，相当多实业投资也是“瞄”着股票交易规则而展开的。在公司设立中，一部分投资者是怀着未来这些股份可能入市交易的心理而投资入股的；在公司运行中，相当多股东对公司的继续投资，盘算着这些股份进入交易市场的前景；在公司并购中，不论是股份出售者还是并购者在并购价格上都往往参照已交易的同类股票而展开。一个典型的实例是，2001年以后，随着创业板市场的设立“搁浅”，在此之前以创办的几百家创业投资公司顿时失去了进行创业投资的热情，一些公司转而以其他业务为主营对

象，一些公司则关闭停业，由此，真正的创业投资和相当一批希望获得创业投资资金的高新技术企业陷入资金困境。

第四，股票交易规则决定着股市监管体系。股市监管以监管交易市场为中心，这决定了，有什么样的股票交易规则就有什么样的股市监管体系；或者说，离开了股票交易规则，就没有股市监管可言。在股市历史上，相当长一段时间内（长达 100 多年）并无由专门的政府部门（或准政府部门）进行股市监管的体制，也就不存在与此对应的股市监管体系。这一体系在 20 世纪 30 年代以后逐步建立起来，其背景是 1929 年以后的美国股市崩盘。从监管实践来看，首先，贯彻“公平、公开和公正”的原则、维护投资者合法权益是股市监管的基本原则。这些原则的形成和贯彻最初都是针对股票交易规则不完善而言的。正是因为股票交易的历史上曾经发生过各种黑幕交易、司法不公正等现象，严重侵害了投资者的权益，给股票交易市场的健康发展造成了严重后果，才提出了这些监管原则。其次，防范和化解风险是股市监管的重心。防范什么风险、化解什么风险？从各国和地区的股市实践来看，主要是股票交易市场中存在着种种风险而这些风险常常是已有的交易规则所难以防范的。再次，提高上市公司质量、强化信息披露制度、加强中介机构监督作用等也都是为了维护股票交易市场的运行秩序，防范由此可能引致的风险。最后，各国和地区的法律制度都有着一系列禁止性和限制性规定，其中，禁止内幕交易、操纵股价等和各种限制性规定，或者直接就是针对股票交易的，或者是从股票交易中延伸的。

“多层次股票市场依多层次交易规则而划分”的另一含义是，单一层次的交易规则只可能形成单一层次的股票交易市场。以中国为例，在创业板市场迟迟难以设立而深圳证券交易所又多年缺乏新股上市的条件，经批准 2004 年在深交所设立了中小企业板市场，准许首发 4000 万股以下的股份公司可流通股在深交所挂牌交易，由此，

一些人认为，这就形成了与“主板”市场不同的另一个层次股票交易市场。事实上，中小企业板市场贯彻的依然是 A 股规则，它在股票交易方面与 A 股没有任何差别，因此，不属于一个新层次的股票交易市场。举例来说，假定一个中学招进了 200 名高一学生，这些学生不按中考分数的高低分成四个班，它们是高一年级；按照中考分数的高低，将高分编入一个班、次高分编入第二个班等等，并不会改变四个班都是高一年级的性质。如果仅仅按照可流通股份的数量就可将股票交易市场划分为若干层次，那么，由于在理论上数量是无限可分的，由此，就可按照某个单位数（例如 500 万股）将 A 股市场划分为众多层次的股市，可这种划分又有多少实际意义？须知，“国王新装”已是孩儿都知晓的故事。

二、经纪人：股市交易规则的主要制定者

从历史的角度看，股市交易规则最初是由经纪人制定的；从现实的角度看，股市交易规则是在以经纪人为主的股市运作者的推动下不断完善的。

从最一般意义上说，股市经纪人是代为股票持有者卖出股票和股票购买者买入股票并从中获得佣金收入的中介人。在欧美股市发展历史上，经纪人在设立股市和推进股市形成的过程中，既制定了股市交易规则，也造就了多层次的股票交易市场体系。

从美国股市历史来看，18 世纪 90 年代以前，由于可交易的股票数量较少，股票经纪人并非一个专业化的职位，它通常由商业经纪人兼任。但随着可交易股票数量的增加，股票经纪人之间在佣金水平上开始发生竞争，一些经纪人为了招揽客户而降低佣金，严重影响了其他经纪人在代理买卖股票过程中的业务收入，由此，1792 年 4 月，一些实力较强的经纪人（21 家经纪商和 3 家经纪公司）在一颗梧桐树下举行会议，签订了“梧桐树协定”，承诺“将以不低于 0.25% 的

佣金费率为任何客户买卖任何股票”¹，同时，“在规定的交易时间内，市场必须是连续的，所有签订协议的人在交易中必须缴纳一定数额的佣金。没有在协议上签名的人们如果想参加交易必须缴纳更高的佣金。”²由此，有了第一份有文字记载由经纪人签署的股票交易规则³。此后，随着股票交易市场的设立，经纪人根据具体的股市特点，制定了一套又一套股票交易规则。

股票交易市场是由经纪人设立的。最初的股票交易在街头、咖啡屋等地按照一些不成文的交易习惯展开，随后，一些较为成功的经纪人开始在他们的办公室举行定期的股票拍卖，由此，形成了后来被人们称为“柜台市场”的股票交易市场。1792年，一些经纪人决定在华尔街22号建立一个拍卖中心并将其称为“股票交易所”，由此，有了纽约股票交易所的雏形。这个拍卖中心的主要规则有三：一是经纪人可以为客户也可以为自己买卖股票；二是意欲出售的股票存放在拍卖中心；三是拍卖人根据交易量收取佣金。此后，以下一系列现象是值得关注的：

第一，纽约股票交易所的设立。1817年，纽约股票拍卖中心的主要经纪人派人到费城股票交易所进行考察，于2月25日起草了一份几乎与费城股票交易所章程一模一样的章程，将原先由28名经纪人构成的经纪人委员会更名为“纽约股票交易委员会”。这一章程的主要内容有四：一是由交易所总裁和助理主持每天的股票拍卖；二是至少具有1年经纪业务经验的经纪人才有成为新会员的资格；三是实行次日交割制度，以防过度投机；四是禁止“对敲”，以防造成股价波动的假象。

但纽约股票交易所的设立，并不意味着其他交易市场的消失。且不说费城股票交易所依然是当时最主要的股票交易所，就是场外交易

¹引自【美】约翰·S·戈登著《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起》，中译本，第27页，中信出版社2005。本节如无专门加注，引文均出自该书。

²引自【美】查理斯·R·吉斯特著《华尔街史》，第6页，经济科学出版社2004。

³这种固定佣金制一直到1975年5月1日才最终在华尔街退出历史舞台。

也相当活跃。“华尔街的大部分交易活动还是在大街上进行的，许多不能成为交易所会员的经纪人在路灯柱下买卖股票。这里的交易量经常超过场内……很多新证券在交易所上市交易之前，是在承销商的办公室开始交易的。”⁴

第二，新的股票市场的设立。纽约股票交易所的设立和发展，并没有成为限制新设股票交易所的制度机制。“在 19 世纪 30 年代牛市的最高峰时期，场外经纪商因为不能进入股票交易所，曾组建了一个交易所与正式的股票交易所抗衡，它被称作新交易所。”⁵1864 年，煤洞交易所重组更名为公开经纪人交易所；到 1865 年，它的交易量已经达到纽约股票交易所的 10 倍之多。1865 年，石油交易所成立，它主要是为交易石油公司股票而设立的。1868 年，古尔德创建了国民股票交易所，着力实现伊利股票德交易。1869 年，公开交易所与纽约股票交易所合并，组建了新的纽约股票交易所。1870 年，矿业交易所重新开业，它的主要交易对象是矿业公司（包括开采和加工）的股票。1921 年，纽约场外交易所设立，1953 年，它又更名为美国股票交易所。1971 年 2 月 5 日，纳斯达克（Nasdaq）正式投入运营，这标志着一个新的股票交易市场的形成。

各种股票交易市场得以设立和发展的内在机理是，股票交易市场是经纪人从事股票买卖的市场，只要在已有的股票交易市场中代理买卖股票的需求（包括变化了的需求）难以得到充分有效的满足，他们就将寻求设立新的市场来实现这些交易。

第三，场外交易市场始终是股票交易所的一个主要竞争者。场外交易市场是由经纪人组成的一个非正式网络，它为那些不在任何交易所挂牌交易的股票提供一个交易市场。经纪人们或者通过为客户提供买卖股票的机会获得佣金收入，或者通过自己买卖股票赚取价差收入。由于经纪人们可以完全自由地交易他们愿意交易的任何股票，同

⁴同上，第 51 页。

⁵同上，第 66 页。

时，交易成本更低（例如，不必向交易所缴费），所以，他们常常可以向客户提供比交易所里更好的价格。事实上，不仅中小经纪公司通常利用场外市场的价格优势来为其客户提供服务，就是那些大型经纪公司也常常这样做。这形成了后来《联邦证券法》中有关“经纪人应为其客户寻找到股票的最好报价”的专门规定。

在交易所设立之后，场外市场的交易活动始终没有停止，即使在纽约股票交易所因种种原因暂停开市的日子里，场外市场也依然运转着。几个重要的实例是：

其一，1856年，华尔街可交易的股票已达1420只，但其中绝大多数并不在纽约股票交易所交易，原因是它不接受那些新的未被市场检验过的股票；但这些新股票却受到经纪人和投机者的青睐，成为场外交易市场的主要交易对象，因此，它的日交易量经常超过7万股，远高于纽约股票交易所6000股的交易量。

其二，1873年9月13日，凯恩-考克斯公司破产，引致了华尔街股市的暴跌。9月20日纽约股票交易所宣布无限期休市，并禁止其会员在交易所之外交易股票，但大部分会员对此项禁令不予理睬，继续进行场外交易。在这次股灾中，有287家经纪公司破产倒闭。

其三，1914年7月下旬，第一次世界大战爆发的前夜，华尔街股市开始放量下跌。7月31日，伦敦交易所宣布暂停交易，随后，纽约股票交易所也宣布闭市。与此同时，场外交易市场几乎在一夜之间就活跃起来了，一些场外经纪人宣布他们愿意买卖纽交所的挂牌股票，每天上午10点到下午3点，大约有100多名经纪人在紧张地进行交易。

诚如《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起》作者约翰·S·戈登所说的那样：“华尔街从来都不像它的名字听上去那样是一个利益的整体，银行、大保险公司、路边市场、柜台交易市场，以及纽约以外的很多地区性交易所，它们都有自己不同的利益”，“甚至纽约股票

交易所的会员们也并不是铁板一块，那些靠佣金生存的公司（与公众进行交易的经纪公司）有他们的利益，而那些专门经纪人（他们在交易所场内进行交易）则有不同的利益。对那些收取佣金的公司来说，只要能得到最好的价格，不管在哪个市场买卖都可以；那些场内交易人，则当然希望交易被严格限制在纽约股票交易所的交易大厅内进行。”⁶

第四，交易规则的演变和调整。在推进股票交易市场发展同时，为了平抑股市动荡，维护股市运行秩序，在总结实践经验教训中，经纪人也在不断推进股票交易规则的完善。“经纪人队伍开始主导市场，因为他们的利益有赖于市场长期的稳定，所以他们严格执行规则，压制了投机者的猖獗活动，从而使华尔街逐步成为一个长期健康运行的资本市场。”⁷在美国 200 多年的股市发展历程中，从交易规则形成角度看，以下 10 方面事件是值得回顾的：

其一，1791 年 7 月随着合众国银行股票（BUS）首次公开发行，启动了美国股市的第一轮牛市。此时，股票交易规则基本从欧洲（尤其是伦敦引入），卖空规则和以实物券交割为基础的看涨期权与看跌期权规则，在美国首次应用，这导致了投机的可能性大大增加。随着股票交易量的增大和股价上扬，各种关于股灾的预言也开始出现。1792 年 3 月下旬，终于爆发了美国股市历史上的第一次股灾，汉密尔顿（时任财政部长）断然采取措施，以“保证恐慌不会摧毁基本上还完好无损的交易体制”，由此，避免了股灾负面效应的扩散。

其二，1835 年 12 月 16 日，纽约的一场大火结束了 19 世纪 20 年代以后的牛市。在这场大火中，一个交易所的员工抢出了纽约股票交易所的交易记录，为随后的交易所重新开业提供了必要条件。但这场大火还是导致了股市大崩溃，到 1839 年 3/4 的经纪商破产倒闭。

其三，19 世纪 50 年代以后，电报问世，纽约的股票经纪商成为

⁶同上，第 337 页。

⁷同上，前言部分

这种新型通讯媒介的最早也是最主要的用户，由此，结束了长达几十年之久的利用一连串旗语传递股市信息的历史，也结束了“跑腿者”的历史。许多最初以运送现钞和股票为主要业务的快递公司逐步转入了银行业和经纪业。

其四，19世纪70年代后半期，在总结伊利股票投机站的教训中，华尔街股票交易市场开始着手实施一系列变革。1868年11月30日，纽约股票交易所和公开交易所颁布了内容相同的监管条例，要求在交易所内拍卖的所有股票进行登记，上市公司的任何新股发行都必须提前30日通知交易所。此后，随着这两个交易所的合并，自律性监管条例不仅数目逐步增多，而且执行也愈加严格；另一方面，股票交易迅速繁荣，以至于纽约股票交易所市场可以称之为“主板”市场了。这意味着“经纪人占主导地位的纽约股票交易所对市场有越来越大的约束力”⁸。

其五，19世纪90年代，华尔街股票交易市场发生了一些具有重要意义变化：一是1892年，最终建立了一个大型清算所，为经纪商提供方便快捷的证券交割服务；二是1896年，道琼斯工业平均指数正式问世；三是现代会计制度出现，而“事实上，华尔街的银行和经纪人是推动现代会计职业产生，以及在美国上市公司中强制实施公认会计准则的主要力量。”⁹

其六，1920年，在斯图兹股票上，赖恩与纽约股票交易所的一些重要会员展开了多空大战，为了避免惨重损失的后果，纽交所的这些重要会员利用纽交所管委会的权利，亵渎了两条从未被打破的交易规则：一是“成交了就是成交了”，即成交事实不可更改；二是私人契约的隐私权不受侵犯，即交易双方中的任何一方不得向第三方泄露买卖合同的另一方。甚至，交易所的发言人声称：“交易所想做什么就可以做什么。”但在场外交易市场，这种情形不可能发生。

⁸同上，第153-154页。

⁹同上，196页。

其七，1929 年的股灾。保证金交易是华尔街延续了 100 多年的一种交易方式。在这种交易方式下，投资者只需支付股价 10% 的资金就可买入股票，不足部分由经纪人垫支。如果股价下跌，经纪人就将要求客户提供更多的抵押品，但如果客户没有足够价值的抵押品，经纪人就可能将其股票在低价卖出，使客户蒙受损失。另一方面，经纪人借给客户的投资资金，是由经纪人以证券为抵押从商业银行借入的。如果股票下跌，经纪人也必须向借款银行提供更多的抵押品，否则，借款银行就可能将其抵押的股票等证券在低价卖出。1929 年 9 月 5 日，纽约股票交易所的股价开始下跌，由此，扭转了长达数年的牛市行情。受保证金交易的影响，下跌势头逐步加快。10 月 29 日，道琼斯指数下跌了 22%，创下单日跌幅的历史纪录；下跌势头到 11 月 13 日才被止住（这场股灾本来到此可以划上句号），1930 年春季股市翻转向上，快速上涨。1930 年 6 月 17 日，胡佛总统签署了《斯慕特 - 霍利关税法案》，由此，既引致了美国经济的大萧条，也引致了随后长达两年半的股市下跌。1932 年 6 月 8 日，道琼斯工业平均指数下落到 41.22 点，与 1929 年的最高点相比，跌幅深达 89.19%。

1933 年 5 月 27 日《联邦证券法》出台，6 月 16 日《格拉斯 - 斯蒂格尔法》出台；1934 年《联邦证券交易法》问世。在这个过程中，纽约股票交易所于 1934 年通过了一项制度，禁止联手坐庄，禁止专门经纪人将内幕信息透漏给他们的朋友，禁止专门经纪人购买他们所做市的股票的期权。

根据《联邦证券法》和《联邦证券交易法》设立了联邦证券交易委员会，开始了有政府监管的股市发展历史。该委员会的第一任主席由约瑟夫·P·肯尼迪担任。他既是一个投机高手也是一个经纪人，办有自己的经纪公司。

其八，1838 年，惠特尼丑闻发生以后，纽约股票交易所出台一部新章程。它规定，交易所总裁不再是交易所会员，只是一名拿薪水

的雇员；经纪公司如果开办公众业务，就禁止为自己开设保证金账户；保证金的比例由联邦证券交易委员会决定；会员公司的债务限定在运营资本的 15 倍以内；经纪业务与承销业务必须分离，客户账户与公司自营账户也必须分开；卖空单只有在股价上升时才被认定有效。

其九，20 世纪 40 年代以后，在美里尔的推进下，华尔街经纪人结构发生实质性变化。通过连锁点运作模式，美林公司脱颖而出。它摒弃了过去只拥有少量客户的经纪公司模式，建立了拥有成千上万客户的新的经纪公司运作模式。到 1960 年，美林公司的拥有了 54 万个经纪账户。新的运作模式推动了经纪人运作和股市规则的一系列变化：一是通过培训客户经理，提高了经纪人的专业知识水平，为注册代理人制度的实施创造了条件；二是证券分析成为一个专门职业立足于经纪人公司，并成为经纪人为客户服务的一项重要内容和基础条件；三是无形资产、净流动资产等成为分析公司价值的重要经济指标。这些变化，为后来的共同基金发展和养老金入市创造了必要条件。

其十，进入 20 世纪 60 年代以后，在经济和技术的进一步发展，华尔街股市规则又有了新的变化：一是 1965 年，实现了自动报价机与电子显示屏的联接。二是经过长达 40 年的讨论，终于在 1969 年成立了中央证券存放机构。三是为了降低大型经纪公司倒闭引发恐慌的可能性，美国国会按照联邦存款保险公司模式，建立了证券投资者保护公司。四是 1970 年新出台的一项法案，使得经纪公司可以发股上市，由此，结束了经纪公司只能实行合伙人制度的历史；1971 年，美林公司成为第一家发股上市的交易所会员公司。五是 1975 年通过了《证券法修正法案》，它要求建立全美“统一市场”体系，将美国的各个证券交易市场都连接起来，以改变“在股票、期权、金融期货之间进行套利”的可能，同时，“当一个市场发生的事件影响到另外一个市场的时候，就可以立刻采取恰当的措施防止一场崩盘”。¹⁰

¹⁰引自【美】查理斯·R·吉斯特著《华尔街史》，第 335 页，经济科学出版社 2004 年版。

综上所述不难看出，在美国 200 多年的股票市场发展史中，经纪人们在创造和建立各层次股票交易市场的同时，也在创造与其相对应的各层次股票交易规则，并随着经济、社会和技术的进步，不断完善着这些交易规则。

(未完待续)

本刊启示

为提高发行效率和质量，本刊已于 2006 年发行电子版。如您需要电子版刊物，请将您的姓名、单位和电子信箱地址发至：ifb@cass.org.cn，我们将按期及时给您发送刊物。同时，将不再给您寄送纸质刊物。

谢谢合作！

《金融论坛》编辑部

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn