



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006年第14期(总第126期)

2006年4月28日

确立经纪人制度是建立新层次 股票市场的中心点（下）

中国社会科学院金融研究所 王国刚

三、股市中心：经纪人的特殊地位和经济功能

经纪人在股票交易市场中的各种作用是由其特殊地位决定的。经纪人是通过代为客户买卖股票而获取佣金收入的中介人。这一简单定义，不仅包含了经纪人的特殊地位规定，而且包含了经纪人的一系列经济功能得以发挥的空间。

从地位来看，“中介人”意味着股市买卖双方是通过经纪人而联结的，买卖双方是以经纪人为中心而实现股票交易的。在实践中，股

票买卖双方彼此分散，买者有投资购股的需求，但苦于不知卖者在何方；卖者有售股收资的需求，但苦于不知买者在何方。即便有充分的时间，让买卖双方相互寻觅最终找到合适的交易对象、交易价格从而达成交易，每一方也要花费较高的成本，更不用说，其中是否还存在票钱的真实性问题。为了解决这一矛盾，经纪人作为买卖双方的“中介人”应运而生，他既解决了股票买卖双方的意向从而交易撮合问题，有大大降低了股票买卖双方的交易成本，因而，有了独立存在的价值。立足于股票交易中中介人的地位，在发展中，经纪人具有了如下一些功能：

经纪人的第一个功能是“客户中心”功能。经纪人的基本职能是，使股票买卖双方能够按照他们的委托意愿实现股票交易，即“撮合”。要履行“撮合”义务，经纪人需要具备一系列业务条件，其中包括：第一，具有尽可能多的信息。这些信息包括买方信息、卖方信息、市场信息和其他经济社会信息等，由此，及时把握各个股票市场的走势。第二，有着相对固定的经营场所和必要的设施。一方面是为了方便老客户上门和新客户找寻，另一方面，是为了提供服务的需要，因此，经纪人需要具有一定的资金实力。第三，提供必要的资金支持。在实行买空的条件下，买方只需交付规定的保证金数额就可买入股票；在实行做空的条件下，卖方也只需交纳规定的保证金就可卖出股票，其中的差额虽由银行提供资金支持但由经纪人向相关银行提供抵押品（因此，实际上是经纪人垫资），这决定了经纪人需要有向客户提供资金支持的能力。第四，具有专业水准。经纪人是专门从事代理买卖股票的专业人士（或机构），通过长期的实践探索，不仅有着一套分析各种行情的技术和经验，而且有着能够满足各类客户投资心理、风险偏好和运作特点的经营模式，因此，能够吸引客户上门。第五，具有自己的客户群体。每个经纪人（不论是自然人还是法人）都有着自己相对的独立客户群体。尽管一个客户（尤其是大客户）可能同时委

托多个经纪人代理其买卖股票，但每个经纪人通常有着他们各自相对独立的客户群体。这些客户群体既是经纪人的重要（甚至是“核心”）业务资源，又是经纪人业务拓展的基础平台。对经纪人来说，一定规模的客户群体也是保障其佣金收入从而经营良性循环的基础性条件，因此，各类经纪人都有其最低的客户规模界限。第六，严格遵守信用规则。这些信用规则包括尊重客户要求的规则、为客户保密的规则、切实履行合同的规则、忠实维护客户权益的规则和及时告知相关信息的规则等等。第七，有着良好的商业声誉。客户对经纪人的选择是自由的，一旦商业声誉不佳，客户就可能离开原先的经纪人而另寻新的经纪人。在自由竞争的市场中，一旦失去客户，经纪人就意味着关门倒闭，因此，经纪人要尽力维护自己的商业声誉，在一些场合，宁愿自己受点损失也要满足客户的要求。

正是因为具备了这一系列条件，所以，经纪人与客户之间形成了一种谁也离不开谁的紧密关系。在这种关系中，经纪人处于“中心”位置，客户围绕经纪人而展开股票买卖活动。经纪人的这种“客户中心”是基本的，其他功能均由此而延伸。

经纪人的第二个功能是风险防范功能。这有两方面的含义：一是在经营过程中，从主观愿望出发，经纪人有着防范自身运作风险和有条件地帮助客户防范风险的意愿；二是各类经纪人通过各自的防范风险，在客观上，起着防范股市风险的作用。

股市是一个高风险的金融投资市场。置身于这一高风险市场中运作，经纪人理应时刻关注市场走势从而市场风险的变化，通过运用各种技术手段和经验分析，尽可能贴近地预期股市（和个股）走势的进一步变化，因此，经纪人非常关注对股市走势的分析和预测，及时地收集各种数据和资料，运用最先进的技术（同时，也努力开发更为先进的技术），总结各种实战案例和运作方式，建立种种防范风险的机制。在单纯代理买卖的业务中，这些防范投资风险的机制，对提高经

纪服务质量、保障客户的盈利水平、增强经纪人的商业声誉和凝聚力、扩大客户规模从而增加佣金收入是至关重要的；同时，它也是经纪人向不同客户提供分类服务从而提高经纪服务价值（如佣金收费水平）的重要根据。在提供保证金交易的业务中，这些防范投资风险的机制，对于保障垫付资金（或作为抵押品的证券）的安全性是极为重要的，也是保障经纪人通过提供这类服务来获得利息收入的重要机制。在展开做市商的业务中，这些防范投资风险的机制，直接关系到经纪人在股票做市中的资金安全性和盈利水平。各个经纪人从不同角度运用不同机制防范着各类微观风险和各层面操作风险，其结果是降低了股市运行的总体风险，对避免股市经常性的大幅波动起着积极作用。

经纪人是一个代理买卖股票的庞大系统。以美国华尔街为例，按照职能划分，经纪人可分为佣金经纪人、交易所经纪人、零股经纪人、专门经纪人和证券交易商等等；按照市场划分，经纪人可分为纽约股票交易所经纪人，美国证券交易所经纪人，纳斯达克全国市场（Nasdaq-NM）经纪人、纳斯达克小资本市场（Nasdaq-SC）经纪人、OTCBB 市场经纪人和粉单市场经纪人等等；按照资格划分，经纪人可分为持牌经纪人和非持牌经纪人；按照性质划分，经纪人可分为自然人经纪人、合伙制经纪人和有限公司制经纪人等等。经纪人是一只庞大的队伍，1999 年仅美林公司就有持牌经纪人 1.4 万名。每个经纪人都相对固定联系着自己的客户，由此，将从事股票买卖的成万上亿投资者分散为一个个有着一定时空割断和防火墙的相对单元，避免因他们在时空点上过于集中可能引致的巨大风险，从而，在一定程度上，起着降低由非系统事件引致系统性风险的不确定程度，有着防范股市系统性风险的功能。

经纪人的第三个功能是开发创新功能。经纪人是一个独立经营、自负盈亏的经济组织，且处于一个贯彻优胜劣汰原则的完全竞争市场中，因此，有着不断开发市场的内在需求。在 200 多年的发展历史中，

只要有条件有机会，经纪人就不断地开发市场，创造新的可交易产品。具体表现在：第一，开发新证券和股票价值。在经营过程中，为了稳定客户、满足客户需求，他经常要向客户推荐可买卖的证券，由此，就需要对股票、上市公司（或公众公司）的价值进行判定。这种最初属被动性的业务活动后来发展成为主动性业务活动，即经纪人通过各种经验分析和技术手段努力挖掘和揭示已进入股市交易的各种股票的潜在价值，通过促成并购重组等来提高交易中的股票价值增值程度，积极发现具有可入市价值的新公司，同时，通过原生证券权益的重组，开发新的证券品种。第二，开发新的交易方式。股票交易从现券交易到以现券为基础的期权交易再到股指期货交易和以价差结算为特征的期权交易，从限制性指令交易到止损性指令交易再到市价指令交易，从全额券款交易到信用交易（即保证金交易），从现场交易到电子交易，如此等等，在这些交易方式开发创新中，经纪人都起着关键性作用。第三，开发客户的新需求。客户的需求，有些是显现的，有些是隐现的，一些则是未现的。在服务中，经纪人最初满足的是客户的显现需求，即客户直接提出买卖股票的需求，此时的经营模式基本上属“经纪人跟着客户走”。随后，通过咨询和推介，经纪人开始开发客户的隐现需求，并将这些隐现需求与新产品开发、新市场开发联结起来，从而，大大提高乐客户需求的满足程度，也有效增加了经纪人自己的业务收入。接着，通过广告宣传、新业务的推出，经纪人进一步开发了客户的未现需求，形成了“客户跟着经纪人走”的模式，巩固了自己作为“客户中心”的地位，也强化了他们在股票交易市场中的地位。第四，开发新业务。代理买卖股票是经纪人的最初业务（迄今，人们也还是以此定义“经纪人”的），但随着股市发展，经纪人的业务很快突破这一简单的限制，开始向投资咨询、财务分析等方面扩展，紧接着又向财务顾问、项目融资、承销股票、公司并购、资产重组等方面延伸，再后，在管理客户账户的基础上发展了资产管理业

务。如今在国际市场中诸如美林公司、摩根－斯坦利、第一波士顿、雷曼兄弟等显赫著名的公司，最初都是从经纪人业务发展起家的。第五，开发新市场。且不说美国历史上众多交易所和场外市场的兴衰过程，就是纳斯达克的四个层次市场也是在经纪人的推动下逐步建立的，即便如此，已有的多层次股市体系也还在不断发生新的变化。可以说，200多年的股票市场历史，同时就是经纪人不断开发创新的历史。离开了经纪人在各方面的开发创新，股市就失去了最基本的开发创新机制，也就不可能建立多层次、多样化和多样化的市场体系。

经纪人的第四个功能是维护股市活力和健康发展功能。股市经纪人依赖于股市的存在而存在、股市的发展而发展，因此，维护股市的运行活力和健康发展，是经纪人的根本利益所在。毫无疑问，在股市起步的初期，经纪人是一个彼此分散的群体，为了各自的生存和经营利益，一些经纪人也曾做出一系列严重损害股市规范发展的行为，其中包括操作股价、内幕交易、联手对敲、欺骗客户、传播谣言和制造虚假信息等等，这些行为不仅大大加剧了股市的上下波动，甚至直接引致多次股灾的发生。另一方面，在股票交易所设立后，一些经纪人也曾利用交易所的会员地位控制交易所的场内交易，排斥其他股市的设立和场外市场的发展，以达到垄断股市交易的目的。但是，随着经纪人对股市内在机制的认识和对共同利益的认识，他们也在不断推进交易规则的调整和完善，由此，逐步纠正早些年的不规范不成熟的操作行为；尤其是，在经纪人结构从以自然人和小公司为主的格局转变为以大型经纪公司和多样化经纪公司为主体的格局以后，通过证券商协会和其他自律组织，经纪人的视野大为拓展，对股市健康发展的认识也更加深化。在维护股市活力和健康发展方面，经纪人的作用突出地表现在：第一，维护市场竞争机制。在200多年的历史中，欧美国家的股市始终坚持充分发挥以竞争为核心的市场机制，这与经纪人的努力直接相关。内在机理是，只有竞争，经纪人才能不断挖掘和发现

新的业务机会，才能不断发展；一旦市场被某个或某些机构所垄断，经纪人的生存发展空间就将被大大挤压缩小。建立多层次股票市场体系，既是市场竞争的结果，也是维护市场竞争所需要的基本条件。因此，只要发生垄断，经纪人就将自主推进一个能够容纳竞争机制的新市场形成。第二，维护市场各类参与者的充分选择权。股市是由多种主体参与交易活动的市场，不仅不同主体之间在投资意向、风险偏好、运作目的和操作技能等方面差别甚大，就是同一主体在不同时空点的要求也会发生种种变化，因此，在股市投资中拥有充分选择权就成为经纪人、投资者及股市的其他参与者所关心的一个基本问题，也成为股市运行是否充满活力的一个基础性要件。一般来说，选择权（从而选择空间）越大，经纪人的业务发展空间就越大。经纪人在努力推进各种交易方式创新、交易对象创新、交易技术创新和交易市场创新过程中，激励和提高了股市运行的活跃程度。第三，维护股市的健康发展。且不说一系列有利于股市健康发展的交易规则是在经纪人推动下制定实施的，也不说 200 多年中多少代经纪人的艰辛奋斗才有了今日发达国家的成熟股市体系，就说投资者保护基金，也是在尚无政府监管部门的条件下，经纪人为了稳定股市发展而建立的一个重要机制。

经纪人在股市中的地位和功能突出反映了，股市实际上是以经纪人为中心的股市，多层次股票市场体系实际上是以多层次经纪人为中心的股票市场体系。这同时也就意味着，缺乏经纪人（或缺失经纪人）的股市是一个有着严重缺陷的股市。这种股市即便“有形”，也将“无神”。

四、内在机理：经纪人制度的市场理念

“市场经济”，用最简单的语言表述，是“以市场为中心的经济”。何谓“市场”？市场是形成买卖关系和买卖行为的场所。既然有买有卖，那么，就一定有供求关系和供求行为，其中，“供给”为卖，“需求”为买，因此，买卖关系和买卖行为也可表述为供求关系和供求行

为。

自第一次产业革命以后的 200 多年市场经济中，如何认识供给、需求和市场三者之间的关系成为一个理论研究和制度制定中的一个基本理念问题。从历史角度看，大致上，在 20 世纪 30 年代以前，西方理论界贯彻着萨伊定律，强调“供给创造需求”，由此，许多制度政策也以此为基础制定；随后，在贯彻凯恩斯主义过程中，这一理念发生了实质性转变，“需求创造供给”成为主流理念，由此，制度政策转向以“增加需求”、“需求管理”为主要内容。在中国，改革开放以前，从企业到政府部门都贯彻着“以产定销”的理念；80 年代中期以后，逐步确立了“以销定产”的方针；90 年代中期以后，在买方市场形成的条件下，才进一步确立了“以市场为中心”、“以客户中心”的经营总思路。

但在股票市场中，有两个问题是需要进一步探讨的：第一，股票买卖与股票交易是否在任何场合都属等价的概念？实际上，从早期开始，随着股票经纪人的出现，股票买卖和股票交易在相当多场合就已划分为两个不同的范畴。其中，股票买卖指的是，股票买方提出买入股票的需求，股票卖方提出售出股票的要求；股票交易指的是，由多个经纪人相互撮合实现股票的成交和钱票的易手（即交易）。股票交易并不直接在买方和卖方见面的条件下发生，买方和卖方只是单方面地与他的经纪人发生委托关系，股票交易行为由经纪人完成。第二，什么机制创造了“供给”或者“需求”？在缺乏市场机制的条件下，供给无法创造需求，需求也无法创造供给。与改革开放前的短缺经济相比，中国如今的市场繁荣和由此形成的巨大经济实力，主要得益于市场机制的发挥，恐怕不是“供给创造需求”或者“需求创造供给”所能解释的。从实践的角度看，以“市场机制创造现实的供给和现实的需求”来概括可能更为准确。在股票买卖双方彼此分散的条件下，很难说清楚，是股票的买方创造了股票的卖方，还是股票的卖方创造

了股票的买方？从欧美国家股票市场发展的历史看，更准确的表述应当是，股票经纪人作为一种基本的股市机制创造了股票的买卖双方。

毫无疑问，从最本源的关系上说，是股票买卖的双方创造了股票市场。但是，一旦股票市场形成，经纪人就开始了继续推进股市发展和创造买卖双方的历史。通过交易规则的调整完善、交易方式的创新、交易品种的创新和交易技术的进步，他们在不断挖掘开发可交易的股票及其衍生产品的同时，也在不断地开发新的供给者和需求者。从这个意义上可以说，股票经纪人开发创造了股票的买方和股票的卖方，并且他们以此为生存发展的基本职能和基本条件。

何谓“市场”？市场既非“供给”也非“需求”。市场是由交易各方的交易行为所形成的各种交易关系，因此，市场的核心功能是“交易”。供给和需求构成了市场的要件，但仅有它们既不能形成市场也不称为市场。一句俗语“有行无市”，典型地刻画了此间的关系。在股票市场中，交易是引致其他各方面功能展开（更确切说是“延伸”）的基本点。由于有了股票交易，才有股票的公开发行，由此，又进一步引致了股票承销、发股公司的融资选择等一系列行为的展开；由于有了股票交易，在交易中价格对交易双方的利益都具有决定性意义，才有了对公司财务制度的完善、公司价值的评估和资产定价研究，由此，又进一步引致了与上市公司（或公众公司）价值增值相关的项目融资、公司并购、资产重组等一系列事件的展开；由于有了股票交易，才有了对信息公开披露的要求、对内幕交易和操纵价格的惩治、对垄断的限制等等，由此，又进一步引致了股市监管体系的形成。显而易见，交易机制是股市的根本。

交易机制多层次性和灵活性，是保障股市竞争力和活力的基本机制，也是保障股市在发展中不断创造供给和需求的基本机制。经纪人制度是实现交易机制多层次性和灵活性的基本制度。其内在机理是，经纪人是一个多层次多样化的群体，不同层次的经纪人服务于不同层

次的股市供求群体，专业取向、专业内容和专业技术不同的经纪人服务于股市供求群体的不同方面要求，因此，以这些经纪人群体为中心而展开的股市体系必然是一个多层次多样化且具有竞争性和活力的股市体系。

经纪人制度的理念就是市场机制的理念。确立以经纪人制度为中心点的股市新体制，就是要确立以市场机制为主导的多层次多样化且充满竞争性和活力的股市体系。

一个突出的实例是，20世纪70年代以后，随着货币市场基金的出现，美国“大多数的经纪公司和投资公司都设立了不同的 MMMFs”，由此，引致了“这种由经纪公司提供服务的‘银行百货公司’潮流重新出现，对银行产生了很大的冲击”（引自[美]查理斯·R·吉斯特著《华尔街史》，第291页，经济科学出版社2004）。到80年代，随着调期交易、远期交易、期货交易和期权交易等金融衍生产品的进一步发展，“交易导向型服务已经是大势所趋。在传统的承销业务之外，券商还必须提供场外交易、并购咨询、外汇交易以及衍生保值等服务”（同上，第310页），由此，将证券业推入了现代金融市场的运行轨道。

（全文完）

参考文献（略）

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