

战 略 篇

关于发展中国证券市场的 战略思考

一、什么是证券市场的大智慧

《上海证券报》开展“寻求证券市场大智慧”的讨论已经有一段时间了。随着时间的推移，讨论的深入，越来越感到它的意义非同一般，套用这场讨论发起者的提法，它对发展我国的证券市场的确具有“大意义”。

本来，关于我国证券市场，我是有自己的一些看法想要说说的。但开始时自知资质驽钝，岂可妄言大智慧。如果是讲一般的智慧，无非是指人的聪明才智，或人对事物分析、判断、处理的能力，常人都有，其区别不过是多少的不同。在这个层次上，我或许可以饶舌一番。至于“大智慧”，我确实颇感茫然。当然，字面上也不能说完全不懂，汉译佛教经典中有“大智度”一词，或许就是大智慧。若如此，则大智慧的意思类似“般若”（音 bō rě）。“般若”是梵语音译，虽然可意译为智慧，但佛学家特别指出它不是一般的智慧，而是大智度：龙树菩萨著《大智度论》（日本版《大正藏》第25卷）上说“般若者，一切诸智慧中最为第一，无上无比无等，更无胜者，穷尽到边”。因此是一种超越世俗认识的特殊智慧，非凡夫俗子所能有。这样的超越世俗的智慧我没有，自然只能“三缄其口”。

现在看来，我是钻牛角了。证券市场本是世俗之事，它也就不存在超人圣“无上无比无等”的大智慧。对证券市场，宏观管理或监督者、经济学家、证券业者、企业家和股民（此称呼从习惯），各有各的认识、判断和应对能力，即各有其智慧。这些智慧各植根于事物的不同层面，本无大小高低之分，我们既不能有上智下愚的偏见，也不能信奉“肉食者鄙，未能远谋”的教条。我认为，迄今为止我们各自对证券市场都有一定的正确认识，并以之指导自己的实践，正因为如此，才有中国证券市场在短短几年中从无到有迅速崛起，说明我们有智慧；但是毋庸讳言，我们对证券市场尚缺乏统一而全面的正确认识，以致中国证券市场还存在诸多问题，在这个意义上说，我们的智慧是不足的，不全面的。为了我国证券市场的健康发展，目前最需要的，是从对证券市场的根本认识上、从其发展的战略全局上认真研究解决若干问题。从根本上、从战略上、从较长的时间跨度来辨析、判断和正确处理证券市场的知识和能力，这就是证券市场的大智慧。

有鉴于此，以下冒昧地就涉及证券市场称得上是大智慧的若干问题略陈管见，以就教于方家。

二、发展中国证券市场应认清的几个大问题

世界发达的市场经济国家，无不有发达的证券市场。这绝非巧合，而是因为它是发展市场经济不可缺少的好东西：证券市场通过证券特别是股票的发行、流通转让、价格涨跌，直至公司的收购兼并，实现资本—资源的优化配置（资本重组或资产重组是资源配置的一种形式）提高社会经济的运行效率。我们既然决定要搞市场经济，就要搞证券市场；要大力发展市场经济，就应该大力发展证券市场。是否坚定不移

地大力发展证券市场，这是目前寻求证券市场大智慧首先要解决的问题。

或许有人问，我国的证券市场已经搞了这么多年，取得了值得称道的成绩，起了很好的作用，发展证券市场还有疑问吗？实事求是地说，在我国，要不要大力发展证券市场的问题，到目前为止并没有完全解决。从认识上看，不说对股市的种种疑虑，也不说对年幼的尚处于试验阶段的中国证券市场存在的问题有意渲染，就是将证券交易与赌博完全等同，直至还在问姓“资”姓“社”之类的议论也时有所闻。从实践上说，则是对证券市场的发展加以过多的限制；出现问题时，缺少爱护、促进规范化发展的热情，许多时候不是从立法上找不足，从监管上堵漏洞，不是谁违法、违规就处理谁，而是以堵塞代替疏导。因此，我认为，为了改变我国证券市场各方面都不满意的现状，促进其健康发展，目前亟须运用大智慧，从对证券市场的根本认识上、发展的战略全局上和较长的时间跨度来认真研究问题，取得共识。

第一，在发展证券市场问题上，要反“左”，要普及基本知识。中国的改革最终定位在建立社会主义市场经济体制，经过多么长的一个艰苦曲折的过程，我们大多知道。我们同样也了解其中决定性又颇具戏剧性的变化。中国改革开放的总设计师邓小平一言九鼎，对改革目标的确定起了决定性作用。为什么会是这样？在复杂的诸原因中，“左”是一个非常突出的因素。股票、证券市场这些市场经济中最“尖端”、在传统体制下最受批判的东西，当初若不是小平同志“要坚决地试”的坚定态度，中国的证券市场恐怕发展不到今天这样的程度。但中国证券市场的一些根本问题至今没有解决，在诸多因素中，“左”的影响占的分量很重。小平同志讲，现在有的东西影响我们，也有“左”的东西影响我们，但根深

蒂固的还是“左”的东西。中国要警惕右，但主要是防止“左”（邓小平，1992）。我认为，贯彻落实小平同志这个思想、这一指示，似乎也存在一手硬一手软的问题。我们在防止“左”、反对“左”、消除根深蒂固的“左”的东西的影响方面，无论是重视程度、舆论动员直至处置态度与举措，恐怕比另一手要软多了。这种状况理应改变，两手都要硬。要使人们从“左”的禁锢下解放出来，真正懂得小平同志的生产力标准，牢牢掌握“三个有利于”。当然，无论对“左”对右，主要都还是个教育问题。这里的教育，既包括思想政治教育，也包括基本知识的教育。因此，我们在这方面有一个在全社会大力宣传普及有关证券市场的基本知识的任务。不具备证券市场基本知识，就不可能对证券市场有公正的看法和科学的评价，就不可能成为证券市场上合格的投资者、投机者、中介者和监管者。我希望，或者说建议中央在这方面也带个头。中央领导同志近一时期已听过科技、法律等方面的课，是否也请有关专家讲讲金融证券、股票期货？我想，知识的普及是形成大智慧的基础，当属首善之举。

第二，摒弃对投机的成见。投机不是赌博，否定投机就否定了证券市场，要发展证券市场，就必须为投机正名。在当今世界上，没有任何一个国家像我们这样对证券市场的投资和投机问题争论不休。由于其影响既深且远，对投资特别是对投机的正确认识，倒真成了大智慧的组成部分，似有必要多说几句。

所谓投资，是在一定时期内，期望在未来能产生（带来）收益而将收入变换为资本的过程。为了获得收益或利润进行投资，可分为生产资料投资（投资于实物资产）和金融投资（投资于金融资产）。投机（Speculate），是通过承担某种业务风险而获利，特别是指希望从市场价格波动中获利而进行的

买卖。由此看来，投资和投机是既有联系又有区别的经济范畴。比如，投资与投机都有收集、分析、利用信息，抓住机会为获利而投入的一面，特别是当投资是金融投资的时候，投资与投机在形式上是同一的、难以区分的（当然，一般也没有必要去区分）。两者的主要区别在于，投资的风险和收益都与使用该投资的生产经营过程相联系，而投机的风险和收益则直接取决于市场价格的波动和主体对它的认识和把握；投资通常是以“买”的形式投入，其收益表现为凭此对生产经营所形成“剩余”的索取，而投机则是买卖双向操作，收益来自价差。显然，在一定条件下，特别是在金融市场上，投资与投机是可以互相转化的。对社会来说，投资固然是绝对值得肯定的好事，应当提倡和鼓励；但投机却也绝谈不上是应予否定的坏事。在市场经济条件下，投机对经济的活跃与稳定具有难以替代的作用，应该利用，也应当通过法律等加以规范，在规范中予以保护。对个体来说，投资和投机都是有风险的，是从事投资或是投机，在道德上虽无高尚与卑下之分，选择时不必有这方面的顾虑，但它们对主体的知识准备和承受能力的要求的确不同。如果说，投资最忌盲目，投机则切不可蜕变为赌博。

投机是一种经济活动、经济行为，它通过承担业务风险（Business Risk）获利，因促进资源的优化配置或优化重组，而对经济的稳定和发展有积极作用。赌博行为承担的不是业务风险，而完全是通过撞大运、博概率来攫取对方的钱财，它对经济的发展和社会的稳定基本上没有积极作用。我们虽然不能说在证券市场上没有赌徒，不能否认有少数人以赌博的方式在证券市场上从事短线炒作，但我们也决不能以偏概全，混淆投机与赌博的本质区别，进而像否定赌博那样否定投机。然而不幸的是，将投机混同于赌博，看作不光彩的行

为，甚至企图在投机与犯罪之间建立某种联系的偏见，至今仍然有一定的影响。现在是澄清或廓清这种传统文化中消极面与“左”的思想影响混合而形成的错误认识的时候了。限制投机就是限制证券市场的发展，否定投机就是否定二级市场，进而窒息整个证券市场。如果仅仅允许或只提倡购买股票后坐等派息分红，那么，利用股份公司形式配置资源的方式将受到致命性打击；股东用脚投票这种刺激企业提高经济运行效率的机制便不复存在；通过市场机制的作用，实现公司购并、资本重组而达到社会资源配置优化也将无从谈起。因此，必须为投机正名。

第三，走出所谓“过度投机”的误区。过度投机不是一个科学概念，证券市场健康发展所要解决的，一是非理性投机，二是非法投机。

现在，从上到下，从理论界到实际工作部门，对中国证券市场似乎有一个颇为统一的要求：抑制过度投机。其实这是一个似是而非的意见，因为“过度投机”并不是一个科学的概念。在提出或主张要抑制过度投机的论者中，对什么是过度投机大致有三种判断标准：股价暴涨暴跌，股市的市盈率过高，以及市场上多数人是为卖而买。实际上，股价暴涨暴跌，有两类原因：一类也是主要的原因，即重大经济政治变动因素或信息对股市的冲击；另一类是垄断、欺诈、内幕交易。前者显然谈不上是过度投机，后者则是地地道道的非法投机。至于市盈率多高合适，本身是一个有争议的问题，即使沪市曾出现过的上百倍的高得极不正常的市盈率，与其说是过度投机，毋宁说是初创阶段不成熟（包括规模过小、供求严重失衡）的市场、不成熟的管理者与不成熟的股民共同作用的结果。市场上为买而买的事是没有的，买和卖是同一个过程的两面，从动机上是为卖而买还是为买而卖很难进

行是非判断，如果二级市场上多数人买股票都是为了分红派息，那就不会有证券市场上熙熙攘攘的人群，就基本上只有一级市场了，而且这样的一级市场也发展不起来，原已发展了的也将逐步衰败。事实上，不同主体的买卖是一个市场博弈过程，有买必有卖，买卖会自动达到平衡。综上所述，过度投机在理论上至少是一个难以说清的概念。在实践上，它更是一个难以操作也不宜作为操作的对象。政府监管能够以改变市场主体为卖而买的倾向为目标吗？我们的政府有关部门这些年不正是因为过于关心股价的涨跌和市盈率的高低，总是想在股价高时设法将它压下来，价格低时又试图将其抬上去，结果证券市场却因此而更不规范，股民对政府不仅不感恩戴德，反而啧有烦言吗？我建议今后不再使用“抑制过度投机”的提法。

市场投机中存在的问题，可以从微观主体比如股民和政府监管机构两方面来分析和解决。对微观主体来说，在股市投机，不存在量的过度（曾发生过某些机构的一次交易创下“天量”，这不是什么“过度”，而是违法、违规）问题只出在质的方面。它们的投机，可以有两种划分法：理性投机与非理性投机，合法投机与非法投机。经过几年的洗礼，证券市场上投资者理性投机日渐增多。但也有不少股民存在非理性投机。不认真研究宏观形势和股市大势，不认真分析有关公司经营业绩和发展前景，而是在市场上博消息、撞大运、盲目跟风、追涨杀跌，等等，都属于非理性投机。理性投机不存在过量的问题，非理性投机虽少亦应避免。还有少数股民，尤其是少数机构从事法律所禁止或规定所不允许的投机活动，即进行非法投机，这种投机无论多少都有负面影响，都应依法查处。投机者应洁身自爱，不行非法之事。对于政府监管部门来说，固然也应教育引导股民做理性投机者，但

它的主要职责，则是防止和查处非法投机。只要股民能理性投机，监管部门对违法违规交易即非法投机能坚决打击、严肃处理，现在人们所议论的那些所谓过度投机的问题便可逐步得到解决，证券市场就能健康发展。

三、战略转变：中国证券市场应 从试验转向放开发展

试验中的中国证券市场现存诸多问题，除了以上所说，从市场来看，主要还有两大问题，一是立法滞后，执法不严，监管不力；二是市场规模狭小，供求严重失衡。这两个问题的存在有一个共同的根子，那就是迄今尚未考虑证券市场的战略转变，考虑的还仅仅是继续试验。既然是试验，那么，立法慢慢来，管理主要靠频繁调整政策，进入市场把关靠透明度不高、寻租空间甚大的审批就是必然的；既然是试验，就只能凭主观随意性很大的审批来决定少数公司上市，其结果，这些被批准上市的公司素质参差不齐，市场狭小和不规范就是必然的。我以为，试验阶段只是探索如何规范的阶段，只要停留在试验阶段，证券市场的规范化就不可能。有道是“花盆难养万年松”，而且花盆中的松树只有观赏价值。中国的改革要深化，中国的开放要扩大，中国的市场经济要发展，中国的证券市场就不能继续生存于“花盆”之中，它应当从试验转向放开发展。这就是中国证券市场的战略转变。实行证券市场的这种战略转变，是符合小平同志的思想的。小平同志 1992 年初讲，“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年对了，放开；错了，纠正，关了就是了。”从那以来，三年半过去了，我们对

证券、股市这些东西是不是看对了，搞对了？实践证明，千真万确，是看对了，搞对了。既然如此，理应遵照小平同志的意见：放开。我理解，放开，就是要从试验转向放发展。从试验到放发展，这就是我国证券市场的战略转变。“多少事，从来急；天地转，光阴迫。一万年太久，只争朝夕。”现在是实行这一战略转变的时候了。

如何实现中国证券市场的战略转变？下面我从具体操作层次上就几个主要方面谈些看法。

第一，证券发行要逐步放开。

在严格的法定条件约束下放开证券发行，这是我国改革、发展和稳定的需要。现有企业的改革、机制转换、建立现代企业制度，股份制至少是一种主要形式，必须允许组建大量的股份公司。向社会公开募股的公司虽然在其中应占少数，但像现在这样一年只批几家，最多时也不过二三十家，肯定是不行的（这可能与上上下下将组建股份公司等同于设立股票上市公司，批准公开招股必须同时敲定何时上市，上市又只能到深圳或上海的证券交易所的错误认识和不当做法有关），必须放松对股票发行的控制。同时，为了投资体制的改革和解决发展中的资金问题，企业（公司）债券的发行也应进一步放开，地方政府债券的发行要解禁。我们这些年被日趋严重的通货膨胀所困扰，每一次找原因都找到基建规模过大、投资膨胀。其实这只是现象，其中更本质的原因，是投资失误加预算软约束导致投资效益低下：改革前投资由国家拨款，是财政预算软约束；改革以来从财政拨款为主改为银行贷款为主，由于银行改革与企业改革都不到位，又变成了信贷软约束；软约束与投资失误、效益低下互相影响，形成恶性循环。因此，压规模也就消除不了通货膨胀。为今之计，投资资金筹集必须改银行贷款为主为搞股份和发行债券筹集

为主，以硬化预算约束，这样才能消除投资膨胀，提高投资效益，并从一个非常重要的方面消除通货膨胀的根源。这就需要有条件地放开证券发行。

第二，“扩容”是证券市场发展的题中应有之义，应规范地稳步进行。

证券市场要发展，自然要发行新股，要核准已发行的股票到交易所上市，即所谓“扩容”。有人说现在存在“新股恐惧症”，这反应了部分事实。但同时也应该看到，有更多的人欢迎乃至盼望新股的发行和上市这个事实。这是两个不同的利益群体，他们都想影响决策。前者主要是已经成为股民持有股票的人，特别是其中的短线炒作者、高价位套牢者。他们希望股票二级市场继续维持求大于供的短缺态势，以便在股价不断上扬中获利或解套。因此，他们反对股市扩容是可以理解的。不过，他们能拿到台面上的理由，诸如资金不足，扩容将导致二级市场“失血”，进而使股市低迷甚至“崩盘”，却是经不起推敲的。就说反对扩容最厉害的 1994 年，若坚持发行 55 亿新股，每股平均溢价为 3 元，也只不过吸纳居民资金 165 亿元，仅相当于居民当年新增储蓄存款 6315 亿元的 2.6%，何况居民手中还有数以千亿计的现金，说资金不足没有根据；说到二级市场，关键是价位问题，若股价合理，具有投资价值，就能将社会资金源源不断地吸纳进来，何“失血”之有？至于现在一说扩容，股市行情就下跌，市场反应往往过度，主要是心理因素使然，缺乏的是所谓人气（实质上是信心）而不是资金。当然，在股市规模小而股价又被炒得过高的情况下，价格定得合理的新股发行上市确实会使二级市场股价有所回落。这虽然会影响部分股民的利益，但对整个市场的健康发展是有利的，对此要有全面的正确的认识。总之，扩容是改革和发展包括经济发展和证券市场本身的发展

展所必需的。

第三，建立全方位多层次的证券交易体系。

由于证券市场尚处于试点阶段，目前的证券交易体系也就不可避免地带有较明显的局限性。比如，股票交易就只有交易所集中交易而无合法的柜台交易（OTC）市场，交易所又仅有深圳和上海两家，这显然是股份制改造、一个有较高效益和效率的储蓄—投资转化机制形成，以及证券市场本身发展的制约因素。我在几年前曾提出政策资源和组织资源的共享问题，并主张改变这种格局（李茂生，1992）。在股市火爆、且不断扩容时，有几个大城市也曾积极准备争当“第三者”，近两年由于市场和政策两方面的原因，他们争取成立证券交易所的活动已偃旗息鼓。其实，在现在这种蓄势待发的阶段，倒是适当增加证券交易所的时机，我认为，从全国看至少还应再建两三家证券交易所。当然，这些交易所也不一定是同一个层次，它们将来可以在实践中、在发展中找到自己的位置，形成各自的特色。同时，应在预立规矩（法规条例等）的前提下在各地开拓 OTC 市场。至于国债交易，也同样存在要建立全方位多层次交易体系的问题。与股票交易不同的是，目前国债交易虽有 OTC 形式，但大多为有关机构亮出“指令性”价格的自营买卖，差价过大，严重损害了投资者的利益。由于大多数个人要在流通市场买卖国库券又只能利用此种方式，所以除非万不得已，很少有人到这样的柜台卖出国库券，以至现在的国库券在多数居民那里成了一种存期更加固定的储蓄存款，国债市场也因此而难以健康规范地发展。我们的证券市场要从试点转向大力发展阶段，从现在开始就应谋划（不是用计划经济下的行政办法）在全国逐步建立起包括 OTC、证券交易所（包括全国性的和地区性的），以及证券交易中心或系统等多层次的交易体系，就是必

然的、合理的战略选择。

四、政府行为规范是证券市场规范化和健康发展的前提和关键

证券市场规范化问题已经提出好几年了，成绩虽不小，但从存在的诸多问题来看，应该说进展不是很理想，原因何在？寻求这一问题的正确答案并针对性地予以解决，也是市场发展的战略性问题，无疑应纳入大智慧之中。

前几年，我曾经对证券市场规范化问题进行过较全面的论述（李茂生，1992）。在所涉及的主要方面，在这些年当中，有关部门做了不少工作。但是，我国证券市场的规范化发展的现状并不令人满意。问题的症结何在？恐怕我们抓规范化的具体思路要调整。我一直认为，证券市场规范化，首先是政府行为要规范化，政府行为规范是我国证券市场规范化的前提和关键。为什么？一般地说，由于证券市场在整个市场体系中是最不稳定最变幻莫测的市场，因直接利益关系，证券市场的参与者的行为天然具有不规范性和逆规范性，这就需要政府加强监管以规范其行为。作为规范者，政府本身的行为若不规范化，欲以追求利润最大化为目标的各微观市场主体，即被规范者的行为规范化，若非没有可能，亦似行古之蜀道。特殊地说，中国年幼的证券市场与世界上大多数市场不同，它是由政府孕育、引产、培育和干预的市场，多数入市者缺少相关方面的准备，还有一些人金融知识贫乏而赌博心态浓重，行为规范化的政府规范证券市场自然也就更重要了。那么，政府行为如何才能或才算规范？

第一，主要以法制而不是用政策规范证券市场。

市场经济是法制经济，政府对经济的管理应当依法管理，

依法利用经济手段进行间接调控为主。法律是最基本的规范，健全的法制和缜密的法规是证券市场规范化的基础。无法可依或有法不依就根本谈不上规范化。因此，政府对证券市场的行为规范，首要的、主要的就是抓科学、民主立法和严格执法。我们这些年对此重视不够，对证券立法缺乏紧迫感，顾虑重重，部门之间又互相扯皮，导致立法滞后，重要的证券立法（如《证券法》）至今尚付阙如。目前政府对证券市场的监管，主要靠仓促出台的政策，靠行政性措施进行干预，这是政府行为不规范的主要表现之一，必须改变。有一种意见认为，政府对证券市场的管理首先是政策管理，这是值得商榷的。我们这些年正因为主要靠政策而不是首先靠法律去管，以致我国股市不可避免地成为“政策市”、“消息市”与国外股市比较，它也就更不稳定。而且与法制比较，政策变动的频率高，随意性较大。以政策为主较之以法制为主管理，为市场欺诈、内幕交易“创造”了更多的可乘之机，为监管人员的寻租行为提供了较大的空间。必须强调，我们这样说，并不是否定政策所具有的规范作用。而是说要以法制为主，将政策作为次一级的手段，其运用不能离开法制基础，要在法律给定的区间内慎重地选择利用，且不能朝令夕改，使群众感到政策多变。在法制与政策的关系处理上，美国对股市的监管值得借鉴：那里的股市平常是在较完备严密的法律规范下运作，政府只查处违法违规行 只是在像出现了 1987 年 10 月“黑色星期一”那样的严重局势时，才出台降低利率、认可一些大公司回购本公司的股票、暂停程序交易机的使用等政策，收到了较好的效果（黄达等，1990,1993）。只有这样利用政策，才是规范的，才能促使市场的稳定和规范。

第二，政府对证券市场的监管不能多元化。

国际经验证明，一个强有力的全国统一的证券监管机构，

对于证券市场的规范化是绝对不可缺少的。管理多头，政出多门，部门之间互相扯皮、推诿、掣肘，是政府行为不规范的突出表现，自然会严重影响证券市场的规范化。1992 年国家证券委和证监会成立后，管理多元化的局面有了很大的改观，但未根本改变。要根本改变政府监管多元化，实现统一监管，应从两方面入手：一方面，通过立法，将证券市场的监管授权给一个统一的权威的管理机构；另一方面，通过法制，使证券市场监管成为只维护国家宏观利益和服务社会而毫无本机构私利可图的事业，以使其他部门企图插手此项工作失去利益诱因。从现状出发，这既需要从存在寻租空间甚大的各种审批制（从公司的设立、股票的发行到上市等等），尽快过渡到透明度较高、易为民众监督、较难进行权钱交易的核准制（最终过渡到注册制），也需要建立依法对这一监管机构进行监督的机制。

第三，除了国家的宏观利益，政府对证券市场的监管不为任何地方、集团和个人的利益所左右。

我们多年来都在谈论经济社会生活中的某些方面存在着无法可依、有法不依、执法不严的问题。在一定意义上我们能够说，有法不依、执法不严，比无法可依的危害性更大。证券市场也是如此。之所以存在有法不依或执法不严，从我们政府管理的角度看，当然主要不是贪赃枉法的问题，而是因种种原因为某些特殊的地方、集团或个人的利益所左右，有特别的地方和集团需要关照，还有所谓“法不责众”（上市公司普遍存在弄虚作假，却未见对有关责任人进行过像样的查处）。这实质上是一种不“贪赃”，却实实在在是损害国家根本利益的“枉法”。政府行为的这种不规范严重影响到证券市场向规范化发展，证券市场中一些重大的违法乱市事件一再出现，就与此有关。明智的政府不能再宽容此类事件重演。

我认为，还是应该强调“在法律面前人人平等”的老话，政府对证券市场的监管，必须是执法无禁区，任何地区、任何机构、任何个人违法违规毫无例外都要依法查处，且不得实行双重或多重标准。惟有如此，证券市场的规范化才有希望。

参考文献

1. 《大正藏》第25卷，1911年日本版。
2. 《邓小平文选》第3卷，人民出版社1993年版。
3. 李茂生：《论政策资源共享》，《财贸经济》1992年第12期。
4. 李茂生：《我国证券市场的规范化的内容及其实现问题》，《金融体制改革》1992年第6、7期。
5. 黄达等主编：《中国金融百科全书》经济管理出版社1990年版。
6. 黄达等主编：《中国证券百科全书》经济管理出版社1993年版。

（作于1995年7月。曾发表于1995年8月1日《上海证券报》和1995年第10期《经济研究》，均有不同程度的删节，本书收录的是全文。）