

中国证券史·

第一卷 (1978~1998年)


主 编: 马庆泉 吴 清
副主编: 刘 钊

中国证券史·第一卷

(1978 ~ 1998 年)

主 编：马庆泉 吴 清

副主编：刘 钊

 中国金融出版社

责任编辑：吕楠

责任校对：孙蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券史 (Zhongguo Zhengquanshi) · 第一卷 (1978 ~ 1998 年) / 马庆泉, 吴清主编. —北京: 中国金融出版社, 2009. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5427 - 5

I. ①中… II. ①马…②吴… III. ①有价证券—经济史—中国—1978 ~ 1998 IV. ①F832.97

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 034942 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 31.25

字数 588 千

版次 2009 年 11 月第 1 版

印次 2009 年 11 月第 1 次印刷

定价 120.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5427 - 5/F.4987

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

《中国证券史·第一卷 (1978~1998年)》编委会

主 编 马庆泉 吴 清

副主编 刘 钊

编 委 (按姓氏笔画排序)

王小强 刘建洲 刘晓艳

余利平 张宏杰 林传辉

周 到 赵凌云 高 伟

崔 巍 彭 冰 潘志坚

2003 年版编委会及作者

主 编 马庆泉

副主编 庄东辰 吴 清 潘志坚 周 到

编 委 (按姓氏笔画排序)

王小强 庄东辰 刘建洲 刘晓艳

余利平 张宏杰 周 到 赵凌云

高 伟 崔 巍 彭 冰 潘志坚

作 者 (按姓氏笔画排序)

马庆泉 王小强 王年咏 王 莎

田 劲 华 宇 刘怀洲 刘建洲

刘晓艳 闫致勇 孙秋宁 李 森

余利平 汪 杰 张宏杰 张明莉

周兴政 周 到 赵 冰 赵凌云

徐效鸿 高 伟 崔 巍 彭 冰

彭 爽 谭家悦 潘志坚

序

2003年，我们编著的《中国证券史（1978~1998）》出版了。当时，系统研究中国证券历史的书籍几乎没有，该书的出版可以说是填补了一个空白。几年来，我们不无喜悦地看到这本书得到了读者朋友们的肯定，一些专家学者对这本书也给予了较高评价。我们很高兴做了一件有意义的事情。

之后的几年里，我们一直在关注着中国证券市场的发展，同时也在思考如何接续进行中国证券史的编著工作。2008年2月，我们邀集了几位同人，开始了对新阶段中国证券史的研究。

在研究过程中我们逐渐感受到，中国证券史的研究是一个系统工程，新的研究与以前的成果之间应该一脉相承。因此，我们决定对《中国证券史（1978~1998）》进行修订，作为中国证券史系列研究的第一卷，将1999~2007年中国证券市场规范发展阶段的内容作为第二卷。我们的设想是，随着历史的展开，将根据阶段的发展陆续完成后面各卷的写作。我们希望能够做到各卷合起来浑然一体，分开也能独立成书。

就大部分内容而言，虽然本次修订没有进行根本性的改动，但是，也在几个方面进行了必要的调整。一是增加了“引言”部分，对旧中国和改革开放前新中国证券发展的历史进行了概述。其主要目的是让读者对中国证券市场的历史有一个整体性把握，也希望读者能把新时期的发展放在历史长河中去认识和思考。二是增加了该时期的大事记附录，目的是使读者对证券史演进的脉络有一个比较直观和清晰的认识。三是为了增加历史整体感和阅读的趣味性，我们在书中穿插了一些小专栏。四是对原书中个别内容关联度比较大的章节进行了归并。五是对原书中存在的一些差错和疏漏进行了修正。

这里需要说明的是，历史叙述的分期，与所研究的时间跨度有很大关系。在第一卷初版写作的时候，站在当时的时点上，对1998年以前证券市场的历史作了过于琐细的阶段划分，对一些历史阶段的提法也不一定科学，例如，对于1991~1996年这一阶段，我们定义为快速发展时期。事实上，若干年之后，我们再来回顾中国证券市场的历史，会感到目前在这两卷《中国证券史》中所研究的，其实都将是一个波澜壮阔的历史长卷的第一页，都处于基础发展阶段，不能够称得上是快速发展。中国证券市场，只是在股权分置改革完成、证券经营机构综合治理结束、机构投资者成为市场主导力量之后，才告别其童年，而开始其

真正的、具有独立经济史意义的发展。关于历史阶段的更科学的划分，也只有等历史演进到足够长的时间后再进行根本性的调整吧。展望未来，我们时下正站在一个具有历史意义的时间节点上，2008年世界性金融危机之后新的发展，将是未来《中国证券史·第三卷》的研究对象。

本书能以新的面貌出版，特别要感谢叶俊英先生的支持和易方达教育基金会的资助。本书在写作过程中，参考和引用了大量的文献资料。对于所有给予过我们知识与启发的专家学者，我们表示衷心的感谢。中国金融出版社魏革军总编辑和第二编辑部的张哲强主任对本书出版的重视与帮助，令我们深深感激。

由于水平所限，本书难免存在缺陷、疏漏甚至错误，敬请读者批评指正，以便再版时修正。

马庆泉 吴清
2009年7月

2003 年版序

中国证券史肇始于近代，在旧中国也曾有过一定的发展。中华人民共和国成立以后，证券市场突飞猛进的发展，在港台地区，时间大致从 20 世纪 60 年代开始，而在内地，则是自改革开放以后。20 世纪 80 年代后期，随着中国经济体制改革的重点从农村转向城市，中国内地证券市场的幼苗在改革开放的雨露春风中重新破土而出，以沪深两个证券交易所成立为标志，中国证券史正式揭开了它的新生命史的光辉篇章。由于目前资料和篇幅的限制，本书仅以改革开放以来内地证券市场为研究对象，因此，严格说来，本书所研究的中国证券史，尚未涵盖中国港澳台地区的证券市场，对后者的研究，按计划应是另一本专著的内容。

对当代中国证券史的研究，首先遇到的一个问题是如何分期。本书依据市场、机构、监管、法制建设等方面的特征，把到今天为止的中国当代证券史划分为四个发展阶段。1978 ~ 1990 年为第一阶段，即恢复和起步时期。在这一时期，从国债的发行与流通，到股票发行与交易的初步试点，中国证券市场开始形成，出现了一批证券兼营机构和早期的证券专营机构，沪深两个证券交易所正式建立，早期证券市场的法制建设开始起步，这一时期的证券市场监管主体主要是中国人民银行。1991 ~ 1996 年是中国证券市场发展的第二阶段，即快速发展时期。在这一时期，市场发展具有了一定规模，股票的发行与交易在全国范围内展开，出现了早期的证券投资基金，证券交易制度进一步完善，证券经营机构和其他证券中介机构得到快速发展，《中华人民共和国公司法》、《股票发行与交易暂行条例》等证券法律法规相继出台，国务院证券委、中国证监会和地方证券监管部门先后成立。由于证券市场快速和粗放的扩张和发展，在这一阶段，也产生和出现了一系列与快速发展相伴生的问题，引起社会各界的广泛关注和忧虑。这一时期的证券市场监管，是中国人民银行的机构审批和中国证监会的业务监管并行的交叉监管体制，国务院其他经济管理部门也以不同方式参与证券市场的管理。同时，地方证券监管部门又隶属地方政府，这些情况在一定程度上影响了中国证监会监管效能的发挥。1997 ~ 1998 年是中国证券市场发展的第三阶段，即规范调整时期。这一时期最重要的特征性事件是集中统一的证券市场监管体系的形成，证券市场的清理整顿和对违法违规案件的查处，新的证券投资基金的出现及其监管制度的初步建立。中国证券市场发展的第四阶段是从 1999 年至今，《证券法》

的颁布和实施，是第三阶段结束和第四阶段开始的重要标志。证券市场在继续加大监管力度的同时，也得到进一步的发展；作为对第三阶段治理整顿成果的回 应，1999年市场也出现了一轮被称为“井喷”式的“5·19”行情；在这一阶段，证券投资基金得到更大的发展，开放式基金开始出现。1999年底和2002年7月，中国证券业协会召开第二次会员大会和第三次会员大会，证券业的自律机制开始初步建立。

以上分期是否科学，有待专家指正。目前学术界有关中国证券史的著作甚少，所以本书也是为了提供一个批判的靶子和商榷的对象。时代是一个创造的时代，世界也是一个躁动的世界，治史则需要淡泊宁静、不以金钱为价值导向而心甘情愿坐冷板凳的学者。慢慢地这样的人会多起来吧，若能如此，那不仅是学术界的福音，而且是整个社会和人的内心精神世界和谐发展的标志。

本书在资料的处理上，只截至1998年底，换言之，本书只是1978~1998年20年中国证券史的简要描述。究其原因，是因为1999年以后是中国证券市场发展中一个十分重要的时期，到目前为止，其主要过程也还在继续展开。无论从资料上说，还是从观点立论角度，作史的描述都显得过于匆忙。因此，对这一阶段的研究，应当期之来日。

作为本书主编，本人应对书中的缺陷、疏漏甚至错误负主要责任。本书的写作构想始于1997年，那年秋天，我有大约一个月左右的相对闲暇的时间，于是有了研究和写作的冲动。不久有新的任命，重新走马江湖，无暇顾及此事了，但总觉得是个遗憾。两年后回京工作，开始下决心办完这件事。于是，找了几个朋友，约了几个同道，集合一批作者，开始“第二冲击波”。我的工作主要是确定阶段划分，提出分期标准以及全书的结构、总体框架、指导思想、体例等。初稿产生以后，对一些不合理的地方进行了调整。全书付印前，又进行了最后的审定。由于参与写作的朋友全部是利用业余时间完成这份工作，尽管大家无一例外地认真和勤奋地工作，估计差错还是在所难免，而我也一定能在最后审定时全部把它们纠正。有些疏漏直接就是我的责任，例如，最后统稿时发现，对上市公司的考察，明显地分量不足。我本来的计划是把它放在市场这条线下面。现在看，上市公司的考察，应与市场、机构、监管、法制建设一起，作为描述中国证券史的五条主线之一。这些有待今后修订时改正。

我从1993年春进入证券行业，至今已经十年了。我原本是中共中央党校的经济学教授，挂职锻炼到了南方。后来担任过证券公司总裁、基金管理公司董事长。1999年底开始作为中国证券业协会的主要负责人之一工作到现在。十年来，目睹或身历了许多的风风雨雨，自己对于过来的路和眼前的事，也不会没有独立

的见解。但是本书并没有在目前看法不可能统一的问题上表达个人的观点，本书基本是述而不作，只是把某年某月发生某事按一种逻辑架构梳理清楚；而书中遗漏的事件，人们也可以很容易地把它安排进这一架构中的一个已定的位置，就像门捷列夫的元素周期表一样。我希望，本书所确定的架构和分期标准，将可能是今后学术界研究和描述中国证券史所采取的基本范式之一；若能如此，我将这一点视为本书最重要的成果。对若干重大事件的个人看法并不重要，可以把符合客观的评价留给历史，而且中国当代证券市场的历史并不长，许多事情，还需要时间的检验。

本书中引用的资料，执笔人均在脚注中标明了出处，在此，我们对相关作者表示衷心的感谢。

马庆泉
2003 年 5 月

引言 旧中国及改革开放前 新中国证券市场发展概述

一、旧中国证券发展史

在宽泛的意义上讲，证券在中国的历史，最早可追溯到春秋战国时期。当时国家向大户的举贷和王侯给平民的放债，就形成了最早的债券。《周礼》中有“傅别”一词，就是债券的意思。孟尝君在薛地放债，也采用债券的形式。汉唐以后，国家因军事需要临时向富商举借巨款的事已不再是偶然现象。

我国没有证券市场 and 现代银行业以前，在长期封建社会中，存在着钱庄和票号等形式，与此相应的金融票据及其承兑与交换，应当视为证券和证券市场的萌芽或基因形式。明代中期以后，商品生产有了较快的发展，产生了金融市场的早期形态——钱业市场。到清代中叶，这种钱业市场在江浙两省各地普遍发展起来。其中上海、杭州、宁波和苏州等地发展很快，逐渐成为全国早期钱业市场的中心。这些市场同当地民族工商业有着极为密切的关系。

明末清初，股份制形式在中国萌芽。在一些投资大、收益高且又具有一定风险的行业，如上海沙船业，四川井盐业，云南、广东矿冶业和山西金融业，已经较多地采用“招商集资、合股经营”的经营组织形式。这种组织形式明显地具有资本主义的股份制特征，而“集资合股”的参与者之间签订的载明权利责任的契约，则是中国最早的股票雏形。^①

中国具有现代意义的证券市场萌芽于晚清，并在民国时期有了比较大的成长。总体上看，旧中国证券市场发展极不均衡，其影响的范围多分布于经济发达的东南沿海沿江一带，而且投机盛行。旧中国证券市场一开始就是先天带有缺陷的畸形产物，从总体上没能发挥资本市场的作用，但同时也应该认识到，其在抵制外国经济渗透、吸引游资、平抑物价等方面起到一定的积极作用，并为之后证券市场的发展和建设提供了宝贵的历史经验。

（一）晚清时期的证券及证券市场

中国近代的证券市场始于清朝末年。当时是先有外商股票，后有华商股票；

^① 张春廷：《中国证券市场发展简史（清朝晚期）》，载《证券市场导报》，2001（4）。

债券也是先有外国发行的债券后有国内发行的债券。^①近代中国证券市场一开始便存在华洋两个不同体系的市场，这正是旧中国社会性质的写照。尽管如此，中国证券市场仍迈出了第一步，是具有历史意义的事件。

股份公司的兴起和证券市场对推动中国的工业化功不可没。虽然一直到清朝灭亡时，中国尚未有一家经政府批准正式成立的交易所，但毕竟风气已开，股份化与证券市场的种子已经在中国落地生根了。

1. 外商股份制企业在中国的兴起

鸦片战争以后，中国沦为半殖民地半封建社会。列强与中国签订了一系列不平等条约，取得了许多特权，不仅向中国输出商品，而且逐渐增加了对中国的殖民地投资，外商在中国开辟商埠，建立了大量的企业。外国资本家把他们沿用多年的集股筹资的做法带到中国，在中国发行股票。1835年，英国宝顺洋行在澳门创办于仁洋面保安行时，就吸收了中国商人的股份。这是外国侵略者吸收华资创办的首家股份制企业。对于外商而言，股份制不仅是一种先进的经营管理方式，更重要的是可借此招徕华商资本，以便控制华商，进而控制中国的商业和对外贸易。^②

2. 中资股份制企业的发展

19世纪70年代，当洋务运动经历了大力创办军事工业之后，“求强不成，转而求富”，开始转而兴办民用工业。1872年，官商合办轮船招商局，第二年重订章程后实行招商集股，由此成为旧中国第一家公开发行股票股份制企业。1876年后，李鸿章在上海筹办上海机器织布局，最初几年采用“因友及友，辗转邀集”的办法招募股份，1880年郑观应入主后，在《申报》上刊登“集股章程”和“招股启事”，首开旧中国证券公开向社会公众招股的先例。此后的十余年间，由于轮船招商局和开平矿务局开办之初获利甚丰，加上风气已开，又有十余家企业公开招股集资，形成了旧中国第一批官商合办或官督商办的股份制企业。19世纪80年代初，上海出现了近代中国历史上对公司股票的首次投资热潮。

3. 债券的初步发展

公债制度也是从西方传入中国的。当时，清政府为偿付巨额战争赔款，被迫在国外大量发行债券。同时，在国内也开始发行债券。清政府为镇压捻军等农民起义，于1867年向外商借款400万两白银。1894年为应付甲午战争军费之需，发行1100多万两白银、月息七厘、两年半分期还清的债券。1898年，为支付甲

^① 汪中华：《试论旧中国证券市场的兴衰》，载《学术交流》，1998（5）。

^② 田永秀：《1862～1883年中国的股票市场》，载《中国经济史研究》，1995（2）。

午战争对日赔款，清政府发行了昭信股票。其虽名为股票，但本质上是债券，以此筹措资金。

4. 证券交易场所的产生和外商证券市场的设立

股票、债券出现后，证券交易随之产生。1862年，就有人在《上海新报》上刊登广告出售股票。19世纪70年代，已知的在上海有行市的中外股票有美商旗昌轮船公司、英商华海轮船公司、公正轮船公司、汇丰银行、保家行保险、旗昌扬子江保险公司、上海自来火公司、轮船招商局、开平煤矿等20余种。^①

自1882年6月9日开始，《申报》刊载中国企业的股票市场价格，这证明股票的交易不仅在上海已经形成，而且已具有了一定的规模。

中国最早的股票交易场所是在茶楼等场所。当时有一种流行的方式叫做“茶会”，即在茶馆进行股票交易，所有买卖均在品茶时口头成交，没有交易中介人，现货交易。这种交易市场最早于宣统年间出现在上海大新街与福州路转角的惠芳茶楼。这种落后的交易显然适应不了当时股份制发展的要求。正是在近代股份制企业发展的推动下，中国近代交易所开始产生。1882年9月28日，上海《申报》刊载了“上海平准股票公司”的成立章程。上海平准股票公司是中国证券交易所的萌芽。^②

1891年，西方商人中一些专门从事证券买卖的经纪人组成的上海股份公所（Shanghai Sharebrokers Association）具有交易所的雏形，这是中国有史以来第一家外商经营的证券交易所。1905年，上海股份公所在香港地区注册登记，定名为上海众业公所。上海众业公所主要从事外商在上海企业股票的交易，交易分为现货和期货两种。该所采取会员制，参加交易的会员，定额为100名，虽有少数华籍会员参加，而实权完全掌握在洋人手中。

5. 旧中国第一部公司法的颁布

随着股份制企业的发展，清政府于1904年1月颁布了由载振、伍廷芳起草的《钦定大清商律》，其中包括《商人通则》9条和《公司律》131条。《公司律》将公司分为合资公司、合资有限公司、股份公司、股份有限公司，还对股份、股东权利各事宜、董事、查账人、董事会议、众股东会议、账目、更改公司章程、停闭、罚例等事项作出了规定。《公司律》是旧中国最早的公司立法之一，其有关股份经济的规定一直沿用到民国初年。

1910年，农工商部又出台了《大清商律草案》，规定了《商法总则》和《公司律》等内容，但由于清政府很快被推翻而未及颁行。

^① 彭厚文：《19世纪80年代上海股票交易的兴衰》，载《近代史研究》，1999（1）。

^② 邹进文：《近代中国的股份制》，载《历史档案》，1995（3）。

6. 证券市场两次大的风潮及对证券市场的巨大打击

由于清政府对于证券的发行与交易的管理一直是缺失的,投机和操纵市场盛行成为证券市场不可避免的痼疾。

(1) 1883年金融风潮

1883年10月金融风潮主要是由矿业股票过度投机引起的。轮船招商局、仁和保险、济和保险、开平矿务局、上海机器织布局、上海电报局等股票的发行和企业经营的成功,使得股票二级市场的交易逐渐活跃。1881年后,投资者开始狂热追逐矿业股票,比如1881年底,在开平煤矿投产前夕,其面值100两的股票在上海市场上的价格就已涨到150两左右,到1882年6月,每股价格更达237两。受此影响,荆门煤铁矿、长乐铜矿及鹤峰铜矿等十几种新的矿业股票也被狂热追捧,价格上涨很快。如股票面值均为100两的长乐铜矿和鹤峰铜矿,1882年最高价分别达到220余两和170余两。

1883年10月,在矿业股票的过度投机、清政府和法国关系的紧张、买办商人胡光墉投机丝业失败等原因的共同作用下,倒账金融风潮出现。1883年1月,上海金嘉记源号丝栈因亏损56万两巨款而突然倒闭,累及钱庄40余家。其余钱庄立即紧缩贷款,纷纷收回已贷出的款项,银根顿感紧张,商号由于周转不灵而倒闭者20余家,倒欠款项160余万两,又牵扯钱庄停业清理20家,造成市面长期不振。^①矿业股票暴跌,随后是其他优质股票暴跌,进而引发介入股票投机的大量投资者破产、钱庄倒闭。在1883年一年中,上海78家钱庄就倒闭、歇业了68家。倒账金融风潮后,兴盛一时的股票市场迅速走向谷底。

(2) 1910年橡皮股票风潮

1903年,一个名为麦边的英国投机商人在上海成立了蓝格志拓殖公司,发行股票。1909年,国际橡胶(当时上海称橡胶为橡皮)价格大涨,麦边便利用这一消息在1910年初大肆宣扬其公司在澳洲拥有大片橡胶园,还编造了公司发展计划,并宣称购买蓝格志拓殖公司的股票一年可有45%的分红。

在受骗的人们竞相购买之下,10先令的股票很快被炒到70两的价格,同时麦边自己还暗中抬升股价,“橡皮股票”价格继续上涨。另外,麦边还与麦加利、汇丰和花旗等洋商银行勾结,使之成为“橡皮股票”抵押放款,让人们觉得蓝格志拓殖公司是有实力、有盈利能力的大公司,于是,更多中国投资者和钱庄卷入其中。

1910年3月,当“橡皮股票”价格被抬升二十七八倍的时候,麦边联合各洋商银行暗中抛售股票。之后麦边携款潜逃,而各洋商银行宣布停办“橡皮股

^① 袁远福:《中国金融简史》(第二版),中国金融出版社,2005。

票”的抵押放款。于是骗局败露，股票价格迅速下跌，最终变成一张张废纸。大量持股票的中国投资者破产，大批钱庄也因此倒闭。1909年上海有钱庄百余家，1911年只剩下51家，减少了一半，可见这次风潮之严重。中国新兴的证券市场受到巨大打击，再次陷入谷底。

（二）民国时期证券市场的发展

民国时期证券业的发展经历了跌宕起伏、艰难曲折的过程，其间曾发生过三次大起大落。

1. 北洋政府时期

1911年10月10日，革命党人发动武昌起义，并在随后的两个多月带动中国各地的响应。1912年1月1日，孙中山宣誓就职临时大总统，中华民国正式成立。1912年4月孙中山辞职，临时参议院选袁世凯任临时大总统，首都迁至北京；此后至1928年间的中华民国政府被称为“北洋政府”，这一期间被称为“北洋政府时期”。

北洋政府时期，证券业发展比较迅速，证券市场向正规化发展，出现了短暂的繁荣。

（1）股票、债券的发行及交易情况

民国成立以后，北洋政府先后颁布了一系列保护、奖励工商业发展的政策法令，并采取了一些相应的经济措施，倡导、支持民间资本投资设厂、办矿、开银行。西方主要资本主义国家因忙于世界大战而无暇东顾，暂时放松了对我国的侵略，促使了我国资本主义进一步发展。此时由政府主导的国家资本主义还正处在雏形阶段，暂时无力控制整个国家的经济生产领域，使得民族工商业的发展具有更多的自由性。民族资本向纺织、面粉、卷烟、火柴、采矿、机器制造、交通运输、金融以及其他产业全面进军，兴办了一大批近代新式企业。中国近代工商业的发展进入了黄金时期。1913年时公司数为992家，实收资本8600万元，到了1917年，家数增至1024个，实收资本额增至19100万元。这一时期，资本主义工业的发展、股份制企业的增多，为我国证券市场的迅速发展提供了产业基础和物质条件。^①

民国初年，由于军阀割据，内战连年，“军费支出甚巨，其影响于经济者，实非细小”。北洋政府的财政状况却每况愈下，只得仰赖举债度日，先是举借外债，1912~1926年先后举借外债387项，借款总额12亿多元。其中许多外债由外国银行在市场上发行金币公债予以募集，于是在伦敦、巴黎、纽约等金融市场和上海众业公所出现了一个中国金币公债市场。1914年第一次世界大战爆发后，

^① 宋士云：《民国初期中国证券市场初探》，载《史学月刊》，1999（5）。

国际资本市场低迷,北洋政府转向国内发行公债,“仰给债款以度岁月”。1912~1926年,北洋政府发行公债27种,总额达61 206万元。

公债买卖交易也因此日见兴隆,在上海和北京的证券交易所开拍成交的证券98%以上是公债。1921年“信交风潮”过后,华商股票信誉扫地,无人问津,大量社会游资转向公债买卖。一些有政治背景的集团和个人,故意制造谣言,操纵市场,从中牟利;一些大银行家、大企业主经常利用手中巨大的资金在市场上兴风作浪、推波助澜,使本来信誉最佳的公债也变成了投机者的对象,公债市场风波迭起,较大的有1924年8月发生在京、沪两地证券交易所的“二四公债风波”和1926年12月的“二六公债风波”。^①

(2) 华商证券交易所的发轫

北洋政府时期,为适应股票和债券流通的需要,国人自办的证券交易所应运而生。

1913年,北洋政府农商部召开专门会议商讨并决定在重要商业城市设立证券交易所。1914年,财政部又提倡官商合办交易所,由于时局混乱,未能实现。同年12月29日,北洋政府颁布了《证券交易所法》,这是中国第一个关于证券交易的法规。次年5月,又颁布了《证券交易法实施细则》和所属规则。这些法规的颁布为证券业的发展提供了法制保障,从而促进了证券业的迅速发展。此后,在北京、上海、天津相继成立了证券交易所,或是由同业公会改组为证券交易所,使证券业发展达到第一个高峰。^②《证券交易所法》的颁布和证券交易所的设立,标志着近代中国证券交易市场开始向正规化发展。

辛亥革命后,孙中山非常注重作为融资手段的股票筹资作用,1916年,孙中山与沪商虞洽卿共同建议组织上海交易所股份有限公司,拟具章程和说明书,呈请农商部核准。1917年,农商部批复准予进行证券交易。但当时虞洽卿等本想在证券以外兼营物品交易,没有马上成立交易所。以后虞洽卿一再联合各界向农商部呈请将物品、证券两项一并准予交易。1920年7月1日,上海证券物品交易所正式开业,采用股份公司形式,交易标的分为有价证券、棉花等7类。

上海证券物品交易所并非民国第一个证券交易所,第一个证券交易所是1916年在武汉成立的汉口证券交易所,这也是中国人自己创办的第一家证券交易所。但第一往往容易夭折,该所开业不久即告停业。1918年,北京证券交易所开业。这是中国近代第一家按《证券交易法》设立的证券交易所,也是具有

^① 张春廷:《中国证券市场发展简史(清朝晚期)》,载《证券市场导报》,2001(4)。

^② 郑仁木:《民国时期证券业的历史考察》,载《史学月刊》,1998(3)。

真正意义的中国人创办的第一家专营证券的交易所。

最具权威的证券交易所，是由1914年成立的上海股票商业公会^①演变而成的上海华商证券交易所，正式成立于1921年。最初资本仅62 500元，招集同业25家充当经纪人，开拍交易除现货外，并有本月、下月、再下月三个月的期货，以后改为两个月，该所股票也可兼做。第二年资本增至300万元，经纪人由25人增至75人。“信交风潮”发生后，许多从事股票证券交易的经纪人破产停业，该所也不得不实行改组，资本压缩至100万元，经纪人减至55人。^②

1921年2月，天津证券物品交易所被正式批准成立，全称为天津证券、花纱、粮食、皮毛交易所股份有限公司。营业项目名义上包括证券和花纱等物品，实际上只经营证券。营业之初以买卖公债为主，逐渐增加了股票交易。

以上几家交易所的设立，奠定了我国证券交易所初始阶段的基本格局。

这一时期上海还出现了第二家外商开设的交易所——1918年12月日本人开办的“取引所”。该所初设时资本为1 000万日元，营业种类以证券、花纱等为交易物品。但1920年日本国内发生金融恐慌，该取引所也随之停搁。以后虽经恢复，但营业一直不振，延续至1927年1月20日，由该所理事会宣告自动清理。

由于交易所获利颇丰，1918~1921年，一场开办交易所和信托公司的热潮在上海迅速展开并波及全国。仅1921年5~12月，上海新设的交易所就有136家、信托公司12家、银行32家。而且，滥设交易所的风气很快就从上海扩散到其他城市，杭州、宁波、天津、汉口、广东、苏州、南通等地各类交易所也迅速成立，以宁波为例，1921年到1922年，在宁波成立的交易所和信托公司就有宁波证券花纱交易所、甬江油豆交易所股份有限公司、宁波金银交易所、宁波面粉交易所、宁波棉业交易所、宁波纱布交易所、四明信托公司等。

但是，由于当时很多交易所多数并未获得批准，已领到北洋政府农商部执照的仅有华商证券、华商棉业、华商纱布、上海杂粮、面粉麸皮、证券物品6家，正待领取执照的还有2家，其余则恃仗租界庇护，或向外国领事馆注册，或向工部局登记，或只向公廨、法庭、淞沪护军使署备案。绝大多数交易所实收资本不足，主要从事买空卖空的投机活动，加之政府公债和各上市公司股票数量较少，很多交易所只能以该所自己的股票买卖为主要业务，在疯狂投机的推动下，各交易所的股票价格暴涨，形成投机狂潮。

^① 1914年，在原信通公司基础上成立了上海股票商业公会。公会制定了营业规约，设立了股票市场，经营20多种中外证券。

^② 杜恂诚：《中国金融通史》（第三卷：北洋政府时期），中国金融出版社，2002。