

历史演进、制度变迁与 效率考量

——中国证券市场的近代化之路

尹振涛 著



创于1897

商務印書館

The Commercial Press

2011年·北京

图书在版编目(CIP)数据

历史演进、制度变迁与效率考量：中国证券市场的
近代化之路/尹振涛著.—北京：商务印书馆，2011
ISBN 978-7-100-08569-4

I.①历… II.①尹… III.①证券市场—研究—中国
IV.①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 182408 号

所有权利保留。
未经许可，不得以任何方式使用。

历史演进、制度变迁与效率考量 ——中国证券市场的近代化之路 尹振涛 著

商 务 印 书 馆 出 版
(北京王府井大街36号 邮政编码100710)
商 务 印 书 馆 发 行
三河市尚艺印装有限公司印刷
ISBN 978-7-100-08569-4

2011年11月第1版 开本880×1230 1/32
2011年11月北京第1次印刷 印张11 1/2

定价：30.00 元

内 容 提 要

研究近代中国证券市场不是“发思古之幽情”，而是力求在总结前人成败得失的基础上吸取经验教训。本书以新制度经济学为分析框架，对近代中国证券市场进行剖析，以还原历史本貌。

本书主要以新制度经济史学的核心理论——制度变迁理论为分析框架，力求对近代中国证券市场进行全面系统地分析，清晰地勾勒出市场发展的历史轨迹，并作出客观、科学地评价。

首先，借助制度变迁理论的供求分析框架，本书从制度的需求角度分析了近代中国证券市场产生的原因，并探讨了中国传统文化与证券市场之间的关系。作者认为，随着股份制企业的快速发展，原有的信贷体系根本无法满足市场日益膨胀的资金需求，证券融资模式成为客观需要。同时，近代中国证券市场是传统文化与西方思潮碰撞与融合的产物，更是中国近代化进程的附属品。

其次，以制度变迁的主体为视角，通过考察初级行动团体与次级行动团体在证券市场制度变迁中的作为，阐述了晚清及北洋政府时期中国证券市场的发展历程。作者认为，在南京国民政府成立之前，中国证券市场的制度变迁属于初级行动团体领导下的诱致性变迁过程，表现出明显的市场主导性和自发性，而政府在其发展过程中仅起到辅助性的次要作用。

复次，以政府为主要考察对象，通过分析中央政府介入证券市

场的目的与方式,评析证券市场中的政府行为,并阐述南京国民政府时期中国证券市场的发展历程。作者认为,中央政府以裁判员的身份干预近代证券市场,进行监督管理,以弥补自由市场的不足,是符合证券市场健康发展目标的,属于正向交替。同时,近代中央政府又以运动员的身份参与证券市场,大量发行政府公债,无视市场的承受能力,更无视市场的反馈与抵制,使证券市场的演变方向与健康发展的目标相悖,造成逆向交替。

再次,本书分析了证券市场与近代产业之间的关系以及钱庄、银行的证券投资行为,以此对近代中国证券市场的融资、资源配置功能的发挥以及外在效率的实现进行客观的评价。作者认为,近代证券市场不为产业服务,产业发展也不依托证券市场,产业与证券市场严重脱节。钱庄与银行是近代中国证券市场最重要的投资者之一,而投资态度的差异与参与程度的高低注定了钱庄的没落与银行的兴盛。

最后,通过考察近代中国证券市场的价格波动情况,从市场和政府两个方面分析波动的原因,以此诠释近代中国证券市场的资本定价功能的实现、市场运行的内在效率以及法治监管的执行情况。作者认为,近代中国证券市场价格波动剧烈,证券投机风潮迭起,投资者对市场没有稳定的预期,市场估值体系混乱,致使证券市场的资本定价功能丧失,严重影响了证券市场内在效率的实现。

通过对近代中国证券市场的产生与发展、政府干预与监管、市场效率与投资者行为以及市场价格波动与效率等方面的研究分析,作者认为近代中国证券市场具有明显的制度移植性,是在投资者等初级行动团体的需求和努力下产生的。近代中国证券

市场的发展初期表现为诱致性制度变迁的自由发展特征,但随着以政府为代表的次级行动团体的出现与参与程度的加深,政府强制性干预成为市场发展的主导力量。在市场因素与政府因素的交替作用下,近代中国证券市场的历史演进与制度变迁呈现出曲折性、波动性、投机性、财政性以及不健全性,属于一个运行低效的资本市场。

关键词:近代中国 证券市场 制度变迁 功能 效率

作者简介



尹振涛,1980 年生,山东青岛人,经济学博士,毕业于中国社会科学院经济研究所。现就职于中国社会科学院金融研究所法与金融研究室,任中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地秘书长。主要研究领域包括:金融法治、金融监管和金融史等。在《经济学动态》、《中国人口科学》、《中国经济史研究》等核心期刊发表学术论文二十余篇。主持省部级课题 3 项,参与国家社会科学基金重大项目 2 项及多项省部级重点课题研究。

目 录

第一章 导 论	1
一、现实意义与理论意义	1
二、文献综述与简单评述	6
三、理论逻辑与内容说明	21
第二章 近代中国证券市场产生的动因分析	33
第一节 近代证券市场产生的制度需求分析	33
一、良好示范作用之正比效应:股份制的引进与华商附股现象	36
二、股份公司数量之正比效应:洋务运动推动下的新式股份制 企业的发展	43
三、社会剩余资本之正比效应:投资者群体的形成与投资需求的 旺盛	48
四、信贷融资能力之反比效应:新式银行未成规模与旧式金融 机构力量单薄	53
第二节 近代证券市场产生的成本与收益分析	58
一、近代证券市场产生的预期成本	58
二、近代证券市场产生的潜在收益	60
第三节 意识形态与近代证券市场的产生	62
一、传统文化与证券市场的基本关系	63
二、矛盾与冲突:中国传统文化与近代证券市场	66
三、借鉴与融合:证券思想萌芽与近代证券市场	70

本章小结	76
第三章 诱致性制度变迁主导下的近代中国证券市场	78
第一节 初级行动团体的努力	78
一、初级行动团体的第一轮努力:上海平准股票公司和公平易 公司	79
二、初级行动团体的第二轮努力:茶会交易与上海股票商业 公会	82
三、初级行动团体的第三轮努力:上海证券物品交易所和上海 华商证券交易所	85
四、初级行动团体的非正式制度供给:证券投资思想	89
第二节 次级行动团体的出现	94
一、晚清政府发行公债的动因与概况	95
二、北洋政府发行公债的动因及概况	106
第三节 次级行动团体的制度供给	114
一、次级行动团体的第一轮制度供给:《公司律》与《公司 条例》	115
二、次级行动团体的第二轮制度供给:《证券交易所法》及附属 法规	117
三、次级行动团体的第三轮制度供给:北京证券交易所	119
四、次级行动团体的第四轮制度供给:《交易所监理官条例》	121
本章小结	122
第四章 强制性制度变迁主导下的近代中国证券市场	124
第一节 产权理论、国家理论与制度变迁中的政府 行为	125
一、产权理论与政府行为	125

二、国家理论与政府行为	129
第二节 政府介入证券市场的目的与方式	133
一、两种身份与两种交替关系	134
二、“裁判员”身份纠正市场缺陷:正向交替	135
三、“运动员”身份获取寻租利益:逆向交替	138
第三节 正向交替:证券市场立法与监管	143
一、政府正式制度供给之一:证券市场立法	146
二、政府正式制度供给之二:证券市场监管体系	153
三、政府正式制度供给之三:公债市场的监管	161
四、制度供给的意识形态基础:管理证券市场的思想	164
第四节 逆向交替:发行公债弥补财政	168
一、一级市场与政府财政	169
二、逆向交替:无限政府下的公债发行方式	177
第五节 夹缝中曲折发展的股票市场	188
一、萎靡不振的股票市场	189
二、股票市场的复苏与畸形发展	190
三、近代证券市场的历史终结	193
本章小结	194
第五章 近代中国证券市场的外在效率及参与者行为	196
第一节 产业与近代证券市场的脱节:融资者角度	197
一、近代股份制企业的发展与股票发行市场	197
二、近代产业债券融资形式与公司债市场	202
三、近代产业与证券市场严重脱节	205
第二节 钱庄对近代证券市场的参与:投资者角度	209
一、近代上海钱庄的发展	209

二、钱庄的证券投资行为	213
三、钱庄证券投资行为的个案分析:福康钱庄和福源钱庄	220
四、钱庄证券投资行为的约束机制	225
第三节 银行对近代证券市场的利用:投资者角度	228
一、近代华资银行与证券市场的发展同步性	229
二、华资银行的证券投资行为	236
三、华资银行证券投资行为的个案分析:金城银行	244
四、银行证券投资行为的约束机制	257
五、银行积极参与政府公债投资的原因分析	263
本章小结	268
第六章 近代中国证券市场的内在效率及价格波动	270
第一节 近代证券市场波动的总体考察	271
一、股票市场价格波动的历史考察	271
二、公债市场价格波动的历史考察	290
第二节 近代证券市场波动的市场因素分析	294
一、公司价值	294
二、银行利率	296
三、供求关系	297
四、投机行为	299
五、其他因素	303
第三节 近代证券市场波动的政府因素分析	305
一、政府债信动摇,公债基金不稳	305
二、制度供给不足,法律法规缺失	306
三、实施机制不健全,制度执行力差	308
四、制度供给混乱,制度效率低	311

五、寻租现象严重,制度供给时有过剩	312
本章小结	314
结 语	316
一、近代中国证券市场的制度变迁轨迹及特征	316
二、近代中国证券市场的历史演进的启示	325
主要参考文献	332

图表目录

表 1—1	已知关于近代中国证券市场研究的专著(1949 年以前)	7
表 1—2	已知关于近代中国证券市场章节的专著(1949 年以前)	8
表 1—3	大量刊发关于近代中国证券市场研究文章的主要报刊(1949 年以前)	9
表 1—4	有关近代中国证券市场研究的专著(1949 年以后)	10
表 1—5	有关近代中国证券市场研究的论文检索统计(1949 年以后)	11
表 1—6	制度变迁理论与近代中国证券市场研究的逻辑匹配图	30
表 2—1	1872 年以前外商在华创办的主要股份制企业	38
表 2—2	1871 年 10 月 9 日外商股票行情表	40
表 2—3	1872—1883 年招股创办的主要工矿企业	45
表 2—4	旧中国人均国民收入情况	49
表 3—1	清末主要的外国政治借款统计	97
表 3—2	清末财政收入	99
表 3—3	清末发行的国内公债统计	100
表 3—4	清末发行的地方公债统计	106

表 3—5	北洋政府军事费与债务费统计	107
表 3—6	北洋政府公债整理前发行的公债统计	109
表 3—7	北洋政府公债整理前发行的库券统计	109
表 3—8	1920 年底北洋政府公债未偿还额	111
表 3—9	1921 年公债整理情况	112
表 3—10	北洋政府公债整理后发行的公债统计	113
表 3—11	清政府、北洋政府主要的证券市场制度供给	115
表 4—1	1927—1936 年财政收支情况	140
表 4—2	1937—1945 年财政收支情况	141
表 4—3	1945—1948 年财政收支情况	142
表 4—4	1927—1949 年证券立法与监管情况	144
表 4—5	近代证券市场监管机构的演变	146
表 4—6	1927—1937 年南京政府发行的公债统计	169
表 4—7	1937—1945 年南京政府发行的公债统计	173
表 4—8	1945—1949 年南京政府发行的公债统计	176
表 4—9	1919—1926 年上海商业储蓄银行买卖证券 投资损益	183
表 4—10	1912—1936 年全国华资银行的开设与停业 情况	183
表 5—1	1895—1927 年国内股份制企业历年开户数及资本 总额统计	198
表 5—2	1935 年以前公司注册统计情况	201
表 5—3	1912—1937 年中国近代历年公司债发行情况	202
表 5—4	1937 年以前历年公司债发行情况	203
表 5—5	1932—1939 年 100 家企业的资金来源	206

表 5—6	1920 年、1936 年工农交通总产值估计	208
表 5—7	1927—1935 年钱业参与公债投资情况	217
表 5—8	福康钱庄证券投资情况统计	221
表 5—9	福源钱庄证券投资情况统计	224
表 5—10	辛亥革命前全国华资银行实收资本额	230
表 5—11	北洋政府时期全国华资银行历年新设、停业和 实存数	231
表 5—12	北洋政府时期全国华资银行历年实收资本数	232
表 5—13	1927—1936 年全国重要银行实收资本额和存款额 统计	235
表 5—14	1928—1934 年全国重要银行纯益情况	236
表 5—15	1918 年部分银行持有的有价证券情况	238
表 5—16	1915—1926 年上海商业储蓄银行持有的有价证券 情况	239
表 5—17	1934—1936 年全国银行持有的有价证券总额与 放款总额统计	241
表 5—18	金城银行证券科证券公债成交额统计	248
表 5—19	金城银行个别年份公债投资情况统计	249
表 5—20	1927 年金城银行公债库券投资统计	250
表 5—21	1937 年 6 月底金城银行累计持有的内外公债 统计	252
表 5—22	1931—1934 年上海主要银行持有的有价证券 情况	258
表 5—23	1928—1931 年公债实际收益率	266
表 6—1	1882 年 6 月—1884 年 12 月《申报》刊登的股票 价格行情	274

表 6—2	1883 年股票市场亏损情况	275
表 6—3	1909 年 4 月—1910 年 12 月蓝格志橡胶股票 价格	279
表 6—4	1920—1921 年信交企业规模	282
表 6—5	1921 年 9 月交易所股票价格	283
表 6—6	证券投资与证券投机的主要区别	299
图 1—1	行动主体推动下的制度变迁过程	27
图 2—1	1873—1879 年轮船招商局赢利情况	46
图 2—2	民国前上海钱庄数量统计	54
图 4—1	1937—1944 年公债发行与财政赤字情况	175
图 4—2	1927—1937 年中国银行持有的有价证券总额及 增长率	187
图 5—1	近代上海钱庄数量统计	210
图 5—2	近代上海钱庄平均资本利润率	212
图 5—3	福康钱庄证券投资与放款业务比较	223
图 5—4	福源钱庄证券投资与放款业务比较	225
图 5—5	1928—1937 年全国银行新设数、停业数及倒 闭率	234
图 5—6	1927—1936 年全国主要银行持有的有价证券额及 增长率	240
图 5—7	1927—1937 年金城银行公债投资与存款业务和 资金运用比较	252
图 6—1	1882 年 6 月 8 日—1884 年 12 月 8 日 10 只股票 价格指数	277

图 6—2	1931—1941 年 9 月上海众业公所外商股票价格指数	286
图 6—3	1942 年 6 月—1944 年 6 月上海华商股票价格指数	288
图 6—4	1946 年 9 月—1949 年 4 月永纱公司股票指数	290
图 6—5	“九·一八”前后公债市场价格变动情况	292
图 6—6	1928—1936 年国内公债价格指数	294
图 6—7	1872—1945 年上海日拆年平均值	297
图 6—8	1931 年—1934 年 5 月上海华商证券交易所公债交割比例	303
图 7—1	制度可能性边界示意图	317
图 7—2	近代中国证券市场发展轨迹抽象图	318