

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
The Commercial Press

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

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

第一章 导论

一、现实意义与理论意义

(一)现实意义:现实问题的历史求解

金融是现代经济的核心,证券市场又是现代金融市场的重要组成部分之一。新中国自1984年飞乐音响公司发行第一只股票,经过20世纪90年代上海证券交易所和深圳证券交易所的相继成立,证券市场得到迅猛发展,无论在成长速度、建设规模还是拓展深度方面,均走了发达国家证券市场用了几十年甚至上百年来完成的道路,堪称是体制转轨时期我国市场化进程最快、成就最突出的经济领域之一。我国证券市场的逐步发展,标志着我国经济运行机制已由过去的单一依靠货币市场转为货币市场与资本市场结合的新型运行机制。实践证明,证券市场已成为我国社会主义市场经济体系中不可或缺的重要组成部分,对于推动国有企业的改革和发展,壮大国有经济的实力,促进市场经济的建立和完善,发挥着越来越显著的积极作用。但是,当前我国的证券市场仍处于发展阶段,与国外其他成熟的证券市场相比仍属“新兴”市场,对如何发展证券市场还缺乏实践经验。再加上中国正处于经济“转轨”时期,具有独特的时代背景,致使证券市场的运行体系、管理机制等方面仍存在诸多有待解决的问题和困扰,阻碍了证券市场健康、

稳定的发展。要解决这些问题,就必须要求我们吸取以往的教训,借鉴已有的经验,而这些有益的经验教训来自于两个方向,即“横向”与“纵向”。

“横向”是指从海外发达证券市场的发展历程中寻找解决中国现实问题的“钥匙”。证券市场制度起源于西方,经过四百余年的发展与积累,西方证券市场逐步形成了一套较为成熟的运行体系与约束机制。随着社会主义市场经济的初步建立,我国证券市场仍处于起步阶段,借鉴西方成熟的证券市场理论,总结和学习海外证券市场发展过程中的经验教训,有助于合理地解决和矫正当前证券市场存在的问题。从已有的研究成果来看,“横向”的借鉴与学习一直是中国学术界关注的焦点,大量的学术成果相继问世,并取得了良好的效果。但是,在汲取西方的“精华”时,必须应该注意中国社会在时间、空间上与西方的“错位”以及内涵上与西方社会的各种差异,避免“邯郸学步”。西方证券市场的产生和发展有其特定的历史背景和孕育土壤,是社会环境变迁和对传统形式扬弃的结果,有高度的连续性、独特的创造性以及鲜明的时代性。在学习西方经验时,必须立足于自身实际,探索适合自己的道路,如完全照搬别人的东西,往往会带来灾难性的后果。同时,西方证券市场发展的历史进程也并非一帆风顺,特别是因2007年美国“次贷危机”而引发的全球性金融风暴,充分表现出当前西方发达的市场制度也存在许多弊病与缺陷。由此可见,“横向”借鉴西方发展经验,固然十分必要,但却不是“万能的钥匙”,不能解决全部问题。因此,在重视“横向”借鉴的同时,还必须充分认识到“纵向”借鉴的重要性。

“纵向”是指从中国证券市场自身发展的历史进程中吸取经验

教训,寻找解决现实问题的正确答案。我国的证券市场是根据中国政治、经济、文化的实际建立的具有中国特色的证券市场,而这种特色尤其是独特的政治体制与文化传统不是今天才有的。当前证券市场出现的问题,除了现代技术因素以外,要寻找解决问题的方法,更应在中国证券市场发展的历史中去找。但是,新中国证券市场起步较晚,历程较短,新中国第一只股票是1984年飞乐音响公司发行的股票,1990年12月19日上海证券交易所才正式成立,从这段历史进程中可以借鉴的经验教训十分匮乏。相比之下,旧中国的证券市场起步较早,存续时间较长,如果从1872年中国第一家近代股份制企业轮船招商局发行股票算起,到1949年中华人民共和国成立为止,近代中国证券市场存在了77年;如果从1918年北京证券交易所成立算起,到1949年为止,近代中国证券市场存在的时间也有31年。^①同时,当前中国证券市场与近代中国证券市场的产生和发展有着极其相似的背景,即“体制转轨”与“近代化”。当前我国经济体制仍处于转轨时期,社会主义市场经济体制初步建立,仍不完善,还存在诸多弊病,证券市场的发展被置于转轨的特定历史阶段,处于初级发展阶段,新问题、新情况层出不穷。同样,近代中国证券市场也是处于特定的历史转型阶段,即其产生与发展置身于社会经济体制资本主义化、近代化的历史时期。近代化是人类社会从传统的农业社会向现代工业社会转变的必经阶段,是以科技为动力,以工业化为中心,以机器生产取代手工劳动、机器工厂取代家庭作坊和手工工场为主要标志,并引起

^① 参见朱荫贵:《试论近代中国证券市场的特点》,《经济研究》2008年第3期,第150页。

经济制度、政治制度、生活方式乃至思维方式全方位变化的一场社会变革。近代中国证券市场正是在这场空前的变革中萌芽和发展起来的,带有鲜明的近代化特征。因此,从历史的角度对中国近代证券市场进行研究,是十分重要和必要的。这种研究不仅有助于揭示近代中国证券市场演变的脉络和轨迹,同时能够为当前证券市场提供重要的纵向历史经验。

总之,要加快中国证券市场的制度建设,建立一套符合我国国情的运行机制,保证证券市场的健康稳定发展,不仅需要我们注意借鉴西方发达证券市场成功的经验,更需要我们加强对中国证券市场发展历史的考察。研究近代中国证券市场不是“发思古之幽情”,而是在总结前人成败得失的基础上吸取前人的经验教训,对促进我国证券市场健康发展有着极其重要的现实意义。

(二)理论意义:探索经济史研究新范式

科学研究不是简单的资料累积,而要形成一定的范式,即一组共有的方法、标准、解释方式和理论等,或者说是一种共有的知识体。^① 范式是一门学科成为科学的必要条件和成熟标志,任何一门学科只有具备了一定的范式,才能称其为科学。当然,一门学科不一定只能存在一种范式,但是在特定时期一般只有一种主流范式。由于经济史的特殊性,中国经济史研究存在两种研究范式,一种偏重历史学方法,注重文献诠释和史料考证;一种偏重经济学方法,注重经济理论和数量分析。^② 关于两者的关系,吴承明先生认

^① 参见〔美〕托马斯·库恩著,金吾伦、胡新和译:《科学革命的结构》,北京大学出版社2003年版,第9页。

^② 参见吴承明:《谈谈经济史研究方法的问题》,《中国经济史研究》2005年第1期,第3页。