

近代上海华商证券市场研究

JINDAI SHANGHAI HUASHANG ZHENGQUAN SHICHANG YANJIU

刘志英 著

学林出版社



近代上海华商银行证券市场研究

JINDAI SHANGHAI HUASHANG ZHENGQUAN SHICHANG YANJIU

刘志英 著

本书为上海市哲学社会科学“九五”规划
2000年青年课题并得到浙江省省级社会科学学
术著作出版资金资助出版

学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

近代上海华商证券市场研究/刘志英著. —上海:学林出版社, 2004. 5

ISBN 7-80668-714-9

I. 近... II. 刘... III. 证券交易-资本市场-研究-中国-近代 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 026267 号

近代上海华商证券市场研究



作 者——刘志英
责任编辑——倪为国
封面设计——胡晓峰
出 版——上海世纪出版集团
学林出版社(上海钦州南路 81 号)
电话:64515005 传真:64515005
发 行——~~学林书店~~上海发行所
学林图书发行部(钦州南路 81 号 1 楼)
电话:64515012 传真:64844088
排 版——南京理工排版校对有限公司
印 刷——上海展强印刷有限公司
开 本——890×1240 1/32
印 张——14.25
字 数——32 万
版 次——2004 年 5 月第 1 版
2004 年 5 月第 1 次印刷
印 数——3000 册
书 号——ISBN 7-80668-714-9/F·54
定 价——28.00 元



序 言

刘志英副教授的博士学位论文《近代上海华商证券市场研究》即将正式出版了。她在2002年夏通过博士学位答辩之后,根据评审和答辩专家的意见,花了一年半的时间,对原学位论文稿作了仔细的修订补充,现在的文稿,可谓是潜心治学之作。

进行证券市场史的研究,当事人至少需要两方面的学术背景,第一,要有历史学的基本训练;第二,要有一定的经济学、金融学的方法甚至理论的素养。刘志英在大学、硕士生和访学阶段,在第一方面打下了较扎实的基础;而在攻读博士学位期间通过选修若干专业课程并在学术工作中注意运用,在第二方面也取得了明显的进步。这两方面的结合,正是这部书稿总的优点。

上海的华商证券交易活动,可以追溯到19世纪70年代轮船招商局、上海织布局等华资股份制企业的兴起;国人创设的证券交易所,则滥觞于1882年成立的上海平准股票公司;1914年成立的上海股票商业公会,已俨然一小型规范之交易所;而1920年与翌年上海证券物品交易所和华商证券交易所先后开业,更使上海证券市场无论就规模还是影响均居国内华商证券市场之最。从20世纪30年代起,涉及近代上海证券史的著述便时有问世,如杨荫溥的《中国之证券市场》(1930年);今人的研究成果亦见有洪葭管、张继凤的《近代上海金融市场》(1989年),等等。除了注意整合与尽量吸取相关研究成果的可取之处外,本书稿首先抓住了选题的丰富历史内涵,在史料的爬梳运用

上,花了很大的功夫。除了其他种类的史料之外,尤其是在研究已刊和未刊档案资料(以上海市档案馆丰富的藏档为主,兼及中国第二历史档案馆的相关史料)和多种旧报刊资料(包括社会新闻类和经济金融专业类)这两方面,着力甚著。在较为翔实的专业史料和参考文献基础上,调运相关的知识积累,进行原创性工作,举一反三,构建自己的研究体系,进行深入的学术思考。如书稿在第一章中,以三节、九目总共约5万字的篇幅,将近代上海华商证券市场的历史演进分为三个时期,进行了较系统的探讨,或证实、补充了已有的结论,或给出了更为详尽而准确的叙事。在此基础上,与一般西方国家资本主义证券市场发展历程相比较,进一步总结归纳出上海华商证券市场历史演进的三个特点,即:1. 发展道路的曲折性,即不是产业证券与政府公债的统一且以产业证券居于证券市场的主体地位,而是从股票交易市场开始产生,到发达的政府债券市场,再发展到企业股票市场,并且在长时期里以政府公债居主导地位;2. 市场结构的不完整性,近代上海华商证券市场并不是一个完整意义上的发行与流通交易统一的证券市场,只是一个二级交易市场,证券发行市场并未真正建立;3. 财政性与投机性并存,但融资功能低下且不稳定。近代上海华商证券市场是一个财政性很强的证券市场,对近代中国产业经济的发展没有起到应有的融资作用,它离真正经济意义上的资本市场还有一段距离。诚如书稿中所指出的,作者力图“从近代中国转轨经济的特定环境出发,阐明近代上海华商证券市场的种种现象与转轨经济环境的有机联系,从历史的动态的角度,解释和把握近代上海华商证券市场的整体演进历程。”叙事在于准确,立论在于深刻,作者在两方面都作了可贵的探索。

如果说第一章主要是运用史学的方法,那么从第二章到第

五章,作者试图通过历史学与经济学、管理学、金融学等诸学科的方法结合,分别从政府的证券监管、债券市场的管理、股票市场的管理与证券行业的自律管理等不同角度切入,对近代上海华商证券市场管理进行全方位研究,提出了自己的观点。如作者认为:由于市场结构的不完善,近代上海证券市场管理的体制也相应不健全,所形成的市场管理组织体系,主要都针对二级证券交易市场,对于证券的一级发行市场,其管理则相对混乱。又如,书稿指出了旧中国对上海的证券监管基本上以财政部为主体具体实施管理,由于政府公债库券是证券市场的主要品种,在某些时期甚至居于核心地位,而财政部则是绝大部分公债库券的发行者,政府既是证券一级市场的参与者,又是证券市场的监管者,扮演着双重角色,这样,实质上对政府公债的发行根本无从监管,致使近代中国的公债滥发难以节制,也造成了政府对证券市场监管最终失灵。近代上海金融业有着十分强大的同业团体(如银行公会、钱业公会等),行业自律是旧上海金融业的共同点。那么证券业情况如何呢?作者进行较深入的探究后指出:近代上海华商证券行业自律管理规章与实际运作相背离,整个近代上海各证券交易所也分别制定有相应的自律规章,但在实际运作中,却并没有真正做到自律。总之,书稿注意有机整合相关学科的方法,在对历史对象的研究中注重史论结合,在讲清楚基本事实的情况下,进行必要的分析,提升观察研究对象的立意,这样,整部书稿就超出了一般历史叙事的层面,总结出近代上海证券市场演变及管理层面的规律性内容。

上海是近代远东地区的国际工商大都市,也是近代中国的最大的金融中心。金融业在上海(乃至整个中国)的近代化、国际化进程中扮演着十分重要的角色。上海证券市场的历史有着非常丰富的内涵,不是一篇博士学位论文可以尽述的。众所周



知,近代上海金融市场已相当发达,有着不同的部分和构成,证券市场只是整个金融市场的—个部分,以证券市场为本位的考察,还需要注意与其他金融市场诸方面的联系,有必要进行比较研究。另外,近代上海证券业作为相对独立的经营行业,与其他金融行业之间的联系如何,这方面的联系对证券业和其他相关行业的影响如何,值得深入探究的地方很多。我和我的同仁感到高兴的是,刘志英在获得博士学位且在高校经济学专业任教—年之后,已经以《近代中国证券市场研究》为题,在复旦大学经济学院开始了博士后研究。我们期盼着她新的更有学术分量的成果问世。

吴景平

2004年2月于复旦大学



内 容 摘 要

近

代证券市场的建立不仅是实现资本主义近代化过程中的一个重要标志,而且是近代化在更高层次上的体现。近代上海华商证券市场是旧中国持续时间最长、规模最大、最典型的证券市场,它是近代上海金融市场的重要组成部分之一,亦是中国经济、社会资本主义近代化历程中的重要里程碑。本书通过综合运用历史学和经济学有关理论及研究方法,对近代上海华商证券市场及其管理体制以及演变作一全面而深入的论述,从而总结其成败得失,为中国近代经济史,特别是金融史的研究以及推动当代我国证券市场的健康发展和逐步走向成熟,提供必要的历史借鉴。

本著作和其他相关成果比较,在于较为完整系统地梳理了近代上海华商证券市场发展演变的历史进程以及市场的管理体制,全文共分为五章。

首先,在第一章中对近代上海华商证券市场历史演进进行了探讨,在补充、完善前人研究的基础上,进一步总结归纳出上海华商证券市场历史演进的三个特点(与一般西方国家资本主义证券市场相比较):

1. 发展道路的曲折性。通常情况下,在经济近代化的进程中,一个国家或地区的证券市场应该是产业证券(包括企业股票与债券)与政府公债的统一,而且以产业证券始终居于证券市场的主体地位,而近代上海的华商证券市场却恰恰相反,从股票交



易市场开始产生,到发达的政府债券市场,再发展到企业股票市场,并且在长时期里以政府公债居主导地位。

2. 市场结构的不完整性。完备的有组织的证券市场,应该包括两个部分:一是证券的发行,二是证券的流通交易。上海华商证券市场并不是一个完整意义上的发行与流通交易统一的证券市场,只是一个二级交易市场,证券发行市场并未真正建立。

3. 财政性与投机性并存,由此导致对工商业融资功能低下且不稳定。近代上海华商证券市场是一个财政性很强的证券市场,对近代中国产业经济的发展没有起到应有的融资作用,它离真正经济意义上的资本市场还有一段距离。

其次,从第二章到第五章,试图通过历史学与经济学的结合,分别从政府的证券监管、债券市场的管理、股票市场的管理与证券行业的自律管理等不同角度对近代上海华商证券市场管理进行全方位研究,有关这部分内容,过去的研究成果基本上未有涉猎,主要是自己的创新性尝试研究。通过以上各章的研究得出如下结论:

1. 由于市场结构的不完善,证券市场管理的体制也相应不健全。所形成的市场管理组织体系,主要都针对二级证券交易市场,对于证券的一级发行市场,其管理则相对混乱。

2. 政府监管体制属于财政依附型。无论是北洋政府时期,还是国民政府时期,拟或是抗战八年的沦陷时期,政府对整个上海的证券监管基本上以财政部为主体具体实施管理,由于政府公债库券是证券市场的主要品种,且政府财政需求带有刚性,由此,20世纪20—30年代在证券市场上居于核心地位,而财政部则是绝大部分公债库券的发行者,可见政府既是证券一级市场的参与者,又是证券市场的监管者,扮演着双重角色,这样,实质上对政府公债的发行根本无从监管,致使近代中国的公债滥发



难以节制。这种体制也是造成政府对证券市场监管最终失灵的重要原因。

3. 证券行业自律管理规章与实际运作相背离。证券交易所是最基本的自律管理机构,其基本职能就是促进有价证券价格的合理形成和有价证券的流通,因此,证券交易所必须防止证券买卖的过度投机和价格操纵等不规范交易,并对违反证券交易规则的经纪人进行处罚,整个近代上海各证券交易所也分别制定有相应的自律规章,然而,在实际运作中,却并没有真正做到自律。

关键词:近代、上海、华商证券市场、政府监管、行业自律
学科分类号:F129.6



Abstract

The establishment of modern stock markets was not only an important symbol of the realization of capitalist modernization, but also the more adequate embodiment of modernization. The Chinese stock market in modern Shanghai was the longest, and most representative stock market with the largest scale in old China (before 1949). It was an important part of the financial market in modern Shanghai, and was the celebrated landmark in the history of the capitalist modernization of Chinese economy and society. This thesis attempts to make a deep and comprehensive analysis of the Chinese stock market in modern shanghai, its management system and its evolution, by combining the theories and methods of history with those of economics. Furthermore, the thesis attempts to sum up success and failure in its development, thus providing necessary experience and lessons for the research in the history of modern Chinese economy, especially the history of modern Chinese finance, and for the sound development and gradual ripening of the contemporary Chinese stock market.

Compared with other research achievements, this thesis digs into the history of the Chinese stock market in modern Shanghai and its management system in a systematic and com-



plete manner. The whole thesis is composed of five chapters.

First of all, in Chapter One, the author makes an investigation into the evolution of the Chinese stock market in modern Shanghai. Having enriched and improved my predecessors' research on this market, I generalize three characteristics of the evolution of the Chinese stock market in modern Shanghai (compared with the ordinary capitalist stock markets in West countries).

1. The turns and twists of the market's path to development

In normal conditions, in the process of economic modernization, the stock market in a country or a region should combine industrial securities with government bounds; moreover, industrial securities should hold the dominant position in the whole stock market. The Chinese stock market in modern Shanghai is quite the opposite. This stock market began with a stock trading market, grew into a developed government bonds market, and further into an enterprise securities market. During a long period of time, government bonds held a leading position in this market.

2. Imperfectness of the market structure

A well-organized and perfect stock market should consist of two parts: issuing market and circulation market. The Chinese stock market in modern Shanghai was not a complete and uniform stock market both the stock issuance and the stock trade. It was just a stock trading market. A real stock-issuing market was never established in modern Shanghai.



3. In the Chinese stock market of modern Shanghai, the public finance and speculation was kept both, but the financing is lowly and unsteady to settle.

The Chinese stock market in modern Shanghai was a stock market deeply attached to the Ministry of Finance of the central government. This stock market did not play a role in financing for the development in the industrial economy of modern China. It was at quite a distance from capital market in a real economic sense.

Secondly, from Chapter Two to Chapter Five, I make an all-round research into the management of the Chinese stock market for modern Shanghai, by observing the government's regulation of securities, its management of the bond market and the stock market, and the self-disciplined management of the securities trade, by combining economic methods with those of history. The previous researchers touched nearly nothing upon these aspects. In this thesis, I manage to make a trial and creative study of these aspects. From the study of the above-mentioned chapters, we can draw the following conclusions:

1. The imperfectness of the management system of the securities market was caused by the imperfectness of the market structure. The consequent market management system was basically aimed at the market for securities trading. The government's regulation of the market for securities issuing was in relative disorder.

2. The government's regulation system was conditioned



by the Ministry of Finance of the government. Whether in the reign of the Beijing government (1912—1927), of the National government (1927—1937; 1945—1949) or during the War against Japanese Aggression (1937—1945), the central government's regulation of the whole securities market in Shanghai was carried out almost all by the Ministry of Finance. The government bonds were the main kind in the securities market, and held the key position in the securities market of the 20s—30s of the 20th century. The Ministry of Finance was the issuer of most of the government bonds. It is thus clear that the government was both the participant in the securities issuing market and the regulator of the securities trading market. It played the double role. In fact, the central government could not at all regulate the issuing of the government bonds, causing the excessive issue of government bonds in modern China. This kind of regulation system is the important reason for the government's failure to regulate the securities market.

3. The rules and regulations for the self-disciplined management of the securities trade were deviated from the development and operation of the securities market. A securities exchange is the most fundamental self-disciplined management organization. Its basic function is to promote the natural and reasonable prices of negotiable securities, and the circulation of negotiable securities. Therefore, a securities exchange should prevent the over-speculation of securities trading and protect the free change of the prices of securities, and punish



the brokers who have violated the rules of securities trading. All the securities exchanges in modern Shanghai laid down the relevant rules for self-discipline. However, in practical operation, these rules were not strictly enforced.

Key Words: modern times Shanghai the Chinese stock market government's regulation self-discipline of the trade



导 言

一、本书的历史与现实意义及相关领域的研究状况

证券市场是人类社会经济活动经历了生产商品化、商品货币化、货币信用化的历程,发展到信用证券化阶段的必然产物。因此,近代证券市场是实现资本主义近代化过程中的一个重要方面,而且是近代化在更高层次上的体现。近代中国证券市场是指各种有价证券包括公债、股票、公司债券等发行和交换的市场,它是旧中国长期资金市场的一个主要方面。上海是近代中国的金融中心,上海的证券市场也是近代中国规模最大、最典型的市场。对近代中国证券市场——特别是近代上海证券市场的研究,可以多方位地展现中国资本主义近代化的历史进程,进一步丰富中国近代经济史和上海史的内涵,深入揭示近代化的发展规律。

改革开放以来,尤其是社会主义市场经济体制确立以后,我国的金融体制和金融运行机制发生了极大的变化,其中一个引人注目的内容就是证券市场的迅速崛起。实践证明,证券市场在促进社会主义市场经济的发展,转换企业经营机制和建设现代企业制度方面都发挥了积极的作用。然而,由于证券市场所具有的自发性、投机性和高风险性等特点,证券市场本身并不能自发实现高效、平稳、有序的运行,因此必须有赖于对证券市场加强管理。强化和改善对证券市场的管理,提高证券市场的安

全性和运行效率,这是各国政府、金融、证券业界注重研究的全球性重要课题,自1990年我国正式建立证券市场以来,这一课题就受到了极大的重视,经济学界对此进行了较为深入的研究和理论探讨。但是,这些研究和探讨,主要集中在从国外的证券市场及其管理中寻找理论依据和体制借鉴,这无疑是十分必要的,有助于为中国证券市场管理的建设与完善提供横的方面的比较借鉴资料,除此而外,从历史的角度,对中国近代证券市场及其管理进行研究,也是十分必要的,因为这种研究不仅有助于揭示近代中国证券市场及其管理发展演变的脉络与轨迹,同时能够为我们今天证券市场的管理提供一个纵向比较的历史经验。

也就是说,要发展和完善我国的证券市场,建立一套符合我国国情的管理体制,保证中国证券市场的健康发展,不仅需要我们注意借鉴各国证券市场成功的经验,而且更为重要的是不可脱离中国的国情,这就要求我们必须加强对近代以来中国证券市场,尤其是对证券市场管理的历史研究。

那么,迄今为止,学术界对于近代中国证券市场及其管理的研究情况如何呢?

伴随着近代中国证券市场兴起、发展,就有不少学者将目光投向了这一领域,其主要成果有:杨荫溥编《上海金融组织概要》(商务印书馆1930年版),《中国交易所论》(商务印书馆1929年版);徐寄庾《最近上海金融史》(上、下)(1929年增改再版);贾士毅著《国债与金融》(商务印书馆1930年10月初版),《民国续财政史》(六)(商务印书馆1934年初版);汤心仪《上海之金融市场》,刘仲廉《上海之交易所》(载《战时上海经济》第一辑,上海经济研究所1945年);朱斯煌主编《民国经济史》(银行学会编印1948年版)等著作,这些著述中的有关部分均对证券市场有所