



上海证券交易所高级论丛 张育军 主编

上海证券交易所史（1910—2010）

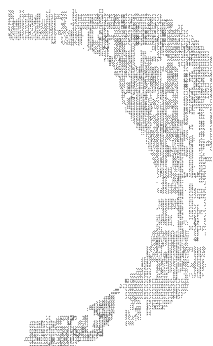
刘逖 等著



上海证券交易所高级论丛 张育军 主编

上海证券交易所史 (1910—2010)

刘逖 等著



 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所史:1910~2010/刘遼等著. —
上海:上海人民出版社,2010
(上海证券交易所高级论丛/张育军主编)
ISBN 978-7-208-09542-7
I. ①上… II. ①刘… III. ①证券交易所-经济史-
上海市-1910~2010 IV. ①F832.9
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 180728 号

责任编辑 潘丹榕
封面装帧 王小阳

上海证券交易所史(1910—2010)

刘 遼 等著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 787×1092 1/16 印张 21 插页 8 字数 379,000

2010 年 11 月第 1 版 2010 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-09542-7/F·1989

定价 58.00 元

丛 书 总 序

当前,在经济金融化与金融全球化的背景下,各国资本市场和金融中心的竞争日益加剧,资本市场的竞争力和发达程度已经成为一个国家竞争力的重要组成部分,国家层面的竞争更多体现为资本市场的竞争。在传统大国崛起的过程中,资本市场扮演着重要的角色,强大的资本市场是成熟市场经济国家在全球范围内争夺生产要素、配置经济与金融资源的重要平台。

21 世纪是充满挑战的新纪元。全球资本市场竞争空前激烈,正进入一个重新整合的大变革时代。全球各大证券交易所在改制并上市后纷纷加大了市场拓展和购并结盟的力度,对中国资本市场的未来发展构成了严峻的挑战。目前,欧美地区交易市场的整合已经基本完成,纽约—泛欧交易所、纳斯达克—OMX 交易所、伦敦—意大利交易所、德国交易所这四大交易所集团的股票市值与成交金额已占据全球资本市场的半壁江山,初步形成了对全球资本市场的垄断局面,对其他区域性、地区性中小型股票交易市场构成了严重的威胁,使其在竞争中处于更加不利的地位。

21 世纪又是充满机遇的新纪元。近年来,受美国次贷危机影响,全球金融市场正进入重新整合阶段,中国作为世界金融格局中最有活力与最具成长性的新生力量正在迅速崛起。在全球金融秩序重塑的背景下,无论从全球竞争角度考察,还是从国家战略层面来看,中国资本市场都应该有所作为。我们要从战略高度重新评估中国资本市场的定位,建设一个与整体经济实力相匹配、具有全球影响力的资本市场是中国经济融入世界与实现崛起的重要战略环节。

在中国资本市场的发展与崛起过程中,上海证券交易所担负着非常重要的历史使命。经过多年的持续快速发展,上海证券交易所已经成为一个粗具规模的现代资本市场,有望发展成为全球资本市场中除北美、欧洲之外的第三极。我们的长期发展目标是要建设成为世界一流交易所,成为全球资本交易中心、资产配置中心和风险管理中心,成为全球资本市场的核心力量。要实现这一战略目标,上海证券交易所需在很多方面进一步提升能力和影响。市场发展,研究先行。提升交易所的研究能力,建设一流的研究团队,就是其中重要一环。

上海证券交易所的研究工作始终秉持“严谨、前瞻、专业、开放”的原则,聚焦证券市场重大基础性与前瞻性制度、全球交易所发展战略、交易产品与交易机制创新以及

市场参与者行为等主要领域,对资本市场的相关重点与重大问题展开深入研究。为了更好地发挥交易所研究工作的独特优势,使其成为市场发展战略的“规划者”、先进金融知识的“传播者”与各类市场疑惑的“解惑者”,同时,为更好地向社会各界展示研究成果,我们组织一批谙熟证券市场的资深研究人员,精心撰写出这套证券金融系列丛书——上海证券交易所高级论丛。这套丛书的主要特点可以归纳为以下三方面。

第一,开放性。在研究思路,丛书坚持多元化、开放式的分析思路,既有宏观研究,又有微观剖析;既有理论探讨,又有实证检验;既有横向比较,又有纵向梳理,从多维度、全方位深入研究资本市场相关重大问题,从而使丛书更具代表性。

第二,专业性。在研究方法上,丛书采取比较严谨规范的现代学术研究方法、研究工具,以及现代经济金融理论,对资本市场领域相关重点问题进行“抽丝剥茧”式的剖析与专业性研究,从而使丛书更具专业性和权威性。

第三,前沿性。在研究选题上,丛书着重研究资本市场领域的相关热点与重点问题,但又不拘泥于此类问题,丛书同时力图跟踪全球资本市场发展的前沿问题与最新动态,与全球资本市场的发展保持同步,从而使丛书更具前瞻性。

我希望,以这套丛书的出版为契机,上海证券交易所的研究团队能够继续坚持“选题前瞻、方法专业、思想开放”的研究风格,在更广阔的领域、更深层次上取得更加丰硕的研究成果,为中国资本市场的快速崛起,为上海证券交易所世界一流交易所目标的早日实现,提供强有力的智力支持。

张育军

上海证券交易所总经理

2010年10月

目录

1	丛书总序
1	引言 证券交易所史的写法与意义
9	第一章 前证券交易所时代(1910年以前)
60	第二章 证券交易所的创立(1910—1920年)
84	第三章 证券交易所市场的发展(1920—1937年)
120	第四章 抗战时期的证券交易所(1937—1945年)
148	第五章 战后证券交易所的复业(1946—1949年)
179	第六章 上海证券市场的新生(1990—1997年)
218	第七章 向世界一流证券交易所迈进(1997—2010年)
270	附录1 上海华商证券交易所股份有限公司章程
272	附录2 上海华商证券交易所业务规则
276	附录3 上海证券物品交易所股份有限公司章程(1920年)
280	附录4 上海证券物品交易所股份有限公司营业细则
291	附录5 上海证券交易所股份有限公司章程(1946年)
294	附录6 上海证券交易所股份有限公司暂行营业细则(1946年)
303	附录7 上海外商股票股价指数与市值统计(1871—1940年)
306	附录8 上海本国公司股价与市值统计(1942年)
309	附录9 中国证券市场历年统计数据(1990—2010年6月)
311	附录10 上海证券市场谱系图
312	附录11 上海证券市场大事记
326	参考文献
329	后记

引言 证券交易所史的写法与意义

证券交易所史写作的第一宗旨,就是要清楚地表述交易所在整个社会经济中的历史地位和作用。

证券交易所是证券集中和有组织交易的场所。从世界各国的情况看,证券交易主要在证券交易所进行。证券交易所不仅为证券交易提供场所、人员和设施,还对证券交易进行周密的组织和严格的管理,在整个证券交易市场中占据核心地位。

然而,对证券交易所功用的认识,亦多争辩,亦多曲折,并非总是不言自明。阿瑟·刘易斯曾以为,在工业革命时期,伦敦资本市场甚至阻碍了英国工业的发展。¹另一方面,如爱德华·米克尔等则盛赞交易所之功能。²有研究指出:“交易所之机能关系于国富之增进、产业之兴隆者至大且巨。……交易所机能之发挥,其于一国之隆替大有影响。……法国于普法战败之后,割让亚尔萨斯、洛林二富源地于德国,财政陷入穷困之时,藉巴黎交易所之运用,得以达到复原之目的,功绩甚伟。”³金德尔伯格的研究也显示,股票市场在德国铁路筹集资金方面起到了重要作用,在英国延续了数百年之久的历史在德国只用了65年就完成了。⁴

而如上一切争论,若纳入历史的范围和视野,则不难深察其义。一方面,从历史渊源看,证券交易所发轫于西欧,遍行于世界,是资本主义社会化大生产和信用制度发展的必然产物;另一方面,沿着历史的脉络,我们更容易彰明证券交易所对世界经济发展和生产进步起到的巨大推动作用,也有助于辨清交易所乃至证券市场的积极作用和消极影响。

从证券市场产生和发展的历史进程看,其最重要的功能之一就是筹集资金和分散风险。16世纪欧洲资本主义萌芽时期,同股份有限公司制度相联系的股票交易的出现,正是应欧洲商人为开拓新市场、开辟新航路而筹集资金、分散海洋探险风险之需。⁵至18世纪60年代和19世纪初,英国、法国、美国相继进入了第一次工业革命时期,交易所和证券市场在这一过程中作出了不可磨灭的贡献。首先,近代民族国家的

诞生使得国家机构逐渐庞大，政府开支膨胀，政府债券市场进一步扩大，为新型民族国家的繁荣和强大提供了支持；同时，工商企业需要筹集大量资金以支持其长期发展，股票和企业债权市场的迅速发展满足了这一需求。在运河、铁路和采矿热的刺激下，股票和公司债券（特别是铁路公司债券）大量发行。⁶证券市场创新也发挥了重要作用，例如流通股和优先股的相继问世。流通股被当作货币支付手段而发行给承包商和原料供应商，优先股则因能先于普通股且一般以高于公司债券利率的优先条件分享利润而受到投资者的青睐，使公司得以更加灵活、便利地获得资金。⁷

股份制诞生于筹资和分散风险的需要，而证券交易的兴盛又反过来推动了股份制的迅猛发展，这一良性循环过程，在促使传统手工业、家庭企业转换经营机制，形成社会化规模生产方面，发挥了巨大的作用。对此，马克思曾指出：“股份公司的成立……生产规模惊人地扩大了”⁸，“在工业上运用股份公司的形式，标志着现代各国经济生活中的新时代”⁹。“它显示了过去料想不到的联合的生产能力”，股份制度“对国民经济的迅速增长的影响恐怕估价再高也不为过的……它们是发展现代社会生产力的强大杠杆”。¹⁰在中国，或许正是金融市场（特别是证券市场）的不发达，使得前近代中国工业化发展停滞，未能实现类似西欧的工业化转型。¹¹

证券市场还具有引导产业结构调整和优化社会资源配置的功能。如果投资者遵循市场规律，其行为受利润最大化准则的限制，投资者将把其有限的资金投入经济中最有效率的部门（即那些最具有盈利机会且最有偿还能力的企业），因而，高效率的生产部门将会得到更多的所需资本，从而总体经济的配置效率将得到提高。同样，由于在经济发展的过程中，不仅行业内的生产效率会有高低不等，从整个社会看，行业间的生产效率也存在差别，通常新兴产业要比其他产业具有较高的生产效率，优势产业的上市公司业绩和前景普遍好于夕阳产业。在追逐利润的动机下，市场上的资金也会自发地从夕阳产业涌向朝阳产业，间接地促进了产业结构的优化，推动产业结构调整，产生经济结构调整效应，形成经济发展新的增长点。¹²

此外，历史证据还显示，通过交易所市场进行直接融资，改变了居民—银行—企业这种单一的资金流动渠道，分散了银行的经营风险，对金融市场的发展和金融体制的变革也起到了积极的推动作用。

历史经验也表明，证券交易所市场发挥了国民经济晴雨表的作用，交易所市场的运行情况直接、灵敏地反映着一国或地区的宏观经济状况。正是在这个意义上，我们说，证券交易所市场是一国经济的缩影，交易所市场的发展与完善，是一个国家一个时期社会、政治、经济、文化和技术的综合反映。

二

“研究的方法，要合之而见其大，必先分之而致其精。”¹³上海证券交易所史是中国近现代经济史的一个重要分支，研究交易所史是深入了解中国近现代社会经济的重要途径。毛泽东指出：“对于近百年中国的历史，应聚集人才，分工合作地去做，克服无组织的状态。应先作经济史、政治史、军事史、文化史几个部门的分析研究，然后才有可能作综合的研究。”¹⁴

中国在鸦片战争后，随着西方国家商品和资本输出规模的扩大，证券市场也逐渐发展了起来。当时，在中国投资的不少国外企业均为股份制企业，如汇丰银行、怡和洋行、旗昌轮船公司等，于是在上海诞生了中国最早一批股票——“洋股票”。

西方国家的炮舰轰开中国国门后，李鸿章等洋务派人士开始学习西洋军事、经济上的一些做法，创办了一批军用工业（如江南制造总局、福州船政局等）和官商合办的民用工业（如轮船招商局、开平煤矿等），并且仿照西方国家的企业形式，组成股份有限公司，向社会公开招股。由是，诞生了中国企业的第一批股票。

随着股票的发行与流通，一些专门从事证券交易的中介机构首先在上海成立。18世纪60年代末，上海开始出现由外商组织的证券中介机构，十余年后，中国人自己开办的证券经营机构也陆续诞生。沪上股票交易日益活跃后，各洋商股票掮客公司于1891年联合组建了证券掮客公会，其中文名称为上海股份公所（英文名“Shanghai Brokers' Association”）。1903年，西商又酝酿成立证券交易所，次年于香港正式注册，定名为上海众业公所（英文名“Shanghai Stock Exchange”）。这是外国人在华开办的第一家证券交易所，也是在中国境内出现的最早的证券交易所。

中国人自己创办的上海证券交易所，肇始于清末民初（1910年）的茶会交易。1914年，参与证券买卖的掮客自发组织成立了上海股票商业公会，此即日后上海华商证券交易所的前身。1916年，湖北汉口出现了中国人自己创办的第一家证券交易所，但开业不久即告破产。两年后，即1918年6月5日，北京证券交易所正式开业。1919年9月，上海证券物品交易所获准成立。次年2月1日召开成立大会，宣告成立，7月1日正式开幕，第二天正式开业。1920年5月20日，上海华商证券交易所宣告成立，6月29日开始在《申报》刊登上市证券行情。

到20世纪30年代，上海证券市场快速发展，上市证券品种包括中国企业的股票和政府公债、外商股票和债券、南洋及其他国家的股票。1934年，上海证券交易所交易额达到了47.7亿元，月均交易额约4亿元。到1937年，在上海证券交易所上市的股票、债券共150多种，中外投资者均可通过经纪人进行买卖。

1937年10月日军占领上海后，华商证券市场基本停顿。1941年日军占领租界

后,外商证券交易也被取缔。但仍有一些小范围的“地下”股票交易。1946年9月,上海证券交易所复业,但直到1949年停业清理前,其规模一直没有达到30年代的水平。到1947年底,在上海证券交易所上市的股票为32种,上市总市值为70783亿元。

新中国成立前,中国共产党曾多次利用证券市场筹集革命和建设资金。在20世纪30年代初,中华苏维埃共和国先后发行了“中华苏维埃共和国革命战争公债券”、“中华苏维埃共和国经济建设公债”等公债数百万元。1933年,联合消费合作总社和闽浙赣省苏维埃银行还发行了股票。抗日战争和解放战争期间,根据地和边区政府也多次发行了“救国公债”、“建设公债”、“革命公债”、“救灾公债”等债券,总额超过1亿元。

新中国成立后,中国对交易所和证券市场的认识经历了一个曲折发展的过程。证券市场一度被取缔。直到1978年中共十一届三中全会确立改革开放路线,为证券发行与交易扫清了认识上的障碍后,沉寂30余年的证券市场才重新绽放出新蕾。之后股份制改革的蓬勃兴起和经济发展的巨大需要,进一步推动了证券市场的快速发展。1990年12月和1991年4月,上海和深圳证券交易所相继开业,标志着新中国证券市场发展进入新阶段。

历史研究的是人类社会在空间和时间上的延续。英国历史学家爱德华·卡尔曾说:“历史是现在与过去之间的永无止境的问答交谈。”¹⁵只有借助于现在,我们才能理解过去;同样,也只有借助于过去,我们才能充分理解现在。

过去百余年上海证券交易所史为我们认识中国证券市场的发展与演进提供了一个可靠的视角。尽管从表面看,在百余年跨度中,近代上海证券交易所包括近代证券业与新中国上海证券交易所(和证券业)几乎是完全割裂的,我们看不到连续的痕迹,但通过观察研究近代中国证券业和上海证券交易所史,我们仍然可以从中发现证券市场发生发展的若干一般规律,可以看到证券业的发展与经济社会客观现实的密切联系,可以了解个人、企业和政府理财活动的客观需要如何推动着证券市场的发展变化。

中国百年交易所史向我们展示了,市场规范和上市公司质量是证券市场的生命力所在。以旧中国为例,证券市场虽然从量上看具有一定的规模,但由于官僚资本和大资本家控制市场,监管缺乏,市场运行极不规范;而且,交易所自身往往也参与投机,且交易所之间恶性竞争。在20世纪20年代初,全国共有近200家交易所,其中上海112家,但由于普遍资本不足,投机过度,终于导致了1921年的“交易所风潮”,短短几个月内,上海106家交易所、6家银行和大量企业相继倒闭。此外,上市公司质量不高,信息披露严重失真,不少“空头”公司、“皮包”公司也获准上市,如一些“橡胶公司”、黄豆粉充钙奶的“钙奶生”公司等,给投资者带来了巨大的损失,以致证券市场一

度声誉扫地,人们谈“股”色变。¹⁶

中国证券业是在中国从传统封建社会走向半封建半殖民地社会的过程中逐渐发展起来的,近代中国证券业具有明显的半殖民地和官僚资本痕迹。上海证券交易所百年史不仅是了解中国社会的一面镜子,也为我们提供了深刻的经验教训,为我们分析研究当代证券业提供了一把标尺。

中国百年交易所史作为历史已随着时间的消逝而消失:过去的高墙殿宇,如今早已是断垣残壁;往昔的繁华场景,目下或许只剩下萧瑟秋风……

然而,中国百年证券史留给我们的思考却是极深远的!

三

写中国证券史是一件耗时费力,且可能不讨好的事情。顾虑之一是,中国证券业从肇始至今不过百余年跨度,而且只是在最近 20 年才真正取得较大的发展。在历史的长河中,百年只是一瞬,由当代人对这样一段历史作出评判是否会有失公允?

另一方面,证券史应如何写,包括史料甄选、体系和体裁、内容和形式等,也颇费斟酌。

“万绿丛中红一点,动人春色不须多。”¹⁷恰当的史料甄选是还原历史真实的首要任务。然而,卷帙浩繁如烟海,难免挂一而漏万。我们只能从 100 多年来的相关文献堆砌(旧报刊文献资料、已刊与未刊档案资料等)中,选择与交易所市场发展紧密相关的部分,去粗存精,予以梳理。

在体系和内容方面,本书以上海证券交易所发展为主线,试图论述以下五个方面的内容:

(1) 交易所运作的环境。交易所史的发展离不开当时的特殊环境,经济金融行为通常都是建立在社会政治经济矩阵之上的。在特定的环境之下,个体(企业和个人)所能作出的抉择通常是有限的,他们更多地只是被动地接受政策。不了解一定时期的时代精神和社会政治与经济状况,就难以深刻理解证券市场所发生的事件。

(2) 交易所市场产生与发展的动力或规律。吕思勉曾说:“历史虽是记事之书,我们之探求,则为理而非事。理是概括众事的,事则只是一事。”¹⁸写作交易所史,无疑要再现历史的真实,还历史以本来面目。然而,“一切历史都是当代史”,我们只能以现在的眼光、现在的观念去对待这段历史。因此,交易所史的写作不仅在于描述事实,更重要的是说明事实,说明产生这些事实的内在联系,探讨证券市场产生的前提和发展的条件。

(3) 交易所市场发展状况与事件。历史著作所探求的虽“为理而非事”,但“既然

是历史,其中的任何普遍意义都只能通过一定时间和地点出现过的具体史实来表述,也只有这样表述的历史规律才具有一定的说服力”¹⁹。交易所市场的发展状况(如市场规模、交易品种情况、交易组织的诞生与发展等)与事件无疑是交易所史一个不可分割的内容。正是通过对中国交易所市场若干历史事实的描述和评判,通过对众多一时一地的历史经验的总结,才有可能概括出交易所市场发展的具有一般意义的规律。

(4) 交易所市场的制度建设。古典经济学认为,需求和供给是市场的主旋律,制度只是跟着调子起舞。制度的供给是外生的。然而,新经济史学和制度学派的研究表明,制度在历史发展中有着不可忽略的作用,是经济增长的重要内生源泉之一。作为个别事件的历史是不断变化的,但制度却是相对稳定的,正是通过对一定时期制度(如法律法规、管理体制)的分析,我们才有可能更全面、真实地把握历史。

(5) 对证券和交易所市场的理论认识。任何历史都是和思想史掺和在在一起的。尽管历史学家有充足的理由认为,历史的发展来自客观因素的推动,但理论的预见和指导作用也是不言自明的。从历史角度看,交易所市场的自身层面(如交易品种和技术、市场规模、监管手段)可看成是一种知识或技术,而对证券和交易所市场的理论认识则可被视为一种观念。在知识和技术的世界里,历史不断延续着历史,而在观念的世界里,历史却在不断重复自身。²⁰过去的观念和思想似曾相识,只因这些观念和思想同现在的观念和思想在一定程度上是相同或相通的。理解过去的这些思想和观念,一方面可以加深今人对相关问题的理解,另一方面,过去人们在这些观念和思想的指导下所作出的实践,更是今人千金难求的巨大财富。

这样的体系,或许已经突破了专门史的通常写法,因为这五个方面涉及的内容非常广泛,实际上是一部融合了实践史、制度史和思想史的综合体。

四

“历史其实是很生动的。”樊树志先生反复强调的这句话,为我们交易所史的写法指明了方向。历史著作的修撰,当立言必信,博而能约,密而不碎,不为传统和成见所蔽,也不为历史教科书的“八股腔”所累……

这就需要创新思维和更高层次叙事史学的写作笔法。或许,生动的叙事史学是我们写作交易所史可望而不可即的目标,但这并不妨碍我们向这一目标所作出的种种努力和尝试——正文中穿插的各个专栏便是这种尝试之一种形式。

当然,历史著作中的史识史论,更是我们倾情之所。交易所史作为一部历史著作,其好坏不仅在于用什么方法表述,而更在于所提出的问题是否中肯,用来回答这

些问题的论据是否充分,以及所用的分析方法是否严密。这是我们修撰交易所史的基本出发点。

但是,恰当的体裁和内容安排,无疑可以提供一个更好的理解框架,从而更便于阅读、理解和记忆。因此,在体裁和逻辑安排上,我们也试图进行一些变革。我们否认一般教科书式的严格按照时间的顺序,大的问题一章、小的问题一节的章节安排所特有的优势。这种分章节的写法有很多好处(如注重连续性、方便讲授和记忆),但通常却割裂了不同时间事物之间的内在联系。本书在继承以时间顺序作为历史著作写作传统的同时,对每一时段的历史作高度概括,分若干专题(节)进行叙述,从而在保证连续性的同时,对相关问题予以深度探讨。

作为到目前为止,系统论述上海证券交易所史的第一部著作,毫无疑问,本书中的不少观点都是可以争议和进一步探讨的。在对任何过去曾被忽视的若干问题或领域的探索方面,本书同样不敢居功。“当人们介绍一本新书的时候,总是习惯于指出它是极为需要的,将填补一个宽阔而重要的空白。实际上,在任何领域现有的文献中,是否真的存在空白,或者一种新出的书是否真的足以填补它,要由读者大众作出决定。”²¹

作为对百年上海证券交易所史整理的初步尝试,读者在任何方面从我们的微薄努力中得到任何收获,我们都将至感欣慰。正是基于此,任何时候、任何形式的批评和建议均将是我们的得益。

注释

1. 刘易斯指出,因为当时职业投资者偏爱作为信托证券的外国债券,而冷落了风险较小的国内工业股票和债券,这使得国内投资机会得不到利用(W. Arthur Lewis, *Evolution of the International Economic Order*, Princeton: Princeton University Press, 1978, p. 177,转引自 P. 金德尔伯格:《西欧金融史》,徐子健译中国金融出版社 1991 年版,第 283 页)。金德尔伯格也认为,在德国,企业在银行的支持下迅速发展,股票交易所的作用是十分有限的,股票市场仅仅在铁路筹集资金方面起到了重要作用(P. 金德尔伯格:《西欧金融史》,第 287 页)。

2. Edward Meeker, *The Work of the Stock Exchange*, New York: The Ronald Press Company, 1922.

3. 佚名:《立法上之交易所设立观》,载上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,上海古籍出版社 1992 年。

4. P. 金德尔伯格:《西欧金融史》,第 287 页。

5. 刘逖:《从华尔街到外滩:中外股市史话》,上海远东出版社 1999 年,第 3—6 页。

6. 在 1730 年至 1790 年运河热极盛时期,英国的运河长度增加了一倍,达到 2 200 英里。1791 年至 1794 年,英国所建的 42 条运河耗资达 650 万英镑。在铁路热时期,英国自 1827 年至

1835年,每年增加5家铁路公司,1836年增加29家,1837年增加17家。

7. 流通股在19世纪40年代的铁路公司和1886年以后的采矿业企业中十分盛行。优先股在全部铁路企业股份中的比重1845年为4%,1846年为11%,1849年达到66%。(Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, London: George Allen & Unwin, 1984, pp. 200—201.)

8. 马克思:《资本论》第三卷,人民出版社1975年版,第493页。

9. 《马克思恩格斯全集》第12卷,人民出版社1962年版,第37页。

10. 同上书,第609—610页。

11. 刘逊:《前近代中国总量经济研究:1600—1840》,上海人民出版社2010年版,第九章。

12. 这方面的两个典型例子是19世纪铁路行业的兴起和20世纪90年代美国信息技术产业上市公司的迅猛发展。19世纪下半叶,美国股票市场对当时的新技术——铁路——给予了巨大的资金支持,使铁路迅速在全国推开。20世纪90年代,美国证券市场掀起了投资信息技术公司的热潮。科技公司纷纷涌入证券市场筹集资金,一批优秀公司迅速成长起来。1997年6月底,在美国纳斯达克市场上市的科技类公司达918家,通讯类公司达380家,药品与生物科技类公司达328家,三者总计达1626家。高科技上市公司的突飞猛进带动了整个科技产业的腾飞,形成了美国经济新的增长点。据统计,美国国内生产总值增长的33%是由信息技术产业创造的。

13. 吕思勉:《吕著中国通史》,华东师范大学出版社1992年版,绪论。

14. 毛泽东:《改造我们的学习》,载《毛泽东选集》(合订本),人民出版社1964年版,第802—803页。

15. 爱德华·卡尔:《历史是什么?》,吴柱存译商务印书馆1981年版,第28页。

16. 早期证券市场的不规范是各国的普遍现象。例如,华尔街早期弄虚作假、操纵市场的案例比比皆是(刘逊:《从华尔街到外滩:中外股市史话》)。金德尔伯格也提到,早期证券市场上的新闻媒介受金钱左右。在法国1881年巴黎和里昂证券市场繁荣时期,仅评论巴黎股市的金融报纸估计就有228家,不包括其他95家政治报纸的金融新闻。这些刊物主要是银行家、经纪人和大投机者办的。他们通过这些报纸,左右市场。据说,曾有一名记者如此道白:“宣布发行股票时给我3万法郎,我能把可以想象的最糟企业的所有股票卖出去”(P. 金德尔伯格:《西欧金融史》,第287—288页)。

17. 王介甫诗,载《王安石诗集》(卷八)。

18. 吕思勉:《吕著中国通史》,绪论。

19. 卡洛·M. 奇波拉主编:《欧洲经济史》(第一卷),中译本序言,商务印书馆1988年版。

20. 葛兆光指出:“真正绵延至今而且时时影响着今天的生活的,在我看来至少还有两样东西:一是几千年来不断增长的知识和技术,前人的智慧和辛劳积攒了许多生活的知识和技术,使后人得以现成享用,也使后来的人们可以把前人的终点当起点,正是在这里,历史不断向前延续;一是几千年来反复思索的问题以及由此形成的观念,多少代人追寻的宇宙和人生的意义,多少代人费尽心思寻找的有关宇宙、社会、人生问题的观念和方法……正是在这里,历史不断地重叠着历史。”(葛兆光:《中国思想史》(第一卷:七世纪前中国的知识、思想与信仰世界),复旦大学出版社1998年版,第2—3页)

21. 卡洛·M. 奇波拉主编:《欧洲经济史》(第一卷),商务印书馆1988年版,第2页。

第一章 前证券交易所时代（1910 年以前）

一、信用、资本主义和证券交易所的起源

（一）债市缘起

证券和证券市场最早出现于欧洲，其诞生和信用制度（特别是资本主义信用制度）、资本主义经济的产生和发展是分不开的。马克思曾指出：“没有从资本主义生产方式中产生的信用制度，合作工厂也不可能发展起来。信用制度是资本主义的私人企业逐渐转化为资本主义的股份公司的主要基础，同样，它又是按或大或小的国家规模逐渐扩大合作企业的手段。”¹

信用有狭义和广义两层含义。从狭义上看，信用通常指借贷活动的总称，即以偿还为条件的价值的特殊运动形式。²狭义的信用主要就是商业信用（包括消费信用）和银行信用。广义的信用除包括狭义信用外，还包括其他承诺以支付一定报酬为条件的融资活动，如承诺支付利息的债券发行和承诺支付股息的股票发行等。广义的信用形式包括商业信用、银行信用、国家（政府）信用和企业信用。

信用最初产生于货币借贷和商品交易的赊销、预付等经济活动中。马克思曾指出：“分散的交换行为产生出银行和信用制度。”³最古老的信用形式是产生于原始社会末期的高利贷信用，以及古希腊、罗马时期的货币经营商、私人银行家信用等。在古代和中世纪欧洲，庙宇也是重要的存贷机构。⁴在中世纪后期，银行信用逐渐得到发展。到文艺复兴时期和近代初期，私人银行业已粗具规模，同时也诞生了一些大型的公共银行和发行钞票的银行。

在中世纪的欧洲，诞生了以发行公债为特征的政府信用。马克思在《资本论》中指出：“公共信用制度，即国债制度，在中世纪的热那亚和威尼斯就已产生，到工场手工业时期流行于整个欧洲。”⁵当时，在威尼斯、热那亚等商业贸易较发达的城市，政府为支付军饷和其他开支需要筹集大量经费，但又不想过度征税而引起公众不满，于是开始尝试发行公债进行融资，于是诞生了政府公债和政府公债市场。法国政府在1559年也发行了1170万利弗尔年息8%的公债。早期证券市场的交易几乎全部是

政府债券交易。

中世纪欧洲的公债信用仅具有雏形,发行规模有限,交易市场很不发达。到近代初期,随着战争时期的延长和战争费用的迅速增长,以及一般物价与工资水平的大幅上涨,传统的赋税体制不仅不能满足急剧上升的政府财政支出,而且在时间上也经常无法解政府对资金的燃眉之急。⁶政府开始大笔借债,首先是向有广泛国际联系的大金融家与商业银行家借款,其次是通过发行债券筹集长期资金。17世纪中期,荷兰联省共和国在战时公开发行了—批政府债券,并在阿姆斯特丹交易所上市。欧洲其他国家也纷纷扩大了公债规模,英国在1659年公债规模达到200万英镑,法国在路易十四时期公债最高接近15亿利弗尔。⁷这些公债的一部分直接在交易所上市交易,此后,国债市场方始逐渐活跃。

中世纪意大利还出现了世界上最早的一批公司债券。当时,一些贸易公司为筹集追加资本,尝试发行了短期内偿还的债券。投资者购买债券后,随时可以将它们兑换成现款,并且可以得到一笔少量的利息。⁸到16世纪和17世纪初期,随着资本主义生产的发展和对资金需求的增大,不少英国和荷兰的公司发现出售债券比发行股票更合算(当时债券利息通常在5%以下,个别的达到6%,而股息通常是8%—10%),于是大量发行债券。1709年,英国东印度公司发行的债券价值在300万英镑以上,而其名义股本不过才325万英镑。

(二) 股市初肇

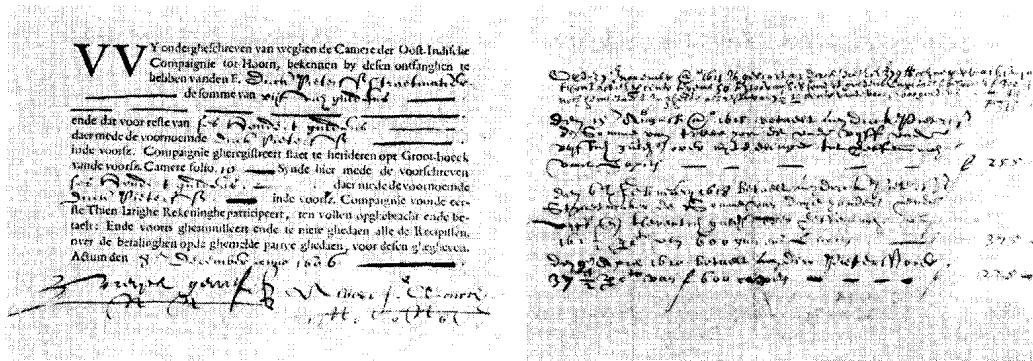
与债券市场相比,股票及股票市场的出现要晚一些。⁹在欧洲中世纪末期,随着生产力的进步、贸易和商品经济的发展,地中海沿岸的一些城市开始出现了资本主义企业的萌芽——资本主义手工作坊。但从总体上看,中世纪欧洲及近代初期的这些企业,通常是单枪匹马的企业家(或与其家庭成员合作)开办的手工工场。这些工场主需要往海外推销商品时,一般通过代理商(在远方贸易中心雇用的代理人)或商务联系人(定居在市场所在地的商人)进行。这种情况下,他们面临的风险是很大的,代理商和联系人弄虚作假、商船出事、市场情况发生变化等时常发生,因此,这些手工工场的破产率极高。

海外贸易的风险无常以及对海外贸易巨大利润的渴求,最终导致了一种全新的企业组织形式——股份有限公司的诞生。亚当·斯密(Adam Smith)曾指出,股份公司是为适应需要长期占用大量资金的“远距离贸易”而产生的。¹⁰

在16世纪中期,随着新航路的开辟,欧洲商人为开拓新市场,扩大对外贸易,热衷于对未知海洋航线的探险,试图找到一条从海上通往东方的贸易通道。为了分散航程风险,伦敦的商人们尝试向公众筹资,用于对未给予特许的白海和北极圈前景的探险和通过好望角到达印度和东印度的航行。这两次探险产生了世界上最早的两家股

份公司,即 1551 年组建的“新领地商人探险者公司”(1555 年更名为莫斯科夫公司)和 1600 年成立的英国东印度公司。¹¹

伦敦的莫斯科夫公司是世界上第一家股份制公司。作为合股公司,莫斯科夫公司的核心特点是:股票所有权和公司的经营权相分离;按股分红;实行有限责任制;股票持有人可在不经过其他人的同意下自由买卖或转让股份。



东印度公司股票(1606 年)(左图为正面:载有股票持有人名字、金额及成交日期;右图为背面:手写的红利发放账目)

莫斯科夫公司的早期探险失败了,公司进行探险的三艘船只在挪威附近沉没了两艘,每人投资 25 英镑的 250 名股东遭受了不小的损失。然而,莫斯科夫公司作为世界上首家被公众持有的公司,幸运地被载入史册。它的股票在伦敦交易,这也是世界上首次股票交易。

相比之下,东印度公司要成功得多,它是第一家筹集到大量股权资本的公司。公司需要有现代化的、武装的船只去东方进行艰苦、危险的旅行,并且需要在伦敦有大量船坞。尽管公司在旅程中丧失船只,一度徘徊在破产边缘,但公司设法在 17 年内筹集到了超过 160 万英镑的资金。随着丝和香料贸易的发达,那些购买原始股票的投资者的每年收益达到了 40%。

东印度公司的成功使得富于创造精神的开发者很快认识到,通过股票筹集资本在充满冒险的航海领域之外也大有用武之地。很快,合股公司成了西欧其他国家进行探险活动的标准范式,在荷兰和英国掀起了成立股份公司的浪潮。

1600 年之后,公司制度取得了相当大的进展。

一是股份公司开始将其股本看作是长期性的。第一家永久性股份公司是 1602 年成立的荷兰东印度公司。荷兰东印度公司规定,要兑现该公司的股票只有拿到交易所去公开出售。英国的公司在 1623 年也开始仿效。在其他一些更持久的经济领域(如地方零售贸易、制造业,尤其是银行业),比较长期性的企业组织也逐渐增多。到