

中国近代证券市场风潮频发的原因及其警示

孙建华

(中央财经大学金融学院, 北京, 100081)

摘要: 19世纪60年代末, 中国逐渐形成了二元结构的证券市场。一方面, 证券市场的发展为晚清至民国时期的产业融资和财政筹款提供了便利, 另一方面证券市场风潮的频仍爆发及证券市场交易重心的变化, 又削弱了证券市场支持产业发展的金融功能, 给经济和社会的稳定带来了伤害。总结近代中国证券市场风潮爆发的成因, 以史为鉴, 有助于政府采取措施来规范我国股份公司和证券市场的发展, 完善证券市场的监管, 防范和控制金融风险。

关键词: 近代中国; 证券市场; 证券市场风潮; 金融风险

中图分类号: F832.9

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2010)05-0083-05

证券市场风潮或危机是指一系列突发事件导致的证券市场系统价值和投资者利益遭受巨大损失、证券交易秩序紊乱、市场动荡、要求政府在短时间内和不确定性极高的情况下对其做出处置决策的事件。证券市场风潮是金融危机的组成部分, 其爆发会给资本市场和实体经济的发展以及社会的稳定带来伤害。

在中国近代109年的金融发展史上, 曾经爆发的较大的金融危机有25次, 平均每4.7年发生一次(见表1)。而在1840~1949年间, 中国爆发的证券市场风潮主要有10次, 占该时期金融危机总数的40%, 它们分别是1883年的矿局股票投机风潮、1910年的橡皮股票投机风潮、1921年的信交风潮、1924年的“二四公债风潮”、^[1]1925年的“九六公债”风潮、1926年的“二六公债风潮”、1927年的“九六公债”风潮、1932年公债风潮、^[2]1935~1936年上海公债风潮、^[3]1948年前后的股市风潮。近代中国证券市场风潮频发的原因是什么, 对当前我国证券市场的发展有何警示, 本文拟对此作一粗线分析。

一、近代中国证券市场风潮频发的原因

近代中国爆发的证券市场风潮包括股市危机和债市风潮, 具体成因复杂。

(一) 国外因素诱发投机及银行资金流入股市酿成了危机

影响国内证券市场稳定的外部因素是战争及世界

经济和金融危机的传染。1840年后, 在外力的作用下, 中国逐渐从被动开放转向主动开放, 中外经济联系加深, 国内股份经济和证券市场也在曲折中发展。外部因素可以通过国际收支渠道和债务——信用收缩、投机操纵等机制诱发国内的证券市场风潮。1883年矿局股票投机风潮的爆发与资本主义世界经济金融危机的传染、中法战争引发的恐慌、银行证券信用业务的急剧伸缩有关。1910年橡皮股票风潮的爆发则与国外汽车行业兴起、国际市场橡胶价格上涨、不法外商利用和操纵橡皮股票投机有关; 而信交风潮的爆发则是1921年世界经济危机波及中国并导致民族工商业陷入萧条、大量资本从产业中游离出来并转向物券投机、证券市场狭小而致信交机构违规经营和操纵的产物。

(二) 政局不稳定及利益集团操控市场引发恐慌

近代中国内外矛盾激化, 战乱不断。战乱期间, 商民的生命财产没有保障, 投资经营的风险加大, 市场主体对股市的预期变幻不定, 投机心理浓重。与政府权贵关系密切的利益集团趁机散布谣言, 秘密套做证券现货与期货交易, 操纵证券市价, 待中小散户盲目跟进之后再反向买卖证券, 从中牟取巨额差价。而从事证券抵押或质押放款的金融机构在股市或债市下跌的时候, 为避免损失, 又急剧收缩信用, 提高利率, 致使从事短线投机的证券交易者融资困难, 纷纷贱价抛售证券以套现, 结果是证券市价暴跌, 中小投资者大受损失, 许多投机者因此破产或倒闭, 最终酿成金融恐慌。与政局动荡和利益集团操纵有关的证券市场风潮主要有1924年的“二四公债风潮”、1926年的“二

表 1 近代中国爆发的主要金融危机一览

序号	金融危机名称
1	1853 年金融恐慌
2	1856~1860 年金融恐慌
3	1866~1867 年上海金融恐慌
4	1871~1874 年上海金融恐慌
5	1878~1879 年上海金融恐慌
6	1883~1884 年上海金融风潮
7	1894~1895 年金融恐慌
8	1897 年上海贴票风潮
9	1900 年金融恐慌
10	1903 年中国通商银行挤兑风潮
11	1908~1909 年金融恐慌
12	1910 年橡皮股票风潮
13	1911~1913 年的金融风潮
14	1916 年中国银行与交通银行第一次银行券停兑风潮
15	1921 年中国银行与交通银行第二次银行券停兑风潮
16	1921 年信交风潮
17	1924 年 8 月京、沪证券交易所的“二四公债风潮”
18	1925 年的“九六公债”风潮
19	1926 年 12 月京沪证券交易所的“二六公债风潮”
20	1927 年的九六公债风潮
21	1932 年公债风潮
22	1935 年金融风潮
23	1935~1936 年上海公债风潮
24	1947 年 2 月的黄金风潮
25	1948~1949 年法币、金圆券、银元券崩溃引发的国统区全面危机

注：表中资料引自张国辉.中国金融通史(第 1 卷)[M].北京：中国金融出版社，2003：355,379,396.朱镇华.中国金融旧事[M].北京：中国国际广播出版社,1991:188.潘连贵.上海货币史[M].上海：上海人民出版社,2004:290,296.

六公债风潮”、1935~1936 年的上海公债风潮。

(三) 先天不足的证券期货投机增大了证券市场的脆弱性

期货是标准化的远期或定期交易合约，是商品市场和金融市场上的一种交易工具或交易方式。期货分为商品期货及金融期货，而金融期货又包括证券期货、证券价格指数期货及货币期货。

证券期货及期权交易在 17 世纪的荷兰、西班牙和葡萄牙已经出现。一般来说，证券期货交易是在证券现货交易市场较充分发展的基础上产生的。证券期货交易兼有套期保值、润滑及活跃交易、发现价格、投机牟利等功能。

作为金融衍生工具，证券期货对证券交易者而言是一把“双刃剑”，如果证券交易者以之为套期保值的交易工具，则有利于控制和化解证券投资风险，有利于吸引更多的投资者参与证券市场，进而有利于证券现货市场的发展；如果证券交易者以之为投机牟利的交易工具，则会放大证券投机交易的规模与风险。尤其是在证券现货市场发展不充分、市场盘子较小的情况下容易形成市场的投机性操纵，酿成证券市场风潮，进而损害广大中小投资者的利益，妨碍证券市场发展。因此，在 1610 年、1624 年、1636 年、1639 年，荷兰政府都颁布法令禁止股票的期货交易。

近代中国的股份经济和证券市场水平虽然还较低，但是交易所的证券期货交易与现货交易却是同时产生的。1946 年以前，中国的证券法及中外证券交易所营业规则均规定证券交易方式有现货(现期)和期货(定期)两种。1914 年的《证券交易所法》第 19 条就规定：“证券交易所之买卖分为现期及定期两种。”1935 年的《修正交易所法》第 28 条仍认可：“交易所买卖之期限，有价证券不得逾三个月。”^[4]实际上直到 1946 年国民政府明令禁止期货交易之后，绝大部分的证券交易所都不同程度地进行证券的定期交易，还有约期交易、便期交易、递延交割、套利交易等变相的期货和准期货交易。

显然，近代中国的证券期货并不是证券现货市场充分发展及证券交易者规避投资风险的产物，而是证券现货市场盘子小，市场主体为增加交易筹码、活跃市场、筹集革命经费及少数人投机敛财的工具。各种利益集团利用证券期货交易，甚至是交易所自身的股票期货交易来操纵市场，谋取投机利润，酿成多起证券市场风潮。

(四) 政府和公债信用不良诱发投机并酿成恐慌

近代中国内忧外患，军政开支浩大，而经济疲弱，税收不足，历届政府财政均很困难，其弥补财政赤字、维持军政开支的办法之一就是大量发行公债。公债发行过度以及公债的非经济用途使得政府难以按期偿还公债本息，公债信誉降低，债市投资风险高，投资者行为趋于短期化，债市投机过度并引发金融风潮，这类证券市场风潮主要有 1932 年公债风潮。

(五) 证券市场缺乏监管以致投机发作并酿成恐慌

近代中国证券市场的监管不仅起步晚，而且还存在诸多的不足。

1. 政府监管证券市场的法律不完善

清末政府尚未进行统一的证券立法并制定专门的证券法规，《证券法》《证券交易所法》《交易所法》等

证券专门法规尚未颁行；《公司律》的条文还很粗糙，尚未对股票交易和公司债券的发行做出规定。北京政府时期，证券市场管理法规也不健全，国内仍未颁行《证券法》等证券业的基本法，1914年颁行的《证券交易所法》调整范围有限，仅针对证券交易所，对场外证券市场的管理没有规定。抗战前十年间制定和修订的证券法规尚未完善，许多规定还过于简单。例如《公司法》规定，股份公司发行股份设立的时候，必须向主管官署呈报公司的有关资料，以便后者对公司的状况作注册登记前的审查；但是该法律对公司发行股票和债券并创立之后，是否应当继续披露信息并没有做出具体的规定，这不利于保护投资者的权益。

2. 政府难以对二元结构的证券市场进行统一的管理

近代中国的国家主权不完整、政治分裂造成了证券市场多头管理的局面。华商证券交易所由中国政府主管部门批设，而外商公司、外商证券经纪人、外商证券交易所是依照其母国或港英政府的法律向租界当局或境外行政机关注册成立的。外国在华租界内的证券机构和证券交易是由工部局管理的，工部局有权批设证券交易机构。日商在上海开设的取引所是由日本驻上海总领事馆批准开业的。另外，外国政府也有权审批设立在华的外商证券交易所，1905年设立的上海众业公所就是由港英政府批准给照而营业的。1919年12月13日成立的大连五品交易所是中日两国境内的日本证券商根据日本政府颁布的关东洲(大连地区)交易所令创办的。1920年8月中日两国商人合资800万元成立的青岛取引所是由日本青岛守备军司令部依据其发布的《青岛取引所规程》批准给照而营业的，该交易所受此前青岛日本占领当局设立的官办交易所监督。1921年5~11月，各地的各类交易所蜂拥而起，北京政府虽三令五申禁止，但令行不止。截至1920年底，在上海设立的112家交易所中仅有8家领有或正在领取北京政府农商部的营业执照，其余的都设在租界内并由租界工部局批准设立。由于中国政府无权监管这些有外国势力庇护的证券机构或从业人员，因而不可能依照中国的法律对二元结构的证券市场实施统一而有效的管理。1921年信交风潮的爆发，与北京政府无法监管和整治租界内信交机构猖獗的投机活动有关。

3. 政府对证券市场的监管不到位

(1) 近代中国证券市场发育水平低，监管难度大。1916年汉口证券交易所成立以前，华商证券市场尚处于无组织的场外市场发育阶段，华商证券交易均为场外交易，政府对分散、不固定的场外证券交易进行兼

管的难度很大。实际上在《证券交易所法》(1914年)《交易所法》(1929年)《修正交易所法》(1935年)《上海证券交易所复业办法》(1949年)颁行之前，中国政府也没有禁止证券的场外交易。

(2) 政府监管效率低。近代中国经济发展水平低，股份经济发展不规范，信用环境不佳，政局不稳定，证券投资风险大，以致中国证券业和证券市场的规模较小，对证券市场的监管在近代中国政府经济管理活动中的地位还较低，近代历届政府都没有设立专门的证券市场主管机构，此时对证券市场的管理主要由工商或财政管理部门进行兼管，这种非专业化的证券市场管理体制不利于提高证券市场管理的效率。

(3) 许多证券市场管理法规形同虚设。晚清时期政府对公司的管理刚刚起步，而对证券市场的监管实际上还没有开始；北京政府时期，政局不稳，人们法制观念淡薄，有法不依，政府颁布的证券法规、交易所和经纪人公会制定的各项规章制度的实施效果都大打折扣，以至于证券市场的投机、操纵活动屡禁不止。1918年后在上海、大连、丹东、沈阳、青岛、天津、哈尔滨等地设立的日资证券交易所均违反中国1914年《证券交易所法》的禁令，兼营钱钞、证券、物产交易。上海证券物品交易所、天津证券花纱粮食皮毛交易所、青岛证券交易所等许多华商交易所也都违法兼营证券和物品交易，天津证券花纱粮食皮毛交易所还公然违法，以其本所股票期货为主要交易对象。1921年，北京政府财政部还自毁信誉，公然违背交易所法，派员至上海以巨资设立官办的“中华内国公债交易所”，直接参与证券市场的投机活动，此举不仅遭致商办证券交易所的群起反对，而且还降低了北京政府及其颁发的法令的公信力与权威，北京政府颁行的许多管理法规都没有得到有效的遵守，政府对信托业的发展采取放任自流的态度，对证券机构的管理也软弱无力，以致信交机构的投机发作，一发不可收拾；南京国民政府时期，政府虽然积极推进六法建设并取得显著的成效，还强化对证券市场的监理，但财政部次长徐堪、中央银行副行长陈行、国货银行董事长宋子良等政府权贵以权谋私、组织并利用秘密投资公司散布谣言、操纵公债市价、酿成金融风潮的投机活动却不受约束。1935~1936年的上海公债风潮就是市场操纵不受监管的产物。

(六) 证券交易所自律水平低及投机操纵过度而酿成危机

与市场经济相适应的证券业监管模式应当是市场型的监管模式，而市场型监管模式的主体部分又是自律监管，包括证券业行业协会和证券交易所的自律监

管。^[7]晚清至民国时期的半殖民地经济是从属于西方资本主义经济的畸形的市场经济,此时的证券市场为二元结构,发育不成熟。1905年和1916年以前,外商证券市场和华商证券市场分别处于无组织的场外市场发展阶段,市场运行缺乏组织和管理,秩序混乱,投机性及金融风险高;《证券交易所法》(1914年)《交易所法》(1929年)《修正交易所法》(1935年)《上海证券交易所复业办法》(1949年)颁布之前,近代中国政府也没有依法禁止证券的场外交易,^[5]这是1883年矿局股票投机风潮发生的原因之一。

1905年后,外商在华设立的证券交易所均未依照中国法律向中国政府注册登记,不受中国政府和法律的约束;而英商设立的上海众业公所采用会员制的组织形式,不对本所的证券交易承担连带责任,该所出于自身安全而对证券经纪人的信用及证券交易进行自律管理的功能缺失,这是1910年橡皮股票投机风潮得以发作的重要原因之一。1916年后,中国虽设立了公司组织的证券交易所,这些交易所要对本所的证券交易承担连带责任,要分担政府对证券市场的部分监管职能,但是在公司和证券经纪人的信用水平整体较低、政府对交易所的外部监管不到位、政局不稳和投机盛行的情况下,华商证券交易所受股东利益驱使而放松对上市证券和经纪人的监督,甚至违规经营,助长投机操纵,酿成市场风潮,1921年的信交风潮、1925年和1927年的“九六公债风潮”与此有关。

(七) 财政货币危机诱发证券市场投机风潮

近代中国频繁爆发的公债风潮和股市风潮与财政货币危机的影响有密切关系。旧中国经济落后,政局动荡,历届政府财政均很困难。缓解财政危机的办法除了开征苛捐杂税之外,就是大量发行公债和膨胀货币。近代中国政府为推销公债,均给予投资者较高的公债折扣率和票面利率,公债还具有较高的流动性,可用以抵押支付、充作银行的资本金和存款支付的备用金,可以上市交易,对投资者有一定的吸引力;同时近代中国政治经济不稳定,利率波动较大,购买公债要承受较高的信用风险、市场风险及公债本息贬值的风险,这使得公债购买者热衷于公债投机尤其是公债期货的买空卖空。抗战爆发后,公债交易停顿,而产业经济受破坏,股份公司分配的股息红利不足以吸引投资者认购公司证券。此时通货膨胀又使得商品和资产价格趋于上涨,人们自然会趋向股票投机。此外,近代中国证券法规定,证券交易所设立时需交占其资本总额1/3的营业保证金于国库以承担交易损失的赔偿责任。证券经纪人须向交易所交纳一定金额的保证金(战前为500元以上,战后为股票和债券各5000万

元)以承担违约损失的赔偿责任。法律还规定,证券买卖双方每笔交易还需向交易所交纳占该笔交易额一定比例的证据金,以之作为交易违约金。^[6]这些规定目的在于维护交易信用,控制投机规模及交易风险。但是在恶性通货膨胀、游资充斥的情况下,这些保证金的价值严重缩水,实际上起不到有效限制证券投机规模、控制金融风险和维持信用的作用。财政危机和恶性通胀造成的币制崩溃,加上前述的政局变动、谣言传播、利益集团操控等因素,酿成了民国时期的公债风潮及股市投机风潮。

二、近代中国证券市场风潮频发的警示

晚清和民国时期频仍爆发的证券市场风潮挫伤了证券市场上公众的投资热情,助长了证券市场的投机气氛,进而扭曲了证券市场的功能,既不利于证券市场自身的发展又不利于产业融资的发展及社会的稳定。而证券市场风潮的爆发主要原因在于证券市场过度投机、证券市场的组织和自律水平低、政府对证券市场的监管不到位。

避免证券市场风潮的再现,政府首先应设法遏制证券市场过度投机,具体措施是在坚持金融改革和开放的前提下,维护国家的经济主权,加强中央集权,构建和谐社会,稳定证券投资者的市场预期;在技术进步、产品创新、产业结构优化的基础上发展实体经济,提高上市公司的整体素质及其投资回报率,吸引社会资本投资于产业经济;调整经济发展战略,走内需增长型的发展道路,降低国内经济发展对海外市场的依赖,谨慎开放资本和金融项目,参与建立正式的国际金融监管协调机制,^[7]最大限度地阻隔或减少国际金融危机和国际游资通过国际收支渠道冲击国内产业经济,防止国内产业资本转为游资并流入证券市场参与投机;在相当长时期内应继续实行金融分业经营与监管的体制,限制银行资金流入股市以免助长股市投机。其次是构建民主和法制的社会,强化国民的法制意识,完善证券立法及证券市场的组织建设,实行证券业监管的国民待遇,完善证券交易保证金、涨跌停板、证券投资者保护基金、证券上市和停牌制度;根据证券市场走势和通货膨胀情况,适时调整交易保证金比例及证券交易税;在证券现货市场发育不成熟的情况下,应暂缓或谨慎推出证券期货尤其是国债期货等金融衍生工具;推进包括征信、信用评级、信用登记和查询、失信公示和惩罚等内容的信用管理体系的建设;在证券经纪人信用不佳、政府监管证券市场

力有不逮的情况下，可以考虑改革证券交易所的组织制度，采用公司组织，强化证券交易所的风险约束，促其加强对证券经纪人的监督。再次是政府要增收节支，减少财政赤字，控制内债规模及通货膨胀，努力维护证券市场的信用秩序，避免货币和财政危机引发证券市场风潮。

参考文献：

- [1] 中国人民银行金融研究所. 近代中国金融市场[M]. 北京：中国金融出版社，1989：446.
- [2] 王晶. 1932 年的公债风潮：国民政府与上海金融界关系述评[J]. 档案与史学，2000(3)：32.
- [3] 刘志英. 近代上海华商证券市场研究[M]. 上海：学林出版社，2004：31-34.
- [4] 张国辉. 中国金融通史(第二卷)[M]. 北京：中国金融出版社，2003：99-104.
- [5] 齐协民. 我所知道的潘复 [EB/OL]. <http://www.kmzx.org/mingren/ShowArticle>, 2007-05-10.
- [6] 王志华. 中国近代证券法[M]. 北京大学出版社，2005：124-127.
- [7] 张细松. 全球金融危机的成因与防范——基于国际金融法视角的分析[J]. 中南大学学报(社会科学版)，2010，(2)：64.

The Causes and Its Warning of Securities Market Unrest in Chinese Modern Times

SUN Jian-hua

(School of Finance, The Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: China has gradually become a securities market of binary structure in the late 1860s. On the one hand, the development of the securities market offered convenience to estate financing and financial fund-raising during the late Qing dynasty to the Republic. On the other hand, the outbreak of turmoil of the securities market and the varying of transactions core of the securities market undermined the financial function of securities market supporting industrial development, brought injury to the economic and social stability. Summary of the reasons of securities market unrest in modern China and to learn from history, will help to the government adopting measures to regulate the development of stock corporate and the securities market, improve securities market regulation, prevent and control financial risks.

Key Words: modern times; securities market; supervision; unrest; causes; warning

[编辑：汪晓]