

试论近代中国证券市场 产生与初步发展

——以诺斯的制度变迁理论为分析框架

尹振涛

【提要】 诺斯的制度变迁理论是在研究西方经济史的基础上产生的,并逐步形成了完善的理论体系与分析框架,构成了新制度经济史学的主要内容,运用该框架探讨近代中国证券市场的产生与初步发展的特征,可以窥见近代中国证券市场是在投资者等初级行动团体的需求和努力下产生的,是以诱致性变迁为主导的制度移植过程,并表现出制度缺失和供给时滞的特征。

【关键词】 近代中国 证券市场 制度变迁

〔中图分类号〕F830.91 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕1000-2952(2009)03-0061-06

本文以诺斯的制度变迁理论作为研究近代中国证券市场的分析框架,主要出于以下三点原因:第一,制度变迁理论的产生源于对经济史的研究,而对经济史的不断深入研究也完善和充实着制度变迁理论,制度变迁理论在解释经济史问题上有着得天独厚的优势。第二,近代中国证券市场是鸦片战争以来,在中国经济从封建主义、半封建半殖民主义逐步向资本主义过渡的经济制度转型过程中产生和发展的,这个经济制度的转型本身就是一个经济制度变迁的过程。第三,证券市场是由复杂的制度体系所构成的,其产生和发展要求有完善的法律规则等正式制度、思想意识形态等非正式制度以及有效的运行制度。所以说,近代证券市场的产生和发展充满了对各种制度的需求,整个发展的轨迹本身就是制度变迁的过程。

一、制度的需求分析:近代 中国证券市场的产生

制度变迁是指制度的替代、转换和交易过程,通常指一个不断渐进或变化的历史过程,一个会不断创立、修正、革新进而影响经济发展的内生变量。制度变迁是“制度的创立、变更及随着时间变化而打破的方式”。^① 根据制度变迁理论,一项新制度的产生以及制度的变迁,必须存在对制度的需求因素,以构成制度变迁的动力。原先的制度均衡被打破,必然要求外部环境发生变化,而这种变化构成诱发制度变迁的正面因素。同时,证券市场制度本身也存在其特殊的制度需求因素。

^① 诺斯:《经济史中的结构与变迁》,上海三联、上海人民出版社1994年版,第225页。

(一) 良好示范作用之正比效应：外国股份制的引进与华商附股现象

1840年鸦片战争后，随着中国“五口通商，海禁大开。外商纷纷来华设肆营业，号称‘洋行’。并仿欧西成例，在沪集合资本，发行股份证券，俗称股票。”^①据1852年的统计，仅上海共有各类洋行41家，^②至1865年更是增加到78家。^③这些洋行最初大多是由外国资本构成的股份公司，但因不断扩大对华经济掠夺的需要，不少洋行从19世纪50年代就开始向华商发售股票，以广募资金，壮大实力。^④同时，外商也开始在华创立新式股份制的工商企业。

随着外商在华创办的股份制企业以及国人手中持有的外股逐渐增多，到19世纪60年代，外股的交易在上海逐步发展起来。市场上证券交易额“日以百万计，投机交易有时延至深夜”。^⑤不过，当时的外股交易还没有固定场所，主要由经纪人在西商总会的大厅内或者在汇丰银行的街沿上站立着从事交易。1891年上海开办了第一家初具规模的外商证券交易所——上海股票公所，由外商中一些专门从事证券买卖的经纪人组成，实际上是一个证券掮客公会，但已具有交易所的雏形。

总之，由于外商股份制企业模式的引入，以及华商的大量入股，为近代资本主义民族工商业的发展提供了良好的模式选择和榜样。同时，国人认购外国股份制企业股份、参与外股的买卖都获得了较好的利益回报，为近代中国证券市场的产生提供了良好的示范效应。由于外商股份制企业数量和股票认购买卖等方面的限制，投资者对中国自己的股份制企业及其股票和证券市场产生了强烈的制度需求。

(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

在洋务运动“寓强于富”口号的引领下，晚清政府设立了一批官督商办或官商合办形式的新式企业，这些企业引进西方股份制，广泛地吸纳私人资本，成为我国股份企业的源头。1872年，中国首家近代意义上的股份

制企业——轮船招商局诞生了。轮船招商局“以造价之多寡核定股份，由商局分招散商承认……在商既易于承认，无虑资本之不敷，在局易集数，以此愈招愈广”，^⑥很显然轮船招商局走出了一条以招商集股方式积聚社会资金，创办大型近代企业的道路。轮船招商局“开其先声，尔后竞相学步，仁和保险继之……人见公司之利如此稳健，济和保险、开平煤矿、平泉铜矿、机器织布、机器缫丝、长乐铜矿、池州煤矿、自来水、电气灯、赛澜格之锡矿、鹤峰之铜矿莫不争先恐后，踊跃投股”。^⑦从1872年至1883年，大量新式股份制交通运输、矿业及工业企业在国内创办，并呈欣欣向荣之势，至此股份制在中国近代企业中的地位已基本确立。

最初华商股票的发行很不规范，主要是通过摊派或“因友及友，辗转邀集”的方式招募股份，除洋务派大官僚、知名度较高的社会名流以及洋行买办外，一般很难利用市场募集到资金。为了博取社会信任，这些新设股份制企业经营上作了不同程度的努力，其中尤以企业股息的按期发放，使得投资者对华商股票认购的态度开始转变。例如招商局从1874年开始按照章程规定发放股息，至1883年每年的股息均在10%~20%左右，所以轮船招商局招股受到热烈追捧，例如1881年宣布增招资本16万两，投资者纷至沓来，“争相附股”，^⑧第二年，它又另招资本100万两，仅在一年内便

① 王宗培：《中国公司企业资本之构造》，收录于陈真编《中国近代工业史资料》第4辑，三联书店1961年版，第57页。

② 张国辉：《晚清钱庄和票号研究》，中华书局1989年版，第195~197页。

③ 孙毓堂：《中国近代工业史资料》第1辑，科学出版社1957年版，第16、188页。

④ 汪敬虞：《19世纪外国侵华企业中的华商附股活动》，《历史研究》1965年第4期。

⑤ J. W. Maclelan: "The Story Of Shanghai: from the opening of the port to foreign trade", Printed and published at the North-China Herald Office, 1989 p 83

⑥ 《海防档》甲，购买船炮，(三)，第911~912页。

⑦ 《申报》1882年8月24日。

⑧ 《新报》1881年10月13日。

如数招足。^①上海机器织布局经郑观应、经元善等整顿后，在1882年登报公开招徕股本40万两，共4000股，后因申购者太多，决定再多募1000股，增至50万两，突破原定计划，^②即便如此也无法满足社会投资欲望，只得声明“如再有新股分寄银来局，亦一概不能加入矣”。^③“凡属公司，自刊发章程设局招股之后，不须一两月而股分全行卖完”，^④“每创一局，数千号股份不旬日而已满，买股之人，甚为踊跃”，^⑤至此近代社会也兴起了认购华商股票的投资热潮，这些企业通过发售股票吸收到的资金在300万两以上。^⑥

大量华商股份制企业的诞生，为市场上提供了主要的证券交易对象——股票，使近代中国证券发行市场逐步形成。投资者认购公司股份、大量购买并持有股票，在利益、流动性以及风险等因素的决定下，对证券交易市场制度的需求愈加强烈。

（三）社会剩余资本数额之正比效应：投资者群体与投资需求的形成

据估计，抗战前中国的国民收入中扣除人们的基本消费后，潜在的剩余应当不少于1/4。^⑦同时由于旧中国收入分配体系的严重失衡，造成在某些人手中积累了可观的社会剩余资本，这在当时主要集中在买办、官僚手中。1887年时只占人口总数2%的富有阶层收入却占有全部国民收入的21%，后来此种分配趋势虽然发生了一定程度的变化，但富有阶层还是占据了较高比例的收入。^⑧一批在中国近代经济史上起过重大作用的买办，他们为外商服务，收入较为丰厚，积累了大量的货币资本。同时，买办还大量投资经营工商业，可以说买办之所以可以积累大量财富，就是由于他不仅是洋行的雇佣者，同时又是自营生意的商人；不仅是货物的经纪人，同时又是货主；不仅赚取工资和佣金，同时又赚取远远超过工资和佣金的商业利润。在1870年的中国约有700个大买办商人在活动，他们中每个人都可能拥资近10万两白银。同时，由于开放的口岸不断增加，到19世纪末，中国可能有1万个以上的买办，另外1万个左右有过买办经历的人还不计在内。^⑨随着买

办数量的不断增加，买办手中持有的资金的规模也不断扩张。仅19世纪40~60年代，积累的资金已达2000万到3000万元左右，这还不包括买办从非法的鸦片贸易中获取的巨额佣金。^⑩这笔资金相当于清政府1877年~1881年五年所设立的民用企业创办资本总额244万元的10倍以上，^⑪约为1866年~1894年民族工业资本总额的5~6倍。^⑫到90年代中期，买办收入累计已达4~5亿两，^⑬这些巨额的资金急需寻找投资的出路。

当然，社会剩余资本的存在以及持有大量资金的投资群体的形成，并不能完全说明这部分流动性资金必将流入证券市场，投资者证券投资需求的强烈与否主要取决于潜在利润的大小。制度变迁理论认为，制度创新主体使潜在利润内在化的过程实际上就是制度变迁和制度创新的过程，而制度创新的第一步就是要求主

① 聂宝璋编《中国近代航运史资料》第1辑，上海人民出版社1983年版，第976页。

② 郑观应：《盛世危言后编》第7卷，（台北）台湾大通书局1968年版，第111页。

③ 《上海机器织布局催收后五成股启》，《申报》1882年5月18日。

④ 《矿物论上》，《申报》1883年8月31日。

⑤ 《申报》1884年12月18日。

⑥ 《北华捷报》1883年10月24日。

⑦ 王业键：《中国近代货币与银行的演进（1644~1937）》，中央研究院经济研究所1981年版，第85~86页。

⑧ 兰日旭：《近代中国股份制企业“官利”制产生原因再探析》，《福建论坛》2008年第5期。

⑨ 郝延平：《19世纪的中国买办：东西间桥梁》，上海社会科学院出版社1988年版，第125页。

⑩ 张国辉：《洋务运动与中国近代企业》，中国社会科学出版社1979年版，第123页。

⑪ 杜恂诚：《民族资本主义与旧中国政府》，上海人民出版社1989年版，第29页。

⑫ 陈绍闻、郭庠祥编《中国近代经济简史》，上海人民出版社1983年版。

⑬ 黄逸峰等认为有4亿两，详见黄逸峰、姜铎、唐传泗等《旧中国的买办阶级》，上海人民出版社1982年版，第69、70页。张萍认为有5亿两，详见张萍《近代买办研究综述》，《清史研究》1996年第1期。郝延平认为有5.3亿两，其中买办收入和经商收入各占一半，详见郝延平《19世纪的中国买办：东西间桥梁》，上海社会科学院出版社1988年版，第129页。许涤新等认为有5亿两，尚不包括买办自己投资的收益所得，详见许涤新、吴承明《中国资本主义发展史》第2卷，人民出版社1990年版，第173页。

体对潜在利润的认识,只有认识到了潜在利润,创新主体才有动力去创新制度,或以新的制度代替原有制度。近代中国华商热衷于认购新设股份制工矿企业的股票,愿意投身证券市场,很大的一个原因是利益的驱使,即投资证券市场可以获得高额的投资回报,真实获得潜在利润。中国的股份制企业多实行“官利制”,投资者可以获得稳定的回报,有时另外还有分红。^①如轮船招商局的股东,每年除提官利10%外,1874年7月分红利10%,次年7月又分红15%,^②每年股东每股即可获利20%和25%。

(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

随着民族资本主义的发展,工商企业的融资需求越来越强,但是与此同时,与现代股份制企业相对应的新式银行在晚清还未形成规模。最初在中国出现的银行,均为外国资本集团所设,是帝国主义用于掠夺中国财富的机构,无法为民族资本主义企业提供必要的资金支持。中国人自己开设的第一家银行——中国通商银行,在1897年才正式创立。其他如户部银行(1908年改称大清银行)、交通银行等,则更晚至20世纪初才相继成立。所以说,在当时的金融市场上来自银行的信贷融资体系还未形成。

鸦片战争以后,随着口岸开埠,中外交往日渐频繁,商品经济发展迅速,促使钱庄得到快速发展,并一举成为晚清时期最重要的金融机构。但是钱庄仍然无法满足民族工业发展的需要,主要因为民族资本主义工商业特殊的资金需求以及钱庄本身所固有的弊端。民族资本主义工商业的发展对信用的要求更加广泛,需要大量低利贷款,而钱庄势单力薄,贷款利率因此普遍很高,一般起限就在4.5%左右,最高可达到20%,^③民族资本企业根本无法承受这样的融资成本。

所以说,从社会信贷融资能力上看,不管是新式银行还是旧式金融机构的钱庄都根本无法满足日益增大的民族资本主义工商业对资金的需求,大量的资金缺口需要其他的融资方式的补充,股权融资成为唯一的选择。

信贷融资能力愈弱,资金缺口愈大,社会对股权融资体系以及证券市场制度的需求也愈强烈。

三、制度变迁主体与模式分析: 近代中国证券市场产生与 初步发展的特点

(一) 以诱致性变迁为基础的初级行动团体是制度变迁的原动力

任何制度变迁都是制度创新主体行动的结果,制度变迁的初级行动集团是指那些最早预见到制度变迁和制度创新能够带来潜在利润,因而发动制度变迁和创新的个人或团体。初级行动团体的成员是对制度创新的利益最为敏感的决策单位,在制度创新的过程中,既是潜在利益的感知者,又是制度变迁方案的设计者,还是宣传游说者,可以说初级行动团体是制度创新的第一推动者。鸦片战争后,随着洋务运动开展,西方的股份制、公债制度和证券发行交易制度等相关理论与思想开始引入到中国,同时证券交易这种新兴金融交易形式也由外人带到中国,并引导国人的参与。国人逐步认识、了解和学习西方的证券与证券市场制度,并进而提出了在中国建立股份制企业、发行证券以及筹建证券市场等要求。从近代中国证券制度变迁的需求来看,证券市场制度的需求方来自于社会大众,包括股份公司、普通投资者、股票经纪人以及证券交易公司等,他们在参与证券投资行为的过程中各自发现制度变迁可能存在的潜在利润,为确立并维持这项制度首先并进而付出一轮又一轮的努力,所以他们构成了近代中国证券市场制度变迁的初级行动团体。在初级行动团体的努力下,近代证券市场制度由自发的零星交易,到茶会交易、

① 朱荫贵:《引进与变革:近代中国企业官利制度分析》,《近代史研究》2001年第4期。

② 刘广京:《1873~1885年中英轮运业竞争》,《中国近代经济史研究资料》,第23、27页。

③ 中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》,上海人民出版社1978年版,第694页。

公会会员制度交易、委托代理交易，发展到正式的交易所交易，为最终的制度确立创造了条件。从整体上看，近代中国证券市场的萌芽、产生以及发展进程与西方发达国家证券市场的发展一样，仍然走的是伴随着股份制经济、证券市场产业而自然发育的道路，而非政府制度安排的道路，市场因素起决定性作用。

(二) 随着政府参与程度的加深制度变迁的强制性才开始显现

按照制度变迁理论，初级行动团体的不懈努力需要次级行动团体的协助才能最终完成历史使命。次级行动集团是指制度变迁中协助制度变革与创新主体实现创新过程的机构。次级行动集团作为一个决策单位，它的行动旨在帮助初级行动集团获取潜在收益而进行一些制度变迁安排。近代中国证券市场制度变迁的次级行动团体是中央政府，相比初级行动团体，政府认识并参与证券市场较晚，认识并发现潜在利润也相对较晚，造成初级行动团体的努力始终无法得到最终的确立。但是为解决愈演愈烈的财政窘境，在比较了各种财政措施的优劣之后，政府最终选定发行公债作为解决手段，开始参与证券市场，从而加速了对证券市场的认识，并逐步开始为证券市场提供制度上的供给。从制度的供给角度来看，政府发行公债，参与证券市场，完全是出于自身利益考虑，在其成本—收益衡量下的结果。政府发行公债并不是积极主动进行的财政改革，只是被动地利用这一手段弥补赤字，为其服务。在这种制度安排下必然导致公债发程序、发行手段、发行责任及发行设计等方面的失误和草率，不仅伤害了民众的投资积极性，也为各级官吏贪污的黑箱操作留下了很大的余地，种下了近代中国证券市场后期发展的极大隐患。

(三) 制度变迁的过程表现出以诱致性制度变迁为主导的特征

在近代中国证券市场制度变迁的主体中，社会大众构成初级行动团体，中央政府为次级行动团体。根据制度变迁的主体特征，该

制度变迁属于“自下而上”的制度变迁，即由社会因素发起制度变迁，由政府最终确立制度变迁的成果。这种形式的制度变迁决定了过程的诱致性变迁过程占主导，强制性变迁为辅的特征。从近代中国证券市场的演进过程来看，不管是外商股票交易市场，还是华商证券交易市场，以及最后的公债市场的形成，都是一个诱致性制度变迁的过程，政府只是参与其中或为市场提供交易产品，少有制度供给行为，更少有强制性的制度供给。从证券交易制度本身来看，证券交易所从雏形到最终建立，其组织形式经历了一个从股份制公司到会员制组织，再到股份制公司制度的演变过程。1914年《证券交易法》颁布，正式从法律形式上确立了中国证券交易所的制度安排后，中国各地兴起建立的证券交易所均为股份制组织形式。这个制度变迁的过程表明，诱致性制度变迁是不断寻找、试错的发展路径，而强制性制度变迁起制度确立的辅助性作用，强制性变迁的过程是以诱致性变迁为基础的。因为制度变迁是诱致性为主导的，市场发展是自发的，注定了市场制度供给的缺失，当市场的导向误入歧途时，市场会发生震荡来纠正自身的错误。如1883年、1910年和1921年证券投资风潮，都因直接投资盲目过量引起了金融系统的支付危机和经济秩序的崩溃，这时只能由市场自己来纠正自己，除此之外，政府是不会、也没有能力来进行积极干预的。^①

(四) 两种制度变迁模式的交替互动作用明显
诱致性制度变迁与强制性制度变迁存在交替互动性，诱致性制度变迁之后需要强制性制度变迁的跟进，通过政府的主导力量以弥补市场选择的不足，建立稳定的市场机制。^②事实上，北洋政府1914年颁布《证券交易法》可以说与1883年和1910年的证券市场投机

① 杜恂诚：《中国近代两种金融制度的比较》，《中国社会科学》2000年第2期。

② 杜恂诚：《金融制度变迁史的中外比较》，上海社会科学院出版社2004年版，第202、203页。

风潮有关,而1926年政府决定在上海设立交易所监理官的直接原因也是由于1921年爆发的“信交风潮”。反过来说,当一项制度被次级行动团体确立并供给以后,初级行动团体必将马上采取相应措施以适应新制度的规定,并从中寻找“漏洞”以继续获取潜在利润,如潜在利润被新制度所剥夺,初级行动团体就会想方设法设立各种障碍干预新制度的设立,破坏新制度的有效实施。1914年颁布的《证券交易所法》规定了开设证券交易所的要求与限制,并明确规定一处只能设立一所,但是在当时的政治背景下,法律法规体系根本无法得到完全实施。1918年北京证券交易所和1920年上海物品证券交易所、上海华商证券交易所相继设立之后,证券交易活跃,在巨利诱惑下,人们误认为办交易所是发财捷径,纷纷效仿。一些地方政府机构对中央政府的法令毫不理睬,自行审批交易所的设立。甚至财政部也公然违背《证券交易所法》,在上海以巨资设立官办证券交易所——中华内国公债交换所。1921年9月,上海已有各种交易所70余家,其后更以疯狂的速度发展,仅11月份上海就新成立交易所38家。迄该年年底,仅上海交易所即达140余家,同时交易所浪潮波及全国各地,^①最终导致了近代中国最大的一次证券市场投机风潮——

“信交风潮”。这既是初级行动团体钻漏洞造成市场失衡的结果,更是政府制度供给缺失和执行不力的结果。信交风潮爆发以后,证券市场一片沉寂,人人纷纷“谈股色变”,不敢涉足,虽然一些大公司的股票仍在交易所挂牌买卖,但成交量很少,股票交易几乎断绝。与此同时,北洋政府通过1921年公债整理案,政府债信得到了一定的提高,风潮过后,市场上仅存公债交易勉强支撑,中国近代证券市场从此步入财政性的证券市场。初级行动团体最终被迫只能放弃股票交易,部分投资者选择公债市场投资,例如银行业,其兴起和发展壮大很大程度上与投资公债有很大的关系。

(本文从选题到写作都得到了导师魏明孔研究员的指导,特此说明并表示谢忱)

本文作者:中国社会科学院研究生院经济系2006级博士研究生

责任编辑:赵俊

^① 朱斯煌编《民国经济史》,银行学会印行1948年版,第149~151页。

On Origin and Initial Development of Chinese Modern Securities Market

—— From the Perspective of North's Institutional Change Theory
Yin Zhentao

Abstract: North's institutional change theory is created on the basis of western economy history. With its improvement in theoretical system and analytical framework, it is considered as the main content of new institutional economy history. This paper analyses the characteristics of the origin and initial development of Chinese Modern Securities Market with North's theory. It is believed that Chinese modern securities market generates with the demands and efforts of some elementary groups such as investors, it is a developing course of induced institutional change, and shows the features of institution shortage and supply delay.

Key words: modern China; securities market; institutional change