

# Analysis of Fragility of Chinese Stock Exchanges and Its Causes in Modern Times

Jianhua Sun

School of Finance, the Central University of Finance and Economics, Beijing 100081 P.R China

Email: sunjianhua9976@sina.com

## Abstract

The operation of Chinese stock exchanges was generally unstable and those stock exchanges were short-lived in modern. The short business life of Chinese Stock Exchange was mainly due to its shaky foundation, lack of a self-regulatory mechanism, high moral hazard, un-economy of the scale and the scope, fragility of stock exchanges increased by security futures speculation, the speculation and vulnerability of Chinese stock exchanges exacerbated by the mixed management of financial industries, the lack of Government's supervision of Chinese stock exchanges, Chinese stock exchanges degenerating into policy-oriented market. Now China has become the world's second largest economy, further development of Chinese economy need to steadily promote the development of internationalization of Chinese stock exchanges. And the development of internationalization of stock exchanges will also increase the risk of stock market in China, therefore the supervision of stock exchanges should be strengthened. Restructuring of the Shanghai and Shenzhen stock exchanges can be taken to strengthen their self-regulatory functions and oversight of brokers, reduce or avoid the Government's administrative intervention on stock exchanges, weaken the policies influence on stock exchange.

**Keywords:** Chinese Merchants; Stock Exchange; Speculation; Vulnerability

## 近代华商证券交易所的脆弱性及其原因探析

孙建华

中央财经大学金融学院, 北京市 100081

**摘要:** 近代华商证券交易所的经营普遍不稳定而且短命。华商证券交易所营业寿命短暂的主要原因是其营业基础不稳固、自律机制缺失、道德风险高、规模与范围不经济、证券期货投机和金融混业经营加剧交易所的投机性和脆弱性、政府对交易所的监管不到位、交易所蜕化为政策性市场。目前我国已成为世界第二大经济体, 继续做大做强中国经济, 需要稳步推进我国证券交易所的国际化发展, 而这又会加大我国证券市场的风险, 因而必须加强对证券交易所的监管; 可以考虑将沪深证券交易所改组为公司组织并强化其自律功能和对经纪人的监督; 减少或避免政府对证券交易所的行政干预, 弱化证券交易所的政策市色彩。

**关键词:** 华商; 证券交易所; 投机; 脆弱性

## 引言

近代中国的华商证券交易所普遍存在经营不稳定而且短命的问题。交易所的脆弱性使得旧中国有组织的证券市场始终未能健康有序的发展起来, 不利于民族股份经济和资本市场的发展。民国时期本国证券交易所过早夭折的原因颇为复杂, 值得梳理总结并引以为鉴。

## 1 近代华商证券交易所具有显著的脆弱性

我国真正意义的证券交易所产生于清末及民国初期, 而且是有外商交易所, 然后才有华商交易所。1905

年在华的外国证券商人率先设立了会员组织的上海众业公所。1916 年后，华商也设立了证券交易所，截止 1952 年天津、北京证券交易所被关闭，近代华商证券交易所存续了 36 年。

民国时期华商证券交易所的生存期普遍很短，最长的不过 21 年，最短的不过 1 个月，营业期满 10 年以上的寥寥无几，大部分交易所的经营期仅为 1~4 年，实际上不少交易所在宣告法律性破产之前就已处于技术性破产和事实性破产的境地了，也就是说华商证券交易所实际的营业寿命比其名义寿命更短（见下表）。

表 1 近代中国部分华商证券交易所经营寿命一览表

序号	交易所名称	性质	成立年份	关停时间	寿命
1	汉口证券交易所	商办	1916 年秋天	1918 年因经济危机和信用收缩的影响而倒闭。	2 年左右
2	北京（平）证券交易所	商办	1918 年 6 月	抗战前夕该交易所因业务萎缩已呈停顿状态，1939 年初歇业。	21 年
3	哈尔滨证券交易所（滨江证券交易所）	商办	1919 年 4 月 19 日	1920 年 12 月因羌帖（卢布）风潮的影响而自行撤销。	1 年多
4	上海证券物品交易所	商办	1920 年 7 月开业	1933 年 5 月~1934 年 9 月，该所被国民政府依法分拆且并入上海华商证券交易所、上海金业交易所及其他物品交易所。	14 年
5	上海华商证券交易所	先商办，后采用官商合办	1920 年 11 月设立，1943 年复业	1937 年 8 月和 1945 年 8 月两次因国民政府的命令而停业或解散清理。	19 年左右
6	上海专营证券和证券、物品兼营的 70 家华商交易所	商办	1920 年 11 月以后陆续设立	1921 年末至 1922 年初因信交风潮的爆发而停业清理。	1 年以内
7	南通棉纱杂粮证券联合交易所	商办	1921 年 9 月 21 日开幕，22 日营业。	1922 年 2 月因金融风潮的冲击而自动停业清理，1929 年 6 月完成清理工作。	5 个月
8	苏州物品证券交易所	商办	1921 年旧历年底开市（获准但执照未领到）	1922 年 4 月 13 日该所公决实行解散并开展清算工作。	半年左右
9	汉口股票贸易公司（实为证券交易所）	商办	1921 年 5 月	1922 年 5 月后因信交风潮的冲击而停业。	1 年有余
10	天津证券物品交易所（天津证券粮食花纱皮毛交易所）	商办	1921 年 2 月 7 日设立，10 月 1 日开业	1922 年 5 月因信交风潮的冲击和经营亏损而停业。	8 个月
11	南京（下关）证券交易所	商办	1922 年 1 月 6 日开幕	1922 年 3 月因信交风潮的影响而停业并改组为银行。	2 个月左右
12	松江证券交易所	商办	1921 年 9 月设立，1922 年旧历正月十六开市	1922 年 3 月底因信交风潮的影响而解散清理。	不过 1 月
13	广州市证券物品交易所股份有限公司	商办	1921 年 10 月 2 日开市	1922 年 5 月后因信交风潮的影响而停业。	不到 1 年
14	哈尔滨证券粮食交易所	商办	1922 年 4 月 1 日由滨江农产交易信托公司改组设立	20 世纪 30 年代中后期歇业，1945 年后，最终完成清理并自动关闭。	10 多年
16	奉天证券交易所	商办	1923 年以前	1926 年 5 月交易所停业。	3~4 年
18	河南省证券交易所	官商合办	1927 年 8 月	1937 年 8 月遵照国民政府的停业命令而停业。	10 年
19	青岛物品证券交易所	商办	1931 年 9 月设立，1934 年 11 月开始营业	1937 年 8 月因国民政府的停业命令而停业。1938 年 1 月 10 日，日本军队重新占领青岛后，该交易所被青岛日本取引所吞并。	6 年
20	天津商业经济所	商办	1932 年	1935 年因不规范而被国民政府依法取缔。	3 年
21	重庆证券交易所	商办	1932 年 4 月筹建，1935 年 10 月发起重建	1935 年 1 月和 1937 年 8 月该交易所因业务清淡、入不敷出而两次停业。	4 年 7 个月
22	汉口证券交易所	商办	1935 年 4 月 8 日设立，1936 年 1 月重新设立	1935 年 11 月和 1938 年该交易所因业务清淡、入不敷出而两度解散或停业。	3 年左右
23	宁波四明证券交易所	商办	1933 年 3 月设立	1935 年 10 月 17 日因白银风潮的影响而解散。	2.7 年

表 1 近代中国部分华商证券交易所经营寿命一览表（续）

24	天津华北有价证券交易所	官商合办	1945 年 8 月 27 日正式开幕	1946 年 4 月 22 日被天津市社会局饬令停业清理。	1 年 3 个月
26	上海证券交易所	官商合办	1946 年 5 月设立，9 月正式开业。1949 年 2 月 21 日复业。	1948 年 8 月为配合金圆券改革，遵奉国民政府财政部的停业令停业。1949 年 6 月 10 日，被上海市军管会和上海市人民政府查封和取缔。	近 3 年
27	天津市证券交易所	商办	1949 年 6 月 1 日开业	1952 年 7 月 19 日因人民政府加强管理，业务萎缩而撤销。	3 年
28	北京证券交易所	商办	1950 年 1 月 30 日开业	1952 年 2~10 月因人民政府加强管理，业务萎缩而清理关闭。	2 年

注：该表根据湖北省志 金融志[DB/OL].湖北方志网, <http://www.hbdfz.com.cn>, 2013-09-1; 天津创立交易所之沪闻[N].申报, 第 17233 号 1921-02-15(10); 广州市证券物品交易所股份有限公司筹备处通告[N].申报, 第 17364 号, 1921-06-26(3); 苏州证券交易所股份有限公司筹备处第二号通告[N].申报, 第 17377 号, 1921-07-09(3); 南京组织证券交易所之借镜[N].申报, 第 17392 号, 1921-07-24 日(14); 松江交易所创立会纪事[N].申报, 第 17456 号, 1921-09-26(11); 南通棉纱杂粮证券联合交易所[N].申报, 第 17140 号, 1921-11-06(4); 豫省设立省办交易所[N].申报, 第 19557 号, 1927-08-22(5); 青市组物证交易所[N].申报, 第 20959 号, 1931-08-10(8); 宁波四明证券交易所股份有限公司开业通告[N].申报, 第 21694 号, 1933-09-04(5); 华北证交所定期成立[N].申报, 第 25424 号, 1945-01-14 号(1); 赵文铭.老哈尔滨粮食交易所见证过的历史[N/OL].东北新闻网, <http://news.nen.com.cn>, 2007-11-04; 黑龙江省志 金融志[DB/OL].中国龙志网, <http://www.zglz.gov.cn/database.html>, 2013-09-18; 王志华.中国近代证券法[M].北京: 北京大学出版社 2005, pp214-216 的资料编制。

## 2 近代华商证券交易所脆弱性高的原因

民国时期本国证券交易所的营业寿命不长，有其历史原因。

### 2.1 华商证券交易所供过于求，营业基础不牢固

旧中国的华商证券交易所是有组织、集中交易本国有价证券的资本市场，是为民族产业证券和公债券发行与流通服务的金融中介。因此，华商证券交易所的数量主要取决于本国股份经济发展水平和财政状况所提供的合格的产业证券及公债券发行与流通的规模。

我国民族股份公司产生于 1872 年，1904 年后才有公司法，民国成立后，民族股份公司虽有显著发展，但规模实力及信用还很有限。1912~1927 年全国注册公司累计仅有 1650 家，其中股份制（有限、两合、无限）公司有 1569 家，占公司总数的 95.09%。1928~1947 年 6 月底全国登记的公司数量累计为 8088 家，平均每家公司资本（折合 1937 年的资本数）1928 年为 55.6 万元，1947 年 6 月仅为 1.8 万元<sup>[1]</sup>。有实力和信用上市发行并流通自家证券的民族股份公司并不多。民国成立后公债发行规模虽然显著增加，但其中大部分并非实业公债，无益于生产和维护公债的债信。从市场的角度看，适宜投资的公债券也不多，这决定了民国时期本国证券交易所的数量不可能太多。

然而这个时期国人设立证券交易所的动机复杂，并非单纯是为了满足股份公司的融资需要，这使得华购物券交易所遍地开花，到 1922 年初，全国相继设立的证券交易所和物券交易所竟达 86 家；而当时经济远比中国发达的美国所设立的交易所也不过 15 家而已<sup>[2]</sup>。显然，华商证券交易所已供过于求。结果是华商证券交易所的营业基础薄弱，可上市交易的合格物券并不多，交易所业务清淡，入不敷出，难以维持经营。

例如 1932 年设立的重庆证券交易所仅有民生公司、自来水公司等几只股票上市，而且大多有行无市。该所的交易对象虽主要是政府债券，但这些垃圾公债也是卖的人多，买的人少，因入不敷出，该所被迫在 1935 年 1 月停业。1935 年 4 月 8 日，汉口证券交易所设立。因该市证券现货少，大宗证券交易多在上海进行，所以自 1935 年 4 月 8 日成立至 5 月 4 日止，该所成交的各种证券仅有 1316.4 万元，不及上海华商证券交易所 1 天的成交额。1935 年 6 月下旬，汉口发生金融风潮，该所的交易额从 5 月份的约 1600 多万元迅速减少到 10 月份的 1 万元，10 月份的经手费收入只有区区的 1.26 元。1935 年 11 月 3 日，该所招集临时股东大会讨论自救办法，绝大部分参会股东均投票要求解散该交易所。1936 年汉口证券交易所重新开业时，也仅有 27 家证券商，较 1934 年的 50 多家减少近半；交易规模更小，只做现货，每天的营业时间至多 2 小时，业务极

为清淡，勉强维持至 1938 年武汉沦陷时再度停业。

## 2.2 公司组织的华商证券交易所自律机制缺失，道德风险高

旧中国的华商证券交易所基本上采行股份有限公司组织，需考虑股东的利益，因而以盈利为目的，这使得交易所在管理上存在道德风险及自律机能缺失等问题。公司制的证券交易所要盈利就必须增加交易手续费的收入，而要增加手续费的收入就需要扩大交易所的营业规模；而要扩大交易所的营业规模就要有更多的证券、物品、资金和经纪人进场交易。为达此目的，交易所遂有诸多非道德的行为趋向：

首先，公司制证券交易所需为本所违规交易之损失承担赔偿责任，为降低自身风险，其应加强对上市物券及经纪人的监察；但是不少华商证券交易所为逐利而趋向于放松对证券、物品及经纪人上市交易的审查和监督，以致经纪人良莠不齐，部分经纪人行为失范而给交易所造成损害。1921 年 12 月底，中外证券物品交易所就因为被四号等若干经纪人欠款而搁浅。此外，以盈利为目的的华商证券交易所的内控机制也有漏洞，频发内部人贪污或携款潜逃的事件并危及交易所的生存。例如 1921 年 11 月，南通棉纱杂粮证券交易所发生王一清卷款潜逃事件，加上有钱庄停业，市面银根吃紧，所以该交易所的营业大为减色。天津证券花纱粮食皮毛交易所自开业就没有什么交易，支撑到 1922 年春已属亏累不堪，而该所董事竟在此时携款潜逃，理事无法维持，遂停办该交易所<sup>[3]</sup>。1922 年春，南通棉纱杂粮证券联合交易所停闭后，该所股权委员会拟起诉理事长张孝若，因其在“民十组设交易所、收集股本实银六十万元、吞没肥己、以致歇业”<sup>[4]</sup>。

其次，许多华商证券交易所因营业基础并不牢固，可上市交易的物券现货不足，这些交易所遂违规将本所股票在本所上市交易以增加交易筹码，通过操纵本所股价上涨来吸引投机者，藉此扩大营业规模。例如 1921 年冬，天津证券花纱粮食皮毛交易所理事盛霞初、孙棣三等人就组织多头公司，哄抬本所股价以牟利。实际上 1921~1922 年间上海设立的 140 多家交易所几乎都违规炒作本所的股票。

再次，操纵其他物券市价，营造牛市气氛以吸引物券交易者，借此扩大交易所营业规模。南通棉纱杂粮证券联合交易所营业规章规定，该所股价每涨落三元为涨跌停板。1921 年 11 月 5 日，该所后市因有少数做多头交易的经纪人，操纵股票价格从 60.2 元涨至 80 元以上，每股市价已直涨二十元而该交易所尚不停止交易，致使卖空之商民遭受损失。空方交易者认为此次交易有违定章，拒绝交割并与该所交涉，遂酿成交易所风潮。受此影响，该所第二天停业<sup>[5]</sup>。

可见，华商证券交易所营业道德失范，势必对本所的违规经营缺乏自律管理，听任物券投机，助长股市泡沫，不利于金融市场稳定，也败坏了自身生存的市场和舆论基础。

## 2.3 多为地方性小交易所，营业规模与范围不经济

民国时期各商埠的政府和商民均有创设公司制物券交易所的需求。然而各商埠的经济基础、收入水平、资金供求状况相差悬殊，加上旧中国民族股份公司的信用总体不佳，投资风险很高，因而公司制的物券交易所要募集巨额资本实属不易。因此，各地设立的华商证券交易所额定资本在 100 万元以上的寥寥无几，少的仅有 50 万元；而且许多交易所的实收股本仅有其额定资本的 1/4~1/2。这些交易所基本上属于地方性的小交易所，资金、营业场地、服务设施、员工等均有限，主要为当地经济、财政和投机者服务。不少商埠的商业经济并非稠密和有竞争力，而且频受战乱和经济金融风潮的冲击，能够上市并平稳交易的合格物券不多，这使得交易所的营业规模和收入受到限制，存在规模不经济的问题。例如苏州证券交易所于 1921 年年底开市后，营业不甚发达，该所理事会被迫于 1922 年 4 月 11 日邀集各经纪人及所员集议善后方法，多数人主张解散该所以保血本。1921 年 5 月设立的汉口股票贸易公司（实为证券交易所）也在 1922 年 5 月后因交易量不大而停业。

近代中国的交易所法还规定，每一地方仅限设立一家经营某种标的物的交易所。立法本意应是限制交易所过度竞争和促进交易所的专业化经营，进而提高其服务效率；但此规定又限制了地方交易所的营业范围。在上海、天津、汉口、青岛、哈尔滨、沈阳、大连等地都曾设有物券兼营的日本取引所，后者在营业范围上

对华商证券交易所具有竞争优势。营业范围单一的华商证券交易所的经营活动与地方财政经济状况联系紧密，经营风险自然较高，营业收入也难以保证，因而存在范围不经济的问题。部分华商证券交易所为生存，不惜违规和非审慎经营，这又加大了交易所自身的脆弱性和社会舆论对交易所的恶感。

## 2.4 先天不足的物券期货投机增大了交易所的脆弱性

旧中国的物券交易所营利为目的，但缺乏可交易的物券现货。为增加交易筹码和营业收入，许多交易所成立之初即推出了物券期货这类交易品种。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。”1929 年的《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。”<sup>[6]</sup>实际上到 1946 年国民政府明令禁止期货交易之后，证券交易所仍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。

可见，民国时期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现货投资风险的产物，而恰恰是在证券现货市场发育迟缓情况下，证券交易所为增加收入、活跃市场、满足少数人投机敛财目的而推出的工具。很多利益集团并不从事物券现货与期货的套期保值交易，而是单纯买卖物券期货，甚至是买卖本交易所的股票期货来操控市场，谋取投机利润，酿成多起交易所风潮，损人害己。

## 2.5 金融混业经营加剧了交易所的投机性和脆弱性

民国时期，我国金融市场规模尚小，金融业的专业化水平还较低，金融各业总的说来是混业经营的，至少是没有严格地分业经营，此时证券业与银行业的往来密切。

一方面证券交易所人士发起或投资创办银行。例如 1921 年上海夜市物券交易所理事黄磋玖等因交易所与银行有各种需要关系，所以决定组织上海日夜银行。同年，上海合众夜市物券交易所内部人士也以上海金融每日 5 时以后不能流通，而市情变幻无常，隔宿恐别生枝节，故另行筹股 100 万元，创建合众日夜银行以资流转。<sup>[7]</sup>

另一方面银钱业人士也广泛参与了本国证券交易所的创设活动。1918 年 6 月部分银行经理参与了北京证券交易所的创设。1932 年成立的天津商业经济所、1932 和 1935 年设立的重庆证券交易所、1945 年 8 月成立的华北有价证券交易所、1948 年初官商合办的天津证券交易所、1946 年 5 月设立的上海证券交易所、1949 年 4 月成立的天津市证券交易所等也都有银钱业的参与。此外，银钱机构还热衷于办理证券质押放款和证券现货的买卖，并大做“套头”交易即证券期货买卖，当投机家急需现款去银行转卖其有价证券时，银行就与其订立合同，规定以两个月为期限，该投机家必须以高于卖价的某个买价再从银行买回所卖出的有价证券，银钱机构从中可套取巨额的差价利润。

银钱业资金流入物券交易所，不仅助长了物券投机，抬高了物券市价，吹胀了金融泡沫；而且使得工商业正常发展所需的营运资金短缺，货币市场利率上升。1921 年春，上海因为“交易所设立如林，吸集资本为数甚巨，中外银行之存款，率多移出投资于交易所”<sup>[8]</sup>，所以从当年 7 月份开始，该市的银根就日渐吃紧，尤其是 9 至 12 月，作为上海货币市场基准利率的银拆最高价都达到了七钱。利率上升使得在交易所从事短线投机的物券交易者从银钱机构融资的成本和难度加大。每当金融风潮袭来时，银钱机构为避险而收缩信贷，大幅度提高利率，致使那些依赖银钱业资金周转的交易所面临资金链断裂的危险；而短线炒作的投机家，此时告贷无门，遂被迫贱价抛售所持物券以维持流动性。抛空压力的骤升使得交易所物券市价暴跌，投机性交易一落千丈。众多以营利为目的的公司制交易所因交易清淡、入不敷出而倒闭清理。汉口证券同业公会内设的汉口证券交易所（1918 年 6 月）、滨江证券交易所（1920 年 12 月）、上海证券物品交易所和华商证券交易所之外专营证券和物券兼营的 62 家华商交易所（1921~1922 年）、汉口股票贸易公司（1922 年 5 月）、天津证券粮食花纱皮毛交易所（1922 年 5 月）、南京（下关）证券交易所（1922 年 3 月）、松江证券交易所（1922 年 2 月）、重庆证券交易所（1935 年 1 月）、宁波四明证券交易所（1935 年 10 月）、汉口证券交易所（1935 年 11 月）的倒闭，原因大体如是。

## 2.6 社会各界要求取缔华商证券交易所及其投机活动的压力加大

民国时期，上海证券物品交易所等诸多华商证券交易所普遍存在无照经营、物券兼营、实收资本未达法定最低标准、未按规定收足交易所营业保证金和经纪人交易保证金、未按规定存放和使用保证金、发起人违规转让股份、经纪人无照经营、交易所职员勾结经纪人买卖本所股票暨操纵本所股价等严重的违法和投机行为，这些问题不仅加剧了金融风险，而且也引起了政商界有识之士的不安和反感。从 1921 年 5 月开始，这些人就不断催促当地工商协会和银行公会呈请北京政府和各省议会，尽速取缔滥设并违规经营的交易所<sup>[9]</sup>。北洋政府农商部遂在 1921 年 7 月份下令取缔未经审批的交易所。上海银钱业也逐渐统一态度，抵制交易所的投机活动，其做法是收紧资金借贷并开始严禁员工从事交易所投机。1921 年 9 月 5 日，上海银行公会通告各银行，一旦发现行员从事投机，“无论有无亏累情事，除由本行照章斥退外，并报告本会，由本会通告在会各银行，弗予收用，以示共弃之意。”稍后，钱业公会也公开表态：“自阴历十月份起，凡同业各庄，无论经理伙友，皆不准入交易所作投机生涯，并互相查察，以杜后患。如有查出私做情事，经公众开会筹议处分。”至此，交易所的投机事业，已成为众矢之的，以致“投机者流，莫不张皇失措。”<sup>[10]</sup> 1922 年 2 月 1 日，原先被物券投机者视为庇护者的法租界领事署被迫颁布“取缔交易所规则”21 条，对此后交易所买卖本所股票等事宜做了较严格的限制，此举使得投机分子难以再随心所欲地利用交易所进行投机和违规经营了，交易所的投机性交易因此萎缩。那些缺乏合格交易筹码、资本薄弱、专靠投机炒作牟利的交易所难以再经营下去了<sup>[10]</sup>。

## 2.7 证券交易所监理不到位，交易所的脆弱性未得到有效的控制

20 世纪 20 年代初开始，社会舆论对华商交易所的大肆投机和违法经营很不满，不过后者却未受到政府的有效节制。因为此时的中国尚未建立起统一且强有力的中央政府，国家主权也不完整；国内尚未建立起专司证券业管理的金融主管机关；证券交易所的监理职能是由财政部和农商部共同担负的（多头、非专业监管）；另外，中央兼管证券交易所的机关层级较低，仅为财政部和农商部内设的司级部门，而且这些管理部门的设置及其人员变动频繁，影响了证券交易所监管队伍的稳定性及监管政策的连续实施，统一、有力、专业、持续、有效的证券市场监管制度尚未确立起来。

1920~1922 年间，在上海租界设立的 140 多家华商交易所中有不少是由外国租界当局和上海沪军使署批设的。除了上海证券物品交易所、上海华商证券交易所等几家交易所领有北京政府农商部的营业许可批文之外，其余大部分交易所都未向北洋政府农商部呈报、注册和领取营业执照。由于后者是在租界当局和地方军阀政府默许下营业的，所以北京政府农商部对于设在租界里的交易所的投机活动是无力也无法有效管制的。

民国成立后，军阀割据，北京政府软弱无力。远在北京的农商部难以对各地分设的物券交易所进行有效的垂直管理。1914 年北京政府已颁布了《证券交易所法》及物品交易所条例，“然虽公布法例，而无专员驻沪，实行监察，各所又复阳奉阴违，率多逸出法轨以外之行动。以致民十、民十一之间，交易所之倒闭者数十家。”北京政府曾经屡次发文，申明取缔违规经营的交易所，并派员赴上海调查，结果仍不能遏制地方上交易所投机的发展。后来国民政府财政部上海金融监督局也认为，交易所的大批倒闭，“此交易之不守法与政府无人执法之过也”。<sup>[11]</sup> 南京国民政府治下，虽然证券立法趋向完善，对交易所的监理得以加强，依法整治了不合规的上海证券物品交易所和天津商业经济所；但交易所监理体制及其效率仍有局限，对外商交易所的监理仍力有不逮；以权压法，权大于法的问题依然存在，证券监管法规未能得到有效地遵行，行政当局既不愿意也不能真正去管控政府新贵组成的利益集团在交易所内的公债投机与操纵，所以华商证券交易所仍不时爆发公债风潮，抗战爆发前后，华商证券交易所的脆弱性依然较高，重庆、宁波、汉口证券交易所相继在 1935 年的金融风潮冲击下倒闭。

## 2.8 华商证券交易所受到太多的行政干预，营业不稳定

南京国民政府成立后，国内金融体制逐渐从自由经营体制向垄断经营体制过渡。证券交易所因具有服务

财政、引导游资、缓解商品投机和通胀压力等功能，所以也成了官府推行特定财政和金融政策的工具，各行政当局均强化了对辖区内华商证券交易所的监理和控制：

一是依法加强对交易所的监理。二是注入官股，设立官办或官商合办的交易所。例如 1927 年 8 月河南省当局设立官办的河南省证券交易所；上海华商证券交易所先是商办而后也改为官商合办；1946 年 5 月国民政府组建了官商合办的上海证券交易所；1948 年 1 月天津市参议会等组建官商合办的天津证券交易所。三是为实现官方的意图和财金政策目标而加大对交易所的行政干预，直接对交易所发号施令，使后者的开闭和营业均服从政策的需要。交易所本是自由经济的产物，抗战爆发后，官方对经济和金融的统制日渐加强，物券的流通受到限制，物券交易所营业的独立性和稳定性大大降低。

1937 年 8 月 13 日淞沪抗战爆发，国民政府为防公债市价暴跌、金融紊乱和政府债信败坏，遂命令上海华商证券交易所停业；1943 年日汪政权为防游资囤购战略物资、影响其战争计划的实施，采纳访沪的日本经济顾问团的建议，又迫令上海华商证券交易所重新开业；而抗战胜利后，国民政府财政部清理敌伪产业，以上海华商证券交易所在抗战期间曾经由敌伪给照营业为名，又在 1945 年 8 月勒令该所停业清理。

伪华北政务委员会为引导游资、缓解商品投机和通胀压力，从 1944 年 12 月开始筹组华北有价证券交易所，并于 1945 年 8 月 27 日正式开业；而 1946 年 4 月 22 日天津市政府以该所和日伪政权有关，又饬令该所停业。

为引导游资、抑制投机和物价上涨并有效监理证券市场，1946 年 5 月，国民政府批准上海证券交易所成立，1948 年 1 月 5 日，国民政府批准天津证券交易所开业。1948 年 8 月 19 日，国民政府推行金圆券改革，为配合币制改革，财政部命令上海和天津两家证券交易所停业。1948 年 12 月 19 日，上海市商会为疏导游资，安定物价，又呈请财政、工商两部批准，恢复上海证券交易所的业务；1949 年 2 月 21 日，该交易所复业并成为投机活动的中心，1949 年 6 月 10 日，上海市军管会和上海市人民政府为抑制投机又查封了该交易所。天津解放后，天津市军管会为吸引游资，抑制商品投机，满足民营经济发展正常的融资需要，遂在 1949 年 4 月 26 日成立天津市证券交易所。新中国成立后，人民政府严厉打击物券投机，加强对证券市场的管理，致使 1950 年后天津证券交易所的交易额急剧萎缩，许多经纪人因亏损而倒闭或停业，1952 年 7 月 19 日，该所被天津市人民政府撤销。1950 年 1 月 30 日，为疏导游资，中国人民银行报请政务院财经委批准设立北京证券交易所。基于同样原因，该所的不少经纪人纷纷倒闭或停业。1952 年 2 月，该所经纪人受到全面检查并宣告停业清理，同年 10 月，该所被人民政府关闭。此后，随着计划经济体制的确立，证券市场被否定，我国在相当长时间内就不再有证券交易所了。

综上所述，不难看出，抗战爆发后，随着国内经济和金融体制的变迁，华商证券交易所逐渐蜕化为政策性的市场，因官方的命令而频繁关闭与复业，直至丧失了存续的市场和制度基础。

### 3 余论

证券交易所是证券市场的核心及资本市场的重要组成部分，应在实体经济发展中发挥积极的金融支持作用。而旧中国华商证券交易所 36 年的发展轨迹，却是乏善可陈。由于过度投机和脆弱性明显，华商证券交易所对民族股份经济发展所起的支持作用不仅微弱、不稳定，而且短暂。回溯往事，是为了以史为鉴，更好地促进现实中国证券交易所的平稳发展，改善我国的融资结构和金融效率，降低金融体系的脆弱性以促进经济的可持续健康发展。

民国以来，我国就是以间接融资为主的国家，金融结构不合理，民族企业缺乏直接融资的渠道，其症结之一就是交易所市场发育水平低，证券交易所未能持续、稳定和有力地服务于产业经济的发展。

目前中国经济总量已跃居世界第二位，继续做大做强我国经济，需要循序渐进地推进我国证券交易所的国际板建设及其国际化发展，实现投资的可持续平稳发展。而要达此目的，就需进一步开放资本和金融项目，允许国内外资本更自由地跨境流动；但走出这一步又会加大我国证券市场的风险，因而必须在若干方面采取



措施来规范我国证券交易所的发展。

首先要加强民主与法制建设，推进政治体制改革，加大证券交易所监管领域的反腐倡廉力度，使得审核制下更多有实力、有信用和符合条件的公司能够上市融资和发展；严格上市公司退市制度，从而改善上市公司的质量；增强国人的法治意识，改变有法不依的陋习，提高证券交易所监管的执法效果，维护证券投资者的利益和交易所的人气。

其次，随着我国证券交易所的国际化发展，上市公司和投资者的选择余地加大，国内外证券交易所之间的竞争也会加大。考虑到竞争性市场和不良信用环境下会员制交易所的缺陷及公司制交易所的优点，再联系近代华商证券交易所均采公司组织和当前国外会员制交易所纷纷改组为公司组织的事例，似可考虑沪深证券交易所改组公司组织的问题，但必须控制公司制交易所的逐利性和道德风险，强化其自律机制和对经纪人的监督。

再次，继续推进利率市场化和债券信用评级制度的建设，将债券定价与债券信用评级有效挂钩，促进交易所上市证券的创新以满足不同投资者的需要，吸引更多的资金入市以活跃交易所市场；鼓励投资者从事证券现货与期货的套期保值交易，但应限制单纯投机性的证券期货交易，避免旧中国证券交易所风潮及新中国改革开放后“327 国债风波”的重演。

最后，政府应避免对证券交易所的经营进行行政干预，要理顺财政、国企脱困、政治造势与证券交易所的关系，弱化证券交易所的政策市色彩，使交易所能够按照市场经济原则灵活、自主地经营，更好地服务于我国市场经济的建设。

## REFERENCES

- [1] Zhongmin Zhang. Changes of Hardship——Research of Company System in Modern China[M]. Shanghai: Shanghai Social Sciences Publishing House, 2002
- [2] Jiaguan Hong, Jifeng Zhang. The Financial Markets of Shanghai in Modern[M]. Shanghai: Shanghai People's Publishing House, 1989
- [3] The business of Nantong Stock Exchange Dropped[N]. Shanghai News, NO.17544, 1921-12-23 (10)
- [4] The Capitals of Stock Exchange disputed[N]. Shanghai News, NO.19959, 1928-10-8 (10)
- [5] The Outline of Nantong stock Exchange wave[N]. Shanghai News, NO.17501, 1921-11-10 (12)
- [6] Zhihua Wang. The Security law of China in Modern[M]. Beijing: Peking University Publishing House, 2005
- [7] Hezhong Night Stock Exchange Founded A Bank too[N]. Shanghai News, NO.17393, 1921-07-25 (14)
- [8] The Head Office of Bank of China, The Second History Archives of China. History Information Compilation of Bank of China, Catalogue I (1912-1949)[M]. Beijing: Archives Publishing House, 1991
- [9] The Proposal of Revoking Shanghai Securities and Goods Exchange[N]. Shanghai News, NO.17142, 1920-11-8 (10)
- [10] The Reef of Exchange[N]. Bank weekly, Volume 5, NO.40, 1921-10-18 (2)
- [11] The Advice on Stock Exchange from Jian Zhang in Nantong[N]. Shanghai News, NO.17612, 1922-03-08 (11)

### 【作者简介】



孙建华（1966 - ），男，汉族，经济学博士，中央财经大学金融学系副教授，主要研究方向：货币金融理论与政策，金融史。Email: sunjianhua9976@sina.com