



# 关于抗战时期建立后方证券市场之论争

刘志英

(浙江财经学院 经贸学院, 浙江 杭州 310018)

**摘要:**建立产业证券市场的思想不仅是战时后方产业经济发展在思想上的反映,而且通过这场论战,使人们认识到了证券市场与产业经济发展的密切关系,从而在认识上,推动了中国华商证券市场从以政府公债为主体的财政证券市场向以企业股票、债券为主体的产业证券市场的转变,明确了战后中国证券市场的发展方向,为战后证券市场的发展奠定了基础。

**关键词:**抗战时期;大后方;证券市场;产业经济;证券市场建设思想

**中图分类号:**F129 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-9841(2007)04-0163-08

抗战爆发前,由于东西部经济发展的区域差异很大,中国近代化的工商及金融业集中在东部沿江沿海地区,证券市场也不例外,集中在上海(上海华商证券交易所)、北平(北平证券交易所)。同时,在全国一些重要城市,20世纪30年代也相继出现了一批证券交易所,如,1932年4月建立的重庆证券交易所,1933年9月成立的四明证券交易所(设于鄞县,今宁波市),1934年5月成立的汉口证券交易所,1934年8月成立的青岛物品证券交易所等。其中,唯一设在西部的只有重庆证券交易所,抗战爆发后,该所与全国其他证券交易所一样亦随之停顿。

抗战时期,随着国民政府的内迁,以重庆为中心的大后方经济迅速发展,后方金融业也得到相应发展,引发了一场持续数年的有关是否建立后方证券市场的争论。虽然,由于种种原因,战时的后方证券市场并未真正建立,然而,这场争论却从另一个角度反映了西部经济在抗战时期的迅速崛起,使得自近代以来的中国证券市场建设思想更加成熟,为战后中国证券市场的发展指明了方向。有关这一问题,目前学术界还未有深入的专题论述,本文试对此进行初步探讨,以就教于学界同仁。

## 一、建立后方证券交易所现实性之讨论

1937年“七七事变”,标志着中国全面抗战的爆发,战争给证券市场造成极大动荡,为稳定金融,

在“八·一三”战事爆发的前一天,国民政府宣布上海华商证券交易所停业,此后,在战事影响下,全国其他各地的证券交易所也先后停止营业。

随着淞沪抗战的失利,国民政府首都南京成为日军进攻的主要目标,11月9日,国防最高会议决定迁都重庆。12月1日,国民政府正式在重庆曾家岩新址办公。1938年,上海、南京、武汉相继沦陷,国民政府全部迁往重庆,1940年9月定重庆为陪都。随着国民政府的内迁,以重庆为首的西部地区,逐渐成了战时全国政治、经济、军事、文化的中心。

抗战进入相持阶段后,随着局势的相对稳定和大后方经济的发展,产生了一场是否建立以重庆为首的大后方证券市场的争论,这场讨论大体可分三个阶段:

第一阶段,从1940年春到1942年上半年,主要集中在讨论是否应该恢复或建立后方证券市场。

国民政府经济部遵令于1938年1月成立,同年即核准发给重庆市证券交易所营业执照。只是鉴于该所在战后已经停业,飭令该所如要恢复营业,应先行呈部核准。至于该所各经纪人则须补行注册以符规定<sup>[1][112]</sup>。可见,国民政府在迁都重庆后,是希望恢复交易所的,而重庆证券交易所对复业更是采取主动态度。1938年4月,该所以资本过少,筹划补增资本为200万元<sup>[2]8</sup>。1940年春,该所总经理潘昌猷进一步呈请政府,提出准许增资复

\* 收稿日期:2007-02-17

作者简介:刘志英(1964-),女,四川资阳人,浙江财经学院经济与国际贸易学院,教授,历史学博士,主要研究中国近现代经济史、金融史。

业要求。<sup>[3]130</sup>这样,重建后方证券市场问题,遂引起朝野人士之关注。1941年4月18日重庆《大公报》称,重庆市证券交易所,准备恢复营业,该所业已筹备就绪,资本100万元,现正以各项管制问题,谋与当局作通盘筹划。俟商定后,即可宣告成立<sup>[4]66</sup>。1942年4月5日《大公报》登载“政府准予重庆开办证券物品交易所”,接着,4月12日《大公报》又载:“行政院会议顷已决定为推行本年度发行之美金公债及储券起见,准予成立证券交易所,但不准物资在该所开拍,以免扰乱市场。”<sup>[5]32</sup>此间,有关后方证券交易所是否应该恢复或建立以及市场交易证券如何确定,一时成了人们争论的焦点。

首先,关于战时环境下应否设立证券市场的问题。不少人对此表示质疑,认为,交易所纯为自由经济之产物,而后方却厉行战时统制经济,体制上讲不宜开办;再加之正处于抗战的艰难时期,社会经济活动受到多方严格管制,时间上讲也不宜开办<sup>[6]93-94</sup>。从世界各国情况看,“一至战时,莫不对于证券市场之活动,严加限制,……今我国……乃反其道而行之,思设立证券市场,以自由金融市场时代之方法,活动金融,实违反战时金融之原则,利未显而弊必随之。”<sup>[3]131</sup>但赞成者对此却充满信心,认为,政府重建证券交易所之提议,其目的在于为游资开辟一正常出路,转商品投机于证券投机,并提倡期货买卖,希望以期货之行市,压低现在之物价。同时,建立后方证券市场,可使后方各大规模公司企业所发行之股票能有一公开买卖之交易场所,促进企业发展,增进抗建力量。对于政府发行的公债,如有一市场流通,也能增加民间销纳量,使战时财政及节省法币获得相当裨益。此外,还可诱致海外华侨、沦陷都市之游资内移,稳定物价。也就是说,通过恢复或建立证券市场,可以达到“吸收游资”、“推销公债”、“稳定物价”、“发展后方生产”的目的。

其次,论证了后方建立证券市场的金融环境与条件。认为,战时的大后方,特别是以陪都重庆为中心的西南地区,经过几年发展,已具备了开设证券市场的金融环境与条件<sup>[7]63-64</sup>。由于在银行业务中,证券既是资产一部分,又是放款的一部分(可以证券为抵押),还是余资中短期投资的主要对象,纸币发行中国家规定的准备金之一,因此,银行是证券市场中的主要活动者。一个地方能否建立证券市场,不仅需要大量可供交易的证券存在,还必须要银行的存在。而抗战以来的西南地区,两者均已具备,首先是四川、云南、贵州、广西等西南诸

省的重要城市已普建银行,如中央、中国、交通、中国农民、中央信托局、中央储蓄会、邮政储金汇业局、金城、上海商业储蓄、四川美丰、聚兴诚等;其次,西南诸省自抗战以来,新兴的官商合办或商办或官办之企业,均有长足进展,且以公司组织者为多。因此,在以重庆为中心的西南大后方已经具备了建立证券市场的必要条件。

第三,对当时各种证券能否在市场中开拍进行了集中论证。上市证券主要包括以中央、地方公债为主体的政府债券和以股票、公司债为主体的产业证券两类。对证券交易所的营业范围,人们一致认为产业证券的开拍,是有利无弊的。争议的焦点是政府公债的开拍,公债又分战前公债、战时国币公债、战时外币公债及粮食库券等四种,对战前公债(以复兴、统一公债为主,省债暂不计),一种观点认为战前所有旧债,因在津沪各埠已有非正式之公开市场,在后方证券市场开拍尚无大碍<sup>[4]69</sup>;另一种意见恰好相反,认为,正是因为此种公债在沦陷区流通颇多,一旦开拍,势将倒流至后方,而后方之持票人,亦将纷纷持债票至交易所抛卖。结果必将放出法币,收回旧债,增加后方之发行,影响恶劣。故战前公债决不宜开拍<sup>[6]95</sup>。战时国币公债,包括救国公债、国防公债、金公债、振济公债、建设公债及军需公债等,普遍认为不能开拍,因为这些公债或采取强制摊派,或采取劝募推销,1940年后虽曾采取低价发行制度,折扣也是九八或九六。持债人本已有无法变现之苦,若在交易所开拍,势必竞求脱售,政府不维持则已,若欲维持,势必放出大量法币,收回公债,而大量法币放出,必将刺激物价<sup>[4]69[6]95</sup>。至于外币公债,因有确实外汇担保,还本付息可靠,购买者踊跃,可以开拍。而粮食库券因以实物为对象,以斗石为单位,各地稻谷品质不齐,难以标准化,是否开拍,难以解答<sup>[6]95-96</sup>。

以上可见,对于建立后方证券交易所的问题,国民政府从一开始即采取支持的态度,只是政府与民间各自所关注的侧重点不同而已。政府强调的是开放公债市场,借此解决财政困难,稳定物价,抑制通货。而民间的讨论与政府的初衷并不完全一致。认为,可以开设证券交易所,能在证券市场上进行交易的证券主要是战时的外币公债与企业股票和公司债,战前的政府公债与战时的粮食库券可试拍,战时发行的公债则不能开拍。

第二阶段,从1942年下半年到1943年底,讨论如何建立产业证券市场以适应后方产业经济发展。

随着讨论的深入,人们逐渐将目光投向了产业

经济发展与建立后方证券市场的关系上,认为建立后方证券市场的根本目的和首要任务不是为政府公债寻找出路,而是为发展后方的产业经济筹措必要的资金。对前期政府所提倡的建立证券市场以推销政府公债,人们提出质疑:“盖各国政府推行战时公债,从来不能出于劝募或强派两种方式,……以我国现状而论,政府发行之各项战时公债,莫不借重‘劝募’方式,企图用自由买卖方式以推行战时公债”,不免发生下列问题:一是公债利息与市场利率及工商利润难以平衡;二是市场波动难以控制。在此状况下,“欲图以证券交易所推销公债,恐无多大成效”<sup>[8]27-28</sup>。加之当时的“重庆市场之利率,已经高昂,短期存息,在月息2分以上。放款利率,则竟高至月息5分。……我国公债利息,最高年息6厘,而市场利率竟至年息5分以上,则公债市价,最好亦不过等于面额30—40%。公债市价低落,损害国家信用,甚或动摇人心,并影响以后公债之推销。故在利率高昂之情形下,设立公债市场,必对于政府财政之筹措,有害无益”<sup>[3]132</sup>。由此对公债市场的设立进行了根本性否定,无论为国币公债或外币公债,亦无论战前公债或战时公债,均以暂不上市开拍为宜。

“至于公司股票或公司债,则并无强迫摊派之权能,故应开放证券市场而予以自由活动之机会。”<sup>[9]123,128</sup>且抗战以来,后方工矿业,在政府积极奖助下,内有战时急迫需要,外无舶来品竞争,发展迅速,正是设立资本市场的适当时机。著名经济学家章乃器强调,“解决工业资金问题之目的,并不需要新奇玄妙之方案,而唯须建立产业证券市场及票据市场”。并进而提出了建立产业证券市场的具体方案,工业家需要长期资金,只须向工业金融机构提出计划书,申请承受(或代募)其股份或公司债(统称产业证券)。可以国营工矿事业之办有成效者,改组为股份有限公司,以股份49%招商承募,民营工矿事业则可发行新股,解决流动资金之困难<sup>[10]122-124</sup>。

有人指出“产业证券化”为现代生产事业进步之表征,并分析“产业证券化”在中国成效不大的主要原因是缺乏资本市场的配合。“为扶植证券上市……可由交通银行开办股票银行业务或投资信托业务,乃至组织银行团包销,或代理发行产业证券等……与证券交易所开拍证券,相互表彰,共同合作,则生产资金,自可渐入于证券化之途。”<sup>[5]37</sup>由此可见,人们对建立证券市场的认识有了进一步的提高,不仅要建立作为二级市场的证券交易所,还

需要建立新证券的一级发行市场,这样,才能真正实现产业的证券化。

只是在战时计划经济占主导的情况下,资本市场的开设有别于自由经济原则下的资本市场,产业证券之发行与流通,应有适当控制:须先经最高经济计划机关核准,始可在资本市场发行或流通;不得于市场外进行买卖;国防民生重要工矿业之股票债票由政府保息发行;日用必需品工业之股票债票由四行及信托局分别经募;立股票债票价格平准基金以制裁投机应付风险;应具备产业精神;开放国营省营事业吸收民资;广事宣传造成人民购买股票债票之兴趣与信心<sup>[8]29-31</sup>。

1943年6月1—9日,以国家总动员会议秘书长及经济、农林两部部长为主席团,聘请农矿工各业代表、各机关主管长官及各省政府代表共260人,举行了第二次全国生产会议<sup>[1]322-323</sup>。会议关于产业资金的议案达100余件,参加讨论的人数也是最多的,其中关注问题有三:一为产业资本额之调整,二为生产贷款之改进与扩大,三为产业证券之发行与买卖。认为,产业证券的推行,才是解决产业资金的治本办法。在后方设立产业证券市场,为此次会议明确决议之一<sup>[1]15,29</sup>。

紧接着,财政部及国营金融机关,开始具体的筹备工作,决定由中国、交通、中农三行及中信、邮汇两局联合其他金融业及产业团体共同组织重庆市产业证券推进会,并附设证券市场,但不经常开放,系定时集合。买卖交易,以现货为限。加入交易之各种产业证券,须先经该会理事会审查通过再将其价格按日公布。各会员银钱行庄及产业团体,各派代表一人到场,经理买卖事务。该会向买卖双方收取手续费,以五成作佣金,其余五成,拨充该会经费。倘此五成手续费不足支应该会开支时,则由基本会员担负。上述原则,由财政部函达四联总处,以凭办理。并组织筹备委员会,其委员人选,经财政部长孔祥熙指定由戴铭礼、刘攻芸、郭景琨、王志莘等人担任<sup>[12]</sup>。

可见,此时关于后方证券市场的建立问题,已由前期的以推销政府公债和产业证券并重,转而倡导建立产业证券市场以促进后方产业经济发展,从倡议证券的二级交易市场,到提倡证券的发行机构,建立新证券的发行市场。

第三个阶段,从1944年到1945年抗战结束,由于战时后方证券市场的建立已非可能,转而讨论如何进行战后资本市场的建设。

在抗战即将结束的1944年底,不少有识之士

认为,中国战后即将展开大规模的工业化,而实现工业化,将需大量资金,因此必须建立完备的证券市场,且对比欧美各国证券市场的经验,认为:一个完备的资本市场,包括两个具有不同职能的构成部分,第一个构成部分,也是资本市场的核心,即发行新证券的市场,第二个构成部分,是旧证券市场,以证券交易所的形式出现。中国最缺乏的就是新证券的发行市场,“战后工业化的加速推进,必须有巨额长期资本的供给。供给最终来源不外国内外人民的储蓄。可是要吸收这种储蓄转为生产资本之用,必须有一迅捷便利的运输工具,在现代生产组织下最适当的产业资本的证券化,而要发挥这工具的效力须有一运用这项工具以便利资本运用运转的机构。”所以,战后中国资本市场的构成必须以银行为核心,且须以国家银行为核心,主要应由交通银行来实施。并由交行领导国内各大商业银行合组永久性的产业投资公司<sup>[13]78,81,86</sup>。

## 二、后方经济的发展与建立产业证券市场

抗战爆发前,中国近代化的工商业主要集中在东部地区,而西部地区则十分薄弱,几无体系可言。据中国经济统计研究所 1933 年的调查,当时上海的工厂几占全国 50%,工业资本占全国 40%,工人数占全国 43%,产值占全国 50%。若再将冀、鲁、苏、浙、闽、粤沿海各省包括在内,工厂总计约占全国 92%<sup>[14]14,17</sup>。而西部各省的产业经济则极微弱,以下统计可窥其大概:

1937 年西部各省工业分布统计表

省别	厂数	百分比	资本数 (千元)	百分比	工人数	百分比
四川	115	2.92	2 145	0.58	13 019	2.85
云南	42	1.07	4 216	1.17	6 353	1.49
贵州	3	0.08	144	0.04	229	0.05
广西	3	0.08	913	0.14	174	0.04
陕西	10	0.25	2 757	0.74	4 635	1.01
甘肃	9	0.23	295	0.08	1 152	0.25
总计	182	4.72	10 470	3.69	25 562	4.69

资料来源:陈真编《中国近代工业史资料》第四辑,生活·读书·新知三联书店 1961 年 8 月版,第 97 页。

上表可见,到抗战前夕,西部六省的工业在全国所占比重十分有限,工厂 182 家,占全国 4.72%,资本额 1 047 万元,占全国的 3.69%,工人 25 562 人,占全国的 4.69%。

然而,抗战爆发后,中国经济相对发达的东中部地区相继沦陷,损失惨重。随着西部地区成为国民政府战时的统治基础,即将发展后方工业,作为

当时政府支持长期抗战的国策。首要的是对江浙沿海及华中地区的内迁工厂积极扶植,使其尽快恢复生产,以便为战时后方工业奠定基础。抗战初期的几年里所设立的工厂,主要都是从战区迁移来的,据统计,截至 1940 年底,迁到后方的厂矿,共有 452 单位,器材重量达 12 万吨;工业界移民达 10 余万人。

截至 1940 年底沿江沿海迁入后方的主要工厂统计表

省 份	厂 家 数
四川省	250
湖南省	121
陕西省	43
广西省	25
其他省份	15
总计	452

资料来源:沈经农《现阶段的中国工业》,《贵州企业季刊》第 1 卷第 1 期(1942 年 10 月),第 24 页。

在内迁工厂中,迁往四川的最多,达 250 家,占 55.3%。而川省府对内迁工厂也提供了大量帮助,运输方面,由川江资务管理处负责办理,由省府商请中央信托局取费 15% 川江保险费,且实行津贴办法,厂商只负担 4.05% 之保费,其余概由省府津贴,此外组设评价委员会协助迁川工厂收买厂址兴建厂屋,至于周转资金、使用电力等问题,无不尽力予以便利,使迁川工厂均能逐渐开工<sup>[15]80-81</sup>。工厂的内迁,为战时西部地区的工业提供了便利条件,使全新之工业基础在后方迅速成长起来。

正是在内迁工厂的带动下,在国民政府与大后方人民的积极努力下,短短五年中,在这素称落后的西部,工业的发展速度已在中国工业史上创造出惊人的纪录。据 1941 年秋的统计,大后方厂矿有 1 300 余家,平均 46 小时即有一新厂出现。然而,工业数量与种类在迅速扩充的同时,却严重缺乏资金的支持。固定资产与流动资金之总额,估计不过 15 亿元。以 15 亿的资金,分配于 1 300 多家工厂,每厂所得平均数十分有限,仅 110 多万元。以资本雄厚,数量最多的四川省厂矿情形作一代表分析:四川省内较大的工厂有 390 余家,资本总额仅 3.44 亿元。其中,1.2 亿元者 1 家,2 000 万元以上者 1 家,1 000 万元以上者 2 家,800 万元以上者 1 家,600 万元以上者 2 家,500 万元以上者 1 家,400 万元以上者 7 家,300 万元以上者 3 家,200 万元以上者 17 家,100 万元以上者 21 家,100 万元以下 10 万元以上者 154 家<sup>[16]</sup>。可见,小资本工厂的比率最大,约占总数 38.89%。

解决产业资金不足,最初主要依靠政府贷款和

一般商业银行的资金融通。然而政府的工矿贷放与银行的投资却少得可怜。先看四联总处的工矿贴放：从1937年9月至1939年底，四联总处核准的工矿贴放为3000万元，占同期该处贴放总额5.6%。1940年度的工矿贴放有所增加，计10900万元，占该年贴放总额19.3%。1941年度的绝对数虽有增加，计31000万元，但相对数的总额百分比却反降为13.9%。太平洋战争后，由于形势的需要，政府对于工矿生产的停滞，已不得不加以重视，因此1942年度的工矿贴放又有增加，百分率增为总额的38.6%，可总数依然不过只有34400万元。此数如与当年后方物价上涨倍数相较，实际也未见有何增加。而各银行的工矿投放情形更不乐观。据有关方面估计，1940年度后方各银行对工矿业的投放，计商业银行约占总额1%强，钱庄和银号不及0.1%，省地方银行仅占0.6%，但同期各行庄的商业放款，却保持在总额的80~90%间<sup>[17]75-76</sup>。另据调查，重庆60家商业银行截至1942年3月止，放款总数27437万元，其中贷给工矿业之款，仅占总数的11.32%，1944年重庆所有商业银行放款之总数为493727.6万元，但工矿业的贷款仅占总数13.7%<sup>[18]11</sup>，再以四川12家银行1941年度的情形为例，其资本合计为247162378.69元，而其投资及放款于农工矿及公用事业总数仅65037583.36元，仅占26%强。这其中还包括对农业之投资及放款在内，实际上投入工矿业的数字更少<sup>[16]5</sup>。可见，无论是政府还是商业银行对于工矿业之资金融通，犹如杯水车薪。

自太平洋战争发生后，对外交通几乎断绝，物资来源困难，后方工业生产更显重要。然而，随着后方工业经济的发展，产业资金的缺乏成为了当时十分重要且亟需解决的问题。社会各界与政府再次考虑到筹设证券市场，不过以往所议的证券市场，包括公债在内，而此时所考虑的证券市场，则仅以产业证券为限，初步原则为：由中国、交通、农民三行及信托、邮汇两局联合金融业及产业个体共同组织重庆市产业证券推进会，并附设证券市场，以活动产业资金为唯一目的。

进而人们还认识到，企业资金募集困难的原因，又是与公司组织不健全和人们投资观念的陈旧密切联系。因为公司组织不健全，使股东未能尽监督之责。私人的小资本，只能根据亲友间的信任以为投放。在商业银行方面，则因所收大部是短期存款，不能用作长期投资。对此，有观点认为，中国应设立投资合作银行或投资信托银行，作为长期投资

的居间者，收集零星款项，投于各种企业，取得大股东之权，并任监督之责，以保护存款者的利益<sup>[19]11</sup>。

证券交易所作为市场经济和金融市场的核心组成部分，必然与经济增长和发展密切联系。上述可见，一方面战时后方生产事业迅速发展，一方面却由于固有资本之薄弱，及受物价高涨之影响，其资金之艰困，已达不能维持现状之境地。政府及银行贷款，数量有限，尚不足以发挥活泼工矿业金融之效能。正是在这样的情势下，人们自然将解决问题的目光转向了后方证券市场的设立，关于这方面的主张和要求一浪高过一浪，认识层面也不断深化，人们希望通过证券市场，给予产业界公开募集资金之机会，以促进产业资本之发展、促使公司组织之健全。这是战时后方倡设证券市场最根本的原因。

### 三、近代中国证券市场建设思想的新发展

证券市场对于近代中国来讲，是一种引进型的制度演变，并非是自创的、自发的，而是将已在西方市场经济国家运作了数十年的股份制度、债券制度和证券市场制度学习、引进来的，近代中国证券市场的发展从某种意义上讲就是西方证券市场制度的引入与变迁的过程。建立完整的正规制度一直是近代中国华商证券市场发展的主旋律，证券市场既包括新证券的发行市场，也包括旧证券的交易市场；证券交易既包括以政府公债为主的财政证券，也包括企业股票与公司债为主体的产业证券。这些今天看似十分清楚的问题，在近代中国，人们却经历了近一个世纪才逐渐将其认识清楚。

1843年上海开埠后，伴随第一批登陆黄浦滩的西方商人的到来，西方国家发行的有价证券，如外国企业的股票、欧美国家的公债等首次进入上海。19世纪60年代，有了专营有价证券的外商股票公司如英商长利公司(J. P. Biest & Co.)、英商柯希奈·司密斯公司(Cushun-Smith & Co.)及苏利文·勃咨公司(Sullivan-Bases & Co.)等，1891年上海股票公所成立，到1904年改组上海众业公所。1872年，轮船招商局成为近代中国第一家向社会发行股票的股份制企业。此后，随着近代中国资本主义经济的产生与初步发展，相继出现了华商证券交易所的萌芽，如1882年的上海平准股票公司，20世纪初期的“公平易”、“信通公司”等股票经营组织。这些早期经营中外股票等有价证券的各种组织形式的出现，为西方证券交易所制度逐渐传入中国并开始为中国思想界所接受奠定了

实践基础。

中国最早系统提出建立证券交易所倡议的是梁启超,1910年11月2日在《国风报》发表了《敬告国中之谈实业者》一文,明确提出要在中国建立自己的证券市场,并将其组织形式命名为“股份懋迁公司”(即证券交易所)。他认为,中国要振兴实业,就必须大力推广和发展新式企业,“今日欲振兴实业,非先求股份有限公司之成立发达不可”,而股份公司的发达必须有赖于与之相辅助的金融机关——股份懋迁公司与银行,“中国则此种机关全缺也。”因此必须尽快建立,使“股份懋迁公司为转买转卖之枢纽,银行为抵押之尾间”。“凡有价证券,皆以增加资本效力为作用者也。岂惟股票,彼国债、地方债、社债等旨同此作用者也。……我国股份公司,全不能有此作用,是股份公司之特色,失其强半矣。是故人之持有资本者,宁以之自营小企业,或贷之于人以取息,而不甚乐以之附公司之股。此亦股份公司不能发达之一大原因也。”<sup>[20]267-271</sup>

可见,梁启超已充分认识到建立证券市场与振兴实业、发展中国产业经济有着十分重要的作用,深刻揭示了影响中国实业的根本原因之一就是股份制经济的不发达,还要指出的是梁启超理解的证券是全面的,既包括股票、公司债等产业证券,也包括国债、地方公债、社债等财政性证券,不过,他所特别强调需要建立的证券市场主要还是产业证券市场,他所倡议的股份懋迁公司是一个完整的证券交易所,既是证券发行的一级市场,更是证券交易的二级市场。梁启超的证券市场建设思想应该说是晚清以来股份制经济与证券市场发展的一个全面总结,他所提出的建立股份懋迁公司的构想,为此后中国第一部《证券交易法》的颁布奠定了坚实的思想基础。

进入民国后,随着民族资本主义的进一步发展,股份制企业的逐渐增多,有关建立证券交易所的问题再次引起社会各方关注。应当说,北洋政府对创设证券交易所问题之回应是积极的。1913年,农商总长刘揆一召集全国工商巨子集会北京,讨论设立交易所的必要性,议决可于通商大埠酌量分设,以为倡导。1914年,财政部发出倡议,建立官商合办交易所<sup>[21]86</sup>。同年,在著名实业家、时任北洋政府农商总长的张謇的积极推动下,农商部颁布《证券交易法》,次年又公布施行细则及附属规则,这是近代中国第一个关于证券交易的法规,为证券交易所的建立提供了法律依据,并规定不允许外国人插手其间。之后,根据这个法令,诞生了中

国第一批证券交易所:北京证券交易所(1918年),上海证券物品交易所(1920年7月)、上海华商证券交易所(1920年5月建立,1921年1月正式营业),标志着中国近代华商证券市场进入交易所时代。到30年代,除北京、上海外,在汉口、重庆、宁波、青岛等地也相继建立了一批地方性的证券交易所。随着全国各地证券交易所的陆续建立与发展,国民政府工商部于1929年颁行《交易所法》及其施行细则和1935年实业部颁行《修正交易所法》、《交易所交易税条例》,对旧有的证券立法体制中的缺陷进行了补充和完善,但这些法规仅仅针对的是证券二级市场——证券交易所,对于新证券的发行并没有专门的法规。

虽然有了证券交易所,但工商企业的发展并未因此而得到有力支持。究其原因,主要有以下三个方面。一是以上海为首的证券交易所在经历了1921—1922年的“信交风潮”的沉重打击后,股票交易逐渐退出市场,取而代之的是政府公债成了各地证券市场的交易主体。在晚清,政府虽曾举借过几次内债——1894年息借商款、1898年“昭信股票”与1911年“爱国”公债等,然这些公债并未进入市场发行,更谈不上交易。上海华商证券市场交易的是单一企业股票,直到民国后,随着南京临时政府军需公债的发行及民国元年、三年、四年公债的陆续问世,1913—1914年前后始出现政府公债的交易,并与企业股票共同成为证券市场的交易品种。20年代初,上海一地风起云涌般出现了140多家交易所与信托公司,它们无论经营何种物品,均毫无例外经营本所股票的买卖,致使股票信誉大受影响。风潮后,虽然一些大公司如商务印书馆、招商局、中国银行等的股票仍在证券交易所内挂牌,但实际成交很少。证券交易所为维持生存,逐渐把政府发行的公债作为交易的主要对象,如上海华商证券交易所即宣告暂停股票期货买卖,交易品种以政府公债为主。而北京证券交易所建立的本身就是为适应政府的财政需要,自然也以政府公债为交易主体。到抗战爆发前,无论是上海、北京还是30年代各地建立的证券交易所,均以中央及地方政府公债为主,股票的成交极为稀少,常有行无市,交易往往发生在公司决算后,开股东会分红派息前。

二是无论是北洋还是南京政府都将证券交易所定位为政府发行公债的辅助市场。北洋时期的财政捉襟见肘,完全靠借债度日,1912—1926年间,政府以“公债票”形式发行的内债达28种之多,

发行总额为 84 518 万元,实发 61 807 万元,还不包括名目繁多的国库券和银行短期借款<sup>[22]37</sup>。1927 年南京国民政府建立后,发行政府债券成了挽救财政困难的主要途径,1927—1937 年,除 1932 年因整理内债,未发公债外,其余每年都有公债发行,共发行约 25 亿元,1932 年整理前发行 10 亿多元,整理后发行约 15 亿元。可见,十年间政府发行的公债与库券数量惊人,是北洋政府发行内债总和的 4 倍多。这些内债的发行无不依赖于当时各地存在的证券交易所,北京证券交易所与上海华商证券交易所的公债买卖更是呈现出一番蓬勃景象,公债交易占 98% 的绝对优势,其功用仅限于财政盈虚的调剂,证券市场成了名副其实的政府“财政市场”。民族资产阶级曾向政府建言,要求“建立产业证券市场,使工业能借股票之发行吸收社会游资,以辟自力更生之资金来源。一面并请政府另拨美金借款一部分作为股票发行之保证,以坚社会之信仰。或由政府发行产业投资信托证券,在证券市场出售,由政府与工业界之合力,求其推行尽利;即以所获得之资金,供工业上周转之用”<sup>[23]238</sup>。但这些都未引起政府重视,因为此时的政府仅将证券市场作为其发行公债的辅助市场。

三是银行资金流向极不合理,致使产业发展所需贷款严重匮乏。抗战前,由于产业证券市场并未发展起来,也没有工业投资机构,工业所需资金一般向银钱业融通。然而,中国的银行业却将承销政府公债作为解决银行多余资金的重要出路,这样可以获得高息、回扣和丰厚的手续费、汇水等收入,政府将公债券打五六折向银行抵押垫款,再由银行承销。银行承销公债所得利息,连同折扣、手续费、汇水等利益,在北洋时期平均达到 3 分左右,在国民政府时期平均约合 1 分 5 厘以上<sup>[24]136</sup>。1921—1932 年,在中国银行业投资放款总额中,公债券至少占 10% 以上。1932 年,国内 27 家银行投资公债的票面总额为 3.4 亿元以上,占该年年底公债发行总额 8.1 亿元的 40%<sup>[25]73</sup>,年末,中国银行业所保有的债票总计约 4.18 亿余元,占政府所发行的 35 种债券总额 8.6 亿元的近一半<sup>[26]72-73</sup>。

可见,在长时期里,国人对于证券市场功能的认识是很不够的,直到抗战时期,随着大后方产业发展及其对资本的迫切需要,人们的投资观念开始有了明显变化,尽管后方证券市场最终未能建立,但围绕建立后方证券市场的讨论,却产生了一系列重要的意义和影响。

首先,提高了对证券市场重要作用的认识,深

化了人们对证券市场制度的认识。“证券市场之机构,就广义言,实含有二个重要部门,一为发行机构,二为流通机构。前者如投资公司、证券商号之类是;其目的,在扶助企业公司发行股票债券及其他长期有价证券。……后者如证券交易所之类是;其目的,在使发行机构便于推销其所经募承受之有价证券,同时使投资者能将其投资手段,随时转变成现款,因而乐于为证券之购置。以上二种机构,有一残缺,则证券市场不能认为完备。”<sup>[3]124</sup>

其次,推动了整个投资理念的进步。一是拓宽了投资视野,证券投资不但可以把人们的长期储蓄以购进证券的方式流入产业界,还可以使人们的短期储蓄变为产业界的长期资金。二是改变了战前证券市场主要为政府财政服务的观念。抗战胜利后,人们在总结战时中国经济得失时,有观察家指出:“中国战时的工业未能在资本市场的情形下配合发展,所以不能供给工业设施必需的资金,不能引导游资与储蓄入于生产与工业部门,在繁荣的时期,工业能直接吸收一部分有心工业的存户的储蓄,但等到商业贷款的利率比工业贷款的利率高时,这种资金的来源便告中断,资金的来源中断,工业即刻遭遇危机,我国经济上的多数困厄实都由于未能开辟国内资本市场而致。”<sup>[18]10-11</sup>

总之,通过战时对于后方证券市场是否应该建立,怎样建立等一系列问题的讨论,使人们认识到证券交易所的成立,不能代表证券市场的全部完成,建立证券市场就应该建立整套的制度,包括代理证券机构、信托机构及承销分销机关等设施。使人们进一步清楚地知道证券市场的功能,认识到了证券市场与产业发展之间的真正关系。最重要的是这场大讨论,促使人们更加注意发挥证券市场的融资职能,希望在中国真正建立一个推进产业发展的资本市场,明确了战后中国证券市场的发展方向,为战后证券市场的发展奠定了基础。

参考文献:

- [1] 中国第二历史档案馆. 中华民国史档案资料汇编[M]. 第五辑第二编(五),南京:江苏古籍出版社,1997.
- [2] 证券市场近讯——渝证券交易所增资[J]. 四川经济月刊(第 9 卷)1938,4(4).
- [3] 邹宗伊. 证券市场[J]. 金融知识(第 2 卷),1943,3(2).
- [4] 邹宗伊. 当前之内地证券市场建立问题[J]. 经济汇报(第 4 卷),1941-07-16(2).
- [5] 詹显哲. 后方开办证券物品交易所问题[J]. 金融知识(第 1 卷),1942,7(4).
- [6] 朱倜. 重建后方证券及物品交易所问题[J]. 金融知识(第 1 卷),1942,5(3).
- [7] 丁道谦. 西南证券市场之我见[J]. 新经济(第 6 卷),1941-



- 11-01(3).
- [8] 谢敏道. 论资本市场之设立及其运用[J]. 金融知识(第1卷),1942,7(4).
- [9] 杨博如. 由后方产业资金的艰困申论建立证券市场问题[J]. 金融知识(第1卷),1942,9(5).
- [10] 章乃器. 对于工业资金问题之管见[J]. 金融知识(第1卷),1942,5(3).
- [11] 吴承明. 产业资金问题之检讨[J]. 金融知识(第2卷),1943,9(5).
- [12] 中外财政金融消息汇报·筹备证券票据市场[J]. 财政评论(第11卷),1944,1(1).
- [13] 宋则行. 战后我国资本市场的建立问题[J]. 金融季刊(第1卷),1944-10-01(1).
- [14] 沈经农. 现阶段的中国工业[J]. 贵州企业季刊(第1卷),1942-10(1).
- [15] 二十九年度四川省经济建设概况[J]. 经济汇报(第4卷),1941-10-16(8).
- [16] 石年. 当前工业资金问题展望[J]. 贵州企业季刊(第1卷),1942-10(1).
- [17] 陈真. 中国近代工业史资料[M]. 第四辑,北京:生活·读书·新知三联书店,1961.
- [18] 罗炯林译. 中国工业发展的过去现在与将来[J]. 金融汇报(工商专号),1946-05-29(8).
- [19] 吴大业. 当前产业资金问题及其解决[J]. 金融知识(第2卷),1943-05(3).
- [20] 上海市档案馆. 旧上海的证券交易所[M]. 上海:上海古籍出版社,1992.
- [21] 金融史编委会. 旧中国交易所股票金融市场资料汇编(上)[M]. 书目文献出版社,1995.
- [22] 潘国琪. 国民政府1917—1949年的国内公债研究[M]. 北京:经济科学出版社,2003.
- [23] 陈真,姚洛. 中国近代工业史资料(第一辑)[M]. 北京:生活·读书·新知三联书店,1957.
- [24] 吴承明. 中国民族资本的特点[J]. 经济研究,1956(6).
- [25] 千家驹. 中国的内债[M]. 社会调查所,1933.
- [26] 吴承禧. 中国的银行[M]. 北京:商务印书馆,1934.

责任编辑 张颖超

## The Controversy over Establishing the Securities Market in the Rear Areas During the War of Resistance Against Japan

LIU Zhi-ying

(School of Economics and Trade, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China)

**Abstract:** This article, through the analysis of the discussion about whether the securities market could be established or not and how it would be established in the rear areas, holds the view that due to the various wartime factors, the wish of establishing the securities market in the rear areas in wartime was not realized, but the controversy is of profound significance. The thought of setting up the market of industrial securities is really the theoretical reflection of the development of the industrial economy in the rear areas in wartime, and by means of this debate, people were made to realize the close ties between the securities market and the development of the industrial economy. As a result, the controversy promoted the cognitive transition of the Chinese merchants' securities market in China from the market of financial securities dominated by government bonds to the market of industrial securities dominated by enterprise shares and corporate debts, made people clear about the direction of the development of the securities market in postwar China, and laid the foundations for the development of the same market.

**Key words:** the period of the War of resistance against Japan; rear areas; the securities market; the industrial economy; the thought of setting up the securities market