

# 抗战爆发后华商证券交易所沦为政策市的原因及影响

孙建华

(中央财经大学 金融学院 北京 100081)

**摘要:**抗战爆发后,我国政经局势动荡,自由的经济与金融体制为统制经济与金融的体制所取代。关内外各个行政当局出于特定政治目的或政策的需要,在其控制区内或直接对华商证券交易所发号施令或改变其营业环境,以行政手段来左右华商证券交易所的拆分、撤并、设立、停业和复业,致使证交所蜕化为政策性的市场,沦为官方相机抉择的财经政策的工具,丧失了经营上的自主性和稳定性,既不能持续、稳定和有效地为产业融资服务,又不利于证交所自身的平稳发展。其中的教训需引以为戒。

**关键词:**华商; 证券交易所; 政策需要; 政策市; 脆弱性

**中图分类号:** F832.9    **文献标识码:** A    **文章编号:** 2095-0098(2015)01-0020-06

政策市是指行市受官方政策影响较大且主要服务于官方政策目标、功能扭曲的市场,它既不能通过市场机制的自发调节来很好地服务于实体经济,又不能降低自身的脆弱性并维持自身的稳定与发展。

证券交易所是市场经济发展的产物,但因其具有服务财政、引导游资、缓解商品投机和通胀压力等功能,所以也可能成为行政当局赖以实施特定的财政和金融政策的手段与平台。抗战爆发后,我国的华商证券交易所就因为官方政策的影响而沦为了政策性的市场,并因此而增大了自身的脆弱性。

## 一、抗战爆发后华商证券交易所蜕化为政策市的原因

国民政府奠都南京后尤其是1931年“九·一八”事变后,国内政经局势动荡,关内外各行政当局相继实施并加强了经济和金融统制,国内经济与金融体制逐渐从自由经营体制向垄断经营体制过渡,物券的流通日益受到限制,官方对华商证券交易所营业的规制日渐增强。行政当局不仅通过强化对交易所的监理和向交易所注入官股,设立官办或官商合办的交易所来向辖区内的华商证券交易所事业施加影响,而且还推行特殊的政策来影响交易所的营业环境或业务,甚至直接对交易所发号施令来左右后者的营业,使交易所的设立、分拆、合并、停业和复业等均从属于政治或战争的需要。

### (一) 伪满政权币改和统制经济的政策致使东北的华商证券交易所歇业

#### 1. 滨江钱票交易所因伪满政权统一币制政策的冲击而解体

民国初期,日本关东厅陆续在满铁附属地沿线的重要城市如大连(1913年)、开原(1916年)、长春(1916年)、上海(1918年12月)、公主岭(1919年)、铁岭(1919年)、四平街(1919年)、奉天(1919~1923年)、辽阳(1920年)、营口(1920年)、安(丹)东(1920年)、哈尔滨(1922年7月)等地设立了货币、商品及证券取引所<sup>①</sup>,意图控制当地物券与钱钞市场。受其影响,中国政府也允准华商在1920年左右于沈阳、营口、哈尔滨、安达、通辽等其他东北城市开设了同类机构。

<sup>①</sup> 日语中的取引所即是交易所的意思。

收稿日期:2014-11-24

基金项目:国家社科基金重大项目“金融排斥、金融密度差异与信息化普惠金融体系建设研究”(14ZDA44)

作者简介:孙建华(1966-),男,广西百色人,经济学博士,副教授,研究方向为货币金融理论、金融史。

民国初期,哈尔滨因当地流通货币的不统一而自发地形成了一个无组织的货币交易市场。为了规范该市场的运作,吉林当局在1922年4月1日责成滨江道、县吸收官商投资10万元,组成受官府主宰的无限公司组织的滨江货币交易所(又称钱票交易所),主营哈大洋票、金票、吉林官帖、黑龙江官帖、永衡大洋票等钱票的兑换,并兼营证券买卖;其交易方法有定期交易和现钞交易两种,以定期交易为主。该所开业后,业务进展顺利,尤其是1925年前后的业务则更为活跃。为适应业务发展的需要,该所的资本金也在1923年后增至80万元以上。虽然此后该所的成交额下降了,但至1932年的时候仍达到哈大洋2亿元的规模,营业状况尚属正常。

然而在1934年该所的营业环境急剧恶化,因为在该年的12月2日,伪满当局发布币制改革令,在东北强力推行统一使用伪满洲国货币的政策,限期收回原先在东北流通的其它华商货币如哈大洋票等。滨江货币交易所因主营的货币兑换业务被取缔而丧失了存在的市场基础,遂自行解体并由日伪当局指定哈尔滨交易所接管。

## 2. 哈尔滨证券粮食交易所因伪满政府实施统制经济的政策而被取消

第一次世界大战爆发后,东北的食粮和大豆出口受挫,中国粮商被迫另谋销售渠道。1916年,海关监督侯延爽、前清朝议员孟荣升等人在傅家甸发起成立了滨江农产交易信托公司,主要承办大豆、小麦、油饼、布匹、面粉等商品的买卖事宜。

1922年初,日本人小泉、森上等人发起并利诱奉天当局允准日商出资500万元在哈尔滨道里组织取引所,企图操控当地市场。<sup>[1]</sup>感觉生计受到威胁的哈尔滨商民对此群起反对,并于1922年4月1日将滨江农产交易信托公司改组为哈尔滨证券粮食交易所,资金100万元,专营粮食证券(期票)和食粮的交易,力图藉此与哈尔滨取引所竞争。该交易所的经营模式以期货交易为主,现货交易较少。部分有钱人还以闲钱购买粮食期票,利用证券粮食交易所大肆进行买空卖空。1931年后,日伪政权为控制东北的特产品市场和统制经济,强令华商哈尔滨证券粮食交易所改组为中日合办的哈尔滨交易所,由中日双方商人各出资100万元,将资本金增至200万元,营业范围则从原有的特产品扩展至货币。在1934年之前,该所的业务仍在发展。

然而在1934年后哈尔滨证券粮食交易所的营业环境却急剧恶化了。原因是从1934年开始伪满当局在东北实施统一币制和统制经济的政策;1937年全面抗战爆发后,日伪政权又在东北加强经济统制,先后实行农产品与特产品的“配给制”,特别是在1939年10月成立了大量的特产专管会社并取缔了特产物的自由交易;1940年又发布《有偿证券业取缔法》,对“不依取引所买卖有偿证券或为其媒介之营业”的证券业者及证券种类进行规制,由经济部大臣决定可交易证券的种类及证券业者的经营权。<sup>[2]</sup>因此,东北物券流通的市场机制受到越来越多的政策限制,物券交易所的营业大受打击。日商大连(重要物产)取引所、新京(长春)取引所、哈尔滨取引所、安东取引所、满洲取引所的钱钞和物品交易部门纷纷解散,就连大连取引所也在1939年10月31日停办;保留有偿证券交易部门的安东取引所、哈尔滨取引所则被并入满洲取引所,成为后者的分所。而华商物券交易所就更是难逃厄运了,哈尔滨证券粮食交易所的货币与粮食交易业务因官方统制经济政策的影响而陷于停顿,苟延残喘至20世纪30年代中后期也歇业了。

## (二) 国民政府以监管为由强制分拆和撤并部分华商证券交易所

### 1. 上海证券物品交易所被国民政府强令分拆和并入其他交易所

1914年颁布的《证券交易所法》第3条、1921年颁布的《物品交易所条例》第3条和第4条规定,证券与物品交易所应该分设,而且每一地方仅限设立一所。但是1916年后违规设立的物券交易所却不少,1920年7月开业的上海证券物品交易所就是经由北洋政府批设的首家违规兼营物券的交易所。

南京国民政府成立后,为便利公债发行、稳定金融和发展实业,对金融制度建设颇为重视,依法加强了对交易所的规范和监理。1929年颁布的《交易所法》第2条重申,买卖有偿证券,或买卖同种物品之交易所,每一区域以设立一所为限。依交易所法第55条的规定,本法施行时,现存之交易所,如在同一区域内,有同种营业2所以上时,应自本法施行之日起,三年以内合并;又该法同条第二项规定,不依前项规定合并者,统以本法施行后满三年为限,限满解散,不得续展。上海证券物品交易所在1922年初合并全球货币物券交易所后实力增强,成功渡过了信交危机,但在1929年下半年,该所营业又损失了4629.83银元。<sup>[3]</sup>由于上海证券

物品交易所与上海华商证券交易所、上海金业交易所处于同一区域内且经营同种类之证券或标金买卖,加上该所经营期将在 1930 年届满,所以其在 1930~1934 年间被国民政府强令分拆业务,并在后者的限令和再三催促下,<sup>[4]</sup>先是将其花纱布等业务部门分别并入相关的交易所,随后于 1933 年 6 月 1 日和 1934 年 8 月 29 日将其证券部和金业部先后并入上海华商证券交易所和上海金业交易所。换句话说,上海证券物品交易所的寿终正寝主要缘于官方的行政规制而非经营的失败。<sup>[5]</sup>

## 2. 天津商业经济所因不能满足国民政府的改组要求而被迫令解散

20 世纪 30 年代初,天津日、法、英租界内分设有平井洋行、兴裕洋行、永盛洋行三个足金和老头票市场,彼此间相互竞争,常起纠纷。

为统一管理市场,1932 年张墨亭、玄瑞三、范晋北等人发起,由裕津银行、泰丰恒等 50 多家银号、正阳等 7 家金店合力组建天津商业经济所,下辖上述三个市场,并重新定位其业务。规定日租界的平井洋行为一场,专门买卖老头票;英租界的永盛洋行为二场,专门买卖足金;法租界的兴裕洋行为三场,专门买卖证券。该所属于非正规交易所,因为它既非公司制又非会员制,既无资本金又无会员基金,只是规定凡加入该所的每个成员(银号、金店、银行)均需向该所缴纳 2000 元保证金,以备各成员遇有亏损时用以抵补。而 1929 年国民政府颁布的《交易所法》第 5 条规定,交易所视商业情形及买卖物品种类,得用股份有限公司组织或同业会员组织。据此说来,该交易所的组织与运营是违法的。

1935 年,国民政府为应对白银风潮引发的金融危机而实行法币改革并加强金融监管,命令天津商业经济所按照法定的交易所组织形式改组为正规的交易所。而《交易所法》第 10 条规定,非有中华民国国籍之人民或法人,不得为交易所之经纪人或会员。由于会员制交易所不以营利为目的而且交易所不对在本所的交易承担责任,交易责任须由会员自行承担,所以此类交易所对会员的信用有较高的要求。可是在近代国人的心目中,华商的信誉普遍不如外商,而外商依法又不能充任华商证券交易所的经纪人或会员,这使得华商证券交易所缺乏信誉卓著的华籍会员,因而将天津商业经济所改组为会员制交易所有很大的困难。而公司制交易所以营利为目标,华商公司的声誉在国人心目中的形象一向不佳,加上信交风潮期间华商公司制交易所表现恶劣,1935 年又正值金融恐慌、银根收紧的时期,天津商业经济所要募集足够的股本并不容易。该所没有资本金,就无法改组为公司制的交易所。鉴于此,天津商业经济所在国民政府加强对交易所规制的压力下,经其理事会决议后解散,存续时间仅 3 年。

## (三) 全面抗战初期国民政府为维护政府债信而命令证交所停业

1937 年 8 月 13 日淞沪抗战爆发,国民政府为防止公债市价暴跌、政府债信败坏和金融紊乱,遂命令上海华商证券交易所停业,该所遵令停业并拟迁汉口营业,后因战事拖延的影响,一直未能开业。1935 年 10 月重建的重庆证券交易所及 1936 年 1 月重建的汉口证券交易所也因抗战全面爆发和国民政府停业令的影响,分别在 1937 年 8 月和 1938 年初再度停业,营运期不过 2 年。

## (四) 全面抗战期间沦陷区的华商证券交易所被日本取引所强行吞并

1931 年“九一八事变”前后,东北局势日趋紧张。受此影响,日本人在东北的取引所均告停业,而由日本军方在 1920 年 2 月批准设立的青岛取引所却因此活跃起来。到 1932 年,该所交易额竟达到 7.239 亿元,大有垄断青岛商品及货币市场之势。

为抵制日本取引所独占青岛金融市场,青岛市政府暗中支持华商宋雨亭出面,在 1931 年创设青岛物品证券交易所,并于 1934 年 11 月开始营业。由于中方经纪人及其他华商纷纷退出青岛取引所并转入青岛物券交易所,以致物券交易所生意兴隆,而青岛取引所的营业则转趋萧条,日本人利用青岛取引所来垄断青岛市场的图谋因此失算,遂对青岛物品证券交易所心怀嫉恨,必欲去之而后快。

1937 年“八·一三事变”爆发后,青岛物品证券交易所遵照国民政府的停业命令而歇业。1938 年 1 月 10 日,日军重新占领青岛后,借口青岛物券交易所是反日的机关而对其实施没收资产的政策,先是将该所交易大楼占据,毁坏或搬走所有的设备、器具、文件,扣押并没收该所 36 万余元的库存现款及银行存款,致使青岛物券交易所名存实亡;随后日本占领军又通过复业的日本取引所召集滞留在青岛的华商务券交易所理事刘宾廷等人,开了一个两所理事联席会议。日方代表在会上迫令刘宾廷等人同意将青岛物券交易所并入以

安藤荣次郎为首的青岛取引所。这样,青岛物券交易所在实际营业2年9个月后又因为战时政策的干扰而消亡了。

#### (五) 战后初期国民政府为处置敌伪产业而勒令日伪批设的证交所停业

1941年底上海全面沦陷后,日汪政权曾勒令外商上海众业公所停业并取缔上海华商股票的场外交易,以致上海证券黑市交易盛行。1943年,汪伪政府财政与实业两部会鉴于上海为全国实业首要之区,而上海华商证券交易所因“八·一三事变”的影响而停业已有6年,“兹为整证券流通,稳定金融基础起见”,采纳访沪的日本经济顾问团的建议,命令华商证交易所在1943年11月复业。<sup>[6]</sup>而抗战胜利后,国民政府财政部实行清理和没收敌伪产业的政策,以上海华商证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,并于1946年7月改组为华商投资公司,而后以集团姿态加入新成立的上海证交易所。<sup>[7]</sup>这样,复业后的华商证交易所因政局和官方政策调整的影响,仅存续1年9个月就被关闭了。

抗战后期,伪华北政务委员会为引导游资,“发动购买力,集中诱导于适正方向,以期增进”生产,缓解商品投机和通胀压力,<sup>[8]</sup>遂从1944年12月开始筹组华北有价证交易所,资本金为2000万元,并于1945年8月27日正式开业。而在抗战胜利后的1946年4月22日,天津市政府以该所为津市仅有的投机市场,成立于敌伪时期,故依照财政部收复区商业金融机关清理办法,又饬令该所停业并由天津市社会局负责监督该所的停拍和清理事宜。换句话说,华北有价证交易所在存续8个月后就因政权更迭和官方清理敌伪产业政策的冲击而关闭了。

#### (六) 解放战争期间国民政府为配合金圆券改革而命令津沪证交所停业

国民政府在1945年8月勒令上海华商证交易所停业清理之后仅9个月,为引导游资、抑制投机和物价上涨并有效监理证券市场,又在1946年5月批准设立官商合办的上海证交易所。1948年1月5日,国民政府认为华北有价证交易所“停拍后,证交易颇呈紊乱,游资多转向囤积一途,该所复业后,或可导入正轨”,遂批准天津市参议会等机构组建官商合办的天津证交易所。然而时隔不久,国民政府即在1948年8月19日推行金圆券改革。为配合此次改革,避免金圆券投放市场后人民抢购金银、外汇、物券并推高物价水平,动摇新币的币值和信用,财政部又宣布1948年8月20日及21日为银钱业临时休息日,要求全国各地银行钱庄、信托公司、信用合作社及交易所休业。<sup>[9]</sup>这样,上海和天津两地官商合办的证交易所又分别在开业2年和7个月后又受命休业了。

#### (七) 建国初期人民政府为抑制物券投机和推行计划经济而开闭证交所

1949年初天津解放之时,市面上游资充斥。为了给游资一个出路,使其转向生产以免冲击其它市场并抑制证券黑市的投机,天津市军管会和华北财委会于1949年4月26日批准设立了国营的天津证交易所,从事启新洋灰公司、开滦煤矿公司、江南水泥公司等股票的现货交易。该所的证交易曾吸引了10亿多元的社会游资,对稳定金融物价起了一定的作用。

北京和平解放后,人民政府为引导游资投向生产事业、抑制物价上涨和消灭证券黑市,也在1950年1月30日设立了北京证交易所。此外,人民政府内部的部分人士还主张在上海、汉口、广州、重庆、西安等地也设立证交易所和投资公司,发行和买卖证券,建立长期资金市场,藉此为国民经济的恢复和发展积累资金。<sup>[10]</sup>

虽然京津证交易所设立的初衷是好的,也取得了一定的效果;但由于这两家交易所被赋予了政策性的职能并从属于政府权宜性的财经政策的需要,所以其经营也不稳定,存续时间并不长。新中国成立后的三年国民经济恢复时期,我国致力于新民主主义经济建设并向社会主义计划经济过渡,天津市逐渐确立了资金的供给制,这使得天津证交易所丧失了继续存在的市场基础,最终在1952年7月19日被人民政府撤销。而北京证交易所在开业后不久也因通胀的影响而沦为了过度投机和违规交易的证券赌场。1951年末,北京市开始“三反”、“五反”运动,政府强化了对交易所的管理,证券业的投机不法行为例如偷漏税费的场外交易、以行贿等不正当手段窃取国家经济情报并进行内幕交易等活动受到严厉限制,不少经纪人因呆账和资金周转不灵而歇业,交易所的证券业务也随之停顿。1952年2月21日,北京证交易所因其经纪人受到人民政府的全面检查而宣告停业清理。

## 二、抗战爆发后华商证券交易所沦为政策市的负面影响

1931—1952 年间,我国新设或复业的中资证券交易所频繁地停业、复业、再停业,使得证券行市波动剧烈,交易所投资和证券交易的风险加大,证券交易者的行为短期化,证券交易所蜕化为证券投机的赌场并背离了为产业融资服务这个根本宗旨,交易所及其事业在国人心目中的形象严重受损。

此外,各行政当局出于特定政策的需要而命令中资证券交易所停业,并不能真正达到官方取缔投机交易、维护政府债信和金融稳定、顺利实施币制改革等政策目的,相反会将有组织的证券场内交易转变为无组织的证券场外交易或黑市交易,不仅难以控制证券交易风险,而且还会导致证券交易税收的流失。

中资证券交易所的营业、存废与行政当局筹集财政款项、引导游资、抑制通胀、维护公债信用、改革币制、统制经济、打击敌方财经势力等政治或政策目标的关系过于密切,还降低了这些交易所营业的独立性和自主性,排斥了民营企业正常的融资需要,其脆弱性则因为战时政权的更迭、官方权宜性财经政策的调整及清理敌方产业政策的相互实施而被放大,其营业寿命都很短,一般不超过 3 年。这无助于我国有组织的证券市场的建设及民族产业的融资和发展。

## 三、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,有效率或强有效的证券市场对于产业融资和经济发展至关重要。所谓有效率的证券市场就是指达到无套利均衡状态的证券市场。只有市场机制能够充分发挥作用、交易双方能够获得充分的信息并自主做出交易决策的市场,才能形成合理的资产价格,达到或接近无套利机会的市场均衡状态。

目前我国沪深证券交易所还不是强有效的市场,因为沪深证券交易所是政府为适应国企改革脱困的融资需要而效法原会员制的纽约交易所在 1990 年设立的;从设立伊始,两家交易所就具有为国有企业输送资金的政策性职能。起初,政府为满足和平衡各地区各行业国有企业上市融资的需要,同时防止国企私有化,因而对国内证券交易所市场均施加了较多的管控,这从上市公司股权分置及 2000 年以前上市公司 IPO 审批制(对上市资源实行计划控制)的制度安排中可以窥见一斑。虽然现在股权分置改革已完成,在上市公司 IPO 管理上,政府也放弃了由行政计划来配置上市资源的审批制,转而在 2001 年至今实行审核制,着重审核公司上市的资格,而将上市公司 IPO 的成败与规模交由市场来决定;但是在审核制下证监会仍对企业上市资格进行实质性的审核,对企业上市资格有较高的财务指标上的约束,而市场机制在上市公司 IPO 方面的作用仍然受到较大的抑制,以致许多有融资需求的较好的企业不仅仍然被排除在 IPO 的队列之外,而且还在发审委及证监会内部其他部门滋生了寻租和腐败的问题。此外,政府为了让交易所履行其政策性职能,还经常利用其决策行为或政策产生的所谓利好或利空消息来影响交易所的行市,这也是不争的事实。

当前沪深证券交易所采用会员制,其治理结构、财产分配制度和人事制度均存在缺陷,责权利不统一。例如交易所的高管基本上都是由证监会委派或任命的,其中层管理人员的职位难以得到提升,而交易所的会员对本所的经营也没有多少决策权。此外,交易所的薪酬大体是按照行政水平制定的,交易所并不能将其盈余随便用于加薪,其中层管理人员的薪酬难以得到提升。

上述问题使得沪深证券交易所事实上沦为证监会的附属机构,难以通过市场化和自主经营来促进创新、改进服务和提高效率,以致目前两家交易所的佣金水准远高于国际水平,内幕信息搜寻成本高,证券资产定价不合理,存在投机套利等市场失效问题。

以史为鉴,发展我国现实的资本市场,需要适时变革交易所的组织制度,通过公司化和上市来改善沪深证交所的内部治理结构。监管部门应将上市公司 IPO 管理制度从审核制改为注册制,重点监管上市公司信息披露的合规性,惩治信息造假以保护投资者,而将企业上市融资等事宜交由交易所、证券中介机构及投资者来决定;要弱化交易所的政策性职能及其与财政筹款、国企脱困、政治造势、抑制通胀等政策目标的关系;维护证交所相对独立的经营地位,以便交易所能够按照市场经济原则灵活、自主地经营,更好地为产业发展提供融资服务。

## 参考文献:

- [1]佚名. 吉人反对设立取引所[N]. 申报 第17557号,1922-01-05(11).
- [2]满洲国政府. 有价证券业取缔法[EB/OL]. <http://mylib.nlc.gov.cn/web>. 2014-05-16.
- [3]佚名. 上年度各交易所税[N]. 申报 第20604号,1930-08-08(13).
- [4]佚名. 实业部限新交易所月内成立[N]. 申报 第21728号,1933-10-08(12).
- [5]佚名. 实部令促上海两交易所合并[N]. 申报 第21631号,1933-07-03(6).
- [6]投资周刊社. 证券交易所[M]. 重庆: 中国文化服务社,1947:33-59.
- [7]佚名. 原有证交或将改名[N]. 申报 第24581号,1946-07-23(7).
- [8]佚名. 华北将设置证券交易所[N]. 申报 第25401号,1944-12-21(1).
- [9]佚名. 证交休业[N]. 申报 第25328号,1948-08-20(6).
- [10]杭津宣. 揭露刘少奇开放证券交易所的阴谋[N]. 人民日报,1968-12-28(6).

## The Causes and Impacts of Chinese Stock Exchanges Change into the Market Dominated by Policies after the Outbreak of Anti-Japanese War

SUN Jianhua

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

**Abstract:** After the outbreak of anti-Japanese war, the situation of politics and economy was turbulent, the free economic and financial system was replaced by the control economic and financial system. For the needs of a particular political purpose or policy, all administrations of both inside and outside gave orders directly to Chinese stock exchanges or changed the business environments in areas under their control; they split, merge, establish, close down and resume Chinese stock exchanges by administrative means, make Chinese stock exchanges change into the market dominated by policies, make it become the tools of official short-term financial and economic policies. So the stock exchanges lost autonomy and stability of operation, they could not provide financing services for industry continually and stably and effectively, and it is not conducive to the stable development of Chinese stock exchange itself. We must all take warning from it.

**Key words:** Chinese merchant; stock exchange; policy needs; market dominated by policies; vulnerability

(责任编辑: 黎芳)