

中国近代证券市场监管的历史考察^{*}

——基于立法与执法视角

尹振涛

〔摘要〕虽然中国近代证券市场的发展不够成熟与完善,经历了多次金融风潮与危机,但其证券监管制度体系及特点,仍值得我们深入研究,其中的一些经验与教训对于当前金融监管体制的建设也有借鉴意义。本文以中国近代证券市场监管为研究对象,力求从立法和执法两个维度揭示出近代证券市场监管的特点和存在的主要问题。

关键词:近代中国 证券市场 金融监管

JEL 分类号:G18 G28 N25

中国近代证券市场产生于 19 世纪 40 年代五口通商之后,至 1949 年新中国成立,旧中国的证券市场存续了约一个世纪。清末股票、证券交易行为以及专门交易所的出现,标志着我国有价证券和证券市场的诞生;北洋政府时期,随公债、股票发行的增多和《证券交易所法》的颁布,证券市场进入蓬勃发展阶段,但由于监管不力,此时的证券市场发展无序,大起大落;国民党政府统一全国后,颁布了新的《交易所法》,对证券市场进行了调整和整顿,使市场逐渐步入规范有序的发展轨道,但日寇的入侵,打破了近代证券市场的正常发展;抗战初期,证券市场再度兴旺,但处于盲目混乱无人管理的局面,此时的证券市场随局势的动荡而起伏;抗战胜利后,国民党政府重建证券市场,并加以规范,使证券市场获得了一个短暂的鼎盛发展时期,但最终却因经济崩溃而告终^①。在这近百年的历史长河中,中国近代证券市场跌宕起伏,表现出鲜明的特征,其发展进程中积累了丰富的经验和教训值得借鉴。

在中国证券市场发展史研究中,有部分文献涉及到近代证券市场监管问题,并提出了疏于管理、监管不力等特征,但鲜见专题研究和更深入的分析。因此,本文将以近代证券市场监管为对象,从立法和执法两个维度分析和提炼这段历史时期证券市场监管的特点及其存在的主要问题。

一、近代证券市场的法律制度

(一)基础法律制度

股票发行的基础是股份及股份制的出现,因此,证券市场的基础法律制度需要股份制度的相关规定予以支持。19 世纪晚期,近代中国虽已有股份公司的设立和股票发行,但依据的仅是“国际约章,立案合同,试办的奏咨和批准的章程”^②,并没有统一的国家层面制定的法规可以遵循。1904 年 3 月 1 日,清政府颁布《公司律》,规定公司欲发行股票必须呈报商部注册“方能刊发股票,违者股票作废”,同时还要求“每股银数至少以五圆为限,惟可分期缴纳”,“股份银数必须划一,不得参

^{*} 尹振涛,中国社会科学院金融研究所,副研究员,经济学博士。

^① 郑仁木:《民国时期证券业的历史考察》,《史学月刊》,1998 年第 3 期,第 98-104 页。

^② 王效文:《公司法》(实用法律丛书),商务印书馆,1936 年版。

差”。该法对公司招股信息披露也做了一定的规定,“如须招股,必先刊发知单,并登报布告众人”。清末《公司律》可谓中国历史上第一部涉及证券内容的法律制度,具有开创性的历史意义^①。晚清《公司律》对股票发行的规定非常简略,对证券交易行为根本没有涉及,无法满足实际需要。中国商会一直致力于该法的充实、补充与修订,于1909年提交《商律草案》呈请农工商部审议,之后因清政府的灭亡而流产。1914年北洋政府将商会呈交的《商律草案》略加修改,颁布了《公司条例》。与清末《公司律》相比,《公司条例》对股票的发行有了更加详细的规定,同时增加了很多新的规定。例如,首次指出股份有限公司发行股票可平价或溢价,但“不得较少于票面银数,第一次当缴之股银,不得少于票面银的四分之一”;首次规定了公司可依照章程发行优先股、记名股或无记名股,并可在规定要求下自由转让^②。南京国民政府建立伊始,便积极开始着手对北洋政府时期制定的法规进行重订和修正。1929年12月26日,南京国民政府颁布《公司法》,其中股份有限公司一章最为详细,共分十节,在股票发行与上市交易方面的规定较之以往更加充实^③。1946年南京国民政府又重新修订《公司法》,共三百六十一条,各项规定亦渐趋合理和详细。除《公司法》以外,南京国民政府在1935年颁布施行的《刑法》中还新增第十三章“伪造有价证券罪”,对伪造有价证券和破坏经济秩序等证券违法行为予以严惩。

(二) 证券交易所专门立法

虽然有了《公司条例》,但近代证券市场还未构成监督与管理的整体性或专门性立法。同时,受到1883年和1910年证券市场投机风潮的接连打击,社会各界对成立正式的证券交易所和订立证券市场专门法的呼声越来越高。1914年12月29日,北洋政府正式颁布《证券交易所法》,共八章二十五条,对证券交易所的准入要求、成立程序、组织结构、业务范围及监督管理进行了说明^④。1915年5月5日,北洋政府进一步颁布了《证券交易所法施行细则》和《证券交易所法附属规则》。其中《施行细则》共计二十六条,对建立证券交易所的具体条件、必备手续、申请程序以及经纪人申请程序均做出了规定。《附属规则》则包含十三条规定,对证券交易所的股本、营业保证金、经手费、经纪人保证金以及买卖方法等具体问题进行了规定^⑤。

南京国民政府建立之初,废除了旧政府的全部立法,在新法未颁之前,证券交易所事实上处于无法可依的境地。于是1927年11月22日,南京国民政府财政部颁布了《交易所暂行办法》,以此作为正式法规出台前的过渡性替代条例^⑥。直到1929年10月3日,国民政府才颁布了新修订的《交易所法》,随后工商部也于1930年3月1日修订《交易所法施行细则》,并与《交易所法》同日施行。具体来看,1929年《交易所法》共计八章五十八条,分为设立、组织、经纪人及会员、职员、买卖、监督、罚则和附则。该法较北洋政府《证券交易所法》共增加了二十三条,增加或更改的内容主要有:(1)规定同一物品在同一地区只能设立一所交易所,如果同一地区有两个或两个以上经营同类物品的交易所,应自该法施行起三年内合并。根据该条款之规定,1933年6月1日起,上海证券物

① 王志华:《中国近代证券法》,北京大学出版社,2005年版,第51、52页。

② 《政府公报》,第606号①,1914年1月14日,转引自上海市档案馆编:《旧中国的股份制(1868年~1949年)》,中国档案出版社,1996年版,第113-145页。

③ 上海市档案馆编:《旧中国的股份制(1868年~1949年)》,中国档案出版社,1996年版,第290-295页。

④ 《东方杂志》,第12卷,第2号,1915年2月1日,转引自上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,上海古籍出版社,1992年版,第274-281页。

⑤ 《东方杂志》,第12卷,第7号,1915年7月10日,转引自上海市档案馆编:《旧中国的股份制(1868年~1949年)》,中国档案出版社,1996年版,第149-154页。

⑥ 国民政府财政部档案,档案号三②787,转引自财政部财政科学研究所、中国第二历史档案馆编:《国民政府财政金融税收档案史料(1927~1937)》,中国财政经济出版社,1997年版,第711、712页。

品交易所被并入上海华商证券交易所,从而实现了上海华商证券市场的统一^①。(2)北洋政府颁布的《交易所法》规定交易所必须采用股份公司组织形式,而新《交易所法》则规定交易所可根据地方商业发展情况和买卖物品的种类,自行选择股份公司或同业会员两种形式。其修改的主要原因是,“考欧美先进各国,其交易所本有股份有限公司组织及会员组织二种”^②。(3)对交易所经营、经纪人资格以及监督处罚做出了新的规定^③。1929年《交易所法》的很多修正主要都是根据实际操作过程中存在的具体问题而提出的解决办法,充分体现了立法的适用性。

1935年4月27日,为遏制证券市场长期存在的内幕交易和政府官员操纵市场的行为,南京国民政府实业部颁布《修正交易所法》,共八章六十一条。与1929年《交易所法》相比,1935年《修正交易所法》新增和修改各3项条款,更加强调对证券市场违法行为进行处罚,加大了对市场操纵和内幕交易等违法行为的打击力度,其修正的主要目的就是“取缔公务员为买空卖空之投机交易,使经纪人不得接受公务人员之委托”^④。

(三) 配套法律制度的完善

1921年3月10日,北洋政府颁布了《证券交易所课税条例》共计四条,规定证券交易所每次结账后,应就纯利中提取3%作为交易所税,所缴纳的交易所税由实业厅征解农商部核明后转报财政部国库列收,未设实业厅的地方则由农商部委托相当官署征解^⑤。1928年11月2日,以北洋政府《交易所课税条例》为蓝本,南京国民政府财政部颁布实施《修正交易所税条例》,首次采用“八级”累进税制^⑥。但在上海交易所联合会的强烈要求下,最终确定的税率有所减少。北洋政府时期的证券交易税只针对交易所征税,并未对证券交易双方征税,但随着证券交易市场的活跃,南京政府认为有必要对交易双方进行征税以增加财政收入。据此《交易所交易税条例》于1935年5月6日颁布,对征收对象、征税机关、征收办法和流程以及惩罚措施进行了详细的说明^⑦。抗战结束后,国民政府又对《交易所交易税条例》进行修订,并于1946年9月21日颁布《证券交易税条例》^⑧。1948年3月23日,国民政府重新颁布《交易所税条例》,恢复了自抗战以来停征的交易所税,规定交易所税应就交易所总收益额按百分之六计征,按月报交,交易所于每月初五日内将上月之交易实况及总收益报请当地主管征收机关核定税额,并于接到缴款通知书后三日内将税款呈缴当地国库^⑨。

二、近代证券市场的监管框架

(一) 监管机构的演变

1914年北洋政府颁布的《证券交易所法》规定,农商部除负责行使对交易所的登记、审核外,

① 具体合并改组办法为:1933年4月11日,理事会签订合同规定两所于6月1日正式合并。上海证券物品交易所的证券部于5月31日停止营业,同时对上海华商证券交易所进行改组,合并后由证券物品交易所出资20万元,加上华商证券交易所原有的100万元,总资本增加到120万元,共分6万股,每股票面价格为国币20元,经纪人名额由原来的55人,再增加25人,共计80人。详见《华商与物品两交易所定期合并》,《中央银行月报》,第2卷,第6、7号,1933年7月。

② 文红宇主编:《中国期货交易法律知识全书》,法律出版社,1994年版,第995页。

③ 上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,上海古籍出版社,1992年版,第294-300页。

④ 《制止公务员投机》,《钱业月报》,第15卷,第5号,1935年5月。

⑤ 《东方杂志》,第18卷,第6号,1921年3月25日,转引自上海市档案馆编:《旧中国的股份制(1868年—1949年)》,中国档案出版社,1996年版,第154、155页。

⑥ 《国民政府核准备案之修正交易所税条例》,1928年11月2日,中国第二历史档案馆馆藏档案。

⑦ 上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,上海古籍出版社,1992年版,第338页。

⑧ 《证券交易税条例》,《证券市场》,第1卷,第1期,1946年11月15日。

⑨ 《上海华商证券交易所致上海市银行业同业公会函及呈财政部文》,上海市档案馆馆藏档案,档案号S173-1-321。

对证券交易市场拥有监督管理权。但是,北洋政府除了对证券交易所的设立进行过审批外,基本上未对证券交易市场的其它方面进行过管理。因此,从总体上说,北洋政府对证券交易市场的管理是很松散的、缺位的。1926年9月9日,北洋政府农商部颁布《交易所监理官条例》,该条例要求在各地区设交易所监理官,统一负责稽核各交易所账目、征收交易所税及其它监督事项^①。同年9月15日,农商部任命谢铭勋为上海地区交易所监理官,任命沈宪为总务科长,唐世仁为会计科长,谢华为审计科长,并派委员五人分驻各所,即金业交易所的翁振青、华商纱布交易所的黄韞甫,证券物品交易所的沈井忻,面粉交易所的华驾千和杂粮油豆饼交易所的王志贤^②。《交易所监理官条例》的订立,从制度上明确了政府对证券市场监管的地位,并就监管机构与方法进行了明确的阐述,标志着近代中央政府对证券市场监管制度和体系的基本确立。但该条例由于遭到了各交易所的联合抵制,实际并未起到监管作用。该条例实行不久,北洋政府便被推翻,但其监管理念和主要的监管体系均被日后的法律法规所吸收。

南京政府建立之初,撤销了原先设立的交易所监理官制度,将证券市场的监管权划归给了新成立的金融监理局,具体负责审核交易所的各项业务、负责征收交易所特税,并有停止交易所营业或使其解散的权利^③。1928年8月31日,国民政府金融监理局奉财政部之令改为泉币司后,原管事务都移交给了泉币司办理^④。1929年8月,国民政府财政部、工商部协商决定,证券交易所监管权全部移交工商部管理。之后,因工商部与农商部合并为实业部,证券市场管辖权自然划归新成立的实业部。1931年4月,国民政府又决定重新恢复交易所监理官制度,在上海设立交易所监理员办公处,由财政部与实业部各派交易所监理员1人。规定监理员可随时检查交易所、经纪人的交易状况及有关簿据文件资料等,每月将详细情况汇报财政、实业两部^⑤。1937年10月,国民政府经济部成立之后,其证券监管权又被改属经济部,证券交易所的注册登记和监督检查事项统由经济部主管^⑥。

1943年9月,汪伪政府仍然沿袭旧制,由伪财政部钱币司与实业部商业司共同建立交易所监理委员会,具体负责证券市场的监管工作^⑦。1944年9月,经汪伪政府行政院核准,证券交易所监管权由财政部、实业部共同管理划归财政部钱币司专管,并增设专科负责管理^⑧。战后,当上海证券交易所筹备复业时,财政、经济两部决定恢复证券交易所监理员制度。1946年10月1日,财政部、经济部在上海设立交易所监理员办公处,委派王鳌堂、吴宗焄为上海证券交易所监理员^⑨。

(二) 监督管理制度

南京国民政府成立后,立即着手对旧政权时期的交易所与经纪人进行接收管理,于1929年1月26日颁布了《验换交易所及经纪人执照章程》,规定已有交易所和股票经纪人需在两个月内重新到工商部查验资格,换取新牌照^⑩。1929年12月1日,南京国民政府颁布了《设立股份有限公司招股暂行办法》,对股份有限公司的招股程序与过程进行了规定,并要求地方主管官厅派员莅临创

① 《交易所监理官条例》,《银行周报》,第10卷,第36号,1926年9月21日。

② 《交易所监理官正式就职》,《银行周报》,第10卷,第38号,1926年10月5日。

③ 国民政府财政部档案,档案号三②/4787,转引自财政部财政科学研究所、中国第二历史档案馆编:《国民政府财政金融税收档案史料(1927~1937)》,中国财政经济出版社,1997年版,第712~717页。

④ 《金融监理局改为泉币司之函知》,《钱业月报》,第8卷,第8号,1928年9月。

⑤ 《上海交易所监理员办公处人员任免》,中国第二历史档案馆馆藏档案,档案号三①/2150。

⑥ 经济部编:《经济法规范汇编》,第五集,经济部刊物,1942年版。

⑦ 杨德惠:《上海的华股市场(下)》,《商业月报》,第2卷,第2号,1946年6月。

⑧ 《财政部钱币司可添设第四科办理保险公司及证券交易所监督,请追加经费及支付概算书》,中国第二历史档案馆馆藏档案,档案号2003-3563。

⑨ 《财政部、经济部等关于派任本所监理员的函件》,上海档案馆馆藏档案,档案号Q327-1-48。

⑩ 《工商部制定之验换交易所及经纪人执照章程》,中国第二历史档案馆馆藏档案,档案号三①/2717。

立大会,并全程监管创立过程^①。1931年7月,国民政府为强化对证券交易所的监管,授权财政部设立交易所监理员,并颁布实施《交易所监理员暂行规程》,共十二条,其主要内容为:(1)凡设有交易所地方,要设置交易所监理员,由实业、财政两部委派,并直接对两部部长负责,依照相关法规,执行对交易所的监督事项。监理员可聘用办事员作为检察员,其名额须由实业、财政两部确定,检察员受监理员领导,其行为对监理员负责。监理员俸薪及办公经费,由实业、财政两部确定。(2)规定交易所监理员可随时检查交易所及经纪人关于营业一切簿据文件,必要时可令交易所及经纪人编制营业概况及各种表册。检察员如发觉交易所及经纪人有虚伪及违法等情事,应即据实报告监理员核办,其重要者应书面呈报。认为有纠正或取缔必要时,应随时向监理员建议,由监理员随时据实呈报实业、财政两部核办。(3)监理员、检察员均不得参加交易所买卖,所有职员对于本处一切事物,应严守秘密,不得泄漏,违者以渎职论^②。由上述内容可见,南京政府时期的交易所监理员制度主要负责了解交易所的情况,防止、杜绝违法行为,但其权力却十分有限,仅是中央政策的具体执行者,并没有决策权,遇事必须上报财政、实业两部,监理员自己根本没有任何处罚权^③。

太平洋战事发生后,随着新兴股票公司的迅速发展,华商证券市场风起云涌,伪实业部进而出台了《取缔买卖华商股票暂行规则》,严厉整治证券市场的混乱局面^④。同时,为了配合该条例的实施,伪上海特别市社会局还特别拟定《取缔上海股票业商买卖华商股票暂行规则施行细则》^⑤。1943年9月汪伪政府实业部与财政部共同制定《上海交易所监理委员会组织规则》,共十七条,主要内容有:(1)上海交易所监管委员会的权力是承实业、财政两部之命,依法执行交易所一切监督检查事宜。(2)凡各种有价证券,非经监委会之核准,不得登场。(3)监委会得随时监察交易所及经纪人的一切营业,凡有违反法令之行为,据实呈报实业、财政两部核办。(4)监委会认为必要时得令交易所及经纪人编制营业概况及各种表册。(5)交易所职员或经纪人对于监委会之命令或查询,有不服从或故意延宕者,监委会可依法严予处分,呈报实业、财政两部备案。(6)监委会每月编造工作报告于次月10日以前呈报实业、财政两部查核^⑥。同时,汪伪政府实业部还颁布了《上海华商证券交易所经纪人登记规则》^⑦和《修正交易所上市股票审查原则》。1943年11月7日,汪伪政府根据国民政府《交易所监理员暂行规程》,颁布了《修正交易所监理员规则》,共计十二条,规定了监理员的主要职责:(1)监理员得随时检查交易所及经纪人关于营业一切簿据文件。(2)监理员得随时监察交易所及经纪人关于营业一切行为。(3)监理员认为必要时,得令交易所及经纪人编制营业概况及各种表册。(4)监理人如发现交易所及经纪人关于营业之簿据文件及关于营业一切行为有虚伪及违法等情事,应即据实呈报实业财政两部核办。(5)监理员对于交易所一切事项认为有应行纠正或取缔之必要时应随时呈请实业财政两部核办。(6)监理员每月须将交易所之营业情形、市场概况及各种关系表册书类于次月十日以前呈报实业财政两部查核。(7)监理员须将每月工作情形编成报告于次月十日以前呈报实业财政两部查核。(8)监理员不得参加交易所买卖,违者以渎职论^⑧。

抗日战争结束后,国民政府对《交易所监理员暂行规程》进行了修正,于1946年9月4日重新

① 工商部编:《工商法规汇编》,1930年版,转引自上海市档案馆编:《旧中国的股份制(1868年—1949年)》,中国档案出版社,1996年版,第309、310页。

② 《交易所监理员暂行规程》,1931年7月16日,转引自中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》,第五辑,第一编,财政经济(四),江苏古籍出版社,1994年版,第727、728页。

③ 刘志英:《近代上海华商证券市场研究》,学林出版社,2004年版,第100页。

④ 杨德惠:《上海的华股市场(下)》,《商业月报》,第22卷,第2号,1946年6月。

⑤ 《取缔上海股票业买卖华商公司股票暂行规则及其修正卷》,中国第二历史档案馆馆藏档案,档案号2012-2167。

⑥ 《交易所监理官暂行规程暨监理委员会组织规则》,上海市档案馆馆藏档案,档案号R1-14-448。

⑦ 《行政院关于上海华商证券交易所经纪人登记规则卷》,中国第二历史档案馆馆藏档案,档案号2003-3715。

⑧ 蔡鸿源主编:《民国法规集成》,第97册,黄山书社,1999年版,第209页。

颁布《修正交易所监理员暂行规程》，该规定将交易所监理员的派遣与管辖权由战前的财政部与实业部改为战后的财政部与经济部，而其余内容基本保持一致。1947年3月21日，南京政府财政、经济两部鉴于当时上海证券市场股价狂涨，投机活动愈演愈烈的情况，制定了《防止证券投机操纵办法》。该办法的内容包括：递延交割期限酌予缩短至5天或4天；股价升降限度由15%酌予缩小到12%或10%；巨额交易柜暂缓营业；增加经纪人买卖双方本证据金；防止经纪人做过度之买卖；严厉取缔场外对敲黑市交易等^①。应该说，这些办法具有较强的针对性，对遏制证券交易市场的股票投机活动是能够起到一定作用的。但上海证券交易所接到这一通知后，竟认为无实施必要，应暂缓施行，派理事长杜月笙、代总经理王志莘赴南京游说，结果南京政府财政、经济部收回成命，这一办法没有得到最终的实施^②。

(三) 监管理论与思想

除了具体的证券监管实践外，当时的一些有识之士已经对证券市场的管理有了比较全面和深入的认识。针对证券市场监管的合法性，康有为肯定了政府对证券市场监管的合法权利，在证券市场存在大量投机、证券市场无序发展情况下，可以利用国家权力对证券市场进行调控^③，而这一建议的核心理念——“国家干预证券市场”——一直贯穿整个近代中国。王恩良则认为，要使交易所为投资者和融资者提供一个良好的投融资环境，政府必须担负起证券市场监管的职责，并提出了类似于现代意义上的“有效干预原则”——“唯监督之政策，有取干涉主义者（如德日诸国）；有取放任主义者（如英美各国），但实际上未尝有极端干涉与极端放任者。一言以蔽之，应干涉处不能不干涉，不应干涉处即不得过分干涉，斯可矣”^④。在探讨如何有效管理证券市场的观点中，杨荫溥认为对证券交易所进行有效的监管“要当视社会之情状，而定其实施之程度。刚柔互用，宽猛相济，原不可执一而论也”。他还强调在“经济组织尚未十分完全，商业知识，及道德，尚未十分发达之国，则交易所事业，往往不循正规，弊害百出，故国家所采对待方针，亦遂不得不取干涉主义”^⑤。针对政府监管的侧重点，陈善政认为政府除了对证券市场进行监管外，还应对证券市场在必要之时予以扶持和指导，即“政府对证券资本市场有正确的政策，予以必要的扶助、指导与监督”^⑥。伍启元则认为，政府对证券市场的监管不仅仅在于交易所，而且还应注意上市企业自身的信用问题，因为对于一个信用不佳的上市企业，国家必须采取强有力的措施，使其确保自己的信用^⑦。他的这个主张从理论上讲是可行的，但脱离社会现实，因为当时在证券交易所上市的企业大多是官办企业和官商合办企业，政府倘若对证券市场进行监管，政府既是监管者又是被监管者，这样政府也就不可能对证券市场进行真正有效的监管。

三、近代证券市场的立法特点

(一) 制度具有外部移植性

中国近代证券立法大量借鉴了外国的立法经验，其中借鉴日本法律最为常见。近代日本法律

① 《财经两部防止证券投机操纵办法》，《申报》，1947年3月24日。

② 《本所大事记》，《证券市场》，第2卷，第8、9期合刊，1947年9月15日。

③ 康有为：《康南海文集》，第三卷，《理财救国论》，载于沈云龙编：《近代中国史料丛刊》，第一编，文海出版社，1966年版。

④ 王恩良等编：《交易所大全》，交易所员暑期养成所，1921年版，第16页，载于《民国丛书》编辑委员会编：《民国丛书》，第二编，（41），上海书店，1990年版。

⑤ 杨荫溥编：《中国交易所论》，商务印书馆，1932年版，第18-21页，载于《民国丛书》编辑委员会编：《民国丛书》，第二编，（41），上海书店，1990年版。

⑥ 陈善政：《我国证券市场之发展史》，载于上海市档案馆编：《旧上海的证券交易所》，上海古籍出版社，1992年版，第392页。

⑦ 伍启元：《中国工业建设之资本与人材问题》，商务印书馆，1946年版，第20页。

制度,多取法于欧洲大陆法系,屡经制定颁布修订,渐趋完备。中国近代欲寻求自强之路,立法建制,日本是最好的效法对象。因此,将日本法对照中国国情,稍加修改引入中国,是有其历史与现实依据的。例如,由于1904年清政府颁布施行的《公司律》过于简陋,不能适应实际需要,所以修订法律馆特聘日本法学家志田钾太郎会同起草商律,参照日本商法,于1909年编纂完成《商总则》、《商行为》两篇和《公司法草案》单行本^①。而1914年北洋政府公布的《证券交易所法》则是以日本明治二十六年《取引所法》为蓝本,很多条款完全相同。如同一区域买卖证券或同种类物品交易所(包括证券与物品交易所)以设立一所为限;交易所营业期限为十年,期满得视当地商业情形续展;交易所经纪人资格、取得程序及其消极限制条件等,与日本《取引所法》规定基本相同^②。当然,中国1914年《证券交易所法》并非完全抄袭日本《取引所法》的规定,部分条款根据中国的实际情况进行了调整。如《取引所法》规定,交易所既可以采用股份公司组织,也可以实行会员制。会员制组织要求商业发达,有资力雄厚、信用巩固的经纪人为基础。以当时中国贫弱的民族资本现实,采用会员制组织,显然不合实际。所以根据中国经济不甚发达的实际,《证券交易所法》直接规定,“证券交易所以股份有限公司组织之”。

(二)立法过程存在滞后性

在近代证券市场形成与发展的进程中,证券立法存在明显的时滞性。从1872年中国近代第一只华商企业股票发行,到1914年中国第一部证券监管法律——北洋政府《证券交易所法》——的颁布实施,经历了长达40余年的漫长历程。鸦片战争后,在外强的压迫之下,清政府让渡了许多主权,在金融市场上更是全方位的开放。就外国金融机构而言,清政府没有银行准入上的限制,无法干预外国金融机构的开办与经营。就国内金融体系而言,基于积贫积弱的国情,新建的银行无法发挥中央银行的宏观调控职能,众多的钱庄处于分散状态,各自根据市场规律自行决定借贷款及利率。这两方面结合就形成了清末独具特色的半殖民半封建的金融自由化特质,清政府对金融市场采取放任自流的态度,证券市场也存在同样的问题。1910年“橡胶股票风潮”的发生则从一个角度反映了清末“金融自由化”的特征。

(三)法律法规内容不完善

虽然,近代中国证券市场逐步形成了一系列配套的法律规定,但受到诸多因素的影响,从内容上看仍不甚成熟,更谈不上完善。第一,对股票的发行和企业上市没有制定专门的立法,而是散见于其它的法律法规之中,既不规范,也不够系统。作为证券交易根本法的《证券交易所法》和《交易所法》对证券的一级市场发行根本未作规定,部分规定也仅体现在《公司条例》和《公司法》的少许规定中,且仅涉及股份有限公司发起成立时的股票发行,至于如何通过证券市场发行新股或增资扩股则根本没有提及。第二,近代证券立法中没有对信息披露方面进行要求,这样做虽然有利于减少政府寻租,但是却加剧了市场信息的混浊程度。因信息不透明可能造成投资风险,所以投资者投资证券市场就必须获得额外的补偿,中国近代股份制企业长期存在的官利制度,可以说就是这种额外补偿的一种表现形式^③。第三,缺少具体的监管实施和执行细则,仅规定了监管权以及监管原则。对证券违法行为主要依靠撤销交易所注册资格、取消经纪人或职员资格、强制证券交易所改组或修改章程以及罚款等行政处罚,缺少更加严厉的约束机制和刑事责任认定程序。此外,也没有授予证券行业自律组织明确的法律地位,造成证券同业公会以及经纪人公会等同业组织的责权利混乱,给证券市场发展带来了不稳定的因素。

① 林咏荣：《我国公司立法的回顾、检讨与展望》，《法学论集》，台湾华冈出版有限公司，1977年10月版。

② 《日本取引所调查录》，《银行周报》，第二卷第三十九期，总第70号。

③ 成九雁、朱武祥：《中国近代股市监管的兴起与演变：1873~1949年》，《经济研究》，2006年第12期，第114~123页。

四、近代证券市场监管的执法效果

(一) 监管机构更替频繁、职能重叠

纵观中国近代证券市场监管机构的演变进程,主要呈现出如下两个特点:第一,证券监管机构频繁地更替与变动,严重影响监管效力的发挥;第二,证券监管常处于多头监管状态,机构重叠,管辖范围不清,严重制约监管效率的实现。南京国民政府建立后,虽主要以农商部或财政部负责证券市场监管,但中央政府其它部门也涉及有关监管事项。具体来看,南京国民政府成立之初,在财政部下设金融监理局,按其条例,金融监理局共分三课,其第二课有审核交易所业务及检查其财产之职责^①。1928年9月,金融监理局改称泉币司,主管全国金融行政事务,交易所管辖权即转归该司。1928年2月,国民政府工商部成立,是为全国工商行政管理机关,在工商部组织法中,也规定交易所立案、监督事项归其管辖。这使交易所管辖既不明,监督也无专责。到1929年8月,两部经会商决定,由财政部将交易所设立注册案卷全部移往工商部接收管理,但与金融有关事项,如征收交易所税等仍由财政部负责。1931年4月实业部与财政部共同决定,在上海设交易所监理员办公处,并要求每月将交易所的营业情况及有关表册分别上报实业、财政两部,事实上又形成“政出多门”的局面。由于不同的管理部门,专业角度不一样,对证券市场的认识不同,造成政策掌握尺度不同,导致出台的政策相互牵制,相互矛盾。由于缺乏对证券市场进行统一的管理,在一定程度上影响了监管的权威性,达不到预期的效果,最终影响证券市场监管制度的执行效率。

(二) 政策制度贯彻落实不力

不论是北洋政府1914年颁布的《证券交易所法》,还是1921年颁布的《物品交易所条例》,都明确规定证券交易所或物品交易所由农商部核准设立,由农商部咨行财政部备案,颁给营业执照^②。但在1921年的“信交风潮”时,140余家交易所中只有10家经农商部正式立案,可称为合法。那些得不到农商部批准的交易所和信托公司,就转而寻找别的出路,有的通过缴纳一定的费用在租界注册。例如,法租界当局就宣布,凡是在租界工商局领取执照,月纳费银百两者,即可自由营业^③。据不完全统计,这些交易所中有16家在法国领事馆立案,17家在西班牙领事馆立案,1家在意大利领事馆立案,2家在公共租界会审公堂立案,4家在美国立案。其余大多数信交企业则连任何注册登记的手续都没办,也未见有正式的规章条例、招股说明书之类的文件刊登在报纸上,就一哄而起,仓促上马^④。北洋政府的法律在租界内是无效的,在租界开设交易所的人公然用租界内洋人的特权来对抗中国政府的法律、法规。有的则寻求地方军阀势力的保护,如上海华商证券棉花交易所是由淞沪护军使批准设立。有的则向上海工部局、公共租界会审公廨申请设立,还有些是由法庭核准,或受外国政府保护的^⑤。如此众多的“非法”交易所的出现,表现出北洋政府的政令不行,法令形如一纸空文。再如,《证券交易所法》规定交易所不得买卖本公司的股票,但“今之创办交易所者,其唯一目的,则在本所股买卖”,“几无所而不以本所股票为操纵之利器,今日有一交易所成立,明日该所股票竟自开市,故意抬价,数倍其值”^⑥。有个别交易所虽不兼营其它交易所的股票,但“决未有

① 《国民政府财政部金融监理局组织条例》,1927年11月19日,中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》,第五辑,第一编,财政经济(四),江苏古籍出版社,1994年版,第1、2页。

② 上海市档案馆编:《旧上海的证券交易所》,上海古籍出版社,1992年版,第274页。

③ 桑润生:《简明近代金融史》,立信会计出版社,1995年版,第134页。

④ 杜恂诚:《中国近代的三次金融风潮及其启示》,《改革》,1997年第2期,第115-121页。

⑤ 朱彤芳编:《旧中国交易所介绍》,中国商业出版社,1989年版,第41页。

⑥ 《取締交易所外营业之请议》,《申报》,1921年6月13日。

不兼营本所股者”^①。这种买空卖空的行为无异于赌博,造成市场的强烈震荡和不稳定。部分理事、经纪人认为要使交易所收益多,必须使本所股票有起有落,要买买得进,要卖卖得出,于是纷纷另设投资基金。其主要任务就是抬高本所股价格,一方面让人们看到,买进该所股票有利可图,而他们自己则贱进贵出,从中图利^②。例如,上海证券物品交易所部分理事与经纪人通过多头公司,垄断本所股票,拉抬市价,追逐暴利,将本所股价由 25 元抬高至 400 余元,终因无力收货而引起本所股票风潮,上海证券物品交易所从此一蹶不振,其全盛时期就此结束^③。

(三)政府官员带头操控市场

在存在寻租活动的情况下,政府官员会从自身利益出发破坏自己制定的规章制度。例如 1931 年 6 月,中央造币厂厂长郭标大量抛卖公债,总额达 3 000 万元之巨,导致整个公债市价一周内跌落 10 余元。1936 年初公债市场谣言四起,有的说公债将降低利息,有的说公债将延长还本期限,其实这些谣言的制造者就是国民政府政要孔祥熙及其手下。他们为了获得私利,不惜损害持票人及国家的利益,以孔祥熙为后台,由财政部次长徐堪、中央银行副总裁陈行、中国国货银行董事长宋子良组织了一个秘密的投机公司^④。受谣言蛊惑,投资者大多看空市场,纷纷抛售时,而孔祥熙等却乘机大量收进。时隔几日他们又利用中央银行的雄厚资金,在市场上哄抬价格,使公债行情重新暴涨。同时,利用职权之便,以财政部的名义于 1936 年 1 月 26 日在一月期期货行将交割之际命令上海华商证券交易所,“所有一月份公债买卖交割,应一律以现品提交,不得掉期”^⑤,大发不义之财。再如,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,并明确要求一处只能设立一所,但在当时的政治背景下,法律法规体系根本无法得到有效的实施。一些地方政府对中央政府的法令毫不理睬,自行审批设立地方交易所,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——中华民国公债交换所。

五、结论

证券市场制度由西方社会传入近代中国之后,在无正式制度约束的情况下,因为市场失灵的存在,证券市场风潮迭起,发展历程极不稳定。在这一过程中,政府逐步认识到证券市场的功能与作用,并通过发行公债、颁布法令、进行监管等形式,逐步涉足证券市场的运行。然而由于缺乏经验和主权不完整,上述监管体制建设可谓磕磕绊绊。雪上加霜的是,随着政府介入市场程度的不断加深,在巨大寻租利益的驱使下,官员乃至政府本身开始背弃监管的初衷,利用权力操纵市场,甚至为了牟利不惜扼杀市场。实体经济的崩溃则给了已经摇摇欲坠的证券市场以最后一击。显然,中国近代的证券市场监管并不是一个成功的例子,相反,它可以看作诸多试图通过移植与模仿引入现代经济制度却未能如愿的发展过程的一个缩影。在这之中,除了在市场与政府之间的传统权衡之外,我们还能够得到许多其他的启示。

① 《交易所之分析》,《银行周报》,第 5 卷,第 44 号,1921 年 11 月 15 日。

② 邓华生:《旧上海的证券交易所》,载于中国人民政治协商会议上海市委员会、文史资料工作委员会编:《旧上海的金融界》,《上海文史资料选辑》,第六十辑,上海人民出版社,1988 年版,第 328、329 页。

③ 朱振陆:《证券物品交易所简述》,载于陆坚心、完颜绍元编:《20 世纪上海文史资料文库》,第五辑,上海书店出版社,1999 年版,第 302 页。

④ 祝世康:《孔祥熙与“三不公司”》,载于寿充一编:《孔祥熙其人其事》,中国文史出版社,1987 年版,第 151、152 页。

⑤ 国民政府财政部档案,档案号三(2)4464②,转引自财政部财政科学研究所、中国第二历史档案馆编:《国民政府财政金融税收档案史料(1927~1937)》,中国财政经济出版社,1997 年版,第 728、729 页。

附表 1 近代证券市场立法与监管情况

类型	颁布时间	立法名称	立法机关
基本法	1904 年 3 月 1 日	《公司律》	清政府
基本法	1914 年	《公司条例》	北洋政府
基本法	1929 年 12 月 26 日	《公司法》	国民政府
基本法	1935 年 1 月 1 日	《刑法修订》	国民政府
基本法	1946 年 4 月 12 日	《公司法修订》	国民政府
专门法	1927 年 11 月 22 日	《交易所暂行办法》	财政部
专门法	1929 年 10 月 3 日	《交易所法》	工商部
专门法	1930 年 3 月 1 日	《交易所法实施细则》	工商部
专门法	1935 年 4 月 27 日	《修正交易所法》	实业部
专门法	1942 年 8 月 26 日	《取缔买卖华商股票暂行规则》	汪伪政府
税收方面	1928 年 3 月 19 日	《交易所税条例》	财政部
税收方面	1928 年 11 月 2 日	《修正交易所税条例》	财政部
税收方面	1935 年 5 月 6 日	《交易所交易税条例》	实业部
税收方面	1935 年 7 月 12 日	《交易所交易税稽征简章》	实业部
税收方面	1946 年 9 月 21 日	《证券交易税条例》	实业部
税收方面	1948 年 3 月 23 日	《交易所税条例》	实业部
监管方面	1929 年 1 月 26 日	《验换交易所及经纪人执照章程》	财政部
监管方面	1929 年 12 月 1 日	《设立股份有限公司招股暂行办法》	财政部
监管方面	1931 年 7 月 16 日	《交易所监理员暂行规程》	财政部、实业部
监管方面	1931 年 11 月 12 日	《上海证券交易所监理员办公处办事规则》	财政部、实业部
监管方面	1943 年 9 月 1 日	《上海证券交易所监理委员会组织规则》	伪实业部、财政部
监管方面	1943 年 9 月 7 日	《上海华商证券交易所经纪人登记规则》	伪实业部
监管方面	1943 年 9 月 15 日	《修正交易所上市股票审查原则》	伪监理委员会
监管方面	1943 年 11 月 7 日	《修正交易所监理员规则》	伪实业部、财政部
监管方面	1946 年 9 月 4 日	《修正交易所监理员暂行规程》	经济部、财政部
监管方面	1946 年 11 月 15 日	《取缔证券黑市交易布告》	财政部

资料来源:根据刘志英:《近代上海华商证券市场研究》,学林出版社,2004 年版;王志华:《中国近代证券法》,北京大学出版社,2005 年版;成九雁、朱武祥:《中国近代股市监管的兴起与演变:1873~1949 年》,《经济研究》,2006 年第 12 期,相关资料整理得到。

附表 2 近代证券市场监管机构的演变

中央政府名称	中央政府管理机构		中央政府派出机构	
	年份	机构名称	机构名称	职责
北洋政府	1914 年	农商部	观察员	向中央汇报
	1926 年	农商部	交易所监理官	监督证券市场交易行为、管理交易所及税收管理
南京政府	1927 年	财政部	金融监理局	
	1928 年	财政部泉币司	交易所监理官	
	1929 年	工商部、财政部		
	1931 年	实业部、财政部	监理员办公处	
	1935 年	实业部		
	1937 年	经济部		
汪伪政府	1943 年	实业部、财政部	交易所监理委员会	
南京政府	1946 年	财政部、经济部	监理员办公处	
	1948 年	工商部		

资料来源：根据刘志英：《近代上海华商证券市场研究》，学林出版社，2004 年版；王志华：《中国近代证券法》，北京大学出版社，2005 年版；成九雁、朱武祥：《中国近代股市监管的兴起与演变：1873~1949 年》，《经济研究》，2006 年第 12 期，相关资料整理得到。

参考文献：

《民国丛书》编辑委员会(1990)：《民国丛书》，第二编，上海书店。

蔡鸿源(1999)：《民国法规集成》，黄山书社。

财政部财政科学研究所、中国第二历史档案馆(1997)：《国民政府财政金融税收档案史料(1927—1937)》，中国财政经济出版社。

成九雁、朱武祥(2006)：《中国近代股市监管的兴起与演变：1873—1949 年》，《经济研究》，第 12 期。

杜恂诚(1997)：《中国近代的三次金融风潮及其启示》，《改革》，第 2 期。

林咏荣(1977)：《我国公司立法的回顾、检讨与展望》，《法学论集》，台湾华冈出版有限公司。

刘志英(2004)：《近代上海华商证券市场研究》，学林出版社。

陆坚心、完颜绍元(1999)：《20 世纪上海文史资料文库》，第五辑，上海书店出版社。

桑润生(1995)：《简明近代金融史》，立信会计出版社。

上海市档案馆(1992)：《旧上海的证券交易所》，上海古籍出版社。

上海市档案馆(1996)：《旧中国的股份制(1868 年—1949 年)》，中国档案出版社。

沈云龙(1966)：《近代中国史料丛刊》，第一编，文海出版社。

寿充一(1987)：《孔祥熙其人其事》，中国文史出版社。

王效文(1936)：《公司法》(实用法律丛书)，商务印书馆。

王志华(2005)：《中国近代证券法》，北京大学出版社。

文红宇(1994)：《中国期货交易法律知识全书》，法律出版社。

伍启元(1946)：《中国工业建设之资本与人材问题》，商务印书馆。

杨德惠(1946)：《上海的华股市场(下)》，《商业月报》，第 2 卷，第 2 号。

郑仁木(1998)：《民国时期证券业的历史考察》，《史学月刊》，第 3 期。

中国第二历史档案馆(1994)：《中华民国史档案资料汇编》，第五辑，第一编，财政经济(四)，江苏古籍出版社。

中国人民政治协商会议上海市委员会、文史资料工作委员会(1988)：《旧上海的金融界》，《上海文史资料选辑》，第六十辑，上海人民出版社。

朱彤芳(1989)：《旧中国交易所介绍》，中国商业出版社。

(责任编辑：程 炼)