

法律还是政治变迁?

——以 1904—1940 年的投资者保护和金融发展为例

赵劲松*

摘 要 本文关注近代中国资本市场发展的制度条件,特别是近代中国工业化的背景下法规 and 公司章程对投资者权利的保护情况。从纸面立法的角度看,对投资者的保护自清代末期以来呈现出由弱变强的变化趋势;但法律对投资者保护的实施效果并未出现相同趋势。同时,法律对投资者权利的保护水平并没有呈现出与资本市场的发展相关联。这一发现证伪了法律环境对金融发展水平有决定作用的论断。在整理档案的基础上,本文发现近代商人在公司法对投资者保护普遍缺失的制度环境下,通过与政治力量结合、依赖家族纽带等形式获得相对安全的产权保护,这使近代企业的股权集中度普遍较高,直接金融市场发展较为落后。

关键词 投资者保护,法与金融,政治变迁

一、引 言

产权保护对经济发展十分重要,在一定程度上已是学者们的共识。20 世纪早期,随着近代公司制度移入中国,很多新设立的工矿企业开始采用公司形式进行注册,民族资本的投资不断增加,伴随着公司的发展,政府逐步创立起各种商事法规以规范这些新的经济组织形式。在传统与现代交织的背景之下,哪些制度安排对投资者提供了保护,从而使投资者参与到企业投资当中来?

近年来,随着国际上“法与金融”理论的兴起,对投资者保护的研究重心转移到了不同法系渊源与资本市场发展的关系上。法与金融理论的核心观点认为,一个国家的法律对投资者的保护通过影响公司的所有权结构和融资渠道,进而影响到该国证券市场的发展 (La porta *et al.*, 1997, 1998, 以下简称 LLSV)。根据这一理论,当一个国家的证券市场发展水平较好时,应该

* 西南财经大学经济学院。通信地址:四川省成都市温江区柳台大道 555 号西南财经大学经济学院, 611130; E-mail: zhaosj@swufe.edu.cn。作者感谢国家社科西部基金(项目编号:11XJL012)和西南财经大学“211 工程”三期建设项目基金对本研究的支持;特别感谢两位匿名审稿人对本文改进提出的宝贵建议;卢兴杰博士生在文献整理上亦有贡献。当然,文责自负。

能观察到法律对投资者较好的保护。即使是作为转轨经济的中国,20世纪90年代初以来,对中小投资者法律保护不断加强伴随着中国资本市场也在快速发展(沈艺峰,2004),这似乎也印证了“法与金融”理论。然而,近年来不断发现的历史案例证明了法律对投资者的保护并不是证券市场发展的必要条件。例如,对英国金融史的研究表明,大不列颠的股票市场在1890年之后得到了迅速发展,而那时国家立法中却缺少对投资者的法律保护(Franks *et al.*, 2004);而德国的股票市场在1930年之后有了重要发展,但这一发展是在德国国家法条缺少对投资者足够保护的状况下实现的;在美国,从19世纪晚期开始到20世纪早期,对小股东的保护逐渐变弱(Lamoreaux and Rosenthal, 2006)。

在涉及金融发展制度环境的理论构建上,与“法与金融”理论强调法律环境通过投资者保护作用于金融市场发展不同,威廉姆森系统地阐述了涵盖金融发展的社会机体发展的政治、法律、市场、文化与公司治理的整体环境,认为金融发展是整体环境互相作用的结果(Williamson, 2005);此外,政治与金融发展之间的关系也开始为学者们所关注,一些学者以拉美国家的历史经验证明,政治集团的利益变动是影响投资者保护水平的重要因素(Roe, 2000)。但对于究竟是何种因素决定了投资者的保护程度,却尚未得出一致结论。

本文以晚清时期以来投资者权利的保护为例,探讨近代法规和公司章程对投资者的保护程度,看这些措施是否能确保企业家吸引到更多的投资者,促成近代中国资本主义发展的“黄金时代”。中国案例的特点在于,首先中国是一个不发达的殖民地国,同时也是法律移植国家,法律环境对当时的投资者保护情况是否产生了积极作用,并最终促进了近代金融市场的发展仍是悬而未决的问题。同时,在1914—1927年,中国的投资增长十分迅速,出现经济史学家们称为“资本主义的黄金时代”,这一时期同时也是各类新式企业大量涌现的时期,但却出现了股份公司设立数目的增加与资本市场的发展相互背离的特征(朱荫贵,2010)。法律与金融理论的一个论点正是不同的法律传统会通过投资者保护来促进(或限制)经济发展。那么在晚清以来开始的商事立法中,法律与投资者保护,以及近代资本市场的发展之间会呈现什么样的联系?

本文的研究时段是新中国成立之前的投资者保护情况,具体时间为1904—1940年。这样做一方面是考虑到史料的可得性;同时选取1904年为起点是因为该年政府颁布了近代以来的第一部公司法。而以1940年作为终点的原因是,作为近代中国股票市场最重要的组成部分,上海股票市场于1940年12月5日关闭,此后不久新中国成立,由于剧烈的制度变迁,本文不再将其列入研究范围。

本文分为四个部分。第二部分描述了第一部公司法颁布后直到新中国成

立之前的投资者保护情况，第三部分论述了这一时间段的直接金融发展水平，第四部分就近代中国的投资者保护和金融发展之间的联系进行解释，最后是本文的结论。

二、1904—1940年的投资者权利保护：一个实证分析

（一）研究资料和方法说明

为了研究近代投资者权利的法律保护机制，首先需要整理清末以来关于股份公司的立法原始资料。由于投资者权利一般通过选举董事和就公司重大问题进行表决来实现，我们重点关注法律条文中就选举权和表决权的規定。20世纪前半叶，先后一共出现过四部法律条文就公司设立和经营进行规范。这些法律条文分别收编在晚清、民国各种法律丛书（如《六法全书》等）当中，获取较为容易。我们根据LLSV（1998）的赋值方法，建立起投资者权利保护指数。但遗憾的是，很难就投资者权利保护找到这段历史的数据以进行不同国家之间的横向比较。为此，本文将比较限定在中国和同期20世纪的英国，这样做的原因是，中国作为一个法律移植国家，其模仿的对象主要是大陆法系的德国和日本；而英国则作为英美法系的代表性国家，根据“法与金融”理论的推论，英美法系的国家在投资者保护力度上要强于大陆法系国家。英国投资者权利保护的资料主要来源于Franks等人的分析，以及英格兰1908年的公司法案原始资料。

投票权和表决权是投资者最重要的两项权利。因此，衡量投资者法律保护时首先需要关注的就是这两项指标。LLSV对投资者保护的赋分体系中也包含了这两项权利，本文也沿用LLSV的方法进行研究。这种赋分法可以衡量一个国家法律对小股东权利保护的力度，这种保护主要是针对经理人员及大股东在公司决议过程甚至投票过程中牺牲小股东利益的可能倾向。而根据LLSV的研究结论，投资者保护程度对资本市场的发展有重要影响。

LLSV的赋分体系主要通过七项投资者权利进行赋分来衡量。这七项权利分别是同股同权¹、邮寄表决权、累积投票权、对董事会的诉讼权、优先认股权、无障碍投票权和临时股东会召集权。对于临时股东会召集权，LLSV认为，只要投资者持有的股份比例小于等于10%，就足够召开临时股东会。具体的赋值方法是，当一个国家的法律条文提供了上述1—6项权利时，赋分为1；反之则赋分为0。对于第7项权利，如果法条规定临时股东会召集的股份比例小于等于10%，则赋值为1，反之则为0。通过加总第2—7项权利（对于同股同权，LLSV将其单独列出研究），LLSV构建了一个投资者权利保

¹ 同股同权一般另行研究，本文也遵循此惯例；后文涉及的股东权利保护指数均为去除该权利后的赋值。

护指数(数值界于0—6之间)。

(二) 法律规则对投资者权利的保护

已有研究中,从投资者保护角度审视了近代立法的文献主要集中在对股市监管立法以及实际执法效果的研究上(成九雁和朱武祥,2006)。本文主要参考 La Porta 等人对投资者保护的研究方法,表1列出了自公司制度移植到中国以来,从1904年1月第一部公司法的颁布起,到新中国成立之后的约一百年时间里,纸面上的法条对投资者的保护程度(见最末一行投资者权利保护指数)。

表1 晚清以来投资者权利保护,1904—1946

	中国的公司法				英国的公司法		
	1904	1914	1929	1946	1908	1948	1995
同股同权	1	1	1	1	1	1	0
邮寄投票权	0	0	0	0	1	0	1
无障碍股票出售权	1	1	1	1	1	0	1
累积投票权	0	0	0	0	0	0	0
对董事会的诉讼权	0	1	1	1	0	1	1
优先认股权	0	0	1	1	0	0	1
召集临时股东会股份比例小于等于10%	0	0	1	1	0	1	1
投资者权利保护指数	2	3	5	5	3	3	5
Anti-director rights index							

注:1904指晚清政府于1904年1月颁行的《公司律》,赋值条款见第50条和第100条;1914指北洋政府的《公司条例》;1929指国民政府的《公司法》,1946指抗战胜利后国民政府修订的《公司法》。另,1914年《公司条例》就召集股东会的股份数,在1923年5月由原来的十分之一以上改为二十分之一以上。表中年份取各个公司法令颁行时的规定。

资料来源:《公司律》条文,见伍廷芳:《大清新编法典·商律》,第9、11页,载《史料丛刊》三编,第27辑,270号;《公司条例》内容,中国第二历史档案馆、沈家五编《张謇农商总长任期经济资料选编》,南京大学出版社1987年版,第25—56页。1929年《公司法》,参见吴经熊校刊《袖珍六法全书》,社会学编译出版社1936年版,第223—226页;1946年《公司法》,见郭卫编辑的《六法全书》,第149—187页,上海法学编译出版社1948年版,第223—226页。英国的数据来源于 Franks *et al.* (2004)。

根据这种衡量方法,我们看到,投资者权利保护在半个多世纪的时间内处于变动之中。在本文所研究的时段中,累积投票权一直没有引入。此项权利规定了小股东的投票权可以累积,例如当不同投资者的股份数达到一定比例(一般为20%),且董事会中没有代表其意见的成员时,这些投资者就能另选公司董事。一股一票权在近代四部公司法中都是基本法意,保证了十股以内每股一票。但对于十股以上的股权,1904年的法律并未强制要求公司章程对其进行限制;到1914年,这方面的规定就明确体现在法条当中。在这一时期新注册的公司也基本遵行了这个规定,例如《交通银行奏定章程》(共七十四条)第六十九条规定了对大股东权利的限制:“股东投票分配之数,凡股东之第一股得占一票,第二股以上,每二股占一票。每一股东无论占股若干,

至多许投十票。如股东未能到会，得派人代投票人，但本行领受薪俸之职员不得派充此项投票人，其他职员代投票每人不得至十票以上，寻常人代投票不得至五十票以上，此代投票人须先有股东之函知照总管理处，函末并须有保证人签字。”（交通银行史料，1995，第181页）又如成立于1915年的上海商业储蓄银行章程的第九条规定：“本行股票每股一权，但十一股以上每五股一权。”（上海商业储蓄银行史料，1995，第43页）

从投资者权利保护指数上看，1904年的《公司律》对投资者权利保护最为薄弱，除去一股一票权，其余6项衡量指标得分为1。1914年北洋政府颁行《公司条例》，由于引入了投资者对董事会决议疑义和上诉权（第140条），使得投资者权利保护指数从1904年的1上升为1914年的2。至南京政府时期，商事法规日臻完备。这也体现在1929年，有两项投资者权利被正式引入公司法条之中，使投资者权利保护指数出现骤然上升趋势。两项权利中，其一是公司发行新股时，老股东优先认购新股的权利，此项权利避免了老股东的股权被稀释。其二是召集临时股东会的股份比例明确规定为1/20。而在1904年，只有股份总数占到总股份1/10以上的投资者才有权召集临时股东大会。这一比例的降低使得中小股东更便于参与公司决议或重大事项。而这两项权利的引入，也使南京政府在纸面上对投资者权利保护指数达到4。并且，这一保护措施，在1946年的《公司法》中一直保留了下来。

另外，从表1的数据来看，在所研究的时段中，邮寄投票权一直没有实行。投资者虽然可以委托代理人进行投票，但必须出具委托书。

从表1来看，四部公司法都没有要求投资者在参加股东大会之前将股票交存于公司，即股东可以无阻碍地出售股份。1914年《公司条例》颁行后，对于无记名股票持有者，才开始要求其在参加股东大会之前，须将其股票交存于公司，并登记名字从而行使表决权。但由于《公司条例》对发行“无记名股票”的限制较为严格，故绝大多数公司都声明“股票概用记名式”，只有少数公司设置此类股份，到1929年的《公司法》更是规定了公司发行的无记名股票不得超过总股本的三分之一（第一百一十八条）。对于召集临时股东会的股份限制，1914年的《公司条例》在颁行时规定为所持股份不得小于股份数的十分之一；到1923年，将其修改为二十分之一以上，但到1929年，这项保护措施的门槛又重新回到了十分之一，在表1中所列的数据以法律设定时为准。

表1也显示了同时期英国的投资者权利保护状况。与近代中国的情况相似，20世纪英国的投资者权利保护也处在变化之中。作为英美法系代表的英国，与大陆法系的同时代的中国相比，两个国家对股东权利的保护都显得较为薄弱；但就国内资本市场的发育程度，两个国家却相去甚远。

（三）公司章程对投资者权利的保护

根据上文的分析，1904—1914年，中国的投资者权利保护指数很低（分

别是1和2);到1929年这一指数上升到4,接近良好水平。结合近代经济发展情况,1914—1936年是民族资本发展较快的阶段。如果产权保护对于经济发展十分重要,那么在1914年纸面立法对投资者保护还是如此薄弱的情况下,是什么因素促成这段时期民族资本的扩张?本文提出,公司章程对投资者权利的保护,从一定程度上弥补了纸面立法的不足,从而为民族企业的发展打下基础。

1. 对投资者表决权的限制

通过公司章程对大股东权利进行限制,保护中小股东的权利,是近代中国股份制企业的一大特点。对投票表决权在股东之间的分配状况进行限制,对于保护股东权利十分关键。从笔者所收集的公司章程来看,1910年后的很多公司,都采用表决权作为限制大股东权利的指标。

股东会表决及选举取决于股权数,《公司律》与《公司条例》均规定,股东10股以下一股一权,但10股以外的股权,公司可在章程中加以限制。从本文样本来看,虽然这一限制在不同的公司中规定各不相同,但都体现了对大股东权利的限制。具体来看,对超过10股以上股权的规定,一股一权的原則不再适用,取代的是股权递减。10股以上股权递进减权方面,有2股、5股、25股等多种规定,表2列出了不同时期对公司股权限制的概况。另外,对于是否对股东股权总数进行最大限制,各个公司情况各不相同。

作者根据收集的矿业、银行、棉纺织、制造、运输等行业共81个公司的样本章程,对股权数量在10权以上进行限制的公司做了整理。根据公司立法的基本法意,近代四部公司法都保证了10股之内每股一权的精神。公司章程对公司表决权的規定,我们采集的数据主要来自各地商会中公司注册时呈报的章程,具体整理为表2。由于公司法对每股一权均有规定,此处整理出的主要是不同公司对10股以上的表决权比例的限定。

表2 近代公司章程对投资者表决权之規定

	采矿业 N=6	银行业 N=31	棉纺织业 N=14	制造业 N=15	交通运输业 N=6	公用事业 N=9	总数 N=81
10权以上增加1权所要求的股份数 公司占样本总数的百分比							
每5股1权	2	11	5	5	1	4	28/81
每10股1权	2	18	6	6	3	2	37/81
>10股1权	1	2	3	4	2	3	13/81
对最大表决权数进行限制的 公司百分比(约等于)	4/6 67%	28/31 90%	8/14 57%	12/15 80%	3/6 50%	2/9 22%	57/81 70%

资料来源:根据附表所列资料计算得出。

从表2最后一行数据可以看出,我们所选择的样本中间,几乎所有行业的公司在章程中都對股权总数有限制。平均看来,大约有70%的公司对最大表决票数设了上限,行业涉及矿业、银行、棉纺、交通运输等。在本文所选

的样本中，有90%的银行对股东最大股权数都做了限定。制造业所选择的样本公司中，有80%的公司规定了最大表决权数。10权以上股权增加的规定则各不相同，有每5股增加一权的，也有每10股增加一权的。其中每5股增加一权的比例为34.5%，每10股增加一权的公司占样本总数的45.6%，每10股以上权数有所增加的比例为16%。由于收集的样本总数有限，我们不可能对这一时期的公司章程对大股东权利限制进行全面说明，但仍提供了公司章程对股东权利保护的材料。

通过设定投票权上限来保护小股东权利，其实施可以通过：（1）限制大股东有可能对股东会施加的权利；（2）在股东会议的重要决策事宜上，如董事遴选等，激励中小投资者们表达意见参与决策。不过正如表2列出的那样，更多的公司主要通过对投资者表决权递增的比例进行限制来实行对小股东的保护。

以1935年北洋纱厂为例，根据其公司章程记载，1935年时，其股份总数和股权分配也体现了对大股东股权的限制，持有北洋纱厂股票的一些商号，股权总数也是递减的，具体如表3所示，图1则更直观地表现出了这种递减趋势。

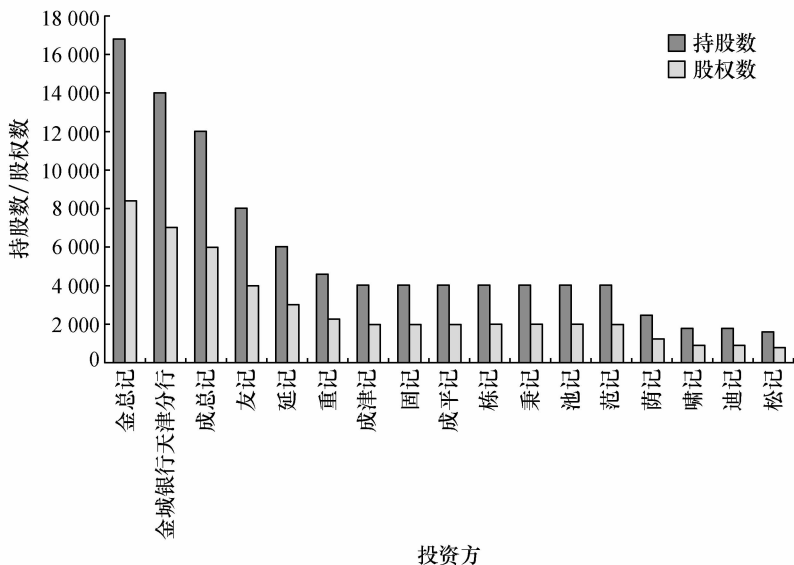


图1 北洋纱厂投资者持股总数和股权分配

资料来源：根据表3数据绘制。

2. 对临时股东会召集权利的限制

近代四部公司立法，对股东召集临时会议的要求，都进行了明确规定。对于不符合规定的公司，农工商部都责令其修改章程。因此，只要是向商部注册的公司，其章程中必然体现了对召集临时股东会权利的限制和要求，表4较为详细地列出了这些限制。

表3 北洋纱厂1935年投资者持股数和股权情况

投资者	持股数	股权数	投资者	持股数	股权数
金总记	16 800	8 405	金城天津分行	14 000	7 005
成总记	12 000	6 005	成平记	4 000	2 005
成津记	4 000	2 005	栋记	4 000	2 005
嘯记	1 800	905	迪记	1 800	905
固记	4 000	2 005	伯记	11 200	5 605
松记	1 600	805	荫记	2 480	1 245
延记	6 000	3 005	秉记	4 000	2 005
友记	8 000	4 005	池记	4 000	2 005
重记	4 560	2 285	范记	4 000	2 005

资料来源:天津档案馆藏《北洋纱厂,本厂股东监察人名单》,全宗号145,案卷37。

表4 农商部对公司召集临时股东会规定的修正

公司名称	注册时间	章程对召集临时 股东大会的规定	农商部批示	资料来源
佛山光华电灯 公司	1916.3	“但能联合股份占 2/10,即可召集”	“核与条例第146条之 规定尚未尽符,应将股 份2/10改为1/10日, “政事门公文”第4页 以上。”	《农商公报》第2卷第9期, 总第21期,1916年4月15 日,“政事门公文”第4页 以上。”
江苏高邮电灯 公司	1922.3	“或有股份总数占 2/10以上股东之请求 可召开临时会。”	同上	《农商公报》第8卷第9期, 总第93期,1922年4月15 日,“政事门公文”第5页
振华商业银行	1922.3	同上	同上	同上,第7页
中孚银行股份 有限公司	1917.1	股东15人以上,计其 所有股份达资本全数 1/10以上	改为“有股份总额 1/10以上股东”	《农工商报》第4卷第5期, 总第41期,1917年12月15 日,“政事门公文”第20页
信谊贸易股份 有限公司	1921.1	由股东占股券过半者 提议	同上	《政府公报》第2049号,1921 年11月8日,总182册,第 142页。
上海丰盛实业 公司	1922.3	“股东临时会由董事会 决议召集之”	应改为“临时会由董事 会或监察人认为必要 时召集或有股份额 1/10以上股东说明理 由,请求召集时,董事 会亦应召集”	农工商报第8卷第9期,总 第93期,1922年4月15日, “政事门公文”第6页
江苏泰昌洋货 木器公司	1922.5	或由全体股东过半数 之股权	应改为“有股份总额 1/10以上股东”	《农商公报》第8卷第11期, 总第95期,1922年6月15 日,“政事门公文”第6页
直隶保阳火柴 有限公司	1917.5	有1/3以上股东之请 求,得临时召集	“核与条例第146条之 规定尚未尽符,应参照 修改,报部备核”	《农商公报》第3卷第11期, 总第35期,1917年6月15 日,“政事门公文”第14页
贵州蔚丰垦殖 公司	1917.10	股份总额1/3以上	应遵条例第146条改 为“股份总额1/10以 上”	《农商公报》第4卷第4期, 总第40期,1917年11月15 日,“政事门公文”第10页

从表3列出的公司章程对大股东权利进行限制的规定可以看出,公司章

程往往能对投资者权利提供保护，在一定程度上弥补了法律保护机制的不足。当纸面法条发生变动时，章程也必须相应地改变。

法律对投资者权利的保护分为立法和执法两个部分。以上分析了立法对股东权利的保护，那么这些法律文本在实际中的执行情况如何呢？我们以企业的股权集中度作为衡量指标，这样做的原因是，根据“法与金融”理论，假定法律对投资者的保护是有效执行的，那么可以推论将会有更多的投资者参与到公司的投资中去，在实际中我们将观察到较为分散的股权集中度情况。

我们采用新中国成立之前天津市场上的公司股东名簿资料，计算出公司前三名股东持有股份占总股份数目的比例。分析结果表现出，在章程中规定了更完善的投资者保护条款的公司，往往体现出了更低的所有权集中程度。其中，股东名单数据从商会注册资料中得到，而具体的公司章程、每股表决权等数据，皆由商会档案或是同期报纸中收集得到。

表5 天津部分公司的所有权集中度(CR)估算

公司名称	公司股本	Cr
① 联合银行,1923年	30万	0.5
② 盐业银行,1918年	57280	0.0324895
盐业银行第二次扩股,1925年	65468	0.0363689
③ 兴业银行天津分行,1920年	40000	0.056575
兴业银行第二次扩股,1925年	40000	0.0800375
④ 东莱银行,1923年	3000	0.4333333
东莱银行第二次扩股,1943年	12000	0.315
东莱银行第三次扩股,1949年	66000	0.315
⑤ 中南银行,1927年	379.37	0.2936447
⑥ 中国垦业银行,1928年	2400000	0.2131392
⑦ 国货银行,1918年	50000	0.05414
⑧ 新华储蓄银行,1926年	260000	0.0121538
⑨ 大陆银行,1921年	20000	0.0925
⑩ 金城银行,1935年	40000	0.590625
⑪ 金城银行,1940年	2500	0.56
⑫ 聚兴城银行,1932年	40000	0.9245
⑬ 益成物产贸易公司,1946年	20000	0.3
⑭ 开源垦殖,1928年	2000	0.25575

资料来源：根据各公司股东名簿整理得出，卷宗来自天津档案馆藏，具体全宗和案卷号：①为J210-879，②为J217-4031，③为J204-1459，④为J206-42，⑤为J212-904，⑥为J209-489，⑦全宗号2，案卷号489，⑧全宗号175，案卷号103，⑨全宗号215，案卷号2957，⑩、⑪全宗号211，案卷号4700，⑫全宗号205，案卷号39，⑬全宗号189，案卷号1，⑭全宗号188，案卷号96。

表5的估计结果显示，1910—1940年间，公司最大的前三名股东，平均持有的公司股份数占公司总股本的27.15%。以金城银行、东莱银行为例，公司最大的三个股东平均拥有55%以上的股票以及56%以上的控制权。相当于公司被四名拥有相同股份数的股东所控制。相比之下，其他公司最大三个股东的控制权，平均为股份总数的30%不到，比前一类公司有低得多的所有权

集中度。

由于资料所限,我们很难从天津一地的资料得出近代法律对投资者的保护在执法层面上规律性的结论,需要从更多的资料上进行分析才能得出确切结论。这也将是今后研究需要进一步深入的方向。

三、投资者保护和近代金融市场的发展

金融发展和经济增长之间存在联系,是学者们早已达成一致的观点。而金融发展又与一国的投资者保护水平密切相关。但究竟是什么因素决定了一个国家的投资者保护水平?通过本文第二部分的回溯,我们可以看到,公司法对股东的保护,在民国时期逐渐走向健全。那么晚清以来金融市场的发展与法律对投资者的保护之间,是否出现了如“法与金融”理论推断的联系呢?

近代意义上的金融市场形成是从股票和企业债券交易开始的。鸦片战争之后,外国银行和企业进入中国,大部分都采取公司作为运作方式。公司制传入中国后,随着洋务活动的开展和新式企业的创办,19世纪70年代开始,上海的各种公司债券交易已经非常活跃,一些专门的交易组织也开始设立,如上海平准股票公司等。到了清末民初,股票交易日趋繁盛,政府公债也开始进入市场,证券交易开始转向于在商业公会或者会所中进行,并日益专业化。其中以1914年成立的上海股票商业公会最为著名,其买卖的证券包括公债票、铁路证券、公司股票等多种类别。到1917年,股票同业就有60家左右,许多兼营证券的小钱庄也夹杂其间。(中国人民银行总行金融研究室,1989,第19—23页)在中国,股票和公司债券的发行买卖开始于19世纪70年代。到80年代的时候,在上海股票市场发行和买卖的主要股票有上海航运、汇丰银行、轮船招商局等36号。根据张忠民的初步估计,1949年之前,上海股票交易市场上所有中国民族企业发行和交易的股票量起码在3亿元以上。

在中国,公司股票的发行和交易则要早于政府公债。20世纪20年代以前,近代中国所发行的公司股票无论在数量还是规模上都不是很大,并且政府发行公债要晚于公司的股票交易,资本市场上交易的主体仍然是股票和企业债。由于1921年市场上发生“信交风潮”,股票和债券交易大受影响。政府发行的公债由于有政府信誉做担保,开始成为资本市场买卖和交易的主体。据统计,到20世纪二三十年代,市场上买卖的证券中90%以上都是政府公债。如此巨额的公债交易量,对资本市场的总体运行起到决定作用,可以说近代金融市场的发展水平在很长一段时间里都受政府公债交易的影响。而股票和企业债券的交易,尚处于起步阶段。这种金融市场上的交易品种先是政府债券,后是企业股票和企业债大规模发展的成长轨迹,与美国金融市场发展史所表现出来的也是一致的。

一般而言，衡量金融市场发展水平的两个常用指标是一国资产证券化程度和本国人口中每百人注册的公司数目。由于近代中国经济统计资料奇缺，唯一有相对完整统计资料的年度只有1933年，故我们很难就这两个指标对近代金融市场的发展程度进行衡量。目前上海股票市场较有系统的资料来源之一一是《北华捷报》，它几乎列出了1871—1936年的所有股价资料数据。根据这一资料，笔者将这一时段的上海股票市场的总市值和股价指数作为衡量指标。这样做的原因是，上海股票市场一直是近代中国最主要的资本市场，其发展变化无疑反映了投资者参与证券交易的行为变化。此处以股票种类、总市值、以市值加权的股价指数三个指标来刻画近代上海的股票市场的发育程度。

1870年开始，市场上进行交易的股票种类有银行、航运、船坞、百货、保险等，1895年以后开始出现糖业、工厂、土地、煤矿等类的股票，1909年开始出现棉纺、种植等行业的股票。上市公司总数目大约近似于股票种类，股票种类的变动趋势如图2所示。可以看到，在1910年和1930年，股票市场出现了两个股票种类的高峰，在1910年，有119种股票在市场上进行交易；1930年，股票种类增加到139种。

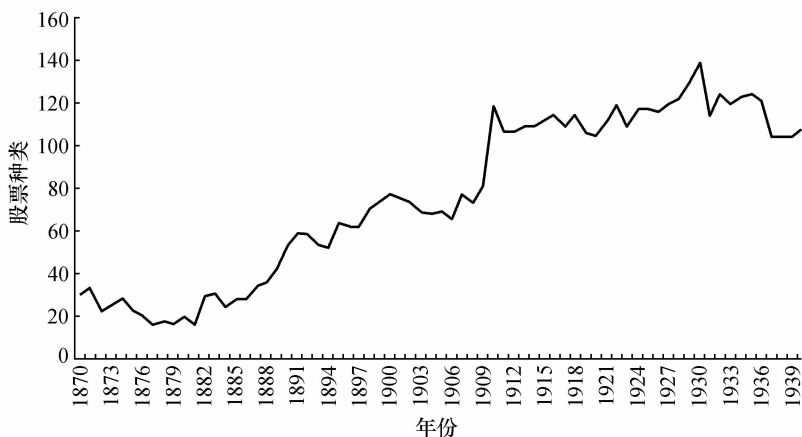


图2 上海股票市场股票种类变动趋势，1870—1940

资料来源：股票数据原始资料见1870—1940年《北华捷报》，具体按每年12月最后一天登报的股价资料整理。

根据《北华捷报》1870—1940年列出的上海证券交易所的数据，可以估算出衡量股票市场总体规模的总市值指标。《北华捷报》列出了每家公司一年中股票买卖的最高价和最低价，此处取此二者的平均数作为公司股票的价格，并乘以公司发行的总股本，从而得出该公司当年的股票市值（market capitalization），加总当年市场上列出的公司市值得出总市值，以此作为股票市场规模的近似。《北华捷报》中所列出来的公司，一般会在所列表格中存续十几年，但遗憾的是很多公司在所取年份股价数据缺乏，只能根据这一方法所得

的计算结果对股市规模有一个大概估计,但对于非常缺乏历史资料这一点来说,这已经是一个相对较好的替代性方法。

具体来说,从公司的总市值来看,可以看到公司市值在1914—1924年10年间出现了上升,分别是1914年的1.00017236亿元上升到1919年约6.83亿元,年平均增长率为2.68%;从1920年的4.224亿元增长到1922年的10亿多元;到1925年增长到了17.0730亿元。1925年到1931年则表现为下降期。结合近代中国经济发展的几个周期来看(王玉茹,2005),1915年到1931年的上升周期中,1915—1924年的股市规模与上升周期保持了一致变动;但在1925—1931年之间却出现了反向变动。笔者根据整理的数据绘制出1871年到1940年间上海证券交易所公司总市值变动趋势,如图3所示。

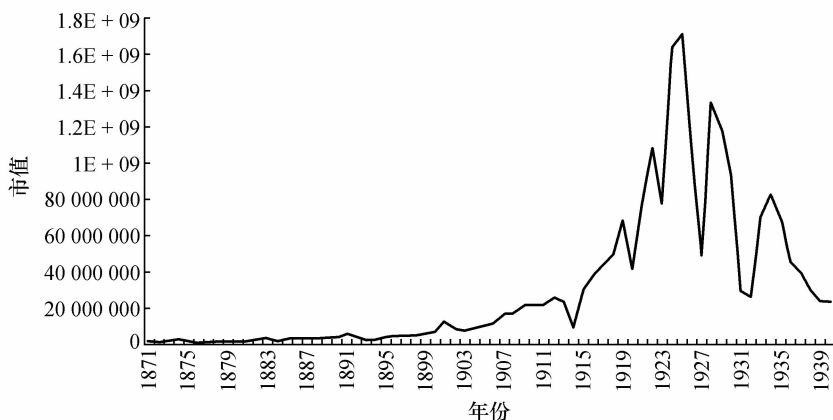


图3 上海股票市场总市值变动趋势

资料来源:根据1870—1940年《北华捷报》所列数据计算。

目前,学界对总市值和公司市值的意义存在着不同的看法,主要的观点分为两类。一是认为市值并不是公司真实价值的反映,因为股价中也有人为炒作的因素;二是将市场建立在完全市场假设条件下,即在一个信息充分披露的市场中,市值指标会反映公司的真实价值。但市值是否真正反映了公司价值,则已经不属于本文的讨论范畴。

最后,我们以两个反映股票市场景气程度的股价指数作为衡量。图4列出了对1871—1936年间上海股票市场股价指数的估算值。从笔者所使用的资料来看,股价指数计算的原始资料不仅包括了民族企业的股票,更多时候外资企业的股票市值所占权重更大。以1922年的股票交易为例,汇丰银行(Hongkong & Shanghai Banking Corporation)以美元计算的市值为423.4美元,而当年所有公司市值的平均数为76.51,故汇丰在以市值计算的股价指数中所占权重是非常高的。如果这样的公司股价波动较大,以市值为权重计算出的股价指数也将随之出现波动。

从计算结果来看,以市值加权的股价指数有几次较为明显的波动,体现

为股票市场在 1904—1914 年的缓慢上升期，1916—1921 年间的景气时期，1927—1931 年的低迷期以及 1931—1935 年的另一个景气时期。比起已有研究对近代上海股票市场发展三次高潮的归纳（朱荫贵，1998），以市值加权的股价指数体现出了更明显的波动。但从平均股价指数来看，1879 年之后，则一直呈现出下降趋势。

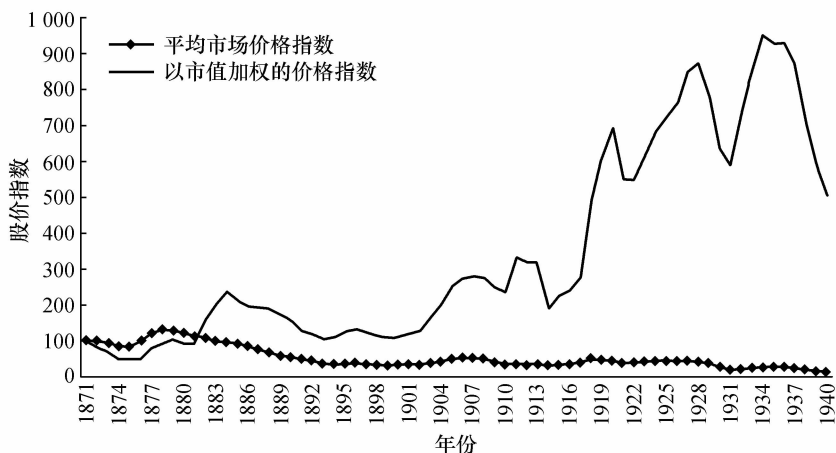


图4 上海市场股票价格指数, 1871—1936

资料来源：原始资料见 <http://icf.som.yale.edu/sse/>，图形根据 Wenzong Fan 的计算结果绘制。

再看看这一时期立法对投资者保护的情况。根据表 1，从投资者权利保护系数上看，1904—1914 年间的投资者保护指数平均仅为 1.5，比 1929—1940 年平均为 4 的系数低出许多。如果说 1929—1940 年间的发展可以由良好的投资者保护水平解释，那么 1904—1914 年间股票市场的发展就难以根据相同逻辑解释。由此，一个国家股票市场的发展，并非是单一的法律环境所决定的，而是诸多因素综合影响的结果。以 1929 年《公司法》为例，1927 年北伐成功，国民政府基本完成统一，定都南京，东北易帜，在这一政治背景下，江浙地区具备了空前的工商发展有利环境。另外，直接金融市场发展的市场条件至关重要。我们观察到的 1916—1921 年的发展阶段，正对应着第一次世界大战和战后欧洲恢复发展时期，民族资本遇到空前的发展机遇，也是该时期股票市场发展的一个重要因素。

四、政治变迁：立法演进的原因

以上我们从立法方面就近代以来的投资者权利保护状况进行了具体的实证分析，根据 LLSV (1998) 的研究体系，对这些权利数目的加总能反映出—个国家立法层面上对投资者权利的保护。从表 1 中可以看到，中国 1904 年的投资者保护权利指数仅仅为 1，到 1927 年，这一指数上升到了 4。“法与金

融”理论的一个基础假设就是，法律演变仅仅来源于普通法系国家的判例变化以及大陆法系国家法条的改变。一般而言，在这两类法系的国家中，公司法创立是经由立法程序并同时考虑法律专家和商人的意见。

在中国的案例中，公司历史从洋务运动时期就开始了，公司创办经由政府特许，并经历了官办、官督商办、商办的演进路径。1904年首部《公司律》使得公司设立进入准则主义阶段，但时人对于《公司律》缺陷的批评甚多，加之清王朝的迅速灭亡，《公司律》对鼓励商人投资公司所起作用并不如预期明显(Kirby, 1995)。当时促使清政府颁行公司法的原因，一方面是出自统治者振兴实业维持自身利益的要求，另一方面也是当时“收回利权运动”的需要(杜询诚, 1991)。

在晚清以来动荡的政治环境中，商人团体(如商会)在推进政府立法方面，起到不可忽视的积极作用。1904年，清政府正式颁布《商会简明章程》，鼓励各地建立商会，以加强众商团结和官商沟通(彭泽益, 1995, 第985页)。如上海总商会从20世纪前期就开始为推进民商事立法而进行民商习惯调查，其活动始于1908年左右，持续至1911年，由修订法律馆总其事，各省成立调查局，拟有专门的调查规则和调查提纲，各地商会配合进行。在民国时期，商会的调查则始于1918年年初，持续至1921年前后，由北洋政府司法部牵头，各省设立民商习惯调查处，仍由各地商会配合从事，订有极其详细的调查和操作规则。两次集中调查组织严密，工作细致，基本摸清了中国的民商事习惯，所获资料共近千册，汇编为《中国民事习惯大全》(1923)和《民商事调查报告录》(1930)等专书，对当时的民商事立法和司法产生了极大影响。以上海为例，1907年，上海预备立宪公会、上海商学会和上海总商会联合发起商人自订商法活动，通过成立专门机构，历时两年编制出《公司律调查案》并配付详尽的理由书，将之视为商界意见并呈送清政府。清政府灭亡之后，在社会各界普遍呼吁振兴实业的社会氛围下，作为北京政府最高当政者的历任总统，以及后来的临时执政、大元帅等，无不将发展实业列为施政纲要之一。1912年3月，袁世凯任命第一届内阁成员，宋教仁、陈其美分别担任农林、工商两部部长。工商部的施政方针之一就是“保护现有之工商”，为此，该部就修订新的经济法规进行准备，曾通令海内外华商商会，请就商律、矿律等各抒己见，同时还致函各驻外代表，请将驻在国各项工商行政章程迅速搜集，邮寄该部，以便参酌借鉴。²在这些因素的促动下，1914年北洋政府颁行《公司条例》，大部分采纳了晚清以来商人力量对商事习惯调查所形成的法律草案成果，其绝大多数条款皆是对《公司律调查案》的套用、压缩或文字重排。而通过设立这些切合商情的法条。

² 全文见《参议院第五次会议速记录》，《政府公报》第16号(1912年)5月16日，总第1册，第268页。《政府公报》第47号，1912年6月16日，总第2册，第312页。

这些商人团体根据自身商情整理而出的法律条文，使得政府立法方面对投资者权利保护的力度有所提高，到1927年南京国民政府成立后，立法院即拟定《公司法原则草案》，随后通过了新的《公司法》，使更多小股东有了申请召集临时董事会的权利。到了1929年，国民政府颁布的《公司法》中，引入了持股数量在1/10以上的投资者，有权利对公司董事会决议提出质疑的法规，允许投资者以个人或者团体的名义，对决议有过失责任的董事会提出诉讼。³在纸面立法上，1929年这部《公司法》对投资者的保护堪称完备。

但政府对商会的态度，从晚清时期鼓励发展转变为在南京政府成立以后进行严格控制。这些控制措施，如在全国范围内重整了商联会，以应对国家对商会的控制等，使得商人团体的力量受到进一步挤压，国家控制更为明显。南京政府时期的立法对投资者保护的变化，虽然在一定程度上保护了小股东，但更多的是为国有公司的规模扩张打下基础，从中获取巨额收益的是操纵这些公司的高层人员。南京政府1927年《公司法》最重要的变化，是其增加了有关“法人”持股的内容。“公司不为他公司之无限责任股东。如果他公司有限责任股东，其所有股份总额，不得超过本公司实收股本总数四分之一。”这项规定为民营企业之间互相参股控股、公司间的兼并收购，以及公司集团化成长提供了法律依据，同时也为国有公司以及其他有官方背景的公司向其他公司的渗透和扩张创造了条件。到1940年3月，国民党重庆临时政府又颁布了《特种股份有限公司条例》，规定公司发起人人数可以不受《公司法》第87条限制，即国家可根据战时形势的需要，以合营的方式，用较少的国有资金控制和参与较多的资源及企业。特别是到1946年修订的《公司法》颁行之，要求增加法人的持股比例，更为国有大公司向民营企业的渗透提供了便利。由此可见，统治集团的利益导向，是影响近代商事立法的重要因素。

五、结 论

本文基于1904—1940年投资者权利保护的实证研究，有如下发现：从第一部公司法颁布以来，纸面立法对投资者的保护处于不断完善之中，但这一过程与近代中国资本市场的发展之间没有出现“法与金融”理论预期的联系。作为公司立法的延伸，公司章程对投资者权利也提供了相应保护，促成了近代中国资本主义发展的“黄金时代”的诞生。而法条对投资者权利的保护之所以在1904年之后出现变化，是因为受到了不同统治集团利益的影响。根据不同时期的公司法立法，我们能看到这些立法上的改变都是为了满足政府对经济控制的需要。本文的研究还发现，近代中国自晚清以来剧烈的政治变化，

³ 关于1929年完备的《公司法》文本，可参见朱鸿达等编《新编六法全书，释义及判例》，上海世界书局出版社民国二十三年版。此处引述的是该公司法第150条。

展示了与 LLSV 的理论预期结果不一致的投资者保护情况。虽然清政府仿照大陆法系设立了首部《公司律》，但其对投资者权利的保护力度还比较薄弱。到北洋政府时期，纸面立法对投资者权利的保护有所改善，这些措施到南京政府时期更加完善。由于政权更迭带来的统治者集团利益变化，通过政府对公司国有化的尝试表现得愈加明显，这在立法变化中也有所显示。

投资者权利保护是近年来较受关注的一个研究议题，而目前国内学者的研究中，从历史视角进行剖析的文献还较少。本文的研究权当抛砖引玉，希望能引发更多学者的讨论兴趣。

附表 公司章程对股权限制的规定

所处行业	公司名称	创办时间	资料来源
矿业	富国矿业股份有限公司	1913.3	陈旭麓主编《宋教仁集》下册，中华书局，1981，第476页
	安徽和陵煤矿公司	1920	《和陵煤矿股份有限公司章程》(1929年修正)，二史馆档案，全宗号1038，卷宗号2367
	上海煤业公栈股份有限公司	1926.4	《中华民国史档案资料汇编》第3辑《农商》(二)，第1114、1116页
	永得安煤铁股份有限公司	1915.12	《中国民国史档案资料汇编》第3辑《工矿业》，第612—613页
	汉冶萍煤铁厂矿有限公司	1908.3	《商务官报》戊申年第13期，第12页
	华德中兴煤矿公司	1905.11	《商务官报》戊申年第5期，第11页
银行业	中国银行	1913.4	二史馆编《中华民国金融法规选编》，上册，第163页
	聚兴诚银行	1919	天津档案馆《聚兴诚银行有限公司章程》，全宗号562，卷宗号1129
	殖边银行	1914.3	同上，第172—173页
	交通银行	1914.4	同上，第175—176页
	华富殖业银行	1915.7	《政府公报》第1137号，(1915年7月8日)总第60册，第309页
	崇华殖业银行	1916.2	《政府公报》第39号，(1916年2月8日)总第80册，第588页
	金星银行股份有限公司	1921	《金星银行股份有限公司创办章程》，二史馆档案，全宗号1027，卷宗号533(1)
	裕国实业银行	1916.11	《政府公报》第300号，(1916年11月4日)总第96册，第134页
	新华储蓄银行	1918.1 修正章程	《政府公报》第727号，(1918年)1月30日，总第120册，第775页
	中国实业银行	1919.1	《中华民国金融法规选编》上册，第256页
	中国储蓄银行	1919	《中国储蓄银行章程》，二史馆档案，全宗号1027，卷宗号533(1)
	农商银行	1920.7	《政府公报》第1620号，总第161册，第410页

(续表)

所处行业	公司名称	创办时间	资料来源
银行业	中国农工银行	1921.8	《大宛农工银行改组中国农工银行》，《银行月刊》第1卷第11期，1921年11月5日，第9页
	浙江丝绸商业银行	1921	《浙江丝绸商业银行章程》，二史馆档案，全宗号1027，卷宗号542(2)
	劝业银行	1921年 修正章程	《政府公报》第2017号，总第180册，第151页
	中华国民商业储蓄银行	1921	《中华国民商业储蓄银行章程》，二史馆档案，全宗号1027，卷宗号541(2)
	中华通运商业银行	1922	《中华通运商业银行股份有限公司章程》，(1922年)，二史馆档案，全宗号1027，卷宗号536
	四川银行	1923	《川省组织四川银行》，《银行月刊》第3卷第3期，1923年3月25日，第11页
	浙江地方银行	1923	《浙江地方银行条例草案》，《银行月刊》第3卷第5期，1923年5月25日，第16页
	蒙古实业银行	1923	《蒙古实业银行章程》，《银行月刊》第3卷第7期，1923年7月25日，第11页
	太仓银行	1924	《太仓银行股份有限公司章程》(1924年)，二史馆档案，全宗号1027，卷宗号542(1)
	鄂西兴业银行	1925	《鄂西兴业银行章程》，《银行杂志》第2卷第20期，1925年8月16日，第4页
	浙江典业银行	1918	《浙江典业银行修正章程》，《银行月刊》第3卷第8号，第14页
	中华懋业银行	1919	二史馆藏档案，全宗号1027，卷宗号165(1)
	中国惠工银行	1918	《中华民国金融法规选编》上册，第235页
	生大工商业银行	1920	《生大工商业银行股份有限公司章程》，二史馆档案，全宗号1207，卷宗号536
	正利商业储蓄银行	1921	二史馆档案，全宗号1027，卷宗号536
	中美民生银行	1922	《中美民生银行股份有限公司章程》，二史馆档案，全宗号1207，卷宗号536
	中国棉业银行	1922	《中国棉业银行章程》，二史馆档案，全宗号1207，卷宗号536
	徐海实业银行	1926	《银行月刊》第6卷第7期，“银行界消息汇闻”，第4页
	天津丝茶银行	1925	《银行月刊》第5卷第9期，1925年9月25日，“银行界消息汇闻”，第4页
	交通运输业	商办浙江铁路公司	1912.7 修改章程
川汉铁路公司		1904	《近代史资料》1956年第6期
利通轮船公司		1925	《利通轮船公司章程》，《农商公报》第11卷第6期，第44页
中国长江行业股份有限公司		1913	《天津商会档案汇编(1912—1928)》第一册，第739页
宁绍轮船公司		1913	《民立报》，1913年7月1日

(续表)

所处行业	公司名称	创办时间	资料来源
纺织业	兴华棉业公司	1919	《兴华棉业公司章程》,《江苏实业月志》第8期,1919年11月,第28页
	溥利呢革公司	1907	《呢革公司章程》,《商务官报》丁未年第21期
	北洋纱厂	1937	《北洋商业第一纺织股份有限公司章程》,天津档案馆藏,全宗号53,卷宗号145
	利用纺织有限公司	1908	《江苏实业月志》第7期,1908年10月
	庆丰丝厂股份有限公司	1920	上海档案馆藏 S447-1-2
	石家庄大兴纺织有限公司	1922	《裕大华纺织资本集团史料》,湖北人民出版社,1984年,第80页
	鸿裕纺织公司	1916.8	《公司章程》,《农商公报》第3卷第2期“政事门公文”第13页
	湖南正兴织造公司	1917.9	《农商公报》第4卷第3期“政事门公文”第18页
	江苏阜昌染织公司	1926.1	《农商公报》第12卷第7期,第4页
	江苏物华丝织公司	1922.2	《农商公报》第8卷第8期“政事门公文”第11页
中华第一织染有限公司	1912	《中华第一织染有限公司招股章程》,1912年12月16日《民立报》第12版	
公用事业	苏州电器厂股份有限公司	1924	苏州市档案馆藏档案,全宗号I34,卷宗号4
	京华华商电灯有限公司	1918	《政府公告》第1188号,总第143册,第632页
	上海浦东电气公司	1919	童世亨《企业回忆录》中册第8页,《民国丛书》第3编第74号
	重庆烛川电灯有限公司	1926	二史馆藏档案,全宗号1038,卷宗号2126
	上海内地电车有限公司	1912	《申报》1912年4月14日
	北京华商电车有限公司	1913	《申报》1913年2月9日
	吉林宝华电灯公司	1907	《吉林宝华电灯公司暂定章程》,《盛京时报》光绪三十三年二月初八日
	湖南电灯公司	1909	汪敬虞《中国近代工业史资料》第二辑下册,第741页
	京师自来水公司	1908	《盛京时报》光绪三十四年五月二十日,第3版

参考文献

- [1] 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》,2007年第12期,第114—123页。

- [2] 杜恂诚,“近代中国股份有限公司治理结构中的大股东权利”,《财经研究》,2007年第12期,第38—46页。
- [3] Dunlavy, C., “Corporate Governance in Late 19th-Century Europe and the U. S.: The Case of Shareholder Voting Rights”, in Hopt, K., H. Kanda, M. Roe, E. Wymeersch, and S. Prigge (eds.), *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Clarendon Press, 1998.
- [4] Fohlin, C., “Does Civil Law Tradition and Universal Banking Crowd Out Securities Markets? Pre-World War I Germany as Counter-Example”, *Enterprise and Society*, 2007, 8(3), 602—641.
- [5] Franks, J., C. Mayer, and S. Rossi, “Ownership: Evolution and Regulation”, Institute of Finance and Accounting Working Paper FIN 401, London Business School, 2004.
- [6] Hilt, E., “When Did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century”, *Journal of Economic History*, 2008, 68(3), 645—685.
- [7] 交通银行总行、中国第二历史档案馆,《交通银行史料》第一卷(1907—1949):上册。北京:中国金融出版社,1995年。
- [8] Kirby, W., “China, Unincorporated: Company Law and Business Enterprise in Twentieth Century China”, *Journal of Asian Studies*, 1995, 54(1), 43—63.
- [9] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 1997, 52(7), 1131—1150.
- [10] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113—1155.
- [11] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1—2), 3—27.
- [12] Lamoreaux, N., and J.-L. Rosenthal, “Corporate Governance and the Plight of Minority Shareholders in the United States before the Great Depression”, in Glazer, E., and C. Goldin (eds.), *Corruption and Reform: Lessons from America's History*. Chicago: University of Chicago Press, 2006.
- [13] 彭泽益,《近代工商行会史料集》(下)。北京:中华书局,1995年。
- [14] Roe, M., “Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control”, *Stanford Law Review*, 2000, 53(3), 539—606.
- [15] 沈艺峰、许年行、杨熠,“我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验”,《经济研究》,2004年第9期,第90—100页。
- [16] 王玉茹,“中国近代的经济增长和中长周期波动”,《经济学(季刊)》,2005年第4卷第2期,第461—490页。
- [17] Williamson, O., “The Economics of Governance”, *American Economic Review*, 2005, 95(2), 1—18.
- [18] 许涤新、吴承明,《中国资本主义发展史》(第一卷)。北京:社会科学文献出版社,2007年。
- [19] 中国人民银行上海市分行金融研究所,《上海商业储蓄银行史料》。上海:上海人民出版社,1990年。
- [20] 朱荫贵,“近代上海证券市场上股票买卖的三次高潮”,《中国经济史研究》,1998年第3期,第58—70页。
- [21] 朱荫贵,“论研究中国近代资本市场的必要性”,《中国经济史研究》,2010年第1期,第12—17页。

Legal Protection or Political Instability? Shareholder Rights and Financial Development in China: 1904—1940

JINSONG ZHAO

(Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract Using archives of shareholder companies, this paper explores how the company law protected shareholder rights in the early 20th century China. The protection of shareholder rights on book became stronger from 1904 to 1940, but in contrast to the law and finance literature, the capital market did not develop accordingly. Our study indicates that the fluctuation of shareholder protection can be explained more by political instability than legal origin.

JEL Classification G38, K22, N85