

重挫中国早期工业化的那场股灾

1882~1883年的股灾断送了大清工业化的难得时机，重挫了私人资本投资近代企业的热情，扭曲了股票在投资者心目中的形象，人们视股票为畏途，“言及公司股票，竟有谈虎色变之势”。

文 | 吴福明

国人最先接触股票是从外商在华企业的“附股”开始的。

1862年，美商旗昌轮船公司100万资本中，华人持股超过一半，其最大股东为中国人。近代中国的第一代股票投资者便是这些“附股”者。以洋行买办居多，其代表人物有唐廷枢、徐润、郑观应等人。

在外商企业的示范下，1871年，“官督商办”的轮船招商局“开风气之先”，公开发行股票，成为近代中国第一家股份制企业，随后开平煤矿、上海机器织布局等也纷纷招股。通过两次招股，至1881年，轮船招商局固定资产总额从63万余两增加到320万两，利润则从8万余两升至29万余两，股东获利丰厚，其股息率达到10%~20%。上海机器织布局在经历初期的磨合后也逐步走出低谷，原定招股40万两，因购买者太多，增加10万两也满足不了市场的需求。1882年，开平煤矿100万两在上海招足，其他外地矿业公司也纷纷来沪招股。

当时的股票是如何发行的呢？

公司发行股票除了要获得当地政府的批准外，还要获得北洋大臣或南洋大臣的核准，轮船招商局等官督商办企业则须“奏准”皇上，方能“奉旨”发行。公司初期是通过朋友圈“因友及友”式私募，后期登报公开招募。轮船招商局、开平煤矿等公司股票长期在面值之下徘徊，1876年，前者的股价只有40~50两（面值100两）。

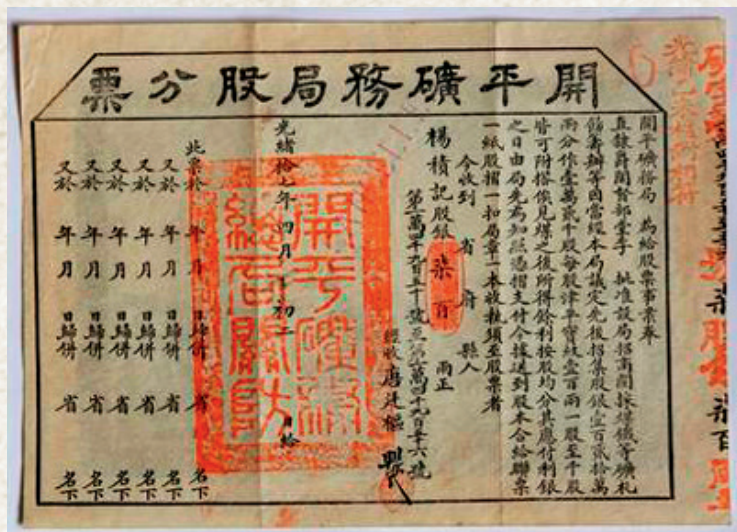
1882年开始，股票突然热起来，招商局股价新高叠出，

当年夏天更升至270两。尚在筹建之中的外地矿业公司如长乐、鹤峰、热河平泉等股价也在很短时间上涨一倍有余。1882年年中至次年年底，招股公司从10家猛增至29家。29家企业筹集资本金约在1000万两左右，这是一笔不小的数目，相当于当时清政府全年财政收入的八分之一至七分之一。其时，“每一新公司起，千百人争购之，以得股为幸”；“举国若狂，几成风气”。

1882年6月9日，《申报》第一次刊登股票行情，当时交易股票为10只。9月，专门从事股票买卖中介的准证券交易所——上海平准股票公司成立，该公司本身也是股份公司，资本为10万两，除了为各公司股票公开定价外，它还开展抵押股票业务，以一个月为期，“期满不赎，照市出卖，除去押息，盈亏向原主结算”。10月27日，《申报》的股市行情开始以“平准公司各股份市价”名义发表，股票增加到19只。

但股市盛况下暗含危机。

首先，这些新式企业中矿业公司占三分之一，创办人有买办、官僚、钱庄老板、富商与华侨，办矿经验不足加之技术条件的限制，成功者很少。公司设在上海，矿厂则在数千里之外，高薪聘请的洋矿师大都不称职，敷衍了事，财务无章可循，内部纠纷不断。除开平煤矿、云南铜矿、利国铁矿外无一成功，究其原因，在于总办者“既合众人之资，竟慷他人之慨……视公司之财为内库之藏，所办未



就，资本已亏。”更有甚者，一些人“志不在矿，借端招摇者杂出其间”。除招商局与开平煤矿等少数企业盈利外，大部分企业尚处于筹建期，盈利前景难料，私人资本对矿业投资项目存在很大的盲目性，创办人在专业与管理等方面更是欠缺。

另外，上海钱庄与银号依附于外商银行与山西票号，投机性强，其杠杆放贷蕴含的风险极大。这些钱庄资本仅三五万两，他们以其庄票为抵押向外资银行“拆票”，平时约300万两，高峰时超过1000万两。更为重要的是，钱庄同业之间联系极深，难以隔离风险，一家倒闭可能波及整个行业。

从1882年年初开始，几乎所有的钱庄都接受包括矿业股票在内的抵押放款，股票抵押按照“值十押八，值十之外押足十分”，而受押者暗中融通，“张来赎则又取李之票以充还之”，此时，这些公司股票价格已经开始出现泡沫，但商人、钱庄、新式企业主欲罢不能。

1882年年末，市场对商号倒闭的数量比以前多的现象并未在意。股价仍坚挺，招商局股价在230两，开平煤矿股价在180两左右。1883年1月，一家规模不小的老字号“金嘉记”丝栈突然倒闭，累及40余家与之放贷的钱庄。3月

市场开始有所反应，龙头股招商局跌至150两。

外资银行与票号一看风向不对，即停止拆借与放款。1883年8月，市场股价跌势加速，矿业股票跌幅尤甚，开平煤矿由3月1日的168两跌至110两，投资者亏损惨重，他们“左支右拙”，不少钱庄放出的抵押贷款在股市中蒸发殆尽，倒闭风险陡现。怡和档案中有不少关于此次股灾的描述，1883年10月，在纯泰、泰来两家钱庄倒闭之时，上海怡和洋行大班在一封信中，断言“将来还会有继而倒闭者”，他分析道：“这多半是因为以中国公司的股票投机所致，开平煤矿此前卖到260两，现在开价70两还无人买。招商局股票本来市价极高，现在则开价90两随便出让。”市场盛极而衰，上海78家钱庄就倒闭了68家，三四百家商号因之停业。

更大的风潮则是红顶商人胡雪岩阜康系钱庄与银号的倒闭，胡在官场和商场长袖善舞，其控制的阜康系钱庄遍布大江南北。大量资金直接或间接流入股市。股市暴跌，阜康系发生挤兑风潮。当年年底由于无力应对，阜康只得宣布倒闭，继而波及全国的金融市场。

1883年11月4日，14只股票“无市”，上市交易的股票数量不断减少，1884年只有25只，至1885年年初，整个上海连外股在内的所有上市股票仅剩12只，“招商局”最低跌至36两，开平煤矿跌至29两，承平银矿甚至暴跌至3.5两（面值50两）。赛兰格点铜和沙岑开地公司股票则形同废纸。如果以1882年6月9日《申报》刊登的10只股票行情为基准来计算股票指数的话，到1884年年底，指数从100跌至15，跌幅高达85%。1887年1月4日，《申报》不得不终止刊登股票行情，不久，上海平准股票公司也倒闭了。

此次股灾断送了大清工业化的难得时机，重挫了私人资本投资近代企业的热情，扭曲了股票在投资者心目中的形象，人们视股票为畏途，“言及公司股票，竟有谈虎色变之势”。此后，从“不招洋股”到“不拒洋债”，晚清的铁路、矿业等陷入外债的泥潭。股灾还扼杀了正在摇篮中的企业家及其创新创业精神，从此，“商办”让位于“官督”，近代中国早期的工业化前路茫茫。■

（作者系经济史博士，专注研究证券、土地金融及文物收藏）