

Abstract of dissertation entitled

The 1910 Financial Crisis in Shanghai  
1910 上海金融風暴

Submitted by  
LIANG, Wei Jen William

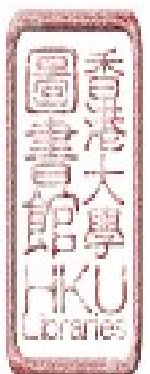
for the degree of Master of Arts  
at The University of Hong Kong  
in August 2013

Although there is no strict definition, the term “*financial crisis*” usually refers to an event in which the value of financial assets drops rapidly. The causes and consequences of different types of financial crisis could vary. The most recent global financial crisis happened in the year of 2008. The bursting of housing bubble in the U.S. and other countries caused the value of mortgage-related securities, created by financial institutions, to plummet. With governments' efforts to bailout banks, the collapse of global financial system was avoided. However, this crisis has resulted in unfortunate political and social turmoil.

In 1910, a financial crisis happened in Shanghai, triggered by the bursting of rubber stock speculation bubble. Forty native banks (錢莊) in Shanghai, out of ninety-one, shut the doors by end of that year, attributed by global rubber material price fluctuation and the fraud in Shanghai capital market. As highly involved with stock speculation, several native banks incurred substantial losses, while the whole financial industry was encumbered with those native banks' insolvency, and then followed by the political and social turmoil, including the Xinhai Revolution (辛亥革命) in 1911.

“The 1910 Financial Crisis in Shanghai” has been a popular topic. By further verifying historical materials, especially the articles on English and Chinese newspapers, this dissertation proves that some common understanding about the crisis cannot be re-affirmed. It is also proved that the modern economic model for financial crisis could be applied on the 1910 crisis in Shanghai.

Word Count: 250



# The 1910 Financial Crisis in Shanghai

## 1910 上海金融風暴

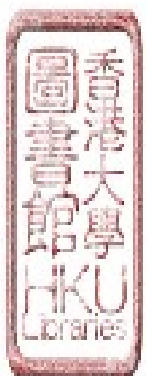
by

LIANG, Wei Jen William

B.S.E.E. NTU; M.S.I.A. CMU; M.S.C.F. CMU

A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements  
for the Degree of Master of Arts  
at The University of Hong Kong

August 2013



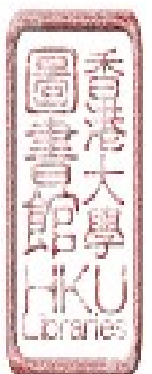
## Declaration

I declare that the dissertation and the research work thereof represents my own work, except where due acknowledge is made, and that it has not been previously included in a thesis, dissertation or report submitted to this University or to any other institution for a degree, diploma or other qualifications.

Signed: \_\_\_\_\_

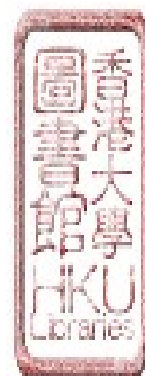
LIANG, Wei Jen William

31 August 2013

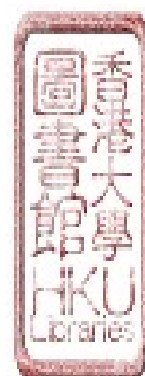


## 目錄

章節	內容	頁數
第一章	引言 2008年全球金融風暴	1
第二章	1910年上海金融風暴	
	第一節 上海金融風暴簡述	7
	第二節 逐日紀實	11
	第三節 過去對金融風暴的起因分析	13
第三章	金融風暴之前全球橡膠業的發展	
	第一節 亞馬遜河流域與馬來半島	20
	第二節 1910年以前的橡膠業與資本市場	24
	第三節 1910年橡膠價格暴跌	30
第四章	清末上海的橡膠資本市場	
	第一節 卡倫傍成立與新設立的種植類股	37
	第二節 橡膠股票籌資熱潮的開展	45
	第三節 喬治·麥邊與藍格志	55
第五章	清末上海的金融體系	
	第一節 錢莊與外國銀行	66
	第二節 股票交易制度與發展	75
第六章	倒閉風潮的開展與社會各界的應對	
	第一節 1910年6月的結算與7月的風潮	82
	第二節 上海道台蔡乃煌與源豐潤倒閉	89
	第三節 川漢鐵路公司與保路風潮	97
第七章	總結	
	第一節 上海金融風暴的經濟學模型	101
	第二節 各章摘要	104



參考論著與文獻		111
(一)	報刊、雜誌	
(二)	中日文專書	
(三)	中文專文、學術論文、學位論文	
(四)	英文專書	
(五)	英文專文、學術論文、學位論文	
附錄		
(一)	清末錢業業規	117
(二)	上海橡皮股票風潮所涉及之人物	122
(三)	上海橡皮股票風潮相關名詞 中英對照表	128
(四)	上海道台三百五十萬兩借銀合同 (1910年8月4日)	129
(五)	Agreement for a loan of taels 3,500,000 to the Shanghai Taotai (August 4, 1910)	131



## 第一章 引言 2008年全球金融風暴

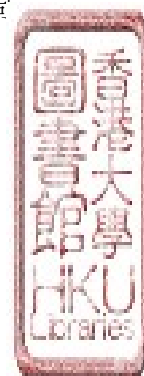
2008年9月18日星期四傍晚，美國華盛頓特區國會山莊眾議院發言人佩洛西（Nancy Pelosi）的辦公室中進行了一場緊急會議，與會成員包括財政部長保爾森（Henry Paulson）、聯邦準備系統理事會主席柏南克（Ben Bernanke）以及民主共和兩黨的參眾兩院資深議員。會議中，保爾森與柏南克要求獲得國會授權，動用 7,000 億美元為市場紓困。兩人語氣平穩地說明，如果沒有這筆緊急資金，美國以及全球的金融體系將會在幾天內崩潰瓦解。

在過去國際房地產價格持續上漲的熱潮時期，金融機構大量發行與房屋貸款互相連結的金融債券，以支持房屋貸款上的資金需求。自從房地產行情由盛而衰，這些金融債券的交易價格急跌，導致全球金融市場自 2007 年以來一片混亂。各大金融機構紛紛宣布大額虧損，並以供股（又稱現金增資、right issue）或配售（placing）等方式向股東或投資大眾籌集額外資金，補充由於虧損而造成銀行資產中第一級資本（Tier 1 capital）的流失。在美國政府向國會請求批准 7,000 億美元計劃之前的十天中，金融風暴達到最高潮。在這段期間，財政部與聯準會以高達 2,000 億美元潛在損失的代價接管了政府資助的房貸機構房利美（Fannie Mae）與房地美（Freddie Mac）；美林證券（Merrill Lynch）在美國政府的強迫下，接受美國銀行（Bank of America）440 億美元的收購；聯準會接管美國國內最大的保險巨擘美國國際集團（AIG, American International Group），並立即為AIG提供 850 億美元的紓困貸款；而華爾街五大投資銀行之一的雷曼兄弟（Lehman Brothers），在政府的默許下出乎意料地宣告倒閉。<sup>1</sup>

9月19日，也就是聯邦政府與國會議員舉行緊急會議的隔天，財政部公佈了《問題資產解決計劃（Troubled Asset Relief Program）草案》。接下來的兩週內，國會參眾兩院、民主共和兩黨總統候選人<sup>2</sup>、財政部、聯準會以及各行政部門迅速對法案進行磋商，用最快的速度對修正案達成了共識。10月1日參議

<sup>1</sup> Andrews, Edmund L., “Vase Bailout by U.S. Proposed in Bid to Stem Financial Crisis”, *The New York Times*, 18-Sep-2008.

<sup>2</sup> 2008年美國總統選舉於2008年11月4日舉行，民主黨候選人為巴拉克·歐巴馬（Barack Obama），共和黨候選人為約翰·麥坎（John McCain）。當選人巴拉克·歐巴馬於2009年1月20日宣誓就職。



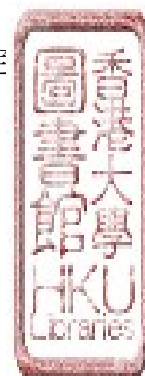
院表決通過，10月3日眾議院表決通過，總統喬治·布希（George W. Bush）隨即在當天簽署了《緊急經濟穩定法案（Emergency Economic Stabilization Act）》，正式啟動7,000億美元的金融救援方案，聯合其他各國的救援計劃，避免美國以及全球金融市場陷入無可挽回的大災難。<sup>3</sup>

在金融風暴發生之前，華爾街五大聲譽卓著的投資銀行分別為高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、美林、雷曼兄弟以及貝爾斯登（Bear Sterns）。儘管五大投資銀行通稱為「投資銀行」，但是在美國的金融法令之下這些投資銀行並非屬於傳統銀行業，而是被歸類為非銀行業的金融機構，屬於影子銀行體系（shadow banking system），所受到的監管不如一般銀行業嚴格，在緊急情況無法得到聯準會作為最後貸款人（lender of last resort）對銀行業提供協助的資金。2008年10月《緊急經濟穩定法案》正式實施的同時，五大投資銀行的名號不再。2008年3月，摩根大通銀行（J. P. Morgan）收購瀕臨破產的貝爾斯登；9月14日，美國銀行收購了同樣瀕臨破產的美林證券；隔天，雷曼兄弟提交了破產申請；9月21日，在美國聯準會的批准下，五大行中碩果僅存的高盛和摩根士丹利兩家公司將公司型態由非銀行的金融機構轉型為傳統的銀行控股公司，納入較為嚴格的銀行業監管制度之下。除了倒閉的雷曼兄弟，這四家公司的新身份可以合法得到來自聯準會對銀行業提供協助的資金。五大投資銀行過去以非銀行業金融機構的身份，以更高的財務槓桿比率投機於市場上各類金融商品。當市場走勢不如預期，各投資銀行的鉅額虧損引發了信用上的連鎖效應，全球金融機構倒閉無數。如果不是各國政府全力資助金融業，造成的風潮恐怕更加難以想像。這是當時金融體系上脆弱的一面。<sup>4</sup>

2008年由次級房屋貸款所引爆的金融風暴，對全球各國在經濟及社會各方面都造成了極大的負面影響。以美英兩國為例，相較於2008年之前的溫和穩定成長，兩國2008年的經濟無成長，2009年的GDP年成長率分別為負數的-2.6%

<sup>3</sup> Herszenhorn, David M., "Bailout Plan Wins Approval; Democrats Vow Tighter Rules", *The New York Times*, 3-Oct-2008.

<sup>4</sup> （英）巴克利（Adrian Buckley）著，梁維仁譯：《金融風暴的第一本教科書》（台北：五南出版社，2012），頁76。



與-4.9%。對國民生計影響最鉅的失業率，兩國由 2008 年的不到 6%，分別飆高至 9.3%與 7.6%。兩國公共債務佔GDP的比率在 2008 年後的 4 年間，增加的幅度超過了 20%，顯示了舉債救經濟對公共債務的直接影響。<sup>5</sup>

五年之後的 2013 年，金融風暴所造成的負面影響不但是餘波盪漾，而且還有擴大的趨勢。全球各國為了因應經濟的持續低迷，推出各項措施以提振經濟。美國聯準會的幾波量化寬鬆（QE, Quantitative Easing）貨幣政策，透過公開市場操作為銀行體系注入新資金、提高貨幣供應、刺激市場流動性並提高銀行放出貸款的能力與意願。在兩次QE政策之後，聯準會於 2012 年 9 月 13 日提出第三次量化寬鬆措施QE3，以每個月 400 億美元的額度購買房屋抵押擔保債券（MBS, Mortgage-Backed Security），直到美國就業明顯改善為止，並延長超低的美元聯邦基準利率至 2015 年中。聯準會主席伯南克的進取措施，被認為將對 11 月間舉行的美國總統大選產生政治上的影響，另一個憂慮則是可能加速全球資產價格的泡沫化。<sup>6</sup>

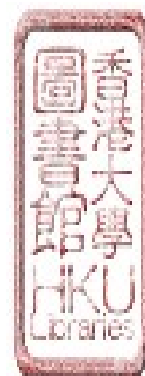
相對於歐美先進國家而言，部分體質衰弱的小國在面對劇烈的金融動盪時期就更加難以全身而退。2013 年 3 月，在金融風暴影響下瀕臨破產的南歐地中海小國賽普勒斯（Republic of Cyprus），為了取得來自國際上的金融援助，在歐洲中央銀行（ECB, European Central Bank）、國際貨幣基金組織（IMF, International Monetary Fund）以及歐洲各國的共同討論折衝之下，不得不採取激進的措施，以換取來自IMF以及歐洲各國合共 100 億歐元的資金協助。這個措施最早的版本是向賽普勒斯銀行存戶徵收存款總額 6.75%的銀行存款稅；超過 10 萬歐元的存款金額則以更高的 9.9% 稅率進行徵收。<sup>7</sup>這項提議立即引發賽普勒斯銀行的擠兌風潮，國內示威抗議不斷發生，造成政治與社會的不穩。對於賽普勒斯政府而言，也等於被迫吞下一顆國內政治上的毒藥。

\*\*\*\*\*

<sup>5</sup> Casey, Terrence, *Legacy of the Crash* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2011), p. 49.

<sup>6</sup> Appelbaum, Binyamin, “Fed Leaning Closer to New Stimulus if No Growth Is Seen”, *The New York Times*, 24-Jul-2012.

<sup>7</sup> Matthews, Dylan, “Everything you need to know about the Cyprus bailout, in one FAQ”, *The Washington Post*, 18-Mar-2013.





1910年，清宣統二年，也是辛亥革命武昌起義的前一年。清朝的國祚只剩下一年多，以孫文（1866-1925）為臨時大總統的中華民國政府即將成立。1910年，上海發生了兩波波及全國的嚴重金融恐慌。風潮之下，上海錢莊總數由1910年初的九十一家驟減至年底的五十一家。<sup>8</sup>

1910年7月發生的第一波錢莊倒閉潮，起因來自於當時錢莊對橡膠股票買空賣空的投機行為。<sup>9</sup>西曆7月21日起，<sup>10</sup>正元、兆康、謙餘三大錢莊先後倒閉，共虧欠700餘萬兩。接下來一個月內，又有六家上海錢莊倒閉，引發市面極度恐慌。當時的上海道台蔡乃煌（1861-1916）在上海各外國銀行的支持下，迅速取得350萬兩資金投入市場，暫時舒緩了市面上銀根不穩的情形以及恐慌的情緒，遏制了可能加劇的錢莊連環倒閉風潮。

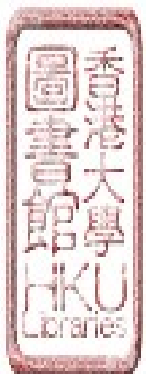
10月的第二波錢莊倒閉風潮則是政府的不當措施所引發。上海道台蔡乃煌在朝廷以及民間不滿的情緒下被開革，革道在朝廷的嚴令之下抽取朝廷存放於各銀號錢莊的資金以支付到期賠款。此舉立即引發了大銀號源豐潤的周轉失靈，旋即宣告倒閉，並拖累上海其他錢莊銀號。好不容易穩定了的金融市況，再次因為大銀號的擱淺而引發了另一波更大風潮，襲擊北京、天津、杭州、漢口、廣州、香港等各埠錢市，全國震動。

川漢鐵路公司在7月的風潮之中虧損了數百萬兩。公司在上海的要員挪用公家資金，提供錢莊進行股票炒作所需的資金，該要員自己亦牽涉在股票投機之中。股票價格的突然下跌與錢莊的倒閉造成公款的虧空。之後清廷的鐵路國有政策，強收包括川漢鐵路公司在內的各地民營鐵路公司。收購的過程之中對於川漢鐵路公司股東的補償方案，清政府堅持必須扣除股票投機交易與錢莊倒閉所導致的虧空，此舉引發川路股東的強烈不滿，進而反對政府的收購行動。「四川保路同志會」掀起保路運動熱潮，「成都事件」中槍殺保路運動請願民眾，激化了四川各地的反清抗爭。清廷見事態擴大，部分武漢新軍入川鎮壓，

<sup>8</sup> 中國人民銀行上海市分行編：《上海錢莊史料》（上海：上海人民出版社，1960），頁94。

<sup>9</sup> 橡膠在當時亦稱之為橡皮，除非引用原文，本文中統一以橡膠稱之。

<sup>10</sup> 本研究計劃除非另有說明，否則所有日期皆以西曆表示。



湖北軍事上的空虛竟意外導致了武昌起義的一舉成功。1912 年，中華民國臨時政府在南京成立，宣統皇帝（愛新覺羅·溥儀，1906-1967，1908-1912 在位）宣布退位，清朝滅亡。清朝覆亡的原因來自長久以來複雜的政治與社會問題，上海橡膠股票交易引發的金融風潮，看似與政治事件不相關，卻間接成為武昌起義成功的催化因素之一。

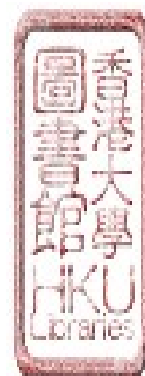
\*\*\*\*\*

歷史上從來不缺經濟泡沫爆破的例證，早期包括十七、十八世紀發生在荷蘭的鬱金香狂熱、法國的密西西比事件與英國的南海泡沫事件等等。較為近代的例子包括 1997 年的亞洲金融風暴以及 2000 年科技網路股泡沫的爆破，最近的例子則是 2008 年的全球金融風暴。幾次泡沫的爆破都為經濟、社會甚至政治穩定，帶來大型的震盪。

知名經濟學家查爾斯·金德爾伯格（Charles P. Kindleberger, 1910-2003）擅長從歷史的角度研究經濟問題。他認為總體經濟系統中的外部衝擊（displacement）為某些經濟領域創造了重要機會，外部衝擊也是經濟危機事件的源頭。經濟熱潮開始，金融寬鬆的愉悅感出現，投機活動增加，泡沫慢慢增長，市場價格逐漸偏離基本價值，相關詐騙案件增加，部分投資人開始獲利了結，市場冷卻，資金加速逃離，最終引發金融經濟社會政治等等動盪。<sup>11</sup>證諸歷史上的金融風潮，多是按照這類模式進行。而 1910 年由橡膠股票所引發的上海金融風潮，比較 2008 年由歐美次級房屋貸款所引發的全球金融風潮，儘管兩者之間有著背景與影響上顯著的差別，卻也與金德爾伯格所建構的金融風暴經濟模型，有著基本相同的發展模式。

近代細緻而複雜的國際金融市場，覆蓋全球各地採用不同監管方式的國家與地區。金融創新熱潮之後，市場上充斥各類難以理解的衍生性金融商品，不同類型資產價格之間的相關性錯綜複雜。國與國之間以及跨國大型金融機構為

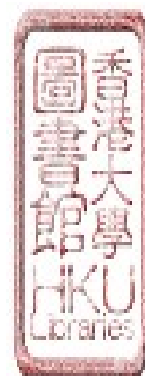
<sup>11</sup>（美）金德爾伯格（Charles P. Kindleberger）著，朱雋、葉翔譯：《經濟過熱、經濟恐慌及經濟崩潰》（北京：北京大學出版社，2000），頁 16。



了自身利益又競爭又合作的關係，使得試圖分析近代金融風暴的困難度大增。而有關上海金融風暴這個波及全國的金融恐慌，以今日的角度看來，發生的原因還是相對單純，大致牽涉到橡膠原料供給需求所造成的價格波動、金融機構營運以及相互之信用借貸、股票交易制度上的問題，當然還免不了包括人謀不臧的投機弊案。過去的許多研究，對於風潮發生的經過、錢莊倒閉以及隨後釀成的全國性大風潮，都有著個別的詳細描述。對於發生的原因，由早期簡單歸因於西人詐騙，轉而開始探討清末時期金融系統的運作以及當時金融環境貨幣供給等等。

本文建立在過去研究的基礎上。微觀上，以當時的報刊內容重新檢視過去文獻中經常互相引用的細節。宏觀上，探討當時整體大環境對上海橡膠股票投機與錢莊倒閉風潮發生的原因。所獲得的實質研究成果，包括分析當時風暴的起因與後續影響，同時對於一般所了解有關風暴的細節，依照史料提供實際佐證或是作出反駁。

2008 年金融風暴其實還沒有結束，世界各國還在消化風暴的惡果，特別是歐洲各國。金融的發展日新月異，歷史研究除了鑑古知今之外，今日的知識可以對過去發生過的事件作出更詳盡的回顧，又可以為今日所借鏡。由 1910 年上海金融風暴來了解當時金融、財政、經濟、社會以及政治各方面的情勢，進而探討這場風暴發生的背景原因以及後續各方面的影響，也能夠對近代發生的大小規模金融風暴提供一定的經驗回饋。



## 第二章 1910年上海金融風暴

### 第一節 上海金融風暴簡述

1910年7月23日星期六，宣統二年農曆六月，上海道台設在租界的辦公機關斜橋洋務局中舉行了一次緊急會議。與會成員包括上海地區最高行政長官蘇松太道道台蔡乃煌，商界中最具影響力的上海匯豐銀行總理亨德（H. E. R. Hunter）、怡和洋行大班同時也是上海工部局董事會主席的倫特爾（D. Landale），還有各商會、商行、錢莊以及外國銀行代表。會議召開的目的是討論自從7月21日以來接連發生的上海錢莊倒閉風潮。會議由下午二時一直持續到傍晚七時，匯豐銀行與其他外國銀行代表初步同意在得到兩江總督與江蘇巡撫的批准及保證下，由清政府出面向各外國銀行貸款資金合共350萬兩，並由國內自籌150萬兩，協助各錢莊度過市面銀根緊俏的困難。<sup>12</sup>

7月24日下午，會議轉到匯豐銀行繼續進行。會議的結論是由本埠殷實商家以其產業向外國銀行抵押借款350萬兩，並由兩江總督核准大清銀行自籌並撥款150萬兩，以安定恐慌中的市面。<sup>13</sup>當天晚上，蔡乃煌偕同商會總理周金箴（1847-1927）乘坐專車赴江寧（南京）面稟江督張人駿（1846-1927），歸途再謁見蘇撫程德全（1860-1930）商議辦法，希望儘快平息市面上的恐慌情緒。<sup>14</sup>儘管如此，各地的擠兌現象還是由各錢莊蔓延至裕蘇官銀號和裕甯官錢局，滬道蔡乃煌不得不於7月25日出示曉諭，保證官設金融機構的信用，並以重辦不貸的態度希望平息市面上的傳言。<sup>15</sup>上海商務總會也在隨後的幾天之中在上海各大報頭版刊登廣告，重申滬道曉諭，竭力維護官府鈔票的信用。<sup>16</sup>

7月下旬發生的錢莊倒閉風潮，由21日英租界天津路的正元、謙餘二錢莊開始，接著是22日的兆康莊、森源莊，23日元豐莊，24日的會大、協大、晉

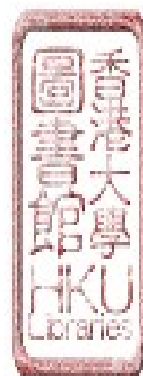
<sup>12</sup> 《北華捷報》North China Herald, 29-Jul-1910, p. 268.（簡寫為NCH）

<sup>13</sup> 《時報》1910年7月28日，第二版。

<sup>14</sup> 《申報》1910年7月26日，第二張第二版。

<sup>15</sup> 《申報》、《時報》1910年7月27日。

<sup>16</sup> 《申報》、《時報》1910年7月28日，頭版。



大三莊。而各洋行、外國商會、外國銀行之所以如此關心上海錢莊的倒閉，則是由於切身的利益關係，各洋商與外國銀行持有倒閉錢莊無力償還的十日期莊票合共約 150 萬兩。<sup>17</sup>清廷農工商部與度支部在 7 月 27 日電飭滬道設法維持市面；同日江督也致電滬道，有關滬道所籌劃的各項措施已經得到朝廷的准許，要求滬道妥為辦理，慎防流弊，維持市面而安定人心。<sup>18</sup>

正元等錢莊之所以遭逢重大虧損而倒閉，與當時橡膠股票大量的投機炒作有著密切的關係。錢莊作為上海當地華商存放款項的往來信用機構，錢莊的倒閉也令與之往來的華商蒙受損失，甚至造成華商自殺的悲劇。<sup>19</sup>上海道台迅速以當時相對較低的四厘（4%）行息向外國銀行借得 350 萬兩，加上由大清銀行所自籌的 150 萬兩，本來應該按期分攤存放至本埠各錢莊，以平息倒閉風潮，並進一步舒緩銀根緊縮，促進百業貿易。<sup>20</sup>然而實際處理的方式，卻引發了各界爭議。

1910 年 8 月 4 日，上海道台向匯豐等共九家外國銀行借入 350 萬兩的借款合同正式簽訂。合同中規定，借款本息由現任道台及後任道台完全擔保。同時在上海道台與外國銀行雙方代表的共同查核之下，確認九家外國銀行共持有已倒閉之正元、謙餘、兆康三莊莊票合共 139 萬 9529 兩 4 錢 1 分，先以借入的 350 萬兩償付；同時要求政府將剩餘款項用來協助各錢莊，將各銀行洋行所持有未兌付的各莊莊票，要求其餘各錢莊從速照付。<sup>21</sup>就合同來看，等於由政府出面代替倒閉的正元等三家民間錢莊，向特定的外國銀行與洋商償還所持有的倒閉三莊莊票。這種作法引發了社會輿論強烈不滿。上海商界人士認為商界之間的貿易往來，竟由國家的借款中扣還，此例一開後患無窮。況且這種作法獨厚外國人而薄於本國人，勢必令得益的外國銀行與洋商視錢莊倒閉為無足輕重，在商業交易上將引發道德風險，而受到社會的批評。<sup>22</sup>

<sup>17</sup> 《時報》1910 年 7 月 28 日，第二版。

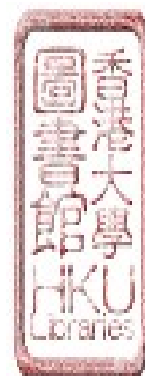
<sup>18</sup> 《申報》、《時報》1910 年 7 月 28 日。

<sup>19</sup> 《申報》1910 年 7 月 29 日，第二張第二版：「英租界福州路盤記棧主袁汝良受正元謙餘錢莊倒閉牽累，於前晚吞生煙自殺，送院前不治身亡。」

<sup>20</sup> 《申報》1910 年 7 月 30 日，第二張第二版。

<sup>21</sup> 《東方雜誌》1910 年第七年第十期，頁 80-82。

<sup>22</sup> 《時報》1910 年 7 月 31 日，第一版社論。





鑒於金融風潮影響社會的安定甚鉅，在風暴稍歇之後，攝政王載灃（1883-1951）立即命令度支部尚書載澤（1868-1929）盡速訂定取締錢莊票號章程。<sup>23</sup>10月，兩江總督在與英國總領事、匯豐銀行總理以及怡和洋行總理商論之後，公佈所擬訂的取締條規共十三款（詳見 附錄一：清末錢業業規），責成各界妥善辦理。<sup>24</sup>然而新條規卻未能得到南北錢業的支持，錢業同業認為昔年所訂的錢業章程，係根據商業習慣，歷經數十年眾錢業均能恪守。近年隨著市況變化貿易愈難，錢業章程逐年均有增改，取締之法更加縝密。正元等莊倒閉的原因在於濫出本票擾亂大局，屬於人謀不臧的個別事件，與章程並無關係。錢業同業希望暫緩實施，稍後再妥善籌立新法，待明年時再公議整頓，以便善後。對於江督所擬訂的新取締條規，錢業同業以拖延的方式投下反對票。<sup>25</sup>

上海外國銀行同時採取措施，以錢莊拆票信用大失為理由，將過去莊票以十日為期限的慣例，由8月22日起改為以五日為限。<sup>26</sup>這個措施受到洋貨商業公會九業同人在報紙刊登公啟反對，並以罰銀的方式規範會員一同抵制該措施。外國銀行同意將停止收受十日莊票之議暫緩至9月1日實行，<sup>27</sup>隨後又同意展期至10月1日實行。<sup>28</sup>改變莊票期限的提議，最終不了了之。風潮發生後，官府規定相關錢莊的莊票不得私相劃抵，需繳納公共公廨統一處理。<sup>29</sup>晉和莊票遭公共公廨止付，受到南北錢業的反對，理由在於過去錢業的慣例中，莊票一向具有信用，除水火盜賊遺失外，一概不能止付。<sup>30</sup>滬道蔡乃煌在處理倒閉錢莊債務清償時，以「先理拆票、次理往來各帳、又其次為存款」為原則，受到部分商界在利益的驅使下提出質疑。<sup>31</sup>顯見在處理倒閉錢莊善後的問題上，對於緊急處理的方式以及上海錢業營運條規的滬市大例，社會上並未有達成一致的公識，政府、洋商銀行、錢業同業三者之間均有不同的意見。

<sup>23</sup> 《時報》1910年8月1日，第二版。

<sup>24</sup> 《申報》1910年10月22日，第一張第四版。

<sup>25</sup> 《申報》1910年10月5日，第一張第五版。

<sup>26</sup> 《申報》1910年8月19日，第二張第二版。

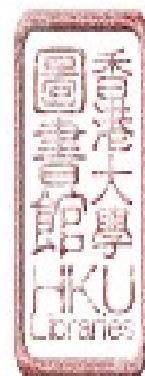
<sup>27</sup> 《申報》1910年8月23日，第一張第二版，第二張第二版。

<sup>28</sup> 《申報》1910年9月6日，第二張第二版。

<sup>29</sup> 《申報》1910年8月8日，第二張第二版。

<sup>30</sup> 《申報》1910年8月10日，第二張第二版。

<sup>31</sup> 《時報》1910年8月12日，第四版。



上海道台蔡乃煌在風潮發生之初勇於任事，積極介入華洋官商之間，引來許多明槍暗箭的非議，政治上趨於弱勢，終於導致下台的命運，後續也引發了由源豐潤倒閉開始另一波嚴峻的錢莊倒閉風潮。蔡乃煌對來自九家外國銀行350萬兩借款使用上所做的選擇，引來社會輿論獨厚外國人而薄於本國人的非議。餘款存放特定錢莊，也令其他需要資金周轉的錢莊心生不滿。正當正元各莊倒閉的前幾天，江督亦上奏江蘇諮議局糾舉滬道不法行為多條；<sup>32</sup>某御史亦奏參滬道，由江督查覆交部議處，吏部議以罰俸處分。<sup>33</sup>川路公司施典章（1857-?）透過四川總督趙爾巽（1844-1927）電奏攝政王載灃向滬道施壓，要求滬道對虧空的公款進行補償，逼使蔡乃煌以稟為自己依滬市大例執法、辦理一秉至公而辯駁。<sup>34</sup>8月24日報紙刊登〈江督劄江蘇諮議局文〉，詳列蔡道受江蘇諮議局糾舉的違法各款。<sup>35</sup>風潮未歇，蔡道以上海市面岌岌可危為由，屢次向度支部請求接濟。<sup>36</sup>度支部不了解實際狀況，恐怕耽誤應付之對外賠款190萬兩，奏劾滬道玩誤要款將其革職，並勒限蔡道將經手款項兩個月內繳清。<sup>37</sup>蔡道由各莊號提領200萬洋款，市面銀根再度緊縮，終於導致另一波錢莊倒閉風潮。上海市面更加衰微，華商受害甚深，洋商因而干涉，其起因可謂政府處理上之極度不當所引發。<sup>38</sup>

之前曾為廣州知府的川漢鐵路公司駐上海經理施典章，素與正元兆康等莊往來密切。風潮發生之後，施典章控告正元兆康倒欠川路公司存放於兩莊之存款80萬兩。<sup>39</sup>透過四川總督電奏攝政王，指稱滬莊倒欠川路股款滬道辦理違法。攝政王要求張人駿與程德全兩人督飭蔡乃煌持平辦理，不得有所偏護，致激事端。<sup>40</sup>然而在事後的調查中發現，施典章挪用公款與正元莊主陳逸卿私相授受訂定借款合同，又私購投機股票，終致虧空公款竟高達300餘萬兩。<sup>41</sup>

<sup>32</sup> 《時報》1910年7月29日，第二版。

<sup>33</sup> 《時報》1910年7月30日，第二版。

<sup>34</sup> 《時報》1910年8月12日，第四版。

<sup>35</sup> 《時報》1910年8月24日，第五版。

<sup>36</sup> 《申報》1910年10月7日，第一張第四版，〈度支部與滬道往來要電〉。

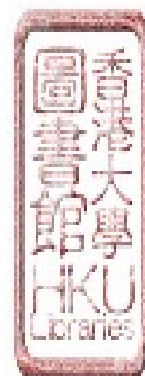
<sup>37</sup> 《東方雜誌》1910年第七年第九期，頁123。

<sup>38</sup> 《申報》1910年10月14日，第一張第二至四版。

<sup>39</sup> 《申報》1910年8月3日，第二張第二版。

<sup>40</sup> 沈雲龍主編，佚名輯：《宣統政紀70卷》（台北：文海出版社，1986），卷39，頁34。

<sup>41</sup> 盛宣懷：〈查辦四川鐵路公司虧倒巨款摺〉，載盛宣懷撰：《愚齋存稿》（民國28年〔1939〕盛恩頤等刻本），卷20 郵傳部奏疏下，頁22-23。



## 第二節 逐日紀實

1910年

7月

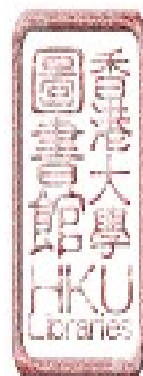
- 21日：正元、謙餘錢莊倒閉；
- 22日：兆康、森源錢莊倒閉；
- 23日：元豐錢莊倒閉；蔡乃煌、周金箴、怡和總理、匯豐總理、華洋商會代表、外國銀行代表於上海斜橋洋務局會商；
- 24日：會大、協大、普大錢莊倒閉；洋務局會商移至匯豐銀行繼續討論；蔡乃煌、周金箴、張人駿於江寧商議；
- 25日：滬道蔡乃煌出示曉諭，保證裕蘇官銀號裕甯官錢局；
- 26日：攝政王同意張人駿意見，准借洋款銀350萬兩，飭蔡乃煌善後；
- 28日：滬道、寶識員、英領事以及商會代表於洋務局會商維持錢業辦法；
- 31日：攝政王諭度支部尚書載澤，速訂取締錢莊票號章程；
- 月底：正元等合共九家錢莊倒閉。

8月

- 01日：杭垣錢市大恐慌；
- 03日：川漢鐵路由四川總督向朝廷控訴被倒欠款80萬兩；滬道促各地儘快彙解各項洋欸以支付對外國欠款；
- 04日：上海道台向九家外國銀行訂立350萬兩借款合同；
- 09日：公廨諭單止付晉合莊莊票，錢業公會反對；
- 12日：滬道為文駁斥各界有關川路施典章對其處理方式的異議；
- 13日：香港銀根緊急；
- 18日：外國銀行議決自8月22日起，不收五日以上莊票；  
滬道稟各部有關川漢鐵路控被倒欠款一事；
- 22日：外國銀行同意，不收五日以上莊票之議，展緩兩星期實行。

9月

- 02日：攝政王指示，有關川路公司稱滬莊倒欠川路股款，滬道辦理違法，





著張人駿與程德全兩人飭蔡乃煌持平辦理；

06日：外國銀行同意，不收五日以上莊票之議，再展緩至10月1日實行；

07日：攝政王同意章程五項十六條，由滬道擔放債票；

13日：泉漳會館致商務總會，抗議洋人所持莊票已收欸，華人分文無著；

25日：攝政王著張人駿查明施典章挪虧路款串謀倒騙，責令月底還款；

蔡乃煌為9月30日賠款之期，請度支部飭知大清銀行先行撥欸；

30日：攝政王指示，度支部奏關道罔利營私，將蔡乃煌革職；

嚴令革道限兩個月繳清款項。

## 10月

月初：革道蔡乃煌自錢莊提領賠款所需款項；

07日：大銀號源豐潤倒閉；

12日：京師源豐潤倒閉；

13日：攝政王指示，上海匯號倒閉、市面喫緊，著張人駿、程德全維持；

16日：攝政王指示，同意張人駿赴滬妥籌辦法，諭程德全先維官府信用，並督飭滬道，妥為應付；

17日：杭垣銀市危機；甯垣銀市恐慌；蘇垣官錢局被擠；汕頭錢業恐慌；

20日：新任滬道劉燕翼接印，稟度支農工商兩部，請籌撥銀四百萬兩，以維持市面用；兩江總督制定管理錢業條規；

21日：度支部向美國銀行借款千萬，備補賠欸維持金融；

22日：攝政王指示張人駿，由各業商以貨產押借洋款，蓋用滬道關防，以昭憑信；

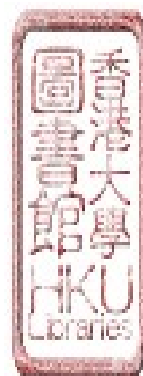
27日：攝政王指示，請度支、郵傳二部各撥銀200萬兩，分交大清交通各銀行，會滬道辦理；

月底：源豐潤等合共九家錢莊倒閉。

1911年3月：大票號義善源倒閉。

1911年4月：攝政王催促，令革道蔡乃煌將經手款項限期繳清。

1911年8月：革道蔡乃煌虧款甚鉅，未經完結擅自離滬，攝政王指示嚴迫。

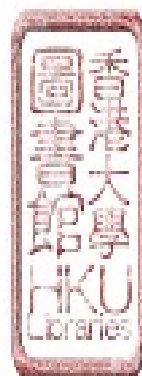


### 第三節 過去對金融風暴的起因分析

1910年發生在上海的錢莊倒閉風潮，除了當時報章雜誌的報導之外，有關錢莊與中國早期資本市場的專書、論文、故事小說與各方野史，對其發生的原因也多有講述。對於談到這個風潮的眾多各類華文著作，分別向上追索其資料來源，主要引用自1926年姚公鶴的《上海閒話》中有關此風潮的敘述，以及1963年謝菊曾在《上海經濟史話》中〈橡皮風潮〉一文的說明。兩文並未再就其所敘述的資料，進一步提供獲取的途徑與原始來源，「閒話」與「史話」的性質為我們留下了許多進一步探討印證內容真偽的空間。

曾為清末上海申報主筆的姚公鶴，於1926年出版的《上海閒話》中，對於此事件有著生動的描述。茲節錄原文如下：

「其為詐欺手段則一而已矣。上海橡皮股票公司之成立也，在光緒三十四年【作者注：1908年】秋間，完全為某外人所組織。其外人為此事作偽之原動力，而該公司則為其犯罪所在地也。……當橡皮股票公司成立前之數月，上海華洋各報發表一長文，名曰〈今後之橡皮世界〉，洋洋數萬言，極言世界橡皮之需要，及未來三十年預算之求過於供。彼時中外新聞記者，不知該著作者之別有命意，以為將為世界實業大放光明也，則亦著論以慫恿之。而孰如此文不過為開設公司之前驅，實其犯罪造意之第一步，則外人犯罪知識之高也。未幾而公司成立，未幾而廣登各新聞紙廣告。……然當時普通輿論，對於該公司雖有種種猜測之詞，固絕對不疑為詐欺取財也。又未幾而股票漲價矣，又未幾而飛漲矣。計該公司發售之股票，自每票三兩始以迄十五兩止，共五種。橡樹所在地，為澳洲之各屬，某項股票為某公司所發售，非皇家律師之註冊，即國家銀行代為收股，言之非不動聽，實際如何，僅僅根據一二外人之新聞政策，以為事經外人發起，且係實業性質，斷無失敗之虞。華人自相爭競，計三兩之小票，頂價達十七兩數錢，其尤足動人信仰者，則各外國銀行向來辦事謹飭，除拆票為調劑金融，完全歸買辦負責外，從無虛借抵押之事，獨對於此次橡皮股票，均可按照票面價格兌付現款。信用



昭著如是，故當時親友敘晤，除橡皮股票外，無他談話，抑若早投資而即晚便可獲利者。夫股票漲價，立時致富，誠然可待，亦思橡樹自種植以迄收穫，應若干年，收穫之後，用人工或機工製成需用物品，應若何手續及資本。（〈今後之橡皮世界〉文中，歷敘橡皮之需要，謂家常什具及各項車輛之必需橡皮者無論，即此後蓋造房屋，亦將易磚瓦而代以橡皮，可謂言過其實。）前者則十年樹木，斷非旦夕間所能收效，後者則原料制成貨品，尚須經過幾番之構造。事後言之，似亦購票時所當慮及，況公司實有幾家，資本究為若干，售出股票是否有規定之額數，僅據該公司印送之說明書信口開河外，尚有他項事實足以證明之否，而乃概置不問，但見舉國若狂，父勉子，兄詔弟。上海營業多矣，捨橡皮無可措意者；上海股票多矣，捨橡皮股票無可致富者。無以名之，名之曰社會之神經流行病。而戴嘉寶、陳逸卿等三莊倒閉案，以致牽動全市。最後且由上海道以官廳名義向洋商訂借三百五十萬，維持市面，幾不免釀成國際交涉者，則橡皮股票階之厲也。實計全滬之損失，為數將達二千萬，前後不及十閱年，掉現之後，繼以股票，而損失之數，實足相當。」<sup>42</sup>

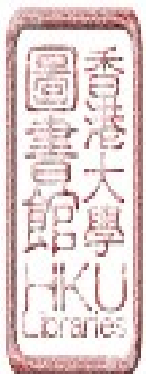
「父勉子，兄詔弟……名之曰社會之神經流行病。」一幅風暴發生前全民炒股熱潮的生動圖畫，躍然紙上。該書最早在 1917 年由上海商務印書館出版，距離風潮發生的 1910 年已有七年之久，該書所描述的內容，未有註明其資料來源出處。吳德鐸為該書所作的〈題記〉中指出，「書中對上海的故實，也非百分之百的準確……本書中的說法，至多不過是眾說中之一說，這些說法，究竟何者可信，還需要進一步的探討，希望讀者在採用本書所提供的史料時，盡可能多方面進行核對、複查。」<sup>43</sup>，本文即對於該書內容仔細詳察，提供意見。

跟隨姚公鶴《上海閒話》所做下的結論，包括 1929 年李權時與趙渭人合著的《上海之錢莊》<sup>44</sup>、1930 年楊蔭溥《上海金融組織概要》<sup>45</sup>、1933 年郭孝先

<sup>42</sup> 姚公鶴著：《上海閒話》（上海：商務印書館，1926）下冊，頁 94-97。

<sup>43</sup> 姚公鶴著，吳德鐸標點題記：《上海閒話》（上海：上海古籍出版社，1989），題記頁 3。

<sup>44</sup> 李權時、趙渭人著：《上海之錢莊》（上海：東南書店，1929），頁 3。



〈上海的錢莊〉<sup>46</sup>、1944 年日本東亞研究所《經濟に關する支那慣行調查報告書—舊式金融に於ける慣行》<sup>47</sup>、1948 年朱斯煌《民國經濟史》<sup>48</sup>、1960 年中國人民銀行《上海錢莊史料》<sup>49</sup>等等著作。這些著作認為風潮發生的主要原因為「有西人某，在滬創設橡皮股票公司，大登廣告，誇言橡皮事業之希望……不料該西人佯言回國，一去不返……於是始知受欺，股票價值，一落千丈……<sup>50</sup>」。將風暴的起因定調為某西人的存心詐騙，橡膠股票暴漲起於該西人大登廣告，加上外國銀行的誘人入彀並打壓空頭。橡膠股票股價的暴跌，則是由於創設橡膠公司的「該西人」逃逸無蹤。

1963 年謝菊曾在〈橡皮風潮〉一文中，進一步提供了更多的細節與資料，將姚公鶴等作者所提及的「有西人某，在滬創設橡皮股票公司，大登廣告，誇言橡皮事業之希望」，指名該西人即為「英國流氓麥邊」，該橡膠股票公司即為「藍格志拓殖公司」，而所敘述的內容與《上海閒話》同樣未能進一步提供資料的來源。茲節錄〈橡皮風潮〉部分原文如下：

「倫敦市場……創歷史上橡膠價格的最高紀錄……上海的帝國主義冒險家聽到這一消息，頓時又大開竅門，於是一套利用橡皮股票而玩弄的魔術便上演了。先是英國流氓麥邊於 1903 年在上海組織了一家藍格志拓殖公司，自吹經營項目包括開闢膠園，發掘石油和煤，採伐木材等等。其實，都是騙人的鬼話。……他首先請人寫了一篇洋洋灑灑的大文章，題目是〈今後的橡皮世界〉……緊接著走的第二步是以『藍格志』的名義大作廣告……每周舉行『董事會』一次，會後詭稱產地來電報告割得橡膠數量，借以刺激市場……『藍格志』股票價格逐步被拉抬到每股一千兩銀子左右……別的帝國主義強盜看了非常眼紅，也就利用這一機會紛紛組織新『公司』……分別隸屬於麥邊、匯通、祥茂與雜牌等四個集

<sup>45</sup> 楊蔭溥著：《上海金融組織概要》（上海：商務印書館，1930）。

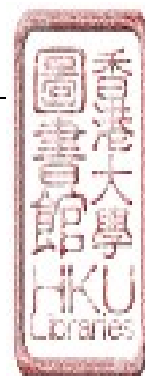
<sup>46</sup> 郭孝先著：〈上海的錢莊〉，《上海市通志館期刊》1933 年，頁 808。

<sup>47</sup> 東亞研究所：〈上海的錢莊〉，《經濟に關する支那慣行調查報告書—舊式金融に於ける慣行》（東京：東亞研究所，1944），頁 16-17。

<sup>48</sup> 朱斯煌著：《民國經濟史》（上海：銀行周報社，1948），頁 47。

<sup>49</sup> 《上海錢莊史料》，頁 74。

<sup>50</sup> 李權時、趙渭人著：《上海之錢莊》（上海：東南書店，1929），頁 3。



團。……他們對於哄抬股票、造謠惑眾都是有一套手法的。……1910年3、4月間股價接連出現新高峰之後，麥邊、韋推、嘉道理、白克爾等一批帝國主義強盜眼看時機稍縱即逝，隨即將手裡所有橡皮股票暗中陸續拋出。……帝國主義銀行知道股票市價已漲無可漲，臨近爆裂邊緣，於是拼命催贖押款，停止新的放款。7月中旬……宣布停作一切橡皮股票押款。消息傳出，有如晴天霹靂……這個幻影美麗的肥皂泡破裂了！」<sup>51</sup>

跟隨謝菊曾〈橡皮風潮〉一文的描述，1982年《中國近代史詞典》中直指英商麥邊與藍格志拓殖公司為詐騙案的主角，<sup>52</sup>此兩者也成為有關上海金融風潮的網路文章和野史中最常出現的罪魁禍首人物與公司。而〈橡皮風潮〉一文中對於7月下旬發生的錢莊連環倒閉潮，則認為是由於7月中旬外國銀行突然宣布停作橡膠股票的抵押借款，導致股票大跌因而引發倒閉風潮。<sup>53</sup>包括1981年鄭亦芳<sup>54</sup>《上海錢莊》以及1991年洪葭管《金融話舊》對橡皮股票風潮的描述，多根據謝菊曾的〈橡皮風潮〉一文。並指出「七月中旬，麥邊等人捲款回國，蹤跡杳如黃鶴，外商銀行宣布停止一切橡膠股票押款，消息傳出，全市震驚，橡皮股票頓成廢紙，錢莊損失慘重。」<sup>55</sup>

謝菊曾〈橡皮風潮〉一文載於《上海經濟史話》一書之中，該書出版於文化大革命四年前的1963年，「階級鬥爭」與「反帝國主義」是當時重要口號。該書〈編者的話〉中亦提到，「我們編輯這部《上海經濟史話》，就是要採取史話這種比較靈活的形式，透過對某人、某事或某地的片斷敘述和回憶來揭露帝國主義、封建主義和官僚資本主義在上海所進行的經濟上的罪惡活動。」也明確指出了該書所的「片斷敘述和回憶」，並未完全詳實記錄當時所發生的事件細節，如同姚公鶴的《上海閒話》，有進一步複查印證內容真確的空間。

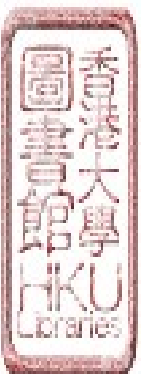
<sup>51</sup> 謝菊曾：〈橡皮風潮〉，載上海人民出版社編輯：《上海經濟史話第二輯》（上海：上海人民出版社，1963），頁95-97、102。

<sup>52</sup> 陳旭麓、方詩銘、魏建猷主編：《中國近代史詞典》（上海：上海辭書出版社，1982），頁746-747。

<sup>53</sup> 〈橡皮風潮〉，頁96-100。

<sup>54</sup> 鄭亦芳著：《上海錢莊1843-1937》（台北：中央研究院，1981），頁129。

<sup>55</sup> 洪葭管著：《金融話舊》（北京：中國金融出版社，1991），頁54。





近三十年來出現了一些論文探討有關橡膠股票風潮發生的原因。除了「該西人佯言回國一去不返」，「外商銀行宣布停止一切橡膠股票押款」，第三種解釋認為錢莊資金來自外國銀行信用放款的寬鬆，觸發錢莊投機狂熱。待股票大跌以後外國銀行收回拆借款項，信用緊縮導致錢莊倒閉潮。要注意的是這裡談到有關外國銀行的部分，是收回錢莊以莊票向外國銀行「拆借」所得的款項，而非之前謝菊曾所提出的外國銀行停止接受以橡膠股票向其「押款」。

1987年閔杰的〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，「……三莊共發出莊票六百萬兩，其中的一百四十萬是對洋行的更票和出貨票……洋行對這些更票則放寬期限至三十天，三莊因此得以充分調度資金。此外，陳逸卿、戴嘉寶還從花旗銀行、華比銀行和怡和洋行借得一百萬兩巨款……才有恃無恐，敢於大規模地從事橡膠股票投機活動。」其他錢莊僅接受橡膠股票為抵押品而貸款於人，損失畢竟有限。<sup>56</sup>

1998年朱蔭貴〈近代上海證券市場上股票買賣的三次高潮〉，指出「世界橡膠的最大主顧美國對橡膠實行了限制消費的政策。其他國家也因橡膠價格過高而控制了使用。國際市場上橡膠價格猛跌的訊息傳到上海，立即引起了上海的恐慌，而這時，平時經常向中國錢莊提供貸款的外國銀行……便忙於催索貸款，結果使中國錢莊裡的華商商業資本完全枯竭，各銀錢業之間也完全無法融通了。」<sup>57</sup>

1998年W. A. Thomas的“An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boom 1909-1912”指出，陳逸卿以短期莊票借入大約 300 萬兩投入投機活動之中。待莊票到期無力償付，而引發錢莊的倒閉風潮。<sup>58</sup>

<sup>56</sup> 閔杰：〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，《中國經濟史研究》，1989年第1期，頁128。

<sup>57</sup> 朱蔭貴：〈近代上海證券市場上股票買賣的三次高潮〉，《中國經濟史研究》，1998年第3期，頁64-65。

<sup>58</sup> Thomas, W. A., “An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boon 1909-1912”, *Modern Asian Studies*, Volume 32, Issue 03, pp. 739-760.



2005 年 Shizuya Nishimura 的 “The Foreign and Native Banks in China: Chop Loans in Shanghai and Hankow before 1914” 指出，1910 年 7 月開始的橡皮股票風潮，與錢莊以莊票為工具向其他錢莊或外國銀行做短期融資，投入橡皮股票的投機之中，有相當密切的關係。<sup>59</sup>

2007 年張國輝《晚清錢莊和票號研究》指出，「當時外國銀行對上海錢莊的拆款，據稱已在 1100 萬至 1300 萬兩，是維持上海金融市場貨幣流通的一支重要力量。外國銀行此時厲行收回拆款，立即加速了因橡膠股票價格猛跌而引起的金融危機的到來。」<sup>60</sup>

其他還有各種不同說法，如投機說、經營不當說、金融過度自由說等等。1997 年陳明光《錢莊史》將倒閉風潮歸因於「國際性投機活動與錢莊內部的投機性、經營機制不當等多種原因交織而成。」<sup>61</sup>以及 2001 年徐華〈清末資本市場〉中提到，清末政府無法干涉外國金融機構的發展和經營，外國金融機構透過「拆借」的方式將自營資本的錢莊轉變為自己的金融掮客；而眾多的錢莊處於分散狀態，各自根據市場經濟規律決定自己的借貸款及利率，實際上等於實行「金融自由化」，無法阻止游資對資本市場的衝擊，無法制止股價的暴漲暴落，無法防範資本市場的過度投機，造成 1910 年清末橡膠股票風潮。<sup>62</sup>

2009 年張秀莉〈橡皮股票風潮再研究〉，總結了之前的（一）欺騙引誘說、（二）空頭說、（三）捲款潛逃說、（四）外國銀行停止押款說、（五）投機說等五種說法。該文再提出五項結論，包括（一）對橡皮股票投資與抵押、（二）橡樹種植的特性、（三）橡皮公司經營不得法、（四）風潮後資金鏈斷裂、（五）社會的投機風氣等五種。<sup>63</sup>

<sup>59</sup> Nishimura, Shizuya, “The Foreign and Native Banks in China: Chop Loans in Shanghai and Hankow before 1914”, *Modern Asian Studies*, Volume 39, Issue 01, pp. 109-132.

<sup>60</sup> 張國輝著：《晚清錢莊和票號研究》（北京：中華出版社，1989），頁 170。

<sup>61</sup> 陳光明著：《錢莊史》（上海：上海文藝出版社，1997），頁 189。

<sup>62</sup> 徐華：〈清末資本市場〉（蘇州大學碩士論文，2001），頁 66。

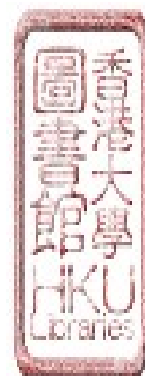
<sup>63</sup> 張秀莉：〈橡皮股票風潮再研究〉，《社會科學》，2009 年第 4 期，頁 143、152-153。



總結過去的中英文專書著作，對於橡膠股票風潮發生的原因以及後續的發展，勾勒出部分細節，卻也有不一致的地方需要進一步思考釐清。同時有許多專書對金融風潮的資料來源，大量引用《上海閒話》與《上海經濟史話》。然而「閒話」與「史話」雖然可以做為歷史資料來源的參考，卻也缺乏嚴謹的資料收集與考證。對於其中細節，有進一步探索證實的必要。

風潮的發生不可能是來自單一因素，卻也能夠分出各個因素對其發生的重要性分別。有關需要進一步思考釐清的部分，大略整理歸納如下：

1. 橡膠股票投機形成熱潮以及隨後急速下跌的主要原因：某西人詐騙隨後潛逃，西人聯合外國銀行提供橡皮股票抵押借款隨後收回押款，國際橡膠原料價格的下跌，還是其他因素？
2. 錢莊倒閉風潮發生的主要原因：橡膠股票的大跌，個別錢莊過度投入橡膠股票的投機，個別錢莊信用槓桿過大，銀行收回對錢莊的莊票拆借，還是其他因素？
3. 清末金融體系對風潮的影響：包括莊票在貿易上的使用以及莊票在金融機構之間短期拆借所扮演的角色，股票交易結算制度在橡膠股票交易與錢莊倒閉風潮中所扮演的角色。
4. 藍格志拓殖公司與英人喬治·麥邊在風潮之中所扮演的角色。
5. 韋推、嘉道理、白克爾父子、柯格、拜歐和猶大等人，在橡皮股票風潮中所扮演的角色。



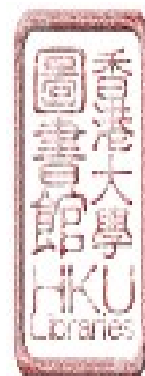


### 第三章 金融風暴之前全球橡膠業的發展

過去對於1910年上海金融風暴的描述與發生原因的分析，很大一部分著重於幾個重點。例如西人以成立橡膠公司進行詐騙，外國銀行對橡膠股票提供押款，錢莊以莊票向外國銀行短期拆借資金，錢莊本身的投機行為，橡膠公司經營不得法等原因。然而1910年代橡膠公司的設立，自然與當時橡膠的生產、需求以及國際價格行情有著密不可分的因素。本章詳述了有關當時橡膠原料的細節，提供橡膠公司設立籌資，以及在次級市場中交易價格波動的進一步資料，以釐清錢莊倒閉潮的根本原因中有關橡膠股票交易虧損部分。

#### 第一節 亞馬遜河流域與馬來半島

天然橡膠的使用很早就已經開始，遠在歐洲人來到新大陸的幾個世紀之前，亞馬遜河流域的原住民就已經使用當地三葉橡膠樹（Para Rubber Tree，學名：Hevea brasiliensis）所流出的汁液作為原料，製作鞋子、袋子和橡膠球。1743年遊歷了亞馬遜河流域的法國科學家康達明（Charles Marie de La Condamine, 1701-1774），成了第一位以出版物介紹橡膠的歐洲人，詳盡記載了當地居民採集膠乳的方法以及利用橡膠製成壺和鞋的過程，然而橡膠在當時尚未引起歐洲人的重視。1770年，氧氣的發現者普里斯特里（Joseph Priestly, 1733-1804），發現了橡膠可以用來擦掉鉛筆的筆跡。1820年代早期，小型橡膠工業興起，主要將巴西叢林裡出產的天然橡膠製成橡膠鞋。當時天然橡膠過熱時變黏、過冷時喪失彈性材質變脆的特性，限制了橡膠的應用範圍與橡膠工業的發展。1840年，美國人固特異（Charles Goodyear, 1800-1860）發明了橡膠的硫化法（vulcanization process），解決了生膠隨溫度變化導致材料特性不穩定的問題，大幅增加了橡膠的彈性和韌性，橡膠才真正進入工業實用階段。隨著汽車工業的發展，天然橡膠成為重要的工業原料，橡膠的需要量亦隨之急遽上升。



橡膠原料迅速出現在國際商品交易市場，為巴西帶來可觀的財富。英國政府過去曾經由新世界移植新種植物成功，並獲得重大利益，橡膠的出現同樣吸引了英國政府的目光。1872年，英國探險家威克翰（Henry A. Wickham, 1846-1928）在倫敦出版了一本有關南美洲探險的著作。1875年，英國政府以每一千顆種子 10 英鎊的代價，委託這位探險家以及業餘的植物學家在巴西盡可能收集當地的橡膠樹種子。1876年，威克翰共收集了七萬顆三葉橡膠樹種子，並順利地帶回到英國倫敦皇家植物園嘗試栽種，結果只有大約 4% 的發芽率。於是他再將大部分的幼苗移植到錫蘭（Ceylon）、新加坡和馬來半島吡叻（Perak）的江沙（Kuala Kangsar）。<sup>64</sup>

1880年3月，三葉橡膠樹首度在東方馬來半島的江沙開花，並在次年結果。儘管證明了橡膠樹可以在馬來半島上栽種，不斷上漲的咖啡價格緊緊吸引住半島上種植業的目光。非洲對橡膠原料的大量供應，使得國際橡膠價格持續下跌。1880年代末期，在種種現實經濟因素之下，橡膠樹在馬來半島上幾乎銷聲匿跡。1888年11月，里德利（H. N. Ridley, 1855-1956）接管新加坡植物園，大力推動橡膠樹的栽植。但一直要到 1890 年代中期，咖啡價格下跌慘重，半島上的種植業者才真正接受這項新作物，開始與里德利合作進行大規模試栽。1899年，江沙出產的帕拉橡膠，以每磅 3 先令 10 便士（3s10d）<sup>65</sup>的價格在倫敦市場出售。

而真正說服種植業者嘗試橡膠種植的主要經濟因素，來自於 1897 年 8 月推出的馬來聯邦特別土地規定，對購買土地進行橡膠種植的業者提供特別的優惠。接下來的三年，馬來半島橡膠種植的意願大幅增加，尤其在吡叻和雪蘭莪（Selangor）兩地。<sup>66</sup>當地的官員一直希望刺激當地農業發展，他們認為最有效的方式，是鼓勵歐洲資本家投入當地的種植工業。橡膠樹需要五年以上較長時間才能成熟到足以生產橡膠原料所需的膠乳，成熟後的橡膠樹生產膠乳期間同樣也可以維持較長的時間，這些特性令官方認為橡膠樹適合當地土地的長期發

<sup>64</sup> Resor, Randolph R., "Rubber in Brazil: Dominance and Collapse, 1876-1945", *The Business History Review*, Volume 51, No. 3, 1977, p. 349.

<sup>65</sup> 當時的一英鎊等於 20 先令，一先令等於 12 便士；現制一英鎊等於 100 便士。

<sup>66</sup> Jackson, James C., *Planters and Speculators* (Kuala Lumpur: University of Malaya Press, 1968), pp. 211-220.



展需求。里德利和其他官員在英國政府的資助下，全力創造橡膠種植的有利環境。馬來半島對於進口橡膠種植所需要物資，課徵很低的稅率；對於橡膠原料完成品的出口，同樣只課徵 2.5% 至 5.0% 的低稅率，遠低於全球市場上的競爭對手。亞馬遜流域巴西等政府，對橡膠業課徵 100% 進口稅以及 20% 以上的出口稅，比起馬來半島所實施的優惠措施，這些地方的橡膠業者必須負擔的成本要高出許多。<sup>67</sup>

1900 至 1904 年，馬來半島上的官員們採取措施，鼓勵當地中國農民在種植其他作物之餘，一部分或大部分轉向種植橡膠樹。配合橡膠價格的持續上漲，歐洲人與中國人在馬來半島的橡膠種植面積持續增長。<sup>68</sup>

年度	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904
英畝	345	1,761	3,227	4,693	5,965	7,239	11,239	19,239

#### 1897 至 1904 年馬來聯邦橡膠種植面積

（資料來源：Jackson, James C., *Planters and Speculators* [Kuala Lumpur: University of Malaya Press, 1968], p. 226.）

1905 至 1906 年，馬來半島橡膠種植面積持續擴大，橡膠原料價格直到 1907 年初尚能維持平穩。1907 年，進口全球橡膠總產量 40% 的美國發生了金融危機，對經濟造成重大打擊，也對橡膠原料價格產生了壓力。1907 年底倫敦市場每磅價格下跌到 3s8d，1908 年每磅價格更進一步下跌到了 3s。一直到 1908 年底，美國與全球經濟才逐漸復甦。這個波動對馬來半島橡膠業的持續拓展並沒有帶來太大影響，資本家和官員們仍然信心滿滿。<sup>69</sup>

年度	1905	1906	1907	1908
英畝	43,425	85,579	126,235	168,048

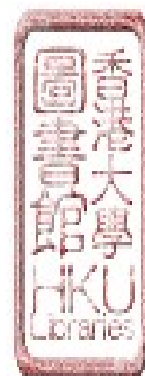
#### 1905 至 1908 年馬來聯邦橡膠種植面積

（資料來源：Planters and Speculators, p. 229.）

<sup>67</sup> “Rubber in Brazil: Dominance and Collapse, 1876-1945”, p. 349.

<sup>68</sup> *Planters and Speculators*, pp. 224-225.

<sup>69</sup> Drabble, John H., *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry* (Kuala Lumpur: Oxford University Press, 1973), p. 57.



到了 1908 年，橡膠已經成了馬來半島種植業的主要作物，並持續快速地取代其他出口類作物。然而橡膠出口量仍然很少，大多數的橡膠樹仍然尚未成熟，但是種植農業快速地趨向單一化，並且越來越由歐洲人主導。

全球經濟在 1907 至 1908 年的蕭條之後逐步復甦，馬來半島橡膠業幾乎是立即進入亢奮成長期。倫敦市場每磅橡膠價格在 1909 年快速上升到 9s3d，1910 年 4 月更短暫衝到 12s9d 的高峰。橡膠原料價格暴漲主要來自兩個因素。第一個因素是 1907 年以後亨利·福特（Henry Ford, 1863-1947）以革命性的生產線方式大量生產汽車，大幅降低成本與售價以刺激需求，全美機動車輛銷售大幅增加，因而造成北美輪胎業對橡膠原料需求的大幅成長。<sup>70</sup>除了實質需求的大幅成長，對未來汽車生產大幅成長的預期，也推動了對未來橡膠原料需求大幅成長的預期，因而推高了當時橡膠原料的市場價格，也吸引了大量資本投入全球各地橡膠樹的種植生產。

（英畝）	1909	1910
馬來聯邦	196,953	245,774
海峽殖民地	86,697	114,679
柔佛	n. a.	43,517
吉蘭丹	3,740	5,402
吉打	n. a.	20,034
總面積	287,390	429,406

1909 至 1910 年馬來半島橡膠種植面積

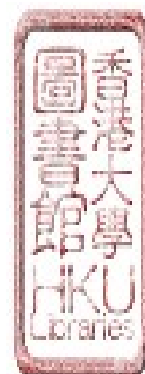
（資料來源：Drabble, John H., *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry* [Kuala Lumpur: Oxford University Press, 1973], p. 76.）

年度	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910
最高	6s2d	6s9d	6s3d	5s9d	5s9½d	9s3d	12s9d
最低	4s6d	5s10d	5s8d	3s8d	3s	5s3d	5s7d
平均	5s3d	6s3d	5s10d	4s11½d	4s2¾d	7s1d	8s9d

1905 至 1910 年倫敦市場橡膠每磅價格

（資料來源：Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry, p. 213.）

<sup>70</sup> Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry, pp. 61-62.



另一個引發橡膠原料大漲的因素，則是巴西政府對橡膠生產的控制。1903年巴西政府農業聯合組織成立，以保護自身的利益。1905年政府向橡膠生產業者提供貸款，以便他們可以囤積橡膠推高價格。這個措施造成了短暫的價格上揚，但是政府財力不濟，措施無以為繼。1908年當時全球橡膠原料的主產地巴西的巴拉州（Brazilian State of Para），授權政府所控制的巴西銀行（Banco do Brasil）領頭組成橡膠聯合組織，由巴西銀行預支現金給當地的橡膠開採商，使他們得以囤積並縮減橡膠產量以推高橡膠原料價格。在1910年初期，當位於東方馬來半島的業者尚未能增加產量時，這個策略是成功的。<sup>71</sup>

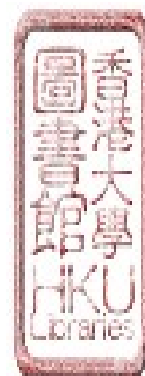
## 第二節 1910年以前的橡膠業與資本市場

橡膠園營運成本的差別很大，將原先種植其他作物的土地改種橡膠，比較重新開拓一塊蠻荒地，前者的成本明顯地要低很多。橡膠樹由開始種植到成熟可以開始生產橡膠汁液，至少要五年的時間，這五年中間不會有收入，大量開闢蠻荒地種植橡膠需要穩定而大量的資金。在早期，開拓一塊蠻荒地種植橡膠樹直到橡膠樹成熟所需要的成本，大約為每英畝 20 至 25 英鎊。在七年之內，通常每年每英畝可以開始生產 250 磅橡膠，十年之後生產量可以達到每年每英畝 375 磅。雖然有較長的投資期，卻也有較高的回報率。大量而穩定的資金供給是推廣橡膠種植的最大問題。

早在 1890 年，馬來半島上已有先例以公共資金資助種植業者開發農業土地。1903 年起橡膠工業開始快速擴張，在美國強大需求以及巴西生產者控制供給下，倫敦市場橡膠價格由 1902 年的每磅 3s4d 上漲到 1904 年的 5s3d。1904 年 7 月，馬來聯邦政府為鼓勵農業發展，提出「種植業者貸款計畫（“Loans to Planters” Scheme）」農業政策，在這個計劃之下，政府可以以 6% 的利率將資金貸放給種植業者，貸款期間不得超過七年。馬來聯邦政府共向種植業者借出了 150 萬元，「種植業者貸款計畫」所擁有的資金迅速枯竭。<sup>72</sup>二十世紀的前十年，高漲的橡膠原料價格為橡膠種植帶來可觀的投資收益，但是資金的缺乏

<sup>71</sup> Knorr, K. E., *World Rubber and its Regulation* (California: Stanford University Press, 1945), p. 89.

<sup>72</sup> *Planters and Speculators*, pp. 237-238.





限制了營運。1904 年的「種植業者貸款計畫」某程度上紓解了資金缺乏的問題，但終究無法應付 1905/06 年以後橡膠種植面積巨幅擴張所需要的資金，種植業者因而轉用股票向公眾籌集資金。

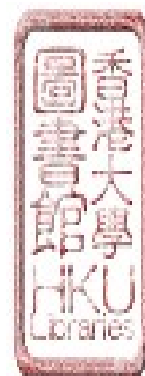
1905 年以前，以公司型態籌集橡膠種植所需要的資金並不是一件容易的事。1904 到 1905 年，馬來半島橡膠僅僅生產了 200 噸，但由於品質優越，倫敦市場 1905 年馬來半島橡膠的競標價格超越了巴西生產的橡膠。投資大眾與經紀商開始對遙遠東方的橡膠業投資產生信心，新公司的籌資設立逐漸出現，吸引大眾將資本投入馬來半島生產橡膠，倫敦成為橡膠種植投資活動的重心。

1903 到 1906 年，四十五家投資在馬來半島橡膠種植的公司英國註冊設立，單單在 1907 年又有二十七家新公司設立。大量的新公司之中，一部分自行開發新土地，一些則收購現有的橡膠園。當年度的上市招股書中，大多估計橡膠價格為每磅 5s 至 6s；開採成本為每磅 1s 至 2s；三家公司預估栽種橡膠樹成熟的成本，分別為每英畝 18、22 和 30 英鎊。當年度在東方成立的公司也有所增加，共有九家新公司在錫蘭成立，其種植園皆在馬來半島。<sup>73</sup>1907 至 1908 年度的一份評論指出，只要橡膠每磅平均價格在 4s 以上，並在接下來的三年間價格維持在 3s 以上，新成立橡膠公司股東就可以得到滿意的回報。由於薪資的提高以及其他因素，栽種橡膠樹成熟所需要的成本，由之前的每英畝 20 英鎊提高到 30 英鎊。<sup>74</sup>

1907 年底美國經濟蕭條導致橡膠價格下跌，橡膠原料價格的崩跌對正在經歷資本支出時期而非收割時期的馬來半島橡膠業影響並不大。但是價格的下跌冷卻了原先熾熱的資本市場，1908 年僅有五家新的橡膠公司在倫敦籌資設立。1908 年之前，這些新公司絕大多數是僅僅擁有一個橡膠園的小型橡膠種植公司。這些小公司在倫敦上市籌資，大部分由新加坡的大型洋行（merchant-house）承擔。個別種植戶或種植團體缺乏將橡膠園以公司型態上市籌資的經驗、能力以及人脈。橡膠種植是一項新而且相對而言尚未獲得經紀商與投資人

<sup>73</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, pp. 49-52.

<sup>74</sup> *Ibid.*, pp. 58-59.



認可的產業，加上馬來半島陌生遙遠，資金投入具有一定的投機性質，以聲譽卓著的洋行（merchant-house, agency-house）來承擔新公司上市責任，某程度上提供可信度吸引投資人投入資金。由 1908 年開始，馬來半島的橡膠種植逐漸由實驗性質的產業，轉變成為以公司企業型態籌集大額資本、投入工業化單一作物的產業。<sup>75</sup>

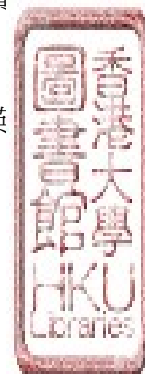
這些新加坡的大型洋行除了提供金融服務外，還提供馬來亞當地橡膠園的管理。這些洋行在倫敦均有辦公室，但其主要活動是在投資所在地進行。投資的機制是：馬來半島的土地擁有者與洋行接觸，了解土地成為橡膠種植園的前景。如果洋行相信開發這片土地成為種植園將有利可圖，洋行將會進入程序成立公司、準備上市說明書、安排承銷並銷售股票給倫敦的投資人，土地擁有人與洋行會得到股票或選擇權作為報酬。如果股票銷售成功，收到的款項將用來建立公司、開發土地並種植橡膠。提供財務安排的洋行通常也會被新公司委任來管理橡膠園，洋行中的董事通常也會成為新成立公司的董事。聲望是洋行業務能否成功的重要因素，洋行的業務專長偏重於種植產業方面，財務安排上的經驗較為吃虧，但由於種植管理上的特長，洋行有能力選擇具有潛力的種植公司。另一類提供金融服務的公司為專業的股票發行機構（issuig-house，類似今日之投資銀行）。當新公司設立，發行機構為新公司準備招股說明書，安排新公司的股票銷售。通常股票的銷售訂有承銷合約，以避免無法完全銷售的風險。股票銷售有三種途徑，第一種是將招股說明書交給經紀商，再由經紀商交給他們的客戶；第二種是直接將上市說明書刊登在金融報章上，再直接接受客戶的認購；第三種是透過自己的經紀商，將股票透過交易所銷售出去。1908 年之後，專業股票發行機構成為協助新公司成立的主要媒介。<sup>76</sup>

緊接著 1908 年美國經濟開始復甦，橡膠業進入了快速成長期，橡膠原料價格同樣快速上升，來自巴西與其他地方野生橡膠的供應，不足以滿足市場上的需求。<sup>77</sup>高漲的橡膠原料價格，令 1909 和 1910 兩年間橡膠股票迅速吸引了英

<sup>75</sup> *Planters and Speculators*, pp. 241-245.

<sup>76</sup> Stillson, Richard T., "The Financing of Malayan Rubber, 1905-1923", *The Economic History Review*, Nov 1971, Volume 24, Issue 04, pp. 591-592.

<sup>77</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, pp. 61-62.



國投資大眾的目光。許多早期成立的橡膠公司在高額獲利之下，有能力支付超過資本額 100%的股利，例如雪蘭莪橡膠公司（Selangor Rubber Co.）在 1910 年的股利高達 375%，造成市場的騷動與熱潮。<sup>78</sup>這些公司的股票，以最初上市招股價格的數十倍，在證券市場上瘋狂交易。例如以每股一英鎊發行的Bukit Rajah市場交易價超過 24 英鎊，Batu Caves市場交易價在 19 英鎊，每股 2s發行的Selangor市場交易價達到 95s。<sup>79</sup>這個熱潮無疑地吸引了許多只想快速賺取差價的投機者瘋狂地投入市場。<sup>80</sup>

公司	已收資本 英鎊	面積 英畝	支付股利%			
			1908	1909	1910	1911
Petaling Rubber Estate Syndicate	22,500	2,205	45	125	325	250
Selangor Rubber Co. Ltd	30,000	2,466	75	287.5	375	275
Linggi Plantations Ltd.	110,000	9,599	60	165	237.5	131.25
Kuala Lumpur Rubber Co. Ltd.	180,000	4,000	20	75	57.5	30
Labu (F.M.S.) rubber Co. Ltd.	100,000	5,375	7	25	50	45

1908 至 1911 年，部分橡膠公司股利

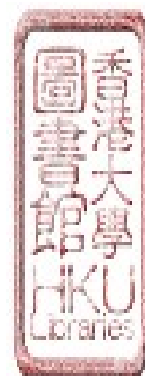
（資料來源：*Planters and Speculators*, p. 247.）

早期設立的橡膠公司，股票價格早比之前籌資招股價上漲了數十倍，部分公司也以高額溢價（premium）出售額外發行的股票籌集額外資金。這些籌集新資金的橡膠公司，部分接收了橡膠與其他作物混合栽種的土地，其他一般被認為投機性質更高的新成立公司則投資在開發新土地上。某些公司在熱潮高峰中，甚至接收了不適合橡膠種植的土地，在橡膠價格回落之後，將土地退還給政府，接收土地僅僅只是為了上市籌資目的。顯見當時股票籌資的投機狂熱之中，有實際投資認真經營的實業家，也有濫竽充數僅僅藉著熱潮吸收資金的投機者。對於單純的投資人而言，總是不容易分辨出兩者之間的不同。

<sup>78</sup> *Planters and Speculators*, pp. 246-247.

<sup>79</sup> Drabble, John. H., "Investment in the Rubber Industry in Malaya c. 1900-1922", *Journal of Southeast Asian Studies*, Sep 1972, Volume 3, Issue 02, pp. 249-250.

<sup>80</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 63.





	公司數	£1-5	£6-10	£11-15	£16-20	£21-30	>£30
1903	2	-	1	1	-	-	-
1904	6	4	-	1	-	1	-
1905	10(8)	1	3	3	-	1	-
1906	27(25)	13	3	3	1	1	4
1907	18(15)	3	2	5	2	1	2
1908	5	1	1	-	1	1	1
1909	65(62)	9	6	12	14	10	11
1910	80(71)	9	16	12	5	13	16
1911	25(23)	7	1	2	-	9	4
1912	22(19)	4	5	3	2	1	4

1903 至 1912 年，倫敦上市馬來半島橡膠公司每英畝橡膠種植園的購買價格

(資料來源： *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 229.)

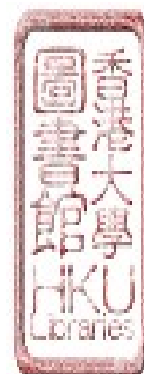
(說明：公司數中 ( ) 內的數字表示可取得詳細資料的公司數目。)

	公司數	£1-10	£11-20	£21-30	£31-40	£41-50	>£50
1903	2	-	2	-	-	-	-
1904	6	-	4	2	-	-	-
1905	10	1	4	2	2	1	-
1906	27	3	10	4	5	3	2
1907	18	-	4	10	2	-	2
1908	5	1	1	1	-	2	-
1909	65	2	6	16	20	8	13
1910	80(79)	2	11	16	13	16	21
1911	25	2	2	3	5	4	9
1912	22(21)	-	2	9	6	1	3

1903 至 1912 年，倫敦上市馬來半島橡膠公司每英畝橡膠種植園的法定資本

(資料來源： *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 229.)

(說明：公司數中 ( ) 內的數字表示可取得詳細資料的公司數目。)



1909 年和 1910 年兩年間橡膠熱潮之下新成立的公司，總數超過 1908 年就已經存在的公司。大部分在 1909 年和 1910 年成立的新公司，籌集了比開發新土地所需還要多的資金，目的在於直接取得已開墾種植、甚至是已經開始生產膠乳的土地。歐洲公司特別急於取得已開發的土地，以降低初期投資風險、確保迅速回報、並有助於吸引倫敦的投資人投入資金。於是在這段期間，有許多由華人控制、部分種植橡膠的種植園，轉移到歐洲人的手中。<sup>81</sup>

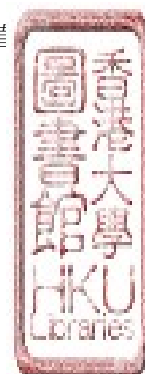
	F.M.S	S.S	Johore	Kelantan	Kedah	Trengganu	Perlis	Total
1897	345							345
1898	1,761							1,761
1899	3,227							3,227
1900	4,693							4,693
1901	5,695							5,695
1902	7,239							7,239
1903	11,239							11,239
1904	19,239							19,239
1905	43,425							43,425
1906	85,579	39,868	4,362					129,809
1907	126,235	57,173	10,126					193,534
1908	168,048	75,870	20,944					264,862
1909	196,953	86,697	n/a	3,740	n/a			287,390
1910	245,774	114,679	43,517	5,402	20,034			429,406
1911	352,974	134,299	74,974	*33,300		1,000		596,547
1912	399,197	173,770	91,827	*34,838		1,497		701,129
1913	433,324	202,226	117,022	16,463	58,809	1,510		829,354
1914	471,050	207,739	121,559	16,532	59,841	1,802		878,523
1915	499,479	236,855	130,574	17,692	**60,000	2,611		947,211
1916	543,729	292,846	136,754	69,300	67,784	**3,000	**360	1,113,773
1917	612,268	301,994	**170,000	70,849	72,007	**4,200	**500	1,231,818
1918	672,106	308,960	164,280	80,370	75,456	**5,100	**750	1,307,022

\* Kelantan+Kedah \*\* 估計值

#### 馬來半島橡膠種植範圍（英畝）

（資料來源：*Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 215.）

<sup>81</sup> *Planters and Speculators*, pp. 248-249.



所籌措的資金方面，1909 至 1910 年間在倫敦上市投資在馬來半島新成立的橡膠公司，總法定資本達到了接近 1,300 萬英鎊。這段時期也有二十五家投資信託財務公司成立，總法定資本為 925 萬英鎊。而 1909 年到 1910 年 6 月期間上市投資在各地區的橡膠公司，據稱總法定資本高達 5,000 萬英鎊。<sup>82</sup>

1909 至 1911 年，馬來半島橡膠公司的投機熱潮的確吸引了公眾的關注，但這些公司整體的重要性十分有限。<sup>83</sup>橡膠、茶、咖啡等等種植股票的總市值佔倫敦交易所掛牌股票的總市值，在 1903 年為 0.1% 或 970 萬英鎊，在 1913 年為 0.3% 或 2500 萬英鎊；1903 年與 1913 年倫敦交易所掛牌股票的總市值分別約為 70 億與 95 億英鎊。<sup>84</sup>

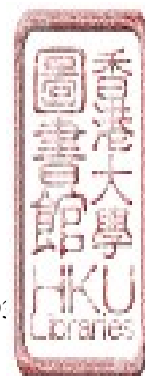
### 第三節 1910 年橡膠價格的暴跌

全球經濟復甦，1909 年橡膠價格回到 5s3d 到 9s3d 的範圍中。1910 年第 1 季橡膠價格持續上升，到了 4 月上升到每磅 12s 的歷史最高峰。強勁的價格升勢激起了 1909 年至 1910 年上半年對於馬來半島橡膠生產事業的全球籌資熱潮，由倫敦、上海及其他地方籌集而得的資本大量地投入馬來半島的橡膠種植產業。1910 年以前，在當地政府的支持下，橡膠產業一直持續保持極速發展。在更為大量的新資金投入之下，1910 至 1912 年馬來半島大量開發土地投入橡膠樹的種植之中，馬來半島橡膠產量持續暴增。同一時期南美與非洲等主要野生橡膠產地，由於政府措施上未能積極加以扶持，加上野生橡膠開採成本逐步增高等等因素，這些地區的橡膠產量逐步下滑，在南美與非洲以外的地區則橡膠產量持續快速增加，南美與非洲佔全球橡膠總產量比重相應大減。全球橡膠總產量的大增，大多來自馬來半島出口橡膠數量的大增。

<sup>82</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 65.

<sup>83</sup> Michie, Ranald C., *The London Stock Exchange: a history* (Oxford: Oxford Univ. Press, 1999), p. 9.

<sup>84</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, pp. 88-89.

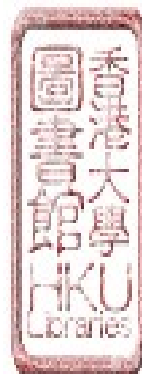


年度	南美	非洲	馬來	其他	總出口	馬來比重
1910	62,871	20,143	6,500	4,520	94,034	7%
1911	58,271	18,283	10,800	6,300	93,654	12%
1912	62,052	18,918	20,300	11,800	113,070	18%
1913	50,493	15,986	33,600	19,800	119,879	28%
1914	40,867	7,719	47,000	28,700	124,286	38%
1915	46,318	8,138	70,200	45,400	170,056	41%
1916	41,875	10,372	96,000	64,100	212,347	45%
1917	46,242	10,446	129,000	85,300	270,988	48%
1918	31,501	7,122	112,000	72,400	223,023	50%

全球各地橡膠出口量（噸）與馬來半島佔全球出口量比重

（資料來源：*Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 220.）

由於橡膠樹需要最少五年才成熟至足以開始生產膠乳的特性，由 1909 到 1910 年上半年橡膠業的籌資熱潮開始，接下來進行新興土地的開發進行橡膠種植，幾年之後橡膠樹熟成開始生產製造生膠所需要的膠乳。橡膠生產與出口數量的暴增幅度，要到 1915 年至 1917 年才逐漸顯現出來。次頁表格「馬來半島橡膠出口量與栽種面積比」分析之中，分別比較了當年度栽種面積與四、五、六年後出口量的比較。以下一頁中 1914 年資料為例，1914 年度橡膠栽種面積為 1,168 千英畝，該年度橡膠出口量為 47 千噸，四年之前 1910 年度橡膠栽種面積為 541 千英畝，1914 年度橡膠出口量除以四年前 1910 年度栽種面積，得出的數據為 87，記錄在表格「1914 年度」與「四年」之中。比較各年度與「四年」、「五年」、「六年」數據之後，得出當年度栽種面積與五年後橡膠出口量之間的相關性最大，這個結論符合橡膠樹最少需要五年熟成，才得以開始生產膠乳的特性。



年度	面積 <sup>85</sup>	出口量 <sup>86</sup>	四年	五年	六年
1908	255	1,639			
1909	334	3,331			
1910	541	6,500			
1911	750	10,800			
1912	942	20,300	80		
1913	1,074	33,600	101	132	
1914	1,168	47,000	87	141	184
1915	1,290	70,200	94	130	210
1916	1,430	96,000	102	128	177
1917	1,658	129,000	120	137	172
1918		112,000	96	104	119
1919		204,000	158	175	190
1920		181,000	127	140	155
1921		151,000	91	106	117
1922		214,000	113	129	150
標準差			24	22	33
平均值			109	133	166
比例			22%	17%	20%

#### 馬來半島橡膠出口量與栽種面積比

（說明：面積單位（千英畝）；出口量單位（噸）

計算方式：

四年：1912 年出口量除以 1908 年面積，以此類推

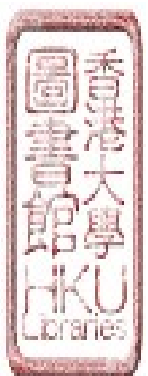
五年：1913 年出口量除以 1908 年面積，以此類推

六年：1914 年出口量除以 1908 年面積，以此類推

標準差與平均值：取1914至1921年之出口量與面積之比例數計算  
比例＝標準差除以平均值。）

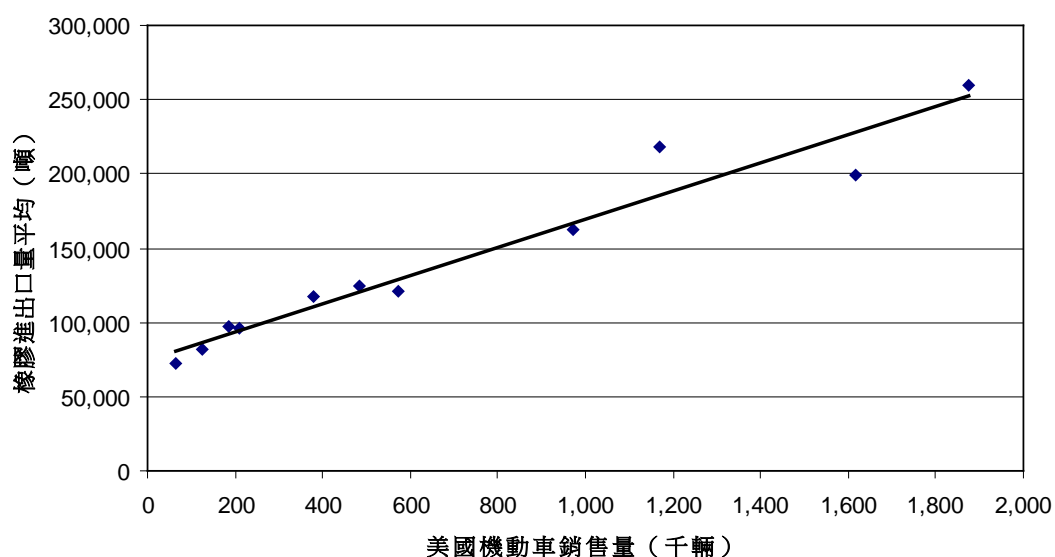
<sup>85</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 219.

<sup>86</sup> *Ibid*, p. 220.



1909 年開始，全球汽車銷售呈現高度增長。全球橡膠進出口量與美國機動車銷售比較，呈現高度正相關（positive correlation）。也就是說，全球橡膠進出口量的增減，橡膠的供給與需求，基本上是基于機動車輛銷售中輪胎對橡膠的需求。

年度	總出 口 <sup>87</sup>	總進口 <sup>88</sup>	機動車 <sup>89</sup>
1908	69,550	74,282	65
1909	78,170	86,209	127
1910	94,034	99,355	187
1911	93,654	99,072	210
1912	113,070	120,727	378
1913	119,879	129,606	485
1914	124,286	117,341	573
1915	170,056	155,571	970
1916	212,347	185,735	1,618
1917	270,988	248,315	1,874
1918	223,023	214,241	1,171

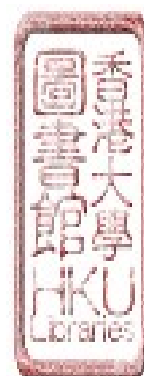


全球橡膠進出口量（噸）與美國機動車銷售（千輛）比較

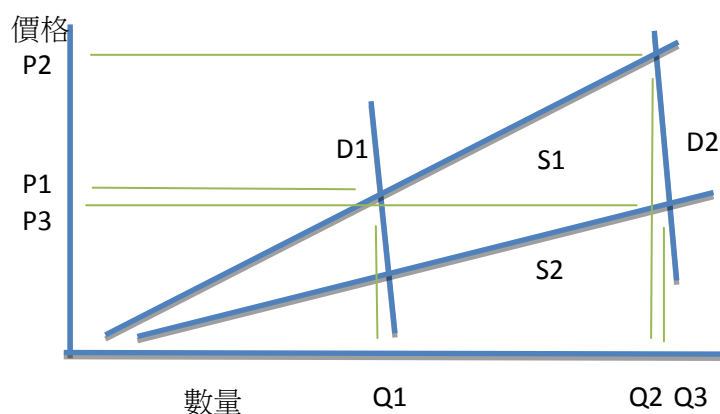
<sup>87</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 220.

<sup>88</sup> *Ibid.*, p. 222.

<sup>89</sup> *Ibid.*, p. 224.

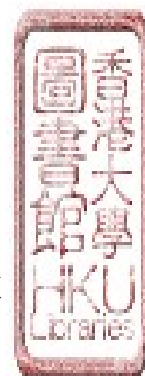


1909 年以來機動車輛預期需求的大幅增加，提供了橡膠原料需求同樣將大幅增加的市場預期，進一步推高了橡膠原料的價格。1909 年當初對機動車輛以及橡膠原料需求大幅增加的預期，事後都證實了是正確的預測。橡膠原料價格的推升，令籌集新資本進入橡膠種植事業成為正確的商業決定，而且是越早進入橡膠產業的公司越為成功。然而無法預料的是，1909 至 1910 年之間新公司的籌資成立成為熱潮，大量設立的公司以及隨之大量開發的馬來半島橡膠種植土地，確定了五、六年之後橡膠產量將以數倍的幅度提升。馬來半島 1915 年的橡膠出口量達到了 1910 年橡膠出口量的十倍，1917 年橡膠出口量更是 1910 年橡膠出口量的二十倍之多。橡膠生產量必然超過橡膠的出口量，如果以生產量計算，增加的倍數可能還要更高。



1910 年全球橡膠需求量與價格變化示意

1910 年橡膠原料出口量以及每磅價格的變化，可以以經濟學供給與需求曲線來解釋。輪胎成本僅僅佔了汽車銷售成本較小部分，因此汽車業對於輪胎主成份橡膠原料的需求成為剛性需求（inelastic demand），也就是橡膠原料價格的變動不會造成橡膠原料需求數量的太大變化，形成陡峭的橡膠原料需求曲線如 D1 與 D2。一開始橡膠原料在供給曲線 S1 與需求曲線 D1 之下，達致數量 Q1 以及價格 P1 的供需平衡。隨著亨利·福特改良汽車生產技術，汽車的銷售價格大幅降低，銷售數量則大幅提升；全球橡膠原料的需求曲線在汽車產業對橡膠的實質與預期需求大幅增加之下，由 D1 向右移動到 D2，新供需平衡的產量大增至 Q2，價格同時飆升至 P2，如同 1910 年 4 月倫敦市場橡膠原料價格推



升到 12s9d 的歷史高點。然而全球橡膠產量主要在馬來半島的貢獻之下持續大量增加，1909 與 1910 年時期大量新公司設立與土地開發，橡膠的預期供給亦大幅提升。在實質與預期橡膠供給大幅提升的情形下，橡膠原料供給曲線由 S1 向右延伸轉變為 S2，供需平衡後橡膠原料出口量由 Q2 略增為 Q3，價格則由 P2 大幅下跌至 P3，如同 1910 年 10 月倫敦橡膠原料價格由 4 月份 12s 以上迅速跌落到 5s7d。汽車產量對橡膠需求持續增加，全球橡膠原料供給同樣激增，動態供需平衡之下全球橡膠出口量由 1910 年的 9 萬噸增加到 1917 年的 27 萬噸，然而橡膠價格卻持續滑落，到了 1921 年每磅價格已跌落到 1s 以下。

除了供給與需求的因素令 1910 年後期橡膠價格由高點滑落，另外一個加速價格下滑的因素則是巴西橡膠開採商被迫向市場倒出存貨。原先支持巴拉州橡膠開採商囤積抬價的巴西銀行，曾經在 1910 年下半年嘗試阻止橡膠原料價格的快速下滑，賠進了 2 千萬元卻又徒勞無功。在財力無法支撐之下，1910 年末巴西銀行終於放棄了該項計畫，巴西業者被迫出清存貨，額外增加市場供給，橡膠市場面對進一步價格下跌的壓力。<sup>90</sup>

年度	1910	1911	1912	1913	1914	1915	1916
最高	12s9d	7s3d	5s9d	4s6½d	3S0d	4s1½d	4s3½d
最低	5s7d	4s6d	4s1d	2s0d	1s11½d	1s11¾d	2s1¾d
平均	8s9d	5s5½d	4s9d	3s¼d	2s3½d	2s6d	2s10¼d

年度	1917	1918	1919	1920	1921	1922
最高	3s4½d	2s6¾d	2s11d	2s10¼d	1S3¼d	1s2¾d
最低	2s2¾d	2s1d	1s8d	10d	8d	6¾d
平均	2s9¾d	2s3½d	2s1¼d	1s11d	10½d	9¼d

1910 至 1922 年倫敦市場橡膠每磅價格

（資料來源：Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry, p. 213.）

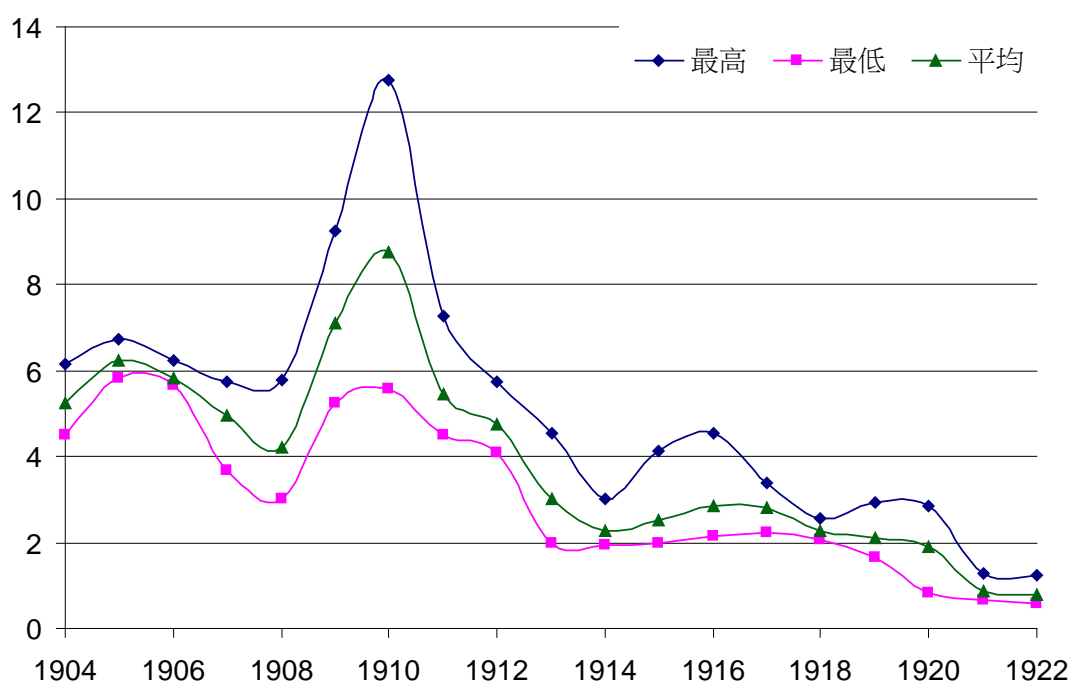
1911 年橡膠原料價格持續下跌，甚至低於 1909 年的價格水準。1910 年 4 月橡膠原料價格成為曇花一現的高峰，橡膠價格的下跌也澆熄了狂熱期間投資者的熱情。以倫敦市場上十四檔橡膠股票為例，股價跟隨橡膠價格由 1910 年 4 月份的高峰滑落，到了 10 月股價平均下跌了 37%，投機者迅速撤離市場，投資

<sup>90</sup> World Rubber and its Regulation, p. 89.





者對於籌集資金成立新公司的熱情不再，橡膠熱潮成為歷史，一去不返。<sup>91</sup>如同倫敦股市，上海橡膠股票價格的低迷，也與橡膠原料價格的疲弱有著最高度的相關性，其他個別股票是否涉及詐騙或是公司經營上良窳的問題，只是屬於次要的相關，並不如原料價格波動一般地直接。

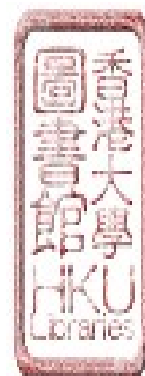


1904 至 1922 年倫敦市場橡膠每磅價格（先令）

（資料來源：*Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 213.）

1910 年 4 月之前橡膠股票的狂熱，來自橡膠原料價格非理性地攀上不合理的高峰。而橡膠原料價格的下跌，也同樣將處於天堂的股價拉回到凡塵。儘管不排除有少數蓄意詐騙的公司成立，但橡膠股票價格在當時的沉淪，總體上的主要原因毫無疑問是來自橡膠預期產量大增造成價格的急速下跌所引發。個別西人詐騙潛逃出境，銀行對橡膠股票停止押款，銀行對個別錢莊拆票信用的收回，這些因素無論真假，都不會是造成當時上海橡膠股票大幅下挫的主要因素，主要原因仍是受到橡膠原料價格波動的影響。其他因素最多只會是次要因素，增添當時恐慌情緒下街談巷議的逸聞。

<sup>91</sup> Thomas, W. A., *Western Capitalism in China* (Burlington: Ashgate, 2001), p. 150.



## 第四章 清末上海的橡膠股票

姚公鶴《上海閒話》與謝菊曾〈橡皮風潮〉對於上海橡膠公司設立熱潮逐步興起過程，作出了不同的描述。〈橡皮風潮〉中英人喬治·麥邊以及藍格志拓殖公司在橡膠風潮之中扮演著吃重的角色，其他還包括韋推和嘉道理等等西人以及他們所開設的洋行和橡膠公司，《上海閒話》則僅僅提及單一的「該西人」以及所開設的「該公司」。本文以下借由《時報》、《申報》與英文《北華捷報》中的新聞報導，以及這三份報紙股票行情表中提供的資訊，進一步釐清細節並闡述這次金融風暴發生的原因。

### 第一節 卡倫傍成立與新設立的種植類股

卡倫傍（Kalumpong Rubber Co.）或譯為卡倫磅、卡隆幫或客林磅，是《北華捷報》報導中提及第一家專營橡膠種植的公司，完全由上海的外國商人所成立，也是第一檔在清末上海股票市場中進行交易的橡膠種植公司。該公司的成立過程與股票交易價格，首次出現在 1906 年 6 月 1 日《北華捷報》內文以及股票行情表。<sup>92</sup>

隨著上海幾家橡膠公司陸續成立，到了 1909 年 10 月 2 日，《北華捷報》所刊載長利公司股票行情表（J. P. Bisset & Co.'s Share Report），開始將原來歸類在工業類（Industrial）的二十三檔股票，<sup>93</sup>重新分類為三個個別股票類別，分別為工業類十四檔股票、棉花等類（Cottons, etc.）七檔股票以及種植類（Plantations）六檔股票，共二十七檔股票。多出的四檔股票，三檔屬於新的工業類股，一檔屬於新的種植類股。<sup>94</sup>

由 1906 年卡倫傍上市到 1909 年 10 月 2 日之間，可以算是上海橡膠股票發展的第一個階段。眼光獨到的企業家，正確地抓住商業趨勢並勇敢地投入大量

<sup>92</sup> NCH, 1-Jun-1906, pp. 498-500 & Bisset Report.

<sup>93</sup> Ibid., 25-Sep-1909, Bisset Report.

<sup>94</sup> Ibid., 2-Oct-1909, Bisset Report.



資本，隨後獲得豐厚的報酬。最初的種植類股六檔股票之中，有五檔屬於橡膠種植類股，分別為卡倫傍、斯呢王（Senawang）、梯傍（Tebong）、刀米仁（Dominion）以及 Chempedak，另外一家公司是專營菸草種植生產的司買得（Shanghai-Sumatra Tobacco Co., Ltd.）。

### 卡倫傍

居住上海的W. V. Drummond，早在 1880 年代就在馬來半島吡叻（Perak）的古拉莊園（Gula Estate）取得 6,000 英畝土地開始製糖事業，並在 1883 年成立了總部位於上海的叭喇製糖有限公司（Perak Sugar Cultivation Co., Ltd.）。1890 年代初期由於製糖前景十分看好，叭喇製糖投入大量資金，拓展甘蔗的種植面積。白糖價格在 1894 年到達有紀錄以來的低點，隨後價格在 1899 年倍增。同時間古拉莊園佔地達到 9,512 英畝，但叭喇製糖的營運生產一直受限於勞工不足的問題。<sup>95</sup>該公司成立之初，法定資本（Authorized Capital）與實收資本（Paid-in Capital）為 25 萬兩，分為 5,000 股每股 50 兩，為股東私下認購，並未公開募股。<sup>96</sup>1883 年 8 月叭喇糖出現在《北華捷報》的證券行情表中，每股交易價格跌到了 30 餘兩。隨著獲利的逐步提升，股價在 1906 年 4 月回升至 70 兩。

年度	1905	1906	1907	1908	1909
蔗糖	11,233	7,916	6,285	6,480	4,594
橡膠	?	4,009	4,833	7,894	14,166

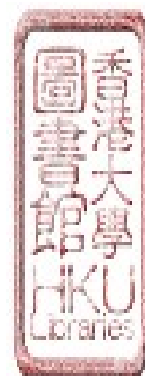
年度	1910	1911	1912	1913	1914
蔗糖	5,319	5,100	2,890	31	6
橡膠	15,501	?	30,530	34,766	35,554

1905 至 1914 年馬來半島威省（Province Wellesley）蔗糖與橡膠種植面積  
（資料來源： *Planters and Speculators*, p. 173.）

在跨入二十世紀之前，馬來半島的大規模製糖事業開始面對全球持續增長的競爭。價格節節上升，同時需要較少人力需求的橡膠和椰子種植，吸引了製

<sup>95</sup> *Planters and Speculators*, pp. 162-163.

<sup>96</sup> *NCH*, 1-Sep-1882, p. 253.



糖業者的目光。自 1905 年之後，甘蔗種植面積急遽下降，橡膠樹的種植面積則急遽增加。<sup>97</sup>就在這個製糖業的轉折點，叭喇製糖作了一項重要的商業決定。

1906 年 5 月 29 日，叭喇製糖召開非正式的股東大會，目的在討論將公司所擁有的卡倫傍莊園（Kalumpong estate）土地轉讓給新成立的公司卡倫傍。新公司依香港公司條例在上海成立，法定資本 70 萬兩，分為 14,000 股每股 50 兩。先期發行 11,200 股，其餘 2,800 股列為未發行股票。在發行的 11,200 股之中，2,800 股以每股 25 兩（法定資本每股 50 兩的一半）優先向叭喇製糖的股東募股；餘下的 8,400 股則以每股 50 兩的面額交付叭喇製糖，做為向叭喇製糖取得卡倫傍莊園土地、建築物、橡膠樹等等資產的交換代價。<sup>98</sup>叭喇製糖成為卡倫傍的母公司，擁有卡倫傍超過 80% 的股東權益（Shareholders Equity）。公司的法定資本 70 萬兩，實收資本 49 萬兩，其中 42 萬兩為來自叭喇製糖的實質資產，其餘 7 萬兩（約為 8 千英鎊）由股東以現金支付，作為公司營運資金（Working Capital）。<sup>99</sup>董事會包括 W. V. Drummond、J. H. McMichael、E. C. Pearce、J. M. Young 以及 C. W. Wrightson。1906 年 7 月 20 日，卡倫傍首次出現在《北華捷報》股票行情表的工業類股之中。<sup>100</sup>直到 1907 年 10 月，在外流通的 2,800 股才補足多 25 兩，成為每股 50 兩，股東投入的現金共 14 萬兩，約為 1.5 萬英鎊。當時叭喇製糖的股價約為 80 兩，而卡倫傍股價也只是略高於發行面額。<sup>101</sup>卡倫傍成了上海第一家專營橡膠種植的股票上市公司。

由於卡倫傍接收叭喇製糖的資產中，5.5% 的橡膠樹栽種於 1901 年或以前，到了 1908 年 8 月結束的會計年度，早期栽種的橡膠樹已經熟成開始生產，所生產的橡膠有 39,500 兩的獲利。<sup>102</sup>到了 1909 年 8 月，再多出接近 10 萬兩的獲利，董事會決定撥付每股 8 兩的股利（Dividend）。<sup>103</sup>卡倫傍股票漲至 230 兩，叭喇製糖母以子貴，股價也上漲到 350 兩，股價持續穩定維持到 1909 年底。1910 年 4 月間橡膠原料高峰時期，卡倫傍與叭喇製糖股價分別飆升到 700

<sup>97</sup> *Planters and Speculators*, pp. 172-173.

<sup>98</sup> *NCH*, 1-Jun-1906, pp. 498-500 & Bisset Report.

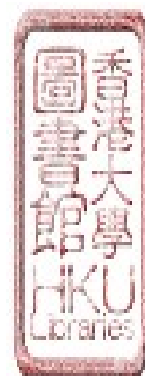
<sup>99</sup> 當時一英鎊約合九兩。

<sup>100</sup> *NCH*, 20-Jul-1906, Bisset Report.

<sup>101</sup> *Ibid.*, 31-Oct-1907, Bisset Report.

<sup>102</sup> *Ibid.*, 31-Oct-1908, pp. 252-253.

<sup>103</sup> *Ibid.*, 30-Oct-1909, pp. 241-242.



餘兩與 800 餘兩。1910 年 7 月下旬第一波錢莊倒閉風潮開始，直到 8 月底卡倫傍改組為古拉卡倫傍（Gula Kalumpong Rubber Estate Ltd.）之前，卡倫傍每股交易價格還在 500 兩，叭喇製糖在 750 兩以上，仍然明顯高於 1909 年底的股票價格。<sup>104</sup>

### 斯呢王

上海第二檔橡膠股票斯呢王（Senawang Rubber Estates Co., Ltd.）在 1907 年 5 月 28 日召開第一次股東大會。斯呢王董事會包括主席 J. C. Hanson、E. J. Hogg 以及 E. O. Cumming，秘書為 E. F. Bateman。<sup>105</sup>以 1908 年 1 月 31 日為年底的公司年度營運報告中，L. E. P. Jones 成為新任董事，法定資本 25 萬兩，分為 2,500 股，每股 100 兩。以 100 兩發行 1,949 股、50 兩發行 551 股，公司尚未有營運損益，董事會表示增加資本的意願。<sup>106</sup>一直到 1908 年 12 月 26 日，《北華捷報》股票行情表上才首次出現斯呢王股票的交易價格，這時以 50 兩發行的 551 股每股實收金額已增為 100 兩，股價大約略低於 100 兩。<sup>107</sup>1909 年 5 月間，斯呢王又增發 312 股，儘管尚未發出股利，股價上升至 170 兩。並未有資料顯示所增發的 312 股，股東是以票面價每股 100 兩認購，還是以市價 170 兩溢價認購。如果是公開招股，以溢價認購是比較合理的；如果是向現有股東募資，則溢價或票面價都有可能。

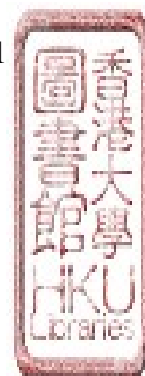
1910 年年初斯呢王股價大約 350 兩；4 月 5 月間飆升到 1,600 餘兩；1910 年 7 月錢莊倒閉風潮前後，股價穩定在 1,300 兩以上。9 月間斯呢王做了一次股本結構重整，發行股數變為 53,800 股，每股 5 兩，市場交易價格大約維持在發行價的 13 倍。股本結構重整之前，假定增發的 312 股以票面價籌資，公司法定資本與實收資本同為 281,200 兩（2,500 股加上 312 股，每股 100 兩），其中 86,300 兩（551 股加上 312 股，每股 100 兩）股本由股東以現金支付，即約為 1

<sup>104</sup> NCH, 26-Aug-1911, Bisset Report.

<sup>105</sup> Ibid., 31-May-1907, p. 515.

<sup>106</sup> Ibid., 13-Jun-1908, pp. 672-673.

<sup>107</sup> Ibid., 26-Dec-1908, Bisset Report.



萬英鎊。剩餘 194,900 兩（1,949 股）則是公司以股票交換土地，成為公司資產的一部分。原土地持有人則轉持有公司股票分享獲利。

### 刀米仁

上海第三家橡膠公司刀米仁（Dominion Rubber Co., Ltd.）早於 1907 年 9 月 3 日召開成立股東大會，依香港公司條例成立。<sup>108</sup>1908 年 5 月 11 日為結束於 1907 年 12 月 31 日的會計年度召開第一次股東大會，法定資本 225,000 兩，分為 22,500 股，每股 10 兩。其中 5,250 股每股 10 兩用來支付土地所有人作為取得土地與橡膠樹資產的代價，其餘 17,250 股每股 3 兩則用來作為營運資金；所購得的橡膠樹最長為 17 個月；董事成員為 E. J. Hogg、E. O. Cumming、A. McLeod，秘書為 E. F. Bateman，股東之一的 J. A. Wattie 與其他股東同時列席。<sup>109</sup>原來每股 3 兩的 17,250 股，在 1908 與 1909 年度公司分四次每次要求股東支付 1 兩增資。1909 年 5 月 15 日，《北華捷報》股票行情表首次出現刀米仁股票報價，這時每股發行金額增加到 6 兩，股票交易價格大約在 10 兩左右。<sup>110</sup>

1910 年初每股發行金額增加到 7 兩，股票交易價格大約在 17 兩左右；7 月間錢莊倒閉風潮前後，每股發行金額增加到 9 兩，股價穩定在 40 兩以上。公司以 225,000 兩的法定資本，在外流通的 17,250 股每股發行金額 9 兩的情況下，實收資本為 207,750 兩，其中來自股東以現金支付的部分為 155,250 兩，約為 1.7 萬英鎊。

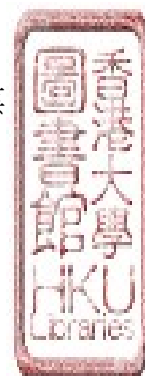
### 梯傍

上海第四家橡膠公司梯傍（Tebong Rubber and Tapiaco Estate Co.），1907 年 12 月 3 日依香港公司條例成立，1908 年 3 月 31 日召開成立股東大會，董事包括主席 R. Macgregor、E. O. Cumming、A. McLeod、J. A. Wattie 以及華人朱葆山（Chu Pao-san），另外還有數位華人股東 Zia Ze-ding、Ho Sun-kee 和 Ho Fan-

<sup>108</sup> NCH, 6-Sep-1907, p. 582.

<sup>109</sup> Ibid., 16-May-1908, pp. 405-406.

<sup>110</sup> Ibid., 15-May-1909, Bisset Report.





tse，有可能是馬來半島種植園地主。法定資本 76,000 英鎊，分為 76,000 股，每股 1 英鎊，先期發行股數 66,000 股。其中 37,750 股加上現金 2 萬餘英鎊用來支付土地所有人，其餘則用來作為營運資金。實收資本 66,000 英鎊，其中來自股東以現金支付的部分為 28,250 英鎊，扣除 2 萬餘英鎊支付土地所有人，餘下的數千英鎊做為營運資金。已購得的土地中，大約三分之一的橡膠樹已種植 3 年左右，也就是再過 3 年左右，即將獲得橡膠出售收益。<sup>111</sup>

1909 年 4 月 3 日，《北華捷報》股票行情表首次出現了梯傍，價格為 10 兩，大約為 1.1 英鎊。<sup>112</sup>1909 年 8 月 4 日召開第一次年度股東大會，會中提議發放每股 1s 的股利，當時股價為 17 兩穩定維持到當年底。<sup>113</sup>1910 年 4 月 5 月間，股價最高到過 50 兩，7 月錢莊倒閉風潮前後，股價穩定在 30 餘兩以上。

### Chempedak

Chempedak 公司的成立股東大會在 1909 年 12 月 8 日召開，然而股票卻早已經在 10 月以每股 14 兩開始交易，顯見橡膠股票熱潮開始升溫。該公司在 8 月間取得 Chempedak 莊園土地，已經開始有穩定的橡膠產出。公司董事為 L. E. P. Jones 以及 J. A. Wattie，股東 W. B. Clayton，秘書 J. A. Wattie & Co。<sup>114</sup>法定資本 35,000 英鎊，分為 35,000 股，每股 1 英鎊，實收資本為 23,500 英鎊。<sup>115</sup>橡膠公司多以股票交換種植土地，土地資產佔公司資產的絕大部分。Chempedak 取得土地面積約為梯傍土地的四分之一，<sup>116</sup>但未有資料顯示該公司取得土地價值多寡，考慮該公司土地上橡膠樹年份比梯傍長一倍，並且已經開始生產，假定該公司土地總價值為梯傍的三分之一，也就是大約 2 萬英鎊（梯傍土地交換價值為 37,750 股梯傍股票加上現金 2 萬餘英鎊，總值接近 6 萬餘英鎊），營運資金估計大約數千英鎊。亦未有新聞資料顯示公司以股票、現金或是兩者兼具的方式以取得土地資產，粗估股東直接以現金出資的部分為實收資本的一半。<sup>117</sup>

<sup>111</sup> NCH, 3-Apr-1908, pp. 18-19.

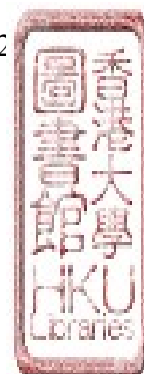
<sup>112</sup> Ibid., 3-Apr-1909, Bisset Report.

<sup>113</sup> Ibid., 7-Aug-1909, pp. 324-325.

<sup>114</sup> Ibid., 11-Dec-1909, p. 594.

<sup>115</sup> "An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boom 1909-1912", p. 760.

<sup>116</sup> Ibid., p. 776.



萬英鎊。有關股票價格方面，1910 年初股票交易價格大約在 16 兩左右，略低於 2 英鎊；1910 年 7 月錢莊倒閉風潮前後，股價穩定在 34 兩。

五家公司取得土地的方法，大多以新發行股票部分配合少量現金，向在馬來半島擁有種植莊園的業主交換土地資產，而原業主轉讓土地之後的獲利則來自所持有股票得到橡膠公司向股東所支付的股利。五家公司在上海籌資取得的現金總額大約為 8.2 萬英鎊，主要作為營運資金之用，要比五家公司法定資本總額 25 萬英鎊以及實收資本 21 萬英鎊低得多，差額即為公司的土地與橡膠樹等資產。成立較早的卡倫傍是叭喇製糖的子公司，兩者的董事會成員大致相同。由其餘四家新成立橡膠公司董事會以及秘書的姓名，可以看出這幾家橡膠公司大致由 J. A. Wattie、L. E. P. Jones、E. O. Cumming、A. McLeod、E. J. Hogg、E. F. Bateman 等人所發起掌控。這個時期的橡膠類股的上市市值，只佔了上海股市總市值的一小部分。

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
卡倫傍*	*	*	30,970	42,600	48,000	53,200
斯呢王	13,750	16,077	21,232	29,237	29,505	26,786
刀米仁				3,382	6,253	9,294
梯傍			176	1,466	2,460	3,336
Chempedak				2,347	3,417	3,932

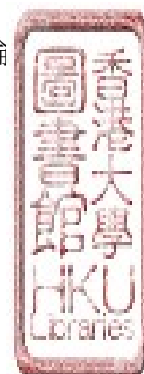
#### 1910 至 1911 年部分橡膠公司每月橡膠產量

（資料來源：《北華捷報》North China Herald, 16-Dec-1910 & 9-Sep-1911.）

（說明：\*卡倫傍在 1908/09 年度就有橡膠產量 57,412 磅，但是在《北華捷報》1910 年後期開始報導的每月產量，並未提供較早之前的每月資料。<sup>117</sup>）

卡倫傍在 1910 年中公司重組，資本大幅增加，新公司的名稱為古拉—卡倫傍（Gula-Kalumpong），無法依照年期與其他四家公司直接做比較。根據其餘四家公司實收資本、種植面積與年度橡膠產量之間的比較，斯呢王的營運最為出色，其次是刀米仁，再其次是梯傍與 Chempedak。卡倫傍在改組之前資本額

<sup>117</sup> NCH, 30-Oct-1909.



大約為斯呢王資本兩倍多的 70 萬兩，1911 年橡膠產出略少於斯呢王產出的兩倍，營運上同樣相當傑出。

	實收資本	種植面積 (英畝)	年度產量 (磅)
卡倫傍*	£445,000	4,390	475,000
斯呢王	T324,000	1,063	225,102
刀米仁	T225,000	1,106	109,005
梯傍	£76,000	2,230	105,500
Chempedak	£23,500	622	31,445

1913 年部分橡膠公司年度橡膠產量

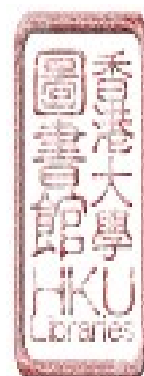
(資料來源：《北華捷報》North China Herald, 7-Mar-1913.)

(說明：\*卡倫傍在 1910 年中公司重組。)

姚公鶴《上海閒話》中所提及，「上海橡皮股票公司之成立也，在光緒三十四年【作者注：1908 年】秋間，完全為某外人所組織。其外人為此事作偽之原動力，而該公司則為其犯罪所在地也。」<sup>118</sup>根據前述五家上海先驅橡膠公司成立過程的詳細資料，條件最接近的梯傍成立於 1908 年，卻是在春季成立，而且該公司一成立就有許多華人股東，並非完全為外人所組織。有關發售股票方面，卡倫傍以每股 25 兩籌資，斯呢王 50 兩，刀米仁一開始 3 兩，隨後以 1 兩的增幅逐次向股東要求增資，梯傍與Chempedak則以每股 1 英鎊籌資。《上海閒話》中「計該公司發售之股票，自每票三兩始以迄十五兩止，共五種。」<sup>119</sup>的說法，與這五家橡膠公司股票初次發行的價格，以及隨後在市場上交易的方式，均有明顯的不同。所稱的「該公司」，似難套用在這五家先驅橡膠公司的任何一家。而有關「作偽」與「犯罪」的指控，五家公司中的卡倫傍與斯呢王自 1910 年之前就有橡膠的產出，其餘三家在 1910 年底之前也都開始生產橡膠，實難以「投入資本之後未能立即生產」為理由而遽稱之為作偽詐騙。

<sup>118</sup> 姚公鶴著：《上海閒話》（上海：商務印書館，1926）下冊，頁 94。

<sup>119</sup> 同上，頁 95。



## 第二節 橡膠股票籌資熱潮的開展

《北華捷報》股票行情表中正式出現種植類股，標誌著橡膠熱潮正式來臨。1909年10月2日第一次的種植類股分類中，僅有五家橡膠公司。到了1910年7月22日發生錢莊倒閉風潮，種植類股已經有四十家橡膠公司。而由於製糖業的持續凋零，製糖類股亦併入種植類股之中，菸草種植公司亦在其中。儘管糖業不如以往，但母以子貴，持有卡倫傍超過80%股東權益的叭喇糖股價，仍然維持在籌資發行價的十三倍之多。

1909年10月2日到1909年底，上海錢市傳統上在年關將屆之時收回貸放出去的款項，銀根較為緊張，商業籌資較為困難，因此狂熱的氣氛在市面上季節性緊縮的信用之下尚未開展。儘管橡膠原料價格持續上漲，但橡膠公司僅僅增加了Alma、Kroewoek以及Ayer Tawah等三家。Alma的法定與實收資本額為7萬英鎊；Kroewoek的法定與實收資本額分別為7萬與5萬英鎊；Ayer Tawah法定資本額為19萬兩（大約2萬英鎊），實收資本額為9.5萬兩（大約1萬英鎊）。三家公司總法定資本額16萬英鎊，總實收資本額13萬英鎊。<sup>120</sup>

Alma董事會中有E. E. Porter、M. Speelman、F. T. Ho以及Chun Yet-ching，L. E. P. Jones為顧問，股東包括Hugo Reiss以及G. S. Lindsay等。Kroewoek董事會中有D. Landale、J. H. McMichael以及J. A. Wattie。Ayer Tawah董事會中有C. Selby Moore、J. H. Teesdale以及A. Samson。

1910年初至7月29日，《北華捷報》股市行情表中新增橡膠公司共十二家，法定資本合共大約220萬英鎊，實收資本額約略為200萬英鎊（詳見下頁表格）。1909至1910年熱潮期間，在倫敦籌資新成立投資在馬來半島的橡膠公司總法定資本達到了接近1,300萬英鎊。同期上海籌資總法定資本240萬英鎊僅為倫敦五分之一的規模。然而比較同期上海與倫敦的經濟實力與金融活動，240萬英鎊對上海而言是一個極為驚人的數字。1909至1910年，在倫敦籌資的橡膠公司達一百四十五家，而當時上海股市行情表中橡膠公司共有四十

<sup>120</sup> NCH, 24-Dec-1909, Bisset Report.



家，佔了倫敦上市家數接近三成。而上海四十家橡膠公司，竟佔了上海所有股市行情表中列出的公司總數接近四成之多。

橡膠公司（單位：千）	法定資本 <sup>121</sup>	實收資本 <sup>122</sup>
Amherst	T650	T650
Anglo Dutch	£200	£151
Anglo-Java	£250	*£225
Batu Annam	T500	T342
Bukit Toh Alang	T500	T500
Bute	T500	*T243
Chemor United	£110	*£100
Cheng	T675	T675
Consolidated	£125	£125
Java Consolidated	£85	£70
Kamunting	n/a	*£75
Kapala Islands	£75	T230
Karan	T250	T250
Kota Bahroe	£130	£130
Landak	T400	n/a
Padang	T500	T500
Pengkalan Durian	£30	£28
Samagaga	n/a	T411
See Kee	T300	T300
Semanbu	n/a	T190
Semeling	n/a	n/a
S'hai Klebang	\$350	T205
S'hai-Malay	T300	T184
Siak Indrapoera	T1,000	n/a
Sinjohpak	T325	n/a
Sua Manggis	T200	T200
Sungala	£50	£50
Sungei Duri	£40	£38
Talang	T300	n/a
Tanah Merah	£45	£45
Ulobri	T128	T128
Ziangbe	£150	£125

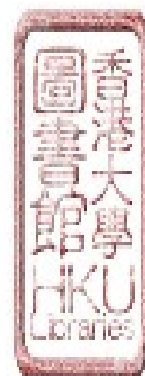
#### 1910 年度新增三十二家橡膠公司之法定與實收資本

（資料來源：《北華捷報》North China Herald, 29-Jul-1910, Bisset Report；“An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boon 1909-1912”, *Modern Asian Studies*, Volume 32, Issue 03, p. 749.）

（說明：註明\*者之數據來源為《北華捷報》。）

<sup>121</sup> NCH, 22-Jul-1910, Bisset Report.

<sup>122</sup> “An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boom 1909-1912”, p. 776.

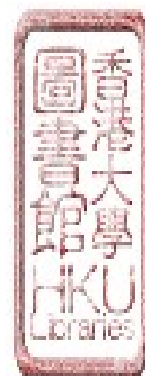


1909 年到 1910 年 6 月期間，全球新成立的橡膠公司據稱總法定資本高達 5,000 萬英鎊。新開發的橡膠種植園除了在馬來半島之外，還包括荷屬東印度、錫蘭、南印度、緬甸、非洲、中南美洲等等。但資金主要還是投注在馬來半島。<sup>123</sup>以 5,000 萬英鎊的總法定資本計算，來自上海的數百萬英鎊對於國際上整體的比重仍是偏低，但對財政窘迫經濟規模有限的上海而言，卻是一筆相當大的數目。

這段時期四十家橡膠公司董事會成員的重複性極高，1910 年橡膠公司的成立上市熱潮，基本上由少數群體以及少數洋行所寡佔。除了叭喇糖所持有最早上市的橡膠公司卡倫傍（Kalumpang）之外，J. A. Wattie、L. E. P. Jones、E. O. Cumming、A. McLeod、E. J. Hogg、E. F. Bateman、D. Landale（怡和洋行上海分行經理）、A. M. Marshall、J. H. McMichael、W. B. Clayton 等人最早進入上海的橡膠資本市場，在 1909 年《北華捷報》股票行情表中正式出現種植類股之前，就囊括了斯呢王（Senawang）、刀米仁（Dominion）、梯傍（Tebong）以及 Chempedak 四家公司的董事職位。橡膠熱潮正式開展直到正元等錢莊倒閉風潮開始之前，這一個團體又開辦了 Kroewoek、Anglo Java、Java Consolidated、Shanghai-Malay 以及 Ziangbe 等公司，都是屬於較為大型的橡膠公司。除了在上海本地籌資，Anglo Java 也開始嘗試由上海向海外的倫敦市場募資，同時也成立了專門服務橡膠公司上市的金融公司 Cathay Trust。這些橡膠公司與金融公司主要由 J. A. Wattie（韋推）以及 J. A. Wattie & Co.（匯通洋行）所主導，J. A. Wattie 也是上海橡膠業的領袖人物。在上海擁有數家橡膠公司的大集團中，這個商業集團屬於第一大的橡膠業集團。

第二大集團以 H. J. Craig（柯格）以及 H. J. Craig & Co.（柯格洋行）為首，主要人物為 M. Speelman、H. J. Craig、G. S. Lindsay、J. Ellinger、S. A. Hardoon、O. Mordhorst 以及 R. N. Truman，所掌控的橡膠公司包括 Batu Annam、Anglo-Dutch、Chemor、Landak、See Kee、Semambu、Siak Indrapoera、Talang。已經是上海大富商以及工部局董事的 S. A. Hardoon（哈同），也是 Anglo-Dutch 的董事之一。

<sup>123</sup> *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry*, p. 65.





第三大集團以V. Meyer的Anderson, Meyer & Co.以及Hugo Reiss的Hugo Reiss & Co.為首，主要人物為V. Myer、Hugo Reiss、W. S. Jackson、R. N. Macleod、W. A. C. Platt以及G. H. Potts。所掌控的橡膠公司包括Alma、Bukit Toh Alang、Cheng、Kapala、Shanghai Klebang、Kota Bahroe<sup>124</sup>、Sungei Duri、Ulobri。這個集團中的橡膠公司，大多與新加坡的F. W. Barker & Co.合作。

第四大集團以A. W. Burkill（白克爾）以及A. R. Burkill & Sons（祥茂洋行）<sup>125</sup>為首，主要人物為A. W. Burkill、E. T. Byrne、Chun Bing-him以及O. Thoresen。所掌控的橡膠公司包括Bute、Karan、Padang以及Tanah Merah。<sup>126</sup>

其他如J. W. Gande的J. W. Gande & Co.以及C. Selby Moore，分別與Amherst、Sua Manggis以及Ayer Tawah等橡膠公司有密切的個別關係。Consolidated、Kamunting、Samagaga與Sinjohpak是幾家比較大型的橡膠公司，董事會中沒有與其他與橡膠業相關的成員。

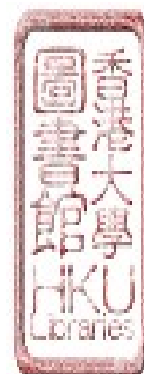
這些橡膠公司背後董事大致上分別屬於四個不同的商業集團，操縱這些商業集團的上海外國商人儘管在上海橡膠公司的掌控上相對獨立，不過他們在其他商業組織中經常有所聯繫。例如耶松船廠（The Shanghai Dock and Engineering Co., Ltd.）董事會中就有D. Landale、A. M. Marshall、H. J. Craig以及R. S. F. McBain，這幾位耶松船廠的董事在橡膠公司董事群中就分屬不同的集團。<sup>127</sup>

<sup>124</sup> King, Frank H. H., *The Hongkong Bank in the Period of Imperialism and War 1875-1918, History of the Hongkong & Shanghai Corporation* (Cambridge: Cambridge University Press, 1988), p. 458: 「可太吧路（Kota Bahroe Rubber Estate Co）上市發行的13萬股中，有2萬股每股9兩由匯豐銀行經銷，一開放讓公眾認購，竟然在10分鐘之內就獲得了16倍超額認購。在熱潮之下，後來成為匯豐銀行總理的V. M. Grayburn，還曾向銀行請辭以投入熾熱的股票經紀業。在熱潮快速消退之後，幸運的他在銀行的同意之下，及時在辭職書生效之前將辭職書收回。」

<sup>125</sup> 上海市國際貿易學會學術委員會編著：《上海對外貿易》（上海：上海社會科學院出版社，1989），頁125。

<sup>126</sup> 〈橡皮風潮〉，頁98，「祥茂洋行成立可太吧路（Kota Bahroe）」。

<sup>127</sup> NCH, 15-Jul-1910, p. 142.



這個時期的橡膠公司大多依《香港公司條例》（Hong Kong Company Ordinance）成立，這些公司的成立資料可以為 1910 年代短暫出現在香港股票市場一批為數不少的橡膠公司提供參考。<sup>128</sup>

正元等錢莊的倒閉潮發生在 1910 年 7 月下旬，風潮過後仍然有橡膠公司繼續成立，包括International、Kuala Pilah、Permatas、Repah、Taiping以及Tiram等公司。這些公司全部都出現在 1910 年 9 月 2 日《北華捷報》股市行情表之中，<sup>129</sup>表明了 1910 年 7 月下旬發生的錢莊倒閉風潮，並沒有完全澆息投資人的熱情。1911 年 1 月 6 日《北華捷報》出現最後一家新的橡膠公司 Mountfield，<sup>130</sup>之後幾年就都沒有新的橡膠公司成立。<sup>131</sup>橡膠原料價格大跌之後，上海的橡膠業進入殘酷的生存戰爭，少部分橡膠公司倒閉，少部分被併購，大多數進行財務重整接受新資金的挹注，仍然有超過三十家橡膠公司的業務維持了二十年以上。

《北華捷報》種植類股 1911 年 1 月 6 日公司數達到最多的四十八家，其中包括司買得菸草（Shanghai Sumatra Tobacco）。1911 年 5 月初Taiping首先下市，繼而在 7 月 8 月間有Kuala Pilah、Landak、Permatas、Repah、Siak Indrapoera以及Talang。1911 年底 1912 年初，Sinjohpak結業，Semeling併入Kamunting之中。<sup>132</sup>International與Mountfield消失在 1912 年第 1 季股票行情表，Taiping、Permatas、Repah卻又於此時重新出現。<sup>133</sup>

<sup>128</sup> 鄭宏泰、黃紹倫著：《香港股史 1841-1997》（香港：三聯書局，2006），頁 140-141：「還有一個值得討論的行業是橡膠業。該行業在 1908 年前及 1914 年後，均沒有在報章的股票交易報價表內出現。不過，當他們在香港的股票市場出現時，卻引來公眾投資者的特別注意。1909 年，突然有一批(十五家)為數不少的橡膠企業出現在香港的股票交易報價表上，表示該等股票可以讓公眾投資者買賣。該等股票除了列出買賣價外，其他如發行的數量、原股價和已付資本額等，均沒有提供。翌年，數字更飆升至二十六家。但是，再過一年後，數字又大幅減少至只有一家，顯示情況並不尋常。不過，可能因為買賣並不活躍，報章上也沒有太多報導。由於橡膠企業出現的時間短暫，我們沒有在表 5.7 中列出。」「事實上，這批企業迅速湧現的現象，有點類似 1889 年前後的採礦種植股。其一是大家都是『來去匆匆』，股價急升急跌。其二是兩者的生產或主要業務基地，均在東南亞一帶前歐西殖民地，使公眾投資者無從查證和監察。由於當時的報章沒有深入報導這些企業的業務表現或運作，無門也沒法了解事件的來龍去脈，而這類企業也只短短地維持了五年時間，之後便像謎一般在香港的股票市場中消失了。」

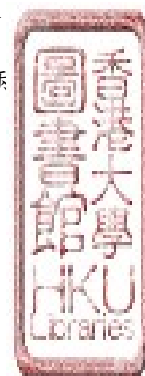
<sup>129</sup> NCH, 2-Sep-1910, Bisset Report.

<sup>130</sup> Ibid., 6-J-1911, Bisset Report.

<sup>131</sup> China Stock & Share Handbook 1915 (Shanghai); *Western Capitalism in China*, p. 150.

<sup>132</sup> NCH, 20-Jan-1911, p. 169.

<sup>133</sup> Ibid., 29-Mar-1912, Bisset Report.



這七家結業下市的公司之中，International、Kuala Pilah 以及 Mountfield 是成立較晚的三家，顯示越晚成立的公司存活的能力越低。Sinjohpak 以及 Talang 則屬於少數獨立系統公司的其中兩家，顯示獨立系統公司缺乏資源與經濟效益令經營較為困難。其餘兩家 Landak 以及 Siak Indrapoera，則屬於柯格洋行系統的公司。歷經橡膠原料狂漲狂跌以及錢莊倒閉風潮，1910 年 7 月之前上市的橡膠公司共四十家，倒閉清算的比例僅止十分之一，行業的營運表現算是相當不錯。

除了 1912 年初以前結業下市的七家，逐漸有更多的公司陷入財務困難，而這段時期的大救星，是上海聞人 E. S. 嘉道理 (Mr. E. S. Kadoorie)。有關嘉道理在熱潮時期是否大幅涉入橡膠股票的交易之中，或是大量出清持股獲利了結，當時的報刊並沒有詳盡的資料。只有一份法庭官司文件顯示了嘉道理在 1910 年 4 月 5 日出售了 200 股的 Ayer Tawah，佔發行股數 19,000 的 1%。<sup>134</sup>1912 至 1914 年，E. S. 嘉道理與嘉道理洋行 (Messrs. E. S. Kadoorie & Co.) 則非常活躍於上海橡膠公司的資本市場以及營運之中。

1912 年 5 月，E. S. 嘉道理被選任為 Java Consolidated 新任董事，另一上海聞人哈同也是股東之一，嘉道理隨後又被選任為 Dominion 新任董事。<sup>135</sup> Kapala 董事會主席在 6 月宣布公司重組，需要向原股東重新募集 25 萬兩作為營運資金，嘉道理洋行接手原股東放棄的現金增資，共掌握六分之五的公司股權。<sup>136</sup>1912 年 7 月底，嘉道理洋行以 2 萬餘兩接手 Shanghai-Malay 股東所放棄認購的股票，E. S. 嘉道理被選任為新任董事。<sup>137</sup> Taiping 與 Repah 的公司重組，均由嘉道理洋行接手原股東放棄的現金增資，E. S. 嘉道理被選任為 Taiping 董事。<sup>138</sup>1913 年起，需要公司重組的是 Buta Anam，原股東認賠 28 萬兩，其中嘉道理佔股份七分之一，如果其他原股東不再重新增資 24 萬兩，全數 28 萬兩將由嘉道理接手，E. S. 嘉道理被選任為新任董事。嘉道理洋行認購新增資 20

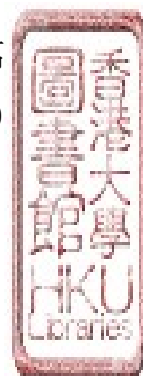
<sup>134</sup> NCH, 3-Feb-1911, p. 272.

<sup>135</sup> Ibid., 18-May-1912, p. 477.

<sup>136</sup> Ibid., 2-Nov-1912, p. 332.

<sup>137</sup> Ibid., 3-Aug-1912, p. 331.

<sup>138</sup> Ibid., 21-Dec-1912, p. 812; 23-Nov-1912, p. 531.



萬兩Bute股票，E. S. 嘉道理被選任為新任董事。<sup>139</sup>接著嘉道理洋行又分別投入數萬兩的金額，認購減資之後Cathay Trust以及Semanbu新增資股票，並被選任為Semanbu新任董事。<sup>140</sup>1914年E. S. 嘉道理被選任為Sua Manggis、斯尼王、Bute、Kamunting等公司的新任董事<sup>141</sup>。唯獨在接任Anglo Dutch新任董事的提議卻在董事會中被擱置，他在Anglo Dutch願意擔任董事是在哈同的接觸下進行，他本身也持有40萬股中的27,000股，佔了將近7%。董事會中的Grayrigge認為嘉道理的加入就是力量的保證，嘉道理已經成為上海許多公司的救世主，特別是最近新近陷入困境的橡膠種植公司。嘉道理加入董事會的提議沒有得到通過，但嘉道理在當時橡膠公司普遍陷入財務困難之中，已經塑造成為提供資金的救世主形象。<sup>142</sup>

這些嘉道理所資助的橡膠公司橫跨各大橡膠集團，包括韋推的匯通洋行集團（J. A. Wattie Co.）、柯格洋行集團（H. J. Craig & Co.）、V. Meyer的Anderson, Meyer & Co. 集團、白克爾（A. W. Burkill）的祥茂洋行集團（A. R. Burkill & Sons）以及不屬於各個大集團的其他獨立公司。嘉道理熱潮時期交易過的Ayer Tawah股票，不屬於匯通洋行系統；熱潮過後所資助的橡膠公司，橫跨了各個不同集團與其他獨立公司。在錢莊倒閉之前的橡膠熱潮時期，並沒有特別證據顯示嘉道理與韋推特別親密的關係，韋推擁有匯通洋行，嘉道理擁有嘉道理洋行，尚沒有報刊證據顯示匯通洋行是由韋推與嘉道理所合夥。以韋推與嘉道理分別在上海各自擁有大型業務的情況之下，〈橡皮風潮〉中「英帝國主義永年人壽保險公司的大班韋推和英國冒險家嘉道理合夥開了匯通洋行」<sup>143</sup>的說法無法得到證實，也不合乎情理。

有關1910年上海資本投入橡膠股票總額，據中國舊海關史料記載，「上海股票公所名簿上該公司又加三十五，被攬資本銀二千萬兩，且由上海兌款至

<sup>139</sup> NCH, 22-Feb-1913, p. 558; 26-Apr-1913, p. 122.

<sup>140</sup> Ibid., 24-May-1913, p. 554; 31-May-1913, p. 629.

<sup>141</sup> Ibid., 6-Jun-1914, p. 761; 25-Apr-1914, p. 287.

<sup>142</sup> Ibid., 9-May-1914, p. 449; 6-Jun-1914, p. 758; 19-Dec-1914, p. 873.

<sup>143</sup> 〈橡皮風潮〉，頁97。



倫敦購買該股分者為數亦甚鉅。」<sup>144</sup>資本銀 2,000 萬兩大致上與各新成立公司的總法定資本額相當，總實收資本額要比總法定資本額低於一至二成，而實收資本額的一部分是用來交換橡膠種植園資產權益，成數不一，但是土地資產一般佔公司總資產的絕大部分。以 1909 年以及之前上市的橡膠公司為例，橡膠種植園資產權益可以高達實收資本額的九成。但是九成之中多少部分以股票交換，多少部分以現金支付，各家差距甚大，現金的部分自然必須由股東實際出資支付。儘管總法定資本額大約為 2,000 萬兩，估計總實收資本額低於 1,800 萬兩，而其中由上海華洋股東實際拿出現金購買新上市股票的金額，粗略估計之下可能只有總法定資本額的一半大約 1,000 萬兩。

1909 年以及之前上市的橡膠公司，總法定資本額約為 400 萬兩，總實收資本額約為 300 萬兩。1910 年所有上市橡膠公司總法定資本額約為 2,500 萬兩，總實收資本額約為 2,100 萬兩。而日人菊池貴清估算，華商在上海市場投入的資金約 2,600 萬兩至 3,000 萬兩，投入倫敦市場的約為 1,400 萬兩。<sup>145</sup>

上海橡膠業在歷經 1910 年與 1911 年的幾次劇烈震盪之後，並沒有從報紙的證券版上消失；到了 1930 年代中期，上海橡膠公司數目尚有三十五家。匯通洋行擁有其中的二十家公司，佔總市值的 60%；祥茂洋行擁有九家公司，佔總市值的 22%。這兩家洋行囊括了超過八成上海橡膠業的股東權益。其餘六家橡膠公司，包括喬治·麥邊洋行（G. McBain）的藍格志公司（Langkat）以及上海蘇門答臘公司（Shanghai Summatra），Geddes Trading Co.的Ayer Tawah以及Sungala，Turner, Sturrock & Brown的Shanghai Kelantan，和最後一家Frost, Bland & Co的Permata。<sup>146</sup>

<sup>144</sup> 中國舊海關史料編輯委員會編：《宣統二年通商海關華洋貿易總冊——中國舊海關史料（1859-1948）》（北京：京華出版社，2001），頁 9。

<sup>145</sup> （日）菊池貴晴著，鄒念之譯：〈清末經濟恐慌與辛亥革命之聯繫〉，《國外中國近代史研究》，1981 年第 2 輯，頁 72；洪葭管：《20 世紀的上海金融》（上海：上海人民出版社，2004），頁 60。

<sup>146</sup> *Western Capitalism in China*, p. 216.



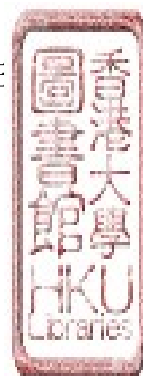


年份	1880	1890	1900	1910	1920	1930	1940
銀行	1	2	3	3	2	2	1
信託		1		1		5	8
保險	7	11	8	6	8	9	3
航運	4	7	8	5	3	6	3
碼頭	3	6	7	5	5	5	2
礦業		5	4	2	4	4	2
地產		1	5	6	6	12	8
種植		3	5	47	42	41	35
棉業			6	7	6	3	6
工業	3	8	12	17	8	14	17
商業		2	5	8	6	5	1
其他	2	2	5	6	7	7	5
合計	22	48	68	113	97	113	91

#### 上海外商證券市場上市公司數

（資料來源：《北華捷報》North China Herald, Bisset Reports;  
Thomas, W. A., *Western Capitalism in China* [Burlington: Ashgate, 2001], p. 36.）

1910年7月29日《北華捷報》股市行情表中共有四十家橡膠公司，加上1911年以後開始生產的藍格志公司（Langkat）以及司買得公司（Shanghai Sumatra），共有四十二家公司。除去1911年夏季下市的Landak、Siak Indrapoera、Talang，以及1911年底1912年初Sinjohpak結業、Semeling併入Kamunting之中；四十二家公司去除五家，還剩下三十七家。這三十七家公司絕大多數營運持續到1930年代，橡膠產量也有相當顯著的成長。大多數公司在1925年度也都有相當不錯的派息率。儘管租界時期的上海灘以冒險者的樂園著稱，但是依照這些公司的經營成果，遽稱1910年代橡膠股票的籌資全為詐騙，恐怕是失實的結論。

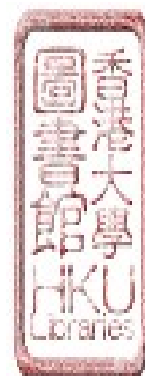




橡膠公司（單位：磅）	1912/06	1917/11	1939
Gula-Kalumpong	39,300	113,000	
Senawang	18,167	35,976	676,700
Domonion	8,527	41,353	770,700
Tebong	8,000	75,000	1,458,300
Chempedak	2,873	10,800	
Alma	3,580	33,500	695,800
Kroewoek	2,006	39,000	
Ayer Tawah		25,989	683,400
Amherst	1,400		
Anglo Dutch	275	63,000	1,819,337
Anglo-Java	6,212	166,000	3,898,504
Batu Annam	266	17,148	508,000
Bukit Toh Alang	1,906	16,103	
Bute		15,908	795,500
Chemor United	2,304	19,896	776,000
Cheng	5,900	18,234	359,000
Consolidated	2,323	53,250	1,348,900
Java Consolidated		68,000	968,739
Kamunting		20,376	
Kapala Islands		10,000	
Karan	1,873	10,920	
Kota Bahroe	6,800		856,100
Padang	4,400	27,500	445,500
Pengkalan Durian	5,350	14,069	
Samagaga	1,600	15,709	548,250
See Kee	1,750	9,069	
Semanbu	1,401	11,331	510,100
S'hai Klebang	1,810	11,729	
S'hai-Malay		17,985	730,000
Sua Manggis	1,071	16,362	258,000
Sungala		9,749	462,700
Sungei Duri	1,650	23,332	695,400
Tanah Merah		36,300	1,321,355
Ulobri		4,903	
Ziangbe	3,717	65,000	1,735,373
Langkat			1,666,872
S'hai Sumatra	3,891	55,220	896,340

#### 1910 年 7 月以前上海上市橡膠公司橡膠產量

（資料來源：《北華捷報》；張一凡等編校：《眾業公所外股提要》，頁 52-89；轉引自張秀莉：〈橡皮股票風潮再研究〉，《社會科學》，2009 年第 4 期，頁 150-151。）



橡膠公司	面值	最高價	派息
Senawang	1	6	0.65
Domonion	1	10	0.83
Tebong	1	6.5	0.65
Alma	9	22	2.75
Kroewoek	1	5.5	0.75
Ayer Tawah	1	7.5	1.00
Anglo Dutch	4.5	13	1.20
Anglo-Java	4.5	23	1.70
Batu Annam	1	3.5	0.25
Bute	1	3.5	0.25
Chemor United	1	4	0.40
Cheng	1	3.25	0.30
Consolidated	0.75	9	0.60
Java Consolidated	0.75	4.5	0.45
Kota Bahroe	0.75	4	0.25
Padang	1	1.8	0.25
Samagaga	1	3.5	0.35
Semanbu	1	3.5	0.30
S'hai-Malay	10	34	3.00
Sua Manggis	1	2.8	0.25
Sungala	1	6.5	0.50
Sungei Duri	8.5	33	2.5
Tanah Merah	1	3.5	0.22
Ziangbe	4.5	64.5	1.65
Langkat	7.3	23	1.50
S'hai Sumatra	5	40	2.00

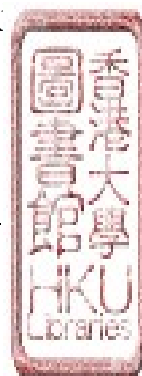
1910 年 7 月以前上海上市橡膠公司，1925 年度公司資料

（資料來源：《眾業公所外股提要》，頁 52-88；轉引自〈橡皮股票風潮再研究〉，頁 151。）

### 第三節 喬治·麥邊與藍格志

英國商人喬治·麥邊（George McBain）與藍格志拓殖公司（Maatschappij tot Mijn-Bosch-en Landbouwexploitatie in Langkat）<sup>147</sup>，是1963年以後談論有關1910年橡膠熱潮與錢莊倒閉風波的中文著作多數會提及的核心人物與公司。1963年出版的《上海經濟史話》中，謝菊曾〈橡皮風潮〉一文首次提到英人麥

<sup>147</sup> 蘭格志原指地名，位於蘇門答臘島，棉蘭（Medan）的西北邊。公司名稱為荷蘭文，Mijn-Bosch 指的是礦物與木材，Landbouwexploitatie 為農業種植開發，Maatschappij 則是公司。



邊於1903年在上海組織了經營橡膠及其他行業的藍格志拓殖公司，請人寫了〈今後之橡皮世界〉一文，並以虛假資訊炒作橡皮股票。更早期出版有關金融或是上海歷史的專書中，屢次提到「某西人」成立橡膠公司詐騙華人。謝菊曾正式將喬治·麥邊正名成為橡膠風潮核心之中的「某西人」，所成立用來詐騙的橡膠公司，也首次正名為藍格志拓殖公司。<sup>148</sup>1981年鄭亦芳綜合引用楊蔭溥、郭孝先、謝菊曾：

「橡皮風潮乃因上海錢莊業者為西人所愚，大量投資橡膠公司而起。……西人麥邊等乃於光緒二十九年（一九〇三）至上海開設『藍格志』拓殖公司，詭稱擁有大批橡園於馬來半島……外商銀行亦為所愚，承受以該公司股票為抵押之貸款，故中國商人紛紛傾囊爭購，橡膠股票價格乃扶搖直上……宣統二年四月，橡膠股票價格連現高峰，麥邊、白克爾、嘉道理等人迅速將股票暗中拋清，外商銀行聞知風聲，亦極力催索昔日之股票抵押放款……七月中旬，麥邊等人捲款回國，蹤跡杳如黃鶴，外商銀行宣布停止一切橡膠股票押款，消息傳出，全市震驚，橡皮股票頓成廢紙，錢莊損失慘重。」<sup>149</sup>

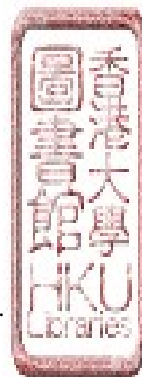
而在1998年W. A. Thomas對上海上市橡膠公司所作的詳盡分析中，卻沒有將藍格志拓殖公司列入1914年上海橡膠種植公司之中。他認為藍格志公司與另外一家同樣是由麥邊洋行管理的蘇門答臘菸草，兩家公司之所以在橡膠熱潮期間同樣漲勢驚人，原因是這兩家在蘇門答臘生產原油以及菸草的公司，搭上市場投機的便車，分享投資人對馬來半島橡膠熱潮的狂熱，而非這兩家公司種植生產橡膠。<sup>150</sup>他的說法與謝菊曾的說法明顯不同，孰對孰錯，接下來有進一步的分析。

1909年之前的三或四年間，藍格志拓殖公司一直都比上海股市其他股票有更多的交易量，股價也根據火油價格、產量以及來自蘇門答臘新聞所影響而波

<sup>148</sup> 〈橡皮風潮〉，頁96。

<sup>149</sup> 《上海錢莊 1843-1937》，頁129。

<sup>150</sup> “An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boom 1909-1912”, p. 747 & p. 760.



動。1909 年 4 月，蘭格志股票成了一宗內線交易訴訟案的關係股票，蘭格志公司董事在同年 10 月份成為了法庭上的被告。《北華捷報》記載了法庭辯論中的細節，其中也包括了被告以及蘭格志公司的來歷與現況，僅僅提及蘭格志是一家火油開採與交易商，完全沒有提到有關蘭格志生產橡膠的消息。<sup>151</sup>

1910 年 7 月 21 日錢莊倒閉風潮的前夕，《申報》刊登了藍格志公司報告：「刻在司買得【作者注：即為今日之印度尼西亞蘇門答臘】查獲煤礦數處，其苗旺而貨佳，將來大利定可預卜。又該公司售與亞西亞煤油公司之各項不動產，約銀二百五十萬兩左右。擬將該欸組織一企業公司，尚押股票以圖厚利云云」<sup>152</sup>以及清政府對有關川漢鐵路施典章的倒款明細調查：「查施典章購蘭格志火油股票四百八十五股，事前並未報明總公司。」<sup>153</sup>文中亦完全沒有橡膠的蹤影，蘭格志仍被稱之為火油股票。

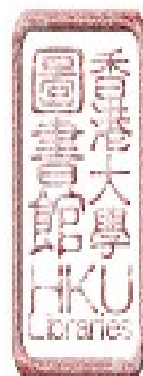
1910 年以及之前的《北華捷報》對於藍格志公司的報導，都是根據來自藍格志產地的電報，固定報導有關火油的產量以及銷售數據。而對於上海蘇門答臘菸草公司（司買得，Shanghai Sumatra Tobacco Co.）的報導，則同樣都是固定有關菸草的產量以及銷售數據。蘭格志拓殖公司在《北華捷報》股票行情分類上被歸類為工業類（Industrial）。儘管蘇門答臘菸草與其他橡膠公司同樣被歸類為種植類（Plantations），然而例如叭喇製糖在糖業類（Sugar Companies）消失之後同樣被歸類為種植類之一，種植類股所代表的僅只是種植業，而非必要是橡膠公司。

橡膠股票狂熱與錢莊倒閉風潮之中言之鑿鑿的罪魁禍首，是喬治·麥邊與他所經營的蘭格志拓殖公司。蘭格志拓殖公司究竟是不是一家橡膠公司？喬治·麥邊是否是第一位西人成立橡膠公司，對華人進行詐騙，進而引發 1910 年 7 月正元等錢莊的倒閉風潮？

<sup>151</sup> NCH, 23-Oct-1909, pp. 187-188.

<sup>152</sup> 《時報》1910 年 7 月 22 日，第六版。

<sup>153</sup> 〈查辦四川鐵路公司虧倒巨款摺〉，《愚齋存稿》，卷 20 郵傳部奏疏下，頁 22。



首先來看看有關「某西人」成立橡膠公司對華人進行詐騙的部分。儘管言之鑿鑿喬治·麥邊等人為橡膠詐騙與錢莊倒閉的罪魁禍首，而事實上喬治·麥邊本人在 1904 年過世，六年之後才發生正元等錢莊的倒閉風潮。蘭格志拓殖公司成立於 1894 年，<sup>154</sup>並非各專書文獻所引用的 1903 年。<sup>155</sup>過世之前，喬治·麥邊為蘭格志拓殖公司董事以及總經理，該公司由麥邊洋行（George McBain & Co.）管理。蘭格志公司一開始業務並不算成功，1901 年開採石油成功並開始大量生產，以契約方式將石油銷售給予標準石油公司（Standard Oil Co.）以及亞細亞石油公司（Asiatic Petroleum Co.），獲得了大量利潤，並持續油田的開發。公司的成功令股價水漲船高，成了上海股市的熱門股票。喬治·麥邊在 1904 年過世之後，麥邊洋行業務與蘭格志的董事與總經理職位，由喬治·麥邊的商業夥伴以及好友的弗里曼（Mr. Freeman）所接替。1906/07 年期間，弗里曼與麥邊夫人結婚，取得麥邊的名號，成了弗里曼·麥邊（Mr. Freeman McBain或是Mr. R. S. F. McBain），承繼過去喬治·麥邊龐大財富，也繼承了幾家公司的管理權，其中包括麥邊洋行、蘭格志拓殖公司與蘇門答臘菸草公司，弗里曼·麥邊在 1908 年成為了上海工部局董事。<sup>156</sup>

蘭格志拓殖公司究竟是不是一家橡膠公司？由 1910 年 12 月 2 日開始，《北華捷報》整理刊載各橡膠公司每月橡膠產量，一直都不見蘭格志或蘇門答臘菸草的名字出現在一長串的橡膠公司名單中。<sup>157</sup>直到 1912 年中，《北華捷報》才第一次將蘇門答臘菸草列入其中，蘇門答臘菸草的橡膠產量自 1912 年 4 月份開始有數字記載，註記中標明 1912 年 4 月的產量數字代表 1911 年 11 月 1 日至 1912 年 4 月 30 日止的所有產量。<sup>158</sup>到了 1912 年年底《北華捷報》才首次記錄藍格志的橡膠產量，自 1912 年 11 月份開始有數字記載。蘇門答臘菸草每個月的橡膠產量大約 5,000 磅，在全數三十四家公司中排名第九；而藍格志的橡膠產量只有 1,500 磅，只高於五家公司。也就是說，蘇門答臘菸草公司自 1911 年 11 月 1 日起正式成為具有實際橡膠產量的橡膠公司，同時也繼續菸草

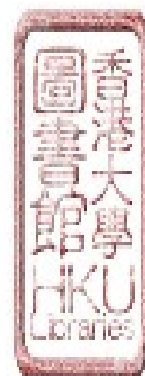
<sup>154</sup> NCH, 23-Oct-1909, p. 188.

<sup>155</sup> 〈橡皮風潮〉，頁 96。

<sup>156</sup> NCH, 23-Oct-1909, p. 189.

<sup>157</sup> Ibid., 2-Dec-1910, Monthly Rubber Outputs, 1910.

<sup>158</sup> Ibid., 7-Jun-1912, Rubber Outputs.



的生產；而藍格志拓殖公司自 1912 年 11 月 1 日起正式成為具有實際橡膠產量的橡膠公司，同時也繼續維持火油的生產。

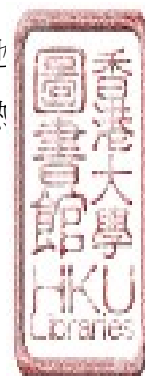
一直到 1912 年下半年，《北華捷報》才提到蘭格志開發橡膠種植土地的消息：「一般上多認為【作者注：藍格志公司】管理層盡力開拓新油井，這部分明顯地尚未取得成功。種植園上大約 25 萬株【作者注：橡膠】樹，將會很快成熟到可以產出的階段，增加公司收入。1911 年度公司耗用大量的資金支付股利，以資本性支出【作者注：原文為incur capital expenditure】投入橡膠種植土地，以及嘗試開採有潛力的新油井。」<sup>159</sup>「無論原因為何，藍格志股價自今年【作者注：1912 年】初持續下跌是眾所周知的事實。藍格志是目前本地股票市場實際上唯一的黑點，也是上海當地大量投資的大型公司，低落的股價令全市場感受到壓抑的氣氛。如果公司董事可以提供更多資料，將可以降低市場膽怯的恐懼。」<sup>159</sup>「藍格志擁有大片橡膠園，正加入有信譽的生產公司。橡膠園中 25 萬株樹，將為公司增加不容小視的收益。公司股票近來的竄出，不只是由於股利，還由於【作者注：油井】鑽探成功尚未正式確定的傳言。」<sup>160</sup>

資本性支出（capital expenditure）是會計專業用語，指的是以資本性支出投入橡膠種植土地，也就是以公司的資本買入橡膠種植土地，橡膠種植土地成為公司所擁有長期資產的一部分。從上述文字之中，可以了解蘭格志公司原先用來生產油井的土地，並沒有直接用來投入橡膠樹的種植。原因也許是油井土地與橡膠樹種植土地兩類土地性質上的不同，或是蘭格志公司直接購買已經種植了橡膠樹的土地。只要 1911 年所購買土地上已存的 25 萬株橡膠樹已經種植了四到六年，那麼藍格志公司在 1912 年 11 月份就可以開始有橡膠產量。

由此看來，蘭格志拓殖公司的確是一家橡膠公司。從正式開始生產橡膠的定義來看，蘭格志從 1912 年開始才是一家橡膠公司。如果從擁有橡膠種植土地開始進行橡膠種植來看，蘭格志從 1911 年開始才是一家橡膠公司。然而橡膠潮與大量新公司的籌資成立發生於 1910 年上半年之前，錢莊倒閉風潮發生在

<sup>159</sup> NCH, 7-Sep-1912, p. 702.

<sup>160</sup> Ibid., 7-Dec-1912, p. 683.





1910年7月。橡膠熱潮與倒閉風潮這兩個事件在時間點上距離蘭格志拓殖公司正式進入橡膠產業還有起碼半年以上的時間，指控蘭格志拓殖公司為這兩個事件始作俑者的說法，恐怕很難成立。

這些資料基本上已經確定，喬治·麥邊在1904年過世，蘭格志拓殖公司在1910年尚未成為橡膠股票家族中的一員，指控喬治·麥邊與蘭格志拓殖公司是1910年金融風潮罪魁禍首的說法與史實不符。下文再以金融風暴前後《北華捷報》、《時報》以及《申報》所記錄的資料，分析蘭格志股票在當時上海股票市場中與其他股票不同的特性。

藍格志股票在1910年底1911年初，原先一股股票拆分為十股，股價調整為原先的十分之一。股票價格在1911年9月快速下跌至每股80兩，或是股票未分割之前的每股800兩，股票經紀方面找不出其他原因，認為可能是自1910年12月以來藍格志火油產量逐步下滑，公司管理層方面並沒有做出令人滿意的解釋，導致股價持續下滑。<sup>161</sup>管理階層之所以長久以來對業績保持緘默，也是由於不理想的營運結果。<sup>162</sup>報紙定位藍格志股票為市場上的「賭博類型」股票，大漲大跌的特性使得該公司長期以來成為股票市場的焦點。<sup>163</sup>由於橡膠股票的投機以及蘭格志公司未能及時公開公司的營運消息，導致社會大眾與股票經紀商之間互相失去了信任。<sup>164</sup>

年/月	10/11	10/12	11/01	11/02	11/03	11/04	11/05	11/06	11/07	11/08
運量	9,870	10,457	9,882	8,964	8,830	8,651	8,330	9,387	8,428	7,339

1910至1911年，蘭格志拓殖公司付運亞細亞石油公司火油數量（單位：噸）  
（資料來源：《北華捷報》North China Herald, 23-Sep-1911, p. 760.）

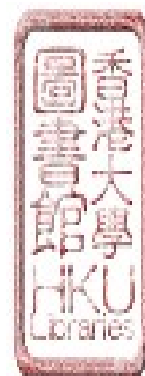
1909年4月，弗里曼·麥邊涉入一件內線交易訴訟案，並在同年10月成了法庭上的被告，原告為Mr. R. N. Macleod以及Mr. W. A. C. Platt，這兩位也是

<sup>161</sup> The Singapore Free Press, 22-Sep-1911, p. 4.

<sup>162</sup> NCH, 16-Mar-1912, p. 701.

<sup>163</sup> Ibid., 28-Oct-1911, Companies Returns.

<sup>164</sup> Ibid., 18-Nov-1911, p. 424.



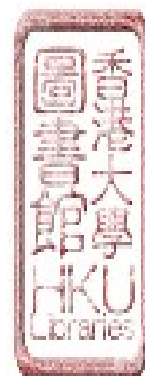
1910 年所成立資本額 13 萬英鎊 Kota Bahroe 橡膠公司的董事。據原告所控告的內容指出，弗里曼·麥邊在 4 月 10 日由蘇門答臘收到一份電報，指公司一個新油礦開採成功，將有大量的額外產出。以往喬治·麥邊會將新消息公開給所有市場的方式，但此次弗里曼·麥邊將此足以大幅影響股價的消息僅僅透露給特定人知曉，而非全體股東與市場。4 月 14 日上午蘭格志公司股票開始出現買進需求，股價緩步上揚。到了下午股價由 800 兩推升到晚間的 832 兩。到了 4 月 17 日星期六，持續強勁的買盤將股價推升到 975 兩，引起了市場上相關人士的騷動。<sup>165</sup>直到 4 月 19 日，弗里曼·麥邊才向公眾宣布這項消息；在此之前，弗里曼·麥邊一直否認公司收到任何足以推升股價的好消息。股票經紀據此認為股價已經被不合理地推高，因而建議客戶應當利用這個機會高價出脫，許多股東因而將股票賣出，原告也因此將手中持有的股票賣出。原告因而控告弗里曼·麥邊在收到公司重大訊息，未能及時將消息公布，造成原告利益受損，因而求償 55,000 兩。<sup>166</sup>

1910 年 1 月，法院再度開庭審訊這宗內線交易訴訟案。<sup>167</sup>1911 年 11 月法院作出了裁決，駁回原告對被告弗里曼·麥邊詐欺與不誠實的控訴，也駁回原告對被告的求償，卻也揭露弗里曼·麥邊利用內線炒作自家公司的股票。根據報導，弗里曼·麥邊在 1909 年 2 月賣空了藍格志 400 股，以當初市場的價位計算，交易金額達到 30 萬兩之鉅。該交易結算日在 1909 年 6 月，而他實際所擁有的股票僅有 290 股。當他在 1909 年 4 月 10 日收到來自蘇門答臘新開採油田大量生產的好消息，曾向蘇門答臘的辦公室送了恭賀電報，隨後委託股票經紀希望買空 6 月結算的股票 400 或 500 股。股票經紀在 4 月 15 日為他買進了 200 股，他所持有的 490 股已足以結算之前賣空 6 月股票的 400 股。巨大的成交金額引來了上海眾業公所（Shanghai Stock Exchange）主席 Mr. Anderson 的關注，訊問了弗里曼·麥邊是否收到來自蘇門答臘的任何消息，弗里曼·麥邊的回答是否定的。4 月 17 日董事會議又收到來自蘇門答臘的電報，指出新開採油田生

<sup>165</sup> 蘭格志股價在 19 日突破 1,000 兩，20 日與 21 日股價超過 1,100 兩，隨後股價回穩到 1,060 兩，接下來的一週股價仍然穩定在 1,065 兩。

<sup>166</sup> NCH, 23-Oct-1909, pp. 187-188.

<sup>167</sup> Ibid., 7-Jan-1910, p. 50.



產情況穩定，他才將消息通知董事，隨即董事決議在 4 月 19 日將消息刊登在《北華捷報》。<sup>168</sup>

這個新聞報導證實了蘭格志公司股票本身的確獲利良好，成為股市中投資人交易的重要目標。同時弗里曼·麥邊的確利用內部人的優勢，以投機者的心態大量交易蘭格志股票，弗里曼·麥邊本人也不是正直而值得信賴的經營者。

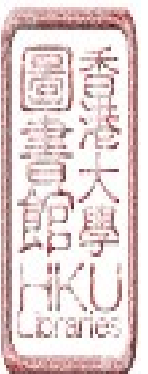
英文《北華捷報》所刊登的證券行情，列出所有上市公司名單，在公司的選擇上並沒有鑑別性，讀者多為西人。而中文《申報》與《時報》的證券行情，則僅僅列出不到十家的股票名單供讀者參考。《申報》與《時報》的讀者明顯是上海當地閱讀中文的華人而非西人，所刊登的股票名單因應讀者需求經過篩選，必定是上海當地華人所重視的股票。在大致的統計之下，1909 年之前的四年間，蘭格志公司一直都比上海股市其他股票有更多的交易量，股價也根據公司所披露來自蘇門答臘的火油價格、產量以及新聞報導所影響而波動。

1909 年度，藍格志與公合祥是出現在《申報》《時報》股票行情名單中頻率最高的公司，其次是司買得（蘇門答臘，Sumatra）、耶松、開平、業廣、招商局等。1910 上半年橡膠熱潮興起，藍格志單獨成為《申報》《時報》股票名單出現頻率最高的公司；其次是斯呢王、柯羅麻（Kroewoek）、叭喇糖、公合祥等，渣華（Anglo-Java）出現在股票行情表之後也以高頻率持續出現；再其次則是司買得（Sumatra）、耶松、開平、業廣等公司。等到 1910 年 7 月錢莊倒閉風潮之後，藍格志、斯呢王、柯羅麻都還是股票行情表上出現的常客，但是多以賣出價標示，顯示當時市況慘澹，無人願意接手。<sup>169</sup>無論藍格志是否為橡膠股票，但該公司的確成為橡膠熱潮時期上海華人最為熱衷買賣的股票之一。

1910 年 4 月 5 月間，橡膠股票熱潮達到最高峰，藍格志股價同樣達到高峰，隨後股價逐步下跌。藍格志其實在 7 月份錢莊倒閉風潮之後，股價下跌的幅度並不像其他橡膠股票下跌之大。甚至經過了 10 月份源豐潤倒閉引發的另一

<sup>168</sup> *Ibid.*, 25-Nov-1911, pp. 541-542.

<sup>169</sup> 《申報》、《時報》1909 至 1910 年股票行情。

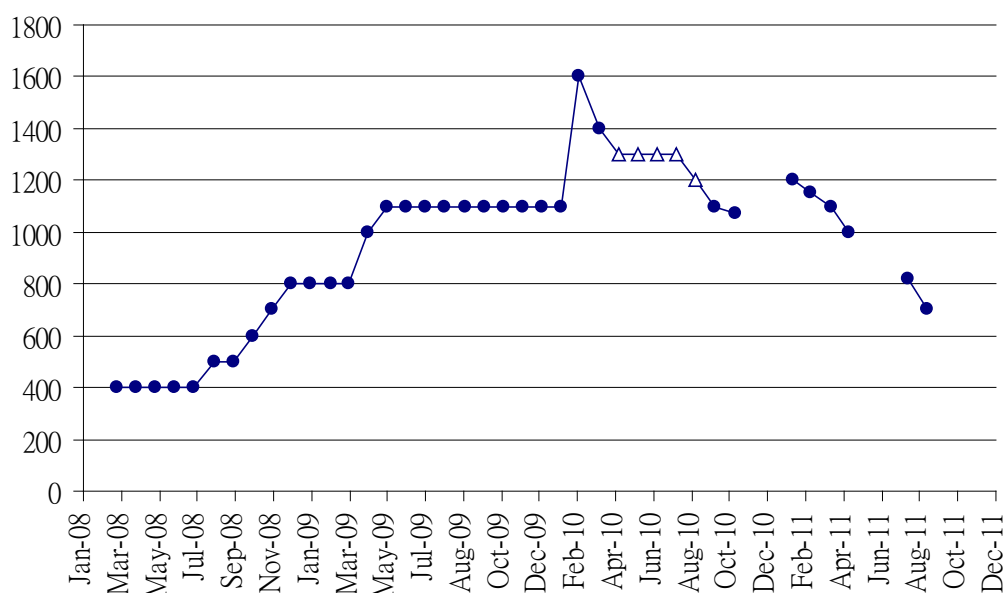


波錢莊倒閉潮，股價仍然相對穩定。1911 年前半，藍格志在火油產量下跌的情形下股價持續向下。而部分橡膠股票股價，卻仍能維持平穩。

年/月	09/12	10/05	10/08	10/12	11/02	12/03
藍格志	910	1,450	1,350	1,030	940	750
地傍	18	44	33	17	17	12
柯羅麻	未上市	38	27	5	5	6
渣華	未上市	37	9	7	6	6

1910 至 1912 年，藍格志與部分橡膠股票股價（兩）

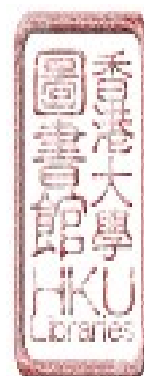
（資料來源：《北華捷報》North China Herald, Bisset Reports；《時報》。）



蘭格志拓殖公司股票股價走勢（兩）

（資料來源：《時報》、《申報》1908 至 1910 年所載股票行情。）

（說明：空心三角標記表示僅有賣價，投資者希望賣出股票，但乏人接手。）



橡膠熱潮時期，《北華捷報》對藍格志的分析僅止於火油產量的報導，從未將其歸類為橡膠股票之一。而《申報》與《時報》的股市報導，的確彰顯出如同《北華捷報》所報導藍格志作為熱門股票的地位。各報在 1911 年之前的記載中，藍格志與橡膠公司確實連不上關係。一直到 1911 年，藍格志公司才投入資本購買橡膠種植土地；1912 年 11 月份，藍格志開始有正式紀錄的橡膠產量，成為列於工業類股的火油與橡膠生產公司。一直到 1930 年代，藍格志還繼續維持橡膠的生產。

蘭格志原是地名，是蘇門答臘島上接近馬來半島的地區，該地區同樣出產橡膠。<sup>170</sup>自 1908 年起，Glen Bervie (in Langkat) Rubber Company<sup>171</sup>、Langkat Sumatra Rubber Company<sup>172</sup>與Langkat Rubber Estate<sup>173</sup>分別在蘭格志地區建立橡膠種植產業。但由於這三家公司都不是在上海籌資，不曾出現在上海證券交易行情表上，卻也證實了在橡膠熱潮期間，蘭格志地區的土地具有生產橡膠的能力。

如同W. A. Thomas所描述，藍格志公司股票在橡膠股票熱潮仍然跟隨狂熱而飆漲，儘管藍格志仍然是火油股票，但它分享了橡膠股票熱潮中股票投資人廣泛對種植股或是橡膠種植地區相關股票盲目而過度的期待。<sup>174</sup>這樣的說法是可以理解的。另外藍格志公司之所以一直為上海華人股票交易投機炒作最熱門的目標，也不能排除包括川漢鐵路施典章等華人受到華洋股票經紀的蠱惑，誤認為它也是前景一片光明的橡膠股票之一。

1963 年謝菊曾〈橡皮風潮〉一文中說：「英國流氓麥邊……以『藍格志』的名義……每周舉行『董事會』一次，會後詭稱產地來電報告割得橡膠數量，借以刺激市場……『藍格志』股票價格逐步被拉抬到每股一千兩銀子左右……。」依照各報股票行情之中的紀錄，藍格志股票僅僅在 1910 年的第 2 季

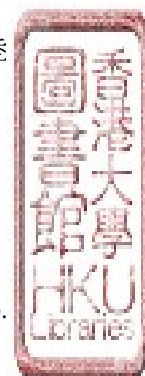
<sup>170</sup> The Straits Times, 12-Jun-1909, p. 6, "Langkat, Sumatra .... several rubber properties".

<sup>171</sup> Ibid., 26-Oct-1908, p. 6, "Glen Bervie (in Langkat) Rubber Company".

<sup>172</sup> Ibid., 24-Jan-1908, p. 7.

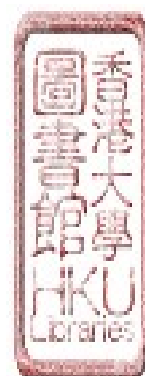
<sup>173</sup> NCH, 17-Jul-1911, p. 159.

<sup>174</sup> "An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boom 1909-1912", p. 747 & p. 760.



才出現每股 1,000 兩的價格，當時的藍格志公司在報紙上定期報告藍格志產地所產出的煤油數量，尚未有任何橡膠的產出。這又是〈橡皮風潮〉一文中有關藍格志公司敘述上不正確之處。加上該文忽略了喬治·麥邊於 1904 年過世的事實，以及藍格志拓殖公司有關成立年份上不正確的資料，該文有關橡膠風潮描述內容的正確性，確實如同該書〈編輯的話〉中所提到是「片斷敘述和回憶」，並未詳實記錄當時所發生的事件細節。

藍格志拓殖公司與其他橡膠股票，毫無疑問地同為 1910 年第 2 季投機交易的焦點股票。然而指名喬治·麥邊以及藍格志拓殖公司帶頭形成橡膠風潮，並指為西人詐騙案的主角，進一步把騙案視為 1910 年正元等錢莊倒閉風潮的導火線，這種說法與第一手報紙資料的史實不符。





## 第五章 清末上海的金融體系

一間公司為從事業務向市場籌集資金之後上市，股票隨即在次級市場中公開進行交易。當股票交易以現銀現貨結算的方式進行，股票價格大幅下跌、即使跌到毫無價值，股票投資者的最大損失只會是當初以現銀買進的股價。只有在股票交易涉入信用槓桿的情形之下，才會令投資者的損失超過股價本身，反之所獲得的利益也有機會大幅增加。在金融市場參與者互有信用借貸的情形下，只要少數股票投資或投機者蒙受大額損失、不堪負荷而宣告破產，就會牽連與之有信用借貸關係的金融機構或商號，嚴重時會造成連環倒閉的系統性風險。在這樣的背景之下，需要進一步了解清末上海有關股票信用交易程序以及金融體系中的信用借貸，釐清當時錢莊連環倒閉風潮的源起，以及之後官商對平息風潮處理過程，究竟是有正面幫助抑是造成反效果。

### 第一節 錢莊與外國銀行

位居長江下游黃浦江畔的上海，由於本身優越的地理位置，在 1840 年清廷與英國第一次鴉片戰爭之前，棉花、絲綢、茶葉等等的貿易量就已經相當龐大了。中英南京條約通商五口之後的十年間，上海迅速取代了廣州，成為中外貿易中心，是中國對外的門戶，也是世界最好的港口之一。上海華洋薈萃貿易鼎盛，成了當時中國最發達繁盛的地方。<sup>175</sup>

金融服務業是貿易活動中非常重要的一環。華洋貿易的進行，依靠不同機構扮演不同角色，以完成貨物的運輸與金錢的流動。在實物商品的流通上，本地商號將內地產品運送至上海，再由上海的洋行處理商品出口，最終送至外國用戶手中。或是洋行將外國商品由國外運送至上海，再經本地商號將貨物送至內地市場銷售。貿易活動中，牽涉貨物由一個地點轉移到另一個地點，也牽涉到貨款在不同地點交付。由於攜帶不便以及安全上的考慮，交易所需要的銀兩銀錠逐漸為莊票銀票等媒介所取代。隨著貿易量的大增，由華洋金融機構所提

<sup>175</sup> 廖樂柏（Robert Nield）著，李筱譯：《中國通商口岸——貿易與最早的條約港》（香港：三聯書局，2010），頁 226。



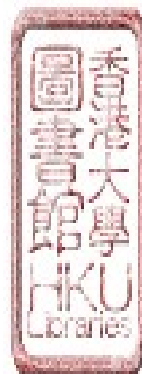
供的短期或長期信用周轉，便利了各商號在資金融通上的需求，也更有效率地撮合各商號之間的貿易交易。金融服務業在上海快速成長，除了本國傳統錢莊外，外國銀行紛紛在滬開辦業務，錢莊與外國銀行合作扮演不同角色，共同提供華洋商業貿易所需的金融服務。基於對客戶群的不同需求以及背景的瞭解，外國銀行的主要服務對象是各國在上海的洋行，而錢莊的服務對象則是本地商號。1900年義和團運動的時候，外國人為了保護他們在上海的產業，曾與當地錢業合作，認定錢莊在維持上海金融穩定上的重要性。<sup>176</sup>

對於洋行透過本地商號將進口洋貨推銷到內地的過程中，錢莊所發出的莊票成為通商口岸華洋商號之間款項處理的信用媒介。上海在五口通商以後，設在通商口岸的洋行需要將進口洋貨推銷到內地，同時收購內地例如絲茶等土產，並運輸到通商口岸來。洋商們語言不通、對內地的情況不明，不可能親自押運商品到內地，或是處理具體的中間環節工作，因此委託本地商人去處理這些業務。但是洋商並不了解也不信任他們，往往不願意讓他們賒帳。以本地商號的立場來說，他們的實力有限，手中沒有這麼一大筆流動資金可資運用；或是有此實力，但不願意將大筆資金長時間鎖在洋商手中。在這種兩難的情況之下，貿易的進行變得困難而缺乏效率，於是錢莊就應運而生，撮合兩方商號的需要，促進貿易的流暢進行。

傳統錢莊熟悉當地的市場和商戶，知道那些商號具有實力、經營有道並值得信任。錢莊對值得信任的商號給予信用額度，交付期限自五天到二十天不等的莊票作為對商號的信用放款。商號以來自錢莊信用放款的莊票支付洋行取得洋貨之後，將洋貨帶往內地銷售。莊票經過五天到二十天不等的期限之後到期，洋行持到期莊票向錢莊收款。本地商號在這個過程之中不需自備資金，只要取得錢莊信用放款的莊票，以莊票交換洋貨，把洋貨運送到內地銷售取得貨款，再連同利息費用歸還來自錢莊的信用貸款。<sup>177</sup>

<sup>176</sup> 彭信威著：《中國貨幣史》（上海：上海人民出版社，1958），頁956。

<sup>177</sup> 郝延平著：《中國近代商業革命》（上海：上海人民出版社，1991），頁91-92。



對於洋行進入內地收購土產的過程中，洋行會透過本地商號或是洋行自己的華人雇員（買辦）來進行。對於以買辦進行採買的方式，早期洋行讓買辦帶著現銀去內地採買辦貨，但這樣做一則不安全，二則一些中小型洋行資金方面也不是非常寬裕，要準備一大筆現銀頗不容易。由買辦持上海錢莊開具的莊票或匯票到內地去辦貨，逐漸演變成爲通例，廣爲洋行所接受。至於不具備洋行買辦身份的本地商號受洋行委託進入內地收購土產，資金條件更爲有限，更需要獲得錢莊的融資以完成採買辦貨的任務。<sup>178</sup>

以莊票從內地收購土產的商號，運送土產到通商口岸交付洋行，收到洋行所發出的支票，商號再把支票交付給錢莊，抵付所借來的莊票信用借款。錢莊則把所收到的支票送到外國銀行兌取現銀，或存入錢莊在外國銀行所開的帳戶。在票據的進出互抵之下，票據交換的作用自然產生，洋行所付出的支票與洋行所收到的莊票金額總數大致相當，互抵的結果避免了現銀的搬動，簡化了繁雜的手續並降低銀兩的運輸成本。<sup>179</sup>

洋行除了自己開出銀行支票外，也利用莊票作為支付手段。<sup>180</sup>外商外銀之所以信任錢莊，主要因為洋行買辦對莊票的信用承擔了一切責任。買辦之所以願意承擔責任，除了與部分錢莊關係密切外，還因為錢莊是合夥組織，股東須負無限責任，即使錢莊無力兌回本莊開出的莊票，洋行或買辦仍可持票向錢莊股東追償，使得莊票具有較佳的信用、容易得到市場廣泛接受。<sup>181</sup>

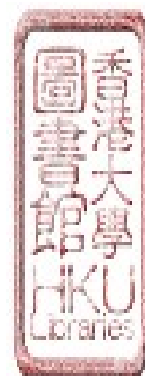
上海開埠之後的三十年間，莊票的使用主要在於貿易上金融機構與商號之間的信用借貸，尚未成為錢莊與外國銀行之間以及錢莊與錢莊之間短期融資借款的信用媒介。由於上海地區貿易的增長，資金需求急速擴大，本地錢莊的資金漸漸不敷需求。在十九世紀末之前，在實際市場對資金的需求下，莊票逐步被廣泛接受成為上海金融機構之間的信用媒介。錢莊持莊票向外國銀行短期借款融通稱之為「拆票」，成為市面上慣常的作法。

<sup>178</sup> 《中國近代商業革命》，頁 99-100。

<sup>179</sup> 《上海錢莊史料》，頁 18-19。

<sup>180</sup> 《晚清錢莊和票號研究》，頁 61。

<sup>181</sup> 李一翔著：《近代中國銀行與錢莊關係研究》（上海：學林出版社，2005），頁 32。



錢莊跑街出身的王槐山，於 1869 年起充任匯豐銀行的第一任買辦，由他開創了外國銀行接受錢莊「拆票」的先例。錢莊以莊票向外國銀行短期週轉融通資金稱之為「拆票」。當錢莊以莊票向外國銀行進行拆借，所交付的莊票上要蓋上洋行買辦的印戳（chop），作為買辦對貸款擔保的承諾，因此拆票貸款有“chop loan”之稱。<sup>182</sup>錢莊只須交付期限五天到二十天不等的莊票存於外國銀行，不必另繳抵押品，就可以取得來自外國銀行的短期借款。<sup>183</sup>王槐山認為錢莊要想擴大業務，必須增加流動資金，也必須增加流動資金取得的彈性與管道。外國銀行常有豐富的現銀存庫，也需要有穩妥而具流動性的出路以增加收益。拆票制度的形成確實增進了資金的流動與貿易的暢通，這項制度關鍵環節之一，在於莊票作為拆票的實質抵押品，信用必須被外國銀行所接受。<sup>184</sup>

當時的外國銀行均依賴熟悉本地市場的當地買辦，作為與本地商戶聯繫的媒介。以外國銀行將短期週轉資金放貸本地錢莊的「拆票」為例，買辦獲授權批准此類交易。早期買辦本身仍需要以個人資產保證此類放貸，外國銀行以此對放貸對象進行信用風險管理。<sup>185</sup>在買辦的保證下，拆款期限可以由當日或隔夜延長至無期限。錢莊將所得拆款作為營運資金，向商戶放出貸款。

最初外國銀行對錢莊的拆款只是零星而偶然，但是在中外貿易蓬勃發展，錢莊需要擴大信貸規模，向外國銀行週轉資金成為錢莊的必然選擇，拆票制度成為通商口岸新型金融體系。錢莊在外國銀行拆票資金支持之下以前所未有的速度發展，但同時也受到外國銀行的控制，逐漸喪失自身的獨立性，淪為外國銀行的附庸。<sup>186</sup>當銀根緊張的時候，外國銀行有權力而且傾向要求錢莊還款，進一步加深市場的銀根緊縮，令金融市場更加不穩定、甚至恐慌。<sup>187</sup>外國銀行挾充沛的資金，具有中央銀行的權力，卻不必背負中央銀行穩定金融市場的責任，除非外國銀行可以從中獲利。

<sup>182</sup> 《中國近代商業革命》，頁 86、88。

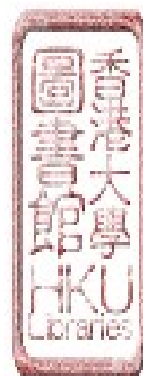
<sup>183</sup> 吳培初：〈舊上海外商銀行買辦〉，《上海文史資料選輯》，1987 年第 56 期，頁 83。

<sup>184</sup> 《上海錢莊史料》，頁 29-30。

<sup>185</sup> 〈舊上海外商銀行買辦〉，頁 78-80。

<sup>186</sup> 《近代中國銀行與錢莊關係研究》，頁 37、39-40。

<sup>187</sup> McElderry, Andrea Lee, *Shanghai Old-Style Banks (Ch'ien Chuang) 1800-1935*, (Ann Arbor: The University of Michigan Center for Chinese Studies, 1976), pp. 21-22.



雖然錢莊以莊票向外國銀行借入拆款無須抵押，但習慣上錢莊在破產之時，必須優先清償拆款負債。以莊票拆款的還款期限通常很短，多為即日或次日，且債權人可以隨時要求還款，性質類似於倫敦金融同業之間“Day to Day”或是“Overnight Loan”的資金調度。金融機構之間以莊票拆款的利率稱之為「銀拆」，低於一般商戶的借款利率。資金實力雄厚的外國銀行在上海擔當了準中央銀行的角色，有能力透過對錢莊拆款的放出與回收，控制市場上資金的供給。<sup>188</sup>部分資金實力較為薄弱的外國銀行，也會利用銀行存單向錢莊拆借，但畢竟還是少數。<sup>189</sup>

錢業與外國銀行的合作互惠互利，但是錢莊在維護自身金融自主權方面，也曾與洋行發生了數次利益衝突。1900年上海錢莊制定莊票匯劃制度，當中規定錢業之間可以當日解付，外國銀行解現錢則需再遲一天。這項規定造成外銀洋商強烈不滿，但錢業領袖堅持錢業議定章程，外人不得干預，最後洋商不得不照常收用。同樣的爭議也曾經在1903年和1910年發生，是外銀洋商與本地商人之間經濟利益上的激烈爭奪。<sup>190</sup>外國銀行資金雄厚，在經濟利益的爭奪上儘管不致於對錢莊殺雞取卵，但在危機必要之時，必然會抽取資金保全自己。

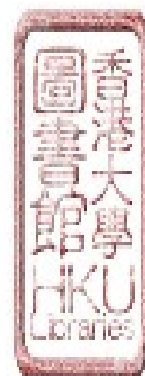
辛亥革命發生之前，錢莊向外商銀行拆款只需要莊票，不用其他保證品。辛亥革命時，德華銀行（Deutsch-Asiatische Bank）買辦許杏泉以禮拜（日）票20多萬兩，拆給許家佔股四十分之二十一之余大、瑞大、志大、承大等四大錢莊，周轉一天不收利息。受動盪情勢所影響，四大錢莊倒閉，禮拜票一起被倒，外商銀行公會認為這是買辦私自挪用，不屬正常拆放範圍，要求買辦負起賠償責任。之後拆款一度停止，拆款恢復後，則往往需要錢莊提供保證。對於外國銀行而言，錢莊以莊票向外國銀行拆款，買辦所提供的保證不再堅實。<sup>191</sup>清末時期的混亂政治情勢也負面影響了正常的商業信用運作。

<sup>188</sup> 井村薰雄：《支那の為替と金銀》（上海：上海出版協會，1924），頁5-6。

<sup>189</sup> 〈舊上海外商銀行買辦〉，頁84。

<sup>190</sup> 張艷國、劉俊峰著：〈略論晚清錢莊與洋行關係的互動性〉，《學術研究》，2003年第11期，頁92。

<sup>191</sup> 〈舊上海外商銀行買辦〉，頁83-84、105。





由於莊票以及拆款的使用，主要用來提供華洋商號貿易上的資金融通需求。一般而言，本地貨物的出口具有季節性的波動，而洋貨的進口比較平均，不具有季節性的波動，因此市面拆票總額根據出口的季節性而波動。另外依慣例錢莊會在農曆年底將各帳款結清，形成拆票總額在年關時會出現明顯的季節性。拆票總額一般在夏季達到最高，農曆新年前後降到最低。<sup>192</sup>

	1907	1908	1909	1910	1911
一月	1,680	800	0	3,530	40
二月	3,055	6,595	1,790	5,560	40
三月	11,210	14,110	6,500	8,030	200
四月	9,390	18,215	6,390	9,490	2,590
五月	18,010	18,560	9,535	12,260	2,140
六月	15,340	20,360	11,465	11,960	5,900
七月	16,760	20,975	10,545	9,120	6,640
八月	16,925	21,870	14,515	6,820	7,260
九月	17,100	18,180	15,515	5,250	
十月	8,820	10,205	12,815	3,930	
十一月	6,980	2,440	11,100	840	
十二月	5,425	100	9,725	40	

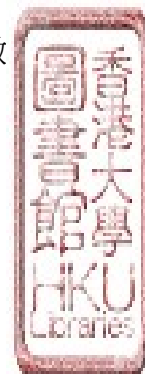
上海市面錢莊拆票總額（單位：千兩）

（資料來源：日本外務省通商局編纂：〈上海經濟事情〉《通商彙纂》（東京：不二出版社，1995年復刻版各期）；Nishimura, Shizuya, “The Foreign and Native Banks in China: Chop Loans in Shanghai and Hankow before 1914”, *Modern Asian Studies*, Volume 39, Issue 01, p. 127.）

莊票拆款總額主要用在出口貿易的資金融通上，但是部分拆款得來的資金，被用在不同的投機活動。例如1910年7月，倒閉的正元三莊所欠的500萬兩款項之中，有140萬兩的資金來自向外國銀行借入的拆款，匯豐銀行就佔了其中的接近90萬兩。<sup>193</sup>參考上海市面錢莊拆票總額，1910年上半年的平均數字比1909年同期要多出50%左右，也符合1910年上半年橡膠熱潮時期對資金的額外需求。但是1910年上半年的平均數字，要比1907年以及1908年同期數字明顯來得低。等到1910年下半年，橡膠熱潮不再，對資金的額外需求消失，1910年下半年錢莊拆票總額更明顯低於1907至1909年同期的數字。

<sup>192</sup> “The Foreign and Native Banks in China: Chop Loans in Shanghai and Hankow before 1914”, p. 116.

<sup>193</sup> *Ibid.*, p. 129.





上海市面拆票利息一般而言比較平穩，但是拆票總額與市場上一般商號的借款利息，仍然會由於投機狂熱造成的資金需求而上升到高於平常的數字。1910年4月到7月，橡膠熱潮時期對資金的額外需求使得借款利息衝高到6%以上。<sup>194</sup>然而上海市面借款利息在1910年8月比較7月份的數字下跌了近2%。由於上海1910年第一波錢莊倒閉風潮發生在7月底，這個明顯下降的幅度變得十分地有意義，本文第六章第一節有關正元等莊的倒閉風潮，將作進一步探討。

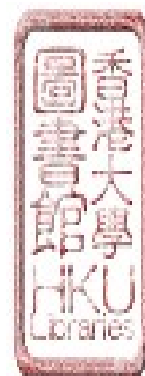
	1907	1908	1909	1910
一月	2.56	4.38	0.73	1.83
二月	5.84	3.29	1.83	2.37
三月	5.11	6.21	2.37	4.38
四月	4.38	7.67	2.92	6.94
五月	4.38	5.48	2.37	6.75
六月	6.94	4.38	4.38	6.21
七月	9.13	3.29	4.20	6.75
八月	8.03	5.11	2.74	4.93
九月	6.21	6.21	3.10	4.02
十月	6.39	8.94	4.75	4.56
十一月	n.a.	7.67	5.84	2.01
十二月	6.39	3.83	5.84	0.91
平均	5.94	5.54	3.48	4.47

上海市面借款利息（單位：%）

（資料來源：《通商彙纂》各期；“The Foreign and Native Banks in China: Chop Loans in Shanghai and Hankow before 1914”, p. 127 & p. 130.）

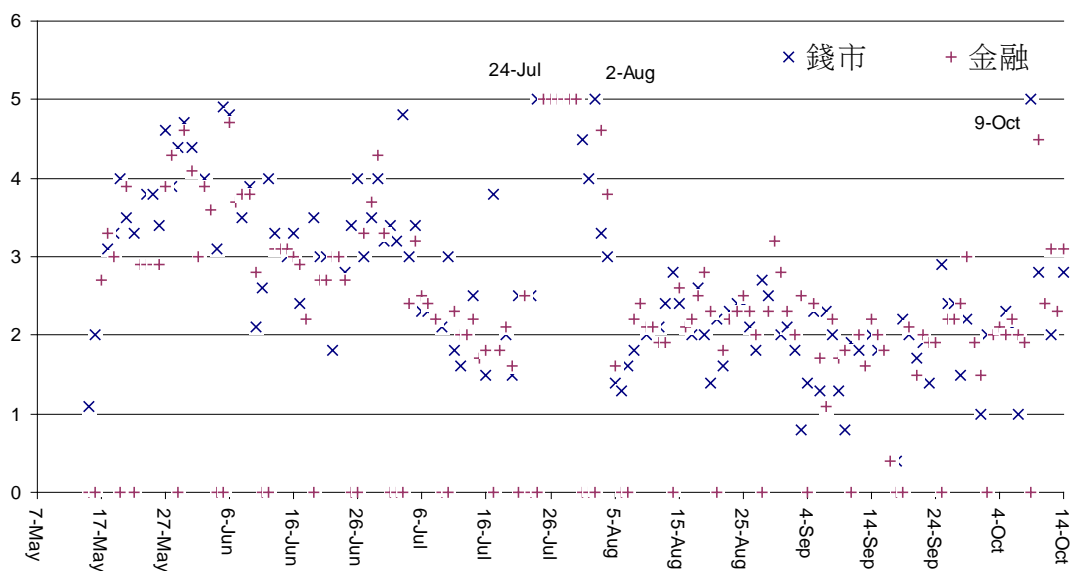
有關錢莊與錢莊之間以及錢莊向外國銀行拆款，所支付的利息通稱之為銀拆（Native Interest）。《時報》商務版中，錢莊之間互相借款的銀拆利息記錄在「錢市」，而錢莊向外國銀行拆票的短期借款銀拆利息則記錄在「金融」，兩者數字大致相當。報紙中商務版對銀拆的記載例如「二錢一分」，指的是

<sup>194</sup> *Ibid.*, pp. 129-130.



1,000 兩銀拆借一天所需的利息。<sup>195</sup>銀拆利息是反映上海金融市場資金供需情況最靈敏的寒暑表，上海市場上其他資金借貸利息的漲落，也都以拆息的漲落為依據而進行調整。<sup>196</sup>

1910 年第 1 季，銀拆在一錢上下浮動。第 2 季普遍在三錢到五錢之間，但大致平穩維持在二錢多。7 月時正元等莊倒閉之前，銀拆維持在二錢上下；正元倒閉消息一出，「錢市」與「金融」銀拆飆高至五錢並維持至 7 月底。在滬道安排 350 萬兩借款之後，8 月份銀拆迅速回落至二錢上下。10 月初源豐潤事件之後銀拆短暫提高到五錢，一兩天之後迅速回落至三錢以下，到了 10 月底則大幅下降至一錢以下，甚至到了只有二分的超低水準。<sup>197</sup>透露出當時銀根突然寬鬆，導致銀拆的大幅下調，本文第六章第二節將進一步探討有關源豐潤等莊的倒閉風潮與銀拆大幅下調之間的關係。



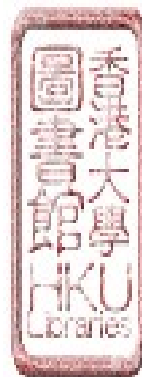
1910 年上海「錢市」與「金融」銀拆（單位：錢）

（資料來源：《時報》1910 年 5 月 15 日至 1910 年 10 月 14 日商務版。）

<sup>195</sup> 杜恂誠著：《近代中國錢業習慣法——以上海錢業為視角》（上海：上海財經大學出版社，2006），頁 34。

<sup>196</sup> 洪葭管、張繼鳳著：《近代上海金融市場》（上海：上海人民出版社，1989），頁 29。

<sup>197</sup> 《時報》、《申報》1910 年各期出版之商務版。



另據《時報》資料，下表為橡膠風潮中倒閉的上海部分錢莊獲利概況，並列出穩健的豫源錢莊作為比較。富有盛名的秦潤卿自 1906 年擔任豫源錢莊經理，隨後出任上海交通銀行經理、墾業銀行董事長、上海錢業公會會長、上海總商會副會長、中央銀行監事等，向以穩健經營著稱。大型錢莊的自有資金多不超過 6 萬兩，<sup>198</sup>各錢莊年度獲利多在 1 萬兩上下。正元與兆康兩莊 1909 年的獲利，竟與有官家支持的大銀號裕源長與義善源相當，不免令人懷疑正元三莊是否早自 1909 年就開始投入橡膠股票交易，由於股票在當年持續上漲令三莊獲利大增。三莊食髓知味不知收手，終致落得破產的境地。

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910
正元			5,000	10,000	0	35,000	倒閉
謙餘				10,000	4,000	10,000	倒閉
兆康						20,000	倒閉
森源		7,000		8,000	8,000		倒閉
元豐		20,000		0		10,000	倒閉
會大					2,000	5,000	倒閉
協大						5,000	倒閉
晉大		30,000	17,000	15,000		15,000	倒閉
源利	15,000	35,000	10,000	0		3,000	倒閉
源吉		15,000		11,000		15,000	倒閉
義善源	35,000	80,000		30,000		30,000	
裕源長			10,000	16,000	3,000	20,000	
豫源		5,000	2,000	2,000	10,000	15,000	
家數		98		115	66	90	
獲利(萬)	146.5	166.2	125.4	n.a.	55.9	110.35	

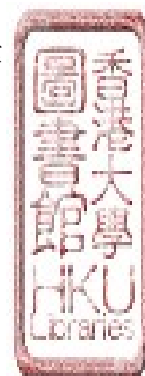
上海部分錢莊獲利資料（單位：兩）

（資料來源：《時報》1905 年 2 月 9 日、1906 年 1 月 29 日及 1 月 30 日、1907 年 2 月 17 日、1908 年 2 月 8 日、1907 年 2 月 17 日、1908 年 2 月 8 日，各日期第六版。）

受到股票風潮和辛亥革命影響，1912 年上海僅剩二十八家會員錢莊。但撐過這二次風險而仍然屹立者，當年的平均利潤達到資本總額的 59%。<sup>199</sup>

<sup>198</sup> 《上海錢莊史料》，頁 731、739、743、745-747。

<sup>199</sup> 王業鍵：〈中國近代貨幣與銀行的演進（1644-1937）〉，載王業鍵著：《清代經濟史論文集（一）》（台北：稻鄉出版社，2003），頁 237。



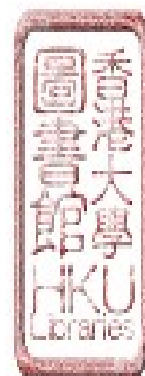
## 第二節 股票交易發展與制度

資本市場方面，上海公司取得資金的方式，除了由外國銀行與本地錢莊所提供各項信用借款的「間接金融（indirect finance）」，設立公司直接向投資大眾籌集資金的證券市場「直接金融（direct finance）」也逐漸地發展起來。1860年代，上海開始出現由外商所組織的證券中介機構，主要交易上海外國企業股票。十餘年後，當地自行開辦的證券機構也陸續誕生。除了實業上的籌資用途外，股票上市之後在次級市場上的公開交易，讓投資人可以透過購買股票分享公司的獲利，也為十里洋場的賭徒提供了一個博弈的工具。股票市場屬於大眾皆可參與的市場，非專屬於專業機構所有，而一般投資人資金與金融知識不如專業機構，獲得消息的時效上比不上公司的內部人（insider）或關係人（related party）。在規範不良的不成熟證券市場中，別有心機的专业機構特別容易設下陷阱讓散戶承受風險與損失，這種例子在今日社會仍然層出不窮地發生。除了刻意的詐騙事件之外，股票市場瞬息萬變，卻也不全然是金融專業機構所能全盤掌握。輸打贏要的不成熟投資人，實際上不瞭解或是心理上無法接受參與股市買賣必須承受一定風險，將股票下跌而導致的損失單純歸咎於公司的詐騙，同樣地在自從有證券交易市場以來就層出不窮地發生。

1860年代到70年代，是上海證券交易的濫觴時期。上海最早的股票是由外商企業發行，股票經紀與交易也隨之在上海出現。這個時期參與股票買賣交易者，除了上海的外商之外，主要是替外商服務的洋行買辦和與外商作生意的本地大商人。1859年美商瓊記洋行（Augustine Heard & Co.）籌資購買輪船，1862年美商旗昌洋行（Russell & Co.）籌資創辦旗昌輪船公司（Shanghai Steam Navigation Co.），都曾向中國買辦與商人招募股份。<sup>200</sup>

1870到80年代，洋務運動中官督商辦企業如開平煤礦與招商局的經營已略見成效，興起了一股創辦實業的熱潮。這些本地新式企業同樣通過發售股票的方式在上海集資，獲得本地商人競投股份。除了國內企業蓬勃發展，外商企業股票數量也大為增加。當時的股票交易，華資公司的投資人多數在特定茶樓

<sup>200</sup> 彭厚文著：〈上海早期的證券交易〉，《財經研究》，1998年第6期，頁49-50。



中討論行情，並以口頭敲定股票的轉手交易。有關外商企業股票，1871年起專營股票經紀的英商長利公司（J.P. Bisset & Co.）開始定期公佈股票交易行情，並且有越來越多的外商經營上海的股票經紀業務。<sup>201</sup>

1882年10月24日，中國第一家股票交易機構「上海平準股票公司」在上海應運而生，公司業務以買賣股票的經紀業務為主，也從事股票的抵押業務。從章程來看，該公司對於股票交易的辦法、交易中的保證金和佣金的收取，都已有較為周密的規定。<sup>202</sup>

上海平準股票公司章程中敘及，「買賣股票必須公平定價，逐日行情除寫掛水牌外，送登《申報》。每票中用照章扣取。抵押股票，如某項可押幾成，某項僅抑幾成，隨時議價，不取中用，給與受照一紙，以一個月為期，期滿不贖，照市出賣，除去押息，盈虧向原主結算，所給收照作為廢紙，即載明收照之內。至本公司股票，俟第一屆結彩分息之後，亦一體抵押。」「門莊買票者，欲買何項股票，訂期限價，書立合同，定票如到期，而照限兌進，毋得毀議。如遠處函託素昧平生者，須先付定銀一成。」「門莊賣票者，須先將股票送到本公司，給與合同收票，訂期限價代售，如欲先取幾成銀兩，售出後照押款算息。」<sup>203</sup>

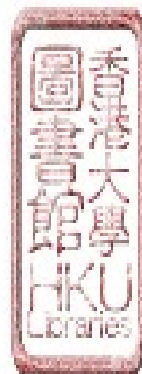
1883年上海證券交易日趨活躍，卻發生了一場前所未見的金融風潮，與當時市場上股票的過度投機有著重要關係。上海七十八家錢莊倒閉了六十八家，各商號停業者達三四百家之多，投資人對股票望而生畏。上海《申報》自1887年1月14日起，停止刊登股票的市場交易行情。直到二十世紀初，上海市場上中國近代企業股票的交易活動始終處於不活躍的狀態。外商企業的股票，仍能以其經濟上的優勢，繼續在上海市場上發行，交易暢旺。<sup>204</sup>

<sup>201</sup> *Western Capitalism in China*, pp. 93-94.

<sup>202</sup> 〈上海早期的證券交易〉，頁51。

<sup>203</sup> 《申報》1882年9月27-28日；上海市檔案館編：《舊上海的證券交易所》（上海：上海古籍出版社，1992），頁263-265。

<sup>204</sup> 〈上海早期的證券交易〉，頁52。



1891 年，西商在上海成立「上海股份公所」（Shanghai Sharebrokers' Association），買賣各國股票。1905 年，西商成立另一家「上海眾業公所」（Shanghai Stock Exchange），所經營買賣的都是洋商股票，交易頗為活躍，每日成交數以萬計。<sup>205</sup>這個交易所的發起人包括R. E. 嘉道理（R. E. Kadoorie）等人，組織採取會員制，成立後不久有西人會員八十七名、華人會員十三名，經營股票交易撮合的經紀業務，範圍包括橡膠股票在內的外商公司股票與債券，以及中國政府與上海地區發行的公債。<sup>206</sup>

隨著上海證券交易日趨活躍，股票交易的方式也越見便利具彈性。下列為刊載於《時報》1908 年 2 月 9 日的股票行情：

耶松 買者現價八十兩 買者三月價八十二兩  
公和祥 賣者現價二百十五兩 又賣者三月價二百十八兩  
怡和紗廠 賣者現價五十六兩 又買者三月價五十七兩  
藍格志 買者現價四百三十五兩 又買者三月價四百五十兩  
蘇門答臘烟葉 賣者現價一百二十七兩 賣者三月價一百三十兩<sup>207</sup>

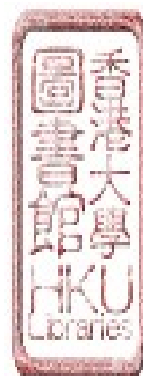
以耶松為例，「買者現價八十兩」表示有投資者願意以一股 80 兩的價格買進耶松股票，立即或是在短期幾天內進行款項與股票的轉手；而「買者三月價八十二兩」則表示有投資者願意以一股 82 兩的價格買進耶松股票，款項與股票的轉手並非立即進行，而是雙方同意延遲到 3 月底進行。股票買賣結算在議定的未來日期完成，稱之為遠期交易。

第一種結算的方式，對於買賣雙方的風險較小，在交易完成之後兩天內完成款項與股票的換手，雙方之間對於承諾交易的能力大致不變，也就較少出現無法正常結算的情況。這種方式的缺點，是買賣雙方都分別必須持有款項與股票。

<sup>205</sup> 〈上海早期的證券交易〉，頁 52-53。

<sup>206</sup> 《近代上海金融市場》，頁 138-139。

<sup>207</sup> 《時報》1908 年 2 月 9 日，第六版。





第二種遠期交易的方式，隨著市場的日益成熟以及對信用交易制度的接受度擴大，逐步受到認可，為買賣雙方提供了一定的便利性。毋須有款項或股票在手，買賣雙方都可以依照自身對股票漲跌的判斷，隨時進行股票的交易。這種方式對買賣雙方的信用風險明顯大得多，但只要股票經紀商認為交易雙方具有足夠的信用，就可以在豁免交易保證金（margin，孖展）的情況下進行交易。股票經紀商有時為了賺取經紀佣金，自然對信用的認定寬鬆以對。<sup>208</sup>

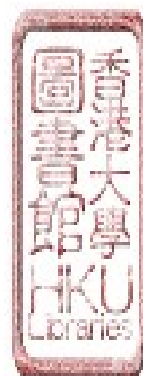
1882年10月24日成立的「上海平準股票公司」，章程中敘及：「門莊買票者，欲買何項股票，訂期限價，書立合同，定票如到期，而照限兌進，毋得毀議。如遠處函託素昧平生者，須先付定銀一成。」<sup>209</sup>規定現貨交易買進者必須要先付訂銀一成。1910年代所進行的遠期交易，在進行結算的日期之前，隨著股票的變動，遠期交易中的一方所預期的獲利將越來越高，而另一方所預期的損失則越來越高。預期損失的一方，預期違約不履行交易的機會也同樣越來越高。相對於現貨交易而言，遠期交易的風險更大，卻反而可以在股票經紀商的許可之下，豁免交易保證金。但股票經紀商也並非只有向客戶收取交易手續費的利益，一旦到了遠期交易的交割日，交易的其中一方違約，拒絕（或不再具有能力）履行交易，位居於買賣雙方中介的經紀商則必須代替違約的一方負起結算的責任，承受交易所帶來的損失。

吳培初在〈舊上海外商銀行買辦〉文中有言：「我還投機於美國物品和上海地產。那時正值世界經濟恐慌，美國資本家力謀推銷商品，利用農業上一時歉收，大作宣傳，引誘人去做棉花、小麥、橡皮等物品多頭。消息傳到上海，我一再加碼買進，不料市場情況一天一天壞下去，始終沒有起色，兼之一切消息要通過上海的外商洋行，洋行轉來的消息總是說趨勢可能穩定，前途有轉好希望，而報告的行市總是下跌，所以我有一個時期經常為繳差額而忙頭寸，單在美盛洋行一家就付出美金二十餘萬元。」<sup>210</sup>

<sup>208</sup> NCH, 6-May-1910, p. 333.

<sup>209</sup> 《申報》1882年9月27-28日；《舊上海的證券交易所》，頁264-265。

<sup>210</sup> 〈舊上海外商銀行買辦〉，頁94。



「為繳差額而忙頭寸」正是遠期空盤交易的特徵，也顯示了遠期交易之中，隨著市場的波動，經紀商向交易中虧損一方的客戶要求補足虧損差額，如同現代期貨交易中保證金追繳（margin call）的機制。橡膠股票除了在 1910 年第 2 季暴跌之外，1911 年初又有一次比較明顯的下滑。因此吳培初對於保證金追繳機制的描述，未能證明是上海股票經紀商在 1910 年 6 月結算困難以及 7 月錢莊風潮之前就採用的制度規範，還是之後才開始採用這種保護經紀商本身以及交易雙方的保證金追繳機制。

除了遠期交易之外，講述錢莊的專書也認為股票抵押借款與金融風潮有關。1963 年謝菊曾〈橡皮風潮〉<sup>211</sup>、1981 年鄭亦芳《上海錢莊》<sup>212</sup>以及 1991 年洪葭管《金融話舊》<sup>213</sup>均指出，1910 年 7 月中旬外國銀行宣布停做一切橡膠股票押款，股價立即一瀉千里，引發錢莊倒閉潮。然而根據當時的報刊卻並未對此有更多的紀錄，外商銀行停做橡膠股票押款引發錢莊倒閉潮的說法，值得進一步討論如下。

1882 年 10 月 24 日成立的「上海平準股票公司」從事股票的抵押業務，章程中敘及：「抵押股票，如某項可押幾成，某項僅押幾成，隨時議價，不取中用，給與受照一紙，以一個月為期，期滿不贖，照市出賣，除去押息，盈虧向原主結算，所給收照作為廢紙，即載明收照之內。至本公司股票，俟第一屆結彩分息之後，亦一體抵押。」<sup>214</sup>股票抵押業務一早已在上海證券市場中出現。

有關 1910 年代的股票抵押業務，長利公司（J. P. Bisset & Co.）一則刊登在《申報》的廣告中敘及：「本公司前於三月間【作者注：1910 年 3 月】買定亞林麻及地傍項數股份，分立和記、元記兩戶，記銀五萬兩。當因資本未足，將所買股票向錢莊押銀三萬兩。」<sup>215</sup>記錄了該公司以橡膠股票向錢莊抵押的事實，抵押的價值為市值的六成。而以長利的外商背景，每日在英文《北華捷

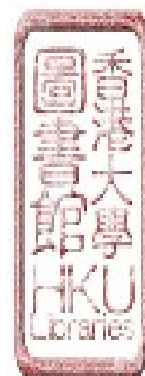
<sup>211</sup> 〈橡皮風潮〉，頁 102。

<sup>212</sup> 《上海錢莊 1843-1937》，頁 129。

<sup>213</sup> 《金融話舊》，頁 54。

<sup>214</sup> 《申報》1882 年 9 月 27-28 日；《舊上海的證券交易所》頁 264。

<sup>215</sup> 《申報》1911 年 1 月 23 日廣告；〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁 128。



報》刊登股市行情，未向外國銀行以橡膠股票抵押借款，反倒向錢莊押銀。

《上海錢莊史料》中，順康錢莊的賬簿記錄該莊對劉長記等七戶橡膠股票押款總數達 308,009 兩。1910 年至 1912 年之間，該莊減計押款損失 193,935 兩，尚有 20 萬兩以上的壞帳未經解決。<sup>216</sup>資料均顯示錢莊涉入橡膠股票抵押貸款業務，未有資料證實外國銀行涉入該業務，「外商銀行宣布停止一切橡膠股票押款，消息傳出，全市震驚，橡皮股票頓成廢紙，錢莊損失慘重」<sup>217</sup>的說法令人懷疑。

另外《愚齋存稿》有關施典章虧空公款的部分，也提到股票的押借銀兩，「查施典章購蘭格志火油股票四百八十五股，事前並未報明總公司。其移交帳單列作抵押公司銀五十五萬兩，復將股票在外押借銀兩，現需公司備價二十九萬餘兩方能贖回。」<sup>218</sup>此中有細節值得探討。

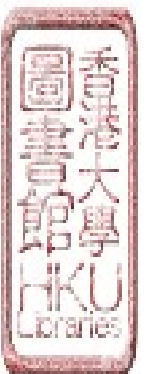
其一是施典章所偽造公司帳冊的紀錄「其移交帳單列作抵押公司銀五十五萬兩」中，現金減少 55 萬兩而股票增加 485 股，實際上是施典章動用公款買入股票，帳冊中卻記錄川路公司接受藍格志火油股票抵押並借出 55 萬兩。以全數 485 股價值 55 萬兩計算，每股價格為 1,134 兩。在 1909 年 5 月到 1910 年 2 月之間，藍格志股票的價格大約在 1,134 兩附近，也就是 1,134 兩的確是合理價。然而《宣統政紀》：「此項股票係華歷五月初買入，其時滬市時價至多不逾一千五百兩，而施典章報稱一千七百五十兩。核其浮報之數從最少計已中飽十二萬餘兩之多。」既然施典章已經在帳冊中作假，《宣統政紀》中調查有關「華歷五月初買入」的時間點，也有可能被施典章竄改的資料所誤導。實際購入股票的時間點應該發生在 1910 年 2 月或以前。同時施典章所中飽的金額，可能不是原先紀錄的「中飽十二萬餘兩」（ $(1,750 \text{ 兩} - 1,500 \text{ 兩}) * 485 \text{ 股} = 121,250 \text{ 兩}$ ），實際上高達 30 萬兩（ $(1,750 \text{ 兩} - 1,134 \text{ 兩}) * 485 \text{ 股} = 298,760 \text{ 兩}$ ）。

其二是「現需公司備價二十九萬餘兩方能贖回」，「其移交帳單列作抵押公司銀五十五萬兩」。假定兩個事件發生的時間點相去不遠，那麼抵押的價值

<sup>216</sup> 《上海錢莊史料》，頁 814。

<sup>217</sup> 《上海錢莊 1843-1937》，頁 129。

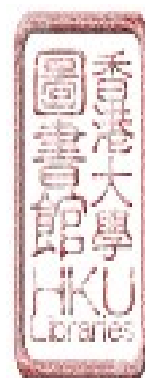
<sup>218</sup> 〈查辦四川鐵路公司虧倒巨款摺〉，《愚齋存稿》，卷 20 郵傳部奏疏下，頁 22。



大約為市值的五成，與長利公司向錢莊押款所抵押的六成，成數之間相差不大。雖然沒有更多的資料顯示施典章以橡膠股票押款的對象是錢莊還是外國銀行，既然錢莊已被證實在當時提供橡膠股票押款，加上施典章所往來的對象都是陳逸卿相關錢莊，施典章以藍格志股票所做的抵押借款應該還是經由錢莊。

依照以上資料，有證據顯示錢莊接受橡膠股票抵押借款，卻沒有證據顯示外國銀行提供橡膠股票抵押借款的服務。有關外國銀行宣布停止橡膠股票押款造成市面的震動的說法成疑。

1910年上海股市所普遍接受的遠期交易結算方式，大幅擴大了股市參與者獲利或損失的範圍，損益可以遠遠超過所交易的股票價格。信用大幅擴張的結果，令少部分以信用槓桿方式投入橡膠股票投機交易的上海錢莊，在橡膠股票大跌的情形之下，無法承受巨額損失宣告破產。這些錢莊以莊票信用借貸而來的資本以及以遠期交易信用方式投入股票交易，這些信貸方式除了導致自身的破產，也將破產風潮蔓延至於這些錢莊有借貸關係的其他錢莊，華洋股票經紀商也承受了相當損失。至於拆款給正元等錢莊的外國銀行，則由於上海道台出面接下正元等錢莊所發出的莊票，損失得以減少。橡膠原料價格導致橡膠股票大跌，而「拆款」與「遠期交易」的信用交易方式則擴大錢莊等市場參與者所蒙受的交易損失，造成市場上蔓延的金融系統性風險。



## 第六章 倒閉風潮的開展與社會各界的應對

由於 1910 年度橡膠原料在供給與需求面上的快速變動，國際橡膠價格在倫敦市場上大幅波動。先是由於強勁需求的預期，橡膠價格在 1910 年 4 月達到高峰，大量吸引了橡膠公司的全球籌資熱潮與股票投機情緒。隨後在供給將大量增加的預期下，橡膠價格快速回落，拖累橡膠股票價格大跌。配合錢莊以莊票向外國銀行大量拆款取得資金，以及股票交易上以遠期結算方式擴張信用，股票的漲跌造成錢莊損益的大幅波動。1910 年第 2 季橡膠股票價格大跌，三家錢莊陷入破產的困境，其他八家錢莊受到牽連而倒閉。不迅速遏止恐慌情緒的話，倒閉的風潮有可能擴大蔓延。

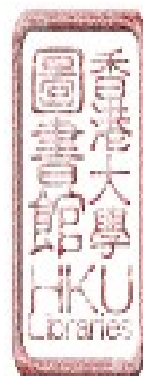
### 第一節 1910年6月的結算與7月的風潮

國際橡膠原料市場的價格在 1910 年 4 月達到最高峰，上海橡膠股票的籌資熱潮也在這段期間前後最為旺盛。1910 上半年的橡膠股票交易，舉國若狂，次級市場上大半採取遠期空盤信用交易，隨市場股票價格的漲落以定輸贏。<sup>219</sup> 1910 年第 1 季上市籌資的橡膠股票，到了 3 月底遠期交易結算日，股價已經比上市籌資發行的價格漲了數倍之多。3 月底的遠期交易結算並沒有發生困難，其中一項重要的因素，是當時熱衷參與橡膠股票買賣的本地錢莊，在 2、3 月間多數進行以 6 月底結算的遠期交易。<sup>220</sup> 同時在 3 月底結算前後，股價仍然在上升階段，股市中整體財富向上激增。遠期交易中賣出股票者儘管在 3 月底結算中會有所損失，但整體而言只是總獲利的減少，不會有廣泛的大額交易虧損出現，也就不會出現交易違約的情形。

6 月底的結算則不同。國際橡膠原料價格在 1910 年第 2 季暴跌，造成橡膠股票價格大幅回跌，社會持有橡膠股票整體價值大幅縮水。在橡膠股票價位位於高峰時期以現貨或遠期方式買入的股票買家，遭受大額交易損失。其中以遠

<sup>219</sup> 《申報》1910 年 10 月 19 日，第二張第三版。

<sup>220</sup> *NCH*, 13-May-1910, p. 393.





期方式買進橡膠股票的市場參與者，由於股價下跌造成的損失，必須實際動用資產在 6 月底結清虧損，卻未必有能力按照之前的承諾進行結算。6 月底的結算果然違約大增，華洋人等皆涉入其中。信守承諾的華人僅有不到 1% 的比例嘗試逃避遠期交易結算的義務，卻有四成的洋人不守信諾，連英國本地報紙亦對於這個現象深深引以為恥。<sup>221</sup>

(單位：兩)	發行價	3/31	6/16	7/01
Karen	10	28	13	12
Semeling	10	30	18	15
Padang	10	27	13½	12½
Batu Anam	10	19	8	8
See Kee	10	23	14	10
Shanghai-Malay	3	12	4½	4
Anglo-Java	10	32	18	15

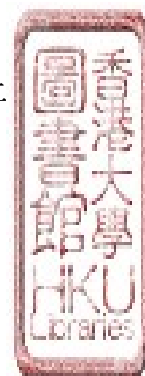
1910 年部分橡膠股票發行價與市場交易價

(資料來源：《北華捷報》North China Herald, Bisset Report；“An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boon 1909-1912”, p. 749.)

財力不足以承擔交易損失的市場參與者無法履行結算義務，只得宣告違約。過去經紀商認為有利可圖，積極接受客戶委託以信用方式進行股票買賣。這些經紀商此時面臨客戶無力支付款項的違約交易，必須站出來接手這些違約客戶無法結算的大量股票。由於違約量實在太大，經紀商財力同樣不足以承擔，轉而尋求上海當地外國銀行的幫助。銀行考量到這些經紀商由於客戶違約而造成的負債太多，拒絕了經紀商們的要求。

交易所在許多經紀商會員面臨倒閉的情形之下，向新成立的財務公司 Cathay Trust 尋求協助。由 J. A. Wattie 和 D. Landale 在 4 月間設立專為橡膠股票上市作財務安排的 Cathay Trust，資本額為 30 萬英鎊，大約相當於 270 萬兩。該公司同意向交易所借出 150 萬兩，由交易所再安排分配借出給由於客戶違約而

<sup>221</sup> “Rubber Speculation in Shanghai”, *The Financial Times*, 9 Aug 1910, p. 2.





陷入困境的六家經紀商，以便完成 6 月底的結算。6 月底結算完成之後，借款的經紀商付不出利息也還不起本金。在整個證券業承受損失之下，Cathay Trust 也被要求承擔部分損失，1911 年 Cathay Trust 吃下壞帳，產生高達 75 萬兩的損失。<sup>222</sup>

由於買家違約，買家賣家的交易中介經紀商、交易所以及 Cathay Trust 等機構皆蒙受損失。持有股票的賣方股東自然亦有損失，賣家原先應得到來自股價下跌而衍生的獲利，由於損失一方的違約而得不到全部或部分報酬，也成了受害者。原先籌資打算大張旗鼓經營橡膠種植的各家洋行，亦因與股價連動的橡膠原料價格大跌，由於獲利必不如預期而採取觀望態度。股價大跌對所有涉入的個人或團體都得不到好處，甚至社會上由於銀根緊縮以及投資氣氛轉變為更加保守，而對經濟的發展衍生出不良的影響。<sup>223</sup>股票違約而起的交易訴訟，也延續了數年之久。

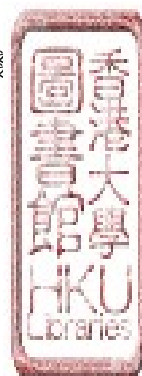
在 6 月底的橡膠股票結算完成之後，隨即發生了上海錢莊的倒閉風潮。錢莊以買空賣空遠期交易的方式投入橡膠股票買賣，股票的大幅下挫加上信用槓桿的推波助瀾，導致部分錢莊不堪虧損而宣告倒閉。7 月 21 日正元、謙餘錢莊倒閉，22 日兆康、森源錢莊倒閉，23 日元豐錢莊倒閉，24 日會大、協大、普大錢莊倒閉。這幾家倒閉的錢莊之中，正元、謙餘、兆康等三莊因投機橡膠股票遭受重大損失，其餘森源、元豐、會大、協大、普大等各莊則是由於與三莊有著大額借貸信用關係，受到三莊倒閉無法還款的牽連而導致周轉不靈，同時宣告倒閉。

最先倒閉的正元、謙餘、兆康等三莊，核心人物為陳逸卿、戴嘉寶、陸達生三人。陳逸卿為茂和洋行、新旗昌洋行和利華銀行的買辦，<sup>224</sup>又是正元錢莊莊主、兆康錢莊股東。戴嘉寶是德商裕興洋行買辦、兆康錢莊股東。在兆康錢莊全部十份股本中，陳、戴兩人名義上僅佔四成，實際他們另外附入虞瑞清名

<sup>222</sup> *Western Capitalism in China*, pp. 157-161.

<sup>223</sup> “The Shanghai Stock Exchange”, *The Times*, 17 Jul 1911, p. 20.

<sup>224</sup> 利華銀行本身就有極強的投機色彩。汪敬虞著：《外國資本在近代中國的金融活動》（北京：人民出版社，1999），頁40-41。



下的一股半股份，因此得以憑借五股半的股本優勢操縱該莊。陸達生是陸元利絲棧主人、謙餘錢莊莊主。這三家錢莊在上海錢業中頗有勢力，加以莊主與洋商關係密切，因此受到洋行和外國銀行的充分信任。<sup>225</sup>

在上海的橡膠股票投機熱潮中，三莊共發出莊票600萬兩，其中的140萬兩是對洋行的拆票和出貨票。按上海市面通例，拆票期限為十天，而在橡膠股票投機期間，洋行對這些拆票放寬期限至三十天，三莊因此得以充分調度資金。陳逸卿、戴嘉寶還從花旗銀行、華比銀行和怡和洋行借得100萬兩巨款，存放於這三家錢莊。他們還調用其他錢莊莊票，將森源、元豐、會大、協大、晉大五家錢莊拉入投機活動，形成以三莊為首、五莊附入的橡膠股票投機集團。其中森源是未曾加入錢業公會的小錢莊，資本僅1萬兩。在投機過程中，僅僅陳逸卿一人即調走森源莊票近22萬兩，也調走元豐莊票11萬餘兩，其餘會大等莊也有大量莊票被調用。當投機失敗後，陳逸卿經手款項損失200餘萬兩，戴嘉寶損失180餘萬兩，陸達生損失120餘萬兩。由三人直接操縱的正元、兆康、謙餘三錢莊賠累最巨，首先倒閉。三天之內，森源等五家附入的錢莊也全被牽連倒閉，成了上海第一波的錢莊倒閉風潮。<sup>226</sup>

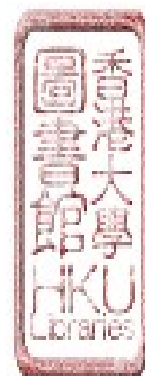
以莊票擴張信用來看，資本僅1萬兩的森源小錢莊，被陳逸卿一人調走了該莊莊票近22萬兩。假設調走之莊票全數用於橡膠股票的投機，只要5%的虧損，就可以將全數資本虧空殆盡。1910年第2季所發生的橡膠原料與橡膠股票崩跌的情況，衍生出巨額虧損。一般錢莊自有資本最多數萬兩，年度獲利皆僅萬餘兩。<sup>227</sup>過去累積之獲利不足以彌補由於信用交易所衍生的大幅損失。加上金融機構互相借款，在少數錢莊先行倒閉的牽連之下，其他錢莊接著擱淺，無可避免地衍生出金融機構的倒閉風潮。

以信用方式大幅投資於橡膠股票，成為華洋商號錢莊全力投入的投機活動。既然如此，為何只有與正元有緊密關係的幾家錢莊發生連環倒閉呢？閔杰認為主要有以下兩個原因。（一）就多數錢莊而言，他們主要是提供華商投入

<sup>225</sup> 〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁127-128。

<sup>226</sup> 同上，頁128。

<sup>227</sup> 《時報》各年度上海部分錢莊獲利資料；本文第五章，頁74。



橡膠股票投機的管道，而華商一般而言借貸的槓桿比率較小，錢莊本身也會審度華商實力，妥善放款。（二）少數錢莊如源利、德源、源吉三莊，雖然也曾追隨正元集團專事套購橡膠股票，但這些錢莊依靠往來錢莊源豐潤號東嚴義彬等人的維持相助，賠累後有人代償損失，這正是正元三莊所不具備的力量。簡而言之，正元集團實力不足應付所承擔的風險，因而導致全集團的覆沒倒閉。其他錢莊接受扶助而挺過風潮的衝擊，正由於這種扶助，源豐潤等巨號受到往來錢莊所牽累，又受風潮所造成市面恐慌的牽動，基礎已經動搖，再也難以承受其他任何形式的衝擊。<sup>228</sup>在清廷不當的措施之下，源豐潤終於還是在兩個多月之後無力支持而宣告倒閉。<sup>229</sup>

在7月倒閉潮一發生的7月23日，上海道台蔡乃煌、匯豐銀行總理亨德、怡和洋行大班同時也是上海工部局董事會主席的倫特爾、各商會、商行、錢莊、外國銀行代表立即舉行會議，共同討論自7月21日以來所發生的錢莊倒閉風潮。會議中匯豐銀行與其他外國銀行代表，初步同意由清政府出面，向各外國銀行貸款資金合共350萬兩，並由國內自籌150萬兩，協助各錢莊度過市面銀根緊俏的困難，避免局勢進一步惡化。<sup>230</sup>該措施迅速得到清廷農工商部、度支部、兩江總督以及江蘇巡撫的同意，朝廷在幾天後的7月27日，要求滬道妥為辦理，維持市面而安定人心。<sup>231</sup>

1910年8月4日，上海道台向匯豐等共九家外國銀行借入350萬兩的借款合同正式簽訂。同時在上海道台與外國銀行雙方代表的查核之下，確認九家外國銀行共持有倒閉之正元、謙餘、兆康三莊莊票大約140萬兩。依照合同的條款，此部分必須先以借入的350萬兩償付。合同中同時要求政府將剩餘款項用來協助各錢莊，要求其餘各錢莊從速照付各銀行洋行所持有未兌付的各莊莊票。<sup>232</sup>

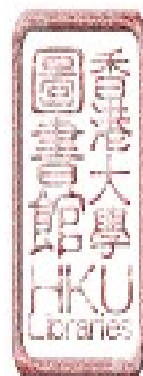
<sup>228</sup> 〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁128-129。

<sup>229</sup> 兩個月後發生的源豐潤倒閉風潮，詳述於本文第六章第二節。

<sup>230</sup> *NCH*, 29-Jul-1910, p. 268.

<sup>231</sup> 《申報》、《時報》1910年7月28日。

<sup>232</sup> 《東方雜誌》1910年第七年第十期，頁80-82；本文附錄（四）



8月初 350 萬兩借款合同的簽訂，反應在金融市場上的拆票總額以及利息走勢。1910 年度上海市面錢莊拆票總額，在經常的季節性因素、第 2 季橡膠股票投機以及應付 6 月底股票結算日之所需等因素影響，在 6、7 月間達到最高。7 月下旬正元等莊倒閉之後，錢莊信用大減，錢莊拆票總額逐步走低，但還能維持一定的數額。<sup>233</sup>外國銀行之所以願意繼續將資金投入銀拆市場，不過是「外國銀行熟知利害，故聲言迫收，而實行發放，非有愛於錢莊也，實為己也。」<sup>234</sup>

上海市面利息分為借款利息以及金融機構之間的銀拆利息。第 2 季以及 7 月份，上海市面借款利息穩定在 6% 以上的高點，8 月份在滬道安排 350 萬兩借款之後，利息回落到 4 至 5%，並持續到 10 月份。<sup>235</sup>而有關「錢市」與「金融」銀拆利息，6 月底股票結算日之前，大致維持在三至四錢的範圍之中。一過了結算日，銀拆利息迅速回落到二錢上下。到了 7 月下旬正元等莊倒閉的消息一出，銀拆利息飆高至五錢並維持至 7 月底。8 月 4 日滬道 350 萬兩借款合同押簽，銀拆再度迅速回落至二錢上下，<sup>236</sup>顯示了這筆借款對於紓解上海銀根緊俏的情況有著相當大的作用。

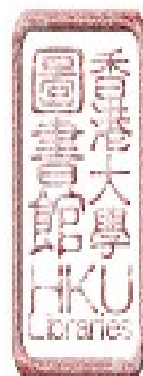
而有關橡膠股票股價在 7 月下旬正元等莊宣告倒閉之後相對穩定，與借款和銀拆利息的回落，以及拆票總額逐步下降的趨勢並不相符。部分橡膠相關股票的價格，自 1910 年 4 月起到 6 月遠期交易結算日為止下跌了超過一半。在 6 月遠期交易結算的掙扎之後，股價漸趨平穩。相信正元等莊涉入橡膠股票所產生的虧損，在 6 月底結算之時應該已經廣為經紀商等經手機構所掌握。因此 7 月份錢莊傳出擱淺的消息，早已經是預料到的事，對於市場上股價的變化不致造成額外的負面影響。在第一波錢莊倒閉潮之後的一個月，橡膠股票賣壓依然沉重，但是股價仍然平穩。1910 年第 1 季橡膠熱潮時所發行的新上市股票，其股價在正元等莊倒閉風潮之後，尚能維持在高於招股發行價的水準。

<sup>233</sup> 本文第五章第一節，上海市面錢莊拆票總額。

<sup>234</sup> 〈呈請督部堂撫部院批答革道蔡乃煌息借洋款之質問答文〉，《江蘇諮議局第二年度報告》，第一冊，頁 62；〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁 131。

<sup>235</sup> “The Foreign and Native Banks in China: Chop Loans in Shanghai and Hankow before 1914”, p. 127 & p. 130；本文第五章，頁 72。

<sup>236</sup> 《時報》1910 年 5 月 15 日至 1910 年 10 月 14 日商務版；本文第五章，頁 73。



(單位：兩)	發行價	7/01	7/29	8/26
Karen	10	12	12	12
Semeling	10	15	15	15
Padang	10	12½	S12½	S8½
Batu Anam	10	8	S9	S9
See Kee	10	10	S11	S11
Shanghai-Malay	3	4	4	4
Anglo-Java	10	15	S16	S10
Dominion	*B17	48	S49	40
Tebon	*18	33	36	S30
Chempedak	*16	33	S34	32

1910年部分股票市場交易價格（\*股息調整之後）

（資料來源：《北華捷報》North China Herald, Bisset Report.）

（說明：\*1909年底價格；S表示市場上僅有賣出價，B表示僅有買入價。）

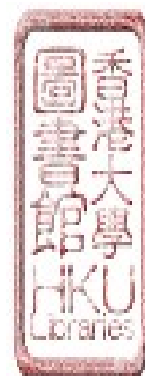
自1909年底起一直到1911年《北華捷報》證券行情報告中的其他類股票，例如銀行、保險、地產、碼頭等外商股票，雖然個別股價互有漲跌，但是一直還算維持平穩。橡膠股票風潮以及錢莊倒閉，顯然沒有對其他洋商實業公司的證券價格帶來顯著的負面影響。

(單位：兩)	1909	7/01	7/29	8/26
S'hai Sumatra		175	172	S145
Langkat		1400	1400	1350
HSBC(\$)	1020	960	S970	B976*
S'hai Dock & Eng.	75	78	77	S76
Chinese Eng. & Mining	18	18	B16	S16
Shanghai Land	119	109	B111	S112
Shanghai Gas	107	106	S109	S105

1910年部分股票市場交易價格

（資料來源：《北華捷報》North China Herald, Bisset Report.）

（說明：\*股息調整之後；S表示市場上僅有賣出價，B表示僅有買入價。）





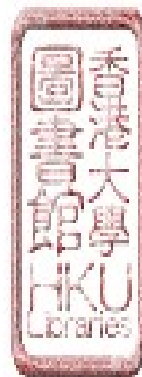
7 月份三莊倒閉立即在當地錢市（Money Market）之中造成銀根短缺的影響，市場利息隨之飆高。市面信用轉趨負面的影響，則表現在逐步降低的銀拆總額之中。8 月份 350 萬兩借款投入市面，市場利率應聲下跌。橡膠股票的股價下跌，已經由 1910 年 4 月開始持續到 6 月底的結算，跌幅高達五成，三莊倒閉的消息已經不具有進一步推低股價的影響力。橡膠股票之外的各類外商公司，股價持續平穩，7 月份錢莊的倒閉風潮與恐慌情緒，並未全面擴大到上海所有的工商業之中。

## 第二節 上海道台蔡乃煌與源豐潤倒閉

上海道台是清朝地方政府之中，總督與巡撫等省級之下的行政單位。道台又分為兩類，一類在省府之下承擔特定職能，另一類則被看做省級下屬的地方行政官員，有自己的辦公衙門，職責與總督和巡撫相同，有民事和軍事的權力，兼管法律、財政、教育、軍事等事務。兩江總督和江蘇巡撫之下的蘇松太道，下轄蘇州府、松江府以及太倉直隸州，辦公衙門位於松江府之下的上海縣，因此又稱為上海道台，其他的名稱還有江海道、江海關道、滬道、海道等等。當自強運動開始之後，上海道台也是許多近代化項目的監管者，普遍被認為是督撫以下東南地區最重要的職位。清末的上海是一個充滿矛盾的城市，一方面是當時全國最現代化的地區，另一方面又存在保守士紳的儒家傳統。可以說，上海道台為不同群體不同部門提供相互之間的聯繫。<sup>237</sup>

1908 年接任蘇松太道道員的蔡乃煌（字伯浩），是貫穿正元等莊以及源豐潤等莊兩波錢業倒閉風潮的重要人物。各方面對其人的評價，主要還是從橡膠股票風潮所引起的負面作用為主。然而亦有必要細查蔡乃煌過往的行事風格，對應他在橡皮股票風潮中所採取措施。證諸文獻，蔡道台並非政壇中唯唯諾諾之人。

<sup>237</sup> 梁文生著，陳同譯：《上海道台研究：轉變社會中之聯繫人物，1843-1890》（上海：上海古籍出版社，2003），頁2、6-7、15、19-20。





蔡乃煌為光緒十七年（1897年）舉人，晚清重要官員之一的錫良（1853-1917）自1900年湖南布政使任期時就重用蔡乃煌。1903年錫良調任四川總督之時又調動蔡隨行到任，顯見對他的重視。1907年張之洞（1837-1909）入京任職時將蔡乃煌帶入京師，任命他為郵傳部左參議兼署右臣。<sup>238</sup>在張之洞與錫良的照應之下，蔡乃煌有著倨傲的一面。孫寶瑄（1874-1924）《忘山廬日記》有云：「晴盥漱畢即進食盡飽，遂命駕出訪爽夫談聞陳雨蒼與署右丞蔡伯浩小有沖觸，蔡竟髭髯怒張抵幾叱之。蓋陳驕倨已甚使人難堪也，蔡為南皮【作者注：張之洞】所賞，陳亦憚之無如何。」<sup>239</sup>

1907年丁未黨爭中，袁世凱（1859-1916）與奕劻（1838-1917）一派獲得勝利，岑春煊（1861-1933）與瞿鴻禨（1850-1918）被罷，張之洞與袁世凱於9月4日同授軍機大臣。政爭中由袁世凱一派的惲毓鼎（1862-1917）彈劾岑春煊與瞿鴻禨兩人，終致岑與瞿的下台。據《惲毓鼎澄齋日記》：「光緒三十三年五月初六日，具疏劾軍機大臣外務部尚書瞿鴻禨居心巧詐，蠹政害民，交通報館，漏洩機密……」「七月初一日，……閉戶自繕封奏，劾粵督岑春煊不奉朝旨，逗留上海，勾結康有為、梁啟超、麥孟華，留之寓中，密謀掀翻朝局，情節可疑，請密旨查辦……蔡伯浩、顧亞蘧來久談……」「初四日，……毓鼎所上兩疏，皆立見施行，又皆重大之舉……」<sup>240</sup>

蔡乃煌同為張、袁、惲之一派，隨著派系的抬頭，蔡乃煌益加趾高氣昂。政爭結束不久後，蔡乃煌在袁世凱的推薦下，於1908年由郵傳部參議拔擢為蘇松太道台。<sup>241</sup>劉成禺（1876-1953）的《世載堂雜憶》提及蔡乃煌授上海道時仍是恃才傲物，稱當時的江蘇巡撫陳啟泰（1847-1909）不明時局，陳撫怒而參奏蔡類似漢奸。兩江總督端方（1861-1911）偏袒蔡而久壓不查，蔡沒有機會以奏折辯駁，竟然以長篇文章登刊報章痛詆陳撫，陳撫老年憤病竟致不起。可以看出蔡道的「鋒稜不少蔽掩」。<sup>242</sup>

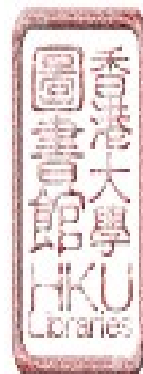
<sup>238</sup> 陳三立著：《散原精舍文集》（瀋陽：遼寧教育出版社，1998），頁142。

<sup>239</sup> 孫寶瑄著：《忘山廬日記》（上海：上海古籍出版社，1983），頁1140。

<sup>240</sup> 惲毓鼎著：《惲毓鼎澄齋日記》（杭州：杭州古籍出版社，2004），頁351-352。

<sup>241</sup> 周康燮：〈關於蔡乃煌〉，《廣東文獻》，1976年第6卷第4期，頁71。

<sup>242</sup> 劉成禺著：《世載堂雜憶》（瀋陽市：遼寧教育出版社，1997），頁119-120。



1909年張之洞去世，同年袁世凱也因失勢而稱疾養晦。張之洞與袁世凱作為蔡乃煌在中樞最大的政治靠山，兩人消失於政界對不掩鋒稜樹敵頗眾的蔡乃煌造成一定的負面影響。但蔡乃煌也不是沒有政界中重量級官員的支持，他的老長官錫良時任東三省總督，在1910年奏保他才堪任重。<sup>243</sup>

1910年橡膠股票風潮導致正元等莊周轉失靈同日擱淺，蔡乃煌劍及履及地將拯救市面的責任攬在自己身上，破格以地方行政首長蘇松太道的名義向各外國銀行借款350萬兩。在滬道與外國銀行簽訂的借款合同之中，規定將350萬兩之中的140萬兩首先安排代付正元三莊所欠外銀款項。此舉引發本地商戶極大不滿，認為滬道所為獨厚外銀外商，置本地商戶於不顧，處理不公。代正元三莊支付巨額外銀欠款之後，他又將剩餘款項200餘萬兩全數存放滬道往來的源豐潤銀號與義善源票號之中，再度引發各方不滿。

清末處理各國外債有關各省攤還的處理方式，由各省透過錢莊或票號將款項匯至上海道台往來之錢莊或票號，再由道台交付外國銀行收執。<sup>244</sup>源豐潤與義善源的錢業系統實力雄厚，一向為滬道經手外放上海海關庫款的往來錢莊。歷任滬道在存放關款的過程中，無不向往來錢莊稍分餘潤，滬道宦囊之肥，久為官場注目。<sup>245</sup>在上海銀根極為吃緊之時，將餘款全數存放於源豐潤與義善源系統，穩住了大錢莊的陣腳，卻也讓蔡乃煌「罔利營私」的官場非議更加喧囂。京滬流言四起，咸認滬道將借款與關款襄助與自己有私利關係之錢莊銀號，目的是為了圖私利、甚至保護更高層官員的利益。這種臆測在滬道向會審公廨借提陳逸卿與戴嘉寶私下進行審訊之後更加甚囂塵上。<sup>246</sup>

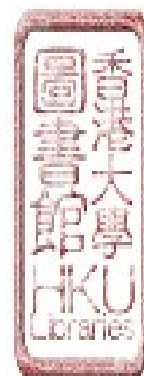
這些對蔡乃煌有關橡膠風潮處理方式的負面評價，例如《國風報》：「前次恐慌之原因，革道蔡乃煌之投機失敗挪蝕公款，實為動機之一。經革職後，天下已共知其罪。而此次之恐慌又起於該革道事發後之旬日，且聞關款之無著者乃至數百萬，其間必有與該道狼狽之跡殆無可疑。國家豈此盜臣，即耗國帑

<sup>243</sup> 《申報》1910年6月25日，第一張第三版。

<sup>244</sup> 馬陵合著：《晚清外債史研究》（上海：復旦大學出版社，2005），頁141。

<sup>245</sup> 〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁129-130。

<sup>246</sup> *NCH*, 19-Aug-1910, p. 420.



而復以奪數十萬小民之生命。天下可痛哭之事，莫過此也。」<sup>247</sup>《泰晤士報》駐北京記者的書信中也提到：「蔡乃煌……在上海橡膠業大走鴻運期間，他染上了橡膠熱並且大量挪用了從外省匯給他的庚子賠款，進行投機。還挪用了別的國庫庫銀。他將上述資金存入三家當地銀行，而他則是這三家銀行的大股東，這幾家銀行像其他許多本地銀行一樣，都在橡膠業上進行投機。後來，價格暴跌，在當地銀行中引起普遍危機，朝廷發放一百五十萬兩銀子……外國銀行付給三百五十萬兩銀子……而狡猾的蔡只把這些銀兩分給和他有利害關係的那三家銀行……以一場騷動開始，以其被撤職告終——僅僅被撤職而已！」<sup>248</sup>可見當時的輿論是不利於蔡乃煌的，對於他最後遭受撤職的處分，也完全沒有一絲的同情。

蔡乃煌處理施典章川漢鐵路在三莊倒閉的虧空款項，一直受到施典章等川省各界的質疑挑戰。<sup>249</sup>面對銀根緊縮的現實，蔡乃煌以洋款存放莊號萬難遽提為由，與度支部電文持續往返要求再度撥款支持。度支部認為蔡乃煌以市面恐慌為恫嚇，以對外賠款 190 萬兩之還期迫促為要挾。<sup>250</sup>蔡乃煌在中樞失去了張之洞與袁世凱等最有力的外援，本身的政治風格導致樹敵無數，川省官員批評他處理不公，官場非議有增無減。儘管本地商界支持他向中央要求增加撥款以疏解銀根之急，但對於他獨厚外商外銀，置本地商號的虧損不理，同時又將取得款項全數置於上海關款相關錢莊的做法，引起本地商號的不滿。儘管政壇中還有例如東三省總督錫良等人的支持，但在度支部嚴詞參劾，加上清末賠款還期斷難貽誤的政治環境下，蔡乃煌終於倒台，度支部厲言嚴命限蔡乃煌在兩個月內繳清此次賠款。<sup>251</sup>

在朝廷度支部嚴令遽提之下，銀根日絀流言四起，商業往來最重要的信用大受影響，上海市面出現前所未有的大恐慌。在嚴令之下，蔡乃煌以革道的身

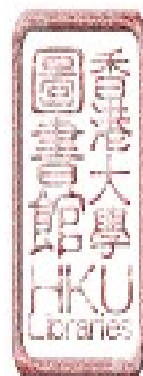
<sup>247</sup> 滄江：〈中國最近市面恐慌之原因〉，《國風報》，第一年第 26 號，頁 4。

<sup>248</sup> 〈喬·道·德來格來函，北京 1910 年 10 月 21 日〉，《清末民初政情內幕：《泰晤士報》駐北京記者袁世凱政治顧問喬·厄·莫理循書信集》（上海：知識出版社，1986），頁 674。

<sup>249</sup> 《時報》1910 年 8 月 12 日，第四版。

<sup>250</sup> 《申報》1910 年 10 月 7 日，第一張第三版。

<sup>251</sup> “The Financial Situation in Shanghai, The Late Taotai's Speculations and Downfall.”, *Financial Times*, 2-Nov-1910, p. 5.



份向錢莊提回存款200餘萬兩，大銀號源豐潤旋而周轉不靈在10月初宣告倒閉，牽連了其他往來錢業，再次出現另一波滬莊倒閉風潮。<sup>252</sup>源豐潤所造成的衝擊，共導致九家銀號、錢莊倒閉，三十家錢莊歇業。<sup>253</sup>京師、杭州、江寧、鎮江等地也紛紛傳出市面恐慌錢莊倒閉的消息，有如骨牌效應越演越烈。兩江總督張人駿不得不致電樞府，懇請寬展驟提之命，度支部沒有同意江督的請求，還是嚴旨繼續追繳。<sup>254</sup>在滬各國領事亦應西商會與外國銀行所求，電稟駐京公使向清政府懇求阻止卸任滬道提回放出之款。<sup>255</sup>情勢越加嚴峻，度支部終於同意撥款救濟的要求。

10月16日江督再次進駐上海，18日新任滬道劉燕翼（字襄孫，生卒年不詳）上任，協調北京大清銀行即日先裝現銀100萬兩來滬。<sup>256</sup>郵傳部向正金銀行借款120萬，維持各埠市面。<sup>257</sup>度支部也向美國銀行借款千萬，備補賠款，維持金融。<sup>258</sup>在江督與各業紳商的會談中，紳商們認為市面急需現銀，建議以民間借款官府擔保的方式，向匯豐銀行借銀200萬兩，發行債票300萬兩，再由江督籌借500萬兩，各款共計1,000萬兩，將足以平息市面銀根短缺的恐慌情況。<sup>259</sup>之前鑄下大錯的度支部，很快地同意了這些建議。雖是臨渴掘井，卻也是不得不行之計。

源豐潤在官府的不當措施之下倒閉，衍生成另一波錢業倒閉風潮。由金融市場的反應上來看，1910年度上海市面錢莊拆票總額，在7月下旬正元等莊倒閉錢莊信用大減，拆票總額逐步向下；10月份源豐潤等莊的另一波倒閉潮，外國銀行顧不得貿易所需，莊票拆借總額急遽下降到11月份微不足道的80餘萬兩，比較過去六年間同時期的200萬到1000餘萬兩，源豐潤風潮之後的銀拆市場幾乎消失。<sup>260</sup>

<sup>252</sup> 《申報》1910年10月11日，第一張第四版。

<sup>253</sup> 〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁130。

<sup>254</sup> 《申報》1910年10月13日，第一張第三版。

<sup>255</sup> 《申報》1910年10月16日，第二張第三版。

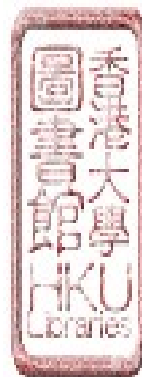
<sup>256</sup> 《申報》1910年10月18日，第二張第二版。

<sup>257</sup> 《申報》1910年10月18日，第一張第三版。

<sup>258</sup> 《申報》1910年10月21日，第一張第三版。

<sup>259</sup> 《申報》1910年10月21日，第一張第五版。

<sup>260</sup> 本文第五章，頁71，上海市面錢莊拆票總額。



8 月份在滬道安排 350 萬兩借款之後，上海市面借款利息回到 4 至 5%，「錢市」與「金融」銀拆利息回落至二錢上下，並持續到 10 月份。11 月份在朝廷與各界提供千萬兩資金之下，借款利息降到了 2%，並在 12 月份持續下降到不足 1%；<sup>261</sup>銀拆則跌落到不足一錢。<sup>262</sup>

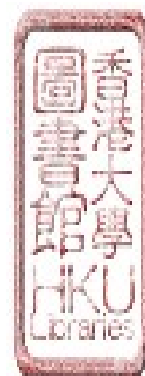
1910 年 10 月間源豐潤風潮一起，新任滬道劉燕翼有了蔡乃煌的前車之鑑，對錢業與商界的的要求以保守應對。上海錢業的資金來源在清廷不當措施下失去官家關款的支持，外國銀行對拆票又持保守態度，資金來源無著，上海金融恐慌急遽惡化，蔓延各埠。但是在後續千萬兩資金投入市場，借款利息與銀拆利息立即大幅下跌到極低的水準，證實投入資本過度，浮濫的資金拉低市場的利率水準。拆借總額急遽下降，市場利息卻大幅降低，市場受到人為因素的影響而扭曲。度支部在清末的金融財政運作之中，缺乏數據與分析作為資金放款與緊縮的依據，這種情況在源豐潤風潮事件之中完全暴露了出來。

風潮對橡膠股票的影響方面，由於市場早有預期 1910 年 7 月正元等莊的倒閉，影響不是太大。10 月初源豐潤等錢業的倒閉，則頗為出乎市場的意料之外。源豐潤風潮的出現，是在滬道蔡乃煌被革職，接著遽提源豐潤存銀之後突然發生，屬於突發事件，市場並未有所準備。源豐潤倒閉之後的 10 月份股票市場中，橡膠股票有較大的跌幅，匯豐銀行等部份股票也有小幅的下跌，而大多數股票可以維持價格。

風潮開始之後，在各界的協調之下，千萬兩巨額資金投入市場。儘管資金可能過度投入，而影響到之後短期利率過度下滑，然而原本有可能發生的市場系統性風險，恐慌可能由少數錢莊蔓延到整個錢業，再由錢業蔓延到各行各業的骨牌效應危機，在迅速處理之下得到妥善的控制。無論處理的方式是否公平、是否過當，兩次風潮之中滬道蔡乃煌所建議措施，的確足以有效消弭金融風潮迅速擴大的可能。

<sup>261</sup> 本文第五章，頁 72，上海市面借款利息。

<sup>262</sup> 本文第五章，頁 73，1910 年上海「錢市」與「金融」銀拆。





	1910					1911
(單位：兩)	7/01	7/29	8/26	10/07	11/11	2/10
Karen	12	12	12	10	8	B6
Semeling	15	15	15	S14	10	7
Padang	12½	S12½	S8½	S7	S6	B8½
Batu Anam	8	S9	S9	S8	5	B3
See Kee	10	S11	S11	B6	S5½	B5
Shanghai-Malay	4	4	4	3	2½	S1 ½
Anglo-Java	15	S16	S10	S7½	S7½	S7½
Dominion	48	S49	40	S30	S30	S30
Tebon	33	36	S30	S30	S20	S/B18
Chempedak	33	S34	32	S30	26	B15
Langkat	1400	1400	1350	1050	S1100	S1190
S'hai Sumatra	175	172	S145	122	S120	S110
HSBC(單位：\$)	960	S970	*B976	*968	*S933	*938
S'hai Dock & Eng.	78	77	S76	S72	S70	67
Chinese Eng. & Mining	18	B16	S16	B15	S16	S13
Shanghai Land	109	B111	S112	S111	S107	*100
Shanghai Gas	106	S109	S105	105	S102	S102

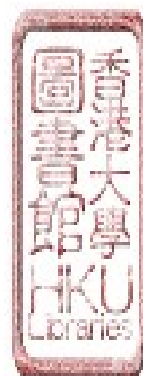
#### 1910年部分股票市場交易價

(資料來源：《北華捷報》North China Herald, Bisset Report.)

(說明：\*回調已發放股息之後的價格；HSBC £2，Shanghai Land T3；S表示市場上僅有賣出價，B表示僅有買入價。)

秉國大臣對上海恐慌形勢無法掌握而輕率地下達指令，無可挽回地給當地帶來恐慌惡果。<sup>263</sup>度支部嚴令蔡乃煌提取存款，引發了另一波金融風潮。幸而在新舊任滬道與蘇撫江督的努力，加上朝廷度支部與郵傳部轉變態度全力配合，再度由各種管道取得資金迅速投入市場，平息可能蔓延擴大的風暴。

<sup>263</sup> 〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁 131。





由於度支部的錯誤決定，觸發了 10 月初由源豐潤開始的第二波倒閉潮，然而度支部的決定，恐怕也不能單純歸咎於官員昏庸，或是滬道蔡乃煌缺乏來自中央的支持，或甚至是度支部中特定官員的刻意陷害滬道。1910 年上半年，全國各地出現銀根緊張的現象，在各項新政陸續開辦之下，國家負債沈重、財政益顯支絀。<sup>264</sup>自甲午戰爭開始至民國成立，清廷一共借了外債 12 億庫平銀，借款中實際收受款項接近 7 億兩。<sup>265</sup>1905 年以來，地方政府頻頻發生規模不一的金融風潮而向大清銀行請求撥款接濟紓解銀根，大清銀行實際救濟市面共計有十三次，其中北京六次、上海兩次、其他五處各一次。在財政窘迫之下，度支部與大清銀行對各地方的救濟均相當謹慎。度支部甚至發出公告，強調大清銀行的抵押借款，度支部從不越俎干涉。<sup>266</sup>

以 1907 年營口救濟為例，度支部與大清總行合共撥銀 200 萬兩，以現銀 40 萬兩到營口救濟，凡營口商人有實在產業或貨物作抵者才准與押借，共借出 150 萬兩。<sup>267</sup>1910 年 6 月杭州鼎記慶餘等錢莊倒閉，金融界異常惶恐，官家受累銀根奇緊，全浙動搖。浙江巡撫屢次電請度支部撥款維持，度支部最後僅同意由大清銀行撥款 60 萬兩接濟，同時聲明礙難再行撥款，之後杭州並沒有衍生出大風暴。<sup>268</sup>

當時的政府對金融沒有完善的監管，度支部也沒有具體的資料作為判斷的依序。在缺乏實際數據的支持之下執行市場救濟的任務，遲早會有大錯。源豐潤風潮衝擊了義善源的往來錢莊，義善源多了交通銀行這一層靠山，因而幸運地能夠獨存。1911 年 2、3 月間，在盛宣懷（1844-1916）與梁士詒（1869-1933）派的政爭下，義善源與號東李經楚（1867-1913）受到波及，造成繼正元與源豐潤為首的兩波錢業倒閉潮之後，官府再次引發以義善源為首的第三波錢業倒閉風潮。<sup>269</sup>官府並未記取教訓，日薄西山的清廷繼續走向末路。

<sup>264</sup> 《申報》1910 年 6 月 16 日，第一張第三版。

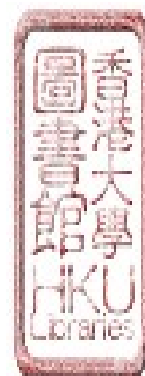
<sup>265</sup> 徐義生編：《中國近代外債史統計資料，1853-1927》（北京：中華書局，1962），頁 52。

<sup>266</sup> 《申報》1910 年 6 月 17 日，第一張第四版。

<sup>267</sup> 孔祥賢編著：《大清銀行行史》（南京：南京大學出版社，1991），頁 198-200。

<sup>268</sup> 《申報》1910 年 6 月 24 日，第一張第四版、第一張第五版。

<sup>269</sup> 〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，頁 130。



### 第三節 川漢鐵路公司與保路風潮

橡膠股票熱潮吸引了華洋各商瘋狂投入。已革廣州知府施典章時任川漢鐵路駐上海經理，亦將川漢鐵路存於上海的款項，存入與橡膠股票投機交易深有瓜葛的少數錢莊之中，自己也挪用公款涉入股票投機，造成川漢鐵路虧損總額超過 200 萬兩。<sup>270</sup>

1910 年 7 月正元等莊倒閉，9 月初施典章代表川漢鐵路公司以債權人的身份由四川總督趙爾巽電奏攝政王載灃，指責滬道蔡乃煌違法辦理滬莊倒欠川路股款。<sup>271</sup>攝政王在 9 月 28 日電諭軍機大臣四川督臣，令川路公司派員至滬查覈，責令施典章歸還挪虧款項。<sup>272</sup>施典章又從債權人轉變為挪虧公款的罪犯。施典章挪虧公款、倒款的明細，盛宣懷的《愚齋存稿》有著詳細紀錄。

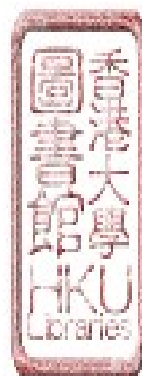
「一為正元等錢莊之款。計正元倒銀五十一萬四千餘兩、兆康倒銀三十九萬七千餘兩、謙餘倒銀二十八萬五千餘兩、元源倒銀一萬六千兩、有奇？晉益升倒銀四萬三千餘兩、寶康倒銀三萬兩、慶餘倒銀三萬兩、德大倒銀八萬兩。……此外尚查出有厚大倒款一萬八千兩、裕源長倒款六千餘兩，統計錢莊倒款共約銀一百四十萬兩以上。各錢莊本非上等商號，施典章分存多者一處至數十萬兩已屬不合，然猶可諉為疏忽。乃臣部調查施典章除私以公司名義向正元借銀十萬兩，又自借兆康銀十萬兩外，並查有十七萬兩一款私自移存匯豐銀行。且德大號於宣統元年八月倒閉，而施典章於二年三月尚向該號存款。厚大號於二年三月倒閉，而施典章於四月仍轉期交存。參以江蘇督撫臣所查以正元遠期票掉換謙餘空票以圖朦飾一節，尤為詐偽，顯然無從遁飾。

一為利華銀行之款計銀六十萬兩。此款本係施典章與陳逸卿私相授受暗訂合同。不但川路總公司不與聞，即利華洋商亦未簽字。現陳逸卿夥開各莊

<sup>270</sup> 《宣統政紀 70 卷》，卷 43，頁 29。

<sup>271</sup> 同上，卷 39，頁 34。

<sup>272</sup> 同上，卷 41，頁 22。

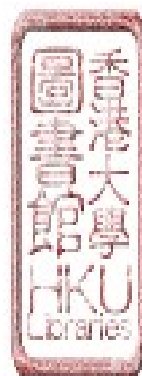


既已虧歇，誠如江督等所奏亦與被倒無異。施典章以公司鉅款私自貸與洋行買辦，查其合同既云年息五釐，又云如有溢利年終加付，情節已極支離。而臣部委員在慶餘號查得帳簿一冊，此六十萬兩來往數目具列其中，但註明係陳逸卿與川路來往款，並無利華名目。而此冊中又有由施子記，即施典章經手放與高益謙二十萬兩一款。施典章既以六十萬兩放與利華，何以陳逸卿又在六十萬兩中撥付其二十萬兩，殊堪詫異。且據施典章稱高益謙係股分公司，而詢查滬市皆不知有此牌號，又其朦混侵蝕之顯然者也。

一為各項股票之款。查施典章購蘭格志火油股票四百八十五股，事前並未報明總公司。其移交帳單列作抵押公司銀五十五萬兩，復將股票在外押借銀兩，現需公司備價二十九萬餘兩方能贖回。且此項股票係華歷五月初買入，其時滬市時價至多不逾一千五百兩，而施典章報稱一千七百五十兩。核其浮報之數從最少計已中飽十二萬餘兩之多。此節江督等覆奏業已聲明，據臣部所查施典章在路款撥付此項票價時，內有二十萬兩即行收入，已帳有正元兆康帳簿可據。且施典章月存草底凡付蘭格志之價款，莫不將原文塗改。參考前後各情，直係將自有低價股票推與公司，朦竊鉅資。此其居心貪詐，行同棍騙，尤為可惡。

據該公司辦事員單開存滬路款共三百五十萬，此次虧蝕各款竟至一百九十餘萬，而蘭格志股票一項尚不在內，實屬敗壞公司，人情怨憤。臣等詳加斷擬，施典章濫放公司鉅款及自向錢莊挪借銀二十萬兩，皆屬不合。至移存匯豐銀行之十七萬兩，暨放與德大厚大兩款，跡近吞蝕。而洋行帳目難以詳查，德大厚大款歸何處，均應分別訊追，尚難據以定罪。惟虛報蘭格志票價一項已侵蝕公司存款至十二萬餘兩之多，確有可憑。查商律一百二十九條內載董事、總辦、或總司理人、司事人等，如有偷竊虧空公司款項或冒騙他人財物者，除追繳及充公外，依其事之輕重，監禁少至一月，多至三年，並罰以少至一千圓，多至一萬圓之數等語。<sup>273</sup>」

<sup>273</sup> 〈查辦四川鐵路公司虧倒巨款摺〉，《愚齋存稿》，卷 20 郵傳部奏疏下，頁20-23。

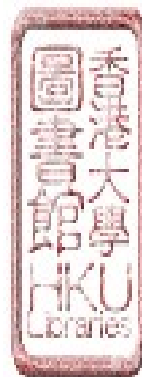


文中詳述川漢鐵路駐上海經理施典章，違背公司信任，在總公司不知情的情況下，不符常理地將大量公司資金集中存放於正元、兆康、謙餘三莊，又與利華銀行私訂借款契約。第一波倒閉風潮核心人物陳逸卿為正元莊主、兆康股東、利華銀行買辦，與謙餘關係同樣密切，因此他與陳逸卿的關係可想而知。川漢鐵路公司的資金成了陳逸卿等三莊投機炒作的支柱之一，施典章另外私挪公款炒作藍格志火油股票，還以虛假的交易價格回報，中飽私囊。熱潮稍歇，股價迅速回落，股票乏人問津，交易當時已注定了虧空公款的命運。總公司查帳之時，施又以正元謙餘發出的空票矇騙。以 1911 年 5 月蘭格志股票已跌至 100 兩計算（蘭格志股票一股分拆成十股，1911 年股價應等同分拆之前的 1,000 兩），加上贖回所需的 29 萬兩，川漢鐵路總虧損金額達到 250 萬兩之多。

川漢鐵路公司所籌集的股本鉅款所託非人，又適逢時局變化，意外地成了辛亥革命發生的導火線。川路公司原募集 1,400 萬兩股款，一半用於宜萬鐵路的建設，另半則用於川漢鐵路；施典章在上海 250 萬兩的虧損，超過了川漢鐵路原有建設資金的三成。1911 年 5 月，清廷在盛宣懷的強力推動下宣布鐵路國有政策，強收包括川漢鐵路在內的民營鐵路公司為國有。對於地方上原有的集資概不退還現款，而以國家鐵路保利股票換發。收購談判過程之中，清政府提出對川漢鐵路原股東的補償方案扣除了施典章的虧空部分，引發股東不滿與抗議，成為成都舉行罷市反收購的原因之一。<sup>274</sup>

保路運動中的激進派，主要是一些熱血青年學生與中下層的士紳。他們並不是腰纏萬貫的大股東，對於如何從政府獲得更多的補償，至少不是主要的關注所在。但由於盛宣懷堅持對虧空部分股資不予承認的強硬態度，激起各方強烈不滿，從而使商辦公司內部溫和派與激進派之間分歧的態度趨於統一，認為政府不但奪路、並且謀財。加上報章輿論中民族主義煽情的言詞鼓動，群情激昂的場面瀕臨失控。當時的護理四川總督王人文（1863-1939）順應川民要求，向朝廷請求收回成命。而一貫被人們認為平庸無能的攝政王載灃，此時則一反

<sup>274</sup> 四川省檔案館編：〈重慶海關（英）代理稅務司施特勞奇致北京海關稅務總署安格聯的信〉，《四川保路運動檔案選編》（成都：四川人民出版社，1981），頁 301。

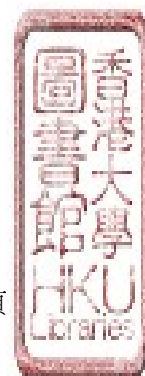


常態地維持剛決態度，主張保持朝廷威信，政府不能做出讓步。政府的態度越趨強硬，革命黨人則在亂局中進一步策劃煽動，伺機而動。

趙爾豐（1845-1911）自王人文手中接任四川總督之後，同樣感受到成都自8月下旬開始罷市罷課的激昂民情，態度逐漸軟化，具電向中央做最後請求，但終仍無濟於事。強硬派盛宣懷與端方向趙爾豐施加壓力，矛盾進一步激化。9月7日，趙爾豐逮捕領導保路運動的諮議局議長等人，引發請願民眾聚集四川總督府前。巡防軍槍殺民眾三十餘人，引發四川各地的反清抗爭，局勢益加不可收拾。清廷見事態擴大將趙爾豐免職，命川漢粵漢鐵路督辦端方署理四川總督，端方率領部分武漢新軍入川鎮壓，武漢軍力空虛。與此同時漢口發生意外的炸彈爆炸，湖廣總督瑞澂（1863-1915）下令全城戒嚴搜捕革命黨人。熊秉坤（1885-1969）決定提早起事，武昌起義爆發一舉成功，引發了各省的響應紛紛宣告獨立。

1912年1月1日中華民國成立，孫文就任臨時大總統，2月12日宣統皇帝宣布退位，清朝正式終結。清政權崩潰之後，清政府的鐵路國有政策也因而告終，四川保路運動以埋葬清王朝的導火線而載入史冊。<sup>275</sup>施典章在上海250萬兩的虧損，成為激發保路運動各項複雜因素的其中一項。發生在上海的橡膠股票投機與錢莊倒閉風潮，與辛亥革命成功和清帝國終結，微妙地產生了一絲連結。

<sup>275</sup> 蕭功秦著：《危機中的變革：清末現代化中的激進於保守》（上海：三聯書店，1999），頁301-304。





## 第七章 總結

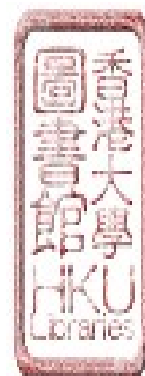
### 第一節 上海金融風暴的經濟學模型

已故世的金德爾伯格曾是麻省理工學院經濟系教授，擅長從歷史角度研究經濟問題，是第二次世界大戰之後馬歇爾計畫（The Marshall Plan）的主要建構者之一，剛好出生於上海橡膠股票風潮發生的1910年。他認為對於歷史學家來說，每一件事都是獨一無二的，但是經濟事件的發生卻一再重複。歷史具有獨特性，經濟學家則期待所建構的經濟模型具有一般性，可以應用於所有或多數經濟事件或是周期循環。凱因斯主義（Keynesianism）的另一位經濟學家明斯基（Hyman P. Minsky, 1919-1996）是當代研究金融危機的權威。儘管他不是一位經濟歷史學家，但他所建立的模型，足以有效地說明經濟與金融發展的歷史。<sup>276</sup>

金德爾伯格所著的《經濟過熱、經濟恐慌及經濟崩潰》講述明斯基有關金融危機信用循環的模型分為五個階段，分別是「外部衝擊」（displacement）、「擴張」（boom）、「狂熱」（euphoria）、「獲利了結」（profit taking）以及「恐慌」（panic），每一次造成金融危機的外部衝擊都有所不同，有可能是戰爭的發生或結束、農產的豐收或歉收、重要的發明、政治事件、意外的貨幣政策等等，外部衝擊對於穩定的系統造成一定的影響。外部衝擊產生新的營利機會，也可能對舊有業務造成影響。在新營利機會醞釀的階段中，價格緩步上漲，吸引越來越多人進入市場競爭尋求利潤。市場上認為該獲利機會難得的想法引發投機熱潮，價格迅速上漲，市面狂熱的氣氛逐漸形成。後續投機者利用借貸擴張信用積極投入，認為價格還會持續上漲，將來可以以更高的價格脫手獲利，自己不會成為最後一個傻瓜。提早進入市場的先驅開始獲利了結，將價格暴漲的資產轉手給正陷於狂熱的投機者。

儘管很難預測泡沫爆破的時間點，但泡沫可能被任何微小的因素所戳破，一旦戳破就不可能再回復到原有的狂熱氣氛。市面開始出現恐慌，資產價格全

<sup>276</sup> 《經濟過熱、經濟恐慌及經濟崩潰》，頁 15。

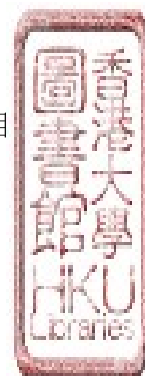




面翻轉並且快速下跌，運用信貸工具投入市場的保守投資者和激進投機者產生虧損，信貸提供者（例如銀行）希望儘快收回貸放出去的借款，投資投機者只好拋售資產以取得償還貸款的現金。然而在拋售資產的過程中，卻又進一步增加資產價格下跌的壓力。

歷史上金融危機的發生，事後的分析總是某程度上符合了明斯基模型所闡釋的發展方向與要點。過去世界上發生的幾次金融危機，一開始的起因有所不同，也就是有不同的外部衝擊。配合信用擴張所導致的經濟繁榮，創造了投機的狂熱，也埋下泡沫爆破的源頭。這個金融危機的分析模型，同樣可以應用在1910年發生在上海的橡膠股票熱潮，以及隨後的正元等錢莊倒閉風潮。造成橡膠股票熱潮的「外部衝擊」，包括主產地巴西控制產量、汽車工業急速發展以及所導致的橡膠原料價格持續上升。橡膠種植需要投入五年以上較為大量而長期的資金，資金必須從市場上籌集。最早一批在上海投入資金所設立的橡膠公司，隨著橡膠原料價格上漲，股價也水漲船高，橡膠業進入「擴張」時期。而當時錢莊原本主要用來做為貿易用途的莊票，少數錢莊在投機情緒的推波助瀾之下，將莊票拆借所得款項狂熱地投入快速暴漲的橡膠股票之中，堅信這是快速致富的獲利方式。加上買空賣空的遠期信用交易模式，使得交易損益在槓桿作用之下更加擴大，市場進入了「狂熱」階段。全球籌資熱潮在馬來半島大量設立橡膠公司，在預期市場將大量增加供應的情形之下，高漲的橡膠原料價格快速下跌，橡膠股票價格隨之下挫。部分藉由大量信用擴張並在狂熱後期進入市場的投資者面臨交易巨額虧損，部分甚至資不抵債而宣告破產，「恐慌」形成，泡沫破滅，熱潮一去不返。

在浮濫的信貸上，正元以及所夥同的幾家錢莊違反錢業公約，大幅拆借資金投入買空賣空的投機活動，錢業公會並沒有實質約束的力量。少數幾家錢莊的大額虧損，造成了上海地區錢業的倒閉風潮。先不論上海道台蔡乃煌對外國銀行350萬兩借款是否出於私心，外國銀行願意以優惠利率借出款項，所作的自然不是慈善事業。他們的首要目的是藉由當時朝廷積弱，以實力逼迫上海道台承接外國銀行借與正元各莊欠倒款項，以免血本無歸。另一個重要目的則是，外國銀行仍然希望維持上海信用的流通，維持莊票以及拆借的市場營商慣例，



以利華洋各商號貿易的進行，這也是外國銀行利益之本。

當某些市場上出現危機，金融資產缺乏足夠的流動性，部分尚具有償還債務能力的金融機構在資產流動性不足的情況之下，無法藉由出清資產而獲得償還債務所需的資金。在過去沒有特別安排的情況之下，這些仍有償債能力的金融機構有時會被迫宣告破產，造成社會上不必要的金融動盪。為了避免這些不必要的金融動盪，因而出現了「最後貸款人」的角色。近代的金融市場之中，穩定金融屬於政府的重要職責之一，通常由具有執行貨幣政策權責的中央銀行擔當最後貸款人的角色。當這些仍有償債能力的金融機構急需資金，最後貸款人有責任以不同的方式向這些金融機構提供資金，以避免由於突然的市場狀況，造成金融機構由於暫時的周轉不靈而宣告倒閉。危機時期，所有金融機構共同面對市場資產流動性不足的情況，一家金融機構在缺乏最後貸款人支持的情形下由於資產流動性不足而宣告倒閉，更容易形成金融機構互相牽累連環倒閉的系統性風險。<sup>277</sup>2008年爆發的全球次貸風暴，美國聯準會與各國央行作為「最後貸款人」積極投入資金協助金融機構，成為穩定市場的重要力量。

1910年7月正元等莊以及10月源豐潤等莊所造成的倒閉風潮，在幾家外國銀行協助投入大額資金之下，市面上的風波快速平息，沒有蔓延到其他錢業之中。外國銀行在當時市面資金不足的緊急情況之下，代替了孱弱的清廷，實質上承擔了最後貸款人的責任，維持了市面上的信用以及商務上金融的流通。

當時的清廷在鉅額外債之下，國家信用不佳，未能對金融界監督管理，對民間商業金融流動性也沒有清楚的數字監控；當時民間金融體系只有地方公會所制定的公約，並沒有強制力。在如此局勢之中，清廷進入兩百六十八年國祚中的最後一個寒暑。

<sup>277</sup> 阮加、韋桂利、張曉明編著：《中央銀行學》（北京：清華大學出版社，2010），頁11。

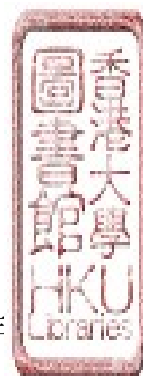


## 第二節 各章摘要

在一個偶然的機會之下，由網路上發現到 1910 年的上海曾經發生過一次嚴重的金融風暴，造成當時上海地區傳統金融機構錢莊銀號的連環倒閉風潮。人物的鋪陳與事件的進行，主要發生在有「冒險者的天堂」之稱的上海灘十里洋場。情節中有洋銀洋商的機巧唯利，有華商平民的受盡委屈，有令人扼腕的顛預官吏，牽涉到強勢的國際政治經濟局勢，還有本國政治上即將發生大變之前所處的複雜情勢。一個看似毫無關係的地方金融風暴，在環環相扣之下，竟演變成千里之外武昌城中由意外一槍所引發的辛亥革命成功，各省蜂起宣布獨立，兩百多年國祚清朝皇帝宣布退位，數千年的帝制終結，民國肇立。這段歷史內容引人入勝，步步扣人心弦。虛構的歷史小說所能夠描繪出的精彩劇情，恐怕也不過如此。

2008 年全球次貸金融風暴、2003 年 SARS、2001 年 911 事件、2000 年電信網路股票泡沫爆破以及 1997 年開始的亞洲金融風暴，這些嚴重事件引發市場上股票、外匯、債券等金融商品價格的大幅波動。面對這些全球或是區域型的危機，筆者均在金融業的崗位上處理金融動盪對公司以及市場所造成的影響，在處理的過程之中深刻體認到金融風暴的發生、延續與平息，和當時政治經濟社會的情勢與制度慣例有著密不可分的關係。政商各界對於風暴所採取的因應措施，也影響了金融風暴的後續發展。筆者對 1910 年上海金融風暴歷史事件的探索產生了莫大的興趣，希望能夠以個人的知識與經驗，提供更多可能被忽略的細節，進一步做出探討分析。

然而在持續深入地閱讀了更多資料之後，對於整件事情的來龍去脈不但沒有更加清楚，心中的疑惑反而越升越高。為數甚多的網路文章以及歷史小說類書籍對這個風潮的內容加油添醋，互相引用未經嚴格證實的歷史資料，在循環認證的情況下竟然成為對此風潮的普遍認知。其他較為嚴謹講述有關橡膠風潮的專書，多數著重在傳統錢莊以及舊上海交易所的內容之上。專書出版的年份越新，對於風潮所描述的細節越多，然而互相之間也出現部分不同的描述情節，甚至有矛盾的情況。向上游追查這些專書所引用的資料，主要來自 1963 年

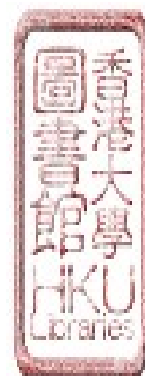


的《上海經濟史話》以及 1926 年的《上海閒話》兩書。1963 年正當中國文化大革命的前夕，反修正主義、五反與四清運動正如火如荼地進行。當年付梓的《上海經濟史話》，〈編輯的話〉明示該書的目的是要藉著歷史上片段的記憶，揭露帝國主義在上海進行的經濟犯罪活動，對個別涉入的洋銀洋商做嚴厲的批判。而更早以前的《上海閒話》，該書〈題記〉中也指出書中的描述並非百分之百準確。《閒話》與《史話》再無標記資料引用來源，卻成為了各專書提及橡膠風潮引用資料的標準依據。這種情形讓筆者興起了由當時中西文報刊尋找佐證資料的動機，期望對這個歷史事件提供更多具史料支持的詳情敘述。

在大量參閱當時的第一手報刊資料如《時報》、《申報》、英文《北華捷報》以及早期有關橡膠、錢業、資本市場、政治經濟社會情勢等等的書籍，本論文獲得了一些明確的成果，以當時報刊等佐證資料，證明部分當代書籍所描述內容的真確性，也證實了部分描述與實際史料紀錄並不符合。對於部分缺乏史實資料來源的事件描述，儘量以合乎常理的判斷來填補所缺乏的直接證據。但由於未能全面取得當時的報刊資料，加上個人投入時間上有所限制，無法以更多種類的報刊紀錄進行交叉比對。這個事件與商業活動有著密切的關係，但是來自私人企業的紀錄嚴重缺乏，成為本研究在史料收集方面最大的不足處。這些尚未能夠取得證據證明的事件，其真確性只有兩種可能，一是確實發生但尚未能取得證據證明；二是這些事件是道聽塗說，有關的描述只是捕風捉影而沒有根據。

除了參考當時報刊以客觀檢視個別描述是否真確之外，對於複雜事件發生原因的推理，則盡可能地大量蒐集資料，以得出客觀而可靠的結論。這些結論並不全然與過去各專書所做出的一致，而實際上過去各專書所陳述的結論之中，部份內容也有互相矛盾之處。

本文各章節之中，依據舊有資料對於不同的主題作了詳細探討並獲得部分結論，簡述如下。

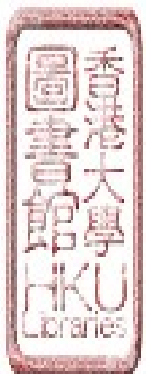


### 第三章 金融風暴之前全球橡膠業的發展

1. 1910 年 4 月之前國際橡膠原料價格大漲，來自主產地巴西控制產量以及汽車輪胎對橡膠原料的大量需求。未有資料顯示美國曾在 1910 年中以前，對橡膠的進口或消費採取限制的措施，導致橡膠原料價格的上漲。
2. 1909 與 1910 年間大量橡膠種植公司在馬來半島等地成立，市場預期橡膠原料將會大量產出，暴漲的橡膠原料價格自 1910 年 4 月最高點大幅回落，橡膠狂熱稍歇。價格的下跌令巴西的橡膠開採商賣出囤積的存貨，將橡膠原料價格進一步推低。

### 第四章 清末上海的橡膠資本市場

3. 1910 年第 2 季四十家橡膠股票股價大幅下跌的原因，主要來自同時期國際橡膠原料價格的滑落。當時的四十家公司，一直到 1911 年中以後才有四家下市、一家被合併，其餘絕大多數持續營運到 1930 年代。尚沒有證據顯示有經營橡膠公司的西人捲款潛逃，雖然確有公司趁著熱潮籌資上市，卻難以遽稱當時橡膠股票的籌資全為詐騙。
4. 1910 年 7 月正元等莊倒閉之前，上海上市四十家橡膠公司，其中 J. A. Wattie & Co.（匯通洋行）、H. J. Craig & Co.（柯格洋行）、Anderson, Meyer & Co.以及 Hugo Reiss 的 Hugo Reiss & Co.，加上 A. R. Burkill & Sons（祥茂洋行）四個主要集團共成立其中大約三十家公司。尚未能確認海利洋行與拜歐及猶太等人在橡膠公司成立中參與的程度。
5. E. S. 嘉道理（Mr. E. S. Kadoorie）在 1910 年 7 月以前確曾持有並賣出少量橡膠股票，尚無資料顯示他在風暴發生前曾經擁有大量橡膠股票或是曾經大量出脫持股，亦無資料顯示他與韋推（J. A. Wattie）合作成立匯通洋行，共同推動成立橡膠公司。到了 1912 年許多橡膠公司



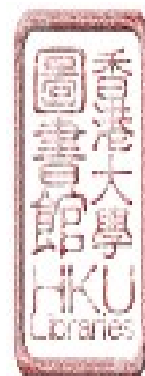


經營困難需要股東增資，E. S. 嘉道理以及嘉道理洋行（Messrs. E. S. Kadoorie & Co.）才開始大量接手許多股東所放棄的增資股票，大幅投資橡膠股票，E. S. 嘉道理成為多家橡膠公司董事。

6. 喬治·麥邊於 1894 年成立藍格志拓殖公司，喬治·麥邊本人於 1904 年過世，並非 1910 年 7 月上海金融風潮的罪魁禍首。藍格志在 1911 年開始購置橡膠種植園土地，1912 年底開始生產橡膠。1910 年 7 月正元等莊倒閉之前，藍格志是生產火油的公司，屬於市場上公認的投機股票。尚無資料顯示在 1910 年 7 月以前藍格志被視為當時眾多的橡膠股票之一，藍格志也非掀起 1910 年 7 月上海錢莊倒閉風潮的公司。

## 第五章 清末上海的金融體系

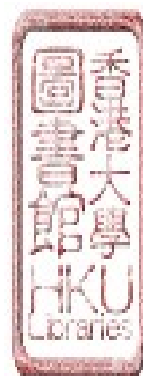
7. 1910 年代的上海，在利益的驅使之下，華洋商號與金融機構互相之間的信用放款過度擴張。突然動盪的金融情勢，容易激發不可收拾的局面。上海當地的錢業條規屬於君子協定，未能令所有會員切實遵守。
8. 1910 年 7 月正元、兆康、謙餘三莊的倒閉，主要在於大量利用當時普遍使用的兩種信用工具，其一為以莊票向外國銀行拆借款項，其二為買空賣空的股票遠期交易。在信用大幅擴張之下，股票大額虧損遠超過三莊資本所能負荷，三莊不堪虧損而倒閉。與正元等三莊有著借貸關係的其他五家錢莊，受到正元等莊倒閉所牽累而同時擱淺。
9. 有資料證據顯示上海錢莊接受橡膠股票押款，尚無資料證據顯示上海的外國銀行接受橡膠股票押款。部分專書中提到外國銀行突然停止對橡膠股票進行押款，造成股價下跌，因而引發正元等莊倒閉。這種說法未能得到證實。





## 第六章 倒閉風潮的開展與因應

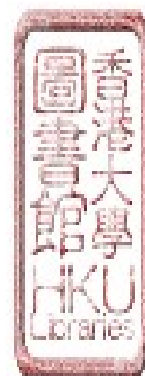
10. 1910年7月下旬，正元等莊宣告倒閉之後，銀拆利息與市面借款利息迅速飆高，隨後在8月份再次回落，錢莊向外國銀行拆銀總額溫和下降，同時期橡膠股票價格則波動不大。這顯示正元等莊的倒閉對錢市與銀根有較大影響，對市面的信用影響次之，對橡膠股票價格的影響不大。上海道台向外國銀行借款投入市面，有效地紓解了錢荒。
11. 上海道台蔡乃煌在1910年7月正元莊倒閉開始，至9月底被革職為止，採取慷國家之慨以解救燃眉之急的緊急措施，順利和緩了突發的危機。以當時的官場文化而言，指蔡乃煌向官方往來錢莊稍分餘潤的說法可信度很高，而這種關係驅使蔡道將多餘資金存放在特定錢莊。但以當時的情況而言，將資金存放於官家往來大錢莊，也是穩定市面的積極作法。至於蔡乃煌個人是否涉入股票投機買賣，尚未有資料足以證實。
12. 1910年10月初源豐潤等莊倒閉，直接來自度支部的嚴令遽提。當時清廷財政窘迫，對外賠款期限將屆，官方對錢莊無從監管，同時缺乏救濟與否的有效資訊。在拒絕滬道要求再度撥款支援之前，度支部也曾明令不再對緊張的杭州錢市進行撥款。對於度支部嚴令遽提的要求，不能完全將責任歸究於度支部對滬道的政治迫害，或認為是特別針對上海的偏頗判斷。
13. 源豐潤等莊倒閉之後，官商各界立即以千萬兩鉅額投入上海錢市。源豐潤等莊的倒閉本是錢市中突發的大新聞，似乎將引起銀根緊張錢市恐慌，然而以救濟為目的大量投入上海錢市的資金似乎超過了當地錢市實質所需，銀拆與市面借款利息迅速而大幅回落至數年間的最低水準。



14. 源豐潤等莊倒閉是突發的金融事件，對商業信心的影響十分之大，官府處理金融事件上的反覆，影響了外國銀行對錢莊的信任，也影響了莊票在拆款上的使用，錢莊拆票金額幾近完全消失。然而橡膠股票價格在事件發生前後波動不大，橡膠股票在經過 6 月結算所造成部分華洋商號的大額虧損，以及官方及錢業公會嚴令禁止買空賣空投機交易之後，股票信用交易應該已經大幅萎縮。
15. 上海交易所中的洋商股票，許多投資在上海本地，與上海的經濟興衰息息相關。無論是 1910 年 7 月下旬正元等莊倒閉，或是 10 月初源豐潤等莊的上海第二波倒閉潮，上海交易所中的主要洋商股價都沒有明顯的下跌。兩次風潮中投入錢市的救濟金額順利弭平風潮的蔓延，同時將錢市利率拉低至極低水準。除了個別錢莊倒閉之外，風潮所引發上海或全國恐慌的程度，影響恐怕尚稱有限，不至於太過於嚴重。
16. 四川保路運動的發起，與施典章在上海橡膠風潮之中的虧空是有關連的。辛亥革命的成功，又與保路運動所引發的成都事件相關。民國的肇立與橡膠股票之間，建立起微妙的關係。

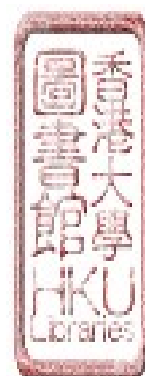
一個國家的國力，由軍事外交以及經濟上的硬實力直接反映。1910 年夏，清朝的存在只剩下了不到兩年。當年上海的錢莊倒閉風潮，揭露了當時局勢的混亂情況。各地頻頻出現銀根緊張、市面蕭條的現象，本地錢業完全無法與外國銀行的實力匹敵，地方與國家資金被外國銀行所控制，股票資本市場由西人主導並取得最大利益，滬道與外國銀行所訂定的借款合同讓外國銀行佔盡便宜，滬道處理不公引發商界對官方的極度不滿，民間企業川漢鐵路對管理鉅款的經理人員無法控制，鐵路國有政策引發不斷爭議，官方欠下巨額外債與賠款，清廷對地方金融缺乏監管也無從了解實際情勢，度支部的政策錯誤以致風潮再起，惡性循環下金融情勢更加不穩。

除了金融與經濟之外，清末各類新政的實施重新分配社會利益，新政的過渡期間導致社會的紊亂，清廷重臣之間衝突矛盾，各地成立的諮議局升高了國



會請願運動的強度，立憲與革命思想之間的取向爭議，革命黨在各地發動軍事起義，保路風潮由利益之爭演變成政治運動，四川總督府前發生流血衝突，大批軍隊受命支援加強鎮壓力度，各省新軍成為反政府的實力派，……。

「肉腐生蟲，魚枯生蠹」，如此的政治、軍事、社會情勢之下，武昌起義引發了各省蜂擁支持宣布獨立，民國的成立勢之所趨，1910年發生在上海的金融風暴間接成為武昌起義成功的催化因素。



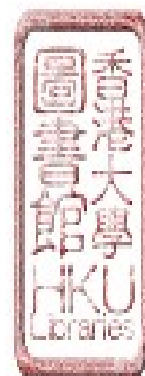
## 參考論著與文獻

### (一) 報刊、雜誌

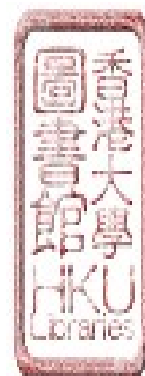
1. 《申報》（上海）
2. 《東方雜誌》（上海：商務印書館）
3. 《時報》（上海）
4. 《國風報》（上海：國風報館）
5. 《新聞報》（上海）
6. *The Financial Times*（London）
7. *The New York Times*（New York）
8. *The North China Herald*（上海）
9. *The Singapore Free Press*（Singapore）
10. *The Straits Times*（Singapore）
11. *The Times*（London）
12. *The Washington Post*（Washington D. C.）

### (二) 中日文專書

13. 上海市國際貿易學會學術委員會編著：《上海對外貿易 1840-1949》（上海：上海社會科學院出版社，1989）。
14. 上海市檔案館編：《舊上海的證券交易所》（上海：上海古籍出版社，1992）。
15. 中國人民銀行上海市分行編：《上海錢莊史料》（上海：上海人民出版社，1960）。
16. 中國舊海關史料編輯委員會編：《宣統二年通商海關華洋貿易總冊——中國舊海關史料（1859-1948）》（北京：京華出版社，2001）。
17. 日本外務省通商局編纂：《通商彙纂》（東京：不二出版社，1995）。



18. 王鐵崖編：《中外舊約章彙編》（北京：三聯書店，新華書店發行，1982）。
19. 孔祥賢著：《大清銀行行史》（南京：南京大學出版社，1991）。
20. （英）巴克利（Adrian Buckley）著，梁維仁譯：《金融風暴的第一本教科書》（台北：五南出版社，2012）。
21. 井村薰雄：《支那の為替と金銀》（上海：上海出版協會，1924）。
22. 四川省檔案館編：《四川保路運動檔案選編》（成都：四川人民出版社，1981）。
23. 朱斯煌著：《民國經濟史》（上海：銀行周報社，1948）。
24. 阮加、韋桂利、張曉明編著：《中央銀行學》（北京：清華大學出版社，2010）。
25. 沈雲龍主編，佚名輯：《宣統政紀 70 卷》（台北：文海出版社，1986）。
26. 李一翔著：《近代中國銀行與錢莊關係研究》（上海：學林出版社，2005）。
27. 李權時、趙渭人著：《上海之錢莊》（上海：東南書店，1929）。
28. 杜恂誠著：《近代中國錢業習慣法——以上海錢業為視角》（上海：上海財經大學出版社，2006）。
29. 汪敬虞著：《外國資本在近代中國的金融活動》（北京：人民出版社，1999）。
30. （美）金德爾伯格（Charles P. Kindleberger）著，朱隲、葉翔譯：《經濟過熱、經濟恐慌、及經濟崩潰》（北京：北京大學出版社，2000）。
31. 東亞研究所，《經濟に關する支那慣行調查報告書：舊式金融に於ける慣行》（東京：東亞研究所，1944）。
32. 洪葭管著：《20 世紀的上海金融》（上海：上海人民出版社，2004）。
33. 洪葭管著：《金融話舊》（北京：中國金融出版社，1991）。
34. 洪葭管、張繼鳳著：《近代上海金融市場》（上海：上海人民出版社，1989）。



35. 姚公鶴著：《上海閒話》（上海：商務印書館，1926）。
36. 姚公鶴著，吳德鐸標點、題記：《上海閒話》（上海：上海古籍出版社，1989）。
37. 郝延平著：《中國近代商業革命》（上海：上海人民出版社，1991）。
38. 馬陵合著：《晚清外債史研究》（上海：復旦大學出版社，2005）。
39. 徐義生編：《中國近代外債史統計資料, 1853-1927》（北京：中華書局，1962）。
40. 孫寶瑄著：《忘山廬日記》（上海：上海古籍出版社，1983）。
41. 陳三立著：《散原精舍文集》（瀋陽：遼寧教育出版社，1998）。
42. 陳光明著：《錢莊史》（上海：上海文藝出版社，1997）。
43. 陳旭麓、方詩銘、魏建猷主編：《中國近代史詞典》（上海：上海辭書出版社，1982）。
44. 梁文生著，陳同譯：《上海道台研究：轉變社會中之聯繫人物，1843-1890》（上海：上海古籍出版社，2003）。
45. 張國輝著：《晚清錢莊和票號研究》（北京：中華出版社，1989）。
46. 盛宣懷撰：《愚齋存稿》（上海：上海古籍出版社，2010）。
47. 惲毓鼎著：《惲毓鼎澄齋日記》（杭州：杭州古籍出版社，2004）。
48. 楊蔭溥著：《上海金融組織概要》（上海：商務印書館，1930）。
49. 彭信威著：《中國貨幣史》（上海：上海人民出版社，1958）。
50. 廖樂柏（Robert Nield）著，李筱譯：《中國通商口岸——貿易與最早的條約港》（香港：三聯書局，2010）。
51. 劉成禺著：《世載堂雜憶》（瀋陽：遼寧教育出版社，1997）。
52. 鄭亦芳著：《上海錢莊 1843-1937》（台北：中央研究院，1981）。
53. 鄭宏泰、黃紹倫著：《香港股史 1841-1997》（香港：三聯書局，2006）。

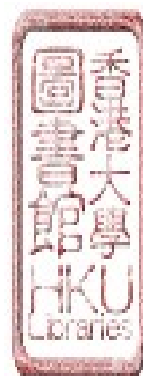




54. 駱惠敏編：《清末民初政情內幕：《泰晤士報》駐北京記者袁世凱政治顧問喬·厄·莫理循書信集》（上海：知識出版社，1986）。
55. 蕭功秦著：《危機中的變革：清末現代化中的激進於保守》（上海：三聯書店，1999）。

### （三） 中文專文、學術論文、學位論文

56. 王業鍵：〈中國近代貨幣與銀行的演進（1644-1937）〉，載王業鍵著：《清代經濟史論文集（一）》（台北：稻鄉出版社，2003）。
57. 朱蔭貴：〈近代上海證券市場上股票買賣的三次高潮〉，《中國經濟史研究》，1998年第3期，頁49-56。
58. 吳培初：〈舊上海外商銀行買辦〉，《上海文史資料選輯》，1987年第56輯，頁72-111。
59. 周康燮：〈關於蔡乃煌〉，《廣東文獻》，1976年第6卷第4期，頁69-72。
60. 徐華：〈清末資本市場〉（蘇州大學碩士論文，2001）。
61. 閔杰：〈上海橡膠風潮及其對江浙地區民族經濟的衝擊〉，《中國經濟史研究》，1989年第1期，頁126-142。
62. 郭孝先：〈上海的錢莊〉《上海市通志館期刊》，1933年，頁803-857。
63. （日）菊池貴晴著，鄒念之譯：〈清末經濟恐慌與辛亥革命之聯繫〉，《國外中國近代史研究》，1981年第2輯。
64. 張秀莉：〈橡皮股票風潮再研究〉，《社會科學》，2009年第4期，頁143-191。
65. 張艷國、劉俊峰：〈略論晚清錢莊與洋行關係的互動性〉，《學術研究》，2003年第11期，頁88-93。
66. 彭厚文：〈上海早期的證券交易〉，《財經研究》，1998年第6期，頁49-56。
67. 謝菊曾：〈橡皮風潮〉，載上海人民出版社編輯：《上海經濟史話》（上海：上海人民出版社，1963）。

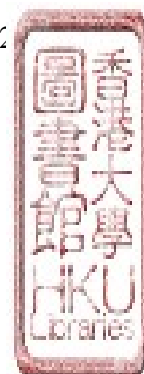


(四) 英文專書

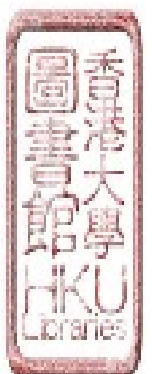
68. Casey, Terrence, *Legacy of the Crash* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2011).
69. Drabble, John H., *Rubber in Malaya, 1876-1922: The Genesis of the Industry* (Kuala Lumpur: Oxford University Press, 1973).
70. Jackson, James C., *Planters and Speculators* (Kuala Lumpur: University of Malaya Press, 1968).
71. Kindleberger, Charles P., *Manias, Panics, and Crashes*, 3rd edition (New York: John Wiley and Sons, Inc., 1996).
72. King, Frank H. H., *The Hongkong Bank in the Period of Imperialism and War 1875-1918, History of the Hongkong & Shanghai Corporation* (Cambridge: Cambridge University Press, 1988).
73. Knorr, Klaus E., *World rubber and its regulation* (Stanford: Stanford University Press, 1945).
74. McElderry, Andrea Lee, *Shanghai Old-Style Banks (Ch'ien Chuang) 1800-1935* (Ann Arbor: The University of Michigan Center for Chinese Studies, 1976).
75. Michie, Ranald C., *The London Stock Exchange: a history* (Oxford: Oxford Univ. Press, 1999).
76. Thomas, W. A., *Western Capitalism in China: A History of the Shanghai Stock Exchange* (Burlington: Ashgate, 2001).

(五) 英文專文、學術論文、學位論文

77. Drabble, John. H., "Investment in the Rubber Industry in Malaya c. 1900-1922", *Journal of Southeast Asian Studies*, Sep 1972, Volume 3, Issue 02 pp. 247-261.
78. Nishimura, Shizuya, "The Foreign and Native Banks in China: Chop Loans in Shanghai and Hankow before 1914", *Modern Asian Studies*, Volume 39, Issue 01, pp109-132.



79. Resor, Randolph R., "Rubber in Brazil: Dominance and Collapse, 1876-1945", *The Business History Review*, Volume 51, No. 3, 1977, pp341-366.
80. Stillson, Richard T., "The Financing of Malayan Rubber, 1905-1923", *The Economic History Review*, Nov 1971, Volume 24, Issue 04, pp589-598.
81. Thomas, W. A., "An Intra-Empire Capital Transfer: The Shanghai Rubber Company Boon 1909-1912", *Modern Asian Studies*, Volume 32, Issue 03, pp739-760.



## 附錄（一） 清末錢業業規

### 一、1900年重整條規

竊維滬市萬商萃聚，銀、洋出入浩繁，近來人心不古，往往不循市規，亟應整頓，以杜流弊，爰此邀集同人，重訂章程，開列於後：

一、議行用莊票，來蹤去迹，皆可根查。凡掛失之票，或被竊盜，或遭水火不測，或是遺失，曾經登報存案作廢，均准止付，可由失票之人，覓保立據收銀。

一、議掛失之票，查係自受愚騙，票入人手，或已付莊，或已買貨，查明確實，有帳可稽，有貨可指者，不能止付。

一、議對票之例，原為對明真假，仍須事歸實在，先對後對，本屬一律。倘票有糾葛，查明若系串通蒙收，即對票在先，亦准暫行止付，俟公論定奪，再行付給。

一、議本票及支票市上通行，到期同行來收，固有根底可查。設遇不認識之人，持票來收現銀現洋，以當日起燈時付給。或來收者急於需現，或兌換金銀及買貨物，必須訂根明白可付。

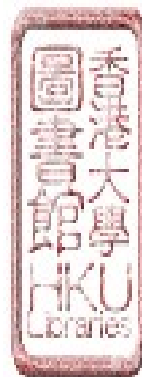
一、議邇來時世不佳，強劫頻聞，吾業總司金銀錢洋，干係非輕。凡有各路同行及行號托辦金銀，無論信托店托，一經辦就，裝出付帳為準。不論如何運寄，一切風險，概歸來辦之家承認，不涉經辦者之事，聲明在先，以昭慎重。

一、議滬市元寶，向憑公估局批見通用。設遇誤批灌鉛等寶，凡收用之家，估看不真，必須用鑿打見，批碼仍在，分兩無差，方可退換。若一經灌鉛流出，及批碼糊塗，概不退掉，以杜先批後做之弊。

一、議銀票遺失，倘有人拾得將原票送還者，每千兩酬銀10兩，經於咸豐年間，稟定立案，請有縣示，勒石內園，今仍照此章程辦理。

以上妥議條規，登報立案，各宜循守。光緒二十六年（1900年）正月。上海南北錢業公啟。

（《申報》1900年2月24日）



## 二、1906年南北市錢業重整條規

竊維滬市萬商萃聚，銀洋出入浩繁，近來人心不古，往往不循市規，亟應整頓，以杜流弊，爰此邀集同行重整條規，詳列於後：

一、議自癸卯（1903）年起，凡上匯劃之莊，每年助會館經費洋50元。再新莊上牌費每家繳銀200兩，老店更動減半，均於上市日劃交司月收存，俾裕會館公用。

一、議同業銀拆向定一兩，查照別埠惟上海最昂，似欠平允，是以公同議定銀拆改以7錢為度，銀行匯頭加水亦改7錢為止。無論禮拜日及停工日不得因開庫名目，借詞XX。銀拆加減，一律照市，至大亦不得過7錢。如有借用獨日，只能還銀行劃頭，不准有討還現銀之舉，其拆一日或兩日，須聽多家之便，公議定章。

一、議銀行劃頭與更現銀無異，所以亦有加水之名。一經劃出之後，設有某家轆轤，例歸劃出之家自問可也。

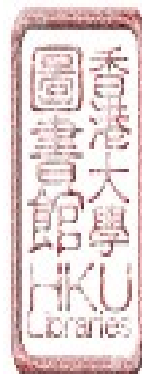
一、議每月開各項往來帳息價，每月定初二日公議照日拆定章，欠帳由司月家貼出，一律照行，惟存帳照拆息再以九五扣計算。

一、議行用莊票，來蹤去迹，皆可根查。凡掛失之票，或被竊盜，或遭水火不測，或是遺失，曾經登報存案作廢，均准止付。過百天後，可由失票之人覓保收銀，惟保人必須付銀之家熟悉相信者，出立保據，方可付銀，以杜後患。

一、議掛失之票，查係自受愚騙，票入人手，或已付莊，或已買貨，查明確實有帳可稽，有貨可指者，不能止付。

一、議對票之例，原為對明真假，仍須事歸實在，先對後對，本屬一律。倘票有糾葛，若查系串通蒙收，即對票在先，亦准暫行止付，或銀先交公會，俟公論定奪，再行付給。如串人出面代收者，不論中外人，概作廢紙。

一、議本票及支票屆期，如遇不認識之人持票來收現銀現洋，須照錢市通例至當日晚上12點鐘時付給。如以未到期之莊票向人更現、掉票，均須仔細訂明來蹤無錯，認票認人，始可收兌，以免臨時爭論，願各慎之。再本票面上如無匯劃兩字圖章，做當日解現銀論。



一、議支票素以押腳之字號圖書為重，故能市上通用。以後各號支出銀、洋支票，倘到期不付，必須向出票之家理直，以杜借票取巧等弊。

一、議邇來時世不佳，強劫頻聞，吾業總司金銀錢洋，干係非輕。凡有各路同行及行號托辦金銀，無論信托店托，一經辦就裝出，付帳為準。不論如何運寄，一切風險概歸來辦之家承認，不涉經辦者之事，聲明在先，以昭慎重。

一、議滬市元寶向憑公估局批見通用。設遇誤批灌鉛等寶，凡收用之家估看不真，必須用鑿打見，批碼仍在，分兩無差，方可退換。若一經灌鉛流出及批碼糊塗，概不退掉，以杜先批後做之弊。

一、議銀票遺失，倘有人拾得將原票送還者，每千兩酬銀10兩，經於咸豐年間稟定立案，請有縣示勒石內園，今仍照此章程辦理。

一、議票貼，今公議定，客路同行支票，每千兩以2千起碼，本埠外行以5錢為度。如遇現銀緊飭，加水甚大時，照市加增。

一、議票力，如各往來家付來雙力票，每千兩扣付銀8分，如向來有票貼之家及付來銀行票，則不在此例。

一、議客路同行匯頭，向以蓋准對同印為憑。今因客路事端疊見，申莊代其收付，肩任甚眾。茲議客路匯頭仍互蓋對同印，倘須止付，必須先一日來信或來電，始能止付。如至當日，不能止付，各宜自慎。

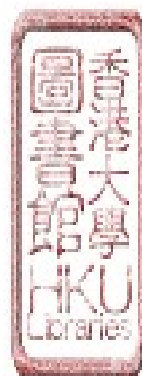
一、議客路同行及外行由信解訂期之款，亦須先一日來信或來電，方可止付。如至當日，亦不能止付。

一、議客路支票涉如見票幾天，以對票注明日期為準，注明之後，不能止付。

一、議爐房看寶，凡看勢有金之寶，每只許銖銀1分，不許多銖，俾免爐退輕平之事。此乃壬寅年（1902年）7月邀同爐房議准，各宜遵守。

一、議收票，平時以2點鐘為度，過2點鐘歸次日照付。惟至12月15日起至除夕止，此半月之中隨時照付。當日往收之票，設遇同行不測，雖票塗銷，而銀未付，次日仍准將票退還原家，惟不得遲至第三日，倘有自誤，歸執票人自理。

一、議近來人心不古，去年竊票兌金等事層見疊出，今議傳單咨照金店銀樓，遇有持莊票兌換金銀，如面生之人，必須詢明店號住處，將金銀送





去；如寓棧房或住家，須覓熟識可靠之人，或店家招呼，方可兌付，以防日後如有竊票兌金等情，俾可根究。

一、議以後往來之家來出即期本票，其票面須將日期寫明，不可仍書即字，俾到期、過期，易於分別。

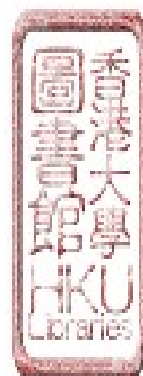
一、議交往全憑信義，銀錢之重，中外皆同。近因世風不古，貪妄者流，不知大體，私行通挪併合生意，倘或失利不免貽累他人。今議同行與外行交往，收付銀洋均憑函、折、回單，涉有私款交接，自行理處，概與莊家無涉。

一、議南北同行代手拆票多銀除1分，缺銀加1分，彼此相煩，一律照此辦理。

一、議合股莊號店鋪，設遇倒閉，查得股東中與本店亦有存欠帳款，存則與大概一律辦理，欠則應先照數歸還；如該股東亦已虧倒，則將股本除去外，再有短少，歸公追償。倘合同議單有外抵內押情事，未曾於抵押時聲明在前，概不承認，以杜臨事串通之弊。

一、各幫托收電匯銀款，或因電報單字碼稍異，有與我業商懇作保。今公議彼此情願，須用另繕保單或圖章，均要注明為限日期，逾期作廢不憑，免貽後累。

（《新聞報》1906年3月4日）



### 三、1910年10月兩江總督制定管理錢業條規

本大臣遵旨來滬駐查，……並經英領袖總領事、德領事官、暨英商匯豐銀行總理、怡和總理來轅商論，……擬訂條規時三款，責成上海關道會督總會暨南北市錢業董事迅速妥籌辦理；

（一）責成上海道督同商會暨錢業董事，清查各錢莊資本及東主身家。其殷實者維持之，虧倒者即著破產，架空倒閉者拿追嚴辦，有保者嚴追保人。

（二）莊號管事不准開設另店並移挪資本做生意。

（三）莊號管事保家，應由各東主呈明上海道存案，以憑責成取締。

（四）錢莊等差應行嚴定，至少須若干萬資本始准列為末等錢莊，等而上之，亦以資本之多少而定。交易開盤各有限制，不准逾越，濫放濫揭，分別註冊存案，列表榜示週知。

（五）錢莊東主，除有現錢若干始准開設外，其所有產業並應報明存案。

（六）各莊分設支店，不准改易字號，只准其於本莊字號下加以某記，以別於本莊。

（七）賣空買空，最是敗壞市面。本干例禁，以後如再違犯，即照例治罪。

（八）詳定各莊號管事責任並違犯罪名。

（九）有開張錢業莊號，應由商會暨錢業董事指定某某殷實舊號，向其揭欸（照所稟資本若干依等次分別辦理），停其流通，能持一個月，方准歸行註冊。

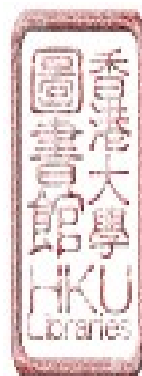
（十）換票流弊甚多，應嚴禁。

（十一）錢業莊號應連環互保。

（十二）實業商廠與莊號往來欸項最大，利害相繫，並應責成上海道督同商會及各業代表，調查各實業資本器物及東主身家，並所用工伙若干人，報告存案。如揭欸浮於資本，或託名另營別業，即行查究。

（十三）如有應行變通之處，隨時稟明查辦。

（《申報》1910年10月22日）



## 附錄（二） 上海橡皮股票風潮，所涉及之人物

### 清政府官員：

蔡乃煌	上海道台（1908 以郵傳部左參議兼署右丞接任）
劉燕翼	上海道台（191010 接任）
程德全	江蘇巡撫（1910 以奉天巡撫接任）
張人駿	兩江總督（191006 以兩廣總督接任）
載澤	度支部尚書
紹英	度支部左侍郎
陳邦瑞	度支部右侍郎
徐世昌	郵傳部尚書（191008 調軍機大臣）
唐紹儀	郵傳部尚書（191101 因病解職）
盛宣懷	郵傳部尚書（191101 以郵傳部侍郎接任）
梁士詒	郵傳部鐵路總局局長
端方	兩江總督（191006 調直隸總督）
	川漢粵漢鐵路督辦大臣（191105 接任）
趙爾巽	四川總督（191003 調東三省總督）
趙爾豐	四川總督（191104 以督辦川滇邊務大臣接任）
王人文	署理四川總督（191104-191108）

### 上海租界西人官員：

德為門	駐滬英正領事 Sir Everard Duncan Home Fraser
康君	駐滬英副領事
海君	駐滬美副領事
師君	駐滬德副領事
薛君	駐滬比正領事
寶子觀（寶頤）	公共租界會審公廨讞員
德勝臣	公共租界會審公廨襄讞員
孫襄	公共租界會審公廨襄讞員

### 上海洋商：

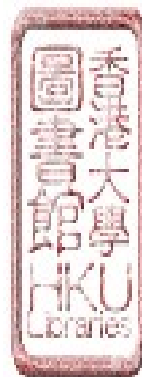
倫特爾	怡和洋行大班	D. Landale
亨德	匯豐銀行上海總理	H. E. R. Hunter
華田／韋推	永年人壽總理	J. A. Wattie

### 川漢鐵路公司人員：

施典章	川漢鐵路公司經理、前廣州知府
喬樹枏	川漢鐵路公司駐京總理

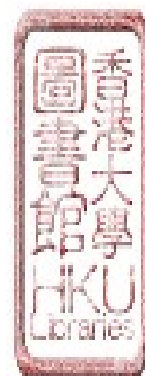
### 上海商會人員：

周金箴	上海總商會總理
董體芳	上海總商會會員



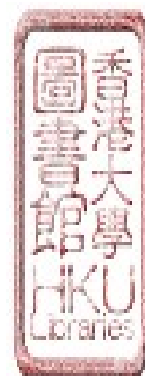
上海錢莊票號人員：

陳逸卿	正元莊莊主、兆康莊與謙餘莊股東 茂和洋行、新旗昌洋行與利華銀行的買辦 Zan Yih-chin, Ching Yue
邱石瀚	正元莊股東
邱竹雲(筠)	正元莊股東
何兆政	正元莊經理
陸葆(寶)潤	正元莊副經理 Loh Pau-ming
田龍章	正元莊跑街 Dien Lung-tsong (Bank Shroff)
戴嘉寶	兆康莊股東、德商裕興洋行買辦 Teh Chau-pau, Pao Kong
虞瑞卿	兆康莊股東
魏寶賢(炎)	兆康莊經理 Wei Pau-yi
陸達生	謙餘莊莊主、陸元利絲棧主
何紀(繼)雲	謙餘莊經理
胡寄園	
戚雅芳	謙餘莊副經理 Tsih Yau-fong
陸雲生	元豐莊股東
陳芝生	元豐莊
吳其榮	元豐莊經理
袁錦齋	晉大莊股東
董順甫	晉大莊
席	源利莊
陳	源利莊
盧大鏞	源利莊經理
周友蘭	森源莊經理
	協豐莊
	森源莊
	協大莊
朱彩明	裕源長莊執事
嚴義彬	源豐潤票號
李經楚	義善源票號、交通銀行總理



上海公共租界工部局董事成為上海橡膠公司要員：

A. McLeod :	1877 年董事、1900 年副總董 (Dominion, Tebong)
J. H. McMichael :	1895, 1896, 1908 年董事 (Perak Sugar, Kalumpang, Cathay Trust)
S. A. Hardoon	1900-1903 年董事 (Anglo-Dutch, Java Consolidated)
D. Landale	1901, 1903, 1904, 1907 年董事、 1908-1910 年總董 (Alma, Anglo-Java, Ziangbe, Cathay Trust)
A. M. Marshall	1902-1904 年董事 (Ziangbe, Cathay Trust)
A. W. Burkill	1903, 1904, 1907, 1908 年董事、 1911, 1912 年副總董 (Bute, Karan, Padang, Tanah Merah)
C. W. Wrightson :	1903, 1904 年董事 (Perak Sugar, Kalumpang)
H. de Gray	1903-1907, 1909-1912 年董事、 1906 年副總董、1911-1912 年總董 (Samagaga)
J. Liddell	1905-1906 年董事 (Bukit Toh Alang, Kota Bahroe, Siak Indrapoera)
W. A. C. Platt	1905, 1908-1910 年董事 (Kota Bahroe)
J. C. Hanson :	1907 年董事 (Senawang)
R. S. F. McBain	1908 年董事 (Langkat, Shanghai Sumatra)
H. A. J. Macray	1909-1910, 1919 年董事 (Anglo Java)
T. E. Trueman	1909-1911 年董事 (Kota Bahroe)
H. J. Craig	1910 年董事 (Batu Annam, Chemor, Landak, Semambu, Siak Indrapoera)
C. Selby Moore	1910, 1911 年董事 (Ayer Tawah, Sua Manggis)
E. C. Pearce :	1911-1912 年董事、1913-1919 年總董 (Perak Sugar, Kalumpang)



1910 年初所選出的上海工部局九位董事之中，包括總董 D. Landale、董事 W. A. C. Platt、T. E. Trueman、H. J. Craig、H. A. J. Macray 以及 C. Selby Moore 等六位董事，均為各橡膠公司董事會的一員。

各橡膠相關公司之中，以 Cathay Trust 董事會之中擁有最多的工部局董事，包括 D. Landale、J. H. McMichael、A. M. Marshall 以及 H. A. J. Macray 等人。該公司作為當時第一家與橡膠公司成立相關的財務信託公司，具有權勢的董事會凸顯了該公司的特殊地位。

叭喇製糖（Perak Sugar）與卡倫傍（Kalumpong）的董事會中，有 J. H. McMichael、C. W. Wrightson 以及 E. C. Pearce 為工部局董事。

Kota Bahroe 有三位：J. Liddell、W. A. C. Platt、T. E. Trueman；

Ziangbe 有兩位：A. M. Marshall、D. Landale；

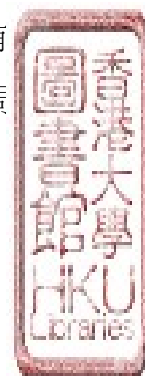
Anglo-Java 有兩位：H. A. J. Macray、D. Landale；

Siak Indrapoera 有兩位：J. Liddell、H. J. Craig；

Alma、Anglo-Dutch、Ayer Tawah、Batu Annam、Bukit Toh Alang、Bute、Chemor、Dominion、Java Consolidated、Karan、Landak、Padang、Samagaga、Semambu、Senawang、Sua Manggis、Tanah Merah、Tebong 等 18 家橡膠公司董事會中均有一位為工部局董事。

公司成立較早，但是要到 1911 年之後才成為橡膠公司的 Langkat 與 Shanghai Sumatra，董事會中的 R. S. F. McBain 則為 1908 年工部局董事。

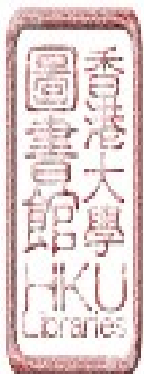
在 1910 年 7 月正元等錢莊倒閉之前成立的 40 家橡膠公司之中，共有超過半數的 23 家公司董事會之中的董事，曾擔任或是後來成為上海工部局董事。





1910 年上海橡膠公司董事會成員：

- Alma : E. E. Porter 、M. Speelman 、F. T. Ho 、Chun Yet-ching , L. E. P. Jones  
為顧問，股東包括 Hugo Reiss, G. S. Lindsay
- Amherst : J. D. Clark 、A. C. Hunter 、J. W. Gande 、R. C. Morton
- Anglo-Dutch : J. Ellinger 、S. A. Hardoon 、O. Mordhorst 、M. A. Stempel
- Anglo Java : D. Landale 、J. H. McMichael 、W. B. Clayton 、H. A. J.  
Macray 、J. A. Wattie
- Ayer Tawah : C. Selby Moore 、J. H. Teesdale 、A. Samson
- Batu Annam : M. Speelman 、H. J. Craig 、G. S. Lindsay
- Bukit Toh Alang : R. N. Macleod 、J. Liddell 、Hugo Reiss
- Bute : A. W. Burkill 、G. W. Potts 、O. Thoresen 、Chu Pao-fay
- Chemor : O. Mordhorst 、J. Ellinger 、M. A. Stempel 、A. Dabelstein 、H. J.  
Craig , R. N. Truman 為秘書
- Chempedak : L. E. P. Jones 以及 J. A. Wattie , 股東 W. B. Clayton , 秘書 J. A.  
Wattie & Co.
- Cheng : W. S. Jackson 、V. Myer
- Consolidated : R. H. Parker 、F. T. Ho 、T. L. Sun 、A. J. Israel
- Dominion : E. J. Hogg 、E. O. Cumming 、A. McLeod , 秘書為 E. F.  
Bateman , 股東 J. A. Wattie
- Java Consolidated : L. E. P. Jones 、O. Mordhorst 、S. A. Hardoon , J. A.  
Wattie 為秘書
- Kalumpang : W. V. Drummond 、J. H. McMichael 、E. C. Pearce 、J. M.  
Young 、C. W. Wrightson
- Kamuting : R.B. Mauchan 、W. Poignand 、W. Thurston 、Theo. Eckardt
- Kapala : R. N. Macleod 、V. Meyer
- Karan : A. W. Burkill
- Klebang : R. N. Macleod 、V. Meyer 、Hugo Reiss
- Kota Bahroe : Platt 、E. J. Hogg 、V. Meyer, J. Liddell 、T. E. Trueman , 股東  
W. S. Jackson , R. N. Macleod 為顧問
- Kroewoek : D. Landale 、J. H. McMichael 、J. A. Wattie
- Landak : O. Mordhorst , H. J. Craig & Co. 為秘書
- Padang : A. W. Burkill 、G. H. Potts 、Chun Bing-him
- Pengkalan Durian : H. Ollerdesen 、Th. Meyer 、C. W. Ure , 股東 Hugo Reiss



Samagaga : L. J. Cubitt 、H. de Gray 、G. Grayrigge 、Shao Gin-tow  
 See Kee : W. Carter 、G. W. Noel 、H. O. White  
 Semambu : H. J. Craig 、Dr. Marshall 、G. S. Lindsay  
 Semeling : R. B. Mauchan 、R. N. Thurston 、Theo. Eckhardt  
 Senawang : J. C. Hanson 、E. J. Hogg 、E. O. Cumming 、L. E. P. Jones  
 Shanghai-Malay : E. J. Hogg 、A. S. Bremner 、E. F. Bateman  
 Siak Indrapoera : J. Liddell 、R. J. Marshall 、G. W. Noel 、H. J. Craig  
 Sinjohpak : Horatio Robertson 、Von Fischerz  
 Sua Manggis : C. Selby Moore 、L. Midwood 、秘書 J. A. Brand  
 Sungala : W. V. Drummond 、A. C. Hunter 、C. Holliday 、T. J. F. Moran 、Zea  
                   Zoon-bing  
 Sungei Duri : G. H. Potts 、V. Meyer  
 Talang : H. O. White 、J. J. Ho 、Y. C. Tong 、J. M. Robb  
 Tanah Merah : A. W. Burkill 、E. T. Byrne 、Chun Bing-him  
 Tebong : R. Macgregor 、E. O. Cumming 、A. McLeod 、J. A. Wattie 、Chu  
                   Pao-san , 華人股東 Zia Ze-ding 、Ho Sun-kee 、Ho Fan-tse  
 Ulobri : Anderson, Meyer & Co 管理  
 Ziangbe : W. B. Clayton 、D. Landale 、A. M. Marshall



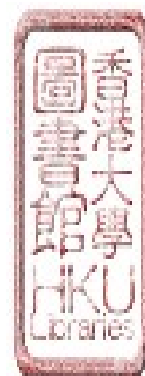
### 附錄（三） 上海橡皮股票風潮相關名詞中英對照表

#### 橡膠股票：

卡倫磅／客林磅：	Kalumpong	刀米仁：	Dominion
斯呢王／薛納王：	Senawang	地傍／梯旁：	Tebong
渣華：	Anglo-Java	英特吃：	Anglo Dutch
西門布／新門布	Semambu	柯羅麻：	Kroewoek
伯土安南：	Batu Anam	志摩：	Chemor
可太吧路：	Kota Bahroe	康沙立特：	Consolidated
藍格志：	Langkats	司買得：	S'hai Sumatra

#### 機構：

上海商務總會	Shanghai General Chamber of Commerce
錢業公會	Native Bankers' Guild
洋務局	Bureau of Foreign Affairs
怡和洋行	Jardine Matheson and Co.
新旗昌洋行	Sewan, Tones & Co.
麥加利銀行	The Chartered Bank of India, Australia & China
匯豐銀行	Hongkong and Shanghai Banking Corporation
橫濱正金銀行	Yokohama Specie Bank
東方匯理銀行	Banque de l'Indo-Chine
德華銀行	Deutsch-Asiatische Bank
華俄道勝銀行	Russo-Chinese Bank (est. 1895)
花旗銀行	International Banking Corporation
荷(和)蘭銀行	Nederlandsche Handel-Maatschappij
	Netherlands Trading Society
華比銀行	Banque Belge Pour l'Etranger
	Banque Sino-Belge
利華銀行	Asiatic Banking Corporation



#### 附錄（四） 上海道台三百五十萬兩借銀合同

上海道台蔡觀察乃煌，並其後任道台（以下稱道台）與匯豐、麥加利、德華、道勝、正金、東方匯理、花旗、和蘭、華比各銀行（以下稱銀行）訂立合同於左

一、以上各銀行願借與道台，道台願向各銀行借上海規元三百五十萬兩。此款借出歸還均照上海規元核算，在上海交付。此項借款應將各銀行所執倒閉之正元謙餘兆康三莊莊票，按照前開交商會清單後，由邵琴濤、福開森兩君代道台查核共銀一百三十九萬九千五百二十九兩四錢一分先後付清。再將各銀行各洋行所執未付各莊票，務令以上各錢莊及其餘各錢莊，從速照付。並以維持市面，而定入心。

二、兩江總督部堂張制軍人駿，業將道台議向各銀行借款三百五十萬兩以及措置情形，奏明奉 旨允許後，由外務部照會各該國駐京欽使。

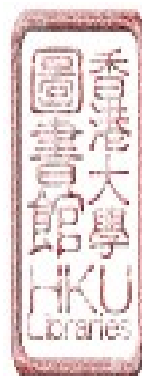
三、此項規元三百五十萬兩係由下列各銀行攤借。計開

匯豐	八十萬兩	麥加利	五十萬兩	德華	五十萬兩
道勝	四十萬兩	正金	三十萬兩	東方匯理	三十萬兩
花旗	三十萬兩	和蘭	二十五萬兩	華比	十五萬兩

四、自立合同之日起十日內，道台應將借款訂三百五十萬兩總數債票，蓋用道印，送交各銀行收執。為道台及後任道台擔認之債票格式及其票數，應由各銀行與道台妥議定奪。

五、此項借款係為維持上海商業起見，各銀行議定長年四釐行息，立合同之日起，息銀半年一付。本銀定於西曆一千九百十五年，分四星期付還

西曆一千九百十五年七月十四號或以前	八十七萬五千兩
西曆一千九百十五年七月十一號或以前	八十七萬五千兩
西曆一千九百十五年七月廿八號或以前	八十七萬五千兩



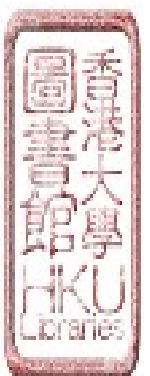
西曆一千九百十五年八月四號或以前  
至西曆一千九百十五年八月四號全數還清  
已償之債票應即交還道台注銷。  
以上分期還銀，利息應照長年四釐扣還

六、此項借款本利，應由現任道台及後任道台完全擔保，到期歸還，別無另訂專章。

七、華英合璧合同應繕二十一分，一分存督署、一分存蘇州撫署、一分存外部、一分存道署、九分存銀行、八分存各該國駐京使署。合同文義如有參差之處，均以英文為準。

此合同於宣統二年六月二十九日，即西曆一千九百十年八月四號，彼此在上海簽押。

（《中外舊約章彙編》，頁674-676）



附錄（五） Agreement for a loan of tael 3,500,000

to the Shanghai Taotai (August 4, 1910)

This agreement made between His Honour Tsai Nai-Hwang Taotai of Shanghai for himself and his successors hereinafter called the Taotai of the one part and the

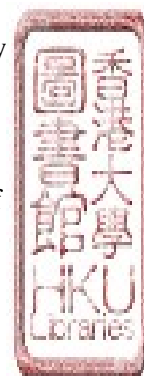
Hongkong & Shanghai Banking Corporation,  
Chartered Bank of India, Australia & China,  
Deutsch-Asiatische Bank,  
Russo-Chinese Bank,  
Yokohama Specie Bank,  
Banque de l'Indo-Chine,  
International Banking Corporation,  
Netherlands Trading Society,  
Banque Sino-Belge,

hereinafter called the Banks of the other part,

WITNESSETH AS FOLLOWS:

1.-The Banks agree to lend to the Taotai and the Taotai contracts to borrow from the Banks the sum of Tls. 3,500,000 Shanghai Sycee (Tael Three million Five Hundred Thousand Shanghai Sycee) payment and repayment of the same to be made in Shanghai in Tael of Shanghai Sycee. The proceeds of the Loan will be applied in the first place to the payment of Native Bank Orders in the hands of the Banks issued by the Cheng Yuan, Chien Yu and Chao Kang Banks totaling Tls. 1,399,529.41 as per list handed to the Chinese Chamber of Commerce and later checked and adjusted by Messrs. Shao Gin Tow and J. C. Ferguson on behalf of the Taotai, and in the second place to ensure the prompt payment by the above named Native Banks and other Native Banks of dishonoured Native Orders still in the hands of the Banks or foreign firms, and further, to render assistance to the Native money market in order to restore confidence generally

2.-His Excellency Chang Ren-ting, Viceroy of the Liang Kiang at Nan-king, has reported in a Memorial to the Throne the Taotai's proposals to borrow the above sum of Tls. 3,500,000 from the Banks and the purpose for which the money is to be used. An Imperial Edict sanctioning His Honour the Taotai's proposals has been communicated





by the Wai Wu Pu to the Legations concerned.

3.-The above sum of Tls. 3,500,000 is lent by the Banks in the following

Hongkong & Shanghai Banking Corporation .....	Tls. 8 lacs,
Chartered Bank of India, Australia & China .....	Tls. 5 lacs,
Deutsch-Asiatische Bank .....	Tls. 5 lacs,
Russo-Chinese Bank .....	Tls. 4 lacs,
Yokohama Specie Bank .....	Tls. 3 lacs,
Banque de l'Indo-Chine .....	Tls. 3 lacs,
International Banking Corporation .....	Tls. 3 lacs,
Netherlands Trading Society .....	Tls. 2/2 lacs,
Banque Sino-Belge .....	Tls. 1 y lacs.

4.-The Taotai shall hand to the Banks not later than ten days after date of this Agreement, Bonds in Shanghai Taels of the total amount of the Loan, viz:- Shanghai Tls. 3,500,000.-sealed with the Official Seal of the Taotai, as evidence that he and his successors are bound thereby. The form and amount of the Bonds shall be settled by the Banks in consultation with the Taotai.

5.-In view of this money being lent by the Banks in the interests of the trade of Shanghai the Banks have fixed the rate of interest at 4% per annum to be payable half yearly from the date of this agreement. The principal shall be repaid in four weekly instalments in 1915 as follows:-

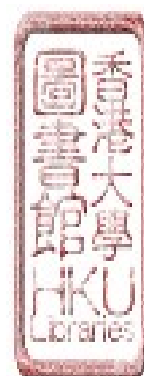
Tls. 875,000 on or before the 14th July, 1915
Tls. 875,000 on or before the 21st July, 1915
Tls. 875,000 on or before the 28th July, 1915
Tls. 875,000 on or before the 4th August, 1915

completing full repayment on the 4th August, 1915.

Bonds for the amount repaid shall be returned to the Taotai for cancellation.

Interest on above instalments will be allowed for at the rate of 4% per annum.

6.-The Taotai of Shanghai for himself and his successors hereby unconditionally guarantees and declares himself responsible for the due repayment of the principal and payment of interest on this Loan.



7.-Twenty-one copies of this Agreement are executed in English and Chinese, one copy to be retained by the Viceroy, one by the Governor at Soochow, one by the Wai Wu Pu, one by the Taotai, nine by the Banks, and eight by the Legations concerned.

In the event of any question arising as to the meaning of this contract the English text shall rule.

Signed at Shanghai by the contracting parties this Twenty-ninth Day of the Sixth Month of the Second Year of the Emperor Hsuan Tung being the Fourth Day of August Nineteen Hundred and Ten Western Calendar.

