

薪酬激励、宕账制度与上海钱庄业投机行为

王玲强

内容提要:钱庄与票号同为旧式金融机构的代表,然而钱庄的投机性却比票号严重得多。本文从上海钱庄业所有权与经营权相分离的特点出发,运用委托代理理论从薪酬激励的角度来分析钱庄经理与职员的投机行为,特别是通过对钱庄与票号薪酬制度的对比,辅以对顺康钱庄薪酬制度变迁的个案研究,揭示上海钱庄业普遍采用固定薪俸与分红相结合的薪酬激励方式,因固定薪俸过低、分红间隔过久,反而诱发了钱庄经理与职员的投机心理。民国初年,钱业薪酬结构的变动、宕账制度的废除则有效抑制了钱庄业的投机行为。

关键词:钱庄 薪酬激励 投机

一、引言

上海钱庄作为旧式金融机构的代表,历来因其投机性而遭受诟病。就不同行业对比而言,“钱庄的投机性比民族资本主义工业要严重得多”。^①而在金融业内部,由于钱庄在近代金融市场上举足轻重的地位,其投机活动的盛行往往诱发金融危机。在晚清历次金融风潮中,钱庄都在其中推波助澜,甚至成为动荡之源。张国辉断言:“1883年发端于上海的金融风潮是十九世纪后半期最大的一次风潮,它主要是由于钱庄从事于银洋投机和企业股票投机促成的。”^②洪葭管也指出:“1897年,在上海发生的‘贴票风潮’和1910年‘橡皮股票风潮’就是钱庄投机性的充分表演。”^③可以说,钱庄的投机性格在历次金融风潮中显露得淋漓尽致。

那么,为何钱庄在清末历经数次金融动荡,损失惨重、纷纷倒闭,但投机性却始终不改?对于这一问题,研究者多从钱庄内部因素及其外部环境两个方面予以解答。就外部环境而言,混乱的货币制度、钱庄对外商银行的依附性、民族资本主义工业发展滞后构成钱庄业投机盛行的三个重要条件。郭志芹认为中国混乱的货币制度,尤其是银两、银元混用所带来的二者兑换问题,使钱庄得以实现投机经营。由于银元兑换银两的比价,即洋厘会因用银量的多少而随季节波动,钱庄就利用洋厘的升降人为哄抬或压抑行市,制造银两或银元短缺的空气,从中牟利。另外,由于外国银行可以操纵国际汇兑行市,对银、洋的供求一向具有极强的控制力,因而钱庄的银洋投机活动依赖于外国银行。^④张国辉则强调了钱庄对外商银行的依附性鼓励了钱庄的投机性放款。虽然钱庄本身资本实力并不雄厚,却可以凭借外商银行的拆款放手去做很大的放款生意,赚取利息差额。^⑤王方中则指出钱庄投机性的根本原因在于其没有与民族工业建立密切的联系。“在民族资本主义工业取得巨大发展以前,任何

[作者简介] 王玲强,复旦大学经济学院博士研究生,上海,200433,邮箱:w1qapp@foxmail.com。

① 王方中:《中国近代经济史稿》,北京出版社1982年版,第460页。

② 张国辉:《晚清钱庄和票号研究》,中华书局1989年版,第170—171页。

③ 洪葭管主编:《中国金融史》,西南财经大学出版社1993年版,第127页。

④ 郭志芹:《上海钱庄的弊端及其资本主义化》,《苏州大学学报(哲学社会科学版)》1997年第1期。

⑤ 张国辉:《晚清钱庄和票号研究》,第121页。

民族资本主义金融业都不可能拥有雄厚的基础”，钱庄业也不能例外。^①就钱庄自身因素而言，钱庄资本的逐利性与内部监管欠缺是其投机性的重要原因。孙建华认为钱庄的逐利本性是其参与投机活动的内在动因，钱庄作为私人资本创办的企业，实现利润最大化是其经营目标，在面临投资与投机的抉择时，钱庄资本家和经理在权衡风险和收益的基础上往往倾向于投机。^②王亮亮则指出钱庄内部控制失效造成了其在历次金融风潮中的投机性和金融脆弱性。^③陈明光也认为如果钱庄加强内部管理机制的话，就可以通过抑制投机性而减少金融风潮中的损失。^④

上述研究多是从宏观层面来分析钱庄的投机活动，对其微观机制的揭示相对不够充分。钱庄经营活动的决策者都是微观个体，对投机行为的考察也应落实到个体层面，从个体的动机出发来探讨其行为之根源。钱庄内部监管制度与外部环境也多是加强或放松对个体的约束来影响钱庄的投机行为。因而本文尝试从近代上海钱庄业所有权和经营权相分离的特点出发，深入钱庄的组织制度，从薪酬激励的角度来分析钱庄经理与职员的投机活动，特别是通过对钱庄与票号薪酬制度的对比，以及对顺康钱庄薪酬制度变迁的个案研究，揭示出钱庄业投机盛行的一个重要原因。

二、钱庄之组织制度与投机行为

上海钱庄业所有权与经营权相分离的特点一向为人所关注，两权分离制度之下钱庄的经营管理与一般的独资或合伙组织已然有较大区别。为了厘清钱庄投机活动中不同主体的作用，有必要先考察钱庄独特的组织制度。

(一) 钱庄的组织制度

钱庄之设立，或是由股东出资并聘请经理而设，或是由想要充当经理的职员邀集资本家共出股份而设。集股是开设钱庄的第一步手续，根据集股时钱庄出资人的数目可分为独资钱庄和合资钱庄。相对而言，独资钱庄股东大权在握，“题取牌号、筹集资金、聘请经理等均凭其个人的意旨，不受任何人的约束，而对于钱庄一切的责任，亦均由其个人担负”，^⑤但这类钱庄为数极少。而在合资钱庄中，督理或经理由钱庄股东担任者，往往很少。1912年上海钱庄仍在营业的28家中仅有聚生与存德二家由股东充当经理；而在1913年至1926年期间新设钱庄101家，除去股东、经理数据缺失或不全的5家，共96家，仅有9家钱庄经理或督理由股东充任。在这9家钱庄中，除了益丰钱庄由大股东充任督理，鸿祥、润余钱庄股数不详外，兼任经理或督理者皆为小股东，详见表1、表2。

表1 1912年钱庄投资人表

庄名	设立年份	投资人	督理及经理姓名
聚生	1903	祥泰布庄、汪厚庄共六股，陆幼园三股，孔鲤庭一股	孔鲤庭
存德	1876	江永茂七股，谢联珏二股，谢检庭一股	谢联珏

资料来源：根据中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》（第193—194页）相关内容整理。

① 王方中：《中国近代经济史稿》，第461页。

② 孙建华：《近代钱庄的投机性和金融脆弱性：原因与反思》，《黑龙江史志》2009年第2期。

③ 王亮亮：《金融风潮背景下钱庄内部控制研究》，硕士学位论文，复旦大学，2014年，第2页。

④ 陈明光：《钱庄史》，上海文艺出版社1997年版，第192页。

⑤ 郭孝先：《上海的钱庄》，《上海市通志馆期刊》第一年第809—812页，转引自中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》，上海人民出版社1978年版，第455页。

表 2

1913—1926 年新设钱庄投资人表

庄名	设立年份	投资人	督理及经理姓名
永余	1913	施再春四股,龚晓籛、田永祥、何长庚各两股	何长庚 李菊亭
源余	1914	谢仲笙、盛星槎、盛眉仙各二股,沈文鉴三股,周咏葭一股	周咏葭 盛眉仙
鸿祥	1916	敦和土行,鸿泰土行,秦润卿,冯受之	冯受之
恒隆	1918	恒丰昌五股,徐庆云,严康懋各二股半,陈子堦一股	陈子堦
长盛	1918	徐眉泉六股,张右方二股,孙吉孚、张青卿各一股	张青卿
益丰	1918	周敬之六股,陈芝初、马义成各二股	周敬之 朱勤甫
润余	1918	陈幹庭,郑厚甫	郑厚甫
源裕	1920	孙旌生三股,胡文孺、叶聘侯各一股半,程少蓉、孙炳斋、杨绿萍、周雪龄各一股	周雪龄
寅泰	1926	徐庆云、冯受之、王养安、沈辅卿、徐蔼堂各二股,冯斯仓一股	冯斯仓

资料来源:根据中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》(第 195—202 页)相关内容整理。

由此可知,钱庄业出资人和经理人分离的情况极为普遍。在这种情况下,“钱庄的经理,权力极大,凡一庄的事务,均为所独揽。如存放款项的主持,职员的任免升调,皆由经理出名负责”。^①更有甚者,时人甚至认为经理人可以任意营业,不受股东的节制。^②股东虽然可以选派监理或督理参预庄中事务,但并无实权。股东的权力主要表现为退出权,即“每届旧历年终结账之后,在正月初二、三日编就红账(即营业决算报告),无论盈亏,投资股东有权在这一、二天内决定继续或不继续营业”。^③而如果有股东退股,钱庄经理在正月初四前补足缺额,办妥交接手续才可继续营业。

按照委托代理理论,股东作为委托人追求的是企业利润最大化,而经理作为代理人追求的是个人利益最大化,股东与经理的目标本身就是不一致的,而股东与经理在权责上的不对等更助长了经理的道德风险。对股东与经理利益的不一致,时人已有察觉,1910 年《新闻报》的一则时评将钱庄的投机性与股东、经理的利益冲突联系起来:

钱庄之卖空买空,胜则经理人私其利,败则股东受其累。是以卖买空盘非特官长所应申禁,而尤关系密切之股东所当严加稽察者也。惟上海钱业之习惯法,经理人往往不受股东之节制,是以破产之案多久悬未结者。^④

经理之下,则往往会设置协理、襄理,协助经理处理钱庄内部各种纷繁的业务。协理、襄理以下的职员在当时称为伙友,伙友的雇用或是出于股东聘请,或是出于经理推荐。而伙友之薪水变动、升迁任免则由经理全权负责,“重要职位首先安排本人子弟和近亲,其次是同乡至好”。^⑤如果说股东负责出资并承担无限责任,经理负责钱庄内部业务的统筹安排,那么伙友们则执行接洽生意、出纳保管等具体业务。

(二) 从组织制度看钱庄业的投机行为

考察钱庄业的投机行为,必须首先把握住投机的主体。所谓投机,一般指“利用不对称信息和时机在市场交易中获利的行为。尤其指甘于承担风险,在市场上以获取差价收益为目的的交易”。^⑥由于股东、经理、职员与钱庄的密切关系,他们可以充分利用钱庄内部的信息优势,从事各种投机活动,

① 郭孝先:《上海的钱庄》,《上海市通志馆期刊》第一年 815—818 页,转引自中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》,第 479 页。

② 《沪事谈屑》,《新闻报》1910 年 6 月 18 日,第 3 张第 1 页。

③ 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第 466 页。

④ 《沪事谈屑》,《新闻报》1910 年 6 月 18 日,第 3 张第 1 页。

⑤ 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第 482 页。

⑥ 马惠明:《英汉证券投资词典》,商务印书馆 2007 年版,第 596 页。

买空卖空,赚取差价,故而以往的研究多不区分钱庄本身的投机与钱庄股东、经理与伙友的投机。过去对于钱庄股东的投机活动多有关,钱庄股东往往可以利用其出资人的身份从钱庄中轻易贷出大笔款项,如荣宗敬曾投资于多家钱庄,其理由就是“我搭上一万股子,就可以用他们十万、二十万的资金”。^① 这些贷出的款项有相当部分流向各种投机活动,而一旦投机失败,往往牵连钱庄。在“橡皮股票风潮”中,正元钱庄股东陈逸卿向“正元、兆康、谦余三庄借远期10天庄票,在各方面设法掉现,买进大量股票。后值股市狂跌,有行无市,股票无法出售”,最终导致钱庄倒闭。^② 但钱庄股东的投机行为必定经过经理“脱手滥放”、未克尽考察约束之职。^③

因而对钱庄而言,至关重要是钱庄经理人的行为,或者钱庄经理放款决策与包括股东在内的贷款人的投机行为有密切的联系,或者钱庄经理主导钱庄经营管理,使钱庄直接参与各种投机活动。就后者而言,钱业的投机活动主要有三种:第一种是洋厘、银拆投机,可简称为银洋投机,或是“囤积银洋,以提高‘洋厘’”,或是“囤积银两,以降低‘洋厘’,并以此提高‘银拆’”;第二种是股票投机;第三种是地产和公债投机。^④ 钱庄经理在这三种投机活动的决策中发挥了关键作用。另外钱庄经理和职员的个人投机活动同样值得注意,他们往往预支甚至挪用钱庄资金直接参与股票投机。钱庄伙友参与投机事业失败弃家而逃的消息多有见诸报端。

那么如何理解钱庄经理与职员的投机行为呢?虽然不排除确实存在一些个体生性偏好风险,但就厌恶风险的多数人而言,从薪酬激励的角度来理解其行为是一个合理的选择。

三、钱庄薪酬结构特点及与票号异同

钱庄与票号同为旧式金融机构,过去学者们对票号的薪酬激励机制多有研究,而对钱庄的薪酬激励机制则关注不多。钱庄与票号的薪酬结构表面上颇为相似,如都有固定工资、分红等名目,甚至都存在预支制度,然而如果认真比较的话,几乎每一项都存在着微妙的差异。分析二者薪酬结构的差异,可以从一个侧面帮助我们理解何以钱庄的投机性高于票号。

(一) 钱庄的薪酬结构

除去学徒之外,钱庄自经理至底层职员的薪酬结构基本采用的都是固定工资与盈余分派相结合的方式。按照委托代理理论,钱庄这种薪酬结构采用的是一种线性契约,记代理人(如经理)的报酬为 $w(y)$,则 $w(y) = s + b \cdot y$,其中 s 为钱庄职员的固定工资, y 为钱庄盈余, b 为盈余分派给职员的比例。固定工资与盈余分派相结合的激励机制并非钱庄独创,这可以在钱庄资本家家族镇海李家开创者李也亭的早年沙船业经历中得到印证。“当时船上工作人员薪工微小,但均可附带货物,船主人还划出一部分货舱专供伙计放置货物之用,因此收入较多”,^⑤沙船业由于危险较高,故而通过船员捎带货物的方法诱使船员与船主一起共担风险,共享收益。巧合的是,钱庄业与沙船业薪酬激励机制相似,相对其盈余分派部分,固定工资部分十分微薄。由沙船业的例子可知,这种激励结构的一个重要优势就是可以保证委托人(股东、船主人)和代理人(经理、船员)的利益一致性,使代理人自愿选择能使委托人利益最大化的行动。

钱庄固定工资分为每年发放的薪俸和按月发放的月规钱两部分。根据秦润卿回忆,1880年前后,薪俸由经理而下逐层递减,“经理薪俸每年仅制钱120千文。职员依次递减,少者30千文”;月规

① 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),上海人民出版社1962年版,第554页。

② 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第76页。

③ 盛丕华:《上海钱庄亟宜改良图存私议》,《新闻报》1911年9月17日,第1张第1页。

④ 王方中:《中国近代经济史稿》,第460—461页。

⑤ 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第734页。

钱类似于按月发放的零用钱，“自经理至学徒一律制钱 300 文”。^① 早期钱庄的薪俸有两个显著特点，其一是薪俸微薄，就钱庄底层职员而言，其薪俸甚至不足以维持其家庭花销。左翼作家应修人早年曾经在豫源钱庄任职，据他的日记记载，1918 年他个人消费共计 123 元 9 角 1 分，平均每月支出 10 元 3 角 3 分，而他每月的薪酬只有 7 元，平均每个月要多花 3 元 3 角 3 分。^② 应修人在日记中将一年的消费按不同类别进行了分类，如表 3 所示。

表 3 应修人 1918 年消费状况 单位：%

类别	图书	公益	衣服	饮食	交际	医药	旅行	零用	杂费
百分比	24.78	1.92	18.56	1.50	22.91	7.04	5.25	12.69	5.70

资料来源：根据秦海琦整理《应修人日记（1919.1~6）》（上海鲁迅纪念馆编：《上海鲁迅研究》第 8 辑，第 1—35 页）相关内容整理。

应当说，除了图书部分占比较大外，应修人的消费比较能反映钱庄底层职员的生活状况。但据此估计钱庄一般职员的生活状况，还应该考虑两个问题：一是应修人所在的豫源钱庄自秦润卿担任经理后，其职员的薪酬水平要比其他钱庄优渥；二是当时应修人尚未成家，如果是其他有家庭的钱庄职员，在这种薪俸水平下生活应当更为艰难。而就钱庄经理、副理、襄理等高级管理人员而言，其薪俸水平很难与其身份地位相当。以顺康钱庄为例，1911 年其经理李寿山薪俸仅仅每月 20 元，由于当年发放了 14 个月薪俸，故而一年共计 280 元。^③ 在 1911 年时，盛丕华也提到“赫赫钱庄经理人”一年不过薪俸 240 元，他主张薪俸至少应当增加到每月 100 元，也即一年 1 200 元，这样才能与经理之身份地位相匹配。^④ 顺康钱庄的薪酬比较能体现钱庄业的一般水平，盛丕华笔下理想的薪俸水平（月薪 100 元）与实际水平（月薪 20 元）相比，竟然超了足足 4 倍。纵使盛丕华所言有所夸张，这也可看出钱庄经理的薪俸确实较低。

钱庄薪俸的第二个重要特点是调整缓慢，甚至数十年没有变动。前面提到秦润卿回忆 1880 年左右钱庄经理的薪俸每年仅制钱 120 000 文，盛丕华在 1911 年仍提到“数年前则经理人年只九千六千，可谓薄极”。^⑤ 尽管秦润卿与盛丕华供职于不同钱庄，但我们也可大致推断从 1880 年到 1900 年左右，钱庄经理的薪俸并未有太大变动。如果再以顺康钱庄为例，同样会发现其成立初期薪俸少有变动。顺康钱庄成立于 1905 年，而从 1905 年到 1916 年，12 年间经理李寿山的薪俸一直维持在每月 20 元的水平，这么多年唯一的区别就是有的年份会发放 13 个月薪俸，而有的年份会发放 14 个月，故而有时年薪 260 元，有时年薪 280 元。至于顺康钱庄底层职员的薪俸，基本维持在每年 20 元，资历最长的栈司则维持在每年 12 元。^⑥

钱庄职员薪俸微薄而又调整缓慢，有的人就提出“钱庄伙友所持在盈余之分派，并不重在区区之俸金”。^⑦ 钱庄的盈余分派，通常被称为花红、红利或分红。民国之前钱庄之分红一般是三年分派一次，如果这三年钱庄经营得法，职员分红自是不菲。以协源钱庄 1887 年底的分红为例，1885—1887 年盈余共分为 18 股，其中股东分去 12 股，督理、经理各分去 1 股 2 厘，协理分去 1 股，而剩下 2 股 6 厘则归钱庄其余职员。^⑧ 虽然缺少协源钱庄这次分红的具体数额，但通过与协源钱庄一脉相承的豫源钱庄分红数额也可略见一斑。豫源钱庄对红利的分派办法有所改变，在三年一次的分红之外，又增添了一年一次的小分红。以 1911—1913 年的分红为例，钱庄员工总共分得 24 000 两，其中经理秦

① 中国人民银行上海分行编：《上海钱庄史料》，第 483 页。

② 秦海琦整理：《应修人日记（1919.1~6）》，上海鲁迅纪念馆编：《上海鲁迅研究》第 8 辑，百家出版社 1998 年版，第 1—35 页。

③ 《顺康钱庄 1905 年至 1941 年度会计决算表（红帐留底）》，上海市档案馆藏，顺康钱庄档案，档号 Q76-18-14。

④ 盛丕华：《上海钱庄亟宜改良图存私议》，《新闻报》1911 年 9 月 19 日，第 1 张第 1 页。

⑤ 盛丕华：《上海钱庄亟宜改良图存私议》，《新闻报》1911 年 9 月 19 日，第 1 张第 1 页。

⑥ 《顺康钱庄 1905 年至 1941 年度会计决算表（红帐留底）》，上海市档案馆藏，顺康钱庄档案，档号 Q76-18-14。

⑦ 盛丕华：《上海钱庄亟宜改良图存私议》，《新闻报》1911 年 9 月 19 日，第 1 张第 1 页。

⑧ 中国人民银行上海分行编：《上海钱庄史料》，第 462 页。

润卿独得4 000两,占到了全部金额的六分之一;其他职员分红多者900两,少者70两。如果将三年一度的分红折算到每一年中,经理秦润卿一年约分得1 333两,加上小分红500两,1912年共得分红1 833两;而秦润卿薪俸部分包括每月发放的束脩24元、十二月份双俸以及按年发放的余水200元,共计512元。^①按1元银洋重7钱2分银折算,秦润卿年均分红约是其薪俸的5倍。不过民国前一般钱庄盈余仍是三年一派,分红时间过久自然产生了更多的不确定性,影响了分红的激励效果。一旦钱庄经营不善,“三年中市面变迁无常,贷出款遇有不测,盈余即归乌有,则所谓分派者泡影耳”。^②

(二) 钱庄与票号薪酬结构之差异

票号与钱庄一样,同样在独资或合伙制的组织形式下实现了所有权和经营权的分离,因而同样存在对职员的激励问题。与钱庄的薪俸、分红类似,票号则有薪金、顶身股等名目以实现激励。二者表面上看起来极为相似,但落实到个体职员身上,薪酬结构及其激励效果却并不相同。

第一,作为薪酬中的固定部分,薪金是票号低层职员、尤其是进入票号时间不长者的主要收入。与钱庄之覆盖全体职员的薪俸不同,票号的薪金往往只覆盖中下层职员,正副掌柜等高级管理人员则只享有身股之分红而不能领取薪金。另外,除了薪金收入之外,票号职员还享有尝金、衣资以及其他一些生活上的待遇,也可视为固定薪俸之补充。尝金,类似于年终奖金,一般与票号职员的薪金成比例,约为薪金的几分之一。对于票号总号职员来说,其日用饮食都归号内负责,而外地分号人员在此之外还享受衣资,即服装、被褥的购置费用。^③衣资银虽然是作为一种补充性收入,但是对于票号下层职员却相当可观,尤其是对于初入票号工作的职员来说,甚至可能超过其薪金收入。^④

第二,票号创立了独具特色的股权激励制度——人身顶股制。票号将号内股份分为银股和身股,出资之股东享有银股,出力之高级职员享有身股。在三四年一度的大账期合账分红时,财东按照所持有之银股分红,职员则按照所持有之身股分红。与钱庄之分红几乎覆盖除栈司、学徒外的所有职员不同,票号只有在号日久、出力甚多的中上层职员才能获得身股,凭股分红,广大中下层职员并不享有身股。

第三,在薪金与身股之外,票号巧妙地设计出一种颇具特色的预支制度——应支。票号中凡是享有身股的中高层职员都可领取应支,其数额以其身股对应的金额为限。以大德通票号1884年所立的号规为例,顶身股“一分者一百二十两,九厘者一百十两,八厘者一百两,七厘者九十两,六厘者八十两,四五厘者七十两,三厘者六十两,二厘者五十两,分为春冬两标支使”。^⑤应支的巧妙之处在于两方面:一方面其对所有身股享有者一视同仁,无论是掌柜还是一般职员,应支数额都不能超出号规之限额;另一方面则表现在独特的偿还机制,票号顶身股职员到了三四年合账分红时才从各人所得红利中扣除应支。“倘若营业很坏,没有红利可分,则‘顶身股’者,除每年‘应支’由号中出帐外,毫无所得”,^⑥即如果营业不佳,没有分红,应支不用偿还。

由此可以发现钱庄与票号薪酬结构存在明显的区别,二者的激励效果也存在显著差异。一方面,不同于钱庄职员微薄的薪俸,票号更加注重保障职员的基本生活所需。首先,就只能领取薪金的中下层职员而言,其收入要高出钱庄职员的薪俸很多,这足以保障中下层职员平日生活无忧。为了具有可比性,这里以光绪末年同在上海的顺康钱庄与山西票号的分支机构为例进行对比,可见顺康钱庄经理仅仅相当于票号管银的薪俸水平,其他低层职员薪俸也就大略与票号小伙相当(见表4、表5)。其次,票号独具特色的应支制度与衣资等福利待遇创造了良好的工作环境,同样保证了顶身股

① 《福源钱庄关于职工薪工发放回单及各年薪工、红利数额留底簿(1)》,上海市档案馆藏,福源钱庄档案,档号Q76-2-27。

② 盛丕华:《上海钱庄亟宜改良图存私议》,《新闻报》1911年9月19日,第1张第1页。

③ 范椿年:《山西票号的组织及沿革》,《中央银行月报》1935年1月。

④ 刘建生等:《晋商信用制度及其变迁研究》,山西经济出版社2008年版,第149—150页。

⑤ 卫聚贤:《山西票号史》,第58—59页,转引自黄鉴晖等编《山西票号史料(增订本)》,山西经济出版社2002年版,第604页。

⑥ 陈其田:《山西票号考略》,第87—88页,转引自黄鉴晖等编《山西票号史料(增订本)》,第604页。

职员衣食无忧。另一方面,与钱庄重分红激励不同,票号重股权激励。股权激励与分红激励不同,前者不仅仅是一时的物质激励,同时也代表着身份地位之激励,因而对票号上到掌柜下到学徒都具有持久的激励效果。就未持股的下层职员而言,成为顶身股职员本身就是一种莫大的荣耀,而且完全具有可预期的现实性,只要他们入号十年以上,工作勤恳,没有过失,那么就可以由经理向财东推荐,得以持股。对于顶身股职员而言,他们不需要支付任何本金便可以同财东一样参与账期的分红,而且还可以根据营业情况与自身贡献逐渐加股。另外,对于票号“发起之人及效力年久者,于其身后,必给身股以贍其家,子孙而贤,仍可入号”。^①因此对掌柜等人而言,顶身股所带来的长久利益就更为明显了,他们死后不仅能享受“故股”还可荫及子孙。与票号的股权激励形成鲜明对比,钱庄的分红激励往往表现为一时的物质激励,不构成身份地位的象征,在顺康、豫源二家钱庄的红账中尚未见到类似于票号“故股”这样的制度安排。

表 4 1905 年顺康钱庄职员薪俸 单位:元

职位	经理	副理	年俸最低职员	学徒
薪俸(每年)	260	240	20	4—8

资料来源:《顺康钱庄 1905 年至 1941 年度会计决算表(红账留底)》,上海市档案馆藏,顺康钱庄档案,档号 Q76-18-14。

表 5 光绪末年上海的山西票号职员设置及薪资待遇 单位:两

职位	正副掌柜	内、外账房 跑市、应付宾客	跑街	管银	小伙
薪俸(每月)	不给薪金	24	18—24	16	6—8

资料来源:《清国商业总览》卷 4,转引自黄鉴晖等编《山西票号史料(增订本)》,第 604—605 页。

正是由于以上原因,相对于钱庄职员的短视性,票号职员更注重长远利益。票号薪酬结构中所体现的保障因素与激励因素相结合,将职员、股东、票号的利益有机联系到一起,呈现出“经理伙友,莫不殚心竭力,视营业盛衰,为切己之利害”^②的局面。不同于钱庄经理屡屡参与投机事业,票号“如遇金融环境不佳时,为不致损及血本,经理必挥其铁腕预筹退步,决不肯稍有疏虞”。^③

(三) 钱庄的宕账制度

与票号的薪酬激励相对比,钱庄职员在其薪酬结构下却面临了这样一种困境,一方面薪俸之薄甚至难以维持正常的生活,另一方面分红虽多却充满了不确定性。于是,钱庄业的宕账制度就发挥了重要作用。钱庄业旧例,由于薪俸过于菲薄,钱庄职员可于正月初四接财神后向钱庄预支若干金额,这就被称为宕账。^④宕账制度其实普遍存在于各行各业中,职员如遇周转不灵有时便可向企业预支一个月工资以渡过难关。钱庄业早期的宕账制度与此没有太大区别,但是到了 19 世纪六七十年代,随着外商银行涌入上海,钱庄通过拆票可利用的资金大增,加之钱庄内部监管制度的缺失,钱庄业的宕账制度发生了异变。

首先,这一异变导源于钱庄对外商银行与票号的依赖。在上海金融市场上,钱庄自有资本往往只有几万两,实力远称不上雄厚,然而却能够放手去做几十甚至上百万的放款生意,其运营资本的一个主要来源就是外商银行的拆票。所谓拆票,其实就是外商银行对钱庄的信贷,其数额在 19 世纪 70 年代就已高达 200 万两。再加之票号对钱庄所放之“长期”数额也相当可观,因而钱庄逐渐将自己的安危系之于外商银行与票号,“缓急之间又有外国银行、西帮票号以为之援,挹彼注兹,殊觉便捷”。^⑤

① 徐珂:《清稗类钞》第 17 册,第 70—71 页,转引自杨端六《清代货币金融史稿》,武汉大学出版社 2007 年版,第 119 页。

② 陆国香:《山西票号之今昔》,《民族杂志》第 4 卷 3 号(1936 年 3 月),转引自黄鉴晖等编《山西票号史料(增订本)》,第 582 页。

③ 张正明、邓泉:《平遥票号商》,山西教育出版社 1997 年版,第 51 页。

④ 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第 483 页。

⑤ 《综论沪市情形》,《申报》1884 年 1 月 23 日,第 1 页。

正是在此情况下,钱庄职员可以预支的资金也同样水涨船高,以致“店中大小执事莫不任意宕欠,宁帮中经手有宕至一王者,其账房以下或千或百绝不为意。绍帮略杀其数,而经手之人亦多宕至数千”。^①

其次,钱庄职员宕账又因内部监管制度的缺失而变本加厉。按照钱业习惯法,职员入职钱庄既要有推荐人,又要有保人,职员出现问题就要追索保人,其给钱庄带来的损失也要由保人代为赔偿。按理说钱庄监管制度应当十分严密,其实不然。一方面,不同于票号严苛的用人制度,钱庄用人更为宽松。票号职员如被东家辞退,一概不会得到其他票号的任用,而钱庄职员如被辞退,仍有希望供职于其他钱庄。如五康钱庄经理姚采明进行银洋投机被上海县勒令辞退,递解回籍,但他不久之后还能够潜回上海,并在惠生钱庄重操旧业。^②另一方面,钱庄开设渐多,也逐渐破坏了原有之监管制度。由于外国银行拆票盛行,钱庄不需要雄厚资本便可开设,到1876年时,上海南北两市汇划钱庄就已达到105家,^③其中鱼龙混杂,自不待言。钱庄职员肆无节制的预支与内部监管的失灵脱不开关系。按照钱庄业旧例,预支款项如果于年底归还,待次年正月初四接财神后即可继续向钱庄支用,并不考察职员之负债情况。因而钱庄职员多利用这一监管缺失,在年底时多方筹借,待归还钱庄后在第二年正月又重新预支,偿还年前所借,如此年复一年,所支愈多。1884年《申报》的一则新闻形象地刻画了这一状况:

钱业之人于十一月间,即在外张罗,或商之亲友,或挪之同业,或更谋之往来店户,扭借常期以分用其半。迨新正开市,送折交易,则又在店中宕挂,逐渐归还,核计实在亏空多必万金,少亦数千,跑街以下千金数百金不等。^④

钱庄的宕账与票号的应支实质上都是一种预支制度,其目的本来都是为了保障职员的日常生活需求。然而由于制度设计的细节差异,宕账与应支相比却存在诸多缺陷。第一,就覆盖范围与预支数额而言,钱庄职员均可向庄中宕账,而且预支数额缺乏限制;票号在号日久、出力甚多的顶身股职员方可预支,预支额度以号规为限;第二,就偿还机制而言,钱庄职员不管分红与否都要于年底偿还预支,票号职员在三四年一度的合账分红时才需要偿还预支,如果经营不善,预支款项则不需偿还。二者对比可知,预支之肆无节制鼓励了职员参与冒险活动,而逐年偿还机制使职员颇具短视性。本来作为薪酬制度补充的宕账制度,无形中却塑造了职员的投机性格。

四、钱庄薪酬激励与投机行为:以顺康钱庄为例

根据委托代理理论,固定薪酬与分红相结合的激励机制本来有可能使委托人(股东)与代理人(经理、职员)的利益趋于一致,让代理人自愿选择与委托人利益一致的经营决策。但是事实表明,钱庄业的薪酬激励未能达到这样的效果,反而使钱庄经理与职员从事不利于钱庄长久发展的投机活动。1883年倒账风潮之后,一则新闻反思钱业何以屡屡进行银洋投机,就将矛头指向了钱庄经理与伙友:

扰扰于钱业公所之门者无非庄伙。大凡财东,虽极贪躁,顾念血本,断不愿其伙之赌空。而钱业规矩,经伙所为,非年初送阅红账,平日不得过问。经伙事权在手,声势震同行。至赌空之时,无不以为多贵。试思辛[薪]俸几何,红股几何,乃赌此数十万之输赢而不累及财东,谁其信之?^⑤

由此可见,钱庄屡屡参与投机活动实非股东所愿。就短期而言,股东贪图厚利虽有可能与经理人的利益一致;但就最终效果来说,股东对钱庄负无限责任,经理任意经营,从事各种高风险的投机

① 《论钱市之衰》,《字林沪报》1884年2月9日,转引自中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》,第52页。

② 《上海县示》,《申报》,1887年11月23日,第3页。

③ 葛元煦:《沪游杂记》第4卷第47—53页,1876年版,转引自中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》,第32—33页。

④ 《书整顿钱业规条后》,《申报》1884年2月13日,第1页。

⑤ 《论钱业败坏之由》,《申报》1883年11月7日,第1页。

事业,最终只会导致股东倾家荡产,说二者利益一致则很难令人信服。

但是为何钱庄职员屡屡参与投机活动?这可以从两个方面予以解答。

第一,社会环境的变迁与钱庄内在制度的缺陷放松了对钱庄职员的道德约束与物质约束,这主要通过钱庄宕账制度的异变表现出来。钱庄职员因肆无忌惮的预支缓解了薪俸微薄所造成的资金紧张局面,借助身处钱庄的信息优势又可以实现预支款项的充分利用。但是预支需要年底偿还的制度决定了资金利用的短期性,银洋投机,股票买卖等投机活动恰好可以实现资金的快进快出。而钱庄宕账额度的变化,也导致了风气的变迁,钱庄职员的道德约束废弛,“从前钱业中人类皆布帛菽粟,不务应酬,不尚奢侈,自放帐滥而宕账巨,于是乎风气大变,衣服丽都,挟妓饮酒毫不为怪”。^①在钱庄职员“出必乘舆,衣必艳色,酒必招妓”^②的风气之下,不顾股东利益参与投机活动也就毫不奇怪了。

第二,薪酬激励与宕账制度的结合更诱发了钱庄职员的投机心理。钱业身为百业之首,职员薪俸反而低于其他行业,^③微薄的薪资甚至不足以让底层职员养家糊口。更何况随着宕账日巨,风气日变,钱庄职员逐渐习惯于奢侈的消费。消费习惯一旦形成之后就产生了棘轮效应,钱庄职员追随更高的消费水平,难于恢复原来的节俭。钱庄的分红虽多,然而三年一派间隔太长,使钱庄职员承担了太多不确定性,一遇金融环境不佳或经营有失,分红就可能化为乌有。此时肆无忌惮的预支使状况更为恶化,钱庄的预支相当于一笔无息贷款,这放松了对钱庄职员的流动性约束,然而同时又使他们承担了更高的风险。盛丕华对此有一段精辟的评论:

伙友因生活程度之高而俸金不足养其家,于是为预支之通融。然预支者,非一支而不还者,故伙友之得,在常时预支之通融,其失在俸金之薄不足以贍其家,因预支可任便通融而其用益奢,因俸金之薄而盈余不可恃,遂为投机之求。一有失败,则其累益重,故伙友亦得不偿失也。^④

故而当钱庄经营不善而分红微薄时,钱庄职员很可能会因不足以偿还数额巨大的预支款项而走向投机的道路,正是钱庄这种不合理的薪酬机制加剧了钱庄职员投机的可能性。

一般来说,钱庄职员的投机至少有两种选择。第一种选择是在钱庄预支大笔资金直接参与各种投机活动,特别是股票买卖;第二种选择便是影响钱庄的经营决策,使钱庄从事一些风险颇高而获利甚丰的活动,特别是银洋投机。对于钱庄底层职员来说,他们往往选择参与各种股票投机活动,一旦失败则往往携款潜逃;而对于钱庄经理而言,他们大权在握,可以直接利用钱庄大笔资金从事银洋投机,买空卖空,获利颇丰。如果经理为人良善,则以获得大笔分红为贍足,否则很有可能“以东人之费为自己交易,获利则暗饱私囊,亏本则明摊公账”。^⑤

下面以顺康钱庄为例,探讨薪酬激励机制与投机行为的相关性。顺康钱庄成立于1905年,由股东程颢岳独资经营。据程颢岳之孙程庸畴回忆,程颢岳知人善用,“他到店中视事,除听取经理汇报外,从不插手店务”。^⑥故而不同于一般所认为的独资股东大权独揽,庄中大小事务皆由经理李寿山决断。然而有意思的是,顺康钱庄在1912年前后经营风格产生了很大的转变。在1912年之前,顺康钱庄接连从事投机事业,以致因亏损过大在1912年停业7个月,同年8月才由股东增资复业,^⑦而在1912年顺康钱庄增资复业之后,“最初几年边营业边清理旧账,业务进行十分谨慎”。^⑧

① 《论钱市之衰》,《字林沪报》1884年2月9日,转引自中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》,第52页。

② 《书整顿钱业规条后》,《申报》1884年2月13日,第1页。

③ 《整顿钱业说》,《申报》1883年10月24日,第1页。

④ 盛丕华:《上海钱庄亟宜改良图存私议》,《新闻报》1911年9月19日,第1张第1页。

⑤ 《论钱市之衰》,《字林沪报》1884年2月9日,转引自中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》,第52页。

⑥ 程庸畴:《在上海的苏州程家钱庄》,上海市政协文史资料工作委员会编:《上海文史资料选辑》第60辑《旧上海的金融界》,上海人民出版社1988年版,第254页。

⑦ 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第814页。

⑧ 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第817页。

这一转变可以理解为经理李寿山吸取了投机失败的经验教训,但1912年之后顺康钱庄逐渐进行了数项薪酬方面的调整,故而薪酬激励机制的变迁对顺康钱庄经营风格的影响也不容忽视。

(一)清末的顺康钱庄

顺康钱庄与豫源钱庄都是由九家钱庄资本家家族集团之一的苏州程家所开设,而且两家钱庄开设时间相近,顺康钱庄成立于1905年,豫源钱庄开设于1906年。然而清末两家钱庄经营风格却相差极大,顺康钱庄接连从事投机事业,豫源钱庄则经营谨慎。两家钱庄迥异的经营风格部分可以归于经理人不同的风险偏好,但是我们不能忽视两家钱庄薪酬方面的显著差异。

顺康钱庄的薪俸在1905年至1911年间一直维持在一个较低的水平,仍旧保持三年分派一次盈余的旧例;而豫源钱庄自秦润卿1909年担任经理后,“先从自己做起,取消经理宕账,同时适当调整职工工资,并与庄东商定,改三年一次分派盈利为一年小结一次,预先分派部分盈余,扣还宕账,然后三年届期合并进行结算”。^① 豫源钱庄现存档案中最早可见到1912年的红帐,在当年钱庄职员的薪酬共分为三部分,其一是按月发放的束脩,其二是按年发放的余水,其三是每年分派的花红,前两者可视为固定工资。仅仅比较下顺康钱庄的薪水与豫源钱庄的束脩,就会发现顺康钱庄待遇已然不如豫源钱庄,如果再考虑进豫源钱庄按年发放的余水,其差距就更为惊人了。以经理待遇为例,豫源钱庄经理秦润卿每月束脩24元,一年余水200元,二者折合到每个月共约40元,而顺康钱庄经理李寿山薪俸一月只有20元。如果再考虑最底层职员的待遇,豫源钱庄最底层职员束脩约每月5元(十二月份双薪),一年共计65元,而顺康钱庄最底层职员薪俸一般每年仅有20元,就算不考虑豫源钱庄年底发放的余水,已超过2倍之多。^②

如果考虑到顺康钱庄的低薪待遇,或许就比较容易理解其经理李寿山何以接连从事投机活动。1908年顺康、会余两钱庄因做银洋投机被上海道查获,本来有惩罚的拟议,后经商会请求以捐7000元善款了事,同时李寿山被勒令辞退。^③ 但是似乎通过各种关系,李寿山最终仍旧继续担任顺康钱庄经理,风头一过还参与银洋投机,以致1910年《新闻报》一则时评不无愤恨地称其为“钱侔李某”:

钱侔李某,前以买空卖空,经沪道惩罚,宜其不能混迹于商界矣,乃神通广大,今又俨然为钱庄经理……乃一二月来,银息奇涨,百业有坐毙之虞。细探其由,则有二三钱庄狼狈为奸,强抬银拆,而李某实为之谋主,利一己而害大众,不知沪道与商会亦有所闻耶?^④

不只如此,1910年李寿山又卷入了橡皮股票投机,不仅脱手滥放,接收橡皮股票做抵押共放出308009两,同时以钱庄名义购有蓝格志股票21520两,给顺康钱庄造成了巨额损失,最终导致顺康钱庄于1912年停业清理。^⑤ 那么何以顺康钱庄经理李寿山接连卷入投机活动呢?简单分析一下1905年到1910年顺康钱庄损益表便可有所收获,如表6所示。

表6 1905—1912年顺康钱庄损益表 单位:两

年份	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
盈亏	15 900	25 500	2 900	22 800	5 021	20 525	-12 445	-9 897

资料来源:根据中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》(第830—831页)相关内容整理。

1907年与1909年顺康钱庄皆经营不佳,而之后一年经理李寿山都进行了投机活动,这种状况难道仅是一种巧合吗?顺康钱庄薪俸本身就极为微薄,如果再连续数年经营不善,三年一度的分红必

① 孙善根:《钱业巨子秦润卿传》,中国社会科学出版社2007年版,第41页。

② 《福源钱庄关于职工薪工发放回单及各年薪工、红利数额留底簿(1)》,上海市档案馆藏,福源钱庄档案,档案号Q76-2-27;《顺康钱庄1905年至1941年度会计决算表(红账留底)》,上海市档案馆藏,顺康钱庄档案,档案号Q76-18-14。

③ 《沪道电禀督抚究(为罚钱庄做空盘事)》,《时报》1909年1月3日,第6版。

④ 《沪事谈屑》,《新闻报》1910年6月5日,第3张第1页。

⑤ 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第814页。

然极为可怜,李寿山作为经理确实有改善经营状况的动机,只是他运气着实不佳,一次恰好被上海道查获,而另一次则卷入橡皮股票风潮,最终导致了1912年的停业清理。与顺康钱庄相对应,薪俸较为优渥的豫源钱庄则安然渡过了“橡皮股票风潮”与辛亥革命前后的钱业倒闭狂潮。

(二)民国初年的顺康钱庄

民国初年,钱庄业薪酬方面有了一些显著的变化。其中比较重要的就是薪俸的增加与宕账制度的废除。严格来说,钱庄业薪俸的增加一方面是因为钱业渐渐认识到低薪之害,另一方面更多得是因为随着新式银行业的陆续成立,钱庄职员有了更多的外部就业机会,钱庄业不得不通过加薪来挽留优秀人才。而宕账制度的废除则完全是因为钱庄业意识到了宕账之害而采取的主动行为,在1914年时,“钱业董事查得该业屡被伙友宕款亏累,与庄家殊多危险,是以邀齐同业筹商防维预杜后累之法,拟就妥章,即行稟请商会转呈农工商部立案”。^①虽然没有顺康钱庄废除宕账制度的明确记载,但在这样一种集体行动中,过去那种大规模预支现象应当不复存在。

1912年8月顺康钱庄增资复业后,职员薪酬方面也渐渐有了一些变化。自1913年开始,顺康钱庄效仿豫源钱庄在三年一度的分红外设立了一年一次的小分红,红账上记为洋水。以1916年为例,该年共发洋水3496元,经理李寿山分得洋水500元,当年他的薪俸仍仅一年260元。而自1917年开始,顺康钱庄薪酬结构有了较大变动,在降低洋水的基础上大规模提高了薪俸水平。每个人的薪俸基本上直接变为原来的两倍,经理李寿山的月薪则由20元一下提高为40元,由于当年发放了14个月薪俸,故而1917年李寿山共得薪俸560元。^②顺康钱庄1917年职员薪俸结构变动如表7所示。

表7 1916—1917年顺康钱庄职员薪酬结构变动 单位:元

	年份	样本数(个)	最大值	最小值	均值	中位数
薪俸	1916年	20	260	16	163.75	195
	1917年	19	560	28	293.79	308
洋水	1916年	20	500	14	172.3	180
	1917年	19	300	76	76	40

资料来源:《顺康钱庄1905年至1941年度会计决算表(红账留底)》,上海市档案馆藏,顺康钱庄档案,档号Q76-18-14。

顺康钱庄薪酬的调整应该说较为成功,一方面起到了较好的激励效果,另一方面又不使钱庄职员承担太多风险。与此相应,顺康钱庄民国初年经营状况要较清末平稳得多,每年盈余基本都集中在两三万两左右,并没有太大的波动,一定程度上也反映了这一时期投机行为的减少,详见表8。

表8 1913—1919年顺康钱庄损益表 单位:两

年份	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919
盈亏	30 000	37 000	24 000	24 000	23 000	29 000	43 000

资料来源:根据中国人民银行上海分行编《上海钱庄史料》(第811页)相关内容整理。

五、结语

现代企业制度正是建立在股票所有者与经理之间相对分离的基础之上。贝利和米因斯最早指出了股份有限公司所有权和经营权相分离的现象,“一方面是所有权,另一方面是管理——这种管理有越来越脱离所有权,并最终处于经理人员本身手中的趋势,而经理人员能够使自己的地位永存”。^③而在传统的独资或合伙的组织形式下,上海钱庄业也显现出所有权和经营权相分离的趋势,并且同

① 《钱业预杜宕欠办法》,《新闻报》1914年10月17日,第3张第1版。

② 《顺康钱庄1905年至1941年度会计决算表(红账留底)》,上海市档案馆藏,顺康钱庄档案,档案号Q76-18-14。

③ 贝利和米因斯:《现代公司和私有财产》,纽约1933年版,第124页,转引自葛扬、李晓蓉《西方经济学说史》,南京大学出版社2003年版,第353页。

样存在着委托代理问题,即通过何种薪酬激励机制可以使股东和经理的利益趋向一致。然而民国之前上海钱庄业的薪酬激励机制不仅没有使股东和经理的利益趋于一致,反而导致了钱庄业严重的投机性。

民国之前,上海钱庄业普遍采用固定薪俸与三年一度的分红相结合的薪酬激励方式。可是在薪酬结构中,分红间隔过久使经理与职员承担了太多风险,而固定薪俸太低又使经理与职员难以维持符合其身份地位的消费水平。在这种情况下,钱庄业肆无忌惮的预支使经理与职员可以轻易获得巨额资金,其消费也趋于奢侈。就职员而论,往往利用大额预支参与股票投机。就经理而言,一旦预支款项难以偿还或预期分红过少,也倾向于采取投机行动,以高风险博取高额利润,从而获得更多分红。一旦投机失败,则股东负债累累,而经理损失不多。

民国初年,钱庄业开始加强了薪酬制度建设。其一是废除了宕账制度,切断了钱庄职员参与各种投机活动的一个重要资金来源;其二,逐渐增加钱庄职员的固定薪俸,满足钱庄职员生活所需,使钱庄职员可以安心供职;其三,在三年一度分红外增添一年一次的小分红,以起到更好的激励效果。事实表明,多措并举之下,民国初年上海钱庄业的投机性确实有所降低。当1921年上海再次爆发金融风潮给市面重大打击时,钱业未受重大损失,这可以归功于“钱业主持者老成持重”,^①吸收了“橡皮股票风潮”的教训,采取了一系列措施。但这一系列措施中的关键两条,“不准经理人和职员入交易所投机”与“‘慎重’签发银票”,^②其实都与民国初年薪酬制度方面的变革有着千丝万缕的联系。1921年信交风潮中钱庄业“得免牵连”,民国初年一系列薪酬制度变革的作用不容忽视!

Salary Incentive, Overdrafts and Speculation in Shanghai Native Bank

Wang Lingqiang

Abstract: Shanghai native bank and Shanxi draft bank are both representatives of old-fashioned financial institutions in China. However, the former was much more speculative than the latter. Based on the separation of ownership and management rights of Shanghai native bank, this paper applies principal-agent theory to analyze speculative behaviors of bank managers and employees from the perspective of salary incentive. It reveals an important reason for the prevalence of speculation in Shanghai native bank through both comparative study and case study. Before the Republic of China, Shanghai native bank adopted an incentive method that combined fixed salary and dividends, which aimed to share risks and benefits between bank managers, staff and shareholders. However, the unreasonable salary structure, namely, low fixed wages, long dividend intervals, and overdrafts induced the speculative psychology of the bank manager and staff. As a result, the incentive mechanism of Shanghai native bank failed to align the interests of shareholders and managers, however, which led to serious speculation. In the early years of the Republic of China, the change of the salary structure and the abolition of overdrafts played an important role in the reduction of speculation.

Key Words: Shanghai Native Bank, Salary Incentive, Speculation

(责任编辑:王小嘉)

① 秦润卿:《五十年来上海钱庄业之回顾》,孙善根、周晓昇编:《秦润卿史料集》,天津古籍出版社2009年版,第61页。

② 中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,第120—121页。