

萬有文庫

第二集七百種

王雲五主編

世界之復興

(中)

沙忒爵士著

史國綱譯

商務印書館發行

世界之復興

(中)

沙忒爵士著

史國綱譯

萬有文庫

第二集七百種

總編纂者

王雲五

商務印書館發行

第二章 好的和不好的借貸

世界的信用制度

在經濟制度裏借貸的作用很簡單，雖然出借的種種方法很複雜而不同。一件物品自製造至賣出所需要的人工，占有一個很長的時期。牠出賣時所得的價值，通常要比製造時所花費的多，這樣使出賣者可以獲得較多的人力，以應付將來的需要。但是中間已經經過好些時光了。

借貸的作用就是渡過這個間斷的時間；爲了這個目的而出借是通常所謂的供給「資本」。沒有借貸，成功的生產者對於事業的擴充必很遲緩；並且新的產業家也難於開始他的工作。全部信用組織的建設，就是爲了這個簡單的需要。

假使讀者願意知道最新的信用組織的運用，最好看麥克密倫金融工業委員會在一九三一

年六月裏所發出的報告，牠敘述着英國的制度，以及牠的存款銀行，證券投資公司（註一），「匯票」和其他的票據所占有的地位，「證券承兌公司」（註二）和票據經紀人的效用，及所有這些銀行或機關和中央銀行的關係。那兒可以看見，如何全國大部份的金錢是這些存款銀行所造成的信用，（註三）如何中央銀行用了增加轉貼現票據的定率，和「公開市場」營業的方法出賣信用券，可以引起這個信用的緊縮。這種統制的權力，在各國有大不同的地方。在倫敦，這種統制的權力却是登峯造極到了牠的最高點。美國實際上要比較的單弱些，因為那兒的工業組織自己有較大的金融上的資財。在法國，權限也小，因為那兒沒有相同的「匯兌市面」（註四）並且法國銀行不能合法地做「公開市場」的營業。有了正當的擔保，存款銀行就借款給牠的顧客，這就是所謂的信用。積極的生產者就依賴這些借款，得到「營業資本」用以渡過製造時至出賣時中間所經過的一個時期。

然而，工業方面的事業，不祇是需要「營業資本」。一個新創的企業，或者一個需要擴充的舊企業，關於牠的資產上的添設（如土地，工廠，機械等等）需用極大的款項；而必須經過許多年之

後，才有在利潤裏取回這個數目的可能。因此「長期」的資本是必須的了。存款銀行要供給這類的資本，就免不了危險；因為這些存款銀行最緊要的责任，是存戶需要款項的時候，立刻就付給他們，因此不得不使牠們的資產常是流動的。實際上，銀行已經大都被迫而舉行長期的借貸了。牠們行使這類的任務，是非常危險的。

因此長期資本普通用別種的方法籌集，主要的形式有兩種。發行這種企業的股票，買這些股票的人平分所有的淨利；營業不振的時候就什麼都得不到，興旺的時候就有無限的報酬。但有許多投資者願意得到更有把握的；因此要想從這些人們裏得着資本，就發行「公司債券」（註五）或「優先股票」，這在分發股息給普通的股票以前，給他們一個規定的或最高的每年利息的優先權。假使這個營業失敗了，他們當然損失了所投資的金錢；但是除了這點以外，就是在執有普通股票者——他們當然是這個企業的真正主人——得不着一文的時候，他們也可以得到所規定的每年的酬報。但是在另一方面說來，假使這個事業非常發達，他們除了所規定的酬報，和覺得他們的投資有更完全的保障以外，却一無所有。

以上所說，祇涉及私人的企業。但是政府也需要舉債：這類借款一部份用於渡過不時發生的難關，因為各個時日都有支出的款項，而收入大都是不定的或者要在一定的日期才能收取；一部份用於建築國有鐵路，或道路等等。應付第一個的辦法，可在市面上發行短期「財政證券」；（註七）應付第二個的辦法，可以在國內或者國外發行公債票。

在實際上，爲了這些不同的目的而籌集資本的制度，各國都大不相同，要看需要資本的企業的性质，舉債者的品格，以及投資者的習慣。許多創辦多年而成績很好的公司，在牠們的公司條例範圍以內，很容易向公衆銷售新的「公司債券」或股票。但是新的企業却有特別的問題；因此在金融組織裏，出現了一個團體，牠的工作就在「襄助公司的成立」。

這些襄助公司成立者的職務是勸導那些對於新公司沒有直接認識的投資羣衆，說這個是值得把他們的儲蓄來嘗試的企業。這些襄助者，用了廣告，把這個新企業如何是必定成功的原因，以及和這個新企業有關係的人物，都詳細說明，那些與新企業有關係的人物和襄助者的名譽，與銷售股票的成功，很有關係。在英國的金融組織裏，這種襄助的團體是最不滿意的一種，牠與許多

很壞的醜事或誹謗有連帶的關係。要使這個向羣衆銷售的制度能有圓滿的結果，襄助公司成立者的名譽却是牠的基礎裏一個緊要的部份，而牠却常常證明了是不可靠的。曾經有很多次數，他們拿了佣金之後，就不見了；而在他們的位置上，換了一般經驗較少而名譽較好的人。

國外投資又有不同的根基。至於英國，大都由成立很久的證券投資公司的制度所辦理，從各方面說來，在投資者和舉債者之間，這個制度却證明是一個負責的，適當而滿意的媒介物。

投資者的願意大膽投資與否，大都要看他是否能夠在任何時候變更他的投資，或者設法取回他的資本；因爲這種的需要，才創立了世界的證券交易所，在這種的交易所裏，依照着每日的市價，所有的股票可以買進或賣出。牠們的價格照着不同的企業和舉債者的信用而定。爲了這個目的而成立的機關，並不專用於真正投資的轉換。牠不但使人們可以隨時投資，還幫着他們投機；買了以後並不保留着，祇預備價值漲高時出賣；並且還有出保證金來買股票而投機的，這就是說他們願意丟棄掉所出的保證金，假使他們沒有猜中而股票的價格向下跌落了；反之，如若他們猜中，他們就可以賺錢。

在英國信用制度裏的缺點

現在我們來討論爲什麼近年來這個制度走入了歧路。

關於把國內的資本發展國內的企業，在各國的情形大有不同的地方。在英國，發展的情形大約如下。如我們所知道的，直到十九世紀的末葉，工業上的擴充大都由各工廠的主人把所有的贏利重新投資於自己的企業，或者用他們和別人直接接洽所得到的款項。在大戰前的那一個時期裏，每年儲蓄的總數有四萬萬英鎊，而有二萬萬英鎊投資於國內的企業裏，但是裏面祇有一千八百萬英鎊是由倫敦金融機關經手投資的。前一世紀國內的投資，大都出於那些自己對於各種企業有經驗和有知識的人；所有投資的酬報，也隨着產業的幸運而不同。各種企業不是個人所有的，都是股份公司那樣的組織。因此除了利潤以外，每年沒有過份的定額債務的負擔。

但是稅率的增加，產業的擴大，一個貿易減少的時期，和其他各原因，把以上所說的情形完全改變了。工業方面，無論爲了改換或擴充工廠，都須從許多和不知姓名的投資者那兒得到資本，因此就得利用一個信用機關，這大都在倫敦。在近幾年中，國內投資總額二萬萬英鎊裏，由倫敦信用

制度裏的機關所經手的不是一千八百萬，却是一萬七千萬英鎊了。一般投資的人們對於他們的金錢所存放的企業，大都沒有直接的知識，因此就願受着每年一定的酬報，而限制他們資金的危險；不若以前的可以藉着所投資的企業的發達，得到無限度的潤利，或者因為企業的不振，也就毫無所得了。所以現在各種工業爲了置備工廠等所需要的資本，大部份出於公司債券或優先股，和以前的普通股等等不同了。

在英國，更堪注目的，一般工業的資本竟是一種銀行浮支款項的變體。這些浮支有些地方替代了以前實業家用以資助短期經營的「國內期票」；（註八）可是這種浮支的利率却沒有國內期票的來得有伸縮，所以這種的變換，（一部份由於市面上有巨額的財政證券，）尤其在不景氣的時候，是很不幸的。不景氣的延長更使浮支侵入了另一個範圍。因爲新資本的難於得到，企業漸地大部份歸銀行資助了。這些浮支——在原則上是爲了供給「營業資本」的目的，依法却可以在短時期內索回的，——後來大都變成了長時期所需要的資本，因此在實際上，就成了長期的資本，而比着別的這種的資本有優先權。

從幾點上看來，結果是不會好的。一旦工業靠了這些隨時可以索回的浮支，而索回的時候却不能夠立刻付出，牠的主權就在銀行的手中了。銀行並沒這種設備，並且也不希望，來管理企業，而牠們的投資應該是活動的，却變成「呆滯」的了。同時，知道了有這些呆滯的浮支以後，使工業更不容易得着新的資本，因此這個制度就永久存在下去。這樣，工業裏長期和短期的需要的比率，變得很不相稱，而長期和短期的資本，也不能應付牠們；並且工業上所需要的規定的和臨時用以應付的資本，以及所有的款項，也發生同樣的狀態。短期資本（浮支）侵犯了長期需要的範圍；規定利息的資本（公司債券和優先股票）霸佔了利潤不定的普通匯票的範圍。物價降落使這個不相稱更爲嚴重，牠減削了貿易和利潤，而同時又增加了那些在分派普通股息以前所要償付規定了的利息的分量。

在這時候，一般的投資者見到許多有聲譽的公司，在現在不景氣時期裏已經停付普通的股息，並且在分派普通股息以前，對於公司債券和浮支又有巨額的支付，不免灰心，而近來所發行的許多股票的不幸的結果，更使他們對於投資十分的膽寒。

在一九二八年麥克密倫委員會所發表的報告裏，有些驚人的數目，表示了投資者把儲蓄來供給企業的新資本，是如何失望的。那年購買英國國內二百八十四個公司的股票和公司債券，作為牠們資本的，總數是一萬一千七百萬英鎊。在一九三一年五月三十一日，這些股券的市價祇值六千六百萬英鎊，損失了百分之四十七；然而這些股券發行時候的價值，大都超過票面的價格，所以實際上所受的損失還要比以上所說的大些。還有，在這二百八十四個公司裏，七十個已經倒閉了，另外有三十六個公司的資產沒有確定的價值，這一百零六個公司所發行的股額有二千萬英鎊。這委員會花費了兩三年的時期，止於一九三一年五月，報告裏的確包含了一年半的世界經濟的不景氣。但是一九三一年五月還在世界金融恐慌和不景氣較嚴重的時期之前。假使報告的時期再移後些，那末損失一定還要大些。就把不景氣的影響計算在裏面，這些數目也表示一個極不滿意的情形，並且即使一九二九年未沒有股票大跌價的事情，一定也會有不小的損失。

英國的國外投資，辦理上却比較謹慎些。在國內每年四萬萬英鎊的儲蓄裏，通常大約有二萬萬多英鎊是用於國外投資的，（或者是重新投資的，因為這個數目和以前投資所得到的利潤很

相近）這些大都由少數創辦很久的證券投資公司和其他有聲譽地位以及經驗的機關所經營。假使依照着同樣的日期——一九三一年五月——那就在金融恐慌把牠的影響加在早期的不景氣之前，這些投資的成績却比國內的好多。牠們大部份是英國法定貨幣的公司債券、債票、和抵押，那時這些大都是不受影響的；其餘投資於普通股票的，在產生原料國家裏的却受了些損失，因為原料的價值有過非常的跌落，但是這些都可以把世界不景氣的原因來解釋的。

各國信用制度的不同

在美國，情形就很不相同。直到最近，紐約的金融界幾乎完全致力於發展國內的工業，很少涉及國際的投資。一直到大戰的時候，美國還是一個負債國，流入而不放出資金。她的向外出借和投資，祇有很短時期的歷史，雖然她的金融機關裏有好幾個是很精明而謹慎地發展牠們的新職務，但是有許多還不配這樣說。

從另一方面說來，國內的投資，却比英國辦理得較好。美國所有著名公司的發行股票，大都由幾個負責的金融機關擔任，而在計劃的意見書裏，這些機關就占有重要的地位。一般說來，在人民

的目光裏，美國銀行的代銷股票是因爲知道牠們所贊成的股票的可靠，美國的銀行知道了這點，所以和有關係的工業維持着很密切的團結。因此牠們的確給公共的投資者一個好的指導，這是英國國內投資者所不可得的。在一九三一年，美國的銀行經歷了種種艱難，因此有金融復興公司的組織，來維持牠們；但是這並不由於牠們對工業界的投資，而是別的原因。許多有擔保品的（土地的契約，鐵道的債券等等）短期借款，在平常的時候是很安全的，但是因爲價值出乎意料之外的慘跌，使借貸者破產，因此這些短期借款變得不能夠活動了；並且美國有許多獨立的銀行，這和別國裏大銀行有許多支行的情形不同，加以許多關於投資方面嚴密的規律，和政府的監察，這些的用意常常和事實相反，使銀行裏的週轉非常的不靈便。

在法國，國外投資者很早就嚐到了不幸的經驗，他們大部份的金錢，受了政府的指使，爲了政治上的原因，好像在大戰前的俄國，或在中歐及東歐的國家一般，都已失掉了。因爲世界恐慌的影響，他們當然又失了一部份他們很謹慎地存放的款項。至於國內情形和英國——尤其是戰前的英國——及美國都不同，一般投資的款項大都由小資本家所集成的。他們都不願運用他們自己

的判斷力，而喜歡聽從大銀行的勸告。所有工業上的股票，大都由這些銀行發行，因此牠們對於民衆，代這些工業負有一種的責任。還有幾個有實力的銀行，已經把這種事業作爲銀行的職務，直接參預各種的工業。

在德國，銀行和國內工業的關係，更爲密切。那兒工業的發展，要比英國遲些。除了普魯士以外，資本和單獨的投資者都很少見；一部份由於這個原因，一部份由於沒有別的組織存在，銀行却迫於情勢來替代了工業界去籌劃永久的以及臨時的資本。因此變成了慣例，凡是新公司的成立，大都和一個銀行有密切的合作。銀行估計將來的希望，得到專家的報告，再策劃募集資本的方法，規定所要發行股票的種類和數目。因此銀行的信用，昭彰於一般人民心目之中；有的時候，銀行自己也買股票，預備以後再賣給民衆。

因此銀行和工業的關係，各各不同。在德國是最密切的，那兒的制度對於工業的發展有特別的利益，但是對於存款者的利益，却變爲次要了；最沒有關係的是英國，那兒銀行制度裏最注意的一點是保持存款者的儲蓄的活動性，工業和投資者要在別的方面才能找到襄助和指導；處於中

間地位的是美國和法國，那兒投資者得到較多的指導，工業得到較多的直接的幫助，而存款者的地位稍許忽視些。但是在一切情形之下，銀行都不能夠完全和工業的命運脫離關係。以前我們說過英國銀行曾竭力避免了長期的投資，而所給與工業的可以續訂的短期款項，專供給牠們真正爲了臨時開支的應用，牠們却不能償還，因此就「呆滯」了銀行裏一大部份通常可以流通的款項，這樣以後，就是銀行不願，也迫着牠們在法律上有管理一大部份工業的權力。

然而，這兒我們所要特別討論的，雖然不是唯一的，却是國外借貸的部份。金融恐慌是由於牠的驟然終止；而牠驟然終止的原因大都由於以前牠使用上的不得法。

關於三個主要的出借國外的國家，在不景氣前幾年裏的情形，我們可以有下面的概論。當英國在國際的賬目上有最大贏餘的時候，她的國外借貸，大都由那個時期裏所組成的那些機關所經手的；並且用了大致相同的規律和標準，指導着牠們的動作。關於借給各國政府的款項，她在英格蘭銀行的率領之下，竭力贊助國際的合作，以減少借出款項被妄用的危險；如若不合這些條件，對於歐洲的借款大半不願意襄助——雖然也有例外。因此在國聯復興奧大利，匈亞利，希臘，和布

加利亞的借款裏，在陶斯計劃（註九）和楊格計劃之後借給德國的款項裏，她都分擔了一部份；他在大國的中央銀行所贊助的計劃之下，如幫助波蘭、比利時和其他國家恢復通貨的借款，她也有一份。然而，有幾處借款，她卻不像以上的小心（如借給南斯拉夫（註十）的）得到了極不幸的結果；同時還鼓勵別的國家採取了同樣的舉動（例如法國借給羅馬尼亞（註十二）的款項。）而在澳大利亞，那兒很早就不能償付借款的現象，這是一般更廣泛的困難的先驅，英國所供給的借款也有些過分的和不謹慎的地方。

總括說來，英國的出借國外，壞處並不在某事件上的失檢，而在範圍太廣，使她在國際賬目上逐漸減少的剩餘，難於應付。那時倫敦還是國外短期活款的集中地；這些得來的款項，很多變了長期借款，或者到後來證明了是很不可靠的短期墊款（好像在德國的一般）而會變成呆滯的。從一九二五年開始逐漸減縮的英國在世界上的商業，暗傷了她出借資本的能力；因為她的長期的投資和借貸都沒有相當的減少，所以她金本位的地位，弄得疲敝日甚，專靠着外人在倫敦短期投資的繼續和重訂，來支持殘喘。當她借給德國的短期墊款呆滯之後，又因為信任心上受着打擊，倫