



投資公司與工商業



滕 茂 桐 著

十月出版社印行

序

天津的投資公司已經醞釀了將近半年了，最近正在積極籌組中，在這個期間，關於投資問題，我發表過許多不成熟意見，我也從工商界與金融界的朋友學習了許多珍貴的知識，現在乘寒假之便，把我對於這個問題的認識，整理一下，寫成這本小冊子。我以興奮的心情，把它獻給投資公司運動，希望能對之起着些鼓勵的作用。

南大同學莊禮榮君，幫我抄寫了一部份稿子，在此附致謝意。

陸 茂 桐

一九五一年二月十五日

南開大學金質系

投資公司與工商業

目次

序

第一章 工商業與新資本市場

第二章 設立投資公司的有利條件

第三章 資本主義國家的資本市場(上)

(一) 資本主義的發展與資本市場

(二) 資本市場的組織

(三) 長期投資的工具

(四) 投資銀行

第四章 資本主義國家的資本市場(下)

(一) 投資信託公司	三三
(二) 信託公司	三四
(三) 儲蓄銀行	三五
(四) 證券市場	三七
(五) 「參與」公司及其壟斷方法	四〇
第五章 試論投資公司的組織與業務	四四
第六章 投資公司與私營金融業	五三
附錄	五九

第一章 工商業與新資本市場

一九五〇年三月以後，社會虛假的購買力消失，工商業界的朋友們因而遭遇了市場蕭條，資金週轉不靈的景況，充滿了失望的情緒；但是經過了「六月調整」，在物價穩定的基礎上，各地在中央領導下，開始調整工商業，以代銷、收購、加工及定貨等辦法，逐漸改變了不正常的現象。益以農村普遍豐收，購買力提高，保證了市場的擴大，工商業界已經是滿懷信心，從勝利走向勝利了。去年四月間毛主席在「爲爭取國家財政經濟狀況的基本好轉而鬥爭」一文中說過：要獲得財政經濟情況的根本好轉，需要三個條件，即：（一）土地改革的完成；（二）現有工商業的合理調整；（三）國家機構所需經費的大量節減。由此可見，多年來在帝國主義，官僚資本主義與封建主義重壓下的民族工商業，雖然於解放後翻了身，然而必須經過合理的「調整」，並加以改造，使之符合新民主主義經濟的要求，才能繼續存在，才能有發展的前途。因之，在新中國，凡有利於國計民生的私營企業，不但不應對之加以限制與束縛，而且要鼓勵其經營的積極性，使之向前發展。但是私營企業的改造，以及擴大再生產的基礎，在在都需要長期資金

，這些資金從什麼地方來呢？據毛主席的估計，我國的工業生產，僅佔全部國民生產總額的百分之十。爲了使凋敝殘破的國民生產恢復起來，發展起來，爲將來工業化奠定基礎，必須「要讓私人資本主義經濟獲得廣大發展的便利」，所以資金的來源，應該是社會上閑散的資金，與歸國的華僑資金。這是中國經濟發展的客觀條件所決定，換句話說，新民主主義的經濟，是從資本主義經濟到社會主義經濟的過渡橋樑，既不同於資本主義的經濟，也不同於社會主義的經濟。以中國過去半殖民地半封建的經濟基礎，要想走到社會主義的階段，絕不是一步所能跨得到的，需要這樣地準備物質的前提條件。

然而，長期資金需供之間，是需要起着橋樑作用的機構的。我們知道，資本市場乃資本主義社會裏生產事業或政府募集資金的最重要方式，這裏面包括以證券爲抵押的短期借貸市場、以承募及推銷爲業的信託公司、儲蓄銀行，與投資銀行；此外還要有證券交易所。這是一整套機構，缺一不可。在資本主義發展的時期，確是曾完成過積累資本的歷史任務；但是在一般人的印象中，只要提到資本市場，總會與投機相聯繫。這也是原因的。自從第一次世界大戰，資本主義的統危機開始以後，一九二九年美帝華爾街交易所大風潮，由瘋狂的證券投機，引起資本主義世界的大恐慌，是衆所週知。再有解放以前，上海證券交易所，也會

成爲波瀾雲詭，投機操縱的場所，對於推波助瀾，刺激物價，都是無可諱飾的事實。然而，這些都是應歸咎於證券交易所的形式麼？

先談資本主義社會的證交風潮：其根本原因，是生產社會性與資本主義的私人佔有間的矛盾。這可從兩方面解釋，資本主義的生產方式，有兩個特點：第一是生產毫無計劃，所謂無政府狀態，由無數個生產者自行相激相盪；第二，資本主義的生產，完全是以利潤爲指針。資產階級的經濟學於解釋經濟現象時，着重於生產者爲追逐利潤，在無政府狀態下，相激相盪後而形成之所謂「經濟均衡」。事實上，所謂「經濟均衡」是幾乎不可求得的，而「經濟失衡」却是經常的現象；尤其是當帝國主義時代壟斷事業有了長足的進展，「經濟失衡」，加上社會關係的嚴重失衡，更助長了「經濟失衡」的惡化，因此資產階級的經濟學中所稱之「經濟循環」，只是資本主義總危機中，較大的經濟波動，實則資本主義經濟，每日都是向惡化的路上邁進。在這種情形下，工商業的利潤率（利潤總額可能增加）是日趨低落，並且還有波動，於是投資與投機是幾乎分不開的，職是之故，表面上，雖然投資人可以自由買賣，似乎可以保障其應得的利益，實則除了壟斷資本家外，一般投資人的利益是毫無保障，在每次經濟波動的風暴中，都會有許多人蒙受破產的損失。

再談上海解放前的證交投機，基本上是由於官僚資本主義所製造的通貨膨脹。那時的豪富權貴，以強取剝奪的種種花樣，在物價飛騰中間，利用權勢便利，集中財富，投機行爲是無孔不入。事實上，證券的行情與投機性，遠落在黃金美鈔或其他商品的後面，以永安紗廠股票爲例，在一九四六年證交復業時，每一百萬股的市價，約合黃金廿一兩三錢，一九四九年四月初，僅合黃金九兩六錢。所以，無論是資本主義國家，或解放前上海的證券交易所形式，都不是投機的根本的原因；但我們也不應否認證券市場附帶着產生了許多投機行爲，也製造了許多職業投機家。

在新民主主義的經濟制度下，爲了合理的發展私人資本主義成份，爲着發展生產，繁榮經濟，這個最重要的歷史要求，在私營工商業長期資金的供需間，是可採用資本市場的形式。但本質上是不同於資本主義國家的資本市場，它是新民主主義經濟的新資本市場。在上面我們已經指出，我國人民生活水平落後的主要原因，是由於工業化基礎薄弱，我們爲了改變這種情況，必須大量發展工業，才能鞏固我們的國防，提高我們的生活程度；因之一方面要保護私人資本的企業，鼓勵私人資本的積極性；另一方面，要鼓勵社會私人閑散資金積累起來。因之我們對於資金需供雙方合理的利潤與權益，都應加以保障。不過在新民主主義經濟中

，私人資本主義的發展，不單是爲了追逐利潤，它的積極性也是由於國家的積極領導與扶助，以及工人階級的新勞動態度。同時國營經濟是新民主主義的領導部份，掌握了整個國民經濟的關鍵，成爲整個國民經濟的舵手，使私人資本不能不跟着它走，不能不以其方向爲自己的方向。在國營經濟中，所有權無疑問的主要的是操在工人階級的手裏，至於剩餘生產物的分配，也主要的是社會主義性的，因爲國家照着計劃分配於鞏固國防，改善勞動大眾的福利，擴大再生產基礎，發展衛生教育與文化，另外還供應國家的其他需要。由此可見，在新民主主義經濟中，生產已經帶有很重的計劃性成分，同時生產社會性與私人佔有性的矛盾，也因國營經濟的領導而大爲減弱。生產的基本矛盾既大部份消滅，資本主義國家的那種全面經濟危機，自然不會發生，那麼在新資本市場裏也就不致於發生資本主義式的那種瘋狂投機。此外新民主主義政權是爲無產階級的政黨——共產黨所領導，對於人民是非常負責的，解放前在反動政權下，充滿了血淚的通貨膨脹史，是永遠不可能再重演了，因之，解放前上海證交的那種與黃金美鈔及貨物市場相互結合聯繫的那種投機，在新資本市場裏，也是不可能發生的。

解放後全國只有北京與天津的證券交易所恢復起來。如所週知，過去在通貨膨脹期間，除了老解放區外，誠如孫曉邨先生在新建設第四期「新民主主義經濟

一年」所云：「在經濟上是民窮財盡，奄奄一息，工農業的生產，極度衰退，大量的勞動力脫離生產，城鄉的關係長期中斷，物資的流轉限於極狹隘的地區，沿海大都市與帝國主義的關係比較與內地的關係來得密切，鐵路是柔腸寸斷，災荒則遍地皆是；另一方面，……物價已成脫韁之馬，都市經濟完全失却常軌。在這樣的支離破碎的局面之下，中央人民政府領導全國人民開始重建家園的工作，一方面要不再發通貨，使物價趨於穩定，另一方面却要從有限的收入中擠出經費來救濟災民，恢復工農業的生產，修整交通，發展貿易，這是一件艱難的任務……一九四九年在全國解放過程中，物價有過四次的波動（一、四、七、十一月），一次大過一次，到年底總結時，一年之間物價漲了七十倍。」因之，有部份過去習慣於依附帝國主義、封建勢力，及官僚資本主義的私商，並未覺悟，仍想伺機而動，重溫他們在國民黨時期混水摸魚，因利乘便的舊夢。新民主主義經濟對於私人資本主義，雖然要保護與鼓勵，但並不意味着無條件的放任，所以在全國物價與經濟沒有穩定，控制市場的鬥爭沒有絕對把握以前，各地證券交易所是應該逐漸依次復業的。否則，在物價波動，貨物市場激盪的情況下，證券交易所恢復起來，只是助長投機，與生產脫節，完全失去恢復的意義。只有伴隨着經濟社會的轉變，逐漸恢復，才能完成調節聚集私人資本的橋樑任

務。

以天津證交而論，上場證券有「啓新洋灰」、「開灤煤礦」、「東亞企業」、「濟安自來水」、「天津造胰」、「仁立毛呢」、「丹華火柴」、「耀華玻璃」、「壽豐麵粉」、「中華百貨」、「永興洋紙」，等十二種。各企業所發行的股票，有的是各企業成立時所發者，有的是因幣值變更而重新估計的股本額。各股的漲落，雖有先後，但由於相互影響的原因，起伏的幅度，大體上有趨一致的傾向。這說明了，除去一部份散戶外，銀錢、棉布、進出口、山貨、輪船各業也有一部份資金，經常的輪流吞吐各種股票。自從銀行利率降低以後，證交是相當活躍的，每逢行商資金或上海閑散資金流入市場，更顯得熱鬧。然而股票的價格與其所代表的價值，完全脫節，同時股票的買賣，與企業本身也毫無關係。游資在證交裏面轉，也許在物價不穩的時候，還會減少貨物市場的壓力，但是，對於誘導游資的任務，則不能履行。這個問題，一直是為金融當局所關懷着。

我們在上面已經指出，資本主義國家的資本市場，原是一整套機構，在新民主主義經濟制度下，新資本市場之所以屬於新的範疇，是因為本質的不同，並不是因為機構上可以拆散。我們的資本市場是為人民奠定工業基礎，資本主義國家的資本市場是為壟斷資本家服務，但仍稱之為資本市場者是因為在形式上，可以

相同，同時也是爲了發展私人資本主義的。現在的證券交易所只是新資本市場的一部份，好比人體只靠一支腿，當然不能走遠路的，而可以代表另外一支腿的就是承受與推銷新股票新債券的機構。爲了負起溝通長期資金供需的任務，證交與承募推銷機構，必須彼此呼應，同時發展，以京津兩地而論，證交是復業很久了，急待建立的承受與推銷機構，就是投資公司。去年八月全國金融會議上，關於投資公司問題的結論，是：「投資公司的設立，爲聚集游散資金，與吸收正在迫切尋求出路的工商業轉業資金，以及華僑回國資金，使資金投放轉爲長期化，有利於經濟建設。通過這一機構，有計劃的投資於國計民生有關的生產事業，增加其流動資金，監督其改造經營，幫助其恢復與擴大生產，將來並有可能進一步投資創立新的企業。」北京的投資公司業經於去年九月間成立，天津的投資公司現在經工商聯的提倡，各界的擁護，正將以中籤的勝利公債本息爲主要股本，爭取早日開幕。天津與北京不同，是工商業重心，水陸城鄉內外交流的吞吐碼頭，將來天津市投資公司必將爲其他各工商業城市的榜樣，尤其是上海。同時天津市首倡以一九五一年中籤勝利公債本息爲股本，把已經聚攏來的資金，不使再行分散，也必然會給其他各地很大的鼓勵。

常有人對於投資公司股本有限，而私營企業需要的長期資金數額甚大，恐將

來投資公司資金有用竭的顧慮。我們必須強調投資公司是新資本市場的一部份，而新資本市場是一個有機體，必須各部份能配合行動，否則等於不能行動；換而言之，如只有證交，而無投資公司，社會上的資金聚集的數額不僅是有限，而且也不能導入生產之途；如只有投資公司，而不靠證交輔助，其能幫忙私營企業的資金，則僅限於投資公司的股本。有了證交與投資公司以後，爲了使之靈活運用，還另外需要融通證券市場短期借貸的市場，有如代步的車輛，行路時沒有車輛代步，固無不可，但有車輛代步，確是會有許多方便。關於這一點容另討論，此處不贅。總之，投資公司是靠了證交，才能聚集社會上閑散的資金，用之於生產，絕不是專門靠了本身的股本，去輔助私營企業。這一點的認識，對於投資公司的運用與投資公司的發展是非常重要的。如果投資公司與證交，相輔運用，便能大量聚集社會上的閑散資金，或以直接投資的方式，去發展國家資本主義經濟，或以供應長期資金方式，協助私營企業發展。

投資公司與證交，配合運用，以吸收游資，其方式，大體上是這樣的：第一，每逢證券交易所「心情盛」的時候，即大家覺得生產有似錦的前程而都看漲，證券的行市，必然會相繼上揚，這時可能使金融圈內的資金減少，因而短期利率上升。如果我們的資本市場，只有證交一部份，同時經營的証券，只限於幾種舊

股票，在這種情形下，股市所表現的只是步步堅挺，「多頭」獲得厚利，私營企業並不能自然而然的獲得社會上閑散的資金。倘若「多頭」獲得厚利之後，以之投於生產，對於資本的積累，自然會有供獻；否則私營企業，便不能從股市得到任何幫助，換言之，單靠資本市場中證券交易所的機構，並不能保證導引社會上閑散資金入於生產之途。這時如果另有承受與推銷的機構如投資公司，乘着證交堅俏的機會，發行新的證券，私營企業即可乘此機會，吸收了社會上閑散的資金，而且因為證交行情堅俏，就等於以較低的長期利率，獲得長期資金（證券是有固定面值，而且股息與債息是以面值計算，如行情上升，就是表示長期利率下降；相反的，證券行情下落，就是表示長期利率上升）。在這種情形下，發行「股票」，比發行「債券」合適，因為這時證券交易所的「心情盛」，與利率的高低無關，投資「股票」，主要的是為了紅利，而不是股息。

第二，銀行利率低於證券交易所證券的長期利率時，一般握有閑散資金的人們，為了貪圖證交較高的長期利率，會把資金投入證交。如果沒有承受與推銷的投資公司，私營企業並不一定得到資金。倘投資公司掌握時機，發行新的證券，私營企業便可通過新資本市場的機構，順利地吸取了社會上閑散的資金了。在這種情況下，發行「債券」比發行「股票」為合適，因為這時證交的「心情

盛」，是與利率有關，投資「債券」，主要的是爲了利率，而不是將來的紅利。以上所舉兩端，是證交與投資公司配合運用的主要輪廓，至於細枝末節，則千變萬化，不能一一例舉，只要對於這兩大端有明愜的認識，新資本市場，便可成爲導游資入生產的有機的機構了。

第二章 設立投資公司的有利條件

在一九五〇年七大城市工商局長會議時期以及全國金融業會議時期，全國私營企業正在經歷由通貨膨脹時期轉向穩定經濟的過渡階段。兩個會議上都有設立投資公司的擬議。各方面對於此舉，要求很殷。上海工商聯合會籌委會就提出：「希望透過投資公司，對資金缺乏之工廠予以投資。」自從三月三日中央人民政府政務院頒佈：「關於統一國家財政經濟工作的決定」，實行統一國家財政經濟的管理與領導之後，對於扭轉困難的財政經濟局勢，起了幾乎是「奇蹟」的作用，奠定物價與經濟穩定的基礎，但是也帶來了許多勝利中的困難。五一勞動節約少奇副主席曾經指出：「由於我們國家的經濟制度原來是不能獨立的半殖民地經濟制度，是依賴帝國主義、封建主義、官僚資本主義而生存，並為他們服務的經濟，又在長期戰爭中受到嚴重的破壞，要把這種經濟制度改造為獨立的，倚靠人民並服務於人民的經濟制度，醫治戰爭的創傷，是要經過許多痛苦的過程，並需要進行巨大的努力，才能達到目的。正因為過去的這種舊的經濟秩序已經打破，新的經濟秩序還沒有來得及建立的時候，在我們面前出現了各個社會經濟事業中

嚴重的脫節與無政府的狀態。又由於過去十二年來通貨膨脹、物價高漲的影響所造成的某些經濟事業的虛假的表面的繁榮狀態，遇到了今天物價趨向穩定的局面，也發生了暫時的貨物滯銷、生產縮減的困難。」這說明了私營企業困難的本質。爲了緊緊地追隨「發展生產，繁榮經濟，公私兼顧，勞資兩利」這個總目標，並適應新的經濟秩序，凡有益於國計民生與經濟建設的私營企業，應該儘量發展；凡不合乎新經濟秩序的需要，如以往僅以供應少數人奢侈享受的企業，應不再徘徊踟躕，要改絃更張，面向農村，面向大眾；凡不合乎經濟核算原則，缺乏效率的同類企業，應儘速自動協議合併經營，以減低開支；有益於經建，但以經營不得法，致入不敷出，而且也無法與其他企業合併者，應自覺地運用科學管理方法，改良經營。但無論要澈底的走那條途徑，都是需要長期資金。我們知道在解放的前兩年中，有所謂資金南流問題，即大批資本，由東北、西北、西南、輾轉向華北、華中，然後通過上海與廣州流入香港，有一部份固然遠渡重洋，另外一部份則仍滯留香港，待機而動。惟由於美英帝國主義者對東南亞經濟的加緊控制，正進退失據。新中國的私營企業正在殷切地需要長期資金，而逃到香港的我國資金又無出路，這中間似乎應該有個橋樑，使逃到香港及其他地區的資金，重回祖國懷抱，作爲建設用途。這雖然是遠水不解近渴，但應該是積極爭取的目