

資本市場

「場市券證」名原

期四第 卷一第

專題論著

資本市場總論……………楊蔭溥 (一)

吾國資本市場之過去與現在……………鄭宗伊 (三)

英國資本市場之過去與現在……………鄭學稼 (八)

美國資本市場之變遷……………祝百英 (一五)

實業銀行在資本市場之地位……………莊智煥 (一八)

證券交易所所在資本市場之地位……………華文煜 (二三)

市場動態…………… (二五)

市場調查…………… (二七)

中國絲業股份有限公司概況…………… (三八)

上海絲織業概況…………… (四〇)

資本市場專號

理財實務

財務報告分析之理論與方法(下)……………吳承明 (四八)

外情介紹

德國通貨膨脹下的物價與股價(下)……………錢修吾 (六五)

時論彙輯

遞交問題特輯…………… (六九)

出售國營事業問題特輯…………… (八二)

復興金融公司的設立問題…………… (八九)

參考資料

證交上市股票發行公司增資一覽表…………… (九二)

部頒增資新股上市補充規定遵行經過…………… (九八)

統計資料

民國三十七年三月份統計

(號四第總)

版出月四年七十三國民

印編處究研查調所易交券證海上

景福衫襪廠出品

飛馬牌

汗衫 棉毛衫



細潔白淨 - 經穿耐洗



32
1234

之型新最海上

雙益

美証

優特 期開
待別 內幕
戶開 迎歡

一二四五九 電話

號〇二二路中藏西 地址

人紀經號二九一第所易交券証海上

美証裕美

低取 週服 優環 適地
廉佣 到務 美境 中點

四馬路轉角
萬壽山一樓

西藏中路
三三〇號

便簡候手 · 戶開通歡

專 題 論 著

資 本 市 場 總 論

楊 蔭 溥

資本市場，為長期資金之中介機構。其構成份子憑其優厚之信用，一方面大量匯集社會資金；一方面移以供給正當產業之需要。產業先進國家，其產業所需之長期資金，多以證券方式籌集之，故其證券發行機構，與證券流通機構，構成資本市場之兩大基石。有證券發行機構之存在，則創立資本與擴充增資之籌集，可大為便利；有證券流通機構之存在，則長期投資，可以隨時轉移，不致呆滯，同時證券發行之可能性，亦隨以增進。惟產業落後國家，信用制度，發展較遲，公司組織，尚未展開；證券使用，更難普遍，部份產業所需之長期資金，尚有賴物品抵押或對人信用為之輔助，此長期押放，所以在吾國仍有其存在之需要也。

近四十年來，我國新式工礦事業，逐漸萌芽，雖以戰亂頻仍，并遭受國際政治經濟影響，未能盡量開展；然經濟情況，日有進步，社會經濟，已由小規模之農業經營，逐漸向工業化之途邁進。勝利以還，舉國人士一致認為非加速工業化，無以建國圖存；欲加速工業化，又非有健全之資本市場無以彰其明效。故如何建立切合時要之資本市場，已為朝野各界所關懷。

資本市場之涵義，如上所述，主要包括（一）證券發行市場，（二）證券流通市場，及（三）長期押放市場三部。準此而論，目前我國資本市場有待策進之處尚多，其中尤以證券發

行市場之建立，最為重要，亦最為困難。就證券發行市場而言，雖我國多數銀行、錢莊、信託公司及證券商號，均將代理發行證券，列為業務項目之一。但實際真能切實推動者，殊不多觀。推原其故，一方面固由于多數金融機關之實力有限，而一般產業之未臻健全，似尤為主因。目前我國產業之採取公司組織者，已漸見增多，故證券發行市場之亟待建立，已漸有其事實之需要。

次就證券流通市場而言，我國證券交易所雖已有近三十年之歷史，但其主要業務，過去或為外商股票（如衆業公所），或為政府公債（如戰前上海及北平之證券交易所），與本國產業，不生關係。其真以本國產業證券為中心業務者，當以三十五年九月成立之上海證券交易所為嚆矢。惟上海證交成立之日，適逢經濟動盪之會，扶危維繫，已頗費周折。現規模雖已粗具；但如何斟酌市場需要，以改進交易方式；如何通力合作，以提高證券業地位；如何採取主動，以擴增上市證券，種種問題，在在均須精密研討，以策至善。在現在經濟大環境下，欲證券市場單獨步入正軌，似頗未易作過份之樂觀。

再就長期押放市場而言，長期押放，在戰前恆採以房地、機器、生財等作押之「廠基押款」方式。其期限或仍僅訂一年，而事實上則到期續轉，成為慣例。在銀行亦視同投資，每

無短期收回之意。但抗戰以後，因幣值日落，商業行莊經營此種放款者，已不多觀。我國經濟落後，信用制度進展遲緩，此種押放市場，仍有存在之必要，以補證券市場之不足。今後如何改進押放技術，增加押放品種，均有詳加研討之必要。

綜上所述，我國資本市場，尚在初期發展時代。欲求經濟建設之開展，則現代資本市場之建立，似屬刻不容緩。論者有謂此種市場之建立，必須具備下列兩項基本條件：(一)社會必須有剩餘資金，可充長期投資之用；(二)產業經營，必須穩妥有利，足以鼓舞人民投資之興趣。倘此兩項條件，未曾具備，而先汲汲於資本市場之建立，以圖發展產業，似不無本末倒置之嫌。衡以英美資本市場之發展歷程，此言誠然。但我國情形，似不盡相同。我國多年積弱，久經戰亂，人民之窮困及經濟之不安如彼，工業建設之急需如此，若必待正本清源，循序漸進，先求條件之具備，再謀資本市場之建立，其迂緩曲折，實有迫不及待之勢。一部論者以為欲謀經建大業之迅速推行，則市場適資之引導，產業經營方式之改良，與夫資本市場之健全擴充，有兼程並進，相輔而行之必要。蓋健全之長期資金市場，不但可有助於產業之正常發展，且可賴其優異信用，大量吸取中外資金。衡以世界，環顧國情，我國產業金融機構，實有從速建立之必要，此其一。

產業金融機構既應即時樹立，則究應採何種方式，亦有詳加研討之必要。歐美各國資本市場，因經濟發展情形不同，而大異其趣。英國產業之發展，與銀行絕少關係。構成資本市場之核心者，為銀行以外之投資機構，及公司發起人所組織之臨時性團體等。德國資本市場之發展，適與英國相反。德國產業萌芽之初，即與銀行發生密切關係。十九世紀末至二十世紀初，其產業之迅速進展，得銀行之助力甚大。美國之資本市場，其外形雖類似英國；然實質上，銀行與產業之關係，頗類德國。我國經濟發展情勢，雖與英美諸國不同，然對未來資本市場之形成，德國方面足資參考之處殊多。德國產業之發展，係以銀行為核心；我國今後產業之發展，事實上恐亦有賴銀行之助力。蓋在我國現代金融機構中，以銀行歷史最久，信用最

著。以銀行之地位，經營產業證券，自必便利多多。其次，銀行機構之設立，遍及全國，深入民間，以之推銷證券，亦甚合經濟原則。過去吾國人民已有向銀行存款之習慣，而尚少購買證券之習慣。許多商業銀行，戰前均有相當數額之定存。將來幣值穩定之後，一般銀行之定存必可增加。此項定存，即可用以作證券投資，以充實產業資金之來源。惟各式銀行應如何配合，以收指臂相依，靈活運用之效，尚有待通盤策劃，此其二。

近年來，若干人士主張復興金融公司，擬賦予之使命有二：(一)吸收並供給長期資金，(二)以外匯資源辦理進口業務。依其細則而言，該公司儼然為第一級資本市場之核心，有控制長期投資之大權。此議一出，論者紛起。惟多數專家學者對設立此類公司，似尚未加同意。蓋在現狀下，一新設之產業金融機構，其信用之樹立，非可一蹴而幾。而信用之樹立，又為此類金融機構之命脈。如設一信用不著之新機構，尚不如就已有機構儘力調整之為愈。若言吸收並供給長期資金，則復興金融公司或將不如歷史悠久之交通銀行；若言吸收外匯，以充實資本來源，則復興金融公司或將不如信用昭著之中國銀行。故一時論者，咸認為我國第一級資本市場之發展，似以加強已有機構為上策；若另設復興金融公司或其他類似組織，似反有力量分散之弊。交通銀行早經國府之特許，為發展全國實業之銀行。將來儘可增加該行資本，調整該行業務，賦予更大權力，必能達其使命。此其三。

以交通銀行為第一級資本市場之核心，以上海天津等地證券交易所為第二級資本市場之核心完成後，則兩級資本市場應如何密切聯繫，通力合作，協助產業發展，亦屬問題多端，有待專家學者提供意見，此其四。

『資本市場』之使命，主要在於商榷如何健全產業金融機構之方法，研討如何助長本國產業發展各問題。期對當前工業建國之大時代，作涓埃之貢獻。為檢討過去，借鑑異邦，以策勵將來，爰有「資本市場專輯」之刊印。惟以集稿時促，疏漏難免，尚希海內賢達，不吝教正！

吾國資本市場之過去與現在

鄭宗伊

資本市場是長期產業資金取給的場所，藉此市場的存在，使人民手中儲蓄集中轉輸為生產事業的投資，俾長期資金的供求，得有常川借貸的中心。在昔日手工業時代，企業的規模小，所需的資本有限，大都由業主個人的資力即可舉辦，自無資本市場的必要與可能。但自產業革命以後，採用機器大量生產，企業的規模宏大，所需的長期資本數額極鉅，已非業主個人或少數人的資力所能勝任，不得不向外募集多數人的儲蓄資金，以事經營。此時企業的經營者與資本所有人已分為二，各自分離。一方形成長期資金的供給(The sources of capital)，他方形成長期資金的需要(The users of capital)，而藉股份有限公司的組織予以結合。公司所需的鉅額資本，可以化整為零，發行股票或債券，面額小責任有限，以便利大多數人儲蓄資金的投放，於是有價證券成為現代化簡易投資工具。惟由公司直接發行證券，未必能得社會公眾的信任；而在投資大眾方面，對於現代生產複雜的工商情形又未盡明瞭，未敢冒然直接投資。於是介乎資本的提供者與資本的使用人之間，乃有資力雄厚信用卓著的證券中間商出現，此證券中間商即為現代資本市場的

的中堅。

資本市場的概念，非僅指某一固定的場所而言，凡長期產業資金取給的全部過程，自事業的規劃設立至證券的發行推銷，以及投資者購入證券後的轉手買賣，莫不包括在內。然其構成份子，實以證券發行機構與證券流通機構二大部門為基石。前者任證券的發行與推銷，故又稱為第一資本市場，主持者或為銀行，或為投資信託公司，或為證券商號。其功能不獨扶助企業公司得取其必要的長期資金，同時指導投資者選購證券為安全有利的投放。後者為證券之轉移讓渡的交易組織，故又稱為第二資本市場，以證券交易所為具體。其功能在使投資購入的證券，獲有隨時變現的便利。完備的資本市場，必須具備這前後兩部門的市場，二者相輔為用，並行發展。蓋有證券發行機構的存在，足以提高證券的信用，使證券易於推銷，然後始有鉅額證券上市流通；有證券流通機構的存在，俾投資者的資金不致呆定而樂於為證券的購置，而後證券發行的可能性始能增進。企業公司發行股票債券直接向最後投資者募集資金，困難殊多。一則公司直接發行必須雇用人員專辦其事，費用不貲。二則公司對於資本市場情形未必熟習，不能選擇有利的環境發行。三則何時始能募集足額殊無把握，於是公司的成立，遂

通無期。今有發行機關為之扶助，對於公司提示的生產計劃，聘用專門人才詳加調查分析，如認為有扶助的價值，可對公司慨然墊借其必要的資本，以助其成。同時代為設計證券的發行，代理經銷，可選擇有利的時機發行，並取得投資者的信賴，不特易於推銷，亦且易於上市流通。發行機關亦可將公司證券先行買入，然後再由販賣員兜賣分銷。倘一家資力不夠承受，可聯合許多家組織銀團包銷。先由銀團按照一定的價目收買，自行負責推銷；或由銀團與發券公司訂約，如在約定期內不能全部售完，其剩餘部份由銀團按照一定的價目承受。這樣，公司發行證券的各種困難，自可迎刃而解。

發行機關對投資者的利益，亦盡力維護，凡所經手發行的證券，必先詳密調查審核，以保障投資者的安全。萬一為顧客代購的證券有缺憾時，常勸投資者脫手出售以免受損。當發券公司拖欠利息之際，為保持名譽起見，有時且代付利息於顧客，以示維護的至意。此外，指導投資者選擇證券的方法，通報各種投資消息，使投資者獲滿意的進益。故證券發行機關實為資本市場的中堅。

證券流通機構的組織，通常指證券交易所而言，惟各國未經上市的證券，亦有許多場外市場之存在，自亦應包括證券流通機構之內。證券流通機構又稱為第二資本市場，蓋其作用，在使證券發行機構活動之後，得有吞吐買賣的便利。惟第二市場的功能，尚不止此，第一、證券交易所的公開買賣，便利大量證券的移轉，增進其流通性，使投資的手續簡易，所投資本不致呆定，容易變成現款而得公平的代價，足以鼓勵投資。第二、證券交易所的期貨交易，根據內行的預測，使將來的市價反映於現在，造成各種連續的期貨價格，減輕臨時發生暴漲暴跌的情勢。第三、凡真正的投資者，不願冒市價變動的風險，

可以用買進現貨拋出期貨（即套利）的方法，避免此種風險，而為安全有利的投資。第四、有此市場存在，中央銀行的公開市場政策，始能靈活運用，藉以增減貨幣市場的資金，調節利率，控制信用。

二

資本市場，原為資本主義制度下的產物，經濟先進的國家，人民的富力相當增進，有充裕的儲蓄資金可供長期投資之用，同時產業發展已達到大量生產的階段，順應時代的要求，產業資本自然證券化。資本市場自然產生，我國產業落後，信用制度，企業形態及其他客觀經濟條件都未具備，迄今尚無完備的資本市場。公司組織的企業，在抗戰發生以後才漸漸增多起來，公司組織所需的長期資本，雖然也有用發行股票和債券的方式籌措的，但公開募集股票債券的究屬有限。至於擔當證券發行機構任務的投資銀行證券商號等組織，尚無專業的機關負其責任。在戰前各銀行信託公司雖有證券部門之設立，亦不過以向交易所參加公債買賣為主要業務，至於規劃事業之創立，設計證券之發行，組織銀團承銷股票及公司債者，可謂絕無僅有。至於證券交易所的出現，到現在雖說已有三十年的歷史，但其主要交易籌碼，或為外商股票，或為政府公債，真正以本國產業證券為交易中心者，當以三十五年九月成立的上海證券所為嚆矢。

從中國證券交易所的沿革看起來，亦可見中國有中國的歷史背景，因而產生特殊的證券市場。在前清光緒末葉，上海已為中外貿易的中心，外股流入，買賣漸多，遂有外商組織的「上海眾業公所」(Shanghai Share Brokers' Association)出現。營業範圍，以上海及遠東各地外商股票及南洋各屬的橡皮股

票為主。迨民國初年，國人始有經營證券事業者，然猶不過為掇客性質之附業而已。直至民國三年第一次歐戰爆發後，我國工業因無外貨壓迫，漸形發達，股份公司紛紛設立，發行股票，甚為順利，遂有「上海股票商業公會」應時而成立。加入者共有同業十餘家，設會所於九江路禾興坊，並附設證券買賣市場於其內。但其制度形式，有如茶會。至民國四五年間，設備規模，逐漸增進，會員達六十餘家，上市證券亦多至二十餘種，儼然已具交易所的雛形。

民國五六年間，北京政府發行的公債日多，頗引起金融界的注意。因為公債利息優厚，當時政府又多採折價發行，且以政局屢變，公債交易的利益大，因此證券交易，遂由公債代替股票而興矣。民國七年，北京證券交易所成立，是為我國正式證券交易所之第一家。民國九年，上海股票交易，蓬勃興起。上海股票同業公會的同人，鑒於大勢所趨，於民國八年二月由全體大會議決組織交易所，定名為「上海華商證券交易所」，籌備經年，至九年五月始領到營業執照，正式成立。資本初僅國幣六萬二千五百元，經紀人僅二十五家，交易種類除股票外，加入公債多種，故交易數量激增，一年之中資本，竟增至三百萬元，經紀人亦增至七十五名。在此同時，又有「上海證券物品交易所」，於九年七月一日開幕。按該所章程規定，開拍物品雖有多種，但實際開拍者，僅有公債與標金兩種。民國十八年十月政府頒佈交易所法，規定買賣證券的交易所，每一區域以設立一所為限，其已設立一所以上者，限期合併。因於民國十九年政府明令上海證券物品交易所之證券部與金業部，分別歸併於上海華商證券交易所與上海金業交易所。嗣經各關係交易所的請求，展緩三年實行，延至民國二十二年六月一日，始將證券部併入上海華商證券交易所。惟上海金業公所，則因

治外法權的關係，依然與上海證券交易所並存。自此上海的證券交易所遂有兩處，一為專做外股的上海金業公所，一為專做中國內債的華商證券交易所。

上海金業公所雖係中國唯一的股票市場，然其性質本係外商組織的機關，買賣交易的有價證券，既以外商股票為主，而對於外股發生興趣者，又大多為外國人，就中國資本市場的立場言，祇不過居於客卿的地位而已，上海華商證券交易所初成立時，亦曾開拍華商股票。但不久（民國十年）即因公司股票過分景氣而發生國民糖廠風潮，股票信用一落千丈，從此退出市場，此後華商證券交易所遂祇做政府公債。當時開拍的華商股票計有華商證券交易所、金業交易所、紗布交易所、中國、交通、浙興、浙實、中國農工、中國通商、國信、統原、上海、新華等銀行。中一信託、商務印書館、中華書局、大中華火柴、上海華商電氣、商辦開北水電、光華火油、華東煤礦、華商上海水泥、中國水泥等公司二十餘種。以資本總額計，僅一萬萬三千六百萬元，大多數公司資本祇在四百萬元以下，股票數額微細，開拍期貨易受多頭操縱，而發生軋空的情事。且我國商業積習，對於事業的經濟狀況，向守秘密。股票及公司債的發行，不得外間信仰，又無投資銀行之類的專業機關，為之扶助。故雖有證券市場存在，而產業公司的股票及公司債，反未能涉足於其間。在場交易的證券，全部盡屬政府的公債，尚未能視為資本市場。

八一三滬戰爆發前夕，政府為安定金融維持國債信用起見，初令華商證券交易所實行限價交易，繼即命令停止營業，迨國軍西移，上海戰事告一段落，戰區及後方各地人民之資金，咸以上海地方情形特殊，視為安全地帶，全國資金積聚於此，達數十萬萬元之鉅。同時上海工廠因受戰事之破壞，一時難望

恢復，致鉅額資金苦無出路，於是非正式的公債交易所又復出現，地點即在華商證券交易所五樓。嗣後上海游資，由於海外資金之流回，愈積愈多，同時一般事業隨同戰時景氣關係，其股票之價格節節上騰。二十九年十二月由上海信託業聯歡會主持，成立「中國股票推進會」。上海華商公司的股票，交易日漸增多，種類日漸推廣，凡各大銀行、百貨公司、公用實業、以及大紗廠、煤礦公司、煙草公司、火柴公司、新藥業、書局等股票，幾乎每日均有相當數目之成交，頗極一時之盛。至三十年八月即行結束，自後又經多次演變，股票上市流通的風氣大開，黑市交易有增無已，上海華商證券交易所於三十二年十一月又奉偽令復業，至三十四年八月偽組織解體，該所隨之停業。三十五年夏，政府鑒於上海證券黑市投機盛行，游資苦無正當出路，爰有籌備證交復業之決意。旋即聘定杜鏞等九人組織籌備委員會，籌備一切。該會成立後立即從事於經紀人之申請登記，上市證券之審核，以及各項規則之釐定等事宜，九月九日正式開業，定名為「上海證券交易所」(Shanghai Securities Exchange)，採股份有限公司組織，額定資本十億元，由上海華商證券交易所原有股東合認百分之六十，其餘由中國、交通、中國農民三銀行、中央信託局、郵政儲金匯業局分認。自開業至三十六年底止，在場交易的證券，以股票為限。初僅做現期買賣，三十五年十一月，試辦遞延交割業務，每星期四前市開做，繼續至下星期三前市為一期，期內交易併於星期五交割。此項試辦遞交業務，因辦有成效，屢經政府核准連續展期至三十六年底奉准正式辦理，惟自三十七年四月六日忽經行政院明令停做，殊為可惜。至上市股票的種類，截至三十六年底止，有公司三十二家，股份全部上市者二十五家，部份上市者四家，正在辦理增資手續者三家，各上市廠商股份因

在正式交易所取得上市之便利，對於新資本之籌集，頗獲助力，計自該所成立以來，上市廠商前後辦理增資者二十七家，除升值增股以外，新舊股東實際認繳額達一千三百八十六億元。換言之，在此一年又半的期間內，社會游資加入生產行程的數字，其具體顯而易見者，已達一千三百餘億元之鉅。此固由於三十五年底政府令頒工礦事業重估資產價值調整資本辦法，俾各上市廠商得依法陸續增資發行新股，而證券交易之存在，亦與有力焉。

三

現存之上海證券交易所所有許多特質。第一、掃除過去外股與華股分裂為二的局面，完成統一的機構。第二、上市的證券暫以華商股票為中心，堪稱為中國資本市場的核心組織。第三、嚴格甄審上市的股票，消極方面防止不良股票充斥市面，給投資者以不良影響，積極方面促進各企業本身增強其信用地位，並進而促進本國產業資本的證券化。第四、嚴格限制經紀人的資格，並監督其不當的行為，俾能指導投資防止投機穩定股價，因為有了上面種種特質，所以上海證券交易所自開幕迄今，雖然處於惡性通貨膨脹危機四伏驚濤駭浪的經濟環境中，尚能勉強重重難關，奠定中國資本市場的初基。

完備的資本市場，必須具備證券發行與流通兩個部門，現上海證券交易所雖已奠定中國資本市場的初基，而證券發行的專業機構尚付闕如。此種機構的建立，原應順應經濟進步的要求，自然產生，不能勉強為之。所謂經濟進步時代的要求，其最根本的條件有二：一為人民須有剩餘資金儲蓄，可供長期投資之用。二為產業經營安全有利，足以引起人民對於長期投資的興趣，在此種條件下基於資本供求雙方的要求，資本市場自

然產生。否則資本市場的組織雖極完備，亦不過裝裝門面而已。在目前中國惡性通貨膨脹的情形，一般人民不但無剩餘資金儲蓄，而且過去的儲蓄已被毀滅。另一方面生產事業受物價繼續的影響，預算無法確立，生產無由進行。要想以建立資本市場為手段，來達到鼓勵儲蓄，刺激投資發展產業的目的，恐怕是不可能的，但若中國的政治環境好轉，幣值安定下來以後，國內雖無大量儲蓄提供生產企業投資之用，吾人必須利用外資促進中國工業化。此項外資的移入，利息的支付，本金的償還，在在都需要一專業的金融機關辦理。即使利用外資的方式，中外雙方都由政府主辦，亦需要一金融機關為其居間，若利用外資的方式來發行股票或債券，則更需要一金融機關為之發行與推銷。外資之利用可能誘導國內產業之發展，產業發展足以加速國民資金之積聚。在這個假定的前提下，中國是有建立資本市場之必要的。如何建立完備的資本市場？筆者認為應循下列幾個途徑：

第一、首先由具有投資經驗的中樞金融機關，如交通銀行、中央信託局等，實行擔任投資銀行證券商號和投資信託公司的任務，以資倡導。

第二、產業界本身，應力求內部組織的嚴密，會計制度的健全。關於內部財政狀況，應放棄過去保守秘密的積習，定期公告，以爭取社會的信仰。

第三、利用中國人民存款銀行而不直接投資的傳統習慣，由交通銀行發起，糾合普通銀行組織銀團，担任 *underwriting* 的任務。

第四、政府對於建國所需要的生產事業，應極力扶助，使其股票債券易於推銷，並上市流通，如保本保息之類。對於空虛欺詐的發行，應明定法令嚴切禁止，以保障投資者的安全。

廠 紗 安 永

路東京南海上司公總 : 址 地

樓 五 號 七 二 六

九 至 七 一 一 〇 九 : 話 電

一 九 七 四 : 號 掛 報 電

洪 藻 蘊 崧 吳 廠 二 路 湖 西 浦 樹 楊 廠 一
 洪 藻 蘊 崧 吳 廠 四 號 九 四 路 安 淮 廠 三

號 五 四 五 路 涼 平 廠 五

英國資本市場之過去與現在

鄭學稼

一 緒言

自一五八八年毀滅西班牙的「無敵艦隊」起，至十九世紀末止，英國掌握世界的霸權——不僅是政治的，而且是經濟的。適應這一情況，英國實行及標榜「放任自由」的政策，並使倫敦充當世界的經濟首都。

英國能夠掌握世界經濟的霸權，不是偶然的。開始，由於擊敗最大的競爭者——西班牙，得擴大海外的貿易，和掠奪殖民地的財富。迨積累資本到某一程度時，又迎接「工業革命」，使自己轉變為工業的國家，用「商品不等價交換」的手段，榨取及開發落後的地域。到達這一階段，英國自然地支配世界的經濟，倫敦也自然地充當世界經濟的首都。

所謂支配世界的經濟，從經濟學的意義說來，是指英國的生產力，超過任何「民族國家」(national state)。具有這一條件的英國，才能夠在國際貿易中，處於有利的地位，才能夠賴她的投資、船運等的巨額收入，使英鎊成為「世界的通貨」。無需說，握有那些有利因素的英國，不特操縱國際資本的市場，而且是落後國家所需資本之主要供給者。

但是，英國的優越地位，到二十世紀初，已經動搖。一九一三年，即第一次世界大戰前一年，英國已不是世界第一等工業國，甚至還可說，已貶為世界的第二等工業國。這時候，英鎊還能夠充當「世界的通貨」，倫敦還能夠成為世界資本供

需的中心，不是由於十九世紀時期英國之高度的生產力，而是靠着過去的積蓄。但接着四個年頭的大戰，使英國的大半積蓄化為烏有，大英帝國數百年來支配世界霸權王冠，也隨而失落，在這一情況下，紐約起而代替倫敦，甚至靠德國賠款而穩定的法國，也使她的巴黎與倫敦對抗。又在這一情況下，我們看到英國國際收支的困難，與倫敦資本市場的動盪。

為要挽回危局，英國自一九二四年起，開始掙扎。這一局勢，一直延至一九三九年。雖然有新的工業建立，和沃太華會議，但英國總不能趕上美國，甚至還受復興德國的威脅。在這個階段，「自由放任」成為陳腐的術語，久受憎惡，排斥的「保護主義」，被奉為座右銘。英鎊仰美元的鼻息，而且現金由於收支的不平衡，陸續外流。英國不僅不能操縱國際資本的市場，自己還感資本的不足。

處於苦境的英國，又須應付第二次世界大戰。這次戰爭，消耗過去剩餘的積蓄，結果，不特英鎊成為美元的附庸，整個「大英帝國」還賴輸入美國資本而生存。未來的情勢，我們不敢預言，從現狀說來，英國「日不落」的榮譽，已經消失了。所謂「馬歇爾計劃」，只是把英國包括在內之「道威斯計劃」的擴大版！

根據以上的緒言，筆者利用手中有限的資料，作下面的敘述。應聲明一點，牠注重之點，是隨國際收支的變更（這和英國工業生產力有極密切的關係）而引起資本的移動。

二 第一期（一九一三年以前）

「工業革命」，使英國成為世界第一工業國。此後一個半世紀中，英國「價廉物美」的商品，泛濫世界的市場。那些商品中，主要的，計有三種：第一是機械、船舶、鐵路等所必需的動力，即煤炭。當時，英煤的輸出，是不斷增加，就達到一九〇七年，運達八千二百餘萬噸，佔全生產額百分之三〇・八。第二是機器、運輸工具等所必需的鋼鐵，就一九〇七年而言

，輸出各種製造品的價值，達二億四千八百萬鎊，佔總生產額百分之三十九。第三是大量生產的紡織品，產量為世界第一，一九〇七年的輸出額，棉織品佔總生產量百分之八三・六，毛織品佔百分之四六・三。上述三項，在一九〇七年，產量合佔全國總生產額半數以上。牠們的技術水平，勞動的效率，均為世界冠。英國靠牠們的輸出，輸入原料和必需品，提高國內人民的生活，如有剩餘，或轉化為國外的投資，產生利息，或經貯蓄轉為資本。參閱下表。（單位：十萬鎊）*

年 別	貿易 情 况		平 衡 (一)	純 役 務 收 入	純 投 資 收 入	平 衡
	輸 入 (一)	輸 出 (十)				
一八七〇—七四	三七八・三	三一七・一	六一・二	七四・〇	四八・〇	六〇・八
一八七五—八〇	四一一・一	二九〇・四	一二〇・七	七六・六	四七・九	三・八
一八八一—八五	四一九・六	三一六・一	一〇三・五	七七・四	五六・〇	二九・九
一八八六—九〇	四一四・四	三二〇・七	九三・三	八二・一	八二・一	七〇・九
一八九一—九九	四八〇・三	三三一・五	一四八・八	八七・二	九二・六	三一・〇
一九〇〇—〇四	五七一・〇	三八四・〇	一八六・九	一〇三・五	一〇四・七	二一・三
一九〇五—〇九	六六九・五	五一四・〇	一五五・五	一二六・八	一三八・二	一〇九・五
一九一〇	—	—	一五九・〇	一二五・〇	一八七・〇	一五三・〇
一九一三	—	—	一五八・〇	一二九・〇	二一〇・〇	一八一・〇

* 引自 Alfred Edward Kahn 著一九〇六年版 Great Britain in the World Economy

由於上述收支平衡的有利情況，自一八五〇年起，英國每年均有資本的積蓄。這種積蓄的資本愈多，投資的收入額也愈大，有助於英國的國際收支平衡，這算是英國經濟的特點。如

果再閱下表，我們便可明白，英國在一九一四年前的國際收支實況。（單位：十萬鎊）

項	一九〇七	一九一〇	一九一三
純支出(包含現金)	一四二	一五九	一八五
由下列各項的純收入			
船運	八五	九〇	九四
利息及股息	一六〇	一八七	二一〇
短期利息俸錢等*	二五	二五	二五
其他收入	一〇	一〇	一〇
合計	二八〇	三一二	三三九
平衡(十)	一三八	一五三	一八一

*指貼現、銀行利息、新證券俸錢、保險公司收入等。

上述三年，是英國經濟史上的黃金時代，此後，英國從沒有輸出過那三年的巨額資本。英國輸出資本的利息，雖有補於國際收支的平衡，可是，落後國家自吸收那資本後，由於用在建設方面，慢慢地強大自己的實力，這潛伏後日英國衰落的諸原因之一。

英國資本輸出最多的時期，是一八七〇至七三，一八八〇至九〇，一九一一至一三諸年間。由一八五〇至一八七三年，是美國與歐陸經濟迅速發展的階段，那發展，就賴英國的貸與資本。英國資本家，因國際的巨額投資，使船舶、鐵軌、火車頭、別的資本財貨(capital goods)，與役務的需要，有適應的增加，造成國內的景氣。

可是，資本主義的技術，日新月異。輸入英國資本的國家，由於迎頭趕上之故，比英國易於應用新的技術。新的生產方法，與舊的建設效力，到某一階段，那些靠英國資本建設的後進國家，不僅減少對英國資本的需要，而且還逐漸轉變為英國的競爭者。於是，英國的經濟史轉入第二期。

三 第二期(一九三二年以前)

嚴格說來，英國操縱世界工業的霸權，早在一八七五年動搖了。因為，後進的國家(尤其是德國)，在某些工業部門的

生產力，已超過英國。造成這一危局的主因，是新技術的發明：物理學與化學的應用，電力與石油之代替煤炭，內燃機關的實用，非鐵金屬與特殊合金的出現，人造橡皮，石油等工業的發展。這些新技術在後進國，毫無困難地採用，過去受工業革命之賜的英國，却遠落新進國家之後。雖然還有廣大的區域，仍是英國商品的顧客，而却有新的競爭者；同時由於對於新工業品的需要逐增，英國商品在國際市場上的活躍，也大不及以前。這是第一次世界大戰前的局勢。

一九一四至一八年的戰爭，英國一面縮少生產力，另一面又須提供過去積蓄的資本，以為戰費。這結果，是英國在第一期的有利因素，逐漸消失。受過去貨幣理論支配的英國政府，以為戰後要恢復國際經濟的地位，只有穩定鎊值，就多方設法緊縮通貨。這一政策，使英國工業因資本缺少，無法擴大及改善自己的企業。但具有與英國競爭力量的法國與德國，却利用通貨膨脹的政策，使工業家因得到巨額利潤而改革工業。於是，在千謀百計穩定鎊值環境中的英國，却感覺自己商品在國外競爭力的削弱，輸出商也埋怨政府的不貸款方針，一般經濟學家則羣起批評政府不阻止銀行從事短期的貸款。英國政府，接受各方面的批評，就限制國外新證券在倫敦的發行。因此，倫敦外國證券的發行額，在一九二六至三〇年間的數字比一九一〇至一三年間不斷減少，如下表(引自前揭書)：

倫敦新證券每年平均發行額表(單位：千鎊)

	一九一〇—一三年	一九二六—三〇年	一九三四—三八年
金額(千鎊)	四三,九六六	一六四,五六〇	一三六,九九
%	一九九	五七·九	一三六,九九
聯合王國的	六八,八六四	三〇,七	一五,六〇一
帝國的	一〇〇,五七〇	四九,四三七	四,〇四七
非帝國的	三三,四〇〇	一〇〇,〇	一六,八四八
共 計	三三,四〇〇	一〇〇,〇	一〇〇,〇

國外對英資本需要的殷切，英國的供給受限制，結果，使倫敦的利率抬高。一九二〇年，這一現象，十分顯明。但在紐約，却有低利的資本，於是英國的債務國和非英帝國的需要資本者，却趨集紐約（屬英帝國的，只有加拿大是例外）。

在準備恢復金本位（一九二四年十一月至翌年十一月）的英國政府，為鼓勵輸出，自一九二一年起，頒佈各種法令，保證國內的投資，至於國外投資（如對奧大利的借款），要得政府的許可。一直到一九二五年，政府才取消禁令，但國內證券的發行額，並不因之激增原因有二：第一、英人的資本有限；第二、利率太高。計由一九二一至三〇的十年間，每年新證券的平均發行額，不過一二五百萬鎊。

以上所說，是長期資本 (long-term capital) 的動態。至於短期資本和黃金，由一九二四至二八年上半年，有流入的現象。那原因由於：第一、英格蘭銀行的政策（這是維持鎊價與黃金的必需）；第二、法國因法郎價格的動搖，資本流入英國。

依凱恩斯 (Keynes) 的估計，由一九二五至二七年，短期資本的流入英國，約達一五〇百萬鎊。

自一九二八年下半年起，至一九三一年九月止，短期資本又不斷外流。主要原因，在於垣街 (Wall Street) 突然緊縮對外國的放款，使美國的債務者不得不向倫敦市場求貸，並以之償還美國的債主。同時，法德之採用純金本位制，需要現金，不用英鎊清算，和國內高利率的政策，吸收游資，遂使兩國在英的短期資本，流返巴黎與柏林。這一結果，是削弱英鎊，計迨至一九三一年九月止，英鎊就與美元對比而言，總在平價之下。英格蘭銀行應付這一危機，是提高利率，但到一九三二年，又被迫採取別的有效對策。

英國上述的危機，係從國際收支的逆轉而來。工業的落後，入超的增加，收入的減少，這些因素綜合起來，必然產生那現象。參閱下表（引自前揭書。單位：百萬鎊）：

商品的交易		一九二四	一九二五	一九二六	一九二七	一九二八	一九二九	一九三一	一九三二
輸入(一)	一、二九一	一、三三一	一、二五三	一、二二六	一、二〇六	一、二二九	一、〇五三	八七〇	
輸出	九五三	九四〇	七九〇	八三九	八五三	八四八	六六六	四六一	
平衡(一)	三三八	三九二	四六三	三八六	三五三	三八一	三八七	四〇八	
純船運收入	一四〇	一二四	一二〇	一四〇	一三〇	一三〇	一〇五	八〇	
純收入、海外投資	二二〇	二五〇	二五〇	二五〇	二五〇	二五〇	二二〇	一七〇	
短期利息、佣錢等	六〇	六〇	六〇	六三	六五	六五	五五	三〇	
其他收入	一五	一五	一五	一五	一五	一五	一五	一〇	
政府業務	(一)二五	(一)一一	四	一	一五	二四	一九	一四	
平衡	七二	四六	(一)一四	(一)一四	(一)一	(一)一	(一)一	(一)一	
純金移動	(一)一	一一	(一)七	(一)一	(一)一	七	(一)二	三一	
資本計算									
倫敦新證券(一)	一三四	八八	一一二	一三九	一四三	九六	九八	四一	

債運
其他長期移動
短期資本

銀行及國庫整款

倫敦銀行債務

倫敦所有票據、外國賬目

幾餘

六三

三一

一〇六

二七

三四

三五

四九

三九

二七

四〇

一五

八四

(一)五二

(一)一六

(一)二〇〇

七四

(一)六一

二五

一五

三五

二三

(一)三六

(一)三六

(一)五

一六三

四 第三期（一九三二—三九）

第二期鎊價的跌落，給英國理財家們的打擊極大。他們一致認識：自由貿易與金本位，都成為歷史的陳蹟。不特英國無法維持，世界上任何國家，也都不願維持。由這一前提出發，他們決定對策：金鎊貶值，管制國外的借款，促進資本流入國內工業，並設法對抗外國的競爭。為着實行這些政策，他們召集沃太華會議，明定帝國的優先權，運用保護關稅的武器，希望改善英國的對外貿易。

這些對策，到一九三二年，頗有成績。果然輸入減少，輸出增加——但至一九三八年止，輸出入的價值，都不及一九三〇年，因為，整個世界正陷於不景氣中。在這期間，英國的入超，平均為二六一至二九四萬鎊。到一九三六至三八年，由於世界景氣的恢復，英國的輸出入均增加，入超更大。為抵償入超，英國只有輸出黃金，因為，自英鎊貶值起，英國投資等收入，並無增加。

處上述情況下，這一期間，長期資本的動態，與英國的經濟政策有關。為維持金鎊，英政府恢復管制新證券的發行。但

到一九三二年八月，對國內的及帝國的交易所，允許解禁，同年十月後，禁令只適用於非帝國的新證券。至於個人購買外國新證券，或將英鎊換為外幣，仍不受管制。

同時，國際嚴重的局面，雖然促使英國政府加重管制長期資本的市場，為着外交的目的，却不能不對盟國（波蘭、希臘）和別的國家（奧、丹、比）貸款。那些國家，和別的債務國，又利用那種貸款，或購買倫敦的證券，以償還英國的債務。

短期資本和現金，為要抵償不平衡的國際收支，却有巨額外流——一九三一及三二年初，因恐通貨膨脹，政府曾千謀百計吸收現金等，故有流入的現象。一九三二年四月至十二月，由於國際收入逆差和償還美國戰債，輸出巨額（二九百萬鎊）現金。於是，英鎊愈弱，輸入現金之美國的美元愈強。

一九三三年，短期資本又開始流向倫敦，主要原因，是美國銀行的恐慌。英國吸收這批游資後，英鎊勢力強大，法國的游資也離巴黎而至倫敦。因之，一九三三年末，國外游資在倫敦的，約到達一九三〇年的水平。

一九三四年，英鎊集團中，除南非決定現金支付逆差，其他都感美元與現金的缺乏。因此，短期資本又向紐約移動，這

現象繼續至一九三九年，那時不僅擁有游資的外國人，還有英國人，都恐英鎊的跌落，將資金逃往美國。這一逃風，又因慕尼黑會議所掀示戰爭的危機，愈加厲害。

茲再將這一期收支狀況，資本移動，列下表（引自前揭書。單位：百萬鎊）

商品的交易		一九三二	一九三三	一九三四	一九三五	一九三六	一九三七	一九三八
輸入(一)	七二〇	六八五	七五四	七九七	八六五	一〇四八	九三九	
輸出	四二二	四二二	四六〇	五三六	五一九	六〇六	五六二	
平衡(二)	二八七	二六三	二九四	二六二	三四五	四四二	三七七	
純船運收入	七〇	六五	七〇	七〇	八五	一三〇	一〇〇	
純收入、海外投資	一五〇	一六〇	一七〇	一八五	二〇〇	二一〇	二〇〇	
短期利息、佣銀等	二五	三〇	三〇	三〇	三五	四〇	三五	
其他收入	一五	一〇	一〇	一〇	一〇	一〇	〇	
政府業務	(一)二四	(一)〇	七	(一)二	(一)三	(一)四	(一)三	
平衡	(一)五一	〇	(一)七	三二	(一)一八	(一)五六	(一)四五	
純金移動	(一)一五	(一)一九五	一〇七	(一)一五	(一)一六六	(一)一九〇	二〇四	
資本計算								
倫敦新證券	(一)三七	(一)八三	(一)六三	(一)五一	(一)六一	(一)六〇	(一)二九	
償還	四八	六七	四二	八一	一〇七	六一	三九	
其他長期移動	一〇	一〇	(一)一五	(一)七〇	(一)二〇	一〇	三〇	
短期資本								
銀行及國庫墊款	(一)二三							
倫敦銀行債券	六七	一三三	一五	(一)四〇	二〇	一三	(一)七二	
英鎊區域債券								
殘餘	一〇一	六八	(一)七九	一六三	一三八	二二二	(一)二七	

五 現狀

經濟力削弱的結果，使大英帝國失去支配世界的霸權，第二次世界大戰，和第一次世界大戰一樣，不能使她在戰爭中，獲得利益，反因之，把英國貶為二等國。

戰爭的破壞，愈加削弱英國的生產力，過去，輸出的商品，由於工廠的被炸，一落千丈。剩餘的資金，耗費於戰爭，無法取得利息。還有船運，俾免敵人潛艇破壞剩餘下來的，也不足與美國對抗。

可是，在另一方面，英國也許有她的優點。第一、雖然工

業被破壞，而由於無效率的，設備落後的工廠的毀壞，便於新工業的建立。新的工業可應用新的技術，這大有補於後日英國的對外貿易。第二、經兩次大戰後，英國不會再受自由貿易政策的束縛，愈採取保護主義，而促進自己工業的發展。第三、儘管殖民地等有離心力的傾向，英國還擁有廣大地域，如有合理的設施，通盤的計劃，儘量利用資源，那她的前途，還不悲觀。

然而，這樂觀的遠景，是在不遠的未來。目前的英國，却正陷於苦境。她的資本缺少，不足恢復破壞的生產力，她的英鎊地位，逐日削弱，無法對抗美元。在這一局面後，英國要求國際收支的平衡，那是非常困難的。這個困難的反面，就是英國既難吸收國際的游資，又無法逃避美國的支配。

從現狀說來，英國的經濟危機，不易克服。英國過去在國際收支平衡上之有利因素，由上面的敘述，是『不能見的輸出』(invisible exports)，如船運、保險費、銀行的貼現等等，現在幾化為烏有。因為這次大戰，使英國拍賣國外證券及投資，已達一百二十億美元！本來是債權國的她，目前變為債務國。我們知道，債務國是難於在短期內改善自己的地位。

另一因素，我們也需估計的，那就是國際戰爭危機並未消弭，不幸第三次世界大戰發生，英國失去建設的機會，勢之所至，將如「經理人才革命論」(The Managerial Revolution)作者查姆司·柏恩漢(James Burnham)的預言：大英帝國的崩潰。

因此，英國不僅失去過去支配世界資本市場的實力，而且曾是『世界經濟與金融中心』的倫敦，也將在歷史上或為安特衛普(Antwerp)的第二！

A B C

· 自 製 · 自 染 · 自 織 · 自 紡 ·

內 衣 | 布 疋 | 工 裝 | 襯 衫 | 雨 衣 | 童 裝

出品優良 · 全國稱譽

——中國內衣紡織染廠出品——

製 造 廠：康 定 路 一 〇 九 九 號

電 話：三 二 九 二 〇 號

發 行 所：南 京 東 路 五 六 二 號

電 話：九 一 〇 六 五 號

美國資本市場之變遷

祝百英

美國的資本市場，在目前雖然是很發達，而且很強有力，能夠在國際上起而代替英國的地位，可是它的興起却很晚。在歐洲，尤其英國，在十九世紀末至二十世紀初，資本市場已經十分成熟的時候，美國的市場尚在形成中。嚴格的說，美國資本市場的完全建立，是在一九二九年以後，尤其是在新政施行之後。成熟的資金市場，必須有事實上或法定上的支持者。在倫敦，這是由英蘭銀行充任之。在紐約，這是由聯合準備銀行充當之。聯合準備制度的建立，本身很晚，它之能在資本市場上起舉足輕重的作用，自然不可能太早。

成熟後的資本市場，其活動的因素有各種商業證券、政府證券、和貼放及抵押等票據行為。市場是自由的，聯合準備系統是資金的最後供給者，其活動是採取公開市場運用的形式。聯合準備系統除對於抵押放款，另立機構，縝密經營外，其他關於政府證券和商業票據貼現的運用，是在公開市場上為之。聯合準備局設有公開市場業務委員會執行這一使命。對票據貼現，出以貼現政策。對於政府證券，則向市場買賣之。對資金最起靈活調節作用的，就是各種政府證券的買賣。各種證券作各種方式的買賣，就可以操縱自如地吸收或放出長短期資金，以調節各方資金的供求關係。政府藉此，既可以獲致收放通貨

之效，又可以達成支配信用脹縮的目的，且可以適遇財政收支的需要。通貨過多時可以收回，過少時可以放出；信用膨脹時可以收縮，信用緊湊時可以放鬆；財政上需要支出時可以向市場借入，稅收取得時可以清償。

伸縮漲落，運用自如。這樣的資金市場，維持得很久。而市場的變化是開始於這次的大戰的時候。戰時，政府支出浩大，雖經加徵租稅，依然不足，就不得不求助於發行債券。在戰爭期間，政府先後發行許多種長期、中期和短期的公債和庫券，其中有一種國庫儲蓄券的發行，專作吸收閒散資金之需；且有一種短期庫券，專供政府臨時向市場借用資金之需。這些券債都流通於資金市場之中，存留在私家銀行、公司、和個人掌中。戰前，美國政府所負資金市場的債務總額僅三百四十億美元。自一九四〇年六月三十日至一九四六年六月三十日止，為戰爭之故，政府支出全部共達三千九百八十億美元，其中一千七百六十億來自捐稅，尚欠二千二百二十億美元，就向市場貸借。這些貸借的可能，其資金來源，不外乎過去的積蓄，當時的所得，和未來的信用。

資金市場上這些剩餘資金，居然能夠被運用，已經不是對資金市場，如證券市場、貼現市場等普通性控制所能奏效。戰

時原有各種暴利的可能，資金最不容易進入正軌。其所以能如此受政府吸收，是出於維持通盤的低利政策。低利政策之所以能夠執行，固然一般的是由於市場一向受聯合準備銀行的支配，可是亦由於多種其他措施有以促成之。

首先就是，人民購買力雖然在戰時是膨脹了，可是由於定量配售等制度的嚴密，使購買力無法刺激市場。同時又設計如「記帳購債存款」等制度，而使多餘所得，納入資本正軌。通貨能夠不因財政支出龐大和購買力膨脹而怎樣膨脹，——這就使資本市場容易受到控制的理由之一。

對企業利潤，美國在戰時設立有高度累進的過份利得稅。這使各種股票、公司債等證券，保持低水準的股息，此其二。

聯合準備系統又把一般利率抑低，由貼現率的抑低開先河，此其三。

有了這三種措施，資本市場的利率很低。於是政府發行的公債和庫券，就毋須高利，即可放出，而能暢銷無阻。因為在一般低利水準之下，政府的券債，就變為相對的有利了。憑藉着這種條件，美國政府發出各種公債、國庫券、短期信用券、國庫儲蓄證等。這些信用紙券，在銀行庫存中，數額日趨擴大，在交易市場上亦日佔重要地位。政府在交易市場上，始終設法維持其一定水準的價格，不使之過份低落，免致政府受高利負擔之虧。因為如果券債跌價，則國庫必須以其面值加利息償還，豈不是等於政府負擔了額外的高利。所以，每遇券債跌價超過一定限度時，聯合準備銀行必向市場購買之。券債規定

有一定的最低價，在這一價格以上，任由市場買賣之；低於這一價格時，則聯合準備銀行必以這一限價收購之。在一方面，這是維持券債的市價，在另一方面，這也是支配市場，對市場資金，予以必要的收放。凡是需要吸收或緊縮資金之時，可以使政府證券的利益略高些，於是資金自然歸籠。凡是需要放鬆或接濟資金之時，可以使政府證券的利益減低些，則資金自然出籠。

這樣的資本市場形勢，一直維持到戰後，低利的資金市場，自然使工商業容易借貸到資金，使資金借貸成為輕而易舉之事。這彷彿是很好的現象。但是低利亦有其缺點，就是低利使信用膨脹。

低利就是借貸容易。而這種借貸容易的制度，且是戰後一般信用政策的骨幹。戰後對於消費性的貸款，如定貨貸款、分期付款購買、住宅貸款、退伍軍人各種貸款以及企業貸款、中央政府和地方政府事業用費貸款、外國貸款和贈予，諸如此類的信用都大事發放，限制很為寬鬆，其所採取的尺度極寬放。因之造成信用頗為膨脹資金，極為容易，形成所謂Easy Money的形勢。資金易得，工商業可以獲致高利，使資金市場的支持，成為十分困難。

聯合準備銀行是依靠政府券債，以維持資金市場的低利水準的。其方法是不使政府證券跌價，即在最低限價時予以收購。因為政府證券市價如果較高，就是等於政府證券利益較少，則政府於贖回時的負擔就較低，而購買却不踴躍，人多不願保

存而推出之。如果政府證券市價使之降低若干，則資金市場的利益固可較厚，而政府對自己證券贖回時的負擔，却增重了，而購買保存者衆，券債可以繼續流通，毋須收回。可是由於資金高利的必要，以及券債之無力收回，終又於一九四七年七月起，聯合準備銀行把政府證券的收購限價降低些，使其收益能較高，以吸引資金。到十二月二十四日開始，收購價又降低。從此聯合準備銀行對於收購限價，將不堅持不變，使政府證券利益可以提高，以調節市上的資金。

這是很重要的變遷，影響資本市場頗甚。

在戰前，市場資本變化不大，聯合準備銀行憑藉着證券買賣（公開市場活動）和貼現政策，以起調節作用。戰時，政府把政府各種證券塞滿市場，以動員資金，供給軍事用途。戰後，政府證券充溢市場，在不能收回之時，欲支配市場，却不得不抑低政府證券市價，以提高利率，增重政府負擔。

對於這種的變遷，有贊否不同的意見。

國會共和黨議員方面，若干政府方面，以及一些學者，贊成高利政策。認為在戰時，為減輕政府債務的負擔，實行低利政策，是犧牲了工商利益而出之的，現在戰事早已過去，應當撤消低利政策。低利是使借貸過份容易，招致信用膨脹。但是反對者意見却不相同，認為信用膨脹的原因，不全在乎低利，而是政府所採行的信用政策，根本是膨脹性的。諸如退伍軍人貸款的無限義務，住宅貸款的簡易，分期付款購買的推行，以至公共建築信用的鼓勵，本身就是膨脹政策。倘若把這

些簡易的貸款，主要的可稱之為消費貸款，予以取消，或嚴加限制，則信用就不會膨脹。而在政府證券充斥市面之時，高利是加重國庫負擔。聯合準備銀行前總裁伊克爾氏就主張如此。所以他建議藉租稅以增加預算淨餘，以國庫淨餘充作收回政府證券之用。他並且主張設立第二準備金，以緊縮頭寸。政府證券之留存市面，不僅本身是一種信用工具，而且銀行和企業，可以藉證券作抵押，再度增加信用。因之政府證券成爲一種膨脹信用的工具。收回證券，是根本緊縮信用之道。伊氏認為所有各種有關管制的手段，都祇能治標，發生限制的作用而已。譬如，信用審核分配制、最高限價制、最高工資法、消費限量、進出口統制、租金限制諸如此類的手段，自屬可用，但是僅足以限制於一時而已。惟有設立第二準備金和收回券債，備才是治本之道。伊氏的第二準備金是指銀行須於原有的存款準金外，加設一筆存款第二準備金，可以用庫券、債券、鈔票、現款項目、同行存款、對聯合準備銀行的結存，諸種項目充之。據他的意見，美國資金充斥的原因是由於工農業所得激增的緣故，所以祇有根本收回那作為借貸依據的政府證券，以及根本抽緊銀根（增加銀行準備），才能奏效。

但是現在正在逐漸推進的，却是聯合準備銀行緩和地降低政府證券的最低市價水準，亦即提高利率的政策。

資金由低利轉向較高利，這是美國戰後資本市場一個重要的變遷，直接影響整個資本市場，間接影響工商業。

這是值得我們深思的變遷。

實業銀行在資本市場之地位

莊智煥

一 工業化與資本市場

我國現代工業的發軔，雖有百年，但它的發展過程，却極艱難困頓。在對日抗戰期中，由於工業基礎的薄弱，經濟實力的低微，以弱敵強，備受慘痛教訓。全國朝野，遂有「工業化」的一致呼聲。翁詠霓先生雖曾提出「農業立國，工業建國」的口號，究其真正目的，仍在於工業化。因為發展農業，實在是完成工業化一個必要條件。可惜時日荏苒，世事紛紜，至今還沒有一個切實可行的具體方案。

我們如果加速完成全國的工業化，就必須具備若干條件。其中尤以工業資金的供應，最關重要。我們都知道，一國工業資金的真正來源，只有人民的剩餘儲蓄；而人民剩餘儲蓄的多少，又要看一國國民經濟的發展程度。我國經濟落後，生產方法尚極幼稚，人民終年辛勞所得，還不足以維持最低限度的生活，自然沒有餘力，可以作工業的投資。依照粗略估計，戰前數年間，每年的剩餘儲蓄，約二十二億元（戰前幣值），其中用在經濟建設方面的，約五億元。至於在工業方面的投資，至多也祇二億元左右。工業資金的貧乏程度，可以概見。自抗戰以及戰事結束以後，由於生產機構的破壞，通貨的不斷膨脹，全國人民的真實所得，更形低落，不僅沒有儲蓄，並且陷於負債儲蓄的地步。結果新工業的創辦，因然談不到，就是固有工業的維持，也大感困難。

由於工業資金的不足，以致工業的組織規模和技術設備，都受到嚴格的限制。民國二十二年舉辦的第二次工業調查，共計工廠一、一八六家，資本總額一六二、〇〇〇、〇〇〇元，平均每廠僅十四萬元。又依民國三十年的統計，全國註冊企業公司計二千六百八十二家，資本總額一、〇二三、五二二、一七五元，平均每廠僅三八一、六二六元。最近幾年以來，各企業公司的名目資本，雖有增加，但實質資本，實遠在戰前水準以下。因為工業單位和資金的過度分散，一切機器設備，不得不因陋就簡，不但生產效率異常低下，而且根本沒有擴張的機會。同時，因為資本的最大部份，用作長期設備，以致流動資金更成枯竭，依一般估計，借入資本和自有資本的比例，通常是二對一的比例。在這種情形下，公司財務自難健全；且因借入資本的比率過高，利息的荷負奇重，甚至短資長用，而影響工廠的根本安全。

我們要想改正這種病態，并加速完成全面的工業化，那末，一方面要積極推展儲蓄事業，匯集社會的浮游資金，以充裕產業資本的來源，另一方面，更應該加強金融和工業的配合。資本市場的建立，就是加強這種配合的一個最切實有效的步驟。

二 資本市場的涵義及其運用

所謂資本市場，原泛指長期性生產資金的融通方式和調節

作用；所以亦稱長期資金市場，以別於短期信用性質的商業資金市場。廣義的資金市場，包括下列三個構成部分：

第一是證券發行市場。這一個市場實際上既無固定的場所，亦無特定的組織形態，而指一般企業公司證券從規劃發行，到報銷承受的總過程，以及金融機關協助產業界取給長期資金的全般活動。構成發行市場的主體，在英國為發行商行，信託投資公司和臨時性的公司發起人，在美國為經紀商號和投資銀號，在德國則為一般信用銀行。證券發行的程序，大抵由原始發行證券的企業，委託金融機關代理發行，間接向一般投資人和投資機關推銷，有時原始發行的公司及代理發行的行號或銀團，亦可於徵得證券交易所認可後，逕將證券在交易所開拍。必先有此抽象的發行市場存在，而後各種公司證券乃可大量產生，所以證券發行市場又名第一級資本市場。

第二是證券交易市場。證券交易市場係指一般公司證券轉讓買賣，流通的交易組織。各地證券交易所即為其具體組織形態。凡已為投資人承受的一切證券，均在此固定地點集中買賣。短期投資人可委託經紀人，依市價購進或賣出各種證券。購進某一企業的證券，即為對該企業的一種投資；如急需現款，又可隨時脫手求現。證券既可隨時買賣，故不僅可以吸收長期性的資金，且可吸收一部分短期性的資金。從而增加長期資金的供應。

一般生產事業均可運用此最簡便的方式，調劑其長期資本的需要。所以證券市場一方面成為社會游資和銀行餘資的尾閘，他方面蔚為生產事業取給長期資金的源泉。依規定，企業必須公告其財務狀況，並經交易所據實審查認為合格之後，該企業發行的證券方可正式上市，因之一般投資人得以減少風險，而獲得其權益的確實保障。證券交易市場和發行市場，彼

此相輔為用，必有此繼續性的交易市場存在，使證券投資人無資金呆滯之虞，一般企業始有公開發行證券以募集長期資本的可能。所以證券交易市場，又名第二級資本市場。

第三是長期押放市場。一般咸以證券發行市場與證券交易市場，為構成資本市場的兩大基石，而置長期押放市場於不論，我以為為長期押放市場既為生產事業取給長期資金的另一方面，自亦有其重要作用，故應列為廣義資本市場的一部分。但實際上，長期抵押放款易致資金呆滯，除非特種投資銀行，例如德國不動產抵押銀行等，方可經營此種業務。

上面已把資本市場的構成，作了一個概括的說明。現在再來檢討我國尚滯留在幼稚階段中的初期資本市場的特質和組織形態。

第一、就證券發行市場來說，雖則我國多數銀行、錢莊、信託公司和證券商號，大抵都將代理證券發行列入業務項目之中，但真正辦理此種業務的，實際上寥若晨星。推原其故，殆由於我國產業落後，而一般企業的未臻健全，尤為主因。同時，大多數金融機關，更以本身實力有限，不敢獨冒風險，擔負代理發行推銷和承受的責任。近二十年來，我國企業界發行公司債券，公開籌備長期資金者，除民生實業公司及上海開北水電公司等少數企業外，可謂絕無僅有。即公開發行普通股、優先股等公司股票以募集資本者，也是少數中的少數。根據上面的分析，我們得出的結論是：我國第一級資本市場的建立，一切還有待從頭努力。

第二、就證券交易市場來說，我國各大城市中，僅上海天津兩地有證券交易所的組設。單就上海證券交易所說，雖得主持人積極規劃，全力策進，但上市證券迄今僅三十餘種，即此一端，已可說明第二級資本市場尚未能充分發揮其作用。

第三、再就長期押放市場來說。我國戰前若干銀行經營廠基押款，期限雖訂定僅為一年，但到期續轉，已成慣例。銀行方面亦視同投資，少有收回。但抗戰以後，因幣值貶跌，此種長期押放現已成為陳跡。

三 我國資本市場的建立問題

在目前的經濟條件下，我們認為我國資本市場的建立，必須遵循三個基本原則。(一)必須採取他國制度優點，而去其短處。(二)必須配合工業建設的需要。(三)必須充分利用現有的金融機構。在上面三個原則下，我們也許可能在最短的時間內，贏得最大的收穫。

歐美各國的資本市場，隨各國歷史背景和經濟環境的互異，而各有其不同的組織形態。例如英德兩國，即為截然相反的两个典型，英國資本市場有幾個顯著的特色：

第一、英國一般銀行絕少參與產業資金的活動，非僅不作為公司證券代理發行與承銷或買賣等業務，即對企業機關比較長期的放款，亦極少經營。

第二、構成第一級資本市場的核心，是銀行以外的投資銀號、發行商行、信託公司以及公司發起人所組織的臨時團體，但實際上此等機關與一般企業之間，並無密切的血緣關係，其代理發行證券，目的僅在賺取佣金，而非與企業站在利害相關的同一起點。

第三、英國為產業最先發達的國家，產業資本已有相當高度的累積，可無須依賴銀行扶持而自為活動，同時該國人民對各種證券，具有相當鑑別能力，並已養成直接購買的習慣。

德國資本市場的組織和運用不同於英國，其主要特徵是：

第一、德國一般銀行大抵均兼營長短期金融業務，無不與產業界發生深切的血緣關係。

第二、銀行為構成德國第一級資本市場的主體，其中尤以諸信用銀行為基本骨幹。此等信用銀行屢均擁有雄厚的實力，足以承擔一切風險，其融通生產事業以長期資金的方式頗為奇特，大抵先與企業發生往來關係，並予各該企業以透支借款或其他借款，然後由企業發行證券，用以償還信用銀行的借款。銀行常自任新公司的發起人，並承受其全部股本與債券，俟後再分向一般投資人或其他銀行推銷，有時更由數家銀行聯合負責企業發行證券全部手續，此等銀行且多派遣董監人員，參與各該企業的管理，提供與革意見。

第三、德國產業發展本遠較英國落後，但十九世紀下半葉以後，由於該國政府的積極輔導以及一般銀行的勢力扶植，所以能夠加速度的飛快進展，並促成了銀行界和產業界的密切結合。

根據上面粗略的比較；我們不難窺知英德兩國體制的強弱優劣。英國資本市場的組織，雖較合理；但亦有其缺點。早在一九三一年間，麥克美倫報告書即曾指出，該國鋼鐵造船等主要事業，仍缺乏有力金融機構的輔助，以致難與後起的德國競爭；因而呼籲銀行界與產業界作密切合作，以協助長期生產資金的籌集。一九二九與三〇年間，英格蘭銀行嘗先後發起擬設「證券管理信託公司」與「實業發展公司」，協助各企業籌措長期資金。一九三四年英政府復有「實業信託公司」的創設。一九四七年又有「工商業金融公司」的成立。這說明了英國政府已在自動設置專業性的產業金融機關，以彌補其資本市場的缺陷。

我國是一個產業落後的國家，今後必須積極推進全盤工業

化的建設大業，與十九世紀末期德國的情形頗為相近。在這種環境下，欲求資本市場的迅速建立，就不能不以銀行為組織的核心。主要理由有四：（一）目前我國除銀行外，還沒有可以代理發行及推銷證券的適當機構。如果另起爐灶，不但事倍功半，甚且流弊叢生，徒勞無功。（二）我國銀行已有五十多年的悠久歷史，在信用上已奠定穩固的基礎。利用銀行的崇高信用，推銷實業證券，自然便利得多。（三）銀行機構的設立，已遍及全國，深入民間。用來推展實業金融業務，不僅便利，且極經濟。（四）最後，同時也是最重要的一點，是可以直接利用銀行的資金，來加速促進資本市場的建立。

現在再根據以上原則，提出下面幾個辦法：

第一、應以現有金融機構，即銀行、錢莊、信託公司、及證券商號，特別是銀行，構成第一級資本市場的基層組織。

第二、應以國家指定的實業銀行為資本市場的核心。並充實其實力，提高其權威。

第三、應由國家指定的實業銀行，負責促進長期金融系統地完成。並由實業銀行聯合其他金融機關，組設投資信託公司，或臨時性的投資銀團。

第四、應配合第一級資本市場的進展，擴大現有上海天津兩地的證券交易所，並就各大城市分別組設證券交易所，政府對各地證券交易所的業務進行，應予積極輔導而非消極限制，以免窒害其正常發展。

四 交通銀行在資本市場的地位

交通銀行是政府特許的實業銀行。依「交通銀行條例」的規定，該行所辦理的業務，直接與實業有關的，約有下列各

項：

- (1) 代理公共實業機關發行債票及經理還本付息事宜；
- (2) 實業公司發行公司債之經理應募或承受；
- (3) 發展實業之投資；
- (4) 抵押放款及實業工廠商號往來放款；
- (5) 實業用動產不動產為担保之放款；
- (6) 商業期票匯票之貼現或買入；
- (7) 貨物押匯；
- (8) 買賣證券；及
- (9) 其他獎勵及發展實業事項。

三十一年七月，中、中、交、農四行實施專業，「四行業務劃分及考核辦法」中更明白規定：「交通銀行以辦理工礦交通諸生產事業之貸放與投資，及公司債與公司股票之經募與承受等為主要業務」。於是交通銀行的特殊使命，乃益形確定。

交通銀行的使命如此重大，憑其一己的實力，事實上恐不易順利達成其任務。我們以為交通銀行必須透過資本市場，才能發揮其金融動力，以完成國家的工業化。反過來說，資本市場的建立和充實，却又有待於實業銀行的全力支持。其次，上海證券交易所，無論在現在或未來，均無疑是我國證券流通的第一個大總匯。故上海證券交易所和交通銀行，實為我國資本市場的兩大支柱。就資本市場的第一個構成分——證券發行市場——來說，自應以交通銀行為主體，而以儲蓄、保險、信託等金融機構為輔。在產業金融系統之下，策劃一般生產事業

長期資金的籌措與運用；其運用的方式，應以各種公司證券的代理策劃、設計、與發行承銷為主。就資本市場的第二構成部分——證券流通市場——來說，則應以證券交易所為主體，而以經紀商，分配商為輔，使成為新社會資金的匯集淵藪，而便利長期產業資金的流轉。

就長期押放市場來說，因資金易致呆滯，不能像證券發行市場和交易市場兩者的能夠相互為用，所以其作用不甚顯著。但我國中小型企業既佔多數，因規模細小，頗不易以發行證券的方式，吸收長期資金。所以押放市場仍有其不可忽視的價值。妥善的辦法，似應由交通銀行領導發起，組成長期抵押放款銀行，藉為一般中小型企業謀取融通的便利。

交通銀行為便利其業務的推行，必須以有效的方式，協助一般產業的證券化。在物價變動時期，公司債券的發行實有困難，但公司股票却並無若何阻力。要推行產業證券化，我們應確認兩點現實條件：第一、我國人民直接投資於公司證券的習慣，尚未養成，投資者對一般產業的財務基礎毫無認識，所以必須有強有力的機構，担任代理發行承銷的全部責任，藉以取得社會信仰。第二、在產業證券化的萌芽階段，銀行本身資金的直接利用，實較吸收國民儲蓄尤為重要。所以必須有一個強有力的機構，先行承受大部分的證券；藉此收取示範的效用，再陸續分向一般投資人推銷。

總之，交通銀行和證券交易所是我國資本市場的兩大支柱，必須攜手並肩，為建立我國新資本市場而共同努力。

上海證券交易所第一四二號經紀人

中 貿 證 券 號

中 正 東 路 七 二 〇 號 電 話 九 三 二 八 〇

代 客 買 賣 股 票

地 址 適 中 環 境 寬 暢 服 務 週 到 取 費 廉 宜

證券交易所在資本市場之地位

華文煜

自十八世紀產業革命以後，生產技術，日新又新，工廠制度，應運而興，取代家庭工業制度而成為最重要之生產組織。因生產力之突飛猛進，國民收入及一般人民之購買力，隨之激增。復因商品市場之日趨拓展，工業生產，更見繁榮。但工業生產，所以如此龐大擴張，一方面固因生產技術之進步與市場之擴大，一方面則受賜於股份有限公司組織之盛行。集合許多股東之零星資金，匯成公司巨額資本，以供運用。因各股東所負責任有限，是以投資人不憚參加，集腋成裘，資本之籌集既易，大規模之工業生產，庶有可能。

股份有限公司組織之企業，為購置擴充或改進其生產設備，需求大量資金。取得方式，多出諸發行證券。其發行條件與銷售方式，隨時隨地根據投資人之能力及其需要，與夫資本市場之情形而決定。使資金之供求，能互相適應，需求者獲得所需資金，投資者獲得投資目標，兩方面各得其所。此為資本市場溝通長期資金之供需，使其遇合適應之概況，亦為現行經濟制度特徵之一。

證券之銷售流通方法，可概分為二。其一為場外買賣，由經營證券之商人，居間代理或自行買賣；協助銷售，利便投資。其市場分散各處，其交易依從商場習慣，大都無法定規律。

經營之者，悉憑高尚之品德與真切之知能，方能平允勝任。另一為在證券交易所買賣。證券交易所為有組織之證券市場，在資本主義經濟制度國家，其重要城市，莫不有之。集買賣雙方經紀人於一處，按照一定規律，公開買賣。交易所之一切措施，經紀人之交易方式，及公司證券之上市，均有法令或規章，為之準繩。

證券交易所之組織，因其設備完善，市場集中，成交容易，除各級政府債券之發行，可利用上市，以廣泛銷售於民間外，公司發行之證券上市買賣者對發行公司本身及投資人均有利益，可分述如次：

對於發行公司證券上市之利益，最重要者：(一)可增加證券之流通性。因交易所市場買賣集中，成交便利，於是投資者知買入證券，隨時可以脫手，不患資金呆滯，故敢投資證券，而發行公司遂能得籌集巨額資金之便利。(二)上市證券既具有流通性，在普通情形之下，即賦有抵押的價值。證券持有人，需用資金時，得轉向金融機關抵押借款，因其有公開市場價格，易於脫手，貸款人不患無法脫貸取償，故多樂於承受，或予以較優條件。(三)證券上市買賣，可分散所有權，不致集中在少數人手中。美國大公司之股東數目，有數十萬人者。

在各股東個人所投資金為數有限，但集合數十萬戶之股份，即為公司整個之股權。各股東自必關心其本公司之營業。其個人消費，必先購用其本公司之貨品或勞務，故股東可成為公司最可靠之顧主。(四) 證券上市買賣，每日有繼續性之行市報導，無形中為發行公司作公開宣傳，使投資人相信證券上市之公司，具有相當之規模與獲利之能力，將來公司擴充或改進設備，增集長期資金而發行新證券時，市場銷納可以較易。

以上為證券上市對於發行公司之利益，亦即投資人購買上市證券之利益。蓋如上市證券之更富流通性，買賣容易；有抵押價值，得充借貸之抵押品；凡經上市之證券，均經嚴格之審查；在合法市場買賣，一切交易，獲有保障等等，均為投資人買賣上市證券之利益。

以上證券上市對於發行公司與投資人之利益，說明證券交易所為調劑長期資金供求之最有效媒介。其在資本市場地位之重要，不難概見。是以各國政府與人民，多重視證券交易所之組織，認為有促進企業生產改善國民經濟之功能。

證券交易所如辦理良好，固足以發揮其福利社會之功能，設或辦理不善，則不但不能扶助企業，有利人民，反可能成為壟斷操縱之工具，貽害社會，亦非淺鮮。如何避其害而盡其利，則有賴政府、發行公司及證券交易所、(包括經紀人)之通力合作，尊重法令與良好商業習慣，以引導投資，推進企業為前題，避免操縱俾獲之任何企圖與行為，方克有濟。關心吾國資本市場之前途者，儻不河漢斯言。

國信銀行

▲經營商業銀行一切業務▼

舉 辦 一 週 特 種 定 期 存 款

◀ 每 單 位 一 百 萬 元 ▶

期限七天
每日可存
利息優厚
手續簡便

發 售 精 美 禮 券
備 有 袖 珍 支 票

漢 口 路 四 二 號
電 話 二 三 九 六

證 券 股

上海證券交易所
第一八一號經紀人
代客買賣證券
手續簡便·歡迎開戶

市况分析

——三十七年三月份——

一 物價野馬脫韁

在買氣籠罩之下，本月上旬物價，升騰較上月更趨瘋狂。根據中國經濟研究所編製的上海批發物價指數，三月的一般物價水準較二月上漲了百分之七十三，即在四分之三左右。衡以今年二月和一月物價上漲一般情形，這種漲勢的猛烈實在空前。今年一月份較去年十二月份平均上漲率是百分之三六·四，而二月份較一月份亦上升百分之三〇·七。可見三月物價波動，其幅度比一二月都超出了一倍。

按第一週（三月一日至六日），在二月後半月物價狂昇猛跳之後，漲勢略現緩和，但就一般物價言，仍屬堅挺。據中國經濟研究所，上海批發物價指數，物價總指數是上升了一成以上。第二週（八日至十三日）物價又轉趨狂烈，物價總指數上升了二成。第三週（十五日至二十日），第四週（二十二日至二十七日），銀根奇緊，但在前者既挺升了百分之七，後者亦抬高了百分之六。綜計這一月是較上月一般物價升高了百分之七十三。

分類分析，各類貨物的價格上升，却互為參差，各週情形也不盡相同。第一週，金屬品建築材料上升較多，紡織品次之，糧食類上升最少，上揚幅度居百分之二與百分之二十七之間。第二週建築材料躍居首位，升高幾達半倍，紡織品也上升了四分之一以上，食物類上升雖較金屬品仍有不及，但升高程度亦達百分之十七。上升最少的燃料類，合百分之十一。第三週金屬品領先，價格上升達百分之三十四，雜項類次之，上升程度約在百分之十六左右，食物類比較平穩，升高程度為百分之二，而紡織品則亦堅硬不少。第四週由於銀根長期緊斂的壓力，一般商品已現平疲，上升最

高的建築材料在百分之十一左右，而化學品和雜項類則均見下跌，跌落最多的化學品達百分之四。

二 金融緊斂空前

以上係就物價單方面加以析述，若果配合市場金融態勢來看，更不難看出整個經濟趨勢業已有了新的發展。

從市場暗息變動看，三月十日以後，迄站三角以外，一直未見下降。這在暗息的絕對利率高度說，固已打破已往紀錄。即就金融緊斂期間的延長，也屬空前。如前所述，以往銀根緊縮，物價即趨萎縮，而銀根也跟着慢慢鬆弛。但這次却在暗息升到三角外後，物價仍然奔騰，暗息不但一時降不下來，紗布市場隔日交現還有合月息一元以上的高利出現。

分別言之，第一週一般物價上升尚緩，而市場暗息一般約站二角一分到二角五分，到第二週物價漲風日見熾烈，暗息也逐步提高，週一到週三暗息都在二角四分到二角七分左右，週四以後暗息最高即破三角大關，最低也站二角六分。至第三週銀根更緊，週三以後，最低暗息也站三角以上，最高竟站三角五分。第四週銀根更緊，最低暗息站三角以上，最高有到三角七分五者。直到本月最後二天，暗息始略見回軟，但仍站三角到三角六分。

至於證券幫貼息，據傳一般都較市場暗息為高，本月以來最高貼息甚至到五角，普通也總在三角四角左右。

由上可見，上海金融市場在三月裏確會有空前的緊俏現象出現，按國家行局於本月內共差進四萬零二百多億元，比二月裏差進金額尚見減少了五千六百億元左右。而且國家行局的差進金額中還包括大部份同業定存，實際差進的不過七千五百多億元。因此一般說來，金融斂縮多半或還是物價升騰的自然結果。

三 市場交易激增

據上海票據交換所的統計，三月份票據交換的張數竟達五百四十一萬張以上，比二月份增加達百分之六十二（二月份交換張數為三百三十四萬張左右）。交換金額則三月份為三百二十萬四千多億元，比二月更增加了百分之二五以上（二月交換金額計一百四十二萬一千多億元）。交換張數和交換金額的鉅額增加正反映出了市場交易的頻繁，以及交易數量的增加。這對物價水準，自當具有相當的激勵。

四 華股市場市况

至於華股市場，一般股票行市也猛升不少。據本所統計華股總指數本月平均為九、四六〇，較二月計升高了百分之八十八（二月平均為五、〇四一），而二月平均比一月不過升高百分之十三（一月平均為四、四四七），可見本月華股行市升騰特多。

就各週言，以第三週上升最多。第一週股價總指數挺升了百分之十一，第二週上升加速，計平均達百分之二十一，第三週高漲更快，平均上漲了百分之二十七。至第四週則股市已漸入平局，平均上漲百分之三。整個的變動過程，正與物價趨勢相似。

至各股個別行市而言，其趨勢大多已經接近。

項 別	第一週 升降%	第二週 升降%	第三週 升降%	第四週 升降%
永 紗	(+)10	(+)12	(+)27	(+)1
新 光	(+)12	(+)15	(+)25	(-)2
華 豐	(+)9	(+)23	(+)22	—
中 絲	(+)44	(+)33	(+)32	(-)25

回溯過去股票行市波動多不平衡，而且鉅型股永紗多半落後，而本月則記錄已有變化。

以華股市場成交股數而論，這一月現貨較上月膨脹了百分之六七，（這月現貨總成交一九、〇〇五、八一〇、〇〇〇股，二月總成交一一、三八五、九四一、〇〇〇股）。遞交更膨脹了百分之八二（這月遞交總

成交一〇、七一五、五〇〇、〇〇〇股，上月三、七九四、九五〇、〇〇〇股）。如以各週個別比較，上月成交最盛的第四週比這月第三週略多，但比其他三週都有遜色。尤其本月第二週比上月第四週竟增加了百分之十左右。

至股市詳細變動過程，則第一週在場外交易嚴厲取締下，買方聲勢見盛，雖有多空搏鬥，但物價上升及港匯報縮仍造成股市冉冉向上。週初現遞永紗均出千元關，週二現遞永紗再穿出一、一〇〇元外，永業、開北、中法等股且告漲限。週三場外交易了結末日，買勢更盛，各股具現新高，中絲漲限。週四遞交七十一期登場，由於場外交易取締甚嚴，遞交激增。現遞永紗均出一千二百關外，但中小型股并未見振。週五週六略現盤局，各股進退不一。

華股在第一週實在尚未見特別繁榮，但一至第二週則波動距烈，風起雲捲。週一開市以銀根緊俏，尙略有盤低，繼以外匯傳高及東北流通券謠言，市勢竟一帆風順，節節看高，現貨大通、榮豐等九種漲停。週二外匯果然提高三成，前市開北、恆豐等六種漲停，午後以美援空氣甚濃，市勢漸現不支。但週三以港匯報縮，外象甚好，各股又形躍升，計有美亞、大通、商務等十餘種漲停。週四七十二期新遞交登場，各股陸續漲停者又達十種以上。直至週五週六兩日，華股始略現疲勢，漸形回下。

第三週銀根空前緊斂，華股漲勢却依然旺盛。週一以鉅額櫃台有開放訊，不但美亞等股漲停，白紗竟亦一度登限。週二漲停者亦有多種，此後數日華股皆節節盤高，迭創新價。計週二有美亞等漲停，週三有勤興漲停。直至週末，整個股市雖在銀根萬分緊張之中，仍然堅挺。

到了第四週，由於長期處銀根緊迫之中，頭寸究漸形短絀。多方只得暫爲了售，散戶亦甯願以游資套利再加美援通過刺激，因此遂造成週四以前，華股下瀉局面。但週五以後，銀根緊勢緩和，華股乃由疲轉堅，又見回升了。

市場動態

證交王總經理報告停辦遞交經過

上海證券交易所總經理王志莘為報告證交停辦遞交事，於本年四月十日下午三時在該所會議室招待本市新聞界，對辦理遞交業務經過作報告後並發表遵令停辦遞交感想如次：

「本所遞延交割業務，近奉政府命令停辦，已準時遵令辦理。四月三日（星期六）本所遞交存帳額為一千〇五十五億元，經紀人交入之證據金為五百三十二億元，按照政府規定，本所應將證據金百分之七十繳存國家行局，而本所則以全部繳存國家行局，對經紀人及客戶之保障可稱萬全，當時所慮者為經紀人方面交易存帳總金額估計達二萬餘億元，措施稍一不慎，必致引起巨大金融風潮，影響上海整個市面，現在最後一期已於昨天交割清楚，全部結束，一件可能釀成大風潮的事件，賴財經兩部兩位駐所監理員的洞察市況，顧念事實，隨時協助，以及本所經紀人的鎮定守法，互相合作，得以化險為夷，平穩渡過，這是關心經濟金融的人士公認為可以慶幸的事。

這幾天來本所在辦理遞交結束過程之中，一直謹守沉默，一則因為本所是奉政府的命令，在配合國策的原則下成立的。所有一切措施，一向遵照政府法令辦理，即如遞交業務，從幾次試辦到正式辦理，都經政府核准。這次命令停辦，也自然應該遵令辦理。停辦命令急如星火，通知與執行限期，相距不過幾小時，沒有猶豫商討餘地。我們祇有奉行功令，別無他說。二則本所辦事方針。一向以安定市面為第一，在辦理遞交結束期間，本所負責人一言一動，都可能增加市面的動盪，刺激社會的情緒，所以這件事雖承各界重視，垂詢意見，而本所在辦理過程中，除密切注視市場變化外，絕不願多說話，或有所表示，此點尚請諸位原諒。

現在遞交經一年餘的試辦和正式辦理，已經得到善始善終的結束，我們覺得和諸位談話的時機到了，過去功過不必贅論，祇根據事實談談本所

對於停辦遞交的感想。

目前有一部份人把今日金融的動盪，物價的暴漲，利率的高昂，投機的風行，以及社會上一切罪惡，都歸咎於遞交，都認為是證交所造成。奉命設立的本所，奉公守法執行國策的本所同人與正當經紀人，彷彿都成了國家民衆的罪人。我們聽到這種說數，心裏很惶恐，不能再安緘默，願就下面幾點，略加說明。

第一、這次政府停辦遞交命令中說，本所辦遞交後，買賣證券者常為同一人，足以助長投機。這種說法想指套利交易而言，在學理上與事實上均無根據。因為只有有信心投資的人，才肯買進現貨，賣出遞交，希望得到一點利息；只有有心長期投資的人，才願賣出現貨，買進遞交，希望證券不致脫手，惟要求安全保障的穩健者，及願將資金投入生產事業者，才願意買套賣套，這種方式決不是投機家理想中的交易方式，穩健的進出口商人與穩健的經營外匯的銀行，及穩健的工業家，不願冒險獲致意外的損益，常做套買套賣交易。這是工商界所大家明瞭的，證券套買套賣，事屬平常，並非例外。

第二、有人說遞交是集中游資的工具，套利資金用作囤積，所以停辦遞交後可以引起貨價普遍下落。我們同意套利有集中游資的作用，還知道這些游資大多是零星散戶的積聚，不作套利，就競購日用物資，或作黑市拆放，我們知道工商業有利用套利，得到融通資金的便利，集中資金正說明遞交確有吸住游資的功能，我們不敢信套利資金都用諸囤積，更不敢信遞交引導物價上漲，停辦遞交就可引起物價普遍下落。但是我們竭誠希望政府能夠有一種吸住游資的有效方法，來減輕游資對物價的壓力。

第三、有人說套利足以提高市場利率，我們也不敢苟同。我們認為利率的高低，不能離開資金的供求律。所以銀根緊，利率高；銀根鬆，利率低。套利利率亦不能逃此定律。根據我們的統計，套利利率通常低於市場暗息。

最後還有一點申述，我國今日通貨高度膨脹，物價漲無止境。一般人民生計極度困苦，各種正當實業多瀕末路，許多無心投機者都被迫走上了投機囤積的道路。這種現象，實在不是正常的現象，但其癥結別有所在，決不能說是由於證券市場的存在，更不能說是由於遞交的開做，遞交有集中資金的功能，遞交停做後可能使吸住的散戶游資轉向物資市場，作散兵線式的投機囤積。再遞交停做之後，在證券市場方面因為沒有了七天內套買套賣的調節，證券價格的感應性，可能更見敏銳，這也是值得注意的。

「恆豐」成交單位

改定為十萬股

三月三十日起實行

恆豐紡織股份有限公司股份之成交單位，自本年三月三十日(星期二)前市起，改定為十萬股。

三十六年美金庫券本息票定期發給

三月三十一日起至財務處洽領

各經紀人所繳保證金代用品項下之三十六年美金短期庫券，已屆本年三月三十一日發給第二期本息票之期，茲由本所彙總代為領出，希各經紀人於三月三十一日起，攜同原留本所財務處印鑑暨保證金代用品收付摺至本所財務處洽領該項本息票。

經紀人嚴禁接受公務員委託證券買賣

依交易所法第四十一條規定

奉 財政部本年三月十七日通知，查依現行交易所法第四十一條規定，經紀人不得受公務員之委託，為買空賣空之交易，如有違犯情事，依同法第四十九條，對經紀人及公務員各處以買賣價格二倍以上十倍以下之罰鍰，其涉及刑事者，依刑法處斷。茲為使經紀人明瞭其本身所應負之責

任，特重申上開法令，倘有經紀人接受公務人員委託為買賣，一經查覺，定即依法嚴懲。除令飭證交監理員辦事處嚴切注意隨時查報外，本所業經奉令公告一體懷遵。

「信誼」恢復交易

自三月八日前市起實行

查信誼化學製藥廠股份有限公司，辦理重估固定資產價值調整資本一案，已據該公司將變更登記聲請證件繳驗，該公司股份應自本年三月八日(星期一)前市起恢復交易。

「新光」「永公」「榮豐」召開股東會

照章停止股份過戶

新光標準內衣染織整理廠股份有限公司定於本年三月三十一日召開股東臨時會，報告三十六年度帳略，討論盈餘分配及增加資本等議案，照章應自三月十六日起至開會日止，暫行停止股份過戶。

景福衫機織造廠股份有限公司訂於三月二十七日召開股東臨時會，自三月十二日起至開會日止，股票照章停止過戶。

上海永安股份有限公司定於四月十四日召開股東大會，自四月一日起，該公司股份暫停過戶，直至該會議完畢為止。

榮豐紡織廠股份有限公司定於五月八日召開股東常會，報告上年度營業帳略，及討論盈餘分配方案，並定五月十二日起，發給三十六年度股息紅利，又自四月五日起至開會日止，停止股票過戶，持有股款收據未掉正式股票或股票未曾過戶者，統限於四月五日前辦妥手續。

「景福」「永公」「勤興」換發股票

限以股票交割

景福衫機織造廠股份有限公司新股票業經製就，訂於三月十日起開始

發換，遂於三月十六日即可用新股票交割。該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割。

永安紡織股份有限公司第五次增資股票業已印就，定於本月十日開始掉換，至此項上市之新股票，其號碼係以〇字起頭，不上市者則為一字起頭。該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割。

新光標準內衣染織整理廠股份有限公司新股票業已印就，自三月十日起開始發換，准於同月十六日起，以新股票上市。該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割。

勤興紡織襪衫廠股份有限公司，自本年三月九日起，開始換發正式股票，並定於三月十六日起，即以正式股票上市。該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割。

「永安」「美亞」換發股票
「麗安」「新華」

限以股票交割

上海永安股份有限公司第八次增資股票，定於本年三月十二日起開始掉換，此種股票上之股數金額兩項均係填寫者。又(一)不上市股票號碼，由第〇〇〇一號起至第一〇〇〇號，(二)上市股票號碼，由第一〇〇〇一號起。該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割。

美亞織綢廠股份有限公司調整資本為國幣三十六億元一案，業經經濟部核准變更登記，並頒到新字第二九六五號執照在案。所有應行換發之新股票亦已印就，定自本年三月十五日起，憑股字收款收據換發。此項新股票編號，係自廠字第一號起。該公司股份之交易，自本年三月十六日起，限以股票交割。

麗安百貨股份有限公司股票，業經印就，自即日起，在上海浙江中路四六二號該公司總管理處，憑股款收據連同原存印鑑換發股票。該公司股份交易，自本年四月五日後市起，限以股票交割。

新華股份有限公司正式股票業已印就，自四月一日起，開始掉換股款收據。該公司股份交易自本年四月五日後市起，限以股票交割。

「中法」「榮豐」憑正式股票交割
「中衣」「華豐」

依照預約轉讓辦法屆滿後處理辦法之規定

查中法藥房股份有限公司、中國內衣紡織染股份有限公司、榮豐紡織廠股份有限公司、及華豐搪瓷股份有限公司之股份，遵照財政部所頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第一項之規定，本年三月十六日起之交易，憑正式股票交割。

「中紡」暫停交易

未照部頒規定換發股票

查中紡紗廠股份有限公司之股份，應遵照財政部所頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第一項之規定，於三月十六日起，憑股票交割。查該公司尚未函報換發股票，其股份應自本年三月十六日起，暫停交易。

「華新」第一期溢價新股開做

成交單位十萬股

憑股票交割

華新水泥股份有限公司第一期溢價增資為二百二十五億元一案，業經呈奉經濟部頒給新字第三〇九七號執照，並就二十二億五千萬元股登報公告換發新股票。現除該公司第二期溢價增資部份之新股，應俟呈准變更登記並換發新股票後方准上市開拍外，所有第一期溢價增資後之新股，准自本年三月六日前市起，仍按二十二億五千萬元上市開做除權交易，成交單位改定為十萬股，憑股票交割。

「景福」增資至五千二百五十億

四月一日起暫停交易

景福衫襪織造廠股份有限公司經本年三月二十七日股東臨時會議決，增加資本國幣五千另四十億元，連同原有資本二百十億元，合成資本總額

國幣五千二百五十億元，每股仍為十元，自本年四月一日起至四月六日止，為認繳增資股份日期，其不足之數，由董事會另行籌募足額。
 該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月一日（星期四）前市起現交遞交均暫停交易，所有已做之交易，均以該公司之老股票連權交割。

「中衣」增資至三百億

每一老股贈六股認八股

中國內衣紡織染股份有限公司經本年三月二十五日股東臨時會決議，增加資本二百八十億元，連原資本二十億元，合成資本總額三百億元。增資認股辦法，由三十六、七年度股利項下墊撥一百二十億元，再由股東以現金認繳一百六十億元（即每股認八送六），並定自三十七年四月一日起至四月十日止，為增資認股日期，逾期作為放棄權益，由董事會籌募足額。
 該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月一日（星期四）前市起暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股票連權交割。

「美亞」增資至壹千捌百億

每一老股贈二十四股認二十五股

美亞織網廠股份有限公司經本年三月十五日股東臨時會議決，增資國幣壹千柒百陸拾肆萬元，連同原資本國幣叁拾陸億元，合成資本總額國幣壹仟捌百億元，分為壹百捌拾億股，每股國幣拾元，一次收足。增資部份，由各股東依照原投資額，比例認繳，每一老股得認繳新股四十九股，其中二十四股由董事會籌借代繳，其餘二十五股由股東自繳現金，並定於三月二十日起至三月二十七日止，為辦理增資手續日期。

該公司開始辦理增資手續，其股票之遞交交易，應自本年三月十八日（星期四）前市起，現交交易自三月十九日（星期五）後市起，暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股票連權交割。

「華豐」增資至肆百貳拾億

每一老股認九股

華豐搪瓷股份有限公司經本年三月十二日股東臨時會決議，資本總額

改為國幣肆百貳拾億元，分作肆拾貳億股，每股拾元，除原有資本肆拾貳億元外，須增加資本國幣叁百柒拾捌億元，儘舊股東按股分認足額（即每一老股認繳九股），並定於三月十七日至二十四日止，為股東認股繳款期間，逾期作為放棄認股權利，不足之數由董事會另行籌募足額。

該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年三月十七日（星期三）後市起，現交遞交均暫停交易，所有已做之交易，以該公司之老股票連權交割。

經紀人動態

南洋企業公司抽定六四空號

南洋企業股份有限公司於三十五年七月申請為本所經紀人，當經轉奉批示，該公司尚未完成增資登記手續，應俟完成後核辦。旋該公司增資登記辦理完竣，經據情報奉 財政部第一〇〇三三〇七號批准為本所法人經紀人，業經辦妥入所手續，抽定第六十四號空號，即日起准予入場交易。

證交股份有限公司召開首屆股東常會

杜理事長王總經理報告業務

通過盈餘支配及改選監察人

上海證券交易所股份有限公司於三月二十六日下午四時在該所會議室舉行第一屆股東常會，杜理事長主席致辭，略稱：證交成立一年有餘，適值物價步步高漲，通貨逐漸膨脹，證券市場負誘導游資歸入生產途徑之責任，其支撐應付，實感匪易，幸賴王總經理主持得免於過云云。次由總經理王志華報告一年來之一般業務、財務情形及各項措施，並擬於將來致力：①增加良好證券之上市；②斟酌市場需要，改變交易方式；③隨時鼓勵良好經紀人提高其社會地位。末由監察人顧克民報告三十五年三十六年度決算帳略，通過盈餘支配案，改選監察人，結果趙棟華、孫祖瑞、顧克民、彭杏生、王本滋、胡惠春、張秉三當選，候補監察人為宋美揚、吳禮門云。

又訊：上海證券交易所股份有限公司經股東常會決議，自四月一日起發放股息，其辦法為發給三十五、六年度官利一分，紅利為每股三百元（按證券交易所股票票面為一百元）。

出售國營事業資產辦法

經由國務會議修正通過

三月二十六日國務會議修正通過 主席交議行政院所擬「出售國營事業資產充實發行準備辦法」案，茲將辦法全文錄後：

○本辦法依照國務會議第二三次會議決議之規定訂定之。

○決定指撥出售之資產如下：（甲）招商局，（乙）中國紡織建設公司，（丙）資源委員會指定之工廠，（丁）敵偽產業，（戊）日本賠償物資之出售民營部份。

○上項各單位資產照下列辦法轉歸國庫移轉中央銀行：（甲）招商局由交通部就現有資產以美金估價轉歸國庫，再由國庫轉入中央銀行帳，上項資產中百分之五十，由政府保留，按照估價發給股票，仍交由中央銀行保管，（乙）中國紡織建設公司由經濟部就現有資產按二十六年法幣估價折合美金轉歸國庫，再由國庫轉入中央銀行帳，上項資產中百分之三十，由政府保留經營，按照估價發給股票仍交由中央銀行保管，（丙）資源委員會指定之工廠，由資源委員會指定工廠就現有財產以美金估價劃出價值美金五千元之資產轉歸國庫，再由國庫轉入中央銀行帳，（丁）敵偽產業包括房地產、碼頭、倉庫、工廠及其他資產，由國庫就現有資產，以美金估計轉入中央銀行帳，（戊）日本賠償物資，由經濟部就撥充民營部份照原美金單價轉歸國庫轉入中央銀行帳。

○上項各單位之資產及日本賠償物資，由國庫轉入中央銀行帳後，作為抵充發行準備之一部份，所有各單位資產之產權契據證件等均交存中央銀行發行局。

○上項各單位資產移轉中央銀行後，中央銀行按下列辦法發行股票或出售之。（甲）招商局作為一個單位，組織公司發行股票。（乙）中國紡織建設公司按其屬各工廠性質分為若干單位，分別組織公司發行股票，（丙）資源委員會指定之工廠，按其性質分為若干單位，分別組織公司發

行股票。（丁）敵偽產業，一、房地產及碼頭倉庫，組織公司發行股票或分別出售，二、其他產業直接出售。（戊）日本賠償物資出售民營部份，由經濟部依照賠償委員會所定出售辦法價配民營。

○發行股票辦法如下：（甲）僅向人民及其他營業組織發行股票，國營各行局不得收購，（乙）發行之股票每一單位發行在五成以下者，即由股東召集股東會，選舉董監事依照公司組織法辦理，（丙）股票發行得以美金為計算單位。

○各單位資產在未經承購方面接收以前，由原主管機關照常經營，切實保管。

○本辦法經國務會議核定後施行。

又訊：中央銀行與經濟部工商輔導處、中國銀行、交通銀行、招商局、紡織公司及資源委會等各有關機關當局，連日正在積極商討逐步施行該項辦法之細則。據悉：招商局出售股票將交與交通銀行代辦，紡織公司出售股票，將交與中國銀行辦理，資源委會出售股票，將交與中國、交通兩家銀行辦理。其全部資產之總估價為四億五千萬美元，發售股票時，可以折成法幣計算，其計算方式將根據外匯基準牌價及目前上市股票價二種平均數為標準，以求公允正確。按出售國營事業之辦法，由中央銀行與各有關機關商後所擬定，其資產均以美金估價，各國營事業經估價後，即發行股票，部份出售，而以一部歸中央銀行保留，作為法幣之發行準備。在發售股票時，如已將每一單位發行在五成以上者，即可由股東召集股東會，選舉董監事，依照公司法組織辦理。

政府決心穩定幣值

國務會議決議撥四億美元資產

交央行作為法幣準備金

政府為穩定幣值，於三月十二日國務會議決定撥價值四億以上美元的資產，交中央銀行作為法幣準備金，並由行政院擬具運用辦法。這四億多美元的資產為：（一）中紡公司資產一部份，價值兩億美元；（二）招商局資產一部份，價值一億美元；（三）資源委員會資產一部份，價值五千萬美元；（四）日本賠償物資一部份，價值八千餘萬美元。

美金庫券奉令停銷

美金公債照常發售

據中央銀行國庫局訊：中央銀行前接財政部代電：「查三十六年第二期短期庫券募銷期限依照規定，於本年三月三十日屆滿，自應如期結束，至三十六年第二期美金公債現係專以美金現幣或美金存款繳購，仍可繼續募銷，以便吸收外匯，俾應國需。除呈請行政院備案外，相應檢同「三十六年第二期短期庫券辦理結束，美金公債繼續募銷注意事項」，電請查照辦理並見復。」正辦理間，又准財政部通知三十六年第二期短期庫券募銷期間，原定於本年三月三十日截止，至三月三十一日起停止發售，茲改為三月二十五截止，三月二十六日起停止發售，該行現已通函各分行處查照，並轉告當地各分局知照。

一二兩期美金債券全國各地銷售統計

第一期 二八、一四二、七一〇美元
 第二期 一四、三四二、四三〇美元

三十六年美金短期庫券，係分兩期發行，每期定額一億五千萬美元，共三億美元。第一期發行自三十六年四月七日起至九月二十九日止，全國各地共售出二八、一四二、七一〇美元，折合法幣三五六、四八三、九一一、〇〇〇元。第二期發行自三十六年十月一日起至三十七年三月二十五日止，全國各地共售出一四、三四二、四三〇美元，折合法幣三、〇四五、三二六、四〇五、〇〇〇元。合計兩期共售出四二、四八五、一四〇美元，折合法幣三、四〇一、八一〇、三一六、〇〇〇元。

三十六年美金公債亦係分兩期發行，每期定額五千萬美元，共一億美元。第一期發行自三十六年四月一日起至同年九月二十九日止，全國各地共售出二三、三三七、七五〇美元。第二期發行自三十六年十月一日起至三十七年三月三十日止，全國各地共售出二、六〇八、五〇〇美元。兩期共計售出二五、九四六、二五〇美元。

短期國庫券即將發行

經由國務會議通過

國務會議於三月二十六日晨十時舉行時，通過 主席交議發行短期國庫券案，此案關係由中央銀行總裁建議，呈行政院再呈國府者，該項券額計分五種，為一千萬元、五千萬元、一億元、五億元、十億元，不記名式，期限分一個月、二個月、三個月，月息五分，由中央銀行在公開市場發行，亦視市場資金供求情形，得升值或折扣發行，並得於未到期前向市場贖回。

戰前本市公債

市府規定清理辦法

戰後市府財政局接管之公債，均經整理就緒，并分別規定清理辦法，茲探誌詳情如次：

(一) 舊市政府二十一年災區復興公債，自恢復償付以來，該項公債代理人安利洋行，仍照向例辦理還本付息事宜。

(二) 舊市府二十三年市政公債，現已恢復償付，并經市府核准撥款，授權上海市銀行辦理，應付本息，共計國幣三、六三〇、一〇〇元。

(三) 前公共租界公債六種中，有一九三六年五釐半公債，總額國幣七、五七七、四〇〇元，計算至本年六月底止，應付息金國幣一、二五〇、二七一、元，本息合計八、八二七、六七一元，業經清理就緒，定於本年六月底一次償付，償付辦法，業已刊登中西文報紙公告週知。

(四) 前公部局其餘五種公債，現已漸次整理就緒，為維持債信起見，現已統籌辦法，該項公債應付本息，計算至本年九月底止，共計國幣四六、〇三九、七一一、七五元，擬在本年內開始償付。

(五) 前法公董局發行公債，其尚未清償者，利息算至本年九月底止，本息共計需國幣三千一百二十萬元。

週息八厘者，得一律提為週息一分二厘，并自三十六年十二月二十一日起計算。

生產事業貸款恢復

四聯訂定本年貸款方針及補充辦法

本年三月十一日四聯總處舉行第三六〇次理事會議，由俞理事鴻鈞代理主席，出席理事張嘉敷、徐堪、陳啓天、翁文灝、錢新之、陳果夫、霍實樹、趙棟華、李叔明及徐秘書長柏園等，核定三十七年度生產事業貸款方針；并說明：「按國家行局庫從上年十一月底暫行停止各種貸款，迄今已過三月，中間各方請求舉辦收購廠商成品，其經過情形，已先後披露各報，本年二月該處會奉 主席電令，飭擬三十七年度生產事業貸款辦法報核，該處轉准各行局庫提供意見，擬具貸款方針五點，提經理事會通過後簽奉 主席核准照辦，并奉指示，中央銀行嗣後對於各行局庫一般業務貸款之重貼現轉抵押，仍必須慎重辦理，不得有涉鬆濫。」

(甲) 三十七年度生產事業貸款方針，國家行局庫應採下列各項方式分別辦理：(一) 訂貨貸款或收購製成品。(二) 委託產製。(三) 短期資金週轉，包括出口打包放款等。(四) 其他與國家經濟政策有關之貸款由主席副主席交議經理事會專案核定者。

(乙) 貸款對象規定如下：(一) 一般種類：A 民生日用必需品之生產運銷事業。B 基本工業事業。C 公用交通事業，D 出口貿易事業。(二) 對於物資產銷：對於物資產銷或事業收費全部受管制者，其中請貸款案應儘先核辦。

(丙) 分別貸款性質，參照市場利率計算為原則，存款利率并應比照提高，其詳細辦法，應參照三十六年十月二十日秘書處對於調整利率所擬意見，嚴限另行商擬再核。

(丁) 應按下列各項辦理：(一) 各行局庫辦理貸款業務，應以其自有頭寸調度及挹注為原則。各種配合國策之貸款，凡經四聯理事會核定者，得隨時向中央銀行辦理，轉抵押及短期拆款之總限額等，應由中央銀行提請理事會核定之。(二) 政府交辦之若干種性質比較特殊之貸款，得逕由國庫撥款辦理。(三) 中央銀行對於生產工業，停止直接貸款。(四) 軍政機關公款，應一律存放中央銀行，現存各行局庫公款，應將該項存款及賬戶全部移轉中央銀行，

所有因該項存款移轉應歸中央銀行之頭寸餘額致現款不敷週轉者，可由中央銀行予以行局庫透支款額，國營事業機關款項，可由各行局庫分別依照專業性質收存。

(戊) 貸款及轉押之審核查考，依照下列各項辦理：(一) 各項定貨貸款，收購成品，委託產製及其他配合國策之貸款，依照向例，經理事會核定辦理，或於核定計劃及辦法後，由中央銀行督察各行局庫分別辦理。一般業務貸款，由各行局庫預先擬具各業貸款計劃，提經四聯理事會核定後，依照計劃自行核定。(二) 中央銀行設置貼放委員會，審核關於各行局庫一般業務貸款之轉抵押轉押重貼現事宜，參酌市場情形，核定額度及利率等項，貼放委員會應得接收商業行莊轉抵押轉押匯及貼現之申請案件。貼放委員會得附設工礦農業出口等顧問委員會。(三) 對於貸款之考核，應切實辦理，務期貸款均能按照預定計劃，獲得最大效果，其考核責任并規定如下：A 各行局庫應對自核定之貸款負致核責任，并按期報告。B 中央銀行對配合國策貸款及審核轉抵押貸款負致核責任，并按期報告。C 四聯總處并應會同財政部抽查各行局庫貸款成效。

又十四日四聯總處并發表三十七年度生產事業貸款實施辦法四項，為「生產事業貸款方針」的補充辦法：

(一) 關於定貨貸款，收購製成品及委託產製各項事務，應照下列各項辦理：(一) 定貨貸款收購製成品及委託產製等業務，由中央銀行代政府委託各行局庫就事業範圍內分別或聯合舉辦。(二) 定貨及收購範圍，暫以上海區國家行局庫代政府收購廠商成品臨時辦法內規定之物品為限，其他當地特產合乎定貨或收購條件者，應報經四聯總處核定後辦理，委託產製之物品，以政府特案指定者為限。(三) 辦理前項業務所需資金，由中央銀行十足墊撥。(四) 辦理前項業務所付款項，除四聯總處另案核定者外，一概不計利息。(五) 辦理前項業務所收貨品，由中央銀行會同承辦行局庫驗收後，洽由政府主管機關或委託中央信託局處理之，其所得價款，應隨時解交中央銀行收回墊款賬。(六) 承辦行局庫由中央銀行按貸款百分之二至百分之三，給予手續費。

(2) 關於短期週轉貸款部份，規定種類期限後，適用範圍如次：
一、短期押透期限最長三個月，適用於交通公用事業為限，但基本工礦及出口物資事業，經四聯理事會特案核定者，亦得酌做短期押透；二、匯押放款期限，視運輸途程遠近而定，適用於民生日用必需品運銷事業及出口物資事業為限；三、打包放款期限，最長六十天，適用於出口物資事業能依照政府限定結匯者為限。

(3) 貸款利率之計算，(一)下列各項完全配合國策之貨額，仍參照低利原則辦理，其計利標準，由四聯理事會核定之，一、農業生產貸款及合作生產貸款，二、生產事業貸款，其產銷或定價嚴格受政府管制者，三、其他奉主席副主席特案交議辦理有關推行國策之貸款，(二)行局庫業務放款利率最高不得超過當地中央銀行掛牌市息，最低不得少於上項掛牌市息百分之七十五。

(4) 行局庫貸款資金，應儘先以所收存款應付，其存款利率改按月息計算，並按貸款利率，比較調整，由各地四聯分支處，商計劃一辦理。

各項貸款即將開始

行局已接命令在積極準備中

貸放利率將參照市息由國行掛牌

本市各國家行局，已接獲三月十一日四聯總處理事會所通過的三十七年度生產事業貸款方針，對今後整個貸款業務，正在積極準備中，對於一般種類之貸款，包括：(一)民生日用必需品之生產運銷事業；(二)基本工礦事業；(三)公用交通事業；(四)出口貿易事業，即可開始貸放。至於貸款利率，除配合國策，售價絕對受政府控制的生產貸款可採取較低利率外，其餘一

般業務貸款利率，均參照市場利率計畫，將來由中央銀行核定掛牌，最高不得超過央行掛牌市息，最低不得少於掛牌市息百分之七十五。

中華水產公司資本重行估定

共計二千六百七十餘億元

農林部中華水產公司資本總額原估定為一千一百餘億元，頃悉，業照全國經濟委員會國營生產事業出售處理委員會決議，依三十六年十二月同類物價重行估定為二千六百七十四億餘元，仍為官商各半。商股規定為每股一萬元，股票面額每張分為一千元、二千元、五千元、一萬元、五萬元五種，即由中國農民銀行會同漁業銀團出售。

銀錢信託三公會通告會員

實行取締退票辦法

本市銀錢信託三業公會，已遵奉當局所擬定之取締退票辦法，於三月一日起，通知各會員行莊公司開始實行。其實行要點為：(一)銀、錢、信託三業履行三公會規定，限制往來戶開發空頭支票，如不遵辦，由公會警告，未悛改者，由中央銀行報請財部從嚴議處。(二)交換行莊之退票數目，不論金額或張數，超過百分之五連續三次，或三個月內先後發生五次以上，或退票數超過百分之十者，由中央銀行派員查明其責任，如確屬付款行莊者，由公會予以書面警告，未悛改者，由中央銀行報請財部議處。

香港股價指數

Felix Ellis 編製的香港股價指數，其本年二月份指數如後所列。去年最高指數為一五五·八二，最低一二三·八八；本年最高指數為二月十二

日的一四八·六八，最低為一月十四日的一四五·二六。

二月二日	一四七·二五
三日	一四七·七一
四日	一四八·〇〇
五日	一四八·一六
六日	一四八·二四
九日	一四八·五七
一二日	一四八·六八
一三日	一四八·一五
一六日	一四七·三八
一七日	一四七·五九
一八日	一四七·六〇
一九日	一四七·一二
二十日	一四七·二九
二三日	一四七·四二
二四日	一四七·七七
二五日	一四七·七九
二六日	一四八·〇九
二七日	一四八·四四

倫敦市况蓬勃

內因外因俱有

倫敦交易市場三月份是步步趨漲，其原因是國內和國外俱有，而且反映十分顯然。三月二日政府突然公布出售黃金二千七百萬鎊，使金鎊股票驟昇。至五日起，因鑛工談判工資和工時間題而突形回落，迨十二日又復上昇。同時，八日與二十二日的棉花漲價，促使各種證券市價陸續上騰。不過從全月情形觀之，三月上旬的漲風不如下半之甚。這是十分值得注意之事。倫敦在昔日原為全世界金融市場的頂峯，領導各國的市場。證券市場的行情，亦復如是。現在則情形全非。倫敦市場很視紐約市場為轉移。紐約已代倫敦為世界頂峯市場。美國援外法案在美國國會上的形勢好轉，造成紐約市場的漲風，而這種趨勢，就很明顯的反映到倫敦市場上。倫敦市場的漲跌，雖自有其各別的原因，但是大體上，其基本的傾向，却是由紐約市場決定之。

倫敦股市跌風已息

工業股票領先上漲

二月份的倫敦股市，由於法郎貶值的影響，出現了空前的跌風，許多股票都跌破了去年八月底（英鎊停止自由兌換）時的最低價。二月份工業股的總指數下跌了百分之十三點二；其中尤以在一九四〇至一九四七年間上漲較多的股票下跌更甚，例如膠塑工業股 (Plastic Bond) 跌了百分之十七，無綫電工業股跌了百分之十五點五，報業股也跌了百分之十五；至於下跌較少的有三類：絲綢和人造絲業跌了百分之七點六，棉毛織業跌了百分之十，鋼鐵業跌了百分之十點五。

在三月份以後，倫敦股市的交易數額雖仍清淡，但行市却已盤穩，特別是許多工業股都已回漲，電力股因免除印花稅而上漲，鋼鐵股因空前的產量而上漲，造船業的克羅維斯 (Carnegie) 復漲至七十四先令六便士，煤礦股的蒙克敦 (Mondron Holding) 漲至四十八先令六便士，汽車工業的白拉克 (Briggs Motor Bodies) 因其破記錄的汽車出口而漲至五十一先令。他如紡織、倉庫、水泥、公用事業股等也都回漲頗多。至於石油股跌後有回，橡皮股景况黯淡，茶葉股變動無常，金礦股則由於英鎊貶值的謠傳已不攻自破，呆滯少動，甚至三月中旬反呈下跌現象。

倫敦證券物品三月份交易市况表

日期	工業	金礦	商品
第一週	一三三·七	一四〇·二	一四〇·一
第二週	一三三·七	一四一·五	一四一·五
第三週	一三六·三	一四三·〇	一四三·四
第四週	一三六·七	一四四·四	一四三·六
第五週	一三九·一	一四六·六	一四三·四

歐陸債券展開跌風

政局動向影響最大

歐洲各國在英美發行的政府債券，由於最近政局的變遷而遭受着戰後以來最嚴重的打擊，自捷克外長馬沙里克 (M. Masaryk) 自殺以後，捷克的六厘公債跌至五十八元，奧地利的四厘半公債也深受影響，跌至六十七

元，波蘭的四厘半公債跌了七點，祇有十九元。最近歐洲各國債券的價格雖較三月四日的最低價為高，但仍然遠低於今年的最高價，至於將來的發展，那就要取決於各國的政局動向（特別義法等國的大選）和馬歇爾援歐計劃實施的成效如何了。

歐洲各國政府在外債券價格比較表

類別	一九四七年最高價	一九四八年最高價	三月四日價格	最近價格
丹麥六厘公債	100.2	95	夫	80
丹麥五厘半公債	100.5	90	夫	75.5
丹麥四厘半公債	100.8	85	夫	75
意大利公債	100	85	夫	75
挪威四厘半公債	100	95	夫	75
挪威四厘又四分之一公債	100.5	95	夫	75
捷克六厘公債	90.5	78	夫	75
塞爾維亞七厘公債	100.5	78	夫	75
波蘭四厘半公債	100.5	95	夫	75

紐約股市低價徘徊

交易所會員席位售價大跌

普通股股份發行大為減退

在紐約股市歷史上，三月份每每都是黯淡的月份，但是今年三月並沒有發生像一九二六、一九三七和一九四六等年那樣的暴跌，這是因為股票的行情本來就已在低價的邊沿了。在一個多月以來，工業股的總指數始終都在一六五·六五至一六八·九四的狹隘範圍裏波動着，而這都是跟去年的最低價（一六三·一一）和今春的最低價（一六三·一一）相去不遠。

紐約證券交易所會員席位售價的低落，象徵着股市的蕭條，在一九二九年繁榮的最高峯時，一個會員席位的售價達到了六十二萬五千元美金的空前高價，但在一九四六年祇值九萬七千元美金，一九四七年減至七萬元美金，今年一月二十一日再減至五萬九千元美金，而最近（三月九日）的售價祇值四萬六千元美金，這比一次大恐慌（一九三二年）時的最低價（六萬八千元美金）還要低百分之三十以上。

紐約股市不景氣的另一個跡象是股份發行的減少，根據最近的統計，一九四六年的公司證券發行有六十五億美金，一九四七年減至六十二億，而其中四分之三都是公司債券，普通股股票祇占百分之十三。在一九二八年時，普通股占公司證券發行百分之三十四，在一九二九年時占百分之五十，現在普通股股票發行的萎縮，正是股市人心對於股票收益能力懷疑的直接後果。

但是值得注意的是：國防工業的股票在三月份裏有了顯著的進步，例如航空工業，自從三月一日國會裏的航空政策委員會建議增加空軍國防預算至九十八億美金（在今後七年裏需要增加五千架新式的轟炸機）以後，航空工業股較二月底上漲了一點至六點，平均上漲了百分之十五至百分之二十。

紐約證券物品三月份交易市況表

日期	三十種工業股	二十種鐵道股	十五種公用股	四十種公債	商品	證券成交金額
第一週	一六八·四	四九·六	三二·八	九六·一五	一四七·九	三、八〇〇、〇〇〇
第二週	一六七·三	四九·六	三二·九	九六·〇九	一四七·八	三、九六〇、〇〇〇
第三週	一六八·一七	五〇·〇	三三·二	九六·〇三	一四七·二	五、八七〇、〇〇〇
第四週	一七三·七五	五三·〇	三三·七	九六·三九	一四九·五五	五、七〇〇、〇〇〇
第五週	一七五·三六	五三·〇	三三·三	九六·六七	一五一·四三	三、六〇〇、〇〇〇

美援外法案通過

證券市場突然好轉

三月開始，紐約證券及商品交易市場，本來很為滯鈍。這一方面是由來棉麥市場不景氣的影響，另一方面是受援外計畫所遭受的波折之故。自三月十八日杜魯門發表演說，大聲疾呼戰爭之將到來，美國必須加速援外，並作軍事準備之後，一時自航空工業證券開始，各軍火有關工業證券繼之，終乃各種證券，一律大漲。在兩日之內，各種證券市價，不僅將十七天來所跌去之價，回漲完復，而且超過這十七天的最高價。自十九日起，市場交易劇增，至二十二日星期一成交額突破二百萬大關，為一九四七年四月十四日以來第一次突破此關。按當時總成交額為二、二〇〇、〇〇〇，而二十二日則為二、〇四〇、〇〇〇，所差無幾。二十二日早晨開

盤，證券價有漲達一美元者，而迄午更甚，各股莫不上昇，惟收市時傾向頗為參錯不整齊。在成交的一、〇八六種證券中，上漲者計有六七四種，跌價者有二三六種，不動者有一七六種。其中一〇九種漲創新紀錄。自二十三日起，成交額大致維持於一百萬之數，為不尋常的高額。這表示美國經濟力的膨脹，已非有國外市場價支持不可。不是「援助」景氣或「戰爭」景氣，便會有不景氣了。

美加英法四國證券市價表

(甲)公債

年 月	美 國	加 拿 大	英 國	法 國
一九三九	一五種	二種	八七種	五〇種
一九四〇	二五·九	九·一	二一·三	二四·三
一九四一	二七·八	九·四	二一·三	二四·二
一九四二	二八·三	一〇·七	二七·三	二四·四
一九四三	二〇·三	一〇·六	二七·八	一四·四
一九四四	二〇·九	一〇·〇	二七·五	一四·六
一九四五	二二·一	一〇·二	二八·三	一五·五
一九四六	二二·四	一〇·二	二八·一	一五·一
一九四七	二二·五	一〇·七	二八·八	一五·〇
一九四八年一月	二七·四	一〇·六	二〇·五	一八·九

年 月	美 國	加 拿 大	英 國	法 國
一九三九	四〇二種	二〇〇種	二七·八種	二九·五種
一九四〇	九〇·二	七·四	七·九	一三
一九四一	八八·一	七·五	七·八	一四〇
一九四二	六九·〇	六·五	七·五	一〇八
一九四三	六九·四	六·二	七·三	四七九
一九四四	九一·九	八·五	八·四	五四〇
一九四五	九一·九	八·八	八·六	五五二
一九四六	九二·五	九·六	九·四	六九四
一九四七	九三·〇	一〇·七	九·三	八七五
一九四八年一月	九三·一	一〇·七	九·六	一、一四九

(乙)股票

年 月	美 國	加 拿 大	英 國	法 國
一九三九	二〇〇種	一〇〇種	二七·八種	二九·五種
一九四〇	九〇·二	七·四	七·九	一三
一九四一	八八·一	七·五	七·八	一四〇
一九四二	六九·〇	六·五	七·五	一〇八
一九四三	六九·四	六·二	七·三	四七九
一九四四	九一·九	八·五	八·四	五四〇
一九四五	九一·九	八·八	八·六	五五二
一九四六	九二·五	九·六	九·四	六九四
一九四七	九三·〇	一〇·七	九·三	八七五
一九四八年一月	九三·一	一〇·七	九·六	一、一四九

興業股票號

上海證券交易所
第二十二號經紀人

俞明時

九江路證券大樓六二一室
電話：九五九七三

安和證券號

上海證券交易所
第四十九號經紀人

俞守正

地址：福州路六二四號
電話：九三五六九

工商調查

證交上市股票發行公司

中國絲業股份有限公司概況

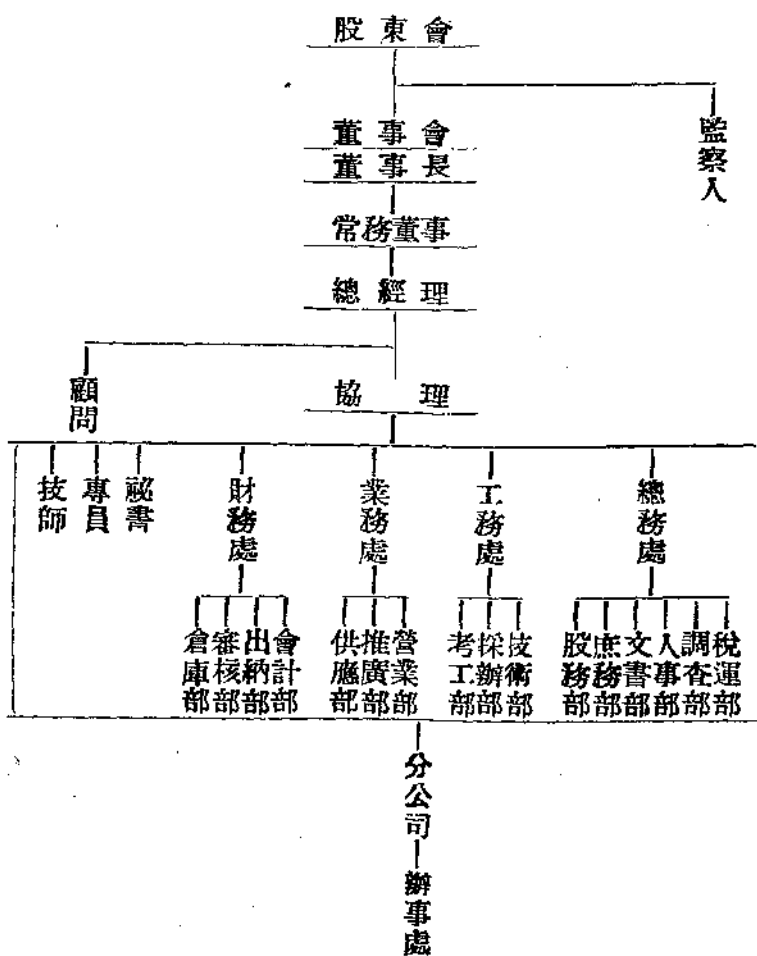
一 建廠經過 勇龍桂 明炯

中國絲業股份有限公司創立於民國三十二年春季。緣當時江浙兩省相繼為日敵侵略，桑田絲廠多遭摧毀，上海絲綢業界人士乃聯合金融界人士於敵偽放棄對於蠶絲之統制政策後創辦中國絲業公司。創始資本偽幣二千萬元。三十二年四月開始營業，收購鮮繭，同時設製絲廠七所繅製生絲。但因國內外交通梗阻，當時製成生絲僅一部供應各綢廠，品質優良者多予儲存留待勝利後外銷。由於業務上擴張之需要，三十二年十月以現金增資偽幣三千萬元，合原有資本總額改為偽幣五千萬元。三十五年五月依照「收復區各種公司登記處理辦法」以資產升值，將資本改為法幣五千萬元。三十六年三月又再度依照「工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法」，并增募現金股款，增資至國幣五億元，分為五千萬股，每股十元。

該公司總公司設於上海北京東路三七八號景雲大樓四樓。電話：九五四〇五。廠址則在浙江硤石與嘉興兩地。

二 公司組織

該公司之組織系統約如次表：



勇龍桂
明炯

該公司現任董事長為王志莘君，常務董事孫瑞璜、蔡聲白、黃吉文、葛仲助、沈麟臣諸君，董事為蔡昕濤、童潤夫、童莘伯、許行彬、潘久芬等君，監察人王伯元、葉扶膏、朱如堂、沈叔玉、徐禮耕、莫如德等。現任總經理由常務董事黃吉文君兼任，協理則由董事蔡昕濤君兼任。

該公司既係由絲綢業界與金融界人士所合創，其董事遂多係由金融界及絲綢界人任明分任，如上述王志莘、孫瑞璜、潘久芬、王伯元、葉扶霄、朱如堂、沈叔玉諸先生均屬金融界知名之士，并各任職於新華銀行、中國銀行、中國墾業銀行、上海銀行、國華銀行等處。而蔡聲白、黃吉文、沈驊臣、章莘伯、莫如德諸先生又多係絲綢業界巨子。此點實為該公司組織方面一大特色。

三 產銷與設備

該公司現擁有硤石與嘉興兩廠。均為自有，兩廠各擁有工人一千六百人左右。在國內製絲業方面，很少全年開工，而該公司除天氣關係有時停工外，幾乎全年開工，實在全國製絲業中巨擘。

全年兩廠最高生產量約可達三千担絲。去年由於受氣候與原料兩方面的影響，生產量約合八成，達二千五百擔絲左右，該公司收購原料時，均由中國農民銀行貸款。其貸款辦法，係由中央信託局收購成絲七成，該公司對於貸款收購後所製成之廠絲可自行處理者佔百分之三十。

至於銷售方面：由於結匯管制各方面障礙，加之美國絲價又一蹶不振，目前每磅絲僅在二元七角左右，尚不及過去最高價十二元之四分之一。生絲本為我國輸出大宗，目前却業已停頓。因此，大部仍銷綢廠，雖市場有限，但供售不多，該公司銷售量與生產數尚可符合。年來在工商界一致不景氣中，幸可維持。

四 財務情形

該公司三十六年度決算尚未編就，三十五年決算則早經發表。雖該項報告業已過時，但總不失為研究該公司財務情形之一種參攷。

據該公司三十五年度資產負債表所列，流動資產計值國幣一、九五〇、五九四、一二一、〇一元，同期流動負債為國幣三四八、三六八、六五七、三九元，兩者比例當為五·六比一。又固定資產共計國幣二二六、九六九、〇九〇、六四元，流動資產對固定資產的比例為八·五九比一。同期固定負債則為國幣一、八二九、一九四、五五四、二六元，流動負債對固定負債的比例當為〇·一九比一。

再據該公司三十五年度損益計算書所列，銷貨淨額為國幣一、九七四、〇一四、五六〇、六六元，而同期毛利額則為國幣一、〇四七、〇六五、八二七、七五元，其毛利率當為百分之三五·二。又同期純益為五一、五〇四、〇六八、五八元，其純利率當為百分之一·七。

資 本 市 場

「場 市 券 證」 名 原

期 二 第 卷 一 第

專題論著

法幣與歲虧

泛論中國的利率

抗戰以來我國外匯管理政策

民國三十六年之我國對外貿易

證交開業後至三十六年底各股升降之比較

褚葆一

吳承禧

祝百英

壽進文

穆家驥

市况分析

市場動態

工商調查

中法藥房股份有限公司概況

上海毛紡業概況

外情介紹

紐約證券市場會發生恐慌嗎(下)施定文

時論彙輯

參考資料

證券上市股票發行公司一覽表

市場公告

統計資料

民國三十七年度一月份統計

(甲) 股市統計

(乙) 金融物價統計

戰前我國各區繅絲業設備概況表

—民國二十年—

地 區	設 廠		絲 車	
	廠 數	%	車 數	%
全 國	340	100	115,878	100
上 海	107	31	25,395	22
無 錫	67	20	19,502	17
蘇 州	6	2	1,492	1
浙 江	27	7	6,752	6
廣 東	111	32	57,275	49
四 川	18	5	4,432	4
湖 北	4	1	1,030	1

一 繅絲設備

戰前我國絲業全盛時代，以新型方式繅絲的工廠，據實業部的調查全

上海絲織業概況

勇龍桂
張明炯

國共有三百四十廠之多，其各式絲車，計有十一萬五千八百餘架。以上海一埠而論，廠數佔百分之三十一，而絲車數則僅百分之二十二。如以無錫蘇州兩地一併歸入計算，則廠數約佔百分之五十三，絲車約及百分之四十。但於民國二十年之後，國內經濟，陷於極不安定，而國外銷路，又復停滯。因此各地絲業，相繼停工倒閉。如無錫經此打擊而仍能開工者僅有二十家，絲車數為六、〇一六架。廣東復業者計五十八廠，絲車亦不過三〇、二四三架而已。至上海僅有二十八廠維持生產，絲車數七、二八六架。蘇州開工四廠，絲車八二〇架。浙江開工二十廠，絲車五、二二〇架。由此看來，降至抗戰前夕，我國全國繅絲業工廠數，當不出一百家，而繼續運轉的絲車，估計亦不致較三萬五千架為多。其景象的淒涼，由此可以想見矣。

至抗戰爆發，繅絲設備，更受巨大損害。據中國蠶絲公司發表統計，全國蠶絲業共損失絲車四五、〇〇〇架，價值達國幣二千八百十萬元（戰前幣值）之鉅。因此之故，目前統計上海一地所有繅絲絲車中蠶公司擁有六四〇部，另民營各廠共計一一、〇〇〇部，兩共不過一一、六四〇部而已。再無錫餘有絲車六、四七二台，其他各地六二八台，再浙江省尚有四、二二八台。即現階段蘇浙皖區共有絲車約二二、九六八台，與戰前全盛時期相較，僅及其五分之二許。茲將本市各廠概況介紹之如下：

一、上海國營繅絲工廠

- | 名 稱 | 廠 址 | 設 備 |
|--------------|-------------|----------------------|
| (1) 中蠶第一織維工場 | 閘北潭子灣三八五弄一號 | 短纖維繅絲機、煮繭機 |
| (2) 中蠶第二織維工場 | 閘北柳路大生橋一號 | 短纖維繅絲機、煮繭機 |
| (3) 中紡第一絹紡廠 | 堯皇渡路一三八號 | 紡錠七、五〇〇枚
線錠一、〇九二枚 |

二、上海民營繅絲工廠

名 稱	廠 址	董事長或經理	資 本 額	產 品 商 標	職 工 人 數
(1) 大明絲廠	昌平路六七九弄二〇〇號	楊 爲 羣	三億六千萬(卅五年五月)	大明牌	三〇〇
(2) 大 利 公 司	餘姚路二九〇號	許 行 彬	二千萬(卅二年五月)	羅賓漢、銅人牌	一、一九六
(3) 合 豐 絲 廠	康定路一〇〇七號	王 化 南			
(4) 江 浙 絲 廠	橫榔路一九〇號	徐 繼 昌			
(5) 金 城 絲 廠	安遠路一九〇號	宋 保 林	三億元(卅五年五月)	金城、金猴	三〇〇
(6) 廣 濟 絲 廠	宜昌路一二五號	徐 立 民	十二億元	太和殿	三四七
(7) 緯 成 公 司	長壽路九九號	錢 新 之	十億元	孔廟牌	三一〇
(8) 豫 豐 絲 廠	昌平路六四五弄二〇號	黃 吉 文			
(9) 中 孚 絹 絲 廠	西康路五一〇一弄二一號				
(10) 華 綸 絲 廠	西康路六七九弄二〇〇號				
(11) 義 昌 絲 廠	廈門路一三六弄五號				
(12) 鴻 大 絲 廠	餘姚路三十六號				
(13) 三 益 絲 廠	成都北路一〇一九弄四八號				
(14) 怡 和 絲 廠	成都北路一〇三七號				
(15) 連 成 製 絲 廠	橫榔路三六六號				
(16) 福 隆 絲 廠	膠州路九五七號				

以上共計國營三家，民營十六家，共計十九廠。茲再將無錫區及浙江省各繅絲廠一併錄之如下，以供廣泛的參考：

一、無錫區各民營繅絲工廠

名 稱	廠 址	董事長或經理	資 本 額	產 品 商 標	職 工 人 數
(1) 大 陸 絲 廠	一廠北門廟橋下 二廠江陰巷十二號	孫 寅 生	十億元	白金龍、紅金龍	二八八
(2) 永 昌 絲 廠	南門外知足橋	丁 琴 生	一億八千萬元	藍雙虎	三二七
(3) 八 滄 絲 廠	南倉門	賈 蓮 森			
(4) 大 昌 絲 廠	南門對金鈞橋	王 瑞 麟			
(5) 公 記 永 絲 廠	跨塘橋下塘	王 少 珊			
(6) 正 賢 絲 廠	東梁溪路五號	陳 錦 椿			
(7) 永 泰 絲 廠	南門外知足橋	薛 祖 康			
(8) 江 南 絲 業 公 司	西門外龍船浜	周 元 助	三億元(卅五年四月)	金雙鹿、金地球	五二〇
(9) 協 成 絲 廠	江陰巷	范 成 松		順風牌	
(10) 協 豐 絲 廠	南門外賀弄	張 克 榮			

(11) 長豐絲廠	興隆橋境下	龔炳坤					
(12) 建中絲廠	大雲巷四九號	陸仲烈					
(13) 恆昌絲廠	洛社鎮	居希甫					
(14) 恆達絲廠	東門外菩提浜	童時秀					
(15) 洛社絲廠	洛社西沿河	劉邦彥					
(16) 美新絲廠	東門外廟埭橋	曹銘烈					
(17) 振輪絲廠	南門外談渡橋	陳萬祥					
(18) 乾巽絲廠	周山浜北新橋	程渭雲					
(19) 乾森絲廠	東門外菩提浜	吳明霞					
(20) 國華第一絲廠	南門外南水仙	陳錦椿					
國華第二絲廠	清真寺路十二號	陳國範					
(21) 富興絲廠	百步坊巷三號	駱清華					
(22) 華昌絲業公司	西門外倉浜	莊叔豪	五億元(卅六年五月)			虎牌	三二〇
(23) 華新絲業公司	菩提浜	張國淦	五億元(卅五年五月)			新中國	七二五
(24) 新喜絲廠	菩提浜	陸建沅				愛神	一九二
(25) 瑞昌永絲廠	廣勤第三支路十七號	鄭炳泉				金雙鷹、金TF	七〇三
(26) 瑞輪絲廠	亭子橋	張恩深					
(27) 鼎新絲廠	亭子橋	唐文銘	九億元(卅五年二月)				
(28) 綸昌絲廠	清各橋上塘六四號	顧蘇若					
(29) 增興絲廠	周山浜祝家浜	袁瑞甫					
(30) 緯來絲廠	東頭內城頭弄	裴仲稱					
(31) 九大絲廠	蘇州西北街一〇五號	吳淑貞					
(32) 南通兄弟絲廠	南通唐家花行十四號	黃雨辰					
(33) 乾森絲廠	蘇州滄墅關	吳申伯	二億元			狼山牌 金貓牌HY牌	二五〇

以上即計無錫三十廠，附近三廠，共三十三廠。

二、浙江區各民營繅絲工廠

(1) 大利絲業公司	廠	吳興大通橋	董事長或經理	許行彬	資本	二千萬元	職工人數	
(2) 中國絲業公司	廠	一廠硤石 二廠嘉興		王志莘		五億元		
(3) 中興絲廠	廠	南潯鎮		朱景生				
(4) 天章絲廠	廠	杭州三角蕩		周健初				
(5) 合豐絲廠	廠	湖州四盛街		章榮初				
			產品商標	羅賓漢、銅人				
				雙馬、菊花、織女				三、二〇〇

(6) 江南絲業公司	硤石九曲港	周元勛	三億元	順風牌	五二〇
(7) 秀綸絲廠	嘉興南門	褚慧僧			
(8) 長安絲廠	長安鎮	顧達一			
(9) 長安第一絲廠	長安	斯空烈	一億五千萬		
(10) 信益絲廠	吳興南潯	吳起元			
(11) 崇裕絲業公司	杭縣塘棲鎮	李叔明	二十億元(廿六年四月)	金雙鶴、銀雙鶴 紅雙鶴、金崇裕 銀崇裕、紅崇裕	一,〇〇〇
(12) 連元絲廠	長安鎮	徐繼昌		金大鵬、綠B	一七二
(13) 連嘉絲廠	嘉興西河街	魏坤江	一億元(廿六年五月)	新中國	七二五
(14) 華新絲業公司	一工場杭州東街 二工場杭州陳街營	張國淦	五億元(廿五年五月)		二二〇
(15) 開源絲廠	嵊縣開元鎮	陳石民	五億元	金鷹、銀鷹	三二六
(16) 裕華絲業公司	新市西對濠	饒定基	二億四千萬(廿五年五月)	飛馬、達昌	九三〇
(17) 達昌織織廠	一廠吳興小西街 二廠吳興志成路	鈕介臣	二億四千萬		三八〇
(18) 嘉福絲廠	長安	許行彬		慶壽、A字、吉慶	二八〇
(19) 榮豐絲廠	南潯方丈巷	吳柄文			
(20) 慶成織絲廠	杭州東街路	徐立民	十二億元		
(21) 錦源絲廠	嵊縣崇仁鎮	陳石民	五億元		

以上亦即計二十一廠。惟有少數亦有在無錫區內設廠者，故名稱方面，稍見重複。

二 絲織及印花設備

戰前我國絲織工廠，全國約有六百家，擁有各式織機約二萬台左右。就地區分配論，當以江浙兩省為最多，而上海一埠，又佔其十分之七。抗戰期間，同業損失，亦復不貲。據中國蠶絲公司方面的估計，器材的被燬，約達戰前國幣三億元之鉅。迨勝利之後，各廠亟加整理。據初步的調

查結果，可知上海一地，尚餘織機六、八〇〇台，另天津一、〇八六台，杭州五、五三五台，無錫一六四台，盛澤一、一一四台，吳興四九三台，合計即為一五、一九二台。比例言之，上海所佔，約為總數之十分之四。其分配為擁有織機一百台以上者約七家，一百台以下五十台以上者約十三家，五十台以下二十台以上者約六十六家，二十台以下十台以上者約一百三十六家，餘約有一百五十八家其織機不及十台。茲將重要廠各資本額及產品頭列之如次：

一、國營絲織廠

名 稱	廠 址	產品種類	產品商標	設 備
(1) 中蠶第一綢廠	延平路一七一五號二九四號	綢 緞	紅 梅	織機一一三台
(2) 中蠶第二綢廠	白利南路二〇號	綢 緞	紅 梅	織機八九台
(3) 中蠶綢編工場	周家嘴路九九九號	絲 絹		針織器二二台

(4) 中寶絹紡工場 寧國路二四一號

二、民營絲織廠織機在一百台以上者

名 稱	廠 址	董事長或經理	資 本 額
(1) 美亞織網廠	上海區共計六廠	蔡 聲 白	三十六億元(廿七年三月)
(2) 九昌織造廠	魯班路六二九號	李 廷 棟	六十億元
(3) 大誠織網廠	上海區共有四廠	宋 保 林	六千九百八十萬元
(4) 天華織網廠	上海區共有三廠	唐 鐵 珊	五千萬元
(5) 美元絲織廠	昌平路六四五弄二十號	黃 吉 文	五千萬元
(6) 勤工絲織廠	一廠康定路五七七弄 二廠四康路四七一號	陸 益 著	二千萬元

延展機六台，梳棉機二台，製麻機二台。

三、民營絲織廠織機在五十台以上者

名 稱	廠 址	董事長或經理	資 本 額
(1) 八達網廠	赫德路八〇九號	陳 詒 孫	五百萬元(廿七年)
(2) 天尊網廠	許昌路同樂坊	陳 松 林	一億元
(3) 中國富強公司	中正南二路四一〇弄	駱 清 華	五千萬元
(4) 安利網廠	長甯路十五號	余 福 昌	五千萬元
(5) 恆豐絲織廠	海州路二三號	章 友 陶	五千萬元
(6) 雲林網廠	徐家匯路三九〇號	龔 鳳 韶	六千萬元
(7) 華強織造廠	徐家匯路一〇六八號	盧 建 雄	八千萬元
(8) 新生網廠	海防路四二九弄	宋 保 林	二千萬元
(9) 新裕網廠	揚州路四二五號	林 新 南	五千萬元(廿五年十月)
(10) 源通網廠	海州路八三號	林 新 南	五千萬元(廿五年十月)
(11) 嘉華織網廠	康定路一一九〇號	魏 嘉 會	八千萬元

四、民營絲織廠織機在二十台以上者

名 稱	廠 址	董事長或經理	資 本 額	產 品 名 稱	備 註
(1) 九星織造廠	(2) 上海絲織公司	(3) 大美豐織廠	(4) 大新絲織廠	(5) 大豐網廠	(6) 大豐協記網廠
(7) 久豐網廠	(8) 市豐織網廠	(9) 天源織網廠	(10) 文龍網廠	(11) 日升網廠	(12) 月盛網廠
(13) 申康織網廠	(14) 老美興網廠	(15) 同濟織網廠	(16) 林記網廠	(17) 承業網廠	(18) 昌明絲織廠
(19) 美一網廠	(20) 美生網廠	(21) 美安網廠	(22) 美益絲織廠	(23) 美誠網廠	(24) 美德網廠
(25) 美豐網廠	(26) 建安織網廠	(27) 建業絲織廠	(28) 洪昌網廠	(29) 洪康織網廠	(30) 昆民絲織廠
(31) 昆福絲織廠	(32) 恆德仁網廠	(33) 恆業吉網廠	(34) 長豐織網廠	(35) 亞文絲織廠	(35) 烈豐網廠

產品名 備 註

天香絹新華葛

白馬

共擁織機七〇〇台，上海約佔三〇〇餘台。各色織機一三六台共擁織機二一四台

- (37) 寶豐綢廠
- (38) 順興綢廠
- (39) 裕成昌綢廠
- (40) 裕民織綢廠
- (41) 瑞和織綢廠
- (42) 偉華綢廠
- (43) 復成綢廠
- (44) 隆仁織綢廠
- (45) 福田織造廠
- (46) 華達綢廠
- (47) 新大西廠
- (48) 新興綢廠
- (49) 新豐絲織廠
- (50) 源成絲織染廠
- (51) 璋和織綢廠
- (52) 榮成絲織廠
- (53) 德餘綢廠
- (54) 勤經絲織廠
- (55) 錦絲織綢廠
- (56) 錦新織綢廠
- (57) 興業織綢廠
- (58) 鏡亞綢廠

此外凡規模較小各廠，茲不贅述。
 附帶於絲織業亦成爲重要一業者，即綢緞印花工業是。據調查戰前上海市僅共有印花廠八家，工作約計五百架。以每台工作十小時計，即每天可產印花綢四萬疋。抗戰之後，據公會方面統計，會員會一度增至二十七家，後因若干廠家歇業退出，乃淨餘二十家，其工作總數，反退爲三百架，且常有開半工者。各廠概況如次：

名稱	廠址	代表人	資本額	出品種類	商標	職工人數	每月產量
(1) 大中華	小南門蓬康弄	馬春揚	五千萬元(卅五年十一月)	代客印花	—	—	約二〇〇疋
(2) 大康	虞家灣虞家弄	呂叔陶	四千萬元(卅五年四月)	代客印花	—	—	約四五〇疋
(3) 大慶	眞茹李家角	劉慶一	五百萬元	代客印花	—	—	—
(4) 大豐	甯武路四六一號	王文堯	六千萬元(卅五年五月)	印花綢緞	—	—	約九五〇疋
(5) 中國綢緞	陸家浜路南倉街	欽英齋	二千四百萬元(卅五年五月)	印花綢緞	嘉禾標種	一〇〇	—
(6) 古龍	東有恆路	金綺梅	一億元(卅五年二月)	綢緞印花	一條龍	七〇	約八〇〇疋
(7) 光華	士慶路二四五號	汪柳門	二千萬元(卅五年四月)	代客印花	—	—	約五〇〇疋
(8) 百樂	天平路一七〇弄	呂辛伯	一億一千萬元(卅六年五月)	印花綢緞	—	—	—
(9) 宏祥	塘沽路七七七號	章靜塵	八千萬元	印花、綢緞 雙線、司丁	紅象	—	約一八〇〇疋
(10) 幸豐	方斜路仁昌里	沈樹村	一億元	印花綢緞	—	—	—
(11) 和豐	方斜路仁昌里	胡榮庠	二千萬元	代客加工	—	—	約六〇〇疋
(12) 信德	膠州路九五七號	林之岷	五千萬元	代客印花	—	—	約五〇〇疋
(13) 美新	士慶路二五三弄	孫致和	一千萬元(卅五年一月)	印花綢緞	—	—	約七〇〇疋
(14) 偉達	廣東街八六號	陸鴻卿	三千萬元(卅五年九月)	印花綢緞	—	—	約七〇〇疋
(15) 華美	方斜路五二四弄	施紀芳	一千五百萬元(卅六年二月)	代客印花	—	—	—
(16) 新華	浙江北路四一二弄	方其賢	一億二千萬元	印花綢緞	—	—	約七五〇疋
(17) 萬象	林森中路三七二號	吳永年	—	—	—	—	—
(18) 裕華	露香園路二一六號	陳繼元	四千萬元(卅六年二月)	代客印花	—	—	—
(19) 利新	康定路一一九〇弄	金紹彭	—	代客印花	—	—	—
(20) 美孚	通州路二九六號	金頌文	—	代客印花	—	—	—

三、生產及銷售

蠶絲生產，據專家估計於民國二十年時，全國約有十五萬八千六百公

担之多，內蘇浙皖區約可產絲八萬三千五百公担，川滇區一萬七千六百公担，廣東區則計五萬七千五百公担。另據財政部貿易委員會的調查，全國各區域產量約如次：

區城	一九三一年平均產量	一九三一年平均產量
江蘇	一八,四零(公担)	—
浙江	五三,八三三	四,三三〇(公担)
安徽	三,四四六	一,一〇九
湖北	五,五六四	—
四川	三二,一六四	二,一六七
福建	一八七	—
廣東	四〇,二二四	六,〇四八
廣西	二,二二六	一,三二〇
山東	四,五三六	—
山西	三〇六	—
河南	一,九九六	六〇五
其他	六〇五	六〇五
總計	一五三,四四五(公担)	三五,〇七四(公担)

右表對戰前之估計，與第一數字約相彷彿。如戰時產量估計數為正確，則可見衰退之勢，甚為猛烈。總計年產量自十五萬餘公擔降為三萬五千餘公擔，即減少了百分之七十七之多。雖勝利以來，主要產絲區域，陸續復員。但終因桑田蠶種的恢復過去規模及供應，尚非短期間事。因此卅五年度生產記錄，仍見相當的退步。仍據絲專家孫伯和氏的估計，則該年全年絲產量不過為：

地 區	產 量
蘇浙皖區	一四,五四〇(公担)
廣東區	三,三二六
川瀘區	七,三一八
其他	六〇五
總計	二五,七八九(公担)

即不過折合戰前記錄的百分之十六而已。

卅六年度產量據中國蠶絲公司精確的統計應如次：

地 區	白廠絲產量(包括柞蠶絲)	廠絲產量
華東區	三三,〇〇〇(關担)	三三,〇〇〇(關担)
華南區	八,八〇〇	八,八〇〇

華西區	一三,五〇〇	七,五〇〇
其他	一一,〇〇〇	五,〇〇〇
合 計	二四,五〇〇(關担)	一二,五〇〇(關担)

以上就廠絲一項而論，折合約為四萬五千餘公擔，較前年當見增加了一倍。連同廢絲一併計算，約共七萬餘公擔，又可知已達戰前產量的半數。

關於絲綢的產量，以花色繁多，無從統計。僅知於資金及原料順利供應的情形下，則每月六千餘台織機同時開工，可產各色綢緞約八萬餘疋。而目前則實際開工者不過三千五百台至四千台，故估計絲綢生產，每月大致不足五萬至六萬疋。

進論廠絲的銷售，戰前時期輸出國外約十萬公擔，內銷約五萬公擔，即呈二與一之比。戰時則因交通困難，外銷減少，據估計僅有一萬公擔左右，而內銷亦減為二萬五千公擔，即呈二與五之比。抗戰勝利以後，海運恢復。雖國際市場，競爭又起。而華絲以及織品的輸出，仍有相當。茲據海關統計月報所載，列舉逐月出口數量如左：

我國蠶絲及織品逐月出口數量 (單位：公担)

時 期	生 絲	廢 絲	織 品	合 計
三十五年	八,八七三·九	七,五五六·三	一,七二〇·九六	一八,一三〇·五五
一月	五八〇·六八	二八,〇〇五	七九七	七六,一七〇
二月	四三三·五三	一,〇〇〇	三,一三三	四六,六八五
三月	一五七·一八	一四,八三三	一五,六六一	一八,七六三
四月	三八一·〇五	一五,五二六	二五,一一一	四九,九五四
五月	七六七·一五	二二,四〇〇	四,一四七	八四,七〇三
六月	二四,三三七	七五,一〇七	四四,五九九	一,〇〇,〇三三
七月	一,八四三·六一	八五,三五四	七五,〇〇四	二,七七一·一九
八月	二,三三三·〇八	八九,八九三	三三三·九一	三,四四四·八二
九月	一,三〇七·〇七	二,四二一·七九	五三九·六九	四,一六八·五五
十月	一〇五·八八	九〇,一一五	一〇三,一六	一,九〇,一六
十一月	七〇五·三三	七二,一八五	二九,一二五	一,一七八·三三
十二月	三三〇·八七	七五,四九九	一八三·八〇	一,三九〇·三〇

三十六年	五、三〇・五七	一一、五五・五九	一、五一・五九	一八、二六・七五
一月	三三〇・九	五〇三・六〇	一九一・三八	一、〇三・九七
二月	一、五八・五六	八八一・七六	三九四・四七	二、八五・七九
三月	三四四・一四	六八・八〇	五三〇・五四	九四三・三三
四月	三二一・七三	八四〇・三五	一七二・五三	一、三〇・六一
五月	七六六・一五	一、〇五四・八八	二八二・一四	二、一〇・二七
六月	七三三・六九	九〇三・九〇	八六〇・三六	一、八三・七九
七月	五三二・四五	五五八・六五	三五七・四九	九七三・五九
八月	二〇・六五	三、三九・五九	一、二六・〇一	三、三三・三五
九月	一五・五六	九〇五・三五	五八・二二	九七九・一八
十月	一八・三八	六三〇・五五	五七・六二	六九八・五五
十一月	六八・一三	一、六三〇・二九	三六・八五	二、五三・二七
十二月	一、〇六・一四	一、〇七・六三	二四・一八	二、三〇・九五
三十七年				
一月	一、三三・六一	八〇五・六六	五三・八三	二、〇八・一〇
二月	三〇六・三五	二〇〇・八四	四三・八七	四三〇・〇六

從上可見兩年來逐年全部絲產品輸出，每年均在一萬八千公擔左右，景象殊不能謂景氣。平均言之，卅五年度平均每月尚出口廢絲七三九・三四公擔，廢絲七二九・七〇公擔，另絲織品一四二・五八公担，到三十六年度平均每月僅輸出廢絲四三五・〇五公擔，廢絲則增為九六一・三〇公担，絲織品亦退為一二五・九六公担。可知一般趨勢，猶在逆轉之中。

至價值方面，可以列表如次：

品名	三十五年		三十六年	
	輸出值 (國幣億)	折合美金 (千元)	輸出值 (國幣億)	折合美金 (千元)
生絲	三二五・七	一一、三六五	一、六五七・八	五、六三四
廢絲	一九・三	六九五	二五三・〇	八六〇
絲織品	五一・九	三、二六八	五二六・〇	一、七五四
		佔出口 總值%		佔出口 總值%
		七・六		二・六

從此並可知上年度平均每月尚輸出生絲約一百萬美元，到去年僅輸出四十五萬餘元了。絲織品外銷，也不容樂觀，僅廢絲業却略見好轉。至本年一月份，廢絲輸出僅約計美金一百六十七萬元，廢絲僅五萬美元左右，絲綢的價值則更小。本年二月份廢絲輸出復猛減為十三萬美元，廢絲價三萬餘美元，織品則當微不足道。

關於上海一埠出口的数量，可由下表數字比較之：

品名	卅五年輸出量 (公担)		卅六年輸出量 (公担)	
	佔全國出 口量(%)	佔全國出 口量(%)	佔全國出 口量(%)	佔全國出 口量(%)
生絲	七、六三・二三	八六・一	四、四四九・六一	八五・六
廢絲	三、四八・三二	四一・一	七、六七・七〇	六七・〇
絲織品	一、三五九・六三	七四・〇	一、三〇三・六一	八六・六

由此可見一般加工品的出口，上海恆佔全國輸出量的八成以上，即廢料的輸出，平均也達六成左右。

大元證券號

上海證券交易所
第一五三號經紀人 **陳德宗**

地址：中正東路二六〇號地層四一號室
電話：一一三二 六六七五 一九

理財實務

財務報告分析之理論與方法(下)

吳承明

附：證交上市股票發行公司之財務報告分析

四 比率分析法

(一) 靜態比率

比率分析法近年來日益發展，各種比率亦日漸複雜。此法雖非自華爾氏(Alexander Wall)始，然華爾氏實集其大成者。華氏於一九一九年開始發表其理論，於一九二八、一九三六、一九四二各有一大著作出版。(參看拙作「近代徵信事業之發展」)。現華氏為 Robert Morris Association (為一徵信事業同人之團體)之領導人，該協會所編之各種報告與小冊等，皆應用華氏方法。Dun & Bradstreet 所發表之分析，則為用 Roy Foulke 方法。華氏之理論，乃自比率更求比值，加權而成指數，是別人所未注意者。華氏方法在實用上有多少價值，是一問題。據筆者所知，尚未有一家銀行或徵信公司應用過，但在理論上，不失為一科學方法。今將其學說，略為介紹。

流動比率之應用，已沿相甚久，此即流動資產對流動負債之比率也。如兩者之比為百分之三百，即表示其流動資產有償付三倍其流動負債之能力。銀行界皆認為此比率不應小於二百，否則該公司之流動狀況已為不良。

工商業之一般營業過程，為存貨變為應收，應收變為現金，現金再度為存貨。但在存貨變為應收或現金時(即商品出賣

時)，即增加流動資產值，因存貨為按成本計，應收則已加利潤也(如百元之貨賣得一百二十元之應收帳款)。此種變化，可增大流動比率，而不變動流動負債。故流動資產中，應收與存貨之相互比重，頗有研究價值。此即「存貨與應收比率」，用以檢定流動資產之性質者。如存貨大，則流動資產為「成本性質」(即大部按成本計者)，如應收大，則為「加成本性質」。此比例專為輔助流動比率而用，不另計值。

「資本淨值與固定資產比率」，亦為常用者。固定資產如廠房機器等，理論上均應由股東投資購置之，即由淨值負擔。如此比率小於一〇〇時，即固定資產大於淨值，即表示該公司曾用借入之資金以擴充固定設備。反之此比率愈大，該公司之流動狀況愈佳。如某公司之淨值與固產比率為百分之一八〇，即其自有資金中除用於固定資產外，尚有百分之八十可用為週轉之用。

「資本淨值與全體借債比率」，或稱為債務比率，為與流動比率同等重要者。全體借債為流動負債及非流動負債之總數，此比率無異為一股東自有資金與借債資金之比率，可用以指示資本構成之性質，說明營運資金之來源，係出于自有抑來舉債。此比率數值愈大，資本構成情況愈穩健。

以上三種比率，華氏稱之為靜態比率，全自資負表中求出

者，茲再示如下：

靜態比率

(a) 流動比率——指示一般流動性。

附：存貨與應收比率——檢查流動資產之性質。

(b) 淨值與固產比率——指示自有資金支持固定投資之程度。

(c) 淨值與債務比率——指示資本構成之健全性。

(二) 動態比率

動態比率四種，皆係以銷貨淨額為分子者。「銷貨與存貨比率」，其意至為明顯，在表示存貨之銷售可能性，並指示存貨之運動速率。但此比率值與週轉率不同，因銷貨以市價計，存貨則成本計也。但此比率所說明者，與週轉率無異，其值愈大週轉愈靈活。

「銷貨與應收比率」，在指示售貨之兌現性。商品銷後變為應收款項，如應收數過大，則此比率值變小，即表示銷出後之貨款未能如期收回。如甲商賣貨六百元，乙商賣貨四百元，各有一百元之應收帳。銷貨與應收比率，甲為百分之六百，乙為百分之四百。即言同量之未收款，在甲可支持六倍之銷貨，乙只能支持四倍，甲之財務狀況，自較乙為佳。有時此比率可以指出應收款之收兌日。如前例，甲之應收佔全年銷貨六分之一，以一年三百天營業日計，即合五十天。乙佔四分之一，即合七五天。甲之財務狀況自較乙為良好。

「銷貨與固定資產比率」，乃用以測量機器設備等之生產效率及管理推銷之效率者，在工業中頗為重要。其理甚明。

「銷貨與資本淨值比率」，可以測量資本之活動力。同樣之資本，銷貨量過小時表示營業衰退，但過大時可能表示經理人之過份推銷，如運用低價傾銷政策，對該公司亦不一定有

利。

此四種比率，華氏稱為動態比率，茲再列舉如下：

(a) 銷貨與應收比率——測量應收款之兌現性或其收兌時間。

(b) 銷貨與存貨比率——測量存貨之可售性或其週轉時間。

(c) 銷貨與固產比率——測量設備之生產力及管理之效率。

(d) 銷貨與淨值比率——測量資本之活動力及推銷政策。

除靜態動態七種比率外，華氏又以盈利為基準，製成二種盈利(或損失)比率：

盈利比率

(e) 盈利與淨值比率——測量投資者之利潤率。

(f) 盈利與銷貨比率——測量銷貨之利潤率。

(三) 分析指數

華氏比率分析法之特點，在其以各種比率之數值，使之合成一個數字，此數字即對該公司財務狀況之總評，一視而知其良窳。此數字為一百分數，稱為分析指數或分析價值。如為百分之百，即屬完全良好。如為百分之五十，其信用即須折半。欲將七種比率(盈利比率除外)合成一數值，必須加權，因各各之重要性不同也。加權法視各業情形而異。普通以流動比率及債務比率最重要，其權數各佔百分之二五。淨值與固產比率對工業頗重要，可佔百分之十五，但在純商業中可以減至極小。所餘百分之三五可斟酌分配與其它四種比率，假定其分配如後表所示。

下表中「某公司」各項比率之數值，係根據第五節個案中之資負表而算出者。

欲求得其合乎標準之程度，須先有一標準。此標準因業別

而不同，係於每業中選擇較成功之公司若干家，分別求其各種比率，再取其平均數。此種工作，在美國有數個機關為之。下表所用者，為 Robert Morris Association 所編者，稱為「基準」。另有 Dun & Bradstreet 所編者，于後文附為參攷。

比 率	標 準	本公司	標 準	相對比	相對比
流動比率	25	546	530	103	25.75
淨值一固資	15	184	200	92	13.80
淨值一債務	25	159	700	23	5.75
銷貨一應收	10	562	895	63	6.30
銷貨一存貨	20	488	500	98	9.80
銷貨一固資	10	493	280	143	14.30
銷貨一淨值	5	268	140	148	7.40
風利一淨值	—	+4.8	+13.6	38	—
風利一銷貨	—	+1.8	+9.7	18	—
			分析指數	83.10	

該公司之比率與基準比率之關係，稱相對比，即該公司比率合基準比例之百分數。其計算式為：

$$\text{相對比} = \frac{\text{本公司比率}}{\text{基準比率}} \times 100$$

如第一項流動比率，以基準五三〇除公司之五四六，得百分之一〇三，即該公司之流動比率，較同業平均標準尚高百分之三也。

以相對比加權，即為相對比值

$$\text{相對比值} = \frac{\text{相對比} \times \text{權數}}{100}$$

例：
$$\frac{103 \times 25}{100} = 25.75$$

各項相對比值相加即為分析指數。
如上表之例（注意表內所有數字均為百分數），初看其流

動狀況，在一般標準之上，似屬甚佳。但分析之結果，其合乎標準程度，只有百分之八三。何以故？因有若干項目與標準相差太遠也。最明顯者為其借債太多。同業標準，淨值應有債務之七倍（基準七〇〇），而該公司僅有一倍半，故其及格程度只有百分之二三。而此項為極重要之事，原應有二五分權數，因此之故只能有五分。再如銷貨與應收比，該公司每五六二元之銷貨中有百元未收現，而同業標準每八九五元之銷始有百元未收現，故該公司之應收帳中只有百分之六三為好帳。該項比例在總值中原應佔十分權數，因含有百分之三七壞帳，故只能佔六·三分。各項通扯計算，該公司之財務狀況只有百分之八三及格。

上表銷貨與固產比一項，照公式算應為一七五，而表中只列一四三，因此間係用「管制法」。理論上講，如該公司某項比率極微小，則該項相對比可變為零，如公司某項比率極大，該項相對比可變為無限大。為實用計加以管制，使相對比不致超過百分之二百。此法為 Dr. Melvin T. Copeland 所創，其法即如公司之比率數，超過同業基準數時，則改用下列之管理公式：（如超過不大時，用管理公式與不用管理公式結果相同）。

$$\text{相對比} = 200 - \frac{\text{本公司比率}}{\text{基準比率}}$$

（四）不良應收與不良存貨

前例所示，該公司之應收款項中只有百分之六三為好帳，其餘百分之三七即為不良應收。查是年該公司之應收數為二三、九六三、〇〇〇元（見第五節），不良應收即為八、八六六、〇〇〇元。又自銷貨與存貨比率中，知該公司之存貨有百分之九八為良好（見前表），百分之二為不良存貨。查是年該公司之

存貨為二七、六四六、〇〇〇元，不良存貨之數字為五五三、〇〇〇元。其計算式如下：

總 數	23,963	27,646	98	2	27,093	553	9,419
應 收 存 貨	63%	37%	\$ 15,097			\$ 8,866	
非流動 良好應收							
非流動 良好存貨							
不良價值							

此九、四一九、〇〇〇元之不良價值應自流動資產中減除，方表示該公司之真實情形。逐年比較此數字，並可觀察其情況有無改進。

(五)銷貨校正

剔除不良應收與存貨之另一法，為自銷貨淨值之比較中求得之。銷貨之大小，應與應收及存貨數保持一相當之關係。如銷貨不大而應收甚大，表示其銷售之貨未能及時變現。如銷貨甚大而存貨不多，表示該公司行銷政策，未必穩健，反之，表示該公司推銷力不強。銷貨之大小，可以銷貨佔全部資產(或負債)之百分數，與當時同業平均銷貨佔全部資產之百分數比較。如前例，該公司一九三〇年之銷貨佔全部資產百分之一八五·七，而同業標準(即基數)只有百分之一二〇·四。銷貨大並不壞，但往往因貪多銷而致有不良應收或不良存貨，有此情形時即應用銷貨較正法校正之。

較正之法係用同業基數之銷貨與應收比率，除該公司銷貨，得預期應收。如下式，即該公司如完全合乎同業標準，應有一五、〇六九、〇〇〇元之應收，而該公司實有二三、九六三、〇〇〇元應收，其過多之數，即不良價值。同樣用基數之銷貨與存貨比較，求得預期存貨，而檢查不良存貨。

本公司	同業基數	預期應收	實際應收	不良價值
銷貨淨額	應收比率	存貨比率	或存貨	或存貨
\$ 134,865	895	\$ 15,069	\$ 23,963	\$ 8,895

500 26,973 27,646 673
42,042 56,609 9,568

用前段之法，或用本段之法，或兩者平均，將不良應收與不良存貨自該公司之資產表中應收與存貨項下減除，其流動資產與全部資產數亦必減低。此項不良價值應由未分盈利負擔，盈利不足時應由公積負擔，再不足時由股本負擔。故自未分盈利中減除同等之數值，而使資產兩方平衡。此時所得即為修正資產表。其各種比率，亦與前不同。如前例經修正後其流動比率減為四五二，變為低於基數。但銷貨與應收比率及銷貨與存貨比率則變為與基數大致相等，因已將不良部分除去也。此時所求出之分析指數亦與前不同，如仍用第三段之方式計算，只為百分之七九·二。(修正資產表見第五節表)。

(六)美國工商業之財務比例

上述之比率分析法為華爾氏之方法，實際所用者並不如此複雜。大抵流動比率與債務比率為常用之比率，此外則多以週轉率表示銷貨與存貨之關係。其餘則甚少應用。但亦有更複雜者例如 Irving Trust Co. 分析汽車業之財務狀況用廿五種比率。

茲再將 Dun & Bradstreet, Inc. 所應用之十四種比率略為介紹。此套比率為 Roy A. Foulke 氏所應用者。福氏自一九三七年起，每年出書一本，發表同業標準比率。自一九三四年起，包括三十五種工業，十八種批發業，七種零售業。一九三七後擴充至七十餘業。茲將其一九三六—一九四〇之五年平均數，摘錄重要者八項，列表如后，以供參攷。此中數項已將其改編為華爾氏法，以便與前對照。惟其平均兌現日及淨值週轉率二項，則未改編，因原表以日數及倍數表示，較百分比易為瞭解也。又原表包括六〇種行業，今僅擇其廿三業。

細觀此表，甚有趣味。如平均收兌日，製造男人衣者較

女人衣着者約長一倍，蓋前者價值較高，市場不若婦女衣着之活潑。其淨值週轉率亦遠較後者為低。週轉率最大者為牛油雞

美國工商業之財務比率

九三六一一九四〇
平均數字
(比較均百分數)

製造業	汽車及配件	建築	化學品	男人衣着	女人衣着	西藥	電器	麵粉	傢俱	五金器皿	織襪	機器	食品及肉	油漆	造紙	印刷	糖菓	高業	
三三三	二四四	二四四	三三三	二二二	二二二	三三三	三三三	三三三	二二二	三三三	二二二	三三三	二二二	三三三	二二二	三三三	二二二	三三三	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二
二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二	二二二

蛋起士之售賣商，此皆易壞物品，且日常必需者也。該項商業存貨最少(銷貨與存貨比率最大)，其次為食品及肉之製造業，再次為女人衣着。最後一項乃因時髦關係不能多有存貨。淨值與固產比率以女人衣着最大，此固由於其所需之固定資產不大，然主要由於投資額較大。再看盈利與銷貨比率，男人衣着較女人衣着大約一倍，此因後者之週轉率特大也。在一九三四—三八年，後者之盈利與銷貨比率只有六，同時期男人衣着有五九。就投資者之利益言，以汽車業為最大，可達百分之十一。自一九三四至一九四〇年，該業之盈利未曾少於百分之十。最低為一九三四至一九三八年之女人衣着，只有百分之〇·五三。此業為變動最大者。

(七) 福氏比率分析法

福氏所用之十四種比率，分為五組，其內容如左：

(a) 資本比率三種

1. 固定資產比資本淨值(百分比)——此即華氏之淨值與固產比，但位置倒例，代表淨值用於固定資產之成分。
2. 流動負債比資本淨值(百分比)——此乃分析資本構成之性質者，與債務比率不同，不包括非流動負債。
3. 週轉金與長期債務(百分比)——此乃指示長期債務用於週轉之程度。僅於有長期債務之公司用之。

(b) 存貨比率三種

1. 銷貨淨額比存貨(倍數)——此與華氏之銷貨與存貨比率相同，以倍數可表示存貨之週轉率。
2. 週轉金比存貨(百分數)——此為週轉金佔存貨之百分數，用以顯示存貨流動性。
3. 存貨與流動負債比(百分數)——此為表示存貨由流動

負債所支持之成分，以顯示存貨之不穩性者。

(c) 銷貨比率三種

1. 平均收兌日(天數)——此乃計算貨物銷售後平均有幾日可變成現款，即以銷貨及應收數字未知，前於華氏之銷貨與應收比率中曾解釋之。

2. 資本淨值週轉率(倍數)——此係由銷貨與淨值之數字計算而出，亦與華氏之銷貨與淨值比率相同。

3. 週轉金週轉率(倍數)——此係由銷貨與週轉金數字計算而出者。

(d) 盈利比率三種

1. 淨利比銷貨淨值(百分數)——此與華氏之盈利與銷貨比率相同。

2. 淨利比資本淨值(百分數)——此亦與華氏之盈利與淨值比率相同。

3. 淨利比週轉金(百分數)——此為指示週轉金之利潤者。

(e) 輔助比率二種

1. 流動資產比流動負債(倍數)——即流動比率，而以倍數表示之。

2. 全體債務比資本淨值(百分數)——即債務比率，而倒置之。

福氏之十四種比率，分別以倍數百分數等表示，一看即可明瞭其所代表之意義，華氏則將其一律化為百分數，此蓋便於製造指數也。又華氏將若干自然順序，如債務比淨值，固產比淨值，應收比銷貨等，顛倒其分子與分母。蓋此數種比率，其愈小者表示信用力愈強，華氏將之顛倒，使其數愈大愈佳，以與其它各種比統一相加，而求出指數之總數也。

(八) 財務報告分析之步驟

前節及本節所述之財務報告分析法，可將其摘要如左，以為實際分析工作之步驟。

(a) 填入比較分析表

1. 重新分類原資產負債表之項目
2. 計算流動資產，流動負債，週轉金，淨值，及各種比率

(b) 公積還元盈餘還元及週轉金還元

此乃檢查原報告之盈利及流動資產數字是否確實

(c) 資本構成之分析

1. 債務與淨值比——比較其逐年數字並決定自有資金與借入資金之分配使用狀況
2. 長期債務——此應分析各項債務之條款，抵押，優先權等，本文未及敘述

(d) 流動狀況之分析

1. 週轉金——比較其歷年消長及是否足用
2. 除現測驗——並加除應收測驗以檢查週轉金是否充足
3. 流動比率——比較其歷年消長並與同業標準比較研究
4. 週轉率——比較其歷年消長並與同業標準比較研究
5. 流動資產組成——用存貨與應收比率檢查流動資產為成本或加成本性質

(e) 銷貨狀況之分析

1. 銷貨數字——比較其歷年銷貨情形包括其市場之分佈等
2. 銷貨政策——利用銷貨與淨值比率檢查是否有低價傾銷或銷貨呆滯等情形

(f) 存貨狀況之分析

- 1. 平衡存貨——檢查存貨之配合狀況，修正存貨價值
- 2. 不良存貨——用同業比較剔除不良存貨，此可用銷貨與存貨比率法或銷貨較正法

(g) 應收狀況之分析

- 1. 應收日計——即所謂 *Days* 乃將應收按收兌日期分類，如五日，十日，十五日，一月等分別列入之，求其在各日間之百分比。
- 2. 平均收兌日——平均收兌日亦可用銷貨與應收比率法求之
- 3. 不良應收——用銷貨與應收比率或用銷貨較正法剔除不良應收

(h) 盈利狀況之分析

- 1. 盈利數字——比較歷年之消長及同業標準，包括股利等之比較
- 2. 投資利潤率——用盈利與淨值比率推算之
- 3. 營業利潤率——用盈利與銷貨比率推算之

(i) 修正資產負債表

剔除不良價值後重製之資產負債表
 以上所述，不過分類舉示，實際工作中，未必一一皆為之分析，亦或有一二項目須特別詳細分析者。總之，取捨輕重，須視分析之對象及分析之目的而定。

五 個案分析 (華爾氏比率分析法實例)

華爾氏之比率分析法，於其大著 *Basic Financial Analysis, 1942* 中，曾引用某家公司為實例。後華氏為 *Robert Morris Association* 編教育小叢書時又將原例縮編，寫成 *Analytical*

Case Study (個案分析)，長不過十頁，而將所有步驟與方法包括無遺。茲將華氏原文再加縮編，歸併所有一項內之子目，並略去修正資產負債表以後之百分比及比例表，又略去所有千位以下數字，而詳述如下，以節篇幅。

本分析包括一九三〇年底至一九三七年年底之某公司財務報告，為簡捷計僅隔二年數字列出之，最後二年則連列，以顯示隔一年間之變化。數字係縮編自 *Moody's* 投資年鑑者。如表一。

分析之第一步為將所有數字化為百分數(即每數合全部資產(或負債)百分之幾)，並與同業基數之相當百分數相比。一九三〇之同業基數包括二三家公司，三二年包括一二家，三四年包括一四家，三六年包括一九家，三七年包括一七家。因係選其相同之同業，經驗所示，有此家數已足。前四年中基數係

表一 某公司資產負債及銷貨盈利表

(單位：千元)

資	一九三〇	一九三二	一九三三	一九三六	一九三七
現金	二,九三二	二,七三九	三,〇八一	三,五八四	三,三三九
應收	三三,九六四	一九,八〇八	一八,四四四	二二,九三八	二六,〇三三
存貨	二七,六四四	三三,八五三	二八,六四四	四〇,二八五	四四,三三三
上市股票	一九〇				
流動資產	五〇,七二〇	四六,三九九	五〇,三六一	六七,八〇七	七三,六六九
固定資產	一一,四〇九	五,五七四	五,九三三	六,三六八	六,七八一
預付及遞延資產	二,九三七		四二九		五三三
什項	二二,九八二	一三,四四九	一三,三〇一	七,九四七	六,一八三
非流動資產	二七,三三六	一九,〇三三	二八,九三三	一四,八六五	一三,五二七
資產總數	八三,〇五八	六五,四三三	六九,二六一	八二,六七三	八七,一九三
負債					
銀行大款	二,七一一	二,三三九	二,四三七	九,七五一	二,九五四
商業大款	五,三九七	四,四六六	五,八八四	八,三六〇	七,四八八

表二 某公司與同業基數百分比比較表

項目	一九三〇		一九三三		一九三四		一九三六		一九三七	
	某公司	同業	某公司	同業	某公司	同業	某公司	同業	某公司	同業
應付稅款	四二一	三三	三五六	六九二	九七六	資本淨值	五〇,三四七	三七八,四四四	四一,五三七	四四,九八三
什項	一,五九七	七三	一,〇七〇	七,三三二	三,二七三	負債總數	八三,〇四八	六五,四三三	六九,二五一	八三,六三二
流動負債	一〇,〇二五	七,四四四	九,七二七	二〇,三三四	三三,六六一	銷貨	一三四,八六五	一〇四,一三七	一三四,四三三	一五三,二一九
長期債務	二,六八六	二〇,二三四	一七,九九七	一七,三五五	一六,一九二	未分紅前淨利	二,五三〇 (損)	二,六〇四	一,六三七	三,二二七
全體負債	三,七〇二	二七,五七六	三七,七二四	三七,六八九	三九,八八三	股利	三,〇七八			一,一九七
資產										
現金	三,五七六	一四,五七六	四,一九	四,一九	七,三九九	一九三三	四,三四	一三,〇九	三,八五	一三,六一
應收	二九,二二	一三,〇四四	三〇,二八	二四,四四	二六,六六	一九三六	二八,九六	一九,二二	二九,八八	二二,九九
存貨	三三,六九	二四,〇六	三六,四四	二九,六〇	四,五六	一九三〇	四八,二二	三三,五三	五〇,七六	二九,三六
上市股票	二,三	四,八九	四,八九	七,二〇	〇,〇	一九三三	八,八九	六,九一	一〇,七四	一〇,七四
什項	〇,〇	〇,〇	〇,〇	〇,〇	〇,〇	一九三六	四,五五	五,九	〇,一九	〇,一九
流動資產	六六,六九	五七,〇一	七〇,九二	六六,七四	七二,六七	一九三〇	八二,〇三	七三,三三	八四,四九	六七,四九
固定資產	一三,九二	八,五一	八,五一	六,六五	六,六五	一九三三	七,七二	六,五	七,五五	六,五
預付及遞延資產	三,五八	三〇,五七	二九,〇八	三,二六	二七,三三	一九三六	一七,九八	二六,六五	一五,五一	三三,五一
什項	一五,八二	三三,九八	二九,〇八	三,二六	二七,三三	一九三〇	一七,九八	二六,六五	一五,五一	三三,五一
非流動資產	三三,三一	四三,九八	二九,〇八	三,二六	二七,三三	一九三三	二八,〇三	二六,六五	一五,五一	三三,五一
總數	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一九三六	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇
負債										
銀行大款	三,三一	六,七七	三,四二	七,二二	三,五八	一九三〇	一一,七九	一〇,二二	一三,七一	七,一五
商業大款	六,四六	二,〇〇	六,八三	〇,〇	〇,〇	一九三三	一〇,〇	八,八四	八,五九	三,五四
應付稅款	五〇	一,九五	四〇	四,一三	五,三	一九三六	一,八六	四,七六	三,七六	三,七六
什項	一九四	一,〇七三	一,一三	一,四〇五	一,五五	一九三〇	一,八六	四,七六	三,七六	三,七六
流動負債	二,二二	一〇,七三	二,二二	二,二二	二,二二	一九三三	一,八六	四,七六	三,七六	三,七六
長期債務	二,六四三	一,六一	三,〇七六	二,六八七	二,五九九	一九三六	二,〇九九	一,七,八一	二,七,八一	二,七,八一
全體負債	三,八,六四	三,三三三	四,三,六	二,八,五三	四,〇,〇	一九三〇	四,五,八	三,八,二二	四,五,七五	三,八,二二
準備金	一,三三	一,三三	一,三三	一,三三	一,三三	一九三三	四,二四	四,二四	五,〇八	五,〇八
資本淨值	六,一三六	八六,三五	五七,八四	七二,二七	五九,九六	一九三〇	八二,六六	五七,五三	五四,三五	五六,〇七
總數	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一九三三	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇
銷貨	一六,四,〇〇	二二,〇,四	一五,九,三三	一五,〇,五	一七,九,七三	一九三〇	一三,八,八九	一五,八,四三	二〇,〇,四	一四,七,六三

未付紅前淨利	三〇〇	二一七	(損)一四四	八七	二二六	一〇一七	三九六	九六六	四二二	一五〇九
股利	三九一						一四五		一八五	

用各家算術平均數，中位數及密集數之平均，最後一年無密集數而平均數與中位數幾相等，故用平均數。此比較如表二。

由表一製成各種比率，亦與同業基數各種比率比較之，如表三。

由表三求得相對比，相對比值，及分析指數，如表四。

由表二之比較，立即可見該公司之現金存量過少，每年均不足標準。吾人記此於心。

現金	1930	1932	1934	1936	1937
同業	14.56	7.39	17.98	13.09	13.61
本公司	3.56	4.19	4.45	4.34	3.85
減少	11.00	3.20	13.53	8.75	9.26

再一推求其原因，則知該公司之應收及存貨皆過大。流動資產係由現金，應收，存貨三者組成，前二者過大，因之現金不足。應收與銷貨量應保持適當（如同業基數）之關係，過多即表示含有未能及期兌現之應收，或不良應收。其不良之成分，可由銷貨與應收比率求得之。

應收	1930	1932	1934	1936	1937
本公司	29.21	30.28	26.66	28.96	29.88
同業	13.44	24.54	15.45	19.23	13.59
過多	15.77	5.74	11.21	9.73	16.29
銷貨與應收比率					
本公司	562	526	674	649	670
同業	895	610	865	800	1,086
公司同業百分數	63%	86%	78%	80%	62%
不良成分	37%	14%	22%	20%	38%

表三 各項比率

流動比率	五〇六	五三〇	六三三	五九〇	五八	五〇	三三三	四三三	三二一	四六六
淨值比固產	一八四	三〇〇	三〇六	三三三	二九	二九五	三〇三	三三〇	三三〇	一七三
淨值比債務	一五九	七〇〇	一三七	二五〇	一五〇	五八五	二九	二〇〇	二一九	一四四
銷貨比應收	五六三	八九五	三三六	六二〇	六七	八六五	六四〇	八〇〇	六七〇	一〇八六
銷貨比存貨	四八八	五〇〇	四三三	五〇五	四三三	五三三	三八〇	四六〇	三九四	五〇三
銷貨比固產	四九三	二八〇	五七九	四九〇	六五九	四七五	一〇〇〇	五七五	二九一	四四四
銷貨比淨值	二六八	一四〇	二七五	二二〇	三〇〇	一六〇	三三〇	一七五	三六九	二六三
盈利比淨值	四八	一三六	損四二	一三	三九	二二	七三	一七一	七七	二八四
盈利比銷貨	一八	九七	損一五	五	一三	七五	二一	五五	二一	一〇八

表四 相對比相對比值及分析指數

流動比率	二五	一〇三	二五・七五	一〇五	二六・三三	一〇〇	三三・〇〇	六	一九・五〇	六二	二六・七五
淨值比固產	二五	九二	一三・八〇	九二	一三・八〇	七四	一一・一〇	一八	一七・七〇	一一	三三・六四
淨值比債務	二五	三三	五・七五	三三	一三・五〇	三六	六・五〇	六〇	一五・〇〇	八	三三・七五
銷貨比應收	一〇	六三	六・六〇	六六	六・六〇	六	七・八〇	八〇	八・〇〇	六三	六三・〇〇
銷貨比存貨	一〇	九八	九・八〇	八七	八・七〇	八一	八・一〇	八三	八・三〇	六	七八・〇〇
銷貨比固產	一〇	一四三	一五・五〇	一二五	一一・五〇	一三	一一・八〇	一四	一四・〇〇	二六	一六・五〇
銷貨比淨值	五	一四八	十四・〇〇	三四	六・三〇	一四	七・三三	一四	七・三三	二六	六・五〇
盈利比淨值	三三	三三									
盈利比銷貨	一八	一八									
分析指數	一〇〇	八三・一〇	八八・五五	七六・六四	九〇・三三	九六・六〇					

存貨與銷貨量亦應保持相當之關係，過多之存貨，表示有不良成份在內，此可由銷貨與存貨比率中求得之。

存貨	1930	1932	1934	1936	1937
本公司	35.69	36.45	41.56	48.72	50.76
同業	24.06	29.60	25.10	33.53	29.36
通多	9.36	6.85	16.46	15.19	21.40
銷貨與存貨比率					
本公司	488	487	432	380	394
同業	500	505	535	460	503
本公司同業百分比	98%	87%	81%	83%	87%
不良成份	2%	13%	19%	17%	22%

尤可注意者，上列顯示不良存貨之成分逐年加大，表示該公司之銷貨趨於遲緩，而與同業標準相差日遠。銷貨後所變成之應收款項中，復有相當大之部份未能及時兌現。如欲將此不良應收及不良存貨之價值自流動資產中剔除，可以上項之不良百分數分別乘表一各年之應收款數或存貨數。其計算式如表五。

用表五之數字，將不良應收與不良存貨自表一之資產負債表中減除，流動資產總數亦自然降低，而流動負債總數不變。流動比率因之降低，如一九三〇年變為四五二，其餘各年為：五四四、四二〇、二七六、二二八，皆在標準之下。其不足標準之趨勢，且每年增加，至一九三七年合格程度只有百分之四

表五 不良應收與不良存貨

應收存貨	流動非流動	良好應收	良好存貨	不良價值
一九三〇	\$ 三三,九六三	六三%	\$ 二一,〇九七	\$ 八,八六六
	\$ 二七,六四六	二	\$ 二一,〇六一	五三三
			\$ 九,四一六	
			\$ 二七,七七一	
			\$ 二七,七七一	

表六 修正某公司資產負債及銷貨盈利表

(單位：千元)

資產	一九三〇	一九三二	一九三四	一九三六	一九三七
現金	二,九二二	二,七三九	三,〇八一	三,五八四	三,三五六
應收	一五,〇九七	一七,〇三三	一四,〇〇二	一九,一五一	一六,一五三
存貨	二一,〇六三	二〇,七七一	三三,〇三三	三三,〇三三	三三,〇三三
上市股票	一六〇				
流動資產	四〇,一四二	五〇,五〇三	五〇,〇七九	五六,一七〇	五二,〇四〇
固定資產	一一,〇九六	五,五七五	五,九三三	六,三六八	六,七六一
預付及遲延資產	二,九三七		四二九		五五四
什項	一一,九六二	一三,四四九	一三,五〇一	七,九四七	六,一八二
非流動資產	二七,三三六	一九,〇三三	二八,九三三	一四,八六五	一三,五五七
資產總數	七三,六六九	五九,五三六	五九,七三〇	七二,〇三三	六七,五九七
負債					
銀行欠款	二,七二二	三,三二九	二,四七九	九,七五一	二一,九五四
商業欠款	五,二九七	四,四六八	五,八一四	八,三六〇	七,四八八
應付稅款	四二	二五	三三六	六九	九七六
什項	一,五九七	二三五	一,〇九〇	一,一三一	一,三七四
流動負債	一〇,〇四八	八,四九一	九,九一四	二〇,〇三三	三三,六六一
長期債務	二二,六六六	二〇,二三四	一七,九七七	一七,三三三	二一,九三三

全體負債	三二,七〇一	三二,七五七	三二,七二四	三二,六八九	三二,六八二
資本淨值	四〇,九二二	三三,九七〇	三三,〇〇〇	三三,三四六	三二,六六四
負債總數	七三,六二九	五九,五四八	五九,七三〇	七一,〇三三	六七,五四七
銷貨	一四四,八六五	一〇四,三三七	二四,四三三	一五三,一九九	一七四,五七三
未分紅前盈餘	二,三三〇 (損)	一,六〇四	一,六三七	三,二八七	三,六六七
股利	三,〇七六			一,一九七	一,六〇九

九。同時資產總數亦必減少，為使資負兩方平衡起見，自淨值中減去同樣數字，即成為修正之該公司資產負債表，如表六。

修正之資負表，乃假定該公司在最壞之情況之下之資負債形，亦即財務分析採取最保守態度時之結論。根據修正之資負債表，可重製各項比例，並與同業標準比較，求其相對比，相對比值及分析指數，一如表三及表四之方法（此項計算結果從略）。

由此計算中，可知該公司之流動狀況，在此七年中每況愈下。但因該公司之銷貨情形甚佳，銷貨與固資及與淨值之比率皆遠在同業標準之上，且於最後兩年頗有進步，故其分析指數亦有改進傾向。其修正資負表後之指數與修正前之比較如下：

分析指數	1930	1932	1934	1936	1937
本修正前	83.10	88.55	78.65	90.35	99.60
本修正後	79.20	83.75	73.55	85.05	86.05

附錄：

表一 證交上市股發行公司財務狀況（紡織業）

三十五年十二月三十一日

單位：百萬元

廠名	流動資產		固定資產		流動負債		固定負債		流動比例	流動資產		流動負債		銷貨總數	本期盈餘
	比固定資產	比固定資產	比固定資產	比固定負債	比固定資產	比固定負債									
中紡紗廠	10,874	11,041	9,914	613	1,133	5,110	10,920	31,810	11,814	11,000	11,974	11,974	31,810	11,814	11,974
永安紗廠	22,170	1,380	9,033	1,110	3,333	16,261	7,444	11,100	2,333	1,974	1,974	1,974	11,100	1,974	1,974
信和紗廠	6,994	111	5,594	1,733	2,894	3,333	2,000	1,974	1,974	1,974	1,974	1,974	1,974	1,974	1,974
統益紗廠	14,817	1,817	14,808	619	1,133	11,920	11,920	11,920	1,133	1,133	1,133	1,133	11,920	1,133	1,133

證交上市股發行公司之財務報告分析

作者擬以上海證券交易所上市股之各發行公司財務報告為基礎，以論分析之方法。但經搜集若干材料後，始知殆不可能。作者所能得之財務報告，無一家可有連續三年之數者。只得放棄此計劃，而只以三十五年底之數字，略加分析，列為附錄。該年之財務報告，共得二十四家，其中有可用之損益計算及財產目錄者，只有十四家。尤奇怪者，同一家之資負債表，因來源不同，內容亦異。最後乃決以各家對證券交易所之報告，即經發表於「證券市場」半月刊中者十九家為標準，惟有一家紡織廠，因該刊所載過簡單，另取別處所得者代替之。分析時，除已經月刊發表之實數外，均不指出公司名稱。所經分析之十九家分為三類，即紡織業十一家，製造業五家，百貨業三家。

根據各家原送之資負債表，將其流動資產、固定資產、流動負債、固定負債等加以分列，如表一及表二。表一乃採自勇龍桂張明炯所作「證交上市股發行公司概況調查」一文，（載「證券市場」三卷一期）。原文中列十三家，榮豐一家則作者補入。因該文所包括之廠家較作者所分析者為多，故採用該文所列。表二則係根據各家報告所作，原報告中大皆分有流通固定等項目，皆如數錄之。其未分列者：則依一般習慣分列之。

恆豐紗廠	三,000	三,000	三,195	九,700	一,500	五,600	三,195	一,500	三,195	一,800
榮豐紗廠	七,300	二,670	四,710	五,580	一,500	二,700	一,500	一,500	一,500	二,500
中國內衣	一,860	三,000	一,830	一,000	一,000	五,100	一,000	一,000	一,000	一,000
新元內衣	五,000	三,380	四,380	四,000	一,000	一,000	一,000	一,000	一,000	一,000
景福衫襪	一,000	四,000	一,290	二,000	0.800	二,000	一,000	一,000	一,000	一,000
景福衫襪	三,000	一,000	一,710	五,000	一,500	一,500	一,500	一,500	一,500	一,500
勤興衫襪	五,000	一,000	二,000	一,000	一,000	一,000	一,000	一,000	一,000	一,000
五和紙連	二,100	七,000	二,100	三,000	一,000	三,000	一,000	一,000	一,000	一,000
美亞紙網	二,000	五,000	三,900	四,000	0.800	四,000	一,000	一,000	一,000	一,000
中國絲業	一,200	三,000	二,000	三,000	0.900	三,000	一,000	一,000	一,000	一,000
合計	八二,300	一三,300	四〇,000	一三,700	一,300	六,100	四,000	一,300	四,000	三,100

表二 證交上市股發行公司財務狀況(製造業及百貨業)

計五十二月卅一日

單位:百萬元

公司	流動資產	固定資產	其它資產	資產或負債總值	流動負債	淨值及其它負債	流動比例
大中華火柴	五,400.0	三,000.0	三,000.0	六,000.0	四,400.0	一,600.0	一.33
中法藥房	一,000.0	一〇.0	—	一,000.0	四〇.0	九60.0	〇.96
華豐糖元	一,000.0	三,000.0	一〇.0	一,000.0	一,000.0	〇.0	〇.90
新亞糖廠	三,000.0	一,000.0	四.0	二,000.0	三,000.0	一,000.0	〇.90
中國水泥	六,100.0	一,000.0	三.0	六,800.0	五,200.0	一,600.0	一.00
合計	一六,500.0	一,000.0	三.0	一八,000.0	一三,900.0	四,100.0	一.10
永安公司	三,100.0	一,000.0	—	三,300.0	二,000.0	一,300.0	一.00
麗安百貨	二,000.0	五,000.0	—	三,000.0	三,000.0	—	一.00
中國國貨	七,000.0	〇.1	五.0	七,000.0	七,000.0	—	一.00
合計	四,100.0	一,000.0	五.0	五,100.0	四,000.0	一,100.0	一.00

由此二表觀察，紡織業之流動比例，平均為一.三七，即

吾人進一步之分析，乃為將各家原報告之數字，逐一加以

流動資產較流動負債多百分之三七，此差額為其週轉金。若除去特高及特低之影響，取中數不過一.一四，取密集數不過一

檢查，重新分類，而成表三及表四。此種工作，頗為不易。因各家所列之報告，鮮有細目，而所附之財產目錄，亦甚簡單，

一三。製造業之流動比例平均為一.一〇，百貨業平均為一

有時雖列細目，但無細數，只有總數。此外別無可參考之附件

三。八。一般而論，流動比例小于一者皆非良好之流動狀況。

雖然，就此簡陋之材料，吾人亦可作許多之修正。其主要之

點如后。

(一) 許多廠家將折舊呆賬等準備金列入負債科目，凡此皆代為自所屬資產科目中減除之。其單列準備金總數者，則自財產目錄中檢查，分別自應收存貨固定資產中減除之。因之修正後之資產總數亦與原列者不同。然亦有某家之「折舊準備」大過固定資產十倍以上，在資產未重估升值前，無法減除，只得仍舊。

(二) 「預付款項」為數頗多，其能證明為進貨定銀或預付本業商貨款者，均列入流動資產中「其它」項下，否則列入非流動資產。然亦有某家因該數甚大，財產目錄中又不能查出若干為訂貨之用，乃以半數列入流動，半數列入非流動。

(三) 「暫付款項」為數亦頗多，皆改入非流動資產。「暫記欠款」、「存出保證金」、「暫存款」、「存出押櫃」等，原列入流動資產者，均已列入非流動資產。大約各報告對流動資產之項目皆不甚謹慎，如投資，預付薪津等，有混入「暫付款」科目中做為流動資產者。

(四) 「證券投資」項，大皆列入流動資產。今皆改列入非流動。因此種證券無法證明其是否上市股，即使上市股在我國股票市場波動過大之情形下，亦不宜列為流動資產。即在美國，上市證券列入流動資產，亦須先調查其估價方法。

(五) 「存貨」科目，凡製成品，半製品，原料，運送中商品等，均列入流動資產。蓋各業生產之週期皆甚短也。惟「存料」中，常有與本業關係不甚大者，故檢查其情形，酌列入非流動資產。例如某紗廠之「造紙原料」，及某數廠之「什料」，「廢料」等，皆剔出改列入非流動資產，目下材料投機之風甚盛，雖如此恐「存貨」一科目仍未儘合保守原則也。至於平衡存貨等法，則無法應用以檢查之。

(六) 「借入款項」一項，為數甚大，此殆可代表高利貸款，就目前情形，其性質極為流動。有更列「客戶存款」，「存入款」，「暫記存款」等科目者，其有財產目錄可查者，亦多為某記某堂等外戶，故一律視為借入款。列入流動負債。

(七) 「預收貸款」列入流動負債「其它」項下，其餘類似之科目，如「暫收款」等亦同。「存入保證金」，「存入押櫃」等用途多不能查明，為保守計，亦皆改列入流動負債中。

(八) 「分公司往來」，「分所往來」，「同業往來」等，性質均無法查明。在綜合財務報告中，無分公司之報告，本無法做詳細分析。今將其資產科目，皆列入非流動，負債科目，皆列入流動。

(九) 「公積」項下，「法定公積」，「特別公積」，「股本溢價公積」等因皆為數甚微，一律併入公積。

(十) 「未分配盈利」，包括盈餘滾存及本期盈利，盈利中蓋皆未有分配紅利也。有為損失者，則自表內各家總數中減除之。

(十一) 「週轉金」乃流動資產減流動負債之差，前者小時，列為負數。

卅五年十二月卅一日

表三 證交上市股發行公司財務狀況分析

(紡織業)

項 目	(A) 十一家合計	(B) 十家合計	(C) 六家合計
	百萬元 百分比	百萬元 百分比	百萬元 百分比
現金	三,三〇〇.〇	五,四〇〇.〇	七,八一三.〇
應收款項	九,七二五.〇	三,〇〇〇.〇	三,三三三.〇
存貨	三九,八四四.〇	六,四〇一.〇	六,九一八.〇
其它	一,八三三.九	四,一〇一.〇	八,〇八〇.〇
			四,三三九.〇
			一,八三三.九
			七,八〇一.〇
			一,八三三.九

項 目	(A)製造業五家合計		(B)製造業三家合計		(C)百貨業三家合計	
	百萬元	百分比	百萬元	百分比	百萬元	百分比
流動資產	三,五〇六.四	七五.六	一,五〇六.九	六五.二	一,〇八六.五	五九.九
固定資產	四,六〇七.五	九.九	三,九二七.七	一六.三	三,三六六.三	一八.三
其它資產	六,七四三.七	一四.五	四,四四〇.五	一八.五	四,二〇四.八	二二.八
資產總數	四,六五五.六	一〇〇.〇	二,四〇〇.〇	一〇〇.〇	一,八〇三.六	一〇〇.〇
銀行存款	二,三三三.五	五.〇	二,三三三.五	九.六	一,六三七.八	八.九
應付款項	六,五〇六.六	一四.〇	六,四六六.八	二五.六	四,四八六.七	二四.三
借入款項	二,二五〇.三	一.二	五,三五〇.三	二二.八	三,六九四.三	二〇.一
其它	四,八二七.四	一〇.四	四,八二七.四	二〇.一	三,八三三.三	二〇.八
流動負債	一八,八九七.八	四〇.六	一八,五三六.〇	七七.一	一三,六五〇.一	七四.一
長期債務	一,九八〇.五	三.一	一,一〇一.〇	四.六	一,〇八六.七	五.九
其它負債	二,七五五.〇	五.九	一,五五五.〇	六.五	一,一九〇.〇	六.五
股本	四,〇〇〇.〇	八.六	四,〇〇〇.〇	一六.五	四,〇〇〇.〇	二二.二
公積	四,〇〇〇.〇	八.六	四,〇〇〇.〇	一六.五	四,〇〇〇.〇	二二.二
未分配利	一四,九九三.五	三三.二	二,七九二.〇	一.六	二,四五六.三	一三.三
資本淨值	一七,八二二.二	三八.三	四,四〇一.〇	一八.三	三,六九〇.八	二〇.〇
負債總數	四,六五五.六	一〇〇.〇	二,四〇〇.〇	一〇〇.〇	一,八〇三.六	一〇〇.〇
週轉金	一六,二六七.六	三五.〇	負三,六六六.三	負二.九	負三,七九三.五	負二.一
銷貨淨值	一四,九九〇.七	三〇.一	二,七六〇.三	一一.六	二,四四八.六	一三.三
本期盈利	一四,九九〇.七	三〇.一	二,七六〇.三	一一.六	二,四四八.六	一三.三

表四
證交上市股發行公司財務狀況分析
(製造業及百貨業)

卅五年十二月卅一日

表二為紡織業之財務分析，吾人目的在研究一般狀況，故只列各家總數，並因數目有修正，不示對某一家之損益。表中A欄為十一家合計，惟此中有一家情形至為特殊，其流動負債至微，而流動資產極大，盈利亦特大。故B欄中將該家除去，僅列十家，以代表一般情形。又此十家中，只有六家有銷貨數字可以參考，故又於C欄中列六家數字，以便計算比率。由後之比率表中，可知六家之情形亦大致可代表十家。表三為製造業及百貨業之財務分析。A欄為製造業五家合計，亦因銷貨數字缺乏，故於B欄中列三家之數。此雖家數甚少，但自後之比率表中可查知，其資負分配情形與五家無異，故可為代表。C欄為百貨業三家數字。

表三與表四所示最堪注意之事，即除百貨業外，週轉金皆為負數。表三中A欄之正數全係受某一家紗廠之影響故可不計

。是即各業之流動資產皆極小，不足以償付流動負債，充分代表目前生產事業資金缺乏情形，其流動狀況，自然極為低劣。與表一及表二所示者，迥然不同。紡織業方面，如將本年盈利抵補週轉金，尚略有短少。各廠於該年皆未分紅，故年終之結果，週轉金差數約合資產總額百分之〇。三，差可彌補。製造業方面，因盈利甚少，情形更壞。本年盈餘只抵得週轉金差數三分之二弱。雖不分配紅利，年終週轉金差數尚合資產總數百分之三。五。百貨業方面，因週轉迅速，固定資極小，故週轉金為正數，但合資產總額不過百分之二〇，其資金亦屬缺乏。

週轉金不足之原因，一部份由於通貨膨脹下，資產未能重新估價而起。表列各公司，均係勝利後之調整資本，尚未有增資者。但此種影響並不大，因資本中，就過去情形，大皆係用於固定設備，非用於流動資產。吾人既無法檢查其原有分配情形，只得將此種影響略去。此外，各公司之流動資產，以存貨為主，存貨之估價方法雖未詳知，但在目前通貨膨脹中，自較市價為低，而流動負債中之應付款項，其追隨市價之變化必較存貨為速，是亦影響於帳面週轉金之減少。但此種影響，亦不會甚大。各公司之資本升值，皆附有現金新股。按經濟部規定，現金新股應至少為所增估之價值五分之一。如各公司資本增加一百倍，則現金股之增加，在紡織業方面，可使流動資產增加約一倍，製造業方面，可使流動資產增加三倍。其流動情形，必將全部改觀。

表三表四中，並將各項資負債總資產(或負債)之百分數列出，細查此項百分比，頗有意義。十家紡織業之流動資產，合百分之六五。二，此數目並不太低，以美國標準，應有百分之七〇左右。而流動狀況低劣之原因，乃由於流動負債之過大，十家紡織業佔百分之七七。一，按美國標準，應不超過百分之

一五。製造業情形更甚，流動資產佔百分之七二。四，流動負債竟達百分之八一。九。

流動負債過高之原因有二。一因我國公司，皆無公司債之發行，故長期債務一項皆為零。借入資金，皆屬短期性質。有注明為長期者，為數極小，列入其它項內。惟某紡織廠在遲延負債中列有借款一項甚大，以無法斷定其期限，乃將半數改列入流動負債。二因各公司資本，均未能隨物價調整，故資本淨值所佔之比例甚小，如前所述，如行增資後，則流動負債淨值之比率必完全改觀。但如只將資本升值而不加入現金新股，則對流動狀況並無改進，因資產部份流動與非流動之比率亦將同樣改變也。因此可知，前述流動資產所佔之比率並不太低者，乃因固定資產未經重估之故，重估之後，必減少甚劇也。設以十家紡織業為例，如股本增值一百倍，以五分之一為現金新股而其它情形不變，則調整後之流動資產僅合百分之二六，而流動負債減至百分之一一。流動比率自〇。九升至二。五，仍不算高。以今年各廠之增資情形言，平均尚不到一百倍也。

紡織業中，應收款項只佔百分之二。八，應付款項佔百分之二五。六。應收款之小，由於銷貨多係現售之故，應付款則未免過大，蓋有憑藉信用而欠交之故在內。製造業中，應收佔百分之一九。九，應付佔百分之一三。九，兩相較，應付仍嫌太大。依美國標準，應付不過應收的四分之一。凡此皆表示其資金運用之貧乏。百貨業中，應付不妨稍大，但三家所示，高至百分之六〇。七，實屬驚人，此中必有一部份為借款性質，須負擔高利息者。其應收佔百分之一六。五，依美國標準自不為高，但我國素行現金購買百貨，且在此物價狂漲之際，應收過大，必招致損失。

資產中之存貨，紡織業佔百分之五〇。三，製造業佔百分

之四〇。三，百貨業佔百分之四四。一。單就此數字言，實屬過高，但如考慮固定資產之應調整價值，則不為大矣。各公司是否有囤貨之嫌，從此數字中不能查考，惟有將存貨與應收及銷貨比較。與應收比較，因我國售貨習慣與美國不同，不能以美國標準衡量，而我國標準，又無統計可據。與銷貨比較，則在紡織業中，僅能看六家之數字，存貨約合銷貨百分之二〇，美國約合百分之二五，是不能算大。且銷貨價值係一年累計，存貨估價或為年底標準，因一年內物價變動甚大，故相比之下，存貨不為過多也。製造業中，三家數字，存貨約合銷貨百分之三〇，亦不能算過巨。

負債中之借入款項，為我國公司之特有情形。此中大多高利貸款。紡織業佔百分之二一。八，製造業佔百分之〇八。九，百貨業無有。大約該年各紡織廠皆盈利甚厚，故吸收款項亦容易也。其數額較銀行借款大一倍餘，足見高利貸款之活躍。銀行借款與銀行存款皆為數甚小，證明紡織業與銀行之關係並不密切。惟製造業之情形則反是，因數家中多有四聯核定之生產貸款在內。

茲再依華爾氏法，將各業之各項比率計算如表五。至於比率之相對值以及分析指數等之計算，則因無同業標準，無法進行。前表所列各家，亦不足代表同業，（大規模之工業，多未加入證交），不能視為基數。然僅就其比率數觀察，亦頗有興趣。

流動比率，紡織業平均為八五，製造業為八八，百貨業因係商業，自應較高，為一二九。前文曾言，流動比率不足二百者，均不得視為良好，因此各業之流動情形，皆屬不佳。至於流動情形所受增資影響，前已言及。

淨值比固定資產，乃檢查其自有資金運用於固定設備之情

形。我國工業資本多甚薄弱，常有借入資金用於固定設備之事。表二所示，則紡織業方面，淨值除用於固定設備外，尚有餘額。製造業方面，則淨值幾達固定資產之三倍。此乃因固定資

表五 各項比率

比率	紡織		製造		百貨	
	十家合計	六家合計	五家合計	三家合計	三家合計	三家合計
流動比率	一八六	八五	八〇	八六	八六	一一九
淨值比固產	三六七	一一三	一〇〇	二九六	二四三	六、一五二
淨值比債務	六三	三三	三五	三三	三六	四四
銷貨比應收			六、二六三		一、八六六	
銷貨比存貨			五七		二九六	
銷貨比固產			一、三六		一、九四四	
銷貨比淨值			一、一五五		八〇三	
盈利比淨值	八四·一	三三	六六·三	三三·二	五·一	一九·九
盈利比銷貨			五·七		〇·六	

產未經重估，雖股本亦未增加倍數，但實際淨值可運用於流動資金之部份必甚有限，因淨值中大部份係未分盈利，盈利部份則係現時幣值也。以現時幣值之盈利，抵補原幣值固定資產，自覺綽有餘裕。故此比率不能表示真實情形。試自表三及表四檢查，則知紡織業中，股本僅及固定資產之半數，製造業中，股本可合固定資產二倍。其中或因勝利後紡織業新添設備較多，亦未可知。至於百貨業，固定設備甚少，故此比率達六千餘。但如單就股本計，亦不過合五十倍也。

淨值比全體債務，乃檢查自有資金與借入資金之比率者。紡織業製造業，皆只合百分之二二。此比率與流動比率為同等重要者，依美國標準，應在二百以上。由此可見各公司皆靠借債過日，借債較自有資金大四倍餘。此中最大原因，自因淨值中股本一項未能按幣值調整，而借債大皆依現行幣值記憶也。然就目前情形言，各公司即使調整資本，除非有大量現金新股

加入，恐亦難免於靠借債渡日之情形。

銷貨比率四種，即所謂動態比率者，只有六家紡織業及三家製造業之報告可資根據。銷貨比應收在紡織業達七千餘，製造業亦合一千八百餘，美國標準，大皆在一千以下。此二項均不受貨幣貶值之影響，其高乃由於我國銷貨習慣，以現售為主，故應收不大也。但在此物價上漲之時，如製造業所示，其應收仍屬過大，不免受通貨貶值之損失。

銷貨比存貨，所受通貨膨脹影響亦不甚大，普通以在五百左右為常，如製造業之二九六，不免有銷貨遲滯或存貨過多之弊。

銷貨比固定資產，為數皆甚大，蓋因固定資產未能按幣值調整之故，如加以調整，此比例必嫌過小矣。過小乃表示各廠之固定設備未能充份使用，或設備不良，生產力太差。銷貨與淨值比率，亦屬同樣情形，設若干股本增值，此比率必嫌太小，表示營業之衰退。

盈利率二種，頗耐尋味。盈利與銷貨比率，表示銷售之利益，紡織業為百分之五·七，較製造業之〇·六，高出九倍。紡織業在民國三十五年為天之嬌子，自無問題。但此種利潤完屬高低，尚為疑問。就美國情形，繁榮之年，銷貨利潤可達百分之十以上，平時亦在百分之五六。就我國過去情形，繁榮時恐銷貨利潤達百分之十五六者，亦屬常事。此百分之五·七，不得謂之繁榮年。然紡織廠實際盈利幾何，恐非財務報告數字所能表示者也。盈利比淨值，表示投資之利潤。因淨值中股本未依幣值調整，其值自然甚高。故表中數字，並無意義。如股本加以調整，則此數恐覺過低矣。又須注意者，十家紡織業中，並不包括紡建申新永安等大廠，以上所論之情形，未可即視為一般標準也。

資 本 市 場

「場 市 券 證」 名 原

期 三 第 卷 一 第

專 題 論 著

如何利用證券市場誘導游資
入於生產

吳大業

證交吸收資金的各種理論
物價繼續經濟的分析和政策

錢榮堃
方 錦

市 况 分 析

市 場 動 態

工 商 調 查

華新水泥股份有限公司概況
上海水泥業概況

理 財 實 務

財務報告分析之理論與方法(上) 吳承明

外 情 介 紹

各國股價與物價發展的趨勢
德國通貨膨脹下的物價與股
價(上)

雍文達
錢修吾

時 論 彙 輯

進出口貿易問題

美國物價暴跌問題

參 考 資 料

市場公告

統 計 資 料

民國三十七年度二月份統計

(甲) 股市統計

(乙) 金融物價統計

外情介紹

德國通貨膨脹下的物價與股價 (下)

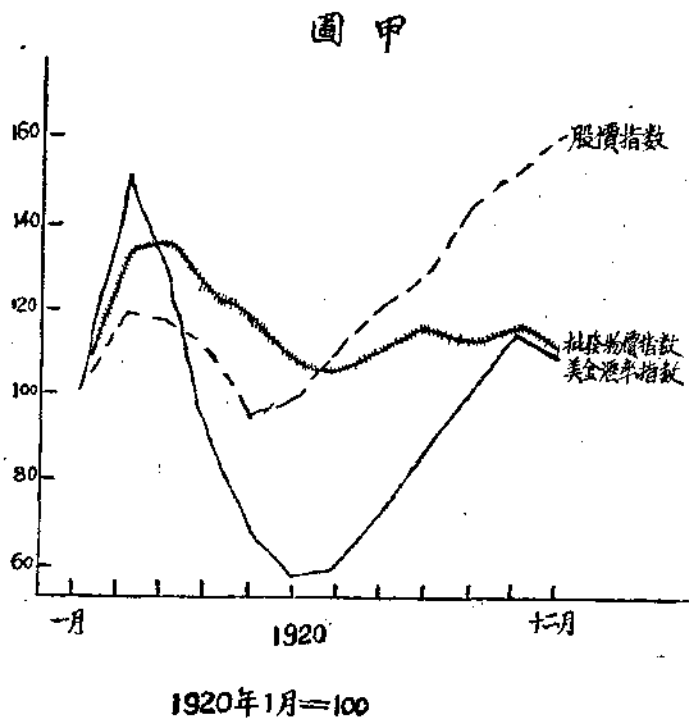
錢修吾

三 股價上騰但較金鈔物價上漲為低 (一九二一年以前)

在上節表內，我們可以看到一九一八年上半年股價的上升超過外匯率的上升，另一方面，比起物價來，則股價上升又趕不上物價。因為這時候物價較匯率上漲為烈，這時候股票漲價的原因之一，是由於若干工業戰時利潤頗為豐厚。但在戰爭終了前幾個月，股價的上升停止，從一九一八年五月到八月，股價上漲極微，十月中戰爭停止，股價大跌，到一九一九年前半年，迄無起色，因為戰爭失敗，人心悲觀，但由於戰後馬克跌值頗烈，所以一九一九年下半年，股價雖有起色，不過上漲的程度遠不如馬克跌值的程度，依金子來計算的股價指數（上節表中第二欄）猛跌，自一九一八年十月到一九二〇年二月跌為八·五。如依馬克國內購買力來算，（上表第三欄）則股價跌值的程度稍小，一九一九年德國股票所以下跌的原因，很明顯大部是由於德國政治與社會的解體，經濟恐慌以及人民的失去信心，他們對於工商業的前途，是非常悲觀的。

德國國內情形漸漸改善在一九一九年底和一九二〇年年初，馬克的對外過度貶值對於出口是一種強烈的刺激，工業漸有生機，失業的人數銳減。當時國內物價與世界各國物價的差異很大，國內工資水準很低，因此一般人認為若干工業的利潤相當優厚，於是許多人對股票漸具信心，同時，由於政府債券的利息都是定額的，持券人遭受損失極大，所以人民開始認為股票是保持實際價值的一種代表物，其價值必隨外匯貶值而增加，羣起購買，在馬克持續貶值的過程中，人民不再以紙馬克作為保持價值 *Store of Value* 的工具，一九一九年起，證券交易所的投機狂熱持續進行。柏林證券當局不得已而限制營業時間，每星期只開放三天，甚至有許多外國人

亦來購買股票，由於生活費用的昂貴，許多人存做倖冒險的心理，參加證券投機，許多工商機構也都購買證券，作為資本準備 *Reserve Capital* 的投資，並且把股票作為手頭現款的暫時出路。這樣，牠仍可以保持實力。在一九二〇年和一九二一年股價的變動與外匯率的變動，關係很為密切，我們可以把圖甲圖乙作為參考。一九二一年秋季，馬克貶值甚速，交易所中所有的股票全部向上猛升，投機者的人數愈來愈眾，在一九二〇年和一九二一年，交易所成交數量激增，轉手很迅速，而行市的變動也比以



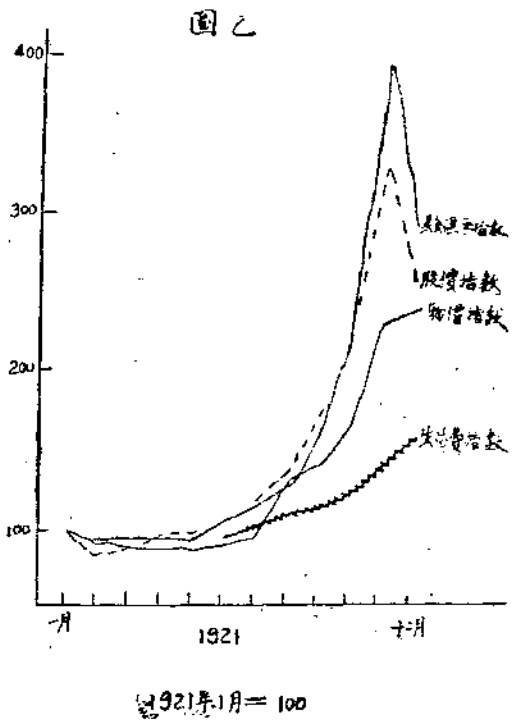
前來得猛烈，投機瘋狂，德國交易所的技術設備感到不能應付這樣龐大交易，銀行機構也因證券投機需要而加擴充，許多銀行因人手不够而不斷增加人員，許多小型的新銀行都隨證券交易所業務的發達而成立起來，那時候有一家金融日報記載說「今天，從開電梯的工人，打字員，小地主起，一直到高等社會裏的貴婦人，沒有一個人不從事股票投機了，他們把交易所裏行市單看成寶貝一樣」。

同時，證券交易所不斷的增添新股票，在一九二〇和一九二一年由於企業界需要資本，不斷的增資，新發行的股票很多。

由於一九二〇和一九二一年外匯率與股票價值的關係密切，股票行市已不是一般政治經濟情況的指標了，最重大的政治事件，例如上西利西亞的分割，對股票行市幾乎沒有一點影響，在這種時候，股票行市對於政治經濟事件的反應，往往與正常時候的反應相反，對於德國工業不利的事件也會引起股票行市的上升。

在一九二〇年和一九二一年，由於股價能夠迅速適應通貨貶值，因此工業股票在那二年內一直是保持價值的很好的工具，有人仔細研究，在一九二〇年所買的股票，非但足以逃避馬克的貶值損失，甚至還可得到一年實際利潤。

但是假使以一九二〇和一九二一年的股價與一九一三年比（參閱上節表列）則股票依物價和外匯來比，祇有一九一三年五分之一左右的價值，



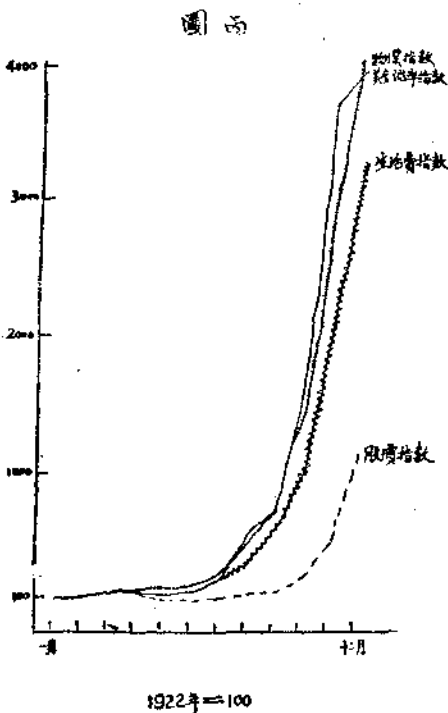
因此，我們可以說，一九二〇年和一九二一年的股價很迅速的適應馬克的貶值，但比起一九一三來還是差得很遠。

我們要問為什麼在這樣一般貨幣跌值的時期中間，股票的行市雖有上升，但比起金鈔和物價來，還是差得遠，一九二一年的股價，如以金鈔來測量，祇值一九一三年的百分之二十，許多研究的結果，認為工商業在這個時期，祇有表面利潤 (apparent profit) 和紙面利潤，而實際上並不能保持折舊準備，以備換置資產之用，實際上工業都是賠本的，因此股票行市的下落，實在是反應工業損失的指針。

此種情形在通貨膨脹初期，的確如此，但在一個時期以後，企業家都會知道這個問題的嚴重性，所以在一九二〇到一九二二年，許多公司都沒有表示有大量的利潤，資產負債表的編製非常困難，事實上各公司的分紅遠比一九一三年為低，有些公司為了過分的謹慎，把利潤保持起來，以加強公司的實力，化為資本準備和公積（當然不以現金方式存放）這是當時股價低落的原因之一，我們由此可以知道，在一九二〇和一九二一年，雖然人民都以股票作為儲蓄和保存實力的手段，但是工業利潤的多寡，還是支配股價高低的一大力量。

四 股價落後及其回漲（一九二二年到一九二三年）

一九二二年上半年開始，股票市場的發展與前一時期不同了，股價不再同美鈔匯率與物價齊升了，而證券市場經過了上一個時期的投機狂熱，變成很平靜，我們可以下表和圖丙中看出股價落後於物價與外匯的情形。



年 月	美鈔匯率	股 價	批發物價	生活費
一九二二年				
一月	100	100	100	100
二月	100	100	100	100
三月	100	100	100	100
四月	100	100	100	100
五月	100	100	100	100
六月	100	100	100	100
七月	100	100	100	100
八月	100	100	100	100
九月	100	100	100	100
十月	100	100	100	100
十一月	100	100	100	100
十二月	100	100	100	100

在這一年中間，外匯物價生活費的上漲都有三四十倍，相當一致。物價和外匯都是漲四十倍，但在一年之中，股價却僅漲了十二倍。在第二節的表中我們可以看出來，如依金鈔計算，一九二二年十月的股價僅等於一九一三年的百分之二·七二，依物價計算，僅值一九一三年的百分之三·六〇。這是一九一四年後股價最為低落的時期，十一月以後有許多沒有「接水」的股票價值等於一九一四年的八十九倍，而美鈔已上漲一，五二五倍，批發物價上漲九四五倍。

在這個時候，有許多奇怪的情形着到，例如達拉 Daimler 汽車製造公司的股票，如依交易所行市，不過值九八〇（百萬）馬克，但它生產的汽車每輛值三百萬馬克，因此這公司的股票不過值三百二十七輛汽車，但這個公司有三個大廠，很大的地產，很雄厚的資力，在國內國外都有機構，這變成一個笑話。

所以一九二二年德國股票的估值過低 undervaluation 為當時一個很引人注意的事情，有許多公司擁有很大的工廠資力雄厚，管理得當，但其股票的價格仍舊非常低落，有一個經濟雜誌曾有這樣的說法：「一個工廠的內在價值並不是它股票的估值標準，股票估值的基本因子是其生產的能力大小，一九二二年德國工業生產僅為平時的百分之七十。但是，股票跌值却遠過於百分之七十，究竟是什麼緣故呢？」

依據當時報章雜誌上的討論，當時股價壓抑過低無非下列幾個原因。第一、一九二二年十二月一號股票一度猛跌，很震動人心，大家認為就是股票也靠不住的，不能作為保持儲蓄的安全工具，大家覺得到底外匯靠得住，在一九二二年上半年，工業家，商人，銀行界以及私人投資者都用資金來購買外匯與貨物，而股票變成無人問津。

第二、由於金融市場的變化，在一九二二年，金融市場的銀根非常寬，在一九二二年，工商界的頭寸覺得很緊了，銀行私人存款大加減縮，因而信用緊縮，一九二二年春季的新稅法又收縮了市場的頭寸，此時外匯因政治事件而猛漲，（並非因為通貨增加）物價跟蹤而上，市面上的資金很迅速的為高物價所吸收，工商界的活動資金很緊，用於股票市場的資金更少，因而股價無法起來，此時政府的財政政策稍有改變，一九二二年上半年，通貨增加不多（參閱第一節），政府減縮支出，增加租稅關稅相當有效，七八月間，外匯猛跳（由政治因素引起，而非通貨增加所引起）而股價並未作相應的調整，外匯的上漲對股市反有壓抑作用，因為外匯猛漲引起許多競購外匯與商品。

第三、人民在一九二二年夏，都是很悲觀，大家競購外匯，而忽視工業股票，外國人對德國工業前途亦表悲觀，不願購買德國股票。第四、一九二二年人民預期股票收入較一九二一年要減少，有人對此有詳細研究，有一百二十家德國公司所付的紅利平均只合股價的百分之〇·二五，因此股價不能起色。

但在一九二二年十月起至一九二三年，金融市場的情形大有改變，股票市場漸見起色，樂觀空氣感染極快，一九二二年秋季的股票投機狂又熱烈出現。其發動由於十月十二日外匯法令限制購買外匯，而中央銀行的信用放寬又使金融市場上的銀根鬆動，通貨數量激增，在一九二二年十月到十二月紙幣增加由一〇〇增為二六七。以後一九二三年一月，外匯與股票市場又受魯爾（Ruhr）佔領的影響，股票市場全盤激升，幾乎與外匯市場不生關聯。

年 月	美鈔匯率	股 價	批發物價	生活費用
一九二三年十月	100	100	100	100
十一月	100	100	100	100
十二月	100	100	100	100

一九三三年一月	五·六	一〇·八	四·九	五·〇
二月	八·八	二·九	九·九	三·〇
三月	六·七	六·三	八·六	三·九
四月	七·七	二·三	九·二	三·四
五月	一·五	四·六	一·四	一·七
六月	三·四	一·七	三·四	三·三
七月	二·一	六·四	一·三	一·七
八月	一·三	六·〇	一·六	二·六
九月	三·十	三·七	四·三	六·十
十月	七·九	八·〇	二·三	一·六
十一月	七·九	八·五	二·三	一·六
十二月	七·九	八·五	二·三	一·六

十 單位一千倍。

在一九二三年，購買工業股票的狂潮波及鄉村，柏林與農業區的電話一天有幾小時擠斷，由於新法令限制外匯的購買，人民又以股票作為保持「實際價值」的工具，股票行市一致上騰，其間因中央銀行一度採取穩定幣值的政策而稍有停頓（把馬克對外價入為提高）但大家認定這個政策不能持久，在一九二三年四月又告失敗，於是外匯又漲，通貨的增加已變成無法遏制，政府完全是「被動的抵抗」(Passive Resistance)，於是股市猖獗亦變成無法收拾。

在一九二三年上半年，股價非但隨外匯而齊升，並且比外匯漲得更快，股票行市指數折合外匯在一月為五·二四，四月為八·六一，七月則為一六·〇三，礦冶工業的股票上漲最多，大家都認為馬克的崩潰急在眉尖，搶購一點股票，總是好的。

一九二三年夏，一元美鈔值五百萬紙馬克，大家覺得紙幣已不能作為「價值的標準」Standard of Value。工商界紛紛以黃金來計算價格，中央銀行乃黃金存戶，工人要求有穩定工資的保證，財政部考慮以黃金收稅，以黃金計價的辦法變成非常普遍，以黃金為標準，物價似較一九一三年為低。股票價值以黃金計算，遠低於一九一三年，於是行市倍增，因為大家都認為股票價值太低了。就是為了這個緣故，在通貨膨脹的末期，股價較外匯上漲尤烈。以上表來看，從一九二二年十月到一九二三年十月，股價上漲超過外匯十倍，比物價亦超過七倍，以股票的收益來說，當然股票很明顯又估值太高了。

到十一月三日，股票行市指數以黃金計算竟致超過戰前的水準，但這不過是曇花一現，當馬克穩定以後，股價又猛跌，一九二三年十二月的平均行市以金鈔來算等於一九一三的二·六·九。當然我們要記得一九一三的平均股價比面值高了百分之一七八。

有一點非常值得我們注意的，就是在通貨膨脹過程中，人民紛紛以股票作為儲藏價值的標準，但為什麼最後仍然不及戰前的價值？關於這一問題，就個別的投機家來看，他們如在股票過低的估值之下買進又在估值過高之時賣出，則非但保持價值，且有盈餘，就永久股東來說，假使一九一三年的股票一直到戰後還未賣出，其遭受損失當不致太大，當金馬克發行後，各公司紛紛重新編製資產負債表，有人主張以資產價值編 (Lithmate Value)，有人主張以工廠的賺錢能力編 (Earnings Power)，各持一詞，不過重估價的結果，發現一般公司的資本價值均較戰前為少，根據德國統計局的研究，在四百七十八個戰前就已存在的公司之中，資本價值從十九萬四千萬金馬克跌到十五萬一千萬金馬克，作戰工業、商業銀行、押款銀行、保險公司資本損失很大，有些工業以拖欠之期債務甚多，資本價值反而增加，例如一部份礦冶鋼鐵化學工業，但一般而論，大部份的公司的資本價值在這十年通貨膨脹期間內，都有消蝕，同時在這種不穩定的情形之下，公司的利潤很不可靠，所以股價比戰前跌值，自然不是沒有原因的。

華豐糖瓷股份有限公司

如 意 牌

品質精良
塘瓷器皿
到處歡迎

總辦事處：上海南京路一號
第一廠：上海南京路一號
第二廠：上海南京路二號
第三廠：上海南京路三號

總經理處 合成百貨商店

上海南京路十六號

時論彙輯

遞交問題特輯

一 各專家意見

三十七年四月十六日下午四時商報在國際飯店十四樓舉行遞交問題座談會，提出五個問題：(一)證券市場與物價，(二)遞交沿革，(三)突然取消之經過，(四)遞交取消後一部份游資之去向，及(五)取消遞交與短期庫券，請國內各專家學者發表意見，茲將要點摘錄如左：

一、楊蔭溥

甲、吸住游資問題 這一個問題，我們可以從幾方面來講。第一、是證券市場是否能吸住一部份游資，有助於物價的問題。我們以為證券市場除了在積極意義上協助產業取得所需要資金外，在消極意義上，確能吸住大量游資，減少對物價的壓力。其主要理由就是因為通貨既為證券交易所佔用，即不能再用以購買商品。證券市場不斷買賣，即不斷吸住了社會上一部份購買力，也就是不斷的吸住了游資，這批游資的一部份雖或有時離開證券市場，而其流通速率已因繞了個大灣而受到阻礙，對物價的壓力自然減少。第二、是證券行市是否領導物價問題。用統計資料來證明可以見歷次股價漲風均為物價漲風所引起，而物價漲風之主因則由於通貨膨脹所造成的大量游資作祟。換言之，並不是股價領導物價，而是物

價領導股價。根據最近一年多來的事實來講，三十六年二月股價上漲起初是由於「黃金風潮」之刺激，二月中旬政府放棄黃金政策後，金鈔交易被禁買賣，致使一部份游資轉入股市，造成股市的繁榮；三十六年五月股價漲風也是由物價漲風所引起，當時上海物價上漲以紗布食油等主要必需品價格為先導，而以糧食為中心。這類物價上漲原因，或由於來源缺乏，或值青黃不接，但主因則係東北游資大量來滬搶購物資所致。三十六年九十兩月物價發生第三次波動，而股價則因遞交證金過重，未隨物價上漲；三十六年底股價開始回漲，一方面因為八九十數月內股價過疲，應形回漲，另一方面主因還是由於當時游資泛濫，米紗金鈔等價猛漲所激成。本年內股價一度上揚，也完全是因為主要商品價格及金鈔漲風所帶好，所以我們可以說歷次物價漲風均因游資泛濫所促成，股價決不能領導物價，相反地，股價的上漲歷次均由於物價的上漲所帶好。第三為物價何以能領導股價問題。股價被物價帶好的原因，主要的有下列數點：

(一)由於一般物價上漲，各公司資產的貨幣價值，亦隨而增加，因此股價理應上升；
(二)由於某種產品的價格上漲，將使某種公司的獲利能力增加，因而這些公司的股票自然漲價，例如紗價上漲，則紗廠股票的價格亦有上

漲的可能；

(三)物價上漲足以影響人民對所有價格都看漲的心理，因此股價也有上漲之勢。

乙、遞交與利率 一般批評遞交的意見，主要的是：第一、遞交提高了市場的利率；第二、遞交助長了投機。不錯，遞交的作用之一，就是可以促成股票的套利。凡有資金的人可以其資金在證券市場買進現貨，同時賣出同種同量遞貨，以套取一週之利息，這種套利的優點，最主要的：(一)安全，(二)富流動性，(三)方便，因為有這許多優點，所以每逢遞交登場之日，大量套利資金來歸。至於需要資金的廠家，可以其關係各方面所持有的股票，在證券市場裏賣出現貨，同時買進同種同量遞貨，付出一週之利息，以取得所需之資金，這種倒套利的優點在於(一)較其他借款方法方便，(二)所付利息決不比暗息為高，普通多比暗息為低。

可是，在這方面，有人批評遞交可能提高市場利率。我們無論從學理上或事實上均未能同意。我們先從學理上講，利率之高低，決於資金之供需，假使資金之需求大於供給，則利率必然上漲，證券市場吸收了一部份資金，也供給了廠商一部份資金，無論如何不致於提高市場利率。但不會提高市場利率，有時且有助於利率之平抑。因為持有資金的人假使沒有證券市場這種安全

而又方便的套利方法，爲其資金開一出路，他必然把這筆資金用於囤貨或購買金鈔或其他投機，這樣，不但減少了市場上資金的供給，而且更將助長物價，這是一方面，另一方面，需要資金的人假使沒有證券市場這樣方便的倒套利的辦法，他們很可能向黑市求貸，這樣對黑市資金需求增加，必然促使黑市利率上升。所以從理論上講，遞交可使本來準備購物，而不願以資金放利的人來證券市場套利，因爲證券市場套利不會有倒帳的危險，不會有資金呆滯的顧慮。遞交可使需要資金的人免去黑市高利貸的重負，免去一切繁雜的貸款手續。並且，因爲證券市場較富敏感性，套利率若萬一較暗息爲高，則參加套利的資金就可能增加，套利率即可能回降，所以套利率不致太高。

就事實上說，從統計上證明套利率通常均較暗息爲低，最低時約爲四分，通常約在一角五六分至二角左右，最近最高時也有到三角多的時候，但同時黑市方面，及其他市場方面，要高得多。

丙、遞交與投機 講到第二種批評，股票的遞延交易，不能單純認作爲投機活動，因爲有了遞交，才能有套利，而套利交易則絕對不是投機。關於這一點，王志莘先生曾有極爲精闢的說明，他說：「……這次政府停辦遞交命令中說，本所開辦遞交後，買賣雙方當爲同一人，足以助長投機。這種說法，想指套利交易而言，在學理上與事實上均無根據。因爲信任法幣的人，才肯買進現貨，賣出遞交，希望得到一點利息；只有有心長期投資的人，才願賣出期貨，買進遞交，希望證券不致脫手。惟有要求安全保障的穩健者，

及願將資金投入生產事業者，才願意套買賣。這種方式，決不是投機家理想中的交易方式。穩健的進出口商人，與穩健的經營外匯的銀行，及穩健的工業家，不願冒險獲致意外的損益，常做套買賣交易。這是工商家所大家明瞭的。證券套買賣，事屬平常，并非例外。」這指出了套利交易固然在形式上是同一人的買賣，而在實質上，却有其積極的作用，一方面使持有法幣的人，得到一個安全的而又無礙於物價的生息途徑，一方面却又使股票持有者得到了一個無關於產權轉移而又便利的融通短期資金的手段。這一點，在今日畸形的經濟情形下，更富有極堪慶祝而不可抹煞的意義。

當然，我們也并不否認遞交中包含有一部份投機性，但這也並不限於遞交；並且證券交易中的一部份投機性，中外經濟學者大抵都認爲還是有其積極意義的甚至更可說是這類市場所不可或缺的一種性能。因爲市場貴乎靈活圓滑，從事一般所謂投機交易的人，就根據各自對某種產業的實際資產，經營情況以及一般市場趨勢的判斷，而預期它的股票價格之上漲或是下跌來做他們的買賣，同時也就滿足了正常交易者的需要，保持了市場的持續性。反之，如果取消了這一類投機活動，市場會變得呆滯，行市的波動，非特不易穩定，反而較前愈烈愈驟，因爲它沒有投機者的交易爲緩衝。但我也並不是說證券市場投機活動是全屬可取的，那些操縱拉抬，串同買賣等行爲，確是有害無益的，這也就是說對於投機活動的處理，問題不在取締，而在設法管制，以防止其可能流弊。

在今天的非常局面下，對於經濟問題的處理

，有時是不能墨守成規的。就拿證券市場中的部份投機活動來說，有人認爲在今非常時期，爲了安定金融，非加以取締不可。殊不知今天的經濟病象，是在於游資氾濫，因游資氾濫及物資缺乏而造成了投機猖獗。對於這一問題的處理，就不能因單單看到投機猖獗的一面而祇顧取締，完全忽略造成投機的主因。因爲在今天的行情下，無區別的取締，減少了游資的出路，乃使游資在能或明或暗地活動的範圍內，更外猖獗，格外掀風作浪，這非但不是安定或穩定經濟之道，反而是使已經混亂的經濟更形混亂，那就非原來取締的本意了。

二、顧善昌

關於遞交取消後一部份游資之去向。剛才主席所說祝百英先生的譬喻：「游資好比是老鼠」，我覺得很對，我們現在先要說：「遞交」吸收的那種老鼠，該有多少數量呢？以我們所方在三十七年四月四日星期日晚上十點多鐘，接到監理員辦公處的通知的那天晚上來說，本所遞交存帳額是一千億左右，遞交交易所吸收的金額，對軋了之後再對軋，最後軋剩的一個餘額，轉到交易所裏來的，也要在一萬億元以上，這個數字大概是正確的。至於根據遞交的交易而融通資金的數字，也要佔據七千億元的樣子，總之，據我們的調查，對於「遞交」制度的存在，因而發生關係的資金，大概不會少過於兩萬億元的！我並不是說，這些資金一定在「遞交」中，而是說，因了「遞交」的關係，可以牽涉到兩萬億元！

這種老鼠是不是兇呢？假使是癡呆呆的老鼠，我們把它放出來，還沒有什麼關係，假使是兇

的老鼠，把它放出來，就不得了，鬧騰就鬧得大了。

美金庫券大概是二萬億元左右，是三月底放出來的，當然這麼一個大數量，放了出來，要影響物價的波動了，事實上沒有，月初的物價很平靜；這是因為美金庫券的對象，是法人、是銀行、錢莊，法人和銀行錢莊拿到了二、三萬億，不一定立刻囤貨，或買賣金鈔黑市，或者想別種方法，它總要觀望一觀望，是慢慢的來的，並且美金庫券本息，是全國各地都可以發出來的，所以有些到漢口去，有些到華南去，這種資金在上海的，只是極少部份，所以這種老鼠並不十分厲害。

講到「遞交」的老鼠，那就相當的厲害了！做「遞交」的對象大都是零星散戶，每戶平均不到四千萬，因為大部份做「遞交」的都是個人的錢，他們一聽到「遞交」停辦以後，就急急尋取對象，各奔前程了。最近各銀行用星期存款辦法，出到月息二角左右，但是吸收到的資金還是不到套利的十分之四，十分之六是跑出去了，跑到物資上去了，這，對於物價與金融上的影響，是有決定性的作用的。

有許多人說，這次物價上漲，是因為外匯牌價掛高的緣故，這當然有一部份的理由，但是屢次調整牌價，物價的上漲也並沒有像這一次的快，我們大家都曉得，物價單憑投機家去哄，是「哄」不上的，單單是外匯牌價的過高，不過是一種「哄」的作用，必須要拿實際的力量拿出來，物價才會上昇；還是因為「遞交」這羣老鼠放了出來的緣故，自從五日（星期一）停止以後，第一個作用發生了，就是一般心理上的推測了，

預料到了星期五（九日，最後一期的交割），要有大批的資金流出來了，於是許多人就從六日（星期三）開始，預先借了錢，去買東西，第一步走向黑市，因為做套利的人，其資金大多是有限的，要怎麼樣大規模的購買物資，還是辦不到，所以第一步，是跑到黑市上去！第二步跑到物價上去！第三步是買進股票，買進股票？我們是歡迎的啊，但是事實上買的是洋股！許多人都認爲買了華股是有拘束的，困難重重，不如買洋股，所以最近洋股漲得很厲害！

停止遞交以後，最大的影響，是心理上的影響，大家都覺得已經決定了的政策，辦了許多時候的制度，却可以突然的停止，引起了一般心理上的惶惑，近來大批的資金南流，又如每天票據交換所數字之龐大。

資金的周轉率的增高這種現象原因果然很多，但是人民心理上之不安恐怕是主要原因之一。在「遞交」的路沒有關塞之前，對於一般工商界的融通資金，實在便利不少，不僅私人方面，有了股票，就可以得到資金，並且廠家方面還可以做反套利，也可以隨時的得到所需要的融通資金，遞交停止後把這條融通資金的路阻礙了。

停止了「遞交」以後，當然使一般生產事業失去了融通資金的一條途徑，還有一點，就是從辦理「遞交」起到結束以後，這種資金的數量，剛剛是增加了一百倍，「遞交」共計辦了七十五期，十七個月來的物價是不是增加一百倍呢？足見「遞交」吸住的資金，比物價還要快，更可證明遞交可以減低游資對物價之壓力。

我們覺得放出去游資的作用，還是小，今後

生生不絕的游資往那裏去呢？到物資上去，還是到黑市上去？我們希望政府給我們人民一條正當的出路！

現在這種游資，還在沒有擺定的時候，是一種週期性的潛伏，一不留心，就要引起空前的物價的波動！

三、華文煜

甲、辦理遞交的理由 三十五年十一月證交開始試辦遞交業務，其理由有三：第一、爲活潑股市，增加股價之繼續性，使買賣股票者，比較容易獲得滿意之價格；第二、爲加強證券市場吸住游資減輕游資對物價壓力之功能。政府特許設立證交交易所，其動機之一，本爲吸引游資，辦理遞交，此種功能，可以加強，例如證據金之吸住，因交易活躍而大量資金來歸，俱足減輕游資對物價之壓力；第三、爲便利套利，開放遞交之證券，有現遞兩種不同之價格，因此產生套利交易，零星小戶，湊集餘資，參加集團套利，博取利息，補助生計，最爲穩妥，此項套利資金，來自零星小戶，如不套利，必爭購物資，刺激物價，或作黑市拆放，甚爲危險，同時工商業或其他需要資金者，可利用套利方法，得到融通短期資金之便利。

乙、遞交沿革 證交辦理遞交，最初於三十五年十一月奉准試辦三個月，三十六年二月試辦期滿。第一次奉准展延三個月，第二次續展一個月，至三十六年六月底止，第三次又展期三個月，自十月一日起，再繼續試辦三個月至十二月底止，三十七年一月一日起，遵奉行政院令，照原辦法正式辦理，至四月九日遵奉行政院令結束。

遞交本證據金初為現金一成，代用品二成。自三十六年七月一日起改為現金五成。

遞交自試辦至結束止，各月成交金額，連內轉帳在內，由三十五年十二月之一千五百億元，增至三十七年三月之十六萬七千二百億元。

同期內所收本證據金及追加證據金，最多之日，達一千四百二十億元，每日證據金收入後，悉存中交兩行，月底彙解中央銀行。

各期套利利息，視當時資金供應情形高下不一，最低月息四分，最高月息四角許，通常均在市場暗息以下，最後一期套息為月息二角二分，市場暗息則達三角之譜。

丙、遞交取消之經過 三十七年四月四日星期日晚十時許，交易所接到監理員辦公處緊急通知，以行政院鑒於交易所遞交業務，係屬期貨交易，買進賣出，常為同一人，跡近投機，妨害國家經濟政策及社會金融，應予取締，轉令交易所遞交業務自三十七年四月五日起停做，交易所配合國策，奉行政令，自四月五日起停止新交易，如有代客戶了結交易，做至四月七日（星期三）前市為止，其未結存帳，已照原約定日期四月九日（星期五）辦理交割清楚。

以上為證交試辦遞交業務，至奉准正式辦理，最後遵令停辦結束之事實。

四、壽進文

證券市場遞交取消之後，過去為套利，遞延交割，及遞交證據金等所吸住的鉅額游資，今後將如何歸宿，這是一個很重大的問題。據王志莘先生報告，其中僅以遞交證據金而論，本年三月

份最多之日達一千四百二十億元，最少之日亦達二百九十六億元，足證遞交未取消前所吸住的游資數量確實不在少數。

這次遞交的取消，幸而在物價漲風甫過之時，否則從證券市場脫退的游資一向商品市場傾注，物價的漲勢將更成燎原。因此我們很擔憂，如無代替遞交的適當措施來繼續吸收游資，則下次的物價波動也許就會提前來到。

現在部份行莊已舉辦短期優利定期存款，來代替過去的股票集團套利，但其所吸收的，恐怕也只是從前套利資金的一部份而已。除短期優利定存在外，不久即將發行的短期國庫券，是否能勝任吸收鉅額游資，現在詳細的實施辦法未曾公佈，尚難深論。可以預測者，庫券如不在證交上市開拍，則其流通性即遠不如上市股票，從而吸收游資的成效也必較差，而如上市開拍，一方面要做到主動地調節金融，同時又須能經常吸住大量的游資，這實在不是容易的事。而且，假如說遞交足以助長投機，難道庫券就能杜絕投機？庫券的價值就是直接表示法幣的價值，其市價的上下落更容易刺激物價，這又遠不如股價對於物價影響的較為間接了。在動亂的環境下，常使我們想起「一動不如一靜」這句話。

五、龔懋德

本人站在經紀人的立場，認為此次政院限令停止遞交業務，在政府方面，自然有其決策之理由，我們固不能有所指責；不過，政府這次措施，在技術上實是太欠斟酌，尤其在政府威信方面，影響至大。

按遞交自三十五年十一月呈准試辦，三月為一期，凡四次，經過一年之久，迄今年一月起，

始奉准正式辦理。其間幾經討論，審慎從事，論理政府對於遞交之利弊，當已洞若觀火！時隔數月，而一紙命令取消，朝令夕改！若謂遞交利少害多，何以政府於正式核准數月之後，始而發覺？核准前試辦一年之久，於利害上政府豈無所權衡？法理上出爾反爾，怎還能叫人民信任政府的命令呢？

遞交決無影響物價，抑且有其有益於物價之處：第一、可以吸收一部份游資，減少游資在物價方面的影響；第二、可以活潑資本市場，融通工商資金，解救週轉上的困難。我們在目前困難的環境下，一種絕對有利無弊的經濟上的政策，決不易覓得，遞交縱如政府所說毫無裨益國家經濟，則退而權衡利弊，求得一個比較合理的方法，終比「輕予改廢」，要高明得多。

政令既下，不幸的是并未考慮到其他可能引起的後果，事前無預防之策，事後無補救之方！在政院這一措施下，使遞交所吸收的游資二萬億之鉅，從證交市場退出，向其他方面竄集，刺激物價。政院為取締投機而停辦遞交，但於市場留下二萬億游資，投奔無路。

取消之初，交易所當局暨經紀人審慎應付，得以安渡，否則稍一不慎，貽害於社會經濟，實不堪設想！而因政府對於政令，輕予改廢，人心恐懼，尤屬摧殘證券市場，萎縮不振！

證交交易，目的在提倡投資，扶助生產事業之發展；在現今更冀以吸收社會游資，輔佐政府平抑物價，此一般先進國家之所以願加提倡和督導也。我國證券事業，未臻發達，政府正宜加意保護扶植之時，出此事件，無異摧殘，殊可遺憾。

六、王乃徐

關於「遞交」的經過情形以及取締的情形，已由楊先生與華先生報告得很詳細了，關於「遞交」能够吸收游資的情形，也由顧協理報告過了，兄弟現在站在經紀人的立場來講一些話。

政府開始舉辦「遞交」的時候，是三十五年十一月，經過了政府多少次的延期試辦，經過了一年的考慮，三月一期的展期，差不多展了四次之多，直到今年一月四日，行政院方始有命令來，核准正式辦理，當然，這就是說，政府方面對於「遞交制度」的成立，是經過長時期的研究，是絕對鄭重的，才有這樣的決定。

可是相隔不久，突然的在四月四日的晚上，又來一個命令，把這個已經核准成立的制度一下子停止了！我覺得非常奇怪，在事前，政府對於這個制度的試辦，是經過長時期的考慮後，來決定的，當然政府方面是認為這個制度是適合現在的要求，適合目前中國資本市場的環境，才核准成立的，而現在取締的時候，只須一紙命令就此取締了。——制度的成立，是如此慎重，如此不易，而制度的取締，也太不慎重，太是草率了！

剛才兄弟聽到主席的報告，說是財經兩部部長，對於「遞交」的廢止，也並不十分贊成，可見政府對於政令，實在有些「朝令夕改」，出爾反爾，令人無所適從了，像「遞交」的取締，僅僅影響到今後的市場，倒也罷了，我覺得如果影響到人民對於政府政令的一種信心，這倒是非常遺憾的事情呢！

我覺得「遞交」這個制度，不僅中國有，在國外也老早有這種方式的，這種交易方式，在市場上的功能，我們無論在事實上，學理上是不能加以抹殺的。剛才楊先生說得很好：「遞交不是投機，不但不不是投機，並且有積極的作用在裏邊，一方面使有法幣的人，得到安定，而又無礙於物價生息的方法，另一方面，使有股票的人，可以得到融通的資金，而又無礙於股權的轉移。」當然我們不能否認「遞交」中多少是有些投機性的，但是，惟其因為有「投機性」，才能造成市場的靈活，圓滑，增強市場的持續性，這種功能，我們在事實上怎麼能抹殺呢？

所以如果用這種理由，說是「遞交」有投機性而來取締「遞交」了，我覺得是十分勉強的！當遞交取締命令到達上海的那一天，是禮拜天，我們經紀人是在星期一早上才接到公告的，方始知道「遞交」取締了。

這次「遞交」取締以後的善後處理，幸虧監理員方面，證券市場方面與我們經紀人，慎重的應付，才能安然渡過，否則真是很危險的，因為「遞交」關係所牽涉的游資，不下於兩萬億元，這筆龐大的資金，如果從「遞交」上放了出來的話，對於物價的壓力，是很可怕的。「遞交」交易法人，我們經紀人總共是四十家，大家都恐怕星期一的那天，上海物價要有很大的波動了，假使不是所方慎重應付的話，這是很可能引起的。我認爲這種成功，是一種僥倖！剛剛星期五到星期日，銀根還是鬆濼的，命令到達上海的第二天，剛剛外匯牌價又掛高，所以能够這個難關安然渡過了。

「遞交」取消後，游資的去向如何？剛剛顧協理已經講過了，目前的情形，游資大有向南流的趨勢，目標是到香港去。所以，今後值得注意的，是這筆資金的動向！即使我們站在政府的立場，也應該要給游資一條出路！也不應該把游資趕到香港去！

最後，來講「取消遞交與短期庫券」；我覺得「遞交」與「短期庫券」的發行，並沒有衝突的地方，如果說，爲了發行「短期庫券」，而來取消「遞交」，這也太沒有理由了！

如果覺得政府發行「短期庫券」是可以吸收游資的話，那麼證券市場的「遞交」，難道不是游資的出路麼？

這兩個東西，我認爲並沒有衝突的地方！而認爲是可以同時存在的！

證券市場對於生產事業的貢獻是很大的，假定說是要發行「短期庫券」，所以要求取締「遞交」，這好像說是，今後的游資是只可以買政府發行的「短期庫券」，而不可以再到生產事業上去了，這種理由，我想是不大對的！

七、祝百英

「遞交」辦理的程序，慎重不慎重，已經很明白，它是經過了政府長期的考慮，並且試辦了四期之後，才核准正式辦的，可見其相當的慎重了，何況遞交制度是經過立法院通過的，是經過了正式的法律程序了。而現在在政府正式法律程序之後，忽然的再來一紙命令，忽然的把它取消了，取消得爲什麼這樣的容易呢？

你就是要取消，也應該經過正式的法律的程序才對，改變一個制度，如此容易，這種事情又

發生在即將行憲的今天，剛好開國民大會的今天，這種印象給人民是壞極了！

這固然是政府自失其信用，在道德上發生問題，就是在法律上說，也是有嚴重的問題的！——現在「憲」還沒有「行」，即將要「行」了，政府居然來藐視法律，這是不對的，我們是要說話的！

其次，關於停止「遞交」的理由，命令上有幾句簡單的話，剛剛已有幾位先生講過了，實際上是錯的，魏友乘先生曾對我說，假使他來當秘書，這些話不是這樣說的：「買進賣出，常同為一人，純為買空賣空，殊背提倡投資，協助生產事業本意，」他說要這樣說：「政府准許開辦遞交，原為提倡投資，獎勵生產起見，乃行之已久，見效不顯，着即暫行停辦，」他說這樣說，就不致於有毛病了。

我覺得他說得很對，現在這個起命令的人，也許是「外行」，我以為這樣重大的事情，總要有幾個內行的人在中間斟酌斟酌才行，政府有部長，有司長，這樣的句子不是能夠「自圓其說」呢？你就是要停止「遞交」，至少命令上也該寫得堂皇些！現在你不能「自圓其說」了，完全是講硬話，堂堂的命令上也講不通，真正是笑話了！

像這樣重大的事情，政府竟像是以為自己的官吏不可靠的樣子，把命令「密封」而下，一點沒有商量，這樣，也正表示這種舉動，是草率到極點了！

現在「遞交」既經取消，恢復是不會恢復的，中國的事情，就是這樣：改變是多得很，改好是不會有的。

講講要引起我的批評來了，這次政府的停止遞交，居然沒有引起壞的影響，這固然要歸功於證券交易所與經紀人方面，能夠顧到大體，如果經紀人方面不合作，則這樣：你無緣無故的給我當頭一棒，那麼原來是五分風潮的，我來鬧它個十分風潮給你看看，這個責任是你應該負的！然而現在各方面對於大體上都能顧到，竟然能够平安渡過去，我認爲這種事情，「可一而不可再」！否則，再來一下子的話，我看上海的金融界也不見得吃得消的。

由於「遞交」的關係，所引起的一個問題，就是「利息」的問題，政府很怕市場利率的提高，尤其是暗息的提高，這次取消「遞交」，聽說也是恐怕「遞交」提高高利率，其實「利息」有一個基本的標準，它在市場上的上落波動，在經濟學上講起來是非常簡單的，譬如你有一千元貨幣，你原來可以用，你不用，轉讓給他，假定貨幣價值是穩定的話，那麼「利息」低一些也可以，他跟你交情的話，那麼至少還你一千塊錢，或者應該給你一千零零一角！

如果貨幣價值不穩定呢？一年和一月來統計一下，其間的距離就太大了，老實說，三十六年通貨購買力，平均每日要減低百分之二十到百分之三十，如果年初借出去，年終收回來，錢也就不值錢了！

所以「利息」有一個基本的標準，在貨幣購買力跌的時候，不應該低於購買力跌的程度！實際上，就是真正黑市的高利率，也還是抵不過貨幣購買力的跌落的。

我教書教來的一筆錢，拿來放拆息，後來我知道上當上極了，本來要還你股票十張的，隔了

兩個月，只要還給你八張就夠了，到了後來，一張就可以償清你了！「利息」怎麼樣得上貨幣購買力的跌落呢？無論如何是跟不上的！——通貨膨脹是根本的問題！今年拆息四角，比去年高，就是說今年的通貨膨脹比去年高，假定說明年的通貨膨脹比今年還要厲害的話，那麼明年的拆息，就可能由四角，跳到八角！

現在大家有了錢，許多人是去放拆息了，大家都是去買東西的，買幾塊肥皂也好，現在不用，將來也好用。

另外，「利息」的高低，是因為資金的供求關係，資金供給多，利息低；資金供給少，利息高。現在「遞交」能够利用「套利」的方式，集中游資，這明明是增加「籌碼」的供應，所以從資金供求來說，「遞交」，怎麼會有提高的可能呢？——我希望政府方面對於「利息」問題要好好加以認識，最好是要看看自己鈔票發了多少？

今年的拆息爲什麼要比去年高，這就是因爲今年的鈔票要比去年發得更多而且更快的緣故，這一點是我特別提出來的，現在政府對於「遞交」大概還沒有懂得經濟學「ABC」吧？最好還請查一查「經濟學大辭典」！認識認識「利息」到底是怎麼樣的一種關係！

再說「遞交」是否是投機的問題，剛剛各位已經分析過了，所謂「投機」，問題是這樣的，總是「物以稀爲貴」咯，如果「物」多得不得了，也就無法「投機」，譬如「空氣」你就無法投機，不但國際飯店這裏有空氣，在馬路上也有空氣，廁所裏也有空氣，到處都有空氣，你賣五角錢給人家，人家也不要，這就無法「投機」了。

——總之，生產得少，才有「投機」的現象發生，你要消滅「投機」，就應該獎勵生產事業，可是現在你不但獎勵，反連生產事業原來賴以融通資金的一條路「遞交」，加以關塞了，這實在是不通的。

況且，投機，真正的「投機」，是隨便什麼地方都可以的，不一定要到交易所裏來「投機」。政府說：投機猶如賭博，這話並不錯，可是要知道，賭博是隨時隨地都可以賭的，我在重慶的時候，看到過新民晚報刊載了一條新聞，說有兩個人，坐了兩輛黃包車，從一個地方拉到另一個地方，兩個人就在車子上賭起來了，一句來，一句去，等到拉到了目的地，那個輸了的人，就拿出十四萬元給贏的人，黃包車夫是呆了，因為他的車錢不過是五千元，原來他們是在賭博。「投機」的情形也是這樣，真正當當的生意裏面，都可以投機，都含有「投機」的一點性質在裏面呢。

再說「游資是老鼠」的話，假定能够想辦法把老鼠捉到籠子裏來，就是不打死，至少牠不會到外面去作孽，你現在却把籠子打壞了，把捉住的老鼠放了出來，這個孽，作得就大了！

政府現在想到了「老鼠」是很痛恨，很想打死牠，但是等到看見了「老鼠」，却又很害怕，不敢捉，捉住了不敢打死，反而把牠放了，這好像四川的小貓看見四川的老鼠一樣，四川的老鼠像貓一樣大，小貓看看怕了，就放了！這種情形是不對的！

「遞交」是停止了，游資總要有出路略，假使有一個市場來吸收吸收的話，原是很好的，但是「遞交」取消了。剛剛乃徐先生說，取消「遞

交」如果是爲了「短期庫券」發行的話，實在是沒有理由的。

我們人民這一次看到政府這樣容易停止「遞交」的事情，真正有些寒心，對於他自己發行的「短期庫券」實在有些不敢相信，不要今天八折賣給我，到後來七折收回去，這就上當了，我是決不買！

八、威慕傑

先說關於「套利」的利息問題，就可以這樣說，根據自從有「套利」以來，和市場上的利率相較，大概是黑市利息最高，「套利」利息和銀行放款利息差不多，有時候超過，有時候低過，是並不一定的，如果說是因爲「遞交」的關係，有了套利的利息，說就影響到黑市利率了，事實上，這是不可能的。事實上是：黑市利率影響了套利的利率，這一點，我們應該弄清楚。

這次行政院的命令，在文字方面說，固然是極不通，即在事實上說，也是根本不通的，我想行政院，這次發命令的人，一定是外行一定沒有做過股票，所以他說：「買進賣出常同爲一人」了，事實上不是這樣的，遞交套利，一般都是買進現貨，賣出期貨，或者是買進期貨，賣出現貨，所以買空的，必不賣空，賣空的也不必買空，決不能「常同爲一人」的。就是說「同爲一個人」吧，也決不是同一個時間的，這次行政院的命令，可以說是最大的一個笑話了。

其次，他說：「殊背提倡投資，協助生產事業之本意」，他認爲「遞交」對於生產事業沒有幫助，這也是荒謬絕倫的話！我們大家都知道，一個廠家如果要到銀行中去借十億元，那是很困

難的，要看銀行家的面孔，但是如果到證券市場中去做反套利的話，十億元是很便利的，可以說太便利了。

在去年年底，「工貸」停止發放，有許多工商業不能維持了，就向銀行借錢，但是現在銀行自己的資金有限，而又不能不借錢給人家，於是許多銀行，就到證券市場中去做反套利，拿了套利得來的錢，再借給這班工商業，來渡過去年的年關，足見證券市場的「遞交」不但有融通資金的力量，並且對於工商業的經濟，也是很有幫助的。

再說「套利」對於吸收游資的力量，確實是很大的，它所吸收的範圍不僅在上海，是擴大到各地地方去的，因爲有許多法人，和經紀人方面，他們有許多分支行分佈在各地地方，他們願意從許多地方來集中資金到上海來套利，「遞交」對於吸收游資的功能是如此，它不但能吸收游資，並且還有鼓勵儲蓄的作用。

怎麼樣說法呢？大家知道的，有許多套利的人，他的資金是他薪給中的一部份，他省吃省用下來，這期先套五十萬元，到了下期，我再套五十萬，積到一千萬元的話，他經過四期左右，就可以增加一個單位，這樣的倍上去是很快的，所以「遞交」套利的功能，可以使人民對於儲蓄發生興趣，我說「套利的功能，其妙無窮！」

現在行政院命令取消，這個命令根本是毫無根據，你過去已經核准了，現在又突然以一紙命令來取消，私經濟關係，如此容易變更，那麼公經濟關係，又何嘗不可如此容易變更？

有許多人說，取消「遞交」是爲了發行「短期庫券」，是恐怕「遞交」來競爭，但是現在人

民看到政府這樣「朝令夕改」的情形，對於「短期庫券」，必然要懷疑起來的，恐怕到了期要延期，再延期，那就不對了。

所以「停止遞交」這件事情，對於政府的威信實在有關係，恐怕要因此影響到政府對於戰時財政的整理呢！

就是真正發行「短期庫券」了，你政府深怕「遞交」來競爭，那麼也可以讓「短期庫券」真正在市場上發行的時候，確實證明「遞交」來競爭的時候，下令停止，也還來得及，現在這樣做，成了「兩頭脫節」，青黃不接了！

我們現在想，證券交易所不但可以要求恢復「遞交」，經紀人方面並且可以向行政院提起「行政訴訟」！這一點，我們不妨來研究研究，請教請教法律專家，是不是可以提起「行政訴訟」來的？

九、嚴譁聲

最近市參議會第五次大會時，有何成市、陳汝惠、邵永生、顧竹軒、傅曉峯、潘介眉、姜夢麟等七位參議員，提出了一個議案，案中是「請市政府嚴厲取締囤積，疏導游資，抑平物價案」辦法分兩點，第一點這裏不必說了，第二點就是：「電請財政經濟兩部顧念游資猖獗，為害民生之事實，應疏導游資入於股市，立即減低遞交五成保證金」。這件案子，經大會第十一次會議通過，送請市政府酌辦。誰也料不到市參議會議決要減低遞交保證金來疏導游資，政府當局却來了個「停止遞交」，一正一負，恰恰相反，官意民意，顯出了十足的矛盾。這是本人要報告的一個事實，為什麼我要報告呢？是什麼意思呢？因為

這七位提案人，是工商界以外的，不做交易的人，他們對於「遞交」是怎樣的看法？他們是這個圈子以外的人，尚且希望減低「遞交」保證金，為的是「疏導游資」，這種案子最近才送到市府「經濟會報」討論，在討論的時候，本人出席的，這個時候，「遞交」已由政府下令停止了，大家對這件案子，只好一笑，算了。

從這件事就可以看出：官意和民意總是站在矛盾的地位上的！

第二點，剛剛聽到盛慕傑先生說：「遞交」有一種鼓勵儲蓄的效力，據本人所接觸到的好些窮朋友，確實在他們薪給所入中，省一些來交給銀行套利的，很多很多，尤其是勞工階級了。

在沒有套利的時候，他們是完全拿來買實物的，或者買肥皂，或者買一小包紗，最近他們感覺到買肥皂，買一小包紗，非但沒有好處，並且要變現錢很困難，於是有了「套利」之後，就去「套利」了，還有許多機關，學校也在做這種事情，用這種方法來儲蓄，來貼補！

「遞交」停止以後，這些個人、團體、機關、學校都在考慮了，套利不能套，還是買物資呢，還是怎麼樣？

我想這些人對於「短期庫券」，恐怕够不到這麼相信，「短期庫券」恐怕不能誘導散戶游資吧。第三點，我們委託銀行套利，這些銀行都有經紀人的牌照的，「遞交」停了以後，有許多行莊，都拿「優利存款」來號召，當然我們是希望每個行莊都可靠的，不過銀行方面聽說成本太重，都在搖頭。如果這只捉老鼠的籠子發生問題了的時候，這倒是值得注意的！

現在有些人就是這樣，拿了這筆錢，放到那

裏去好？目前銀行的「優利存款」是不是可以相信的放進去？都是在研究中，也有人恐怕放了進去以後，或許會發生風潮的問題，這些，是都要考慮的。

十、吳承禧

政府突然取消「遞交」的舉動，是非常草率的，恐怕政府當局對於證券交易所的本質沒有什麼認識，「證券交易所」在政府的腦筋中，認為有「投機」兩個字，這個是錯的，任何交易所，都有投機，投機是必然的，而且有一種積極性，剛剛楊蔭溥先生已經加以說明了。儘管他投機，但是他有種種的作用，種種的功能，證券交易所的買賣是跟整個工商業的演變而演變的！它雖然投機，但對於工商界的幫忙，是很大的，它的種種因素是敏感的，我們不能否認這種敏感的作用。

因為它是敏感的東西，許多人往往認為證券交易所影響了物價，確實，有些時候證券的價格是比物價跳得高的，像去年上半年，股價就比物價高了，有些時候它也跑得慢，像今年就跑得慢了，在本質上說起來，證券的價格總是跟着一般物價走的。

最近，取締「遞交」的人，也許有這樣的觀念，認為「套利」足以提高市場利率，最近的套利率到了四角錢，確實比黑市利率要高，但是有時候，也有套到一角錢的，這就比黑市利率低了。並且，有這種情形，也不能不注意，大家都來套，利息自然是低了，低到後來，套利的人少了，慢慢的，利息就又增加了上去。總之，套利率是跟着黑市利率作一個中心，而上下變動

的，它沒有決定性的作用，有時候它跳在黑市之前，有時候它跳在黑市之後，這種本質，恐怕現在政府沒有加以認識，如果因為短時期的衝動，就認為「遞交」不好，而加以取締，這根本是「因噎廢食」！——這是我所說的第一點。

第二點，從根本上來看，政府現在的政策，一天到晚在金融圈內玩把戲，「發展生產」四個字根本沒有放在腦筋裏！根本是談不到！

像什麼「停止工貸」咯，「抽緊銀根」咯，「金融斷流」咯，這是壓迫金融界，在金融的範圍內玩把戲，而他自已却拚命的發鈔票，這樣的做法，真是「捨本逐末」，太不長進了！

取締「遞交」，我想，還不過是玩金融把戲的一個小的節目而已。

它如今停止了「遞交」，對於它自己所將發行的「短期庫券」，恐怕是不利的，祝百英先生剛剛說得好：也許八折賣給你，七折賣進去！是盡不大住的！

它這樣一來，反而使人對於「短期庫券」不敢去嘗試了，它這是在自己跟自己開玩笑！是非常不智的！

這種突然的取消「遞交」，可以說是擾亂金融！假使不是銀行界想出一個「星期存款」的辦法，我看上海市面，必定要出大亂子！

但是我想這個「星期存款」的辦法，不是長久之計，比較守本份的行莊，二角錢收進去，二角四分放出來，銀行界這樣做，恐怕要賠本，同時，「二角錢」恐怕也不會吸引到！

這是我所講到的兩點小小的意見，請大家指教。

十一、楊桂和

政府這次取消「遞交」，我覺得前後不一致，假定政府認為「遞交」是投機性的東西，就根本不要去試辦，假定是需要證券交易所這個機構的，就應該不怕投機性，就應該引導這些資金，不到壞的地方去，只在好的地方兜圈子，這也就是成功了。

不錯，對於取消「遞交」，在市場的資金供應上是沒有改變的，這是對的，但是要知道許多零星散戶的錢，就不能引導了，這也是事實！

當然，在「遞交」中，賣出股票的人，他借這筆錢去投機，也是在所難免的，但是工廠方面，却可以用反套利的方式，來借這筆錢去做生產，買原料，這就有利於生產事業了。

剛剛吳承禧先生說，政府對於「遞交」也許不大瞭解，假定有投機性質的話，就不應該做「套利」，既然做了「套利」，就不應該怕投機！這話說得很對，做了「套利」以後，就應該盡量想方法帶給廠家便利，雖然也許有些廠家，借了這筆錢，或者做不正當的營業了，不過，一個正當的廠家，這種情形是很少的，就說是囤原料，他現在不製造，將來總是要製造的。

政府對「遞交」的認識，總是不夠，取締以後，以為你們沒有借款的便利，不能投機了，殊不知這個錢還是擺在社會上的，不過廠家對於融通資金是困難了。今後工廠倒閉，解雇的事情，恐怕要更多。

我覺得政府對於這次取消「遞交」的舉動，太欠考慮。

還有一點，取消「遞交」，對於政府的收縮

銀根，可說是毫無關係的，取消了以後，他這筆錢還是在市面上流通，相反的，只有壞的影響，有了「遞交」這個東西，多少可以把這筆錢——數量大到兩萬億元！——擺在銀行裏一兩天，多少可以緩和資金的周轉率，這是顯而易見的事情了，如果政府要收縮通貨，我看「遞交」也有存在的價值！

「遞交」存在了，它和「短期庫券」的發行，是並沒有衝突的，剛剛王乃徐先生已經說過了。如果政府爲了要發行「短期庫券」，因而把「遞交」取消了，爲了開一個門，而把其他的門關住了，這個是錯的，你政府無論拿什麼高利來吸收資金，恐怕也是不能達到理想的目的，你只有多開幾個門才是啊！我想「遞交」在這一點上，又有存在的價值！

對於取消「遞交」，我想政府還應該考慮考慮。

十二、李榮廷

我想從第四個題目講起，「遞交」取消以後，一部份游資的去向，在上海人的心目中，不是黃金，就是美鈔，不是美鈔，就是商品，游資不入遞交，我可以說物價前途是很危險的。

現在尚有一部份抱樂觀的人，暫時把游資跑到銀行中去，他們這是暫時等待機會，決不是到銀行中去凍結的，這一點，我們應該要認清。

取消「遞交」，政府自己造成了「游資南流」，過去，政府總是想限制游資南流，不許北方的資金到上海來，我是一個北方人，我最近到過北方去，北方現在是烽火連天，資金總是要求安全的，總是要到安全的地方去，北方是中國的，

上海也是中國的海，爲什麼中國的資金不能到中國的地方來？而且事實上也是不能遏阻的。資金，應該讓它到正當的地方去！至於怎麼樣「扶導游資，扶入正軌」，我認爲證券市場是目前唯一合法的場所了。

假如說，「遞交」有提高利率之嫌，而取消之，那麼，今天地下錢莊的利率（暗息）很高，政府有什麼澈底取締的辦法沒有？如果不能取締暗息的話，那麼「遞交」停止後的大量游資，今後往何處去？就很成問題了。

現在中央銀行吸收的同業定存，是普通銀錢業的存款，而非市面上剩餘購買力（游資），所以是和證券所吸收的大眾資金者不同，總之，政府應該扶導游資，不應該刺激游資，這是最要緊的！

現在「美貸」已經通過了，國內物價原是可有看穩的，證券市場，政府正可以任其自由發展，在合法範圍內，不可加以遏阻，對於取消「遞交」的事情，還宜加以考慮的好！

十三、魏友鼎

政府取消遞交，是一件不太聰明的舉動，而且是一件危險的舉動。爲什麼是不聰明的呢？因爲遞交這件事是對，或不對，政府一再核准已經近了半年，難道半年來連什麼是遞交都不知道？此次停辦遞交的明令中，說「遞交買賣常爲一人」，這話大家知道說得與實際情形不符。

爲什麼說是危險的舉動呢，政府一舉一動，必關市場利害，遞交已經正式核准，大家信其必不取消，現在居然取消了，市場必跌，以目前遞交交易之旺，籌碼之大，萬一連跌二天，必生金融風潮，試問何等危險。

十四、朱紹文

此番當局取締遞交，在現階段的經濟局勢下，這是一個錯誤的施策，因爲目前政府還沒有決心和能力來改革現階段的經濟制度，對自由資本主義的經濟還不能作根本改變的今日，那麼私人資本的活動，就不能這樣很隨便的加以干涉，法律問題姑不談，僅就經濟的觀點上來立論，也是欠缺妥當的。私有財產的所有權既是神聖不可侵犯，而私人資本的活動，政府又沒有通盤的計劃，今天停止遞交祇不過使流入於證券的游資，轉向別的商品方面去，事實上對經濟社會全體並沒有什麼好處，既不能打擊有錢的，又不能對安定金融有何種利益。毋寧，在現階段下的經濟社會裏，使小資產階級感受到很大的不方便。在今天

的社會經濟制度下，在不斷通貨膨脹的局勢下，「遞交」確是相當良好的辦法，它對小資產階級的人們，等於一種儲蓄，和貼補生活的手段，對金融界工商也是一種很方便的資金之來源，同時正如王志莘先生說過：「只有信任法幣的人，才有買進現貨，賣出遞交，只有有心長期「投資」的人，才願賣出現貨，買進遞交，」這是一個相當安全而有保障的生利方法，比較買其他政府債券，更受到大多數人們的歡迎。所以政府停止遞交是很笨的措施。至於說套利的利率太高，使資金不去生產，而走入生息的途徑，這完全是片面的看法，要知道今天生產事業之不振，問題並不在資金走入歧途，作游資去套利，而是環境所使然，是政府的經濟政策所使然，這不能怪遞交的存在。在目前遞交的存在毋甯使游資可以匡在

一個圈子裏，減少對商品社會的威脅。利息率的高低問題，更非套利所能左右，因爲利息率的高低，一方面固然視經濟社會資金的供求關係，但更重要的，要看一國經濟社會的財富的多寡。社會財富日少，利率率自然要高漲的，在今天通貨已經惡性膨脹，人民不信任政府和法幣，利率率怎能不高漲，套利的利率率不過是它的比較可靠的一個自然的表現罷了，政府只看到表面現象，而沒有理解到問題的根本所在，只看到金融活動的表面，而不能理解國民經濟的基本構造，這是今天政府財經政策的一般毛病，這次取締遞交也即是這種態度的表現之一。至於想禁止遞交後，可以使短期庫券增加消化力，這更是想入非非，事實上是不可可能的，理由太簡單而明瞭。

十五、馮子明

證券遞交，是利是弊，是否讓其延續，政府過去曾再四考慮，事實上已辦理了十多個月，到本年一月，始奉准正式辦理，這就是正式使其延續存在的表示，足見政府已承認這是調劑金融的一個條件了。因爲有了遞交，所以才有套利，至於套利資金，主要來源是一般普通人的游資，據估計在一萬億元以上，遞交吸收了萬億餘元的游資，當然分去了這一大筆游資對於物資方面所加施的壓力，其有利於整個經濟，實在是無可懷疑的。況且，事實上這項被吸收的資金，大都來自零星小戶，那是最不投機之人，大部份靠利息來維持日常生活的。現在忽然停做，各銀行套利的資金，已紛紛流出，這筆資金，又化整爲零，不是爭購物資，就是流入地下錢莊之手，益發難以控制了。所以我希望有關當局，對於這疏導游資

工作的遞交，是否應當停做，頗有值得再加考慮的必要。

有人說，這次停做遞交的用意，是在便利短期國庫券的推銷，因為近來遞交套利，做到三四角，利息太高，如果遞交存在，則利息無法低下來，現在停做遞交是除去了國庫券推銷上一個大障礙。這種見解，我希望不是政府的意思，因為政府發行債券，必須具備兩個條件，第一是政府信用，第二是人民有購債的習慣，倘使政府沒有信用，或者人民根本沒有購債的習慣，恐怕發行債券，也沒有多大成效，故這次國庫券的發行，能否爭取遞交方面的資金，誰也無法保證的。

十六、湯心儀

停做遞交是四月五日的事，此一措施，可說完全出於意外，有如晴天霹靂一樣。我們知道當局決定開放證券市場，是為了吸收游資，扶助生產事業，如其能够雙管齊下，當然最好，不得已而求其次，則能够吸收一部份游資，不使在物價上亂闖，亦可說有其功效的，自從證券市場開放以後，一部份游資流入，是無可否認的，尤其是遞交套利，更有大部份游資，長期為之膠着，不流入他途，據新聞報四月六日報導，遞交套利吸收的游資，共在一萬億以上，可見其在市場上所起的作用了。證券市場固然是投機的市場，可是在今日環境下，一般商品市場，何嘗不帶有投機行為；祇是商品的投機，立即影響到物價上去，而證券的投機，則把游資引到另一條路上去，不致立即影響物價，比較起來，似乎彼善於此。正本清源之計，在乎嚴格管制通貨，使他不要惡性膨脹，如其此點不能做到，便祇有疏導游資，

與物資物價隔離，證券遞交便有這樣的作用，所以停做遞交，不特不能制止投機操縱，而且把游資放出去，流到物資上去，祇有增加投機操縱而已。至於減少稅收尚其餘事，所以我們很希望有關當局，對於停做遞交一舉，應該再加考慮。

(三十七年四月十九、二十日商報)

二、各報刊評論

自四月五日上海證券交易所奉命停做遞交以後，上海各重要報紙與經濟刊物均有評論，對於政府措施一致表示不滿，茲特將各方意見摘錄如左：

一、大公報短評：「證券遞交剝原是買空賣空的，有這一次的禁止，不如無前一次的提倡。一個良好的經濟政策，決不希望造成市價大漲或大跌的。」(四月六日)

二、新聞報社評：「政府這次突然命令停止遞交，在政府方面自然有很堂皇的理由：……不過政府這項措施，在技術上實在是欠斟酌的。這理由很簡單，假定政府認為遞交害多利少，則在一月份就不該正式批准；……當時沒有放慮及此，則這次就不必立刻命令取消，儘可利用增加證金等辦法，以達到同一的目的。這樣比較目前這種閃電式的停做，就高明多了。第一、不至於使市場起大波動，第二、不至於使政府有「出爾反爾」的矛盾。」而且「遞交也有其有益於物價的地方，本證據金及追加證據金，為數也很可觀。去年五月最多之日，曾達八百二十七億，最少五百二十五億，這是交存中央銀行的，遞交取銷之後，這批證金當然要流出，此其一。還有套利可以吸引一部份游資，這當然分去游資對於物資方

面的壓力。現在套利之途已絕，游資出路當然更狹，這於物價的穩定自然是不利的，此其二。其次，證交是否吸收游資問題，儘管看法不同，但是其能占據一部份資金，及延緩一部份資金的流轉，則是不成問題的；如今證交業務清淡，其所能占用的資金，自然減少，此其三。」(四月七日)

三、商報社論：「我們知道有若干廠商因為再生產成本不敷，向銀行借款又不能滿足其需要，自證券交易所有遞交以後，遂得在證券市場反套利，一面賣出現貨，一面買進遞交，現遞之差，即廠商因借用資金而負擔的利息。因為在證券市場可以取得資金，數十億元之籌借，不過頃刻之事，較之向銀行業融通資金遠為便當，對廠商的再生產非常有利。另一方面在套利者，不過集奇零之數目五十萬或一百萬為一單位，積少成多以供應反套利者(廠商)所借用，一方面買進現貨，一方面視市面情形酌加利息而賣出遞交，現遞之差，即為套利者所應得之利息。此一般套利者每期所得，積滿一單位時，復加入套利，以貯積其資金，則遞交無形中具有鼓勵儲蓄之意。現在說對社會金融毫無裨益，豈非厚誣遞交！」

「我們決不諱言，正因遞交具有前述功能，而被投機家投機操縱，如利用政治經濟情勢之演變，大量拋空或做多頭，但這不是遞交本身的罪惡，現貨又何嘗不可利用投機操縱？尤其其程度較之場內遞交更甚者，如場外對敵交易又何嘗是遞交？……現在政府不從改善遞交先行着手，而遽然一紙命令，硬性的停止，在法理上出爾反爾——正式核准於前，忽又取消於後——實在大失威信。」(四月七日)

四、金融日報社評：「證券本身固然有許多入把它比做一個污水池，它把很多的游資引誘到這個污水坑里，對於資金的出路言，固然不是最正當的辦法，但無論如何，它總是一條可走的出路。如今無端的停止遞交這固然對投機股票分子，可阻塞其道路，但真正投機的人，會不會因此停手不投機了呢？恐怕絕對不會的。……據說上海游資有五萬億，聚集在套利一端，每日不下萬億左右，此數在今日的物價情形言，不能說不大，這一萬億的游資，在本週內它必須另找出路……所以拋開政府對停止遞交的是非不論，專就這批已被吸牢游資的出路而言，停止遞交是否得計，也是值得審加考慮的。」（四月八日）

五、時事新報社評：「政府舉措，至少得安定金融，現在反而掀起風潮，這自應特別注意。可是上海證券交易所，竟能運用全力，妥為處理，而素受指責為投機「害蟲」的經紀人與買賣者，竟能竭力顧全大局，與市場全面合作，不使之發生一點風潮，這更是奇蹟。這簡直使人如入夢中，不知誰是在投機，誰是在擾亂金融。」「所以即使我們撇開證券與遞交的本義不講，則這次事件的功罪誰屬，是十分分明的。」（四月二十日）

六、中央日報四月六日專論：「應為游資覓出路」一文，列舉四點理由，認為遞交投機性雖濃，但「祇要證券與有關當局監督得當，事實上對社會金融，究屬利多弊少，較諸高利借貸，終屬此勝於彼。」而且從整個社會經濟立論，「年來物價狂漲，投機熾盛，致使民不聊生，社會騷然，奸商市儈，固然不能辭其咎，但問題的根本，却在於通貨膨脹，生產萎縮，游資投奔無路，

才有這種現象。政府為取締投機而禁作遞交，政令既頒，自應予以貫徹，但是留下來的一個嚴重問題必須立即解決的，便是應該趕快為游資另找一條正當的出路。」

七、經濟週報評論：「上海證券交易所自民國三十五年十一月十三日起呈准開拍遞延交割以後，各方面毀譽參半。借不到資金的人說，因為遞交有套利作用，而套利利息又高，影響頭腦的拆借，故認為遞交非取締不可。譽者則以遞交可以增加資金的流動力，可以黏住一部份游資，可以自動調整利率。毀者是否為自己的利益而有所偏見，譽者是否有言過其實，我們可不必管，因為證券交易所所有很詳細的統計來證明。問題是：政府當局對於遞交的開拍，究竟了解到如何程度，假若徒然見到一種極端的現象，或偏側的言詞，從而刻舟求劍，那末，祇有自趨紊亂。不幸現在政府，竟如此做了。」

「四月五日行政院突然對遞交停止辦理，其理由是：遞交買賣出常同為一人，純為買空賣空，殊背提倡投資協助生產事業之旨，此項投機性質之交易，對於國家經濟政策及社會金融，尤多妨害。這理由是否充分，已有正面和側面的聲辯。譬如證券交易所總經理王志莘氏便說：「在學理上與事實上均無根據。因為只有信任貨幣的人，才肯買進現貨，賣出遞交，希望得到一些利息。只有有心長期投資的人，才願賣出現貨，買進遞交，希望證券不致脫手。惟有求安全保障的穩健者，及願將資金投入生產事業者，才願意套買套賣」。大公報商情一週中也說：「遞交套利，一般是買現出期，或買期出現，故買空的必不賣空，賣空者亦不必買空。買現出期的為一人，

另一人則實現，另一人則買期，故決不能常為一人」。由此看來行政院的突然停止的理由，根本不能存在。然而這就太危險了，遞交小事，倘如此不明事理，胡來一下，即小見大，其他許多，可見也有很多是胡搞的了。」

「四月七日商報上會說：「證券交易所不應有遞交業務者，則過去核准實為非法，假使證券交易所應有遞交業務者，則今日停止實為玩法」。又說：「遞交不過是私經濟的關係，倘得以政府一紙電令而中止或變更，那麼全般控制在政府手掌之中的國庫券乃是公經濟關係，則更容易以一紙電令而變更或延期支付了」。則遞交是否應該停止，與停止以後所予人們的印象及其影響，已很明白的告訴我們了。」（第六卷第十六期：「論股票遞交的停止」）

八、經濟評論時評：「財政部突於本月五日下午停止股市之遞延交易，官方宣佈的理由是遞交之買進賣出常係一人，因此除了促使股市價格時時波動而外，對於國民經濟別無好處，值此戰亂時期，凡易引起變動之因子俱應消除，故遞交不能不首遭其殃了。」

「我們如細察這種理由，則不難發現其說至為空洞，或可說是沒有意義的。先就謂遞交係買賣同屬一人來講，實不知犯了什麼過錯，要知任何交易，或任何人進行交易，莫不是有買賣雙方方面的。任何商店豈不都是有買有賣嗎？堂堂政府功令的解釋居然如此缺乏常識，真令人啼笑皆非。」

「再說股市遞交停止以後，股票價格是否就可不大變動了呢？我們知道這也是決不可能的，因為任何股票市場都可說是投機市場。即使在經

濟發展而又相當穩定的國家，其有價證券的價格，也常常隨心理的預期而變化的，其變化亦恆較物價變化為烈。至於我國的情形則因經濟本身已不穩定，此時如單求股市之穩定真不知是從何說起？再進一步說，即使股市已能相當安定，這對於整個經濟究竟是禍是福呢！我們知道在今日游資仍不斷因通貨膨脹而大量產生，與游資根本上既不能由政府吸收又苦於無其他出路時，能留下股市為游資找一出路，在不得已中尙屬有效之舉。否則物價之變化必較今日更為劇烈，宛如洪水為患之時，能多有一溝渠以分其威勢自然較佳，假如一旦股市自加淤塞，對於整個經濟，實弊多而利少。總之，政府此次之停止遞交，如依照官方理由去看實是不能成立的。

「既然如此，除了官方宣佈的理由以外，遞交之停止必另有其理由。據一般說法，遞交之所由以停止乃因一則套利風行遂使利率提高；二則因政府即將發行短期庫券，不能不先在市場上稍為佈置。我們願對此兩點再稍申說。先就套利說，近幾月來其最高達四角幾，但平均看來，仍不過三角左右。若和物價來比，其最高達七角，平均亦在四角以上，故利率仍在物價之後，這樣的利率何管能叫做高利呢？並且，套利雖停止，但黑市利率必然仍維持其原有的高度。因為問題的重心在於物價上漲率，在物價上漲恆超過利率時，利率不會太下降。而望其下降者除了增長囤積而

外，難道又有什麼好處嗎？由此可知遞交之停止如係對於利率而發，則顯然是不智的。再就為國庫券之發行來講，遞交之停止可能使一部份游資離開證券市場而投入國庫券。但這也不過只是一種可能而已，因為問題在於國庫券的利率上，假如其利息不够引誘？則縱有游資也不會去買國庫券，反之，縱有套利，也不足妨礙國庫券之發行，故對國庫券之發行來講，遞交之停止又何嘗有大用？綜上觀之，這次遞交之停止除了憑添股市之風浪與顯示政府之法令無常而外，實看不出任何重大的意義來。「第三卷第二期「證券遞延交易之停止」」

九、銀行週報先後有三篇社論評及遞交停做問題，第一篇社論題為「晴天霹靂的停做證券遞交」，詳列五點理由，力陳停做遞交之不智，結論有云：「現值非常時期，通貨既然膨脹，游資自必泛濫，當局不想從疏導游資着手，而祇想把游資堵塞起來，猶之厲王之防人言，築堤之防水，一旦潰決起來，其禍不可勝言的，所以我們希望有關當局對於做疏導游資工作的遞交，是否應當停做，頗有值得詳加考慮之必要。」（銀行週報第三十二卷第十五、六合期）第二篇社論題為「再論證券遞交的停做」（第三十二卷第十七期），第三篇社論題為「證券套利的經濟價值」（第三十二卷第十八期），均重申前論，闡明證券遞交與套利交易對於國民經濟影響之重大，希望政府當局重加考慮云。

上海證券交易所第四十五號經紀人

新華信託儲蓄銀行

信 託 部

地址：上海江西路二五五號
電話：一八六三

出售國營事業問題特輯

一 去年出售國營生產事業的由來與辦法

自去年二月間政府頒布經濟緊急措施案中規定：「凡國營生產事業，除屬於重工業範圍，及確有顯著特殊情形，必須政府經營者外，應即分別緩急，以發行股票方式，公開出賣或售與民營」的原則公布後，一時輿論界羣起響應，認為這是平衡預算最有效辦法之一。又根據政府戰時所公布的「戰後經濟建設原則」的規定，亦明定：「凡非獨佔性之輕工業應歸民營，重工業或有獨佔性之工業應歸國營。」這是出售國營生產事業的最初動機。

政府為執行經濟緊急措施方案起見，當於去年二月二十二日由行政院翁前副院長文灝在上海中國銀行二樓召開出售國營事業計劃委員會，到有財政部長俞鴻鈞，前經濟部長王雲五，前資源委員會委員長錢昌照，前敵偽產業清理局長劉致芸，以及國營公司有關負責人，徐寄庠、秦潤卿、李復蓀、陳光甫、束雲章、楊錫仁等十餘人，討論至為熱烈，除對各出售事業作初步估計外，並考慮出售的方式及人民的購買力問題。旋於去年三月十六日又召開第二次計劃委員會，並通過國營生產事業出售辦法草案一種，對於出售之步驟、方式、時期、及申購手續等，均有詳盡之規定。此項草案通過後即由翁文灝先生攜京作最後決

定。旋經行政院核定後，於去年四月六日由國民政府正式公布「國營生產事業配售民營辦法」八條，其原文如次：

○本辦法依經濟緊急措施方案第一條丁項之規定訂定之。

○決定售予民營之生產事業為：(甲)中國紡織建設公司簡稱中紡公司，此公司資產特多，分在滬青津及東北等處，此時將其資產七成，依照設備用途，配合為若干單位，先行售予民營，其餘資產三成，暫由此公司繼續經營，仍歸經濟部管轄。(乙)中國水產公司(農林部)全部售予民營。(丙)中華烟草公司(經濟部)全部售予民營。(丁)天津及東北造紙廠(資源委員會)全部售予民營。(戊)中央汽车配件製造廠(資源委員會)全部售予民營。(己)安慶石微天水三電廠(資源委員會)全部售予民營。(庚)麵粉廠及石油廠(糧食部)及敵偽產業處理機關產權已清理者全部售予民營。(辛)德孚顏料及拜耳藥廠及其關係設備(中央信託局德偽產業清理處)全部售予民營。(壬)青島維新染料廠(德偽產業清理處)全部售予民營。(癸)中國紡織機器製造公司，原有官股四成全部售予民營。此外如有應行售予民營之事業，得隨時增列之。上項應行售予民營之事業，應由主管機構於一個月內開具各事業之(一)資產要項及初估價值，固定資產及原料成品等項，應分別處理。(二)生產能力及營業概況。(三)轉售民營之價格。(四)擬訂售賣民營之具體實行辦法，呈

候行政院核定施行。

○決定由原設國營公司向人民發行股票之生產事業如左：(甲)中國蠶絲公司(經濟農林兩部合辦)先就股份五成發行股票，公開出售。(乙)中國鹽業公司(財政部)先就股份五成發行股票，公開出售。此外如有應行發行股票者，得隨時增列之，上項應發行股票之事業，應由主管機構於一個月內開具其事業要點，公司資本總額股票款額，及發行辦法等項，呈候行政院核定施行。

○應行出售之事業售賣辦法如左：(甲)規定價格，主管機構得用專門人員組織委員會，依照市場價格及營業狀況，估訂出售價格。(乙)出售價格在六個月內有效，如六個月內不得售出，其價格得按市場情形另定之。(丙)價格以國幣計算，但一部份資產得酌收美金，所得資金不論國幣或美金均繳歸國庫。(丁)出售時應在有關各地之報紙公開廣告定期投標，並允願購人民經適當紹介，至廠參觀。(戊)主管機關於必要時，得組織委員會，辦理出賣及審定手續。(己)出售事業價值較大者，應由收購人組織股份有限公司，將一定成數之股票，公開招募並得在交易所開拍。(庚)收購人應將所購事業繼續經營，以重生產。

○原設國營事業公司發行股票之辦法如左：(甲)僅向人民及其營業組織發行股票，國立各行局不得收購。(乙)所得資金均繳歸國庫。(丙)公司中政府機關之股東地位與民股相等，並無任何

特權。(丁)俟人民股份招足，即召集股東會，選舉董監，依照公司法組織辦理。(戊)本辦法所提各國營公司，應依法執有股票，交存中央銀行，俟政府認有售予人民之必要時，售交民營。

④各項執行辦法，均由行政院監督施行，所有辦理情形及收得款項數目，由行政院呈報國民政府備案。

⑤各國營事業在未實行出賣移交經收購方面接收以前，均由原主管機關及經辦人員照常經營，切實保管。

⑥本辦法經行政院核定之日施行。

一、當時輿論界對出售國營生產事業的看法

自去年三四月間政府出售國營事業的辦法公布後，各報對此事均有評論表示贊揚。茲以篇幅有限，不及備錄。僅就當時一般從事於工商金融界的學者們的看法，已可想一斑。試摘錄金融日報去年三月二十四日所發表各專家意見，以代表一斑。

一、金國寶 出售國營事業在目前可望收到三種效果，第一就是平衡財政收支加上一個新的力量。第二、出售後，必有大量法幣回籠，藉收緊縮通貨的效果。第三、趁這個機會澈底地把國營與民營事業的範圍劃清楚政府可免受與民爭利之嫌，人民方面亦可從此有一定範圍自由經營。所以在出售國營事業之前，必須先劃定國營與民營的範圍，如軍火工業，鋼鐵工業等重工業應歸國營、米粉、紡織業等輕工業應歸民營。至於出售方式要看實際情形如何而定。以中國紡建公司為例來說吧！若政府需資甚急則盡可用標賣的方

式要是民間購買力不夠，就得用發行股票方式代替。有人主張發行股票時限於黃金來購買，這樣使民間藏金流入國庫，政府不藉增發通貨而得增加外匯頭寸。不過這種用黃金購買的辦法，無異承認黃金可以流通，可以作交易媒介，對於經濟緊急措置方案相背。其實在目前黃金已無黑市的情形下，藏金者受高利的誘惑自然地會向中央銀行去換法幣，對此毋須憂慮。最要緊的倒是出售的先後問題，利益優厚的應該盡先讓予民營。不然人民必不願接受。

二、俞寶澄 關於出售國營生產事業，我有幾點意見：第一、希望政府不要將壞的工廠，出賣給人民。第二、希望出售的工廠，不要估價太高。第三、希望出售給內行的資本家或實業家，不要為官僚所承受。第四、在出售手續上，先將工廠交於企業家所組織之承受團體（如紗業組合），由彼等墊支售價四、五成，全權託付其發行股票，如是，則股票容易推銷，購入者亦較為放心。第五、在國營改為民營後，政府應依舊照過去國營事業的辦法，在原料，動力方面予以同樣的待遇。

三、孫瑞璜 政府出售國營生產事業，例如紗廠，烟草公司等，它的目標，應是希望繼續生產，而不應在收入方面着想，如果太重視收入，而忽略生產，我認為是不合理的。因為一種生產事業，頂重要的須有一個重心的組織，這個重心組織，應由對於某一種生產事業，有相當技術和興趣的人才，及雄厚資本力量的商廠組織而成，其次，由金融業方面組織一個重心，從這個重心出發，發揮生產力量。

出售時，首應財產估價，如以錠子為單位，

則以五萬到十萬錠子的廠先行估價出售，以估價值決定股票面額，按照市場之投資利息，再決定出售股票之價格。

附帶的要說明一句話，就是受購生產事業的重心人才，以有信譽能力與地位的人物作為類似發起人的形式向外宣傳，則容易發售股票，至於政府因出售國營生產事業而獲得財政收入，則確是暫時的效用，不是永久的辦法。

四、范鶴言 出售國營事業在原則上是可贊同的。困難是在技術上如何使出售後不為少數人所操縱。我國素來缺乏確定的經濟政策，對國營事業與民營事業的範圍不會劃分清楚。戰後所接收的敵產，一方面由於民間無此巨大的購買力，一方面又恐被少數人操縱影響整個民生，所以暫時決定國營如中紡公司以二年為期，即為一例，這個政策不能算錯，所以在出售國營事業之前應先劃定國營與民營的範圍，並且設法嚴防為少數人所操縱，嚴防的方法很多，如發行少額的普遍的股票，限制大股東投票權，必要時政府可保留一部份股權，然後逐漸地完全讓於民營。既歸於民營以後，就讓他們自由競爭。原有國營期間的特權自然要取消，政府對民營事業不能扶此傾彼，至於投資的利益問題，那完全由投資者自己去測度何種企業將來最有發展希望，至於有人主張限用金鈔購買股票，藉增政府外匯頭寸，這一方面固然違反經濟緊急措置方案，一方面又忽視收縮通貨的重要性。

五、高方 在戰後民主國家裏由於經濟觀點的不同，往往有對立的兩派，一為放任自由派，主張政府在戰爭期間所集中經營的企業此時應歸返於民。一為政府集權派，以為政府仍該繼續

經營戰爭期間所有的企業。英美在這次戰爭後，後一派比較得勢。目前國內力持出售國營事業的，就屬於前一派，是完全站在放任自由的資本主義觀點上來講話。這個基本概念弄清楚以後，我們才能討論在目前中國出售國營事業的應否與得失。至於我個人是反對出售國營事業的。因為：

○主張出售國營事業者，以為這個舉動，足可平衡財政收支，挽救目前通貨膨脹的危機，隨而解除整個經濟於崩潰。其實，我們環觀世界各國誠無一國能够真正平衡財政收支，即使是工商業最繁榮的英美，也不能例外，因為在他們國家裏，人民對重稅的反抗力要比追加預算強得多。所以政府當局在財政上甯為不足不使有餘。現在一般人對「平衡財政收支」太迷信。以為財政收支一旦平衡，整個經濟就有辦法，這是「似是而非」的理論。當前的癥結，不在財政收支的不平衡，也不在通貨的增發，而在增發通貨不用諸生產。若能用諸生產，即使增發通貨亦無害處。反之若出售國營事業，收縮部份通貨，而仍用之於純消費的戰爭上，那末即使財政勉能平衡，對於整個經濟仍屬無補。而且現在把它賣完了，將來怎麼辦？這不是「竭澤而漁嗎？」

○主張出售國營事業的又以為政府不該與民爭利，話說得很動聽，不過一旦出售，得之者為誰？還不是戰時戰後的「一批，「異曲同工」的暴發戶嗎？結果祇使社會財富更形偏在，窮富更形懸殊，政府的眼光應放在大多數人民的福利上，不能因為一部份人的要求而放棄多數人的幸福，萬不能再行「市場第一」「上海第一」的失策。自私自利，祇能代表極少一部份人的「上海人呼聲」不足為政府新決策的依據。應該以全國人民的福利為前提。

○上面

已經說過，當前我國的經濟癥結在生產不振，物資短少。那末國營事業一旦歸於民營，原有的特權自然取消，任其自由競爭。由於獲利的難能預測，往往影響到生產數量，所以民營後的產量有反而減少的顧慮，這對整個經濟影響太大，而且自由放任經濟制度是最浪費的，現在已變為十九世紀的陳跡？英美都已漸漸走上計劃經濟之路，難道我們對這條痛苦的荆道還留戀不捨嗎？

六、夏晉熊 現在國內整個趨勢，在收治上政府力求迅速改組政府，在經濟金融上力求安定，所以最近經濟緊急措施方案中，有出售國營生產事業的原則，以平衡財政收支，安定經濟金融的紊亂狀態，不過出售時，最宜注意的是，不要使國營事業落入豪門手裏，變成豪門資本，應當讓有魄力，有才幹的民族資本家所承購，達到增加生產的目的。

七、莊智煥 在談出售國營事業以前，最好先瞭解一些過去國營事業的成就，我認為中紡公司等的一統一購買，統一銷售是有着很大的成就。這樣可以指定多少紗錠作為內銷，多少紗錠作為外銷？譬如印度需細紗，南洋需粗紗，如何分配？在在須我們多加研究，我們研究的人實在太少。理論與實際往往不能配合，我一向主張多做實際研究工作，不要在理論上講辦法，真正的辦法必須要切實可行的。

我會建議經濟部成立一個權威專家的集團，包括會計、化工、機械、農業等各部，到各地工廠去觀察，某部份是值得開工，依據會計的狀況，可以開工多少？需款多少？這樣詳細的研討後，才能對國家社會有裨益。

出售國營事業，原則是極好的，但出售的方

式，非詳加檢討與縝密辦理不可。舉一個例來說：承購銀團是可以組織的，因為規模大的工廠，人民沒有這麼大的力量來購買。但實行時如操縱等的弊端，應竭力設法克服。小型的紗廠可以用標售的方式出賣，但切不可忽略應讓其能獨立生存。就拿染織廠來講，為求效力增高起見，還應該與布廠等配合在一起為佳，所以出售時不能把它分拆了開來。

八、程紹德 出售國營事業歸於民營在原則上不失為目前的一個好辦法。因為這個措置可得到三個顯著的佳果。第一、藉此可收縮大量通貨，彌補赤字財政，解除當前經濟的危機。第二、發行股票，引導社會資金發展經濟建設。使資金股票化、證券化，運用靈活，融通無阻。第三、逐漸養成人民投資的習慣，樹立健全資本市場，奠定未來經濟建設的基礎。

原則上雖然如此，但是技術上有很多的困難。在實施之前不得不作周詳縝密的考慮與研究。譬如出售時資本應如何估值。新資本與舊資本該如何作合理配合等問題。又政府為保障投資安全有利，如何給予種種便利。或以保本付息辦法。這樣，雖然股息低於市場利率，但人民鑒於安全可靠，自然願棄比期而樂於投資。不過在實施的時候有一點很要注意，就是要嚴防股權為少數人所操縱，而形成托拉斯的局面，這為我國節制資本的政策所不允許，防止方法很多，如發行普遍少額股票，限制大股東的投票權等。

至於出售先後問題，當以輕型工業為先，如中紡公司。政府如有事實上需要可保留一部份股權作為過渡辦法。

有人主張於金鈔購買股票，藉以增加政府外

應。那末無金鈔者想要投資必須先以法幣換取金鈔。坐使金鈔暴漲，誠為不利。若政府急於增加外匯頭寸，可給予以金鈔購買者便利，但絕不能祇限於金鈔能購買，徒損法幣信用。

九、張一凡 國營生產事業，出售給民營，在基本原則上是不合理的，因為各國經濟趨勢，正在趨向企業的集中化，而我們反而走向分散化，這是逆乎世界潮流，是開倒車的措施。

國營事業改為民營，最要緊的是防止集中在少數金融資本家的手中，普通讓渡辦法，是組織一個承受的銀團所謂銀團，在歐洲很為普遍，是金融資本的託拉斯，也是金融寡頭資本，假若它有一百萬元資本，它即可購得某一公司一百萬元的股票，操縱該公司的股權，再以該公司的股票，向市場出售，將取得之款，再購買另一公司的股票，再控制另一個公司的股權，如此類推，它便以一百萬元的資本，控制了無數的公司，壟斷了許多的企業。當各公司開股東會的時候，以有計劃的秩序，在每一公司開會之前，即在市場分別買入百分之二十五的股票，以壟斷股東會的決議和政策。所以零散地出售國營事業，易被少數人所操縱，如果現在國營事業辦理得很有進步，則我以為還是國營比較合理，因為政府是代表人民，商人是代表營利集團，人民的利益應大於營利集團的利益。同時，國營事業辦得弊端百出，而欲改為民營。我以為零散地出售，須避免被少數人所把持，如果一次出售，恐目前人民的財力還嫌不夠吧？

十、楊蔭溥 對於國營事業讓渡民營的問題，我一向是贊成的。因為就政府既定的經濟建設政策說，出售國營事業是完全符合的，今天的經

濟政策是發展私人資本與發達國家資本同時並進，那就得一方面使非獨佔性的輕工業劃歸民營，一方面集中政府的力量於若干重要的工業，這理由極為顯明無須多加解釋。再從財政立場言，出售國營事業也是有利的，因為儘管國營事業可以盈利，其收入總是零星的，如果出售的話，既可以一次收入鉅款，彌補財政上的支絀，同時又增加了日後的稅源，這也是一舉二得的事，事實上，拿輕工業國營為手段而與民爭利，不要說與經濟建設政策完全背道而馳，就是就財政立場上說，也是講不過去的。所以，基於上述二點，我贊成將國營輕工業讓渡民營。

這裏我再提出國營事業讓渡時應該遵守的幾項原則：首先，執行必須徹底，出售時應將該事業全部讓予民營，不能保留絲毫官股，使民間投資無所顧忌，不致踟躕不前。其次出售時必須公開，應該採取發行股票普遍銷售的形式，這還該由有力的銀行組織「承銷銀團」。同時在處理時，必須分期陸續辦理，以免波動整個市場，再關於估價方面，必須公開而公平，公開組織估價委員會，估定公正的總值，公平公正是一定要的，因為如果估價太高，投資者蒙受損失，一定裹足不前，不會踴躍投資，如果估價太低呢？既使國庫受損，又足以引起少數有力份子的壟斷心，這與發展民營的原則又是背馳的。最後，在出售期間的過渡組織，務求健全而有效率，以昭大信，鼓勵投資。

如果運用上述方式，遵守上列原則而出售國營事業。就足以引起下列幾項有利的影響：第一、是吸收游資，引游資進入生產過程；第二、就是前面說過的有助於財政預算的平衡；第三、銀

行承銷銀團的出現，發展了投資機構，而配合已有的證券市場，這就正式建立了中國的產業資本市場，這對於今後的產業發展，是有其莫大的貢獻的；第四、就是擴大民營的基礎，便於達成發展私人資本的目的。

十一、鄧洪林 指定國營生產事業出售，在原則上是無可非議的，這不僅不違背第一期經濟建設原則，同時對目前財政困難的解救更有裨益，在立國之主義上，或有會與發展國家資本相違，但是私人資本是要發展到足以危害或有危害國民經濟的徵兆利益時方才節制的，尤其是在國家經濟建設極須一般國民投資的時候。不過出售國營事業並不是沒有困難的，在國營事業的本身（如中紡）有許多部份是有關連性的，本身是一組一組的不能分開，這在標賣的技術上甚有困難。至於標賣的方式，自然以整個的標賣為最簡單，然而那不是一般人所能買得起或能染指的，在藏富於民的意義上，自然以發行股票方式為佳，然而發行股票以前的地產估價與資產估價都是問題，在不同地方的地產價值固有高下，而在同一地點因離市中心的遠近地價亦有差異，還有折舊等問題。至於股票上市情形更是複雜，中紡據估計可以發行二萬億之股票，中華烟草公司一百億，這一筆大的新股票，市面上是不是能消化？對於股票本身的價值是不是沒有什麼影響？若一定時期銷售不了，隨着物價的上漲，股票所代表的資產價值是不是沒有變異？而一般人所担心的官僚資本是不是因此不會滲入？發售股票是僅在一處限額等都是問題。在國營狀態下，指定標賣的一部份國營事業是受有某種程度的特惠的，中紡以

官價外匯購進外棉生產，就是一例，在這種情形下，就是以官價外匯買了任何貨物在國內出售都是會賺錢的，何況還經過一次生產的過程，這一項特別待遇，轉移到民營以後是不是可以繼續讓它存在，這對於轉移到民營以後的該標售事業的前途很有關係。總之，指定國營生產事業轉讓民營在原則上是對的，假若要作到好，達到并不因此而影響整個國民經濟，在技術方面是有够多的事要考慮的。

十二、劉天宏 政府出售國營事業，原則上很好，在財政上既可以有裨益，而且還可使外人免去對政府有一種與民爭利的壞印象。我認爲出售國營事業應該注意下面各點：①出售的方法不會太困難，主要還是技術上有問題。②出售股票應竭力避免專門資本的操縱。③估價問題頗困難，中國懂會計與機械的人尙少，如估價高，無人購買，如估價低，使購者太便宜，最好組織一個第三者的審議委員會。由於上面幾點關係，所以我主張出售國營事業應該成立一個承購銀團，由商人發動一個運動，先招股，再統一購買。或者由官方組織推動，像中央信託局做偽產業處理局出售重工業廠產那樣，中信局從旁輔助辦理，如購買時有缺數，由中信局代墊，以後中信局陸續退出。再或者由官商合組一出售銀團，發行股票，由銀團收下，給予一個適當的折扣，然後陸續出售於市場。其他尙有廠內在職的職員問題，這對推動時有很大的影響，中級以下的職員最好繼續留用，高級的職員應把目光放遠，多爲整個國策着想。總而言之，出售國營事業的成功與失敗，最大的關鍵在於執行。

三 今年二次出售國營事業的動機與辦法

自去年政府公布出售國營事業讓渡民營的辦法後，主管各該國營事業者，雖曾不斷的在作估價和準備工作，但結果是困難重重，無形擱置。到今年三月恰恰一年，出售國營生產事業，仍然是一個口號。本年二、三月間，物價的狂漲，較去年二、三月間的情形，有過之無不及。因此改革幣制，穩定幣值，爲時賢一致所祈求者。政府爲穩定法幣的幣值起見，於本年三月十二日國務會議中會決議撥出價值四億美元以上的資產，交給中央銀行作爲發行法幣的準備金。這四億美元的資產是：①中紡公司資產的一部份兩億美元，②招商局資產的一部份一億美元，③資源委員會資產的一部份五十萬美元，④日本賠償物資的一部份八千餘萬美元。合計四億三千餘萬美元。

自三月十二日國務會議通過穩定法幣幣值的議案後，出售國營事業因又被提起，同月二十六日國務會議又通過行政院所擬訂的「出售國營事業資產充實發行準備辦法」一案，其運用辦法，則授權由中央銀行會商有關機關詳細擬定，並由中央銀行準備公開發行辦法，以穩定幣值。茲附錄該辦法全文如次。

①本辦法依照國務會議第二三次會議決議之規定訂定之。
 ②決定指撥出售之資產如下：(甲)招商局，(乙)中國紡織建設公司，(丙)資源委員會指定之工廠，(丁)敵偽產業，(戊)日本賠償物資之出售民營部份。
 ③上項各單位資產照下列辦法轉歸國庫移轉

中央銀行：(甲)招商局由交通部就現有資產以美金估價轉歸國庫，再由國庫歸入中央銀行帳，上項資產中百分之五十，由政府保留，按照估價發給股票，仍交由中央銀行保管，(乙)中國紡織建設公司由經濟部就現有資產按二十六年法幣估價折合美金轉歸國庫，再由國庫轉入中央銀行帳，上項資產中百分之三十，由政府保留經營，按照估價發給股票仍交由中央銀行保管，(丙)資源委員會指定之工廠，由資源委員會指定工廠就現有財產以美金估價劃出價值美金五千元之資產轉歸國庫，再由國庫歸入中央銀行帳，(丁)敵偽產業包括房地產，碼頭，倉庫，工廠及其他資產，由國庫就現有資產，以美金估計轉入中央銀行帳，(戊)日本賠償物資，由經濟部就發充民營部份照原美金單價轉歸國庫轉入中央銀行帳。

④上項各單位之資產及日本賠償物資，由國庫轉入中央銀行帳後，作爲抵充發行準備之一部份，所有各單位資產之產權股權契據證件等均交存中央銀行發行局。

⑤上項各單位資產移轉中央銀行後，中央銀行按下列辦法發行股票或出售之。(甲)招商局作爲一個單位，組織公司發行股票。(乙)中國紡織建設公司按其所屬各工廠性質分爲若干單位，分別組織公司發行股票，(丙)資源委員會指定之工廠，按其性質分爲若干單位，分別組織公司發行股票。(丁)敵偽產業，一，房地產及碼頭倉庫，組織公司發行股票或分別出售，二，其他產業直接出售。(戊)日本賠償物資出售民營部份，由經濟部依照賠償委員會所定出售辦法配民營。
 ⑥發行股票辦法如下，(甲)僅向人民及其他營業組織發行股票，國營各行局不得收購，(乙)

發行之股票每一單位發行在五成以上者，即由股東召集股東會，選舉董監事依照公司組織法辦理，(丙)股票發行得以美金為計算單位。

④各單位資產在未繼承購方面接收以前，由原主管機關照常經營切實保管。

⑤本辦法經國務會議核定後施行。

四 問題的商榷

今年出售國營事業新辦法頒佈後，輿論界並不如去年的熱烈討論，因為很多人都認為這不再是在討論應否的問題，而是在政府有無決心去出售的技術問題。這裏附錄本年四月五日中央日報增刊「出售國營事業的商榷」一文，以供參考。

(一)

無論在平衡財政收支上和增進生產上言，出售國營事業，是極必要，學者早有主張，當局亦曾數度商榷，終因出售的技術上，困難重重，未易克服，遂至遲遲未敢實施。當今經濟病態的主要癥結，在於財政赤字之擴大，致發行無法終止，復加生產的萎縮，通貨膨脹益為加甚，而進入惡化的階段。出售國營事業，既能兼顧此二點，是以不容再緩，益為明顯。於本月二十六日國務會議通過出售國營事業資產充實發行準備辦法，是當局已有出售決心的了。

茲將該出售國營事業辦法的要點，先為列述於次：

①出售的範圍，規定為：(一)招商局資產的百分之五十；(二)中國紡織建設公司資產的百分之三十；(三)資源委員會指定工廠的價值美金五千萬元；(四)敵偽產業的房地屋、碼頭、倉庫、工廠及其他產業；(五)日本賠償物資的出售民營

部份。

②處理的程序，將各單位資產以美金估價轉歸國庫，再由國庫歸入中央銀行帳，作為抵充發行準備的一部份，所有各單位資產的產權股權契據證件等均交存中央銀行發行局。

③出售的辦法：(一)招商局作為一單位，組織公司發行股票；(二)中國紡織建設公司按其工廠性質分為若干單位，分別組織公司發行股票；(三)資源委員會指定的工廠，按其性質分為若干單位，分別組織公司發行股票；(四)敵偽產業中的房地產和碼頭倉庫，組織公司發行股票，或分別出售，其他產業則直接出售；(五)日本賠償物資出售民營部份，由經濟部依照出售辦法價配民營。

④發行股票的办法，發行的股票，僅准人民和其他營業組織購買，國家行局不得收購。每一單位所發行的股票，如在五成以上，即由股東召集股東會，選舉董監事依照公司組織法辦理。

⑤出售各單位的資產，以美金估價，而發行的股票亦以美金為計算單位。

(二)

出售國營事業，既已決定，即將實施是為無疑。然則出售國營事業在整個經濟上有何利益，茲先分別敘述於次：

①在財政上的 國營事業雖亦有盈餘，然其盈餘之數，在整個歲出上言，殊為微小。國營事業的盈餘，既無裨於國庫的充裕，自無繼續的必要。況目前的國營事業，為數殊巨，而財政又無辦法平衡之時，出售了國營事業，對財政收支的平衡，確能有重大的助益。龐大的國營事業，非但於國庫少有裨益，有時因流動資金的需要，

反增國庫的負擔。在今赤字財政之時，國庫負擔不可再為增重；出售國營事業，既能充裕國庫，就有採用的必要。

②在生產上的 生產事業的國營，雖為近世各國的新趨勢，然國營的生產效率終無民營者之高，亦是不可否認的事實。國營的生產事業，難免有浪費等之弊，且國營範圍過大了，亦足以妨礙民營的發展，此二點均非產業發展上所應有的現象。國營產業如果逐漸歸為民營了，民營的必努力於設備的修補，生產效率的提高，生產成本的降低，於當前生產不足的時候，是極有裨益的。在茲物價波動時起之時，生產事業的國營，雖能使政府擁有大量物資，增強控制物價的能力，國營事業的供獻，我們當亦不能否認。但欲物價的穩定，不是握有物資便能控制的，拋售之術，有時而窮，過去拋售之未能收宏效，即此故也。穩定物價，惟有增進生產之途始能達到。際茲原料缺乏，而欲增進生產，則惟增強生產效率和減低生產成本。所以龐大的國營事業之轉歸民營，此其時矣。

③在幣值上的 通貨的穩定，不必須有充分的外匯準備，如果有強力的國內生產力為後盾，通貨即使無巨額的現金和外匯準備，幣值亦能自趨穩定，徵諸各國幣制，已不乏前例。出售國營事業，財政收支既能賴以平衡，生產又能增進，通貨膨脹即能中止，况復以此龐大的國營事業，作為發行準備，幣值自亦穩定，無容置疑。自黃金政策停止後，發行增權無已，收縮通貨的工具已告缺如，於是幣值極度動盪，演成今日的情形。幣值極須穩定，無容再緩，然在現狀之下，幾為無法，今既決定以國營事業抵充發行準備，發

行股票，收回通貨，通貨又有調節的工具了，通貨雖難立即獲得絕對的穩定，至少波動程度可告緩和。

出售國營事業，既能裨益財政收入，增強生產能力，又能調節通貨的供需，發揮穩定幣值的作用，當前嚴重的經濟病態，可告解除大半了。出售國營事業，既有如許優點，我們自當贊同。當局已為決定，望速實施，因今經濟動盪達於極點，不容再為片刻的存在。經濟動盪多繼一日，亦即國計民生多受一日的損失，國民經濟已極衰落，人民生活又已極度低降，何能復多運動盪之害呢？

(三)

出售國營事業，既有如許優點，為何當局不早實施，遲至今日始為決定，即因在出售的技術上，有許多的困難，不易克服。即就所通過的出售辦法，雖頗完善，然亦尚多須加商討之處。茲將須注意的事項，謹就管見所及，分別列述於次：

①國營事業的出售，國庫雖能賴以充裕，然此僅為暫時的。因國營事業有限，決不能應付繼續無止的浩繁歲出。平衡財政收支，如不從根本上着想，勢必如過去的拋售黃金和物資者然。欲求財政收支的平衡，惟須改革稅制，使大部歲出由富有階級負擔，以及改進稅務行政，使稅收能得涓滴歸公。不過在茲經濟極度動盪之時，欲由改革稅制以達財政收支平衡，幾不可能，惟於通貨稍獲穩定時，財政的整理始易奏效。出售國營事業，既能使財政渡過難關，暫獲平衡，在此平衡時期，財政當局正宜積極整理稅制，切不可再坐失良機；否則，我國財政將永無平衡之時，

國民經濟亦將無安甯之日。

②出售的國營事業，改歸民營以後，民營工業的處境，如果仍如目前，遭受重稅高利的壓迫和原料統制的苦厄，生產必仍萎縮，出售則無補於實際。況今生產利潤微甚，有者竟有虧蝕的，遠非投機利潤所可比擬，因而漸有生產資金轉入投機市場的現象。在今之際，欲使慣於投機囤積的社會資金，重歸生產之途，不亦難呢？除非生產環境速即改善，始能出售順利。所以我們希望在出售國營事業之前，應即確立合理的工業政策，使民營工業得有發展的便利，藉有引起人民投資的興趣。再言目前已有證券市場，在證券市場出售股票，即能吸收游資，是尙未可確信的。因今證券交易，祇是投機行為，而非真正的投資，如果股票籌碼一多必難免引起股價的猛跌。欲在現今的證券市場上，出售如此巨額的股票，決非簡單的事。

③必須杜絕豪門資本的操縱活動，現今豪門資本對經濟各方面的控制，已為不可否認的事實。龐大的國營事業之出售，極易為豪門資本收購，如果再為攫奪，則於國民經濟的前途，殊有不良的影響。且現今的一般企業，類都操縱於少數大股東之手，小股東竟成爲其犧牲品，是亦爲妨礙民間養成投資習慣的一個主要原因。出售的國營事業，如果復爲豪門資本所得，勢將小額游資拒於門外，非但民族工業無法繁榮，商業資本的猖獗亦不得緩和。所將出售的國營事業，應完全公開，且估價正確，以免優良者被豪門所得，低劣的給於人民。假使這幾點不能改正，出售成績必難期順利。

④出售辦法規定，發行的股票在五成以上，

始由股東召集股東會，依照公司組織法辦理。國營事業價值巨大，出售工作決非短期間所能完成，即就出售半數，亦須相當時日。在此期間，仍由政府管理無疑。但今政府信用已太壞，政令時改，人民受損匪淺，信用如不速即建立，決難引起人民投資的興趣。我們希望在出售之前，應先頒佈一合理的在過渡時期之管理辦法，且此辦法應表示決不更改，以獲人民的信心，鼓勵一般人民的安心投資。

⑤在出售的技術上，也有幾個亟待解決的問題，有如(一)出售各廠應各成爲最適當的單位，單位宜小而不宜大，單位過大了，出售便將費時；(二)按所劃分的單位，應行個別估價，在今生產環境不利之時，估價宜稍低而不宜過高，始能出售順利；並且估價工作，不應政府單獨去作，應聯合金融家和經驗豐富的企業家與技術專家來共同進行，俾能取信於人民；(三)出售的方式，其既決定以股票，爲求推銷順利，和能普遍於全國，應鼓勵行莊組織銀團來包銷；(四)國營事業僅出售一部份，則出售部份不能祇是低劣的，政府保留部份不可都是優秀的，否則，人民便難感投資的興趣；(五)所定的每一單位，都必須保有獨立的有效的生產能力，否則，決定不當，非但投資者將感不利，即生產亦將受害；(六)股票發行以美金爲計算單位，似有未妥，出售的國營事業既以美金來計算，則民間交易勢將效法，何能再爲禁止呢？我們以爲不妨以戰前幣值爲計算單位，出售時以物價指數來計算，亦不損國庫的收入，復能無礙於法幣的信用。

總之，國營事業的出售，並無如想像的簡單，欲其達阻止通貨膨脹的效果，更無如黃金政策的迅速而顯著。所以出售的措施，必須審慎而合理，始能望其順利；否則，一不審慎，尙恐有不良的影響，是不可不注意的。

復興金融公司的設立問題

一 籌議的由來

去年六七月間，政府曾有籌議設立「中國復興金融公司」之議，這個倡議的由來，係根據全國經濟委員會所擬訂的經濟改革方案而來，該方案中對金融方面會擬有「如何組織復興金融公司問題——以長期投資於工礦建設事業，並利用華僑資金外資，及國人或外匯資產作輸入機器原料之用」。

旋經全國經濟委員會擬訂設立「中國復興金融公司」的辦法數項：(甲)資本分普通股與優先股二部份，由中央銀行，主要商業銀行，及信託與保險公司等，出資籌設，並招募華僑股本。(乙)業務分(一)對廠商直接辦理投資及貸放。(二)代理廠商發行投資證券，並代向國外接洽長期投資與貸款。(三)受廠商委託代向國外訂購生產器材。(四)代付廠商外匯價款。(五)發行產業債券。(丙)並規定其特權二項：(一)公司所需資金，得以債券及其憑券向國家銀行押借款項。(二)凡遇公司代本國廠商向國外接洽投資貸款，或為本國廠商對外國信用保證時，本國政府應再為公司作全面担保，以增強公司在國外信用。(見三十六年七月六日金融日報)

上述辦法，已經該會小組會通過，後來無形擱置。

二 專家的意見

自籌議設立復興金融公司之議傳出後，一般學者專家對此多表贊助之意，茲特將去年七月七日金融日報座談會紀錄摘述如後，以供參攷。

(一)方善桂：半年前曾見趙棟華先生在銀行週報上發表過一篇文章，闡述他主張成立一個投資機構的意見，目前我們首先應該考慮一下，籌集長期資金，是否必需有投資銀行的設立。假如各生產機構自己有能力發行股票公司債的話，就無需再有投資銀行的設立。但是就事實看，中國目前各工廠，很少有自己發行股票和公司債的力量，可以拿目前少數上市的股票做例子來說明。所以，中國確有這樣一個投資公司的需要，有了它可以集中辦理，好像一個資金的總匯(Pool)，代各工廠發行股票和公司債，籌集他們所需要的資金，這樣由一個總機構做，或者會比較各個工廠自己發行股票公司債券方便些，容易些。同時，這樣做也並不妨礙各個工廠單獨辦理資金的籌集。政府發表這個復興金融公司的計劃中，有一點沒有明白規定，就是沒有規定所用的貨幣，其中應該規定要有外國投資，而且，如何保持外幣投資的價值問題，亦應該有明確規定，和一個合理的辦法。

假如完全用國幣投資，則籌集資本很困難，用儲蓄的辦法供給大量長期資金，目前辦不到，

用債券方式吸收長期投資，在目前更加困難。所以，復興金融公司的資金，必需儘量從國外取得。

(二)李榮廷：首先我們該考慮一下，這個復興金融公司有無設立的必要。如果為了籌集長期資金，不一定又要另設一個機構，目前有了四行二局一庫，已經够多了。我們如果認為交通銀行作的不够，大可以加強它的業務，何必疊牀架屋，再另設機構。再者，從業務的經營來說，也不應該再多設一個機構，與原有的行局業務重複衝突。而且，新機構的設立，並不見得可以得到外國人更大的信仰，何如將原有機構的業務加強改善，以增加外人的信任呢？

(三)劉天宏：關於這個金融公司的設立的目的，假如是為了吸收長期資金，恐怕很難達到這個目的。因為普通商業行莊不願投資，中央銀行目前如不用發行方面，也很難籌出資本。再從金融機構的信用說，中國銀行在國外的信譽，已經有了幾十年的歷史，已經得到了外人的信任，現在成立一個新機構，恐怕很難取得外人的信任，那就遠不如加強中國銀行的業務了。所以，我覺得此公司的設立問題，大值得考慮。

(四)楊開道：我贊成劉先生的意思，我以為籌集長期資金，不一定要設這樣一個公司，問題在如何引導資金於生產之途，所以說，投資銀行不需要多設，而且他本身的資產也不必太多，

其重要點在如何研究與了解工業的需要，引導資金，善用資金，不應像過去中國，交通等銀行做呆板的投資，而不知使其流轉，使資金活潑。總之，我以為無需再多添一個國家或官辦的投資銀行機構。

(五)吳承明：從這個復興金融公司的計劃看，它的業務有二：其一是投資業務，可以說是純粹的投資銀行業務。另一部份是信託業務，則無須成立一個投資銀行來辦理。假如成立的話，可以直接成立一個專做投資業務的「投資銀行」，不一定要稱為復興金融公司。

還有一點就是，大家應該認清楚目前的經濟情勢。在目前的經濟情形之下，恐怕就是設立十個復興金融公司，也很難吸收到長期投資。如果有長期投資的需要，爲了滿足此項需要，與其設立復興金融公司，不如組成一個銀團 (Bankers' Syndicate) 來負擔這個任務。

照這個計劃上說，這個公司的資本要商業銀行，信託和保險公司來參加一部份，目前的商業行存款總額不過一萬億，其本身資金已經不多，決不可能也不會願意來參加這個公司，就是參加也恐怕是少量的。那麼，中央銀行可能要爲這個公司出一大部份的資本金。如果讓中央銀行出資本，何如由交通銀行加強原有的業務來做好呢。

至於吸收國外投資，恐怕這個公司的設立，不會如中國銀行在外國的信譽好。以過去資源委員會向國外請求貸款的經驗，還不如由各個工廠分別向國外徵求貸款或投資，比較來得容易。所以在我看來，這個公司的成立，成效不見得會大。

(六)祝百英：中國復興金融公司的名稱，與美國的復興金融公司的名義相像，但是美國的復興金融公司完全是由國家辦的，它有一筆大的資金來做特殊性的事業。現在看中國復興金融公司的中心使命有三點，一是長期投資，二是發行證券，三是含有某種國家銀行的業務，換句話說和國家行局的某種業務相抵觸。

現在政府的政策，是國家行局的專業化，但是現在復興金融公司內很多業務是和交通銀行相同的。

先談長期投資的使命，去年趙棧華先生很有意思設立實業投資公司，但是當時頗有人意爲長期產業的資金很缺乏，而銀行都不肯來投資，因爲交通銀行不肯單獨捐木棉，要大家來捐，所以有產生實業投資公司的意思，如果我們現在設立中國復興金融公司亦有此意，我就不讚成辦這種公司。

再談發行證券，照目前各國銀行的趨勢看來，證券的買賣是可以做的，證券的發行却不能做；假如該銀行能够發行證券，那就非組織一種特殊的機構不可，但這又要看到中國的國情，要看中國的產業發展是否已到了這種需要的過程，倘使需要，那就可以成立中國復興金融公司來擔負這個使命。

最後講到專業化方面去，本人覺得金融是以工商業爲根本的，但是工商業的專業化還不能實行得太厲害，譬如中國農民銀行的農貸數字在每次四聯總處的表報上，總比不上中國銀行的多，由此可見專業化的效力，不一定能有把握。如果要組織中國復興金融公司，不要和其他國營行局業務重複，否則將來中國復興金融公司的長期投

資，可能還不及交通銀行來得多，正如中國農民銀行和中國銀行辦理農貸的情形一樣。

(七)范鶴言：這個問題，我們在三年前已經考慮過，並且還由何伊仁兄寫過一篇文章(題目爲我國應建立投資銀行)。

我認爲這種性質的公司是絕對需要設立的，但因幣制不能穩定，大家都不願意去投資罷了。

剛才祝百英先生說這個公司的設立，恐怕會叫這個公司去捐木棉，我認爲惟恐這個公司不能捐起這個木棉，若能捐得起，把短期資金變成長期資金，使長期資金透過中國復興金融公司而達到工業的圈子裏面，工業就可因此繁榮起來。

增加發行固然能促成通貨膨脹，但結果若是增加生產，那亦值得的。

現在我們看中國復興金融公司所規定的特權裏面，有一項認爲「公司所需資金，得以債券及其憑券向國家銀行押借款項」，我認爲這項不太妥善，因爲國家行局所借出的都是短期資金，就以「融通一切資金的後盾」的中央銀行而言，央行的放款亦以六個月爲限，結果還是一種短期資金，所以中國復興金融公司籌得資本似不很難，要籌得長期資金却很困難。

所以從原則上說，我們需要長期投資的金融機構，如果交通銀行能擔負這個使命，就託付交通銀行來擔負亦可，如果不能，我們還得另外成立復興金融公司，但是復興金融公司不能依賴國家銀行來供給頭寸。

我認成這個公司的成立，同時應該注意到長期資金的如何籌集。

(八)李宗文：本人認爲研究這個問題，亦須從中國復興金融公司的使命去看。

以前的銀行放款都是短期性的。陳立夫部長上次在上海，曾經公開發表談話，認為行莊的放款是不理農業，敷衍工業。所以從這個出發點看來，復興金融公司的設立，亦非常需要的。

但是吸收長期資金，非常困難，在高利貸的情況之下，長期儲蓄亦感困難。但是有一點可以值得注意，就是外國的利息比中國的利息低，現在可設法使逃避的僑匯跑到復興金融公司裏面來，並且保證它，使它決不致於吃虧，而利息亦應該高於外國。

我認爲這種公司是可以成立的，但要注意的，是資金的來源，和資金運用的方法。

(九) 盛慕傑：設立這個公司計劃的提出，實際還是在去年工商業團體赴京請願的時候。我對這個公司資金的來源，有下列幾點看法。

要靠中央銀行的發行，當然不會成問題（姑且不說中央銀行發行的後果）；但是要靠商業銀行和保險公司來投資，這就發生困難，因爲各商業銀行存款的總數，祇不過一萬億元，除了存款準備金及交換應準備之頭寸外，其餘額百分之五十的資金，要投資到復興金融公司，非叫他們關門，他們才肯幹。

至於華僑的匯款，多數寄回國內是維持家庭生活，而且他們在外國看到國人把資金投資到外國去，他們決不會在這種動盪的時期把資金投資到國內來。在目前軍費需要浩大時，財政部和軍政部是否同意中央銀行投資到中國復興金融公司，亦是問題。

談到這個公司的業務要發行債券，我認爲亦不可能，因爲債券不能與股票相提並論，股票在通貨貶值而資產增值的情形之下，還能爲一般人

所接受，債券就不同了，其銷路是不會好的。

(十) 楊蔭溥：總結各位先生的意見，在原則上大家都感覺需要一個「中國復興金融公司」一類機構的設置，以便利對外接洽投資資金的來源，對內扶植生產事業的發展。不過在技術上大家一致感覺有若干困難之點。

一、資本招募不易，雖照辦法甲項規定，由中央銀行，主要商業銀行，及信託與保險公司等出資，並可招募華僑股本。但在目前局勢下，恐怕商業銀行信託保險公司及華僑很少願意向政府設立的金融機構來投資。況且事實上一般商業金融機構，也很少有力量能負擔得起長期生產投資力量的，在本國經濟不安定狀況下，華僑肯否投資，亦難預言。所以這個機構如勉強設立起來，其唯一可靠的資本，還是靠中央銀行。如由中央銀行完全出資來設立另一個金融機構，就引起了許多問題。

二、資金來源困難，資本招募既不易，而資金之來源更爲困難。投資公司之特點，就是要有長期而足夠多的投資資金，方能發揮其投資效果。其資金來源，依辦法乙丙兩項規定，主要爲：(一) 代理廠商發行投資證券，並代向國外接洽長期投資與貸款；(二) 發行產業債券；(三) 公司所需資金，得以債券及其憑券向國家銀行押借款項。此三種辦法中，一二兩點恐甚少希望。故結果仍着重於向國家銀行押借款項一途，因此不免增加中央銀行之發行，此點大家都認爲不妥當，有促進通貨膨脹之危險。

三、業務本身推動不易，且與其他行局有重複之嫌，如辦法乙項規定，(一) 對廠商直接辦理投資及貸放，(二) 受廠商委託代向國外訂購生產器材

，(三) 代付廠商外匯價款。此三者實際上其他國家行局及商業銀行均已在辦理，如無投資公司之設立，亦可照舊辦理。其最主要之業務，則爲代理廠商發行投資證券並代向國外接洽長期投資與貸款，及發行產業債券，此二者在資金來源中已說明希望甚微。因在目前幣值不穩定與政局不安定狀況下，大家願否來作長期投資，頗成問題。今天大家意見着重在業務本身之不易推動，實在有相當理由。

四、公司信用亦不易樹立，依辦法丙項規定，凡遇公司代本國廠商向國外接洽投資貸款，或爲本國廠商對外國信用保證時，本國政府應再爲公司作全面担保，以增強公司在國外信用。關於此點，大家一致認爲由政府担保，不一定對公司信用有若何之保障。大家很坦白的指出，外國人對中國政府機關之信用，有時反不如對私人機構之信用爲佳。

最後大家一致認爲，在現狀下，如由政府出面來組織一個投資金融公司，恐怕不如由私人團體出來發起組織一個「投資銀團」或「投資公司」，來得更有效果，或更有信用，其吸收外資的作用，或更比由政府組織的公司更有效力。這一點極值得注意的。

過去本人對設立類似「中國復興金融公司」的機構，是一向很偏于贊成方面的。今天就諸位的意見，綜合起來，似乎不能不承認在今日情勢下，於種種方面，爲乎都尚應詳加研究。倘若隨隨便便成立起來，成功尙不能真有把握。今天討論，就如此結束，倘需要作進一步的研究，留得將來第二次再勞諸位神罷。(見三十六年七月八日金融日報)

參考資料

證交上市股票發行公司增資一覽表

● 紡 織 股

公 司 名 稱	增 資 日 期	增 資 內 容	增 資 辦 法	改 定 成 交 單 位
大 通 紗 廠	(一)三十六年一月十日 股東臨時會決議	原資本一億八千萬元 增資至九億元	每一老股認四股	五〇、〇〇〇股
中 紡 紗 廠	(二)三十六年九月一日 股東臨時會決議	原資本九億元 增資至五十四億元	每一老股贈二股認三股	五〇、〇〇〇股
永 安 紗 廠	三十六年六月三十日 股東臨時會決議	原資本二萬九千七百萬元 增資至七十四億二千五百萬元	每一老股贈十九股認五股	一〇〇、〇〇〇股
信 和 紗 廠	三十六年七月十六日 股東臨時會決議	原資本四億五千萬元 增資至一百另八億元	每一老股贈十一股認十二股	五〇、〇〇〇股
統 益 紗 廠	三十六年八月二十七日 股東臨時會決議	原資本六億元 增資至三百億元	每一老股贈三十九股認十股	五〇、〇〇〇股
榮 豐 紗 廠	三十六年六月二十九日 股東臨時會決議	原資本一億元 增資至一百億元	每一老股贈十七股認八十二股	五〇、〇〇〇股
恒 豐 紗 廠	三十六年六月二十八日 股東臨時會決議	原資本八億元 增資至一百二十億元	每一老股贈十一股認三股	一〇〇、〇〇〇股
中 國 內 衣	(一)三十六年四月二十五日 股東臨時會決議	原資本一億元 增資至二十億元	每一老股贈十一股認八股	一〇〇、〇〇〇股
新 光 內 衣	(二)三十七年三月二十五日 股東臨時會決議	原資本三百萬元 增資至三百億元	每一老股贈六股認八股	一〇〇、〇〇〇股
景 福 衫 襪	(一)三十六年四月八日 股東臨時會決議	原資本一億一千萬元 增資至三十八億元	每一老股贈三股認三股	五〇〇、〇〇〇股
	(二)三十六年九月二十二日 股東臨時會決議	原資本三十八億元 增資至二百六十六億元	每一老股贈五股認四股	五〇〇、〇〇〇股
	(三)三十七年三月三十一日 股東臨時會決議	原資本二百六十六億元 增資至二千六百六十億元	每一老股贈七股認七股	五〇〇、〇〇〇股
	(四)三十六年三月二十八日 股東臨時會決議	原資本二億元 增資至三十億元	每一老股贈七股認七股	五〇〇、〇〇〇股

景綸衫襪

(一)三十六年九月二十三日
股東臨時會決議
(二)三十六年十一月十日
股東臨時會決議
(三)三十七年三月二十七日
股東臨時會決議

原資本三十億元
增資至二百十億元
原資本二百十億元
增資至五千二百五十億元

一股增七股
每一老股贈三股認三股
每一老股贈二十五股
每一老股贈九股認十股
在香港另招新股五股

一、〇〇〇、〇〇〇股

勤興衫襪

(一)三十六年四月三日
股東臨時會決議
(二)三十六年十一月十日
股東臨時會決議
(三)三十六年四月十二日
股東臨時會決議

原資本十億元
增資至一百億元

一股增十股
每一老股贈四股認五股

一〇〇、〇〇〇股

五和織造

(一)三十六年四月二十六日
股東臨時會決議
(二)三十七年二月二十一日
股東臨時會決議

原資本二千四百萬元
增資至十二億元

一股增十股
每一老股贈二十三股認二十六股

(連) 一〇〇、〇〇〇股

美亞織綢

(一)三十六年五月十九日
股東臨時會決議
(二)三十七年三月十五日
股東臨時會決議

原資本四千萬元
增資至三十六億元

一股增五十股
每一老股贈六十五股認十四股

(連) 五〇、〇〇〇股

中國絲業

三十六年三月二十四日
股東臨時會決議

原資本五千萬元
增資至五億元

一股增五十股
每一老股贈十元一百股

五、〇〇〇股

●化學工業股

新亞藥廠

三十六年十二月十一日
股東大會決議

原資本一億二千萬元
增資至六十億元

一股增五十股
每一老股贈二十四股認二十五股

一〇〇、〇〇〇股

信誼藥廠

三十六年十一月八日
股東臨時會決議

原資本十億元
增資至一百億元

每一老股贈三十股認十五股

一〇〇、〇〇〇股

中法藥房

三十六年四月二十七日
股東臨時會決議

原資本五億四千萬
增資至五十四億元

一股增十股
每一老股贈五股認四股

五〇、〇〇〇股

九福製藥

三十六年六月二日
股東臨時會決議

原資本五千萬
增資至二億元

十股增四十股
每老股十股贈二十四股認六股

五〇、〇〇〇股

大中華火柴

三十六年八月二日
股東臨時會決議

原資本一億元
增資至五十億元

每一老股贈六十股認三十八股

五〇、〇〇〇股

華豐糖瓷

(一)三十六年五月二日
股東臨時會決議
(二)三十七年三月十二日
股東臨時會決議

原資本四十二億元
增資至四百二十億元

一股增十股
每一老股贈九股

一〇〇、〇〇〇股

中國水泥
 三十六年五月十日
 股東常會決議
 增資本九億元
 九老股增一百股
 每九老股贈九十一股
 五〇、〇〇〇股

華新水泥
 三十六年八月二十四日
 股東臨時會決議
 增資本二百萬元
 第一期溢價股二億五千萬元
 第二期溢價股三億五千萬元
 一〇〇、〇〇〇股

百貨股
 永安公司
 三十六年九月十一日
 股東臨時會決議
 增資本十億元
 增資本至二百五十億元
 一〇〇、〇〇〇股

鹿安百貨
 (一)三十六年四月十九日
 股東臨時會決議
 增資本三千元
 增資本至四億五千萬
 每股增十五股
 每股增十五股
 一〇〇、〇〇〇股

(二)三十六年十一月十日
 股東臨時會決議
 增資本四億五千萬
 增資本至三十一億五千萬
 每股增七股
 每股增七股
 一〇〇、〇〇〇股

(三)三十七年五月六日
 股東臨時會決議
 增資本三十一億五千萬
 增資本至三百十五億元
 每股增十股
 每股增十股
 一〇〇、〇〇〇股

國貨公司
 (一)三十六年四月十九日
 股東常會決議
 增資本四億八千萬
 增資本至四億八千萬
 每股增十股
 每股增十股
 一〇〇、〇〇〇股

(二)三十六年十二月十一日
 股東臨時會決議
 增資本一百二十億元
 增資本至一百二十億元
 每股增十股
 每股增十股
 一〇〇、〇〇〇股

(三)三十七年四月二十八日
 股東常會決議
 增資本七億五千萬
 增資本至六十億元
 每股增八股
 每股增八股
 一〇〇、〇〇〇股

新華公司
 三十六年十一月三日
 股東臨時會決議
 增資本七億五千萬
 增資本至六十億元
 每股增八股
 每股增八股
 一〇〇、〇〇〇股

文化股
 商務書館
 三十六年十月二十六日
 股東常會決議
 增資本五百萬元
 增資本至一百億元
 一老股(一百股)增二萬股(每股十元)
 每五老股贈一五、九九〇股認四、〇〇〇股
 五〇、〇〇〇股

地產股
 永業地產
 三十五年五月四日
 股東會決議
 資本總額二千萬元
 一、〇〇〇股

聯華地產
 三十五年六月十八日
 股東會決議
 資本總額一億元
 一〇、〇〇〇股

其他股
 開北水電
 三十六年六月九日
 股東臨時會決議
 增資本九百萬元
 增資本至二百七十億元
 每股增三千股
 每股增二千、〇九九股認九〇〇股
 一〇〇、〇〇〇股

中興輪船
 三十六年六月二十九日
 股東臨時會決議
 增資本七億五千萬
 增資本至四十五億元
 每股增六股
 每股增三股認二股
 五〇、〇〇〇股

市場公告

第四四五號 三十七年三月四日

據新華股份有限公司本年三月三日函報，該

公司華記戶新字第一〇四三八號至一〇四三九號
 股款收據兩紙，計股份十萬股，業已登報掛失，
 聲明作廢，特此公告。

第四四六號 三十七年三月四日
 據統益紡織股份有限公司本年三月四日函報
 ，該公司增字第一一八一七至一一八二〇號股款
 收據四紙，計股份二十萬股，戶名饒鍾揚，業已

聲明遺失，特此公告。

第四四七號 三十七年三月五日

據華新水泥股份有限公司本年二月二十七日函報，該公司第一期溢價增資為二百二十五億元一案，業經呈奉 經濟部頒給新字第三〇九七號執照，並就二十二億五千萬股登報公告換發新股票，請恢復上市前來。除該公司第二期溢價增資部份之新股，應俟呈准變更登記並換發新股票後方准上市開拍外，所有第一期溢價增資後之新股，准自本年三月六日市起，仍按二十二億五千萬股上市，開做除權交易，成交單位改定為十萬股，憑股票交割。特此公告。

第四四八號 三十七年三月六日

查信誼化學製藥廠股份有限公司辦理重估固定資產價值調整資本一案，已據該公司將變更登記聲請證件繳驗，該公司股份應自本年三月八日（星期一）前市起恢復交易，特此公告。

第四四九號 三十七年三月六日

據景福衫機織造廠股份有限公司本年三月五日函報，該公司新股票業經製就，訂於三月十日開始發換，遂於三月十六日即可用新股票交割等語；該公司股份之遞延交易，自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割，特此公告。

第四五〇號 三十七年三月六日

據麗安百貨股份有限公司本年三月五日函報，該公司股款收據業字第二四三七及二四三八號，戶名榮記兩紙，各十萬股，業已遺失，聲明作廢，特此公告。

戶名榮記兩紙，各十萬股，業已遺失，聲明作廢，特此公告。

第四五一號 三十七年三月六日

據永安紡織股份有限公司本年三月六日函報，該公司第五次增資股票，業已印就，定於本月十日開始換發。至此項上市之新股票，其號碼係以〇字起頭，不上市者則為一宇起頭等語；該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割，特此公告。

第四五二號 三十七年三月八日

據勤興紡織衫廠股份有限公司本年三月八日函報，該公司自三月九日起，開始換發正式股票，並定於三月十六日起，即以正式股票上市，惟自換發之日起，至三月十五日止，請准予將股款收據及正式股票，得以同時流通等語；該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割，特此公告。

第四五三號 三十七年三月九日

據新光標準內衣染織整理廠股份有限公司本年三月九日函報，該公司新股票業已印就，自三月十日起開始發換，准於同月十六日起，以新股票上市等語；該公司股份之遞延交易自本年三月十一日起，現貨交易自本年三月十六日起，限以股票交割，特此公告。

第四五四號 三十七年三月十日

據上海永安股份有限公司本年三月十日函報

，該公司第八次增資股票，定於本月十二日起開始換發，此種股票上之股數金額，兩項均係填寫者。又（一）不上市股票號碼，由第〇〇〇一號起至第一〇〇〇號；（二）上市股票號碼，由第一〇〇一號起等語；該公司股份之遞延交易，自本年三月十一日起，現貨交易，自本年三月十六日起，限以股票交割，特此公告。

第四五五號 三十七年三月十一日

查本所第二一八號公告，凡經紀人所做遞延交易之存賬額，規定為國幣六十億元，茲經本所第一屆第三十五次常務理事會議議決，自即日起，將遞延交易之存賬額改定為國幣二百億元，特此公告。

第四五六號 三十七年三月十一日

查提高經紀人資本最低限額為國幣五億元一案，准經紀人公會函請衡情變通，經呈奉 財政部三十七年三月二日第一七〇六五號批示，應依照原案辦理，未便變更，仰即轉行遵照等因；自應遵照。除分函外，特此公告。

第四五七號 三十七年三月十三日

據美亞織綢廠股份有限公司本年三月十一日函報，該公司調整資本為國幣三十六億元一案，業經 經濟部核准變更登記，並頒到新字第二九六五號執照在案。所有應行換發之新股票，亦已印就，定自本年三月十五日起，憑股字股款收據換發，此項新股票編號，係自廠字第一號起等語

；該公司股份之交易，自本年三月十六日起，限以股票交割，特此公告。

第四五八號 三十七年三月十三日

據景福衫襪織造廠股份有限公司本年三月十二日函報，該公司遵照董事會議決，訂於三月二十七日召開股東臨時會，又自三月十二日起至開會日止，股票照章停止過戶，特此公告。

第四五九號 三十七年三月十五日

查中紡紗廠股份有限公司之股份，應遵照財政部所頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第一項之規定，於三月十六日起憑股票交割。查該公司尚未函報換發股票，其股份應自本年三月十六日起，暫停交易，特此公告。

第四六〇號 三十七年三月十五日

查中法藥房股份有限公司、中國內衣紡織染股份有限公司、榮豐紡織廠股份有限公司、及華豐糖業股份有限公司之股份，遵照財政部所頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第一項之規定，本年三月十六日起之交易，憑正式股票交割，特此公告。

第四六一號 三十七年三月十五日

據新光標準內衣染織整理廠股份有限公司本年三月十五日函報，該公司經董事會議決，定於本年三月三十一日召開股東臨時會，報告三十六年度帳略，討論盈餘分配及增加資本等議案，照章應自三月十六日起至開會日止，暫行停止股份過戶，特此公告。

第四六二號 三十七年三月十六日

據華豐糖業股份有限公司本年三月十五日函稱：「昨日昨敝公司股東臨時會決議，公司資本總額改為國幣四百二十億元，分作四十二億股，每股十元，除原有資本四十二億元外，須增加資本國幣三百七十八億元，儘舊股東按股分認足額（即每一老股認繳九股），並定於本月十七日至二十四日為股東認繳款期間，逾期作為放棄認股權利，不足之數，由董事會另行籌募足額。」等語前來；該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年三月十七日（星期三）後市起，現交遞交均暫停交易，所有已做之交易，以該公司之老股票連權交割，特此公告。

第四六三號 三十七年三月十七日

據美亞織網廠股份有限公司本年三月十六日函稱：「本公司茲經本年三月十五日股東臨時會議決，增資國幣一千七百六十四億元，連同原資本國幣三十六億元，合成資本總額國幣一千八百億元，分為一百八十億股，每股國幣十元，一次收足，增資部份由各股東依照原投資額比例認繳，每一老股得認繳新股四十九股，其中二十四股由董事會籌借代繳，其餘二十五股，由股東自繳現金，並定於三月二十日起至三月二十七日止，為辦理增資手續日期。」等語前來；該公司開始辦理增資手續，其股票之遞交交易應自本年三月十八日（星期四）前市起，現交交易自三月十九日（星期五）後市起，暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股票連權交割，特此公告。

第四六四號 三十七年三月十九日

據新光標準內衣染織整理廠股份有限公司本年三月十九日函報，該公司股東將記戶準字第六二九九二號股據一紙，計五萬股，北記戶準字第七五八七二號股據一紙，計五萬股，及才記戶準字第四九五七三及四九五七四號股據二紙，各五萬股，均已掛失，特此公告。

第四六五號 三十七年三月二十日

奉 財政部三十七年三月十七日第一七四三四號通知開：「查依現行交易所法第四十一條規定，經紀人不得受公務員之委託，為買賣空賣空之交易，如有違犯情事，依同法第四十九條，對經紀人及公務員，各處以買賣價格二倍以上十倍以下之罰鍰；其涉及刑事者，依刑法處斷。茲為使經紀人明瞭其本身所應負之責任，特重申上開法令，倘有經紀人接受公務員委託為買賣，一經查覺，定即依法嚴懲。除令飭上海交易所監理員嚴切注意隨時查報外，仰由該所公告，一體慎遵為要。」等因；自應遵照，特此公告。

第四六六號 三十七年三月二十日

南洋企業股份有限公司於三十五年七月申請為本所經紀人，當經轉奉批示，該公司尚未完成增資登記手續，應俟完成後核辦，旋該公司增資登記辦理完竣，經據情報奉財政部第一〇〇三七四七三號批准，為本所法人經紀人，業經辦妥入

所手續，抽定第六十四號空號，即日起准予入場交易，特此公告。

第四六七號 三十七年三月二十二日

據景福衫機織造廠股份有限公司本年三月二十二日函報，該公司驛記戶E二二六七六至二二六九〇號止股票十五張，每張十萬股，共一百五十萬股，業已遺失，特此公告。

第四六八號 三十七年三月二十五日

茲將恆豐紡織股份有限公司股份之成交單位，自本年三月三十日（星期二）前市起，改定為十萬股，特此公告。

第四六九號 三十七年三月二十五日

三月二十九日（星期一）為革命先烈紀念日，本市場休假日一天，特此公告。

第四七〇號 三十七年三月二十七日

據上海永安股份有限公司本年三月二十七日函報，該公司經董事會議決，定於四月十四日召開股東大會，自四月一日起，該公司股份暫停過戶，直至該會議完畢為止，特此公告。

第四七一號 三十七年三月三十日

各經紀人所繳保證金代用品項下之三十六年美金短期庫券已屆本年三月三十一日發給第二期本息票之期，茲由本所彙總代為領出，希各經紀人於三月三十一日起，攜同原留本所財務處印鑑暨保證金代用品收付摺，至本所財務處洽領該項本息票，特此公告。

第四七二號 三十七年三月三十日

據永安紡織股份有限公司本年三月二十七日函報，該公司第五次增資股款收據第九〇四〇六及九〇四〇七號兩紙，計十萬股，戶名趙志成，業已登報聲明遺失，特此公告。

第四七三號 三十七年三月三十日

據中國內衣紡織染股份有限公司本年三月二十七日函稱：「本公司經三十七年三月二十五日股東臨時會議決，增加資本二百八十億元，連原資本二十億元，合成資本總額三百億元，增資認股辦法，由三十六、七年度股利項下墊撥一百二十億元，再由股東以現金認繳一百六十億元，（即每股認八送六），並定自三十七年四月一日起至四月十日止，為增資認股日期，逾期作為放棄權益，由董事會籌募足額。」等語前來；該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月一日（星期四）前市起，暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股票連權交割，特此公告。

第四七四號 三十七年三月三十日

據景福衫機織造廠股份有限公司本年三月三十日函稱：「敝公司經三月二十七日股東臨時會議決，增加資本國幣五千另四十億元，連同原有資本二百一十億元，合成資本總額國幣五千二百五十億元，每股仍為十元，自本年四月一日起至四月六日止，為認繳增資股份日期，其不足之數，由董事會另行籌募足額。」等語前來；該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月一日（星期四）前市起，現交遞交均暫停交易，所有已

做之交易，均以該公司之老股票，連權交割，特此公告。

第四七五號 三十七年三月三十一日

據榮豐紡織廠股份有限公司本年三月三十日函報，該公司經第三屆第二次董事會議決，定於五月八日召開股東常會，報告上年度營業概略及討論盈餘分配方案，並定五月十二日起，墊發三十六年度股息紅利，又自四月五日起至開會日止，停止股票過戶，持有股款收據未掉正式股票，或股票未會過戶者，統限於四月五日前辦妥手續等語；前來，特此公告。

第四七六號 三十七年三月三十一日

查本所第四七五號公告內，關於榮豐紡織廠股份有限公司函報，定於五月十二日起墊發三十六年度股息紅利一節，頃據該公司函稱，係定四月十二日起墊發，原函誤書日期，請公告更正前來，特此公告更正。

第四七七號 三十七年三月三十一日

據麗安百貨股份有限公司本年三月三十一日函報，該公司股票業經印就，自即日起，在上海浙江中路四六二號該公司總管理處憑股款收據，連同原存印鑑，換發股票，請自四月六日起以股票交割等語；該公司股份交易，自本年四月五日後市起，限以股票交割，特此公告。

第四七八號 三十七年三月三十一日

據新華股份有限公司本年三月三十一日函報，該公司正式股票，業已印就，自四月一日起開始掉換股款收據，並準於四月六日起，以股票上市交割等語；該公司股份交易，自本年四月五日後市起，限以股票交割，特此公告。

部頒增資新股上市補充規定遵行經過

財經兩部批示股份預約轉讓辦法屆滿後，處理辦法第六項之補充規定方式三種，上市公司增資後新股，得呈經經濟部核定，以其中方式之一上市買賣。第三種方式意義不甚明晰，遵行有困難，本所呈部請示，經過詳情如下：

本所試行上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後，奉財經兩部批示處理辦法六項，其中第六項規定：「自文到之日起，凡新向該所報告增資或依工礦運輸事業重估固定資產價值調整辦法估價增資者，非經呈准變更登記及換發新股票後，不得就其增資後之股數上市」。此項處理辦法奉到以後，上市公司向本所報告增資者，已有多起。據各該公司稱，依照公司法規定程序，自公司決議增資至呈准變更登記換發新股票止，估計所需時間短則三月，長可半年。停止交易達如此之久，於公司股東固不便利，亦失本所獎勵投資之意義，請求變通辦理。本所以所陳屬實，爰經擬定補充辦法，建議採用股票附帶增資股款收據買賣之方式，以期在公司收足增資股款，提供證明文件後，即可憑老股票附帶增資股款收據上市買賣，俟呈准變更登記換發新股票時，再以新股票交易。旋於三十七年四月十二日奉財經兩部批示，補充規定如下：

「凡各上市公司召開股東會決議增資及經依法收足增資股款，可檢具股東會決議錄，收足新股股款證件(董事監察人出具收足新股股款之證明書)，及聲發新股上市緣由，逕行呈報本經濟部核定後，其增加之新股，可准其以下列方式之一上市買賣：(一)將原股票附帶增資股款收據為買賣。(二)在股

票上加註載明增資事項，仍以原股票為買賣。(三)增資股款收據載明暫無股權，與原股票分開為除權買賣。至依公司法第二百五十四條召開第二次股東會完成增資程序，須於十五日內向地方主管官署聲請核轉變更登記，俟奉准變更登記領到新照後，於領照之日起二十日內，換發新股票上市」。

本所當即轉知各試行上市公司查照，並分別抄送會計顧問徐永祥會計師，及法律顧問秦聯奎律師研究。

嗣於四月二十一日奉經濟部通知新光內衣公司增資完成，應准照補充規定中第三種方式開做新股。本所細究第三種方式，覺其意義不甚明晰，即快函經濟部商請請求解釋。復接新光內衣公司來函，附送收足增資股款證件股票附帶載明暫無股權之增資股款收據之樣張及上市費支票，申請准予四月二十六日上市開拍。本所鑒於第三種上市方式，正待部方解釋，且覺該公司所送增資股款載明「暫無股權」字樣，則持有人似已失去股東一切權利，即包括股東一切之公益權(如選舉權、出席股東會權等)與私益權(如認股權、領取股息權、分配財產權等)。故股東以現金增資而暫無股權，法理人情，均有窒礙，且有老股東可能操縱之虞。

又該公司申請新股成交單位改定為五十萬股，據面稱所送樣張，股票部份為五萬股，股據部份為四十五萬股，合計五十萬股，以五十萬股為成交單位，甚為方便。但此項辦法，顯與部批補充規定中第三種方式「股據與原股票分開為除權買賣」之規定不符，如准其混合交割，則將來可能發生股據與原股票拆開之流弊。實出者或將暫無股權之股據部份湊滿成交單位送所交割，而留集原股票，以便行使股權。另一方面買入者，亦可能拒收暫無股權之股據，要求以股票交割。因部批兩者應

分開買賣，故本所將無法對抗，而強其應以股票連同股據比例搭配，辦理交割。如將股票與股據作為兩種標的買賣交割，分別規定成交單位，雖與部批照合，但股據買賣是否仍可採用預約轉讓辦法，似應先予確定，而將來又可能發生兩者價格參差情事。又按股票如與股款收據比例搭配買賣交割，既不符合補充規定中第三種方式之「分開為除權買賣」，而適用該辦法第一種方式之將原股票附帶增資股款收據為買賣，但應開做老股，不應開做新股。

本所於接到新光內衣公司申請上市信後，復面商徐會計顧問。徐顧問認為部批第三種上市方式，確有需要致慮之處，似應呈部請示，再行核辦，以免糾紛。並接復函略稱：

「第三種方式增資股款收據，暫無股權，與股要分開為除權買賣，似係指此項增資股份在未登記前，不能過戶，亦不能參加股東會行使股權，但可與老股票分開而為除權買賣，仍屬有背公司法第二五七條第二項「未經登記前不得為新股份之轉讓」之規定。且既准許其上市買賣，而又限制其不能過戶，不能參加股東會行使股權，亦非事理之平。而在召開股東會時，勢必發生種種困難，甚或為人操縱，轉滋流弊。與其如此牽強規定，誠不若回復當初所定預約買賣之為愈」。

旋面商秦法律顧問，亦認為以先呈部請示為妥。因有以上種種問題，本所決定先具呈兩部請求解釋以後，再行核定新光之新股上市時間，以免上市後再發生周折。並為行文迅速起計，曾先將呈文要旨分電財經兩部請示。

嗣又接徐會計顧問第二次復函，詳釋股權二字

：「認為係指股東權利之略語。依照公司法之規定，股東對於公司之權利，極為繁雜，若依權利之標的分類，則有自益權亦稱私益權，與共益權亦稱公益權二類。如(一)分派股息紅利之請求權(公司法第二三一條)，(二)分派剩餘財產之請求權(公司法第二七二條)，(三)交付股票請求權(公司法第一五八條)，(四)股票更換名義之請求權(公司法第一六一條)，(五)記名股票改為無記名股票或無記名股票改為記名式之請求權(公司法第一六九條)，(六)添募新股時之優先認股權(公司法第二五一條)，以上六種均為股東之自益權。又如(一)出席於股東會之表決權(公司法第一七四條)，(二)聲請法院宣告股東會之決議無效權(公司法第一八三條)，(三)公司章程及歷屆股東會決議錄資產負債表損益表等之隨時請求查閱權(公司法第一九四條第二項)，(四)少數股東因董事不召集股東會之自行召集權(公司法第一七九條)，(五)對董事監察人清算人之提起訴訟權(公司法第一九九條第二二三條第二六九條)，(六)聲請法院檢查公司業務及財產情形權(公司法第二三五條第一項)，(七)聲請法院將清算人解任權(公司法第二六八條第二項)，以上七種則為股東之共益權。部批所謂暫無股權者，如係指暫無全部股權而言，則增資股款收據，等於廢紙，如係指暫無股票更換名義之請求權及出席股東會行使表決權等，則部批又未明言。况股東對於公司之權利，為公司法明文所賦予，何可使執有股份者剝奪其股權，使無復有股權者仍有股權，實為情理所難通。又部批所謂除權買賣，就上文以為觀察，則為除去股權之買賣，與通俗所謂除去認股權利之買賣，及除去股息紅利之買賣，亦大不相同」等語。

四月三十日接到財政部錢幣司與經濟部商業司會函，說明：「公司增加資本依法須呈經經濟部核准換發執照始為確定。增資股款收據僅足以表明

款已收繳，並非股票，其持有人即暫無股權，補充規定第三點所謂除權，即在增資程序完成以前，暫無股權之謂。……至補充規定第一點附在原股票後之新股款收據，及第二點在原股票上所註明之增資事項，僅可視為新股股款業已收繳之計算記載，均暫無股權可言，要亦同屬於除權買賣。」

仍囑本所應即遵照原案辦理。對於本所呈請解釋數點，尚無確切指示。當將錢幣司與商業司之復函，抄送奉法律顧問與徐會計顧問研究，特別關於本所遵行後之責任問題，必須研究清楚。嗣接徐會計師五月三日復函略稱：

「查股權二字之意義及其種類，前已依據公司法規定列舉函復在卷，若在增資程序完成以前暫無股權，且並無認股權利(蓋增資登記尚未完成而股款已經收足者亦得增加資本也)，則增資股款收據所代表之權利為何，甚難索解。此項增資股款收據上市買賣，萬一買方因出賣物顯有瑕疵，而要求減少價金，或甚至解除契約，而致交易所發生賠償責任問題，實堪注意。」

五月一日日本所復奉經濟部通知，關於景福彩襪廠增資後新股，亦照補充辦法規定之第三種方式先行上市。五月五日奉財經兩部代電略開：

「卯運電悉，關於公司增資股款收據暫准上市買賣補充規定之第三種方式，已飭司函復解釋。新光標準內衣染織整理廠股份有限公司新增資本，經本經濟部核准以上項方式上市，通知該所遵辦有案，仰速即遵照辦理。」

五月六日本所舉行常務理事會，討論補充規定之第三種方式進行問題，決議「關於補充規定之第三種方式，商請兩部准許分開計價，合併交割。關於補充規定三種方式買賣之性質，均仍應認為預約轉讓，備文呈部。」原擬於七日夜車派員攜呈督京請示，旋悉經濟部司長即將來滬，故候滬請示。

五月八日又接財政部錢幣司經濟部商業司會函略開

「關於收據暫無股權一點，經研究結果，絕無變通餘地。對於預約轉讓辦法之恢復與否，亦擬不予考慮。至第三種方式所謂分開買賣，可解釋為股份分開，而非收據與股票分開。上市公司之依照第三種方式申請上市，倘股票係與收據分開為買賣(即不連作一張)，而交割有困難時，可由所方著其以票據連同買賣，俾歸簡便。此事部中已研慮至再，始作如此決定，盼所方能切實遵照，不必再以公文往返，徒耽時日。又新股上市對於廠商營運及股東利益，均有關係，上市廠商已獲准以新股上市，而因細節致生阻礙，其可能發生之效果，亦盼攷慮及之。」

當經本所詳細研究後，即行發出第五〇八號公告，摘錄四月十二日財經兩部批示股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項之補充規定及四月三十日與五月八日財政部錢幣司經濟部商業司之會函釋示要點，並規定「應即遵示將股票與增資股款收據連同買賣交割。再補充規定所列三種方式，關於增資股款或加註增資事項於股票之記載，按照上開解釋，買受人應知在該試行上市公司變更章程登記確定前，均屬暫無股權。關於民法上出賣人之義務，出賣人亦應依法履行，買賣雙方應各知照。」

同時揭布第五〇九號公告，新光內衣與景福彩襪兩公司增資後新股遵照部令方式，核定於五月十日起上市買賣，成交單位新光改定為五十萬股，景福改定為壹百萬股，俱應以股票及股款收據連同買賣交割，並查照第五〇八號公告辦理。

五月十日發布第五一〇號公告：「茲按照部頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定所列三種買賣方式，已製就約據定式，印發各經紀人，備由出賣人依式簽用，各賣出經紀人應于辦理交割時，將該買賣約

據一併提交，幸勿遺誤，合將定式全文揭示市場，務各查照。(買賣約據定式如下)

「立買賣約據」

今因買賣雙方意思一致

遵守 部頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定暨上海證券交易所市場公告按照補充規定第三方式由賣方將 股份有限公司 增資後之股份新舊合計共 股分照增資後之

股數為計價單位依約定價格賣與買方關於買受人應給付之價金即於交割時一次給付關於出賣人應移轉之權利定於該公司變更章程登記確定後全部移轉決無悔異其在移轉前之損益亦同屬移轉範圍雙方互守誠信均不得撤銷買賣或為其他變更契約之主張茲將所賣股份之證件計原股票 紙(號)暨載明暫無股權之增資股款收據

字第 號) 紙(號)核與該公司比例

增資之決議符合一併隨據交付收執並附交過戶聲請書 紙由買方憑向該公司辦理換票過戶手續特此立據為證

中華民國 年 月 日

立買賣約據人 證 人

上列第五一〇號公告內容並呈財經兩部備案。呈文如下：

「關於屬所試行上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項，前經呈奉鈞部批示補充辦法，規定方式三種，業經轉飭遵照在案。上項補充規

定三種方式，其增資股款收據及加註於原股票載明增資事項部份，依照公司法第二五七條第二項公司

「未經登記前，不得發行新股票，或為新股份之轉讓」之規定，恐或發生民法第七十一條之無效問題

，屬所為遵行約定方式並表明合法起見，就民法第三六九條所稱之契約，製定第三種方式之買賣成文約據，分發各經紀人，備由出賣人依式簽用，各賣出經紀人應於辦理交割時，將該買賣成文約據一併提交，以臻妥善。至補充規定之其他方式亦酌仿行。除分別公告施行外，理合檢同該項買賣成文約據定式一份，具文呈請鑒核備案。」

五月十五日奉 財政部 財總字第一八六〇二號批，核示新光內衣增資後新股上市買賣，得認為屬於補充規定之第一種或第三種方式，均無不可。再股據雖載明暫無股權，新股東自可出席收足新股款後所召開之增資第二次股東會。原批如下：

「呈件均悉。本案前據該所電同前情，請予核示到部，經代電飭遵在案。茲核附呈新光標準內衣染織整理廠股份有限公司之股票附帶增資股款收據樣張，其股據既與原股票並非分開為買賣，則認為屬於補充規定之第一種或第三種方式，均無不可。至註明暫無股權一節，在公司增資登記未呈經本經濟部核准，據發新照以前，收據既非正式股票。在收據本身，自無股權可言(在收足新股款後所召開之增資第二次股東會，已繳足新股之新股東，自可出席會議，蓋此時之新股東，已取得股份也)。故不論為補充規定之任何一種方式，均屬於暫無股權，上市公司原應於呈准變更登記後，以正式股票上市，始為正辦，亦不致發生收據有無股權問題。補充規定係本兩部據該所請求所核定之一種臨時變通辦法，案經核定，並飭由該所公告遵行有案。上市公司依照補充規定呈准上市，該所自應遵照辦理，毋庸多瀆。」

廿七年五月廿日

上海證券交易所第九〇號經紀人

(安福房·人表代)

金 源 錢 莊 信 託 部

地址：河南路五七五九號

電話：九四二一五

民國三十七年度三月份統計

(甲) 股市統計

表一 上海證券交易所股票行市指數

三十七年三月份

各股皆以35年9月15日至28日每日平均=100

時期	總指數	永 紗	信 和	美 亞	新 光	景 福	勤 興	永 公
35年								
10月	110	113	113	97	92	97	85	87
11月	83	87	91	65	68	65	58	63
12月	74	78	76	45	52	47	40	53
36年								
1月	99	111	91	50	67	63	50	64
2月	213	245	175	97	106	137	111	125
3月	356	404	298	174	245	253	193	224
4月	511	545	497	333	408	430	254	411
5月	903	944	962	756	800	682	584	714
6月	965	1053	911	655	933	636	483	540
7月	1244	1521	1110	444	879	751	456	746
8月	1399	1649	917	716	737	590	359	807
9月	1480	1787	927	720	761	578	330	804
10月	1816	2220	1145	912	883	672	446	增資
11月	1990	2442	1197	946	890	694	400	865
12月	2581	3122	1732	1305	1466	1259	767	1266
37年								
1月	4447	5290	2766	2255	2633	2363	1777	2136
2月	5041	6014	2897	2424	3179	2983	2266	2236
3月								
第 1 週	6913	8139	3951	4194	4541	4309	3139	2905
第 2 週	8387	9933	4808	4334	5230	5003	3486	3638
第 3 週	10692	12607	5835	6368	6526	6256	4722	4671
第 4 週	11037	12741	5968	增	6395	6116	4297	4527
第 5 週	10242	11796	5117	資	5118	4876	3683	3914
本月平均	9460	11086	5172	5132	5606	5312	3883	3918

上海證券交易所華股行市總指數編製說明：

- (一)本指數係根據永紗、信和、美亞、新光、景福、勤興及永公七種股票每日市現貨收盤行市加權編製而成。
- (二)本指數採用加權綜合法。權數之分配根據各股成交金額之多寡而定各股權數如下：
永紗70% 信和10% 美亞7% 新光5% 景福4.5% 勤興2% 永公1.5%
- (三)本指數以民國三十五年九月十六日至二十八日為基期，基數等於一〇〇。
- (四)本指數所包含各股個別指數增資後之計算，原則係先調整基期舊股折成新股之價格然後按實計算。其計算方法以永紗例示如下：
永紗係於民國三十六年七月十七日停市。其增資辦法為一股變五十股，其中廠方贈送二十四股，股東認繳二十五股。增資後指數之計算，即以該股停市前一天之前市現貨收盤行市折合新股行市並依該日行市指數推算其基期價格。例如永紗三十六年七月十六日前市現貨收盤行市為九、三〇〇元，合成新股為九一元則基期之新股折合價應自下式得出：

$$[9300 + 250(\text{每股所認繳金額})] \div 50 = 191$$

$$191 : x = 1400(\text{由9300元算出之指數}) : 100$$

$$x = 13.64$$
永紗增資後行市指數之計算，即以13.64作為100。其餘各股增資後換算法均與此相同。

表二

上海證券交易所股票行市

37年3月份

單位：每股元

股票名稱	第一週(1日—6日)			第二週(8日—13日)			第三週(15日—20日)			第四週(22日—27日)			第五週(29日—4月3日)		
	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
大通紗廠	480	375	425	630	420	537	640	600	627	660	565	603	580	530	550
中紡紗廠	770	660	720	950	710	868	1,050	1,050	1,050	增資			增資		
永安紗廠	現貨 1,195 遞交 1,280	958 989	1,112 1,156	1,447 1,579	1,158 1,198	1,356 1,423	1,870 2,040	1,580 1,652	1,720 1,836	1,840 1,945	1,652 1,685	1,738 1,837	1,655 1,695	1,555 1,615	1,609 1,656
信和紗廠	現貨 573 遞交 600	455 465	522 539	675 740	540 555	635 664	840 895	710 750	771 821	880 930	735 750	788 833	705 720	635 672	676 696
統益紗廠	355	271	328	465	343	425	525	465	498	480	410	438	425	380	401
榮豐紗廠	342	263	307	437	350	410	485	408	452	470	400	423	405	370	384
恆豐紗廠	170	160	165	305	180	245	520	317	409	530	390	436	360	300	331
中國內衣	600	450	536	825	630	763	870	770	825	890	700	780	618	610	614
新光內衣	現貨 175 遞交 184	140 144	162 167	200 210	163 170	186 194	250 273	213 220	232 245	241 253	217 217	228 239	196 203	172 178	182 188
景福彩襪	現貨 171 遞交 172	139 142	159 165	198 210	160 167	185 192	248 275	213 220	231 244	235 248	221 226	226 239	194 200	166 170	180 185
景綸彩襪	97	80	91	100	85	93	155	98	122	131	106	116	105	93	99
勤興彩襪	現貨 124 遞交 132	102 105	117 121	137 148	120 122	131 136	201 215	143 150	176 189	179 187	145 148	160 168	141 144	131 135	137 141
五和織造	增資			增資			增資			增資			增資		
美亞織綢	現貨 2,450 遞交 2,590	1,840 1,855	2,185 2,256	2,730 2,920	2,150 2,220	2,518 2,627	3,550 3,650	3,048 3,070	3,318 3,390	增資			增資		
中國絲業	3,350	2,100	2,183	4,250	3,000	3,775	5,300	4,650	5,000	5,000	3,900	4,250	4,629	3,500	3,805
新亞藥廠	增資			增資			增資			增資			增資		
信誼藥廠	—	—	—	225	127	180	310	245	268	280	215	238	200	200	200
大中華火柴	700	480	610	930	685	828	1,100	1,000	1,050	1,000	840	892	930	770	812
華豐搪瓷	現貨 555 遞交 583	457 465	514 531	740 767	500 545	630 655	755 780	660 700	705 730	增資			增資		
中國水泥	620	450	539	820	560	713	970	880	907	790	730	758	695	630	652
九福製藥	增資			增資			增資			增資			增資		
中法藥房	290	182	237	378	280	337	425	370	393	380	345	358	305	270	289
華新水泥	253	253	253	360	290	320	350	300	318	275	235	258	259	210	240
永業地產	17,155	15,595	16,582	22,630	18,700	20,633	24,895	24,895	24,895	25,000	24,500	24,750	24,000	22,000	22,683
聯華地產	2,082	1,574	1,867	2,645	2,300	2,473	—	—	—	2,550	2,550	2,550	—	—	—
永安公司	現貨 430 遞交 —	340 —	387 —	530 540	395 540	484 540	740 —	530 —	622 —	720 640	560 640	623 640	600 —	490 —	521 —
麗安百貨	68	51	62	80	64	75	100	77	91	89	75	80	77	64	68
國貨公司	80	70	75	84	69	78	104	77	92	92	77	83	80	68	73
新華百貨	71	57	66	84	67	76	107	78	94	92	78	84	80	67	72
商務印書館	530	410	469	675	465	594	770	680	723	775	600	658	610	530	566
關北水電	295	215	264	405	275	369	437	380	409	395	340	363	390	325	347
中興輪船	860	748	804	1,250	989	1,157	1,654	1,438	1,586	1,570	1,520	1,545	—	—	—

說明：(1) 本表所列最高最低行市均以前市收盤行市為準

(2) 本表所列平均行市為每週各日前市收盤行市之平均數

(3) 「—」表示當週無行市

表三 上海證券交易所股票成交數量(每週總額)

37年3月份

單位：千股

日期	大通紗廠	中紡紗廠	永安紗廠		信和紗廠		統益紗廠	榮豐紗廠	恆豐紗廠	中國內衣	新光內衣		具福衫襪	景綸衫襪	勤興衫襪		五和織造		美亞織綢	
			現貨	遞交	現貨	遞交					現貨	遞交			現貨	遞交	現貨	遞交		
第一週 (1日-6日)	2,650	1,500	1,413,100	1,345,800	113,600	51,100	28,750	93,200	13,700	3,080	753,800	261,150	660,350	204,500	207,200	584,900	93,300	增	64,050	19,650
第二週 (8日-13日)	9,000	3,500	1,555,900	1,958,100	114,800	52,150	42,100	176,550	9,950	9,630	719,500	342,100	707,700	228,700	244,200	484,550	54,300	41,100	12,000	
第三週 (15日-20日)	4,600	150	1,364,700	2,450,700	123,500	90,550	41,200	160,750	11,650	5,040	619,300	203,700	588,600	199,500	331,300	681,900	116,600	34,700	11,200	
第四週 (22日-27日)	4,850	增	1,126,100	1,916,000	100,350	96,050	23,800	50,600	2,000	4,380	531,600	183,400	587,600	290,300	114,400	411,000	60,900	增	增	
第五週 (29日-31日)	1,250	資	221,200	407,700	19,900	13,750	5,000	16,750	1,500	2,350	145,200	20,900	162,500	10,700	35,600	138,800	13,400	資	資	
本月總額	22,350	5,150	5,681,000	8,078,300	477,150	303,600	140,850	497,850	38,300	24,480	2,769,400	911,250	2,706,750	933,700	932,700	2,301,150	333,500	資	139,850	42,850
第一週 (1日-6日)	2,045	增	—	13,800	78,000	2,050	增	111,350	13,100	1	18,200	—	82,000	147,200	157,200	66,600	100	4,668,476	2,020,300	
第二週 (8日-13日)	2,425	—	9,500	9,600	66,350	3,350	110,300	26,550	2	2	28,800	100	87,100	234,700	241,600	140,000	700	5,131,407	2,601,900	
第三週 (15日-20日)	2,225	—	22,900	9,000	27,400	1,170	79,400	10,400	1	—	37,000	—	121,700	261,600	259,400	93,800	500	4,927,966	3,080,100	
第四週 (22日-27日)	1,685	—	4,500	3,300	增	1,100	42,580	4,200	6	10	14,900	100	42,600	122,700	129,600	45,300	200	3,339,711	2,546,750	
第五週 (29日-31日)	500	—	1,000	1,250	資	250	16,250	2,400	—	—	3,200	—	18,500	28,500	42,200	18,400	—	888,250	466,450	
本月總額	8,800	資	37,900	36,950	171,750	8,500	359,880	56,650	10	60	102,100	200	351,900	794,700	830,000	364,100	1,500	19,005,810	10,715,500	

表四

上海證券交易所股票交易金額

37年3月份

單位百萬元

時 期	成 交 金 額			交 割 金 額			內 轉 帳		
	現 交	遞 交	合 計	現 交	遞 交	合 計	現 交	遞 交	合 計
35年 9月	70,390		70,390	21,528		21,528	7,570		7,570
10月	187,460		187,460	50,053		50,053	21,771		21,771
11月	126,432	52,871	179,303	32,267	5,400	37,667	21,266	2,983	24,249
12月	125,972	150,572	276,544	40,364	23,586	63,950	33,099	18,259	51,358
36年 1月	109,436	129,017	238,453	40,914	30,915	71,829	42,142	23,191	65,333
2月	449,984	540,976	990,960	105,911	73,236	179,147	271,318	94,376	365,694
3月	607,665	1,344,308	1,951,973	227,001	193,096	420,097	161,453	151,000	312,453
4月	737,942	2,666,041	3,403,983	353,022	276,449	629,471	81,630	222,032	303,662
5月	1,243,668	3,473,108	4,716,776	647,813	590,796	1,238,609	137,930	358,154	496,094
6月	718,796	2,000,137	2,718,933	418,973	358,699	777,672	111,941	241,604	353,545
7月	862,370	1,960,261	2,822,631	372,803	321,780	694,583	190,884	320,728	511,612
8月	748,767	1,305,870	2,054,637	294,003	160,066	454,069	242,987	398,339	641,326
9月	1,000,289	1,422,462	2,422,741	337,522	138,647	476,169	326,682	487,417	814,099
10月	1,584,490	1,894,074	3,478,564	509,015	172,915	681,930	428,137	663,886	1,092,023
11月	1,720,026	2,075,991	3,796,017	527,634	339,760	867,394	446,585	730,149	1,176,734
12月	2,582,082	2,607,602	5,189,684	688,191	551,156	1,239,347	663,303	852,434	1,515,737
37年 1月	4,667,237	3,466,935	8,134,172	1,197,967	226,817	1,424,794	1,208,358	1,320,481	2,528,839
2月	4,707,296	2,748,695	7,455,991	1,227,892	150,184	1,378,076	1,383,621	1,364,884	2,748,505
3月第一週 (1日—6日)	2,649,927	2,142,986	4,792,913	643,670	98,166	741,836	488,556	571,648	1,060,204
第二週 (8日—13日)	3,372,997	3,500,002	6,872,999	726,593	131,030	857,623	592,913	766,899	1,359,812
第三週 (15日—20日)	3,839,389	5,609,821	9,449,210	861,917	188,189	1,050,106	730,809	1,143,524	1,874,333
第四週 (22日—27日)	2,989,064	4,644,888	7,633,952	734,380	189,208	923,588	778,838	1,252,171	2,031,009
第五週 (30日—31日)	334,141	822,306	1,156,447	117,006	—	117,006	35,514	150,430	185,944
本月份總額	13,185,519	16,720,002	29,905,521	3,083,566	606,592	3,690,158	26,266,296	38,846,732	65,113,028

表五 上海重要外股行市

37年3月份

單位每股千元

股票名稱	第一週(1日—6日)			第二週(8日—13日)			第三週(15日—20日)			第四週(22日—27日)			第五週(29日—4月3日)		
	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
怡和紗廠	1,420	1,120	1,282	1,930	1,450	1,683	1,980	1,825	1,914	1,890	1,665	1,784	1,920	1,700	1,763
英聯船塢	2,130	1,670	1,888	2,830	2,100	2,475	2,800	2,600	2,705	2,650	2,350	2,533	2,570	2,340	2,405
業廣地產	470	370	418	700	480	583	650	565	600	560	510	532	560	500	517
會德豐	4,150	2,900	3,578	5,250	4,100	4,745	5,200	5,000	5,117	5,050	4,300	4,742	4,950	4,400	4,590
怡和啤酒	430	285	341	600	420	513	620	565	583	550	470	506	550	460	490

說明：(1)本表所列最高最低行市，均以每日新聞報商情表外股賣價為準。

(2)本表所列平均行市為每日賣價之平均數。

表六 上海重要外股行市指數

37年3月份

各股皆以民國35年9月16日至28日平均行市=100

時 期	總 指 數	怡 紗	英 聯	業 廣	會 德 豐	怡 啤
37年3月第一週 (1日—6日)	15,704	14,558	17,377	10,524	21,236	14,824
第二週 (8日—13日)	21,407	19,120	22,776	14,654	28,160	22,327
第三週 (15日—20日)	23,519	21,742	24,893	15,094	30,366	25,335
第四週 (22日—27日)	21,419	20,265	23,313	13,375	28,140	22,001
第五週 (29日—4月3日)	20,749	20,025	22,141	13,006	27,241	21,312
本月份平均	20,464	19,010	22,042	13,296	26,862	20,985

說明：(1)個別指數係根據每日新聞報商情表之外股賣價所編製者，而以民國35年9月16日至28日兩星期之平均行市為基數，俾便與華股總指數相比較。

(2)總指數則為上列五種外股個別指數之平均值。

民國三十七年度三月份統計

(乙) 金融物價統計

表一 上海外匯行情變動

日期	美 匯 每美元合國幣元			英 匯 每英鎊合國幣元			港 匯 每港元合國幣元			印 匯 每羅比合國幣元		
	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行賣價	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行賣價	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行賣價	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行賣價
36年												
8月17日	12,000	—	—	48,000	—	—	3,000	—	—	3,600	—	—
18日	12,000	39,000	39,500	48,000	124,800	126,400	3,000	7,800	7,950	3,600	9,360	9,550
21日	12,000	38,500	39,000	48,000	123,200	125,200	3,000	7,700	7,850	3,600	9,240	9,400
23日	12,000	38,500	39,000	48,000	120,000	122,000	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
29日	12,000	38,500	39,000	48,000	117,000	118,500	3,000	7,312.5	7,462.5	3,600	8,775	8,900
30日	12,000	38,500	39,000	48,000	115,000	116,500	3,000	7,182.5	7,302.5	3,600	8,620	8,745
9月1日	12,000	38,500	39,000	48,000	115,000	116,500	3,000	7,187.5	7,302.5	3,600	8,620	8,745
3日	12,000	38,000	38,500	48,000	113,000	114,500	3,000	7,062.5	7,212.5	3,600	8,475	8,600
6日	12,000	40,000	40,500	48,000	118,000	119,500	3,000	7,375	7,525	3,600	8,850	8,925
9日	12,000	40,000	40,500	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
11日	12,000	40,500	41,000	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
12日	12,000	40,500	41,000	48,000	122,000	123,500	3,000	7,625	7,775	3,600	9,150	9,300
16日	12,000	40,500	41,000	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
18日	12,000	42,500	43,000	48,000	125,000	126,500	3,000	7,779.95	7,962.5	3,600	9,358.72	9,525
26日	12,000	46,000	46,500	48,000	135,000	136,500	3,000	8,402.34	8,587.5	3,600	10,107.42	10,275
29日	12,000	49,000	50,100	48,000	146,000	147,800	3,000	9,086.98	9,286.98	3,600	10,950.99	11,150.99
10月1日	12,000	49,500	50,100	48,000	146,000	147,800	3,000	9,086.98	9,286.98	3,600	10,950.99	11,150.99
9日	12,000	55,300	56,000	48,000	163,000	165,000	3,000	10,145.05	10,445.05	3,600	12,203.37	12,503.37
24日	12,000	55,000	55,700	48,000	165,000	167,000	3,000	10,269.53	10,569.53	3,600	12,353.52	12,635.52
11月1日	12,000	55,000	55,700	48,000	172,000	174,000	3,000	10,705.21	11,005.21	3,600	12,877.01	13,177.01
4日	12,000	59,500	60,300	48,000	187,000	189,500	3,000	11,618.80	11,938.80	3,600	14,000.65	14,300.65
7日	12,000	59,500	60,300	48,000	182,000	184,500	3,000	11,327.60	11,627.60	3,600	13,626.32	13,926.32
18日	12,000	59,500	60,300	48,000	188,000	190,500	3,000	11,701.04	12,001.04	3,600	14,075.52	14,375.52
20日	12,000	64,500	65,300	48,000	197,000	199,500	3,000	12,261.20	12,561.20	3,600	14,749.35	15,049.35
25日	12,000	73,000	74,000	48,000	225,000	228,000	3,000	14,003.91	14,303.91	3,600	16,845.70	17,145.70
12月19日	12,000	83,000	84,000	48,000	295,000	262,000	3,000	16,120.05	16,420.05	3,600	19,391.28	19,691.28
23日	12,000	83,000	84,000	48,000	270,000	273,000	3,000	16,804.69	17,104.69	3,600	20,214.84	20,514.84
30日	12,000	89,000	90,000	48,000	290,000	293,000	3,000	18,049.48	18,349.48	3,600	21,712.48	22,012.48
37年												
1月12日	12,000	113,500	115,000	48,000	375,000	380,000	3,000	23,339.84	23,639	3,600	28,076.17	28,376
27日	12,000	119,500	121,000	48,000	375,000	380,000	3,000	23,339.84	23,639	3,600	28,076.17	28,376
31日	12,000	119,500	121,000	48,000	375,000	380,000	3,000	23,339.84	23,639	3,600	28,076.17	28,376
2月3日	12,000	131,500	133,000	48,000	413,000	418,000	3,000	25,704.95	26,105	3,600	30,921.22	31,322
12日	12,000	135,500	136,000	48,000	413,000	418,000	3,000	25,704.95	26,105	3,600	30,921.22	31,322
20日	12,000	149,000	151,000	48,000	447,000	453,000	3,000	27,821.09	28,221	3,600	33,466.80	33,866
3月9日	12,000	195,000	197,500	48,000	585,000	592,500	3,000	36,410.15	37,100	3,600	43,798.83	44,500
17日	12,000	255,000	253,500	48,000	765,000	775,500	3,000	47,613.28	48,500	3,600	57,275.39	58,100

表二 香港申匯美元及黃金行情

各價均以收盤行市為準

時 期	申 匯 單位：每百萬元法幣 合港元	美 元 單位：美元一元合港幣元			黃 金 單位：每兩港元	
		電 匯	匯 票	現 鈔		
三 月 份 第 一 週	最高	17.7	5.78	5.72	5.62	351.5
	最低	15.1	5.50	5.45	5.32	345
	最平均	15.9	5.64	5.55	5.49	348
第 二 週	最高	15.2	5.98	5.90	5.85	348
	最低	11.3	5.02	5.70	5.60	341.5
	最平均	12.8	5.70	5.79	5.70	346
第 三 週	最高	11.7	6.00	5.90	5.77	337
	最低	10.2	5.76	5.66	5.53	331.5
	最平均	10.9	5.89	5.80	5.66	335
第 四 週	最高	11.6	5.92	5.82	5.73	333
	最低	10.1	5.83	5.76	5.68	324.5
	最平均	11.1	5.86	5.79	5.69	329
第 五 週	最高	10.9	5.82	5.80	5.74	331
	最低	10.2	5.78	5.72	5.65	318.5
	最平均	10.7	5.80	5.75	5.69	322

表三 上 海 利 率 行 情

時 期	暗 息 (每元月息)		錢 業 公 會 拆 息 (每千元月息)		商 業 銀 行 拆 息 (每千元日息)	
	最高	最低	最高	最低	最高	最低
三 月 份 第 一 週	最高	0.25	5.00	4.90	7.00	6.90
	最低	0.24	4.50	4.90	6.50	6.50
	最平均	0.24	4.90	4.90	6.90	6.90
第 二 週	最高	0.27	5.00	5.00	7.00	7.00
	最低	0.25	5.00	5.00	7.00	7.00
	最平均	0.26	5.00	5.00	7.00	7.00
第 三 週	最高	0.33	5.50	5.50	7.50	7.50
	最低	0.28	5.50	5.50	7.50	7.50
	最平均	0.33	5.50	5.50	7.50	7.50
第 四 週	最高	0.35	6.00	6.00	8.00	8.00
	最低	0.32	6.00	6.00	8.00	8.00
	最平均	0.34	6.00	6.00	8.00	8.00
第 五 週	最高	0.33	6.00	6.00	8.00	8.00
	最低	0.27	6.00	6.00	8.00	8.00
	最平均	0.31	6.00	6.00	8.00	8.00

表四 上海票據交換所票據交換數額(每週平均)

時 期	票 據 交 換		退 票			
	張 數	金 額 十 億 元	張 數	金 額 十 億 元	張 數 佔 總張數%	金額佔 總金額%
36年12月第1週平均每天	182,626	4,293	3,825	59	2.1	1.4
第2週平均每天	181,309	4,322	3,510	52	1.9	1.2
第3週平均每天	183,498	4,518	4,936	88	2.6	1.9
第4週平均每天	190,207	4,692	5,349	54	2.7	1.1
37年1月第1週平均每天	210,039	6,203	4,488	60	2.1	0.96
第2週平均每天	203,330	6,386	5,260	141	2.6	2.2
第3週平均每天	179,625	5,432	4,203	73	2.3	1.3
第4週平均每天	176,306	5,784	3,844	53	2.1	0.91
2月第1週平均每天	192,289	6,381	4,515	78	2.3	1.2
第2週平均每天	67,146	2,153	1,746	21	2.6	0.97
第3週平均每天	115,627	5,629	1,958	26	1.7	0.46
第4週平均每天	192,532	9,882	2,743	69	1.4	0.69
3月第1週平均每天	197,960	10,720	3,010	86	1.5	0.80
第2週平均每天	216,161	12,448	3,458	125	1.6	1.00
第3週平均每天	213,678	12,844	5,248	260	2.4	2.02
第4週平均每天	200,499	12,483	5,153	280	2.5	2.32
第5週平均每天	216,068	13,693	4,107	124	1.8	0.90

表五 上海票據交換四行兩局一庫軋差數額

單位：億元

日 期	差 進	差 出	淨差進(+)或 淨差出(-)
36年7月總計淨差			- 1,207
8月總計淨差			- 701
9月總計淨差			+ 4,448
10月總計淨差			+ 413
11月總計淨差			+ 522
12月總計淨差			+22,167
37年1月總計淨差			+25,689
2月總計淨差			+45,836
3月總計淨差			+41,216
3月1日—6日	11,999	—	
8日—13日	7,712	—	
15日—20日	10,393	—	
22日—27日	8,693	—	
29日—31日	2,419	—	

表六 上海批發物價指數

簡單幾何平均

民國二十五年=1

按用途分類
本表列數單位：萬

	食物類	紡織品類	金屬類	建築材料類	化學品類	燃料類	雜項類	總指數
民國三十五年	0.4070	0.4974	0.5733	0.6967	0.8088	0.7483	0.4258	0.5199
三十六年	2.901	3.653	5.572	4.948	7.800	4.993	3.767	4.025
三十六年 三 月	1.336	1.578	2.805	2.483	3.128	2.390	1.649	1.836
三十六年 四 月	1.712	2.069	2.991	2.604	3.657	2.537	2.080	2.216
三十六年 五 月	2.515	2.951	4.609	4.370	5.458	3.433	5.049	3.270
三十六年 六 月	2.921	3.482	4.983	4.901	5.850	3.728	3.495	3.717
三十六年 七 月	3.379	4.391	6.016	5.892	9.144	5.205	4.467	4.656
三十六年 八 月	3.697	4.541	6.236	5.582	9.244	5.691	4.759	4.892
三十六年 九 月	4.334	5.576	7.439	6.337	13.12	8.114	6.155	6.052
三十六年 十 月	6.066	8.567	14.05	10.61	24.26	13.70	8.998	9.481
三十六年 十一 月	6.935	10.39	17.72	12.36	25.71	15.03	10.36	11.00
三十六年 十二 月	9.014	12.81	22.51	15.64	30.97	17.39	13.30	13.81
三十七年 一 月	13.84	16.11	28.53	20.73	57.84	23.80	18.09	18.83
三十七年 二 月	20.76	20.51	33.95	23.90	41.08	29.16	24.93	24.62
三十七年 三 月	31.99	41.53	68.85	46.57	65.52	42.96	41.80	42.61
二月 第四 週	26.39	26.22	38.52	27.58	48.27	35.11	31.80	30.35
三月 第一 週	26.95	30.67	48.40	33.60	56.80	39.14	34.57	34.03
三月 第二 週	31.41	39.00	58.40	45.88	65.20	43.56	39.57	40.83
三月 第三 週	32.17	44.31	78.18	47.69	69.56	43.98	46.04	44.75
三月 第四 週	35.46	47.63	81.21	54.55	67.62	43.99	45.69	47.42
三月 第五 週	34.71	48.93	86.22	54.59	69.35	44.34	44.37	47.65

編製機關：中國經濟研究所

表七 上海重要物品躉售價格

三十七年三月份

單位：萬元

貨品	單位	第一週 (1日-6日)			第二週 (8日-13日)			第三週 (15日-20日)			第四週 (22日-27日)			第五週 (29日-4月3日)		
		最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
廿支雙馬	包	7,600	6,000	7,075	9,550	7,900	8,958	13,000	8,700	10,600	12,500	10,000	11,167	13,000	11,100	11,770
十二磅 龍頭細布	疋	295	242	271	373	300	345	417	352	380	440	380	406	430	414	420
120 東洋 人造絲	担	16,900	13,400	15,125	23,900	18,600	21,266	24,600	20,000	22,400	22,400	19,700	20,733	20,300	19,400	19,500
上等 白粳米	石	327	270	290	375	360	366	390	335	354	385	350	366	350	330	342
焦作煤塊	噸	1,300	1,250	1,267	1,300	1,300	1,300	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,400	1,400	1,400
青島 吉桶生油	担	720	660	693	820	750	785	955	805	863	965	895	908	875	840	852

徵稿簡約

- 一、本刊稿件除由本所供給外，專題論著、專訪特寫、外情介紹及市場掌故等欄，歡迎外稿。
- 二、每稿字數以不超過五千字為原則，但確有需要者或特約稿件，不在此限。
- 三、稿件請用有格稿紙繕寫清楚，并加標點。
- 四、譯稿請附寄原文或註明出處。
- 五、筆名得由作者自擇，但稿末須註明真實姓名及通訊地址。
- 六、凡在本刊登載之稿件，未經本刊同意者，不得在他處發表。
- 七、本刊編者對來稿有刪改權，不願者請預為聲明。
- 八、賜稿無論登載與否，概不奉還。如投稿人希望退回，請預先聲明。
- 九、賜稿一經登載，當即從優致酬。
- 十、賜稿請寄上海漢口路四二二號上海證券交易所調查研究處

中華民國三十七年四月出版

編輯者 上海證券交易所
調查研究處

發行者 上海證券交易所

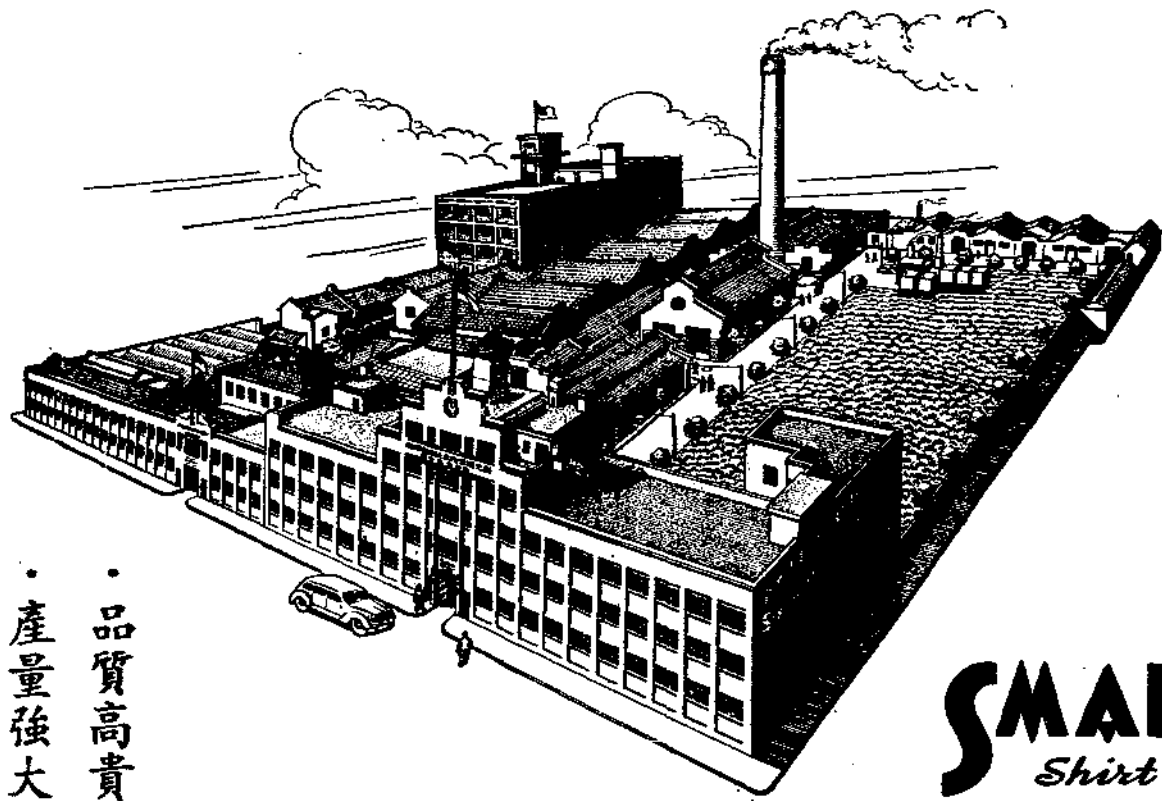
總經理者 黎明書局
上海福州路二五四號
電話：九六四七九號

印刷者 六聯印刷公司
周家嘴路一〇二〇號
電話：五二一八一號

零售 每冊陸萬元

廣告刊例

廣告地位	每	期	價	目
封面裏頁	全頁	（套色）	壹仟伍百萬元	
封底及封底裏頁	半頁	（套色）	柒百萬元	
普通地位	全頁	（單色）	陸百萬元	
	半頁	（單色）	肆百萬元	
封套全頁	四分之一頁	（單色）	肆百萬元	
	面議			



· 司麥脫襯衫 ·
· 日出萬餘件 ·

· 品質高貴 ·
· 產量強大 ·

SMART
Shirt

新光標準內衣染織整理廠股份有限公司

總管處：上海重慶南路二七號
電話：二八六一、八四四二

四行二局合辦

聯 六

印刷股份有限公司

印刷精良

價格低廉

設計新穎

交貨迅速

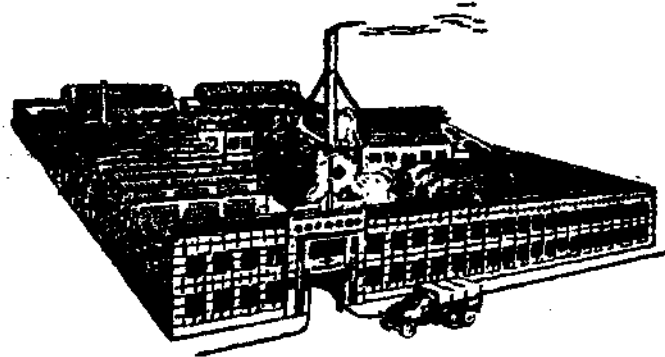
如蒙惠顧

竭誠歡迎

地址：上海周家嘴路一〇二〇號
電話：二五一八

飛輪牌 木紗團

自製自染自拼
木蕊



中國染織製線廠出品
總管理處上海南京路一七五號電話三二五三九〇四四

內政部准註冊登記證京警港字第六三五號
中華郵政登記證為第一類新聞紙類
上海郵政管理局執照第二八五一八號

康福織造廠股份有限公司

康福

中國
之冠

四大
出品



創辦於民國十八年
已有二十餘年歷史

羊毛花
棉花
人絲交織
真絲夾底

襪

康福織造廠股份有限公司
總管理處上海南京路四四七號
上海南京路一〇一號
上海南京路二六二號
上海南京路六六號

南京圖書館藏