

國民經濟研究所

戰時與戰後經濟問題叢書

物價與工業資本

劉鴻萬著

正中書局印行

序

隨抗戰的進展，中國後方產生了一個舉世驚異的現象。就是在一個停滯在農業文化上已久的社會基礎上，在國內外隔絕的環境中，建立了一付規模相當宏大的近代工業。這些工業，曾對抗戰有了不少的貢獻，也保證了戰後工業的前途。不過工業生產究竟是由許多生產因素，經過複雜的配合而成的東西。這些因素一有所缺，或配合稍一不靈，工業便不能順利成長。戰時的環境既然萬端困難，這些因素自也不能一一滿足工業上的需要。如果這些困難是發生在比較容易遷就環境的生產因素上，時間尚可為我們逐漸解決。如果這些困難是根本無法因自身環境解決的東西，則工業生產不得不因之受阻。因此在戰時後方工業發展的狂潮中，其困難也便累積起來。

近代社會既然是貨幣的社會，貨幣是一切物資的支配者。各種生產因素就各個生產單位看時，不過是其總生產資本；這些生產資本的實質固然是物資，但是這些物資無一不受貨幣的支配。於是工業生產的物資上的困難，自然也都反映到物價上來，本文即在想對戰時貨幣購買力的變動——急劇的上漲，對生產資本所生的影響加一檢討，同時並擬議一些解決方案。

不過本文觀察既然只着重在貨幣方面，解決方案也自然只是和貨幣有關的東西。一種貨幣處置，有時固然能夠補助實質問題之解決；但也有時必需實質問題有了解決的可能後，始能使貨幣方面的處置發生作用。所以本文所謂的解決方法，是否真能解決當前工業生產的困難，有些尚不免有待於時間之進展與環境之改變，始能看出。不過若能由此使社會人士對中國當前的工業問題，以及對今後的工業發展，多增一分注意，則這一本小著，即可謂已經達到了其最大目的。書中謬論，尚望海內高賢，不吝指正。

劉鴻萬民國三十二年十二月二十日

目次

| | |
|-------------------------|----|
| 第一章 緒論 工業資本之意義 | 1 |
| 第二章 戰時物價上漲對工業資本之影響 | 10 |
| 第一節 對資本籌措之影響 | 10 |
| 第二節 對資本運用之影響 | 17 |
| 第三章 工業投資之促進 | 28 |
| 第一節 促進工業投資之基本條件與投資之一般方式 | 28 |
| 第二節 企業方面促進投資之方法 | 35 |
| 第三節 金融機構方面便利投資之方法 | 42 |
| 第四章 資金困難之補救 | 58 |
| 第一節 由企業內部之補救 | 58 |
| 第二節 由企業外部之補救 | 69 |
| 第三節 企業增資與資本增值問題 | 74 |
| 第五章 結論 | 82 |
| 附註 | 85 |

第一章 緒 論

壹。「資本」一語，解釋甚多。自亞當斯密將其分爲國家資本 (national capital) —— 後多稱爲社會資本 (social capital) —— 和個人資本 (individual capital) 以來 (註一)，經濟學者對資本的議論，即迴轉於這兩個概念之間，而通常以前者表示「生產手段」，後者表示「生利手段」。但是這兩個概念各有其含義，也各有其用途；我們不必強求一個能包括二者的資本概念，也不必以爲其中一種可以稱爲資本，另一種即不應稱爲資本。本文係由國民經濟的立場來討論物資生產方面的問題，所以也只有用於生產方面的資本才是我們關心的對象，以下所討論的資本，即專指這種生產資本。雖用工業資本這個名詞，但這只是生產資本的一個代表型態，並非另外一種概念。

關於生產資本的意義，各家的界說也不盡相同，不過對它的實質內容，最少已經有了一個共同同意的範圍；就是認爲凡是用作再生產的財貨或一切幫助生產的物品，皆稱爲資本或生產資本。例如用作生產場所的房屋建築，執行生產的機器工具，以至拿來加工的原料，和維持工作期間勞動進行的生活資料以及其他物品等等皆是 (註二)。屬於消費性的耐久貨物 (durable

goods) 如果只用於直接消費，而不拿來補助再生產，則雖可爲他人產生收入，亦不能視爲生產資本(註三)，這種生產資本通常稱爲「實質資本」(real capital)。

人類物質生活的最後目標，不外是求得欲望的最大滿足，但欲望永無窮盡，舊欲望隨時滿足，新欲望隨時發生，欲使遞增的欲望滿足，必須能不斷地增加可以滿足欲望的消費物品。而消費物品很少能自由取得；無論生產手續之爲直接或間接，生產期間之長短，皆必須經過生產這個階段始能產出消費物品，所以欲能不斷地獲得更多的消費物品，即必須不斷地增加生產。但若所用的生產方法是直接的方法，則受人類體力以及自然條件的限制者太多，所能增加的生產數量至爲有限，必須採取迂迴的生產方法 (roundabout method of production)，始能獲得更多的生產品。手續愈迂迴，期間愈延長，生產品的數量與種類乃能愈多。但爲能使生產的手續迂迴，生產的期間延長，則必須多利用能幫助這個迂迴和延長的生產工具，以及其他生產迂迴延長所需的物品。這些工具和物品，就是所謂的實質資本，而實質資本的主要構成成分是生產工具，即所謂的資本貨物 (capital goods)。因此資本貨物也就成了代表實質資本的主要物資，於是社會的物質生活愈發達，其所擁有的資本貨物也愈多。謀求資本貨物之創造與宏大，就是每個文明社會生產努力的一個最高目標。

貳。這種生產資本的形成，並不是和土地資源或人類勞力一樣由自然所賜予，乃是由過去勞動和資源的結合而成，是人類在每次再生產時，不將其勞力和資源全部用於直接消費，才能留出一部分專去生產這些資本，這些資本始能於下次再生產時去補助更大的生產。

在一個不用貨幣的社會，或雖有貨幣，僅以之為價值尺度或計算標準，但全部生產活動皆能由一個主腦意識所支配的社會，這種資本的創造擴張乃至其運用沒有很多的問題。這時只要這個主腦意識在每次再生產時，對全社會所有的勞力與資源全盤加以計算，然後決定將若干勞力與資源用於直接消費上，若干用於生產資本的創造上，若干用於補助貨物的流通與分配等等上即可，人民所能消費的數量，所當儲蓄的數量，都由這個主腦意識預先指定，自己沒有權力去任意增減，因此社會上資本的創造與擴張都可按預定的計畫求得，其運用也只是一個勞力與資源配分的計算問題。

但是在一個變換社會裏，一切經濟行為沒有一個主腦意識統籌支配，皆須經過市場的變換行為始能達成，於是社會上所有資源與勞力的移轉，亦皆必須經過交換過程始能達到。其時媒介這種交換行為和表現所交換各種財貨之價值的手段，便是貨幣。貨幣成了一切貨物的代表型態，成了對一切貨物的購買手段，能支配貨幣者便也能支配一切貨物。所以此時個個生產

者爲能從事生產活動，即必須先取得這種購買力，然後始能在交換市場上換取其所需的生產因素。

這樣生產資本的概念便亦因之擴張。除了實際的物質以外，凡用於生產——即爲獲得這些爲生產所需的物資——的貨幣，也便歸入資本的範疇。這個型態的資本，我們稱之爲貨幣資本(monetary capital)。

貨幣資本雖說仍須變爲實質資本後，始能從事生產；但是它是交換社會中，唯一能使各種生產因素結合而購或實質資本的手段，尤其是就各個單獨工業生產的創設看時，貨幣資本的存在常在實質資本之先。所以此時貨幣資本不但在概念上完全和實質資本分離，如克拉克(Clark)氏即已指出實質資本或資本貨財是隨時毀滅隨時創造的東西，而貨幣資本則是一個繼續存在的概念(註四)。在實際上貨幣資本也有其獨立的運動方式，而不與實質資本運動的情形相合。因近代經濟學者中，如熊彼得(Schumpeter)氏甚至只承認資本的貨幣一面，以資本爲一種購買力的基金，以之爲企業家所能隨時用以購買生產要素的支付手段(註五)。

叁。貨幣資本既成了達成資本的創造與擴張目的的手段，而其本身也有獨立運動方式，於是貨幣現象以及其所引起的各種附隨現象，自亦將影響到實質資本的創造和擴張，乃至運用的結果上。

第一、在使用貨幣的交換社會中，社會上所生產的財富皆以貨幣收入的形式歸到個人，由個人再拿這種貨幣收入去購買所生產的財富以供消費。如果欲增加實質資本或資本財貨的生產——即資本的創造，則須個人不將其全部收入消耗而儲蓄一部分，以備有人能利用這部分貨幣儲蓄，以轉移社會上的物資與勞力以從事資本財貨的生產。但是此時沒有一個單獨的主腦意識來決定並強制這個儲蓄的用途，所以欲社會儲蓄之能用於資本財貨的生產，必須經過投資的方式始能達成。於是此時即發生兩個問題：（一）儲蓄(saving)是否會完全用於投資(investment)?（二）投資又是否皆完全用於資本財貨的生產?

對於第一個問題，近代學者間主張不無差異，但是其差異多只在時間的先後上，對此二者終將相等的性質並不否認。所以我們不妨引申凱斯(Keynse)氏儲蓄等於投資的原則(註六)，承認社會上的貨幣儲蓄(financial saving)，必將用於投資上，即變為貨幣投資(financial investment)。但是對第二個問題，即不能忽視各種社會經濟構造的不同，而一概承認所有的貨幣投資，都會用於資本財貨的生產，即變為實質投資(real investment)。

在工業社會中這個假定確可成立，因為在工業社會中各階段的工業生產機構皆具備直接用貨幣投資於資本貨物工業，將增加資本貨物的生產，固屬自明；投資於消費工業者，也

將增進消費工業本身對生產設備的需要。由此刺激資本財貨工業生產之增加。即投資於商業及對外貿易或農業者，或因其可增加對工業定貨之能力，或因其可引起農業生產設備需要之增加，皆將間接或直接誘致資本貨物生產之增加。但是在一個農業社會中，尤其是在中國過去受外國工業壓迫的半殖民地式的社會中，自己沒有工業基礎，各級主要工業產品皆賴外國之供給，不但資本貨物工業的規模微不足道，即僅有的一點消費工業所能積蓄的資本也極有限。在這種社會中，必須先積極振興自己的一般工業，無論高級工業或低級工業，始能圖資本貨物生產的增加，因為高級工業的發達固然自將直接增加資本貨物，而低級工業的發達也可以刺激高級工業的發展，如紡織業發達始能使紡織機械業存在。五金業發達，始能維持煉鋼和機械業。但是欲使工業一般地發展，即必須先使人民的儲蓄投資到工業上來。

引導投資方向的動力，自受經濟機構上以及政治社會上的種種條件的支配。但是就投資者個人的觀點看時，其主要的原動力則為利潤。因為在交換社會中一切經濟行為既決定於個人，而個人行為的動機又多為本人的最大利益着想。在個人投資時能予個人以經濟上的利益者，不外是獲得較其所原投貨幣更多的貨幣額，這部分超過的貨幣額便是利潤。因此利潤大的生產部門，即較利潤小的部門容易吸收投資；利潤既是原投資

幣與所收貨幣之差額，也就是原購各種生產因素與所製物品之差額，則這個差額也可由原生產因素經過生產，而產出價值更高的製品所發生；也可由物價本身的變動發生。所以物價的變動實為決定社會投資方向的一個主要原因。

第二、生產過程本身，只是一個技術的問題。人類將原料利用生產工具的輔助施以加工，即可製成新物品。在沒有貨幣的社會，個個生產單位根本不必憂慮資本如何運用，此時只須主腦機關對每個生產單位，供給以其每次再生產所需的原料，撥給以其所需的人工，配以一定的工具機器，然後聽其進行生產，經過一定時間後即可產生預定的成品。此時原料人工以及機器的供給，設備損耗的補充，以至產品的分配，都係由這個主腦機關統盤支配，個個生產單位不過僅為全練中之一環，若遇某單位所需的原料人工等或有缺乏，即由此機關自其他有餘之單位移補；若此時生產因素之利用已飽和，則不妨令不急需之生產單位之生產減少或停止，以維持其他急需之單位的生產。這些變更，皆係按預定之全盤計畫執行，決不致影響到全體的生產。

但是在用貨幣的交換社會中，實際的生產雖仍須以實在的物體即實質資本進行，而這些實質資本在生產過程中的結合與運用，則必須以貨幣為其輔助手段，如原料機器的取得以及人工的僱用，均須先用貨幣購買；所製成之物品亦必須俟賣出換

得貨幣後，始能購進下次生產所需的生產因素，而開始第二次的再生產行程。同時設備消耗的補充須以貨幣為準備；生產進行的成果以及利潤的計算，也必須以貨幣額為基準。所以為能使生產過程順利的進行計，必須每單位貨幣所代表的貨物量——即貨幣購買力能常保持一定的水準，如果每單位貨幣所代表的貨物量，時常發生變動——尤其是減少，則所預籌的貨幣資本不能換到預定的原料人工，預設的貨幣準備不足補充既有生產設備的消耗，因此預定的生產計畫自亦不能完成。這種貨幣所能換得貨物數量即貨幣購買力的變動，就是一般物價水準變動的問題。

肆。由以上所述，我們可以知道一般物價的變動或貨幣購買力的變動，可對實質資本的創造擴張與運用發生顯著的影響。而這種影響，我們在每次商況循環的各階段中，確常經驗到。譬如在循環的上升期間，銀行信用擴張，通貨數量增加，這個增加又使人民的收入增加，收入增加將廣大對消費品的需要，於是消費品的價格上漲，消費工業的利潤增加，由此刺激消費工業擴張的要求，而增加對生產設備的需要。於是更引起資本貨物價格的上漲與資本貨物工業利潤的增大，而歸結到資本貨物工業的擴張。

這種商況上升時的信用或通貨膨脹，是由近代生產機構本身所引起來的現象，其膨脹程度不致離所謂的有效貨幣數量

(effective quantity of money) 太遠，因此引起的物價上漲程度也還不會太高，而且此時社會狀況正常，生產因素的補充移動皆較容易，所以由此反可刺激資本貨物生產的增加，造成一種良好的經濟結果。

在戰爭的時候，經濟上的一個顯著現象也是物價上漲，但是此時物價上漲的性質和程度都和商況上升時的情形不同。這時一方為戰爭所需的需用浩大，僅靠租稅舉債和儲蓄等舉往往不足應付，必須賴不換紙幣的發行；一方物資逐漸消耗於戰爭的用途上者，遠大於生產增加所能補充的速度，再加以社會心理的作用；因此物價上漲的程度和累積的效果，亦超於商況上升的時代，且在戰爭未終止之前也不會回落，因此對實質資本的影響更也和那時大不相同。

中國在抗戰前，實質資本尤其是資本貨物的積蓄，根本微小，即僅有的一點也大都留在沿海沿江各口岸。現在抗戰的中心移到了素無工業基礎的後方，為能獲得抗戰建國所需的物資，即不能不使工業迅速發達起來，但同時巨大的戰費不能不維持，各種支出不能不增加，貨物的消耗增加，來源又不能追上；而人民囤貨和利用物價上漲投機的心理，遠超過任何有組織的國家，於是形成了空前的物價上漲。我們即趁此時機，將物價的不斷上漲，對工業資本的創造擴充乃至運用上，所生的重要影響略加檢討。

第二章 戰時物價上漲對工業 資本之影響

第一節 對資本籌措之影響

如前章所述，中國目前既須振興工業，而工業發展的速度，直接地決定於工業投資的數量。工業投資數量的多寡，除了一國的經濟機構，社會與政治的狀況，以及國民的消費程度等一般條件而外，便主要決定於工業投資所能獲得利潤的大小，但工業投資利潤的大小，實係與其他投資部門所能獲得的利潤比較而得的相對的東西。這個比較有兩個標準：第一、是工業投資與他種投資，現在所能獲得的利潤的相對大小；第二、是此種投資在將來所能獲得利潤的大小及其確實性。前者表示事業在現在既有的成績，後者表現事業在將來發展的希望。私人投資通常皆必顧到此兩方；最少亦須知道誰能獲得一方，始敢於投資。

關於第一點，在中國現在的投資方向不外工業農業商業三大部門。農業投資方面，因為中國農業是小農耕作制度，耕作方法也還在手工的階段，談不上資本式的農業生產，所以此處所謂的農業投資，也復非原義的投資，僅指土地（包括都市建築用

地買賣的投資。此種土地投資現在所能獲得的利潤，顯然較工業者大。因為如果購得土地後，不但每年由土地所獲得的產物（包括房租）可不斷上漲，即土地本身的價值亦將隨一般物價的上漲而增加。所以在最近商業投資限制稍嚴後，土地投資便活躍起來。不過因為能隨時自由轉移的土地（尤其是農地）數量有限，對土地買賣也有很多社會關係以及地方關係的阻礙，並非一般人能隨時自由從事；所以土地投資在全社會投資的總額中所占的重要性究竟尚不太大，以致對工業投資的影響或不甚多，此時不必討論。

影響工業投資最重要的是工商業間利潤的不平衡。在平時工商業間的利潤率本常傾向於平均化，並無顯著的優劣。因為此時生產要素的供給充足，自由競爭的狀況存在，價格的高低可以變更供需的關係。在只有一種價格支配的同種生產部門內，雖可因各種生產單位的生產條件優劣而有不同的利潤率。但是在不同種類的生產部門間，如果利潤率不同，則將引起資本的移動，由此使資本移出部門內生產減少，產品價格上升，於是利潤將再提平均線上而復歸平衡。商業雖不直接製造貨物，但為幫助工業資本完成生產資本循環的一個階段，其資本的性質與移動，和工業資本無本質上的差異，因此其利潤率也必常趨於工業利潤保持平均的狀況。

但是到了戰時，尤其是中國抗戰初數年內，物價飛漲，市

場的管制又無效果，工商業間的利潤，便顯出很大的不同來。這時物品的供給減少，需要增加，決定價格之競爭已遠非完全(imperfect)，買者間之競爭，遠超過於售者間之競爭；更加貨物之購買者又多為囤積者或作轉手買賣者，每轉手一次價格即提高一次，迨達消費者手中時，其價格已遠超過生產成本或輸入成本，由此即產生鉅額利潤。而且商業之經營因不須長期與繁雜之準備，不致滯留多額之開辦費用，貨物一入手即可隨時出售，使資本的週轉與回收更極迅速，於是更可增大其利潤率。

工業利潤在原則上也不應低於商業利潤，因為產生商業利潤的許多條件也適用於工業製品。工業利潤本發生於生產成本與製品售價之差。如工業生產的生產期間極短，像所謂的即時生產(instantaneous production)，購置原料後即時可製成成品出售，則自只能得到製造的利潤，這種利潤戰時平時不會有很大的差別。但是近代的工業生產大都是迂迴的生產，由原料到製品往往需要一個很長的期間，當戰時物價普遍暴長的時期，在生產的期間內原料即已自行漲價，此時製品成本的計算若依發售時的原料價格計算，則除了正當的製造利潤外，又可獲原料的漲價利潤——這些利潤我們可稱為時差利潤，這個利潤以原料購進的時間愈長而愈大，如果更能將製品亦延緩出售，則在製品上亦將發生時差利潤，這即和商業上的囤積行為相同。

不過在事實上工商業間的利潤實有很大的優劣。因為(一)

工業成本不僅包含原料，還有一大部分是用在固定設備之補充，人工之維持，以及原料與產品之運銷上，這些費用雖隨一般物價同時上漲，但不易預行巨量囤積，亦不能任意轉賣，不似商業之能將全部資金用於購存貨物，隨時全部出售，而全部收獲時差利潤。(二)工業由原料漲價所獲之時差利潤，不能視作可消耗之實收利潤，因必須以之補進再生產時所需之原料，補充固定之消耗等。(三)工業生產有固定之地址與設備，原料之儲存與產品之出入，皆易受政府之監視與檢查，不似商業之能任意囤貨物。(四)有許多工業其製品並非完全之民生國防必需品，因此其製品亦不能隨原料之上漲而提高售價，因此自國原料之時差利潤亦將減少。(五)易銷售與易抬高而需要彈性小之商品，多為與國防民生有重要關係之工業製品，此種製品價格多已由政府規定，且其製品亦必需隨時供應市場，所以此種工業多只能獲得一定之合法利潤。(六)工業創設所需之期間甚長，開辦費用亦大，以後縱能獲得巨額之利潤，必須先以之償還此種初期支出。(七)工業生產組織為生產要素與技術之複雜結合，經營向多困難，戰時尤甚，若生產途中稍生阻礙或經營方法稍有不良，即將發生空費(unkost)於是應得之利潤往往將被此空費之損失抵銷。(八)縱令工業於每次生產過程終了後所獲之利潤與商業相等，但工業之生產期間通常皆較商業之購運期間長，故其資本之週轉率亦較緩，因此將使利潤率實際減低。

由這種種原因，戰時工業的現在利潤，就一般而言，實不及商業利潤之大。

關於第二點的工業投資利潤的將來情形，由表面看來，現在向工業投資也似不比向土地商業投資在將來之能獲得更大的利潤或更有確實性。第一、因為現在基礎已固利潤已穩的工業，多為大規模或戰前已有基礎的私人工業或國營工業，這種工業在將來獲得利潤的希望雖仍極大，但此種事業多不吸收新資本。現在需要投資最切者，大都是基礎薄弱或新辦的工業，這些工業在戰時雖或可幸存，但在將來或戰後因下列原因難免不受淘汰：（一）此種事業大都缺乏近代的生產設備，其生產多賴人工或簡單的機器，以致其產品之品質既劣，成本亦高，在戰時雖可因物資之絕對缺乏而僥倖存在，但一至平時此種事業即成限界生產效率以下之生產單位，不但不能與外國工業產品競爭，即對本國基礎已固之私營或國營工業，亦將不易並存。（二）在物價高漲時代，生產的進行將受資金缺乏的影響，此種影響又以基礎薄弱或新設事業之所受者為最深，在物價上漲程度尚未十分劇烈時雖或可設法維持，但如果物價仍加速上漲，則此種事業恐將首受其害。

第二、工業生產是一種極複雜的技術配合組織，在同一生產部門內，為製同一商品，固然需要在各種特定的生產因素：如特種原料，特種機器以及特種技術人工等，以及特定的技術配

合，始能製出某種特定製品。即在全工業的生產領域內，各種類以及各階段的生產單位，也都有它技術上的聯繫。如高級貨財的生產工業，必須以低級貨財工業爲其製品的銷場，而低級貨財工業又必須由高級貨財工業獲其原料機械工具等物。這種配合一有擾亂，即已有基礎的工業也必將因之受阻。如在某種特殊製品的工業，因其所用的某種原料或機器零件，或其特殊技工，一時缺乏不易補充，則這個工業生產必將停頓。或如某種高級工業，雖能製出成品——如重慶之鐵，但無其相應的低級工業使用，則該種工業之生產亦不得不停滯。這種情形在中國目前已十分顯著，一則因爲中國在後方工業中所用的生產因素，有許多必須從外國得來（如鍊合金鋼所用之稀少礦物），或本身無法在短期內養成（如某種技術工人）；二則因爲中國後方的各種工業多是零星拚湊所產生，還沒有形成一個上下工業連貫的系統，因爲這個緣故，縱令對現在基礎已固的工業，是否能維持到戰後，亦不能不使投資者懷疑。

第三、戰前中國工業的不發達，固然是本身的條件不夠，但是外貨的傾銷不能不謂爲其重要原因之一。戰後和平恢復，國際間的商品復將暢流。今後各國既不便再持偏狹之國家主義，則我國如此微弱之工業基礎，是否轉瞬又將被外貨摧殘，也是現在工業投資者所疑慮之一點。

第四、我國今後之經濟政策，必以民生主義之實現爲中心，

而欲實現民生主義，必須實行節制資本，但若節制資本係指對私人大資本之普遍限制，則將來私人工業即少發展之可能。因就工業之性質言，除去為維持地方性之小市場以及必須用手工始能見長之工業外，皆必須發展至大規模及大量生產，始能在今後之市場上立足，於是即非趨向大資本化不可。若其資本受限制，則此種工業亦必有漸趨淘汰之虞。凡此種種顧慮，若投資於商業或土地方面則皆可避免。因為購買貨物與土地不慮其中途折損，將來有困難時亦可隨時出售與結束其經營，或轉移其投資於他種工業，而不致犧牲其原來之投資。

由上舉原因，乃造成目前一面工業感覺缺乏資本，一面社會上的鉅萬游資始終在商業和囤積上旋轉，而不流到工業上來。僅有之少數工業亦必須領政府之貸款以維持的現象。關於我國目前社會投資的一般情形尚無法估計，但只就近年來重慶各私家銀行對工商業的放款情形看時，亦可窺社會投資去向之一般，如由民國二十九年終重慶二十六家商業銀錢行莊的放款，對商業的放款占總放款的百分之九十六強，對工業的放款所占尚不達百分之一，三十年前者占百分之八十九強，後者占百分之七，至三十一年春，前者尚達百分之八十強（註七）。重慶為中國戰時最大之工業區，工業之單位衆多逾全國之半，投資既十分自由，保障亦較確實，其情形尚且如是，至若其他地方之都市，則社會儲蓄或資金自將更不易流入工業矣。

第二節 對資本運用之影響

壹。對利潤計算的影響。生產資本運用的目的，就全社會看時，是在求生產物之增加，以增進人民的物質生活。而就各個企業看時，則在圖謀利潤，就是求獲得較當作資本投下的貨幣更多的貨幣，但是在工業上，利潤的獲得須經過生產的階段始能達到。有生產始能將原投的生產因素變為價值更高的製品，將這種價值更高的製品出售，然後始能獲得較原投貨幣資本更多的貨幣。但是一方因為生產過程是各種生產因素發生複雜變化的過程，在這個過程中間，各種生產因素將不斷地改變其形態與價值；另一方只要事業不結束其經營，這個生產過程即永遠循環不止，每次結算的時期，必有一部分實質資本永遠留在企業內。所以如果欲知道在一定期間中生產的結果是否得到了利潤，則不僅須將所售出產品的售價與其成本比較，更當把這個時期末尾的該事業所有全部實質資本的價值和最初所投的實質資本的價值加以比較，始能確實決定。這種表示事業實質資本價值的狀況與盈消的技術，便是會計上的貸借對照表。

在一個事業開始的時候，須先將其預籌的貨幣資本變為各種實質資本已如前述，這時實質資本用貨幣所表示的價值，和原投下的貨幣資本數額相等。這便形成了會計上的貸借方程

式：即「資產」等於「資本」（此時係用 Nuklish 的貸借方程式，即以負債視為他人資本，即 $A = K + P$ ）。「資產」表示實質資本，「資本」表示在未變成實質資本以前所原投的貨幣資本。生產是靠實質資本進行，生產進行後實質資本即「資產」的總價值（用貨幣來表示的）必發生增減變動，以這個增減和原投的貨幣資本即「資本」額相較，如果生產期末的「資產」的價值大過期初「資本」的數額，這個差額的貨幣便是所謂的利潤。

通常用貸借對照表這樣計算利潤時，有一個重要的假定，便是在這期間內，貨幣價值本身沒有變動，期末的貨幣價值仍是和期初的貨幣價值維持同一的水準，就是同一貨幣單位保持着同一的購買力。在這種情形下，由資產價值增加所獲得的超過原投資資本的貨幣額，纔是由產品本身價值增加之所產生，纔是真正的利潤。如果貨幣價值本身有了變動，則資產用貨幣所表現的價值，亦將隨此貨幣價值本身的變動而發生增減。

譬如以民國二十七年一月的物價水準即貨幣價值為一百。此時某事業之原投「資本」為二十萬元（內含負債即他人資本三萬元），其固定資產為十二萬元，流動資產為八萬元，此時貸借對照表如下，其「資產」與「資本」完全相等。

| 資 產 | | 資 本 與 負 債 | |
|------|---------------|-----------|---------------|
| 固定資產 | \$ 120,000.00 | 資 本 | \$ 170,000.00 |
| 流動資產 | \$ 80,000.00 | 負 債 | \$ 30,000.00 |
| 合 計 | \$ 200,000.00 | 合 計 | \$ 200,000.00 |

假定至二十七年十二月結算時，因過去一年中生產效率不良，產品價值並未較所用之生產因素價值增加，則此時貸借對照中各項資產之內容雖或有變更，但總資產之價值仍與資本之數額相等，並無盈虧。不過若此一年中物價上漲一倍，即貨幣價值低落一半，則資產用貨幣所表示的價值自亦將隨之增加。譬如固定資產的價值增加一倍，即二十四萬元（即若以之出售可獲得此價格），流動資產的價值增加一半，即十二萬元。設此時負債並未變動，而原有之資本額亦不更換，則此時之貸借對照表如下：

| | | | |
|--------|---------------|--------|---------------|
| 固定資產 | \$ 240,000.00 | 資 本 | \$ 70,000.00 |
| 流動資產 | \$ 120,000.00 | 負 債 | \$ 30,000.00 |
| | | 盈 利 | \$ 160,000.00 |
| 合 計 | \$ 360,000.00 | 合 計 | \$ 360,000.00 |

由此表看時，實發生了幾和原投資本額相等的利潤。不過如將此時的資本額亦按貨幣價值低落的程度變更時，則此時之貸借對照表當更改如下：

| | | | |
|--------|---------------|--------|---------------|
| 固定資產 | \$ 240,000.00 | 資 本 | \$ 310,000.00 |
| 流動資產 | 120,000.00 | 負 債 | 30,000.00 |
| 損 失 | 10,000.00 | | |
| 合 計 | \$ 370,000.00 | 合 計 | \$ 370,000.00 |

由上表看時該事業已虧損一萬元。所以通常計算利潤的方法實以固定或變動較緩的物價為前提，若物價上漲甚劇，而其

會計計算方法不改變，則將使資本被視為收入（註八），實際之虧損反變為盈利；若將此種帳面盈利（paper profit）當作真實的利潤加以消耗，則將引起事業資金之缺乏，大則將使資本消蝕而致事業於失敗。

貳 對實際運用的影響。生產之實際進行須靠實質資本，即具體的資本貨物，已在結論中說到。但是實質資本之運用，又必須以貨幣資本為其補助。不但在開始生產以前購入生產因素須利用貨幣；即在生產開始進行以後各種生產因素之補充與更換，也必賴貨幣為其購買手段。因此一個生產的開始、進行、與迴轉，實需經常有一定數量的貨幣資本為其補助手段。這種貨幣資本我們稱之謂資金。生產的內容愈複雜，範圍愈廣泛，期間愈長久，則生產過程中所需的資金也愈多。

但是每次生產進行所需的資金，都是按一定的預算而準備的，如機器的設置與修理，人工的雇用，以及原料的購進所需的資金數額，都必預為算出，然後始能於發生需要時，以所預籌的資金實際購取，但是這種預算，通常是假定貨幣價值或物價水準固定，或雖有變動亦極輕微而設立的。換句話說就是常定此預算時，實假定所預計的貨幣數額，無論在生產進行的途中，或一度生產終了之後，必能換得其預計的各種生產因素。如果在這個預算設定後，物價不斷地上漲，即貨幣價值不斷地低落，則預計的資金所能購買的各種生產因素，即不能達到預定的數

量，若沒有方法補足這個差額，則生產必將因之受阻。

貨幣價值低落對生產資本所生的影響，同時發生於固定資本與流動資本上。固定資本通常是指機器廠房土地等不常變動的資產。這種資產一經設置後，即可使用相當的年限，中途不必隨時更換；但在達到一定時期以後，必須予以換置（replacement），這種換置的原因，也可由於實際使用的磨損，也可由於使用效率之降低，也可由於流行之變更或新發明之出現。無論由何種原因發生，當這些資產達到不適用的時候，必須有法使其補充，不然生產即將不能和以前同樣地繼續。這個補充的方法有的是當設備的每一部分發生消耗時隨時補充（如鐵軌）；有的是當整個設備到達不適宜時全部更換（如普通的機器或廠房）。無論其補充方法之如何，皆必須預為設立基金，即所謂的折舊基金（depreciation fund），以便屆時能換取其所需的物品，這種折舊基金的設定，是以最初購進時的價格為計算標準；既假定貨幣價值不變，則其基金的數額也只以達到最初的原價為限度，所以到了折舊滿期時，如果貨幣價值低落，除非這種固定設備本身的價值也有同程度的低落，則所預設的折舊基金，自將不能換到與當初同等的設備。

流動資本係指一個企業在其生產進行的中途，時常須變換形態的資產；如原料、半製品、製成品、應收票據、現款等等。這種流動資產通常是由現款開始，一部用於購進原料，一部用以

支付工資薪金；待原料變為製品後，復以現款的形態回到企業。這種資產都是隨時消耗隨時補充的東西，所以受物價上漲的影響也最速，如一般物價既上漲，原料人工亦必隨之上漲，於是在下次再生產開始時，欲購買與上一次生產同量的原料，或雇進同樣的人工，即必須較上一次付出更多的貨幣與工資。因此若出售製品所收回的貨款，不足購進或雇入同樣的原料與人工，自將使生產縮小，經營困難。目前所謂週轉資金（working capital）之缺乏者，即指此種為維持同量生產所需流動資本之不足；因所謂週轉資金者，不過是流動資本減去負債後之一部分流動資本而已（註九）。

貨幣價值低落，雖然對各事業的固定與流動資本之運用皆可發生影響，但是其影響的程度，則依各事業的性質與經營方法，而不盡相同。

先就固定資本而言，折舊基金不足的現象，在資產未重估價升值以前，存在於任何工業，但並非各生產單位皆同樣地感到其實際影響，因為固定資產大都是相當耐久的物品，在戰時談不上因流行變更或新發明而生的更替；其自然使用年限，在戰時如果沒有實際補充更換的物質也以達到完全磨損不能使用時為止。各工業設立的久暫不同，設置固定資產的時期以及固定資產本身的耐用性亦異，因此各單位所有的固定設備達到完全不能使用的時期，也大有上下。如果某單位設立不久，設備

皆係新置，或如其最初所購進的固定設備耐用性很大，則在戰爭的期間內或完全不須補充或更換；於是物價上漲對固定資產在此時期內並沒有實際的影響，因此折舊準備不足的困難，在實際上並不存在。縱令這些資產在市場上的價格已遠超過其所準備的折舊基金，生產依然可以繼續進行，此時的問題是在物價平定以後，因為這種資產更換的需要到那時才能發生，若當時的物價漸歸平復，也不發生貨幣減值的情形，則當時貨幣每單位的購買力，仍可回到物價未漲以前的水準，用原來預備的折舊基金，依然能換到同等的物品；於是這種準備，在物價上漲的途中自然沒有增加的必要。如此在平時每當商況循環的上升期間，物價也照例上漲，但是這種上漲照例不久仍將平復，所以折舊基金不足的問題不大發生。

但是對設立已久的工業單位，固定資產在物價上漲的途中，往往即達到須補充或更換的時期，這時如果原來的折舊基金準備是按原價設定，自將不足；若此時未設法事先增加其準備額，即不能取得與當初同樣的設備，生產亦將因此不能按原規模進行；假使所缺的設備是生產的基本工具，則生產甚至將因之停頓，不過這兩個極端的例子，實際上不多，大多數的工業，因其所用固定設備的種類甚多，有些固然可使用至戰後，而有些必須在戰時更換。所以多少都受折舊準備不足的影響，只是其程度則視必需在戰時更換的固定資產所占成分之多寡而已。

流動資金或週轉資金的缺乏，是物價上漲過速時代的必然現象。但是這種缺乏有真性與假性者，必須分別觀察。流動資金缺乏的現象，既指不能得到維持下一次同規模的再生產所需的資金的情形；則這個現象，必須上次製品出售的價格，確不足購進下次生產所需的生產因素時，始能發生。如果物價上漲的程度，無論何種物品皆屬一律，生產因素所漲的價格，可由製品的價格提高抵補，則自不會產生這種困難，所以真正感到資金困難的事業，只有製品上漲的速度趕不上原料人工上漲速度的工業。這些工業不外下舉數種：（一）因其製品在市場並非必需，或以競爭激烈，不易抬高售價，而其原料人工依然上漲，致每次售價所得不能維持原規模的再生產。（二）因其原料之上漲超過製品之上漲，如某些原為各工業競圖之對象，而其製品則不為商人或消費競圖之對象，於是製品售價之提高，終不能追及原料價格之上漲，以致製品出售所得，亦永追不上下次之成本。（三）縱令製品售價能照市價成本提高，而不致影響其銷路，但未必能立時收回全部現款以購備下次生產所需之原料；同時若事業本身又無多餘之等候能力，則也不能及時獲得充足的再生產資金。

在這種情形下的工業，纔會產生真正的資金缺乏現象。即使是這種工業，亦非沒有自行補救的方法。（一）如事業的資金雄厚。預囤原料甚多，可供數次生產之用，當一次生產之製品完

成後，其他未用之原料亦必漲價，於是即使此次製品依該次製造開始時之成本計算發售，由其他未用之原料所獲之漲價利益，已足彌補其損失。（二）如其資金雄厚或等待力大，每次製品不必急於求售，以其餘力進行第二次再生產。俟第一次製品價格漲至相當程度後再出售，則再生產成本與售價之差額亦可補足。所以即使有真性資金缺乏情形的工業，實際亦不必皆受此缺乏的影響，何況目前有不少工業，或因其製品為國防民生之所必需，或因其有獨占性，若其製品售價未受統制，則可自由提價以補償其再生產成本上漲所需之資金，縱令其製品售價已受統制，若原料供給價格亦係由統制機關以低價供給，也不會有資金缺乏的現象發生。

以上係就正常的經營情形下所發生的資金缺乏現象而言，所以稱之為真性的資金缺乏。但是在目前週轉資金不足之呼聲中，有不少可稱為假性的缺乏者；這種假性的缺乏，實發生於其經營方法之不良。

第一、將虛盈視作實盈分配，在物價繼續不斷地上漲的時期中，製品出售時的生產因素價格，已較該生產因素購進時高出者甚多。但是企業為納稅以及其他的考慮，成本往往仍照生產因素購進時期的價格計算。於是成本與製品間即發生甚大的差額。這個差額本須拿來購進下次再生產所需的生產因素，始能維持原規模生產，但是有不少企業即認此種差額即為真實

的盈利，而予以分配，如此自不啻故意消耗再生產所需之補充資金。

第二、不理解流動資本之性質。按流動資本當分爲固定的流動資本（fixed circulating capital）與變動的流動資本（variable circulating capital）兩種。後者的需要固然大都是一時的，不定的；而前者則實是經常維持由現金到生產因素，由生產因素到製品，由製品再到現金的循環過程的必需手段，具有固定資本性質的東西。所以變動的流動資本的需要，固然可以隨時仰給於外界的融通；而固定的流動資本，則必須由企業本身和固定資本一樣的預爲備置，在戰時因爲物資極度缺乏，於是競相設廠，有不少企業當固定設備一裝置卽行開工，以致日後固定性的流動資本，卽不得不以債務填補，而物價日趨上漲，此種債務永遠不能清償，甚至愈擴愈大，乃使週轉資金日見拮据。

第三、在興辦工業之狂潮中，甚至有一部分事業，或不待設置齊備卽行開工，以致物價上漲後其所準備之資金，卽不足再取得此項設備。或因某部分資金原期待於未收股本之繳足，或政府之貸款，但未收股本往往被投資者稽延，而政府貸款之發出亦異常遲緩，待取得此項資金後物價又漲，以致不能購入預計之物品。

第四、戰時物資既極度缺乏，其價格自亦日見昂貴，其利潤

亦似日見增大，於是平時在限界生產效能（marginal productivity）以下之生產單位競相加入生產界。而此等生產單位，或因其技術不良，或因其機器設備惡劣，或因其管理不善，乃使其支出不當的增大，成本加高。更以其製品品質多低於普通標準，售價不易隨之提高，於是因循積累，其資金縱令最初所備者豐富，也必將逐漸感覺不足。

以上種種，都是由經營方法的不良，而產生的周轉資金缺乏的情形，實不能與因物價上漲而生的必然而不可避免的資金缺乏現象相提並論。此外尚有一部分工業，一面欲盡量囤積原料，一面欲盡量積留製品，以圖雙方漲價的高利，這種事業也往往呼籲資金困難，但這即全非物價高漲之罪矣。

第三章 工業投資之促進

第一節 促進工業投資之基本條件與 投資之一般方式

壹。由前章所述，我們已經知道欲誘導社會儲蓄流入工業，先有兩個基本條件：第一、須使工業投資現在所獲得的利潤，優於其他部門投資的利潤——尤其是商業利潤，或最少亦當使與之相等；第二、須使工業投資將來獲得利潤的可能性，較其他部門的投資確實。關於第一個條件，因有第二章中所舉各種原因存在，現在工業投資的利潤在表面上，即在所獲的單純貨幣數額上，實不易超過商業投資的利潤。不過這一點若更進一步觀察時，實不成應對工業投資之妨礙。

因為商業上的利潤，本以發生於異地轉運者為最純正確實；這種利潤是由在同一時期兩地價格的差異所獲得，即使將這樣發生的利潤全部消耗，由所餘的成本仍可在原採購地買入同量的貨物，不致減少實際的交易數量和營業範圍。僅賴物價上漲而獲得的時差利潤，其所獲得的貨幣額雖亦甚大，但是所獲的這個更大的貨幣額，並不一定能擴大下次交易的貨物數

量，因為貨物既在不斷的漲價，則貨物售出後固然可獲得較成本高出甚多之售價，但下次進貨時如欲獲得同量的貨物，必須也付出同樣更多的貨幣。所以這時的盈利，只是一種帳面虛盈。如將所獲的這種盈利視作真正的利潤消耗掉，則下次所能購進的貨物必將減少。除非其所售賣的貨物每次變更其種類，而每次新購入貨物漲價的程度總較上次者大，始能獲得真正的時差利潤。不過這種時常變更所買賣的貨物的商業，祇限於少數精通市場狀況或能洞悉將來經濟變化內容的商人，並非任何人皆能從事。而一般商業上所獲的巨額時差利潤，實是由犧牲實質資本所得的虛偽利潤，反不如工業投資。當資本投下後必變為生產之資產，而資產可不論物價之漲落，皆能保持其原有實際數量。若由此更能獲得利潤（假若工業上漲的虛盈，已因資產價值與成本的換算而消除），則其所獲雖在貨幣數額上小於商業者，但確為真實利潤。

何況過去曾獲得巨額虛偽時差利潤的商業，在今日國際運輸困難，運費稅捐日趨昂貴，物價的統制日趨嚴密，而貨幣價值穩定的政策亦在逐步切實執行的情形下；這種時差利潤實在日趨減少。因為工商業投資利潤的情形有了這種改變，所以近來商業上的游資，也逐漸轉注目到工業投資上來。這點已可由前章所舉重慶各商業銀行，自二十九年以後對工業放款比例的增加，和對商業放款比例之減少看出。不過這時吸引工業投資者，

現在所能獲得的貨幣利潤的作用已小，投資者所注意的主要已為工業投資在將來利潤的大小與其確實性。

關於第二點的工業投資利潤的將來情形，亦如第二章第一節中所述，淺近的看來，現在向工業投資確似不比向土地商業投資在將來之能獲得更大的利潤或更有確實性。不過對這些問題進一步觀察時，也不致使工業投資在將來如此悲觀。第二章所舉的四項困難可以歸兩點：就是如何使工業在戰時不致因環境的困難而停頓，及如何使其在戰時不致因工業自身的缺陷或外貨的競爭，或政府對私人資本之限制而不能發展。前者是戰時工業一般的問題：如資本的缺乏（這實又以下舉數項為原因），外來原料與機械設備之缺乏，技術工人之不足，以及若干高級產品銷路之障礙等，這些困難確使戰時工業的經營，難於高舉的經營，而使投資者束手。不過這種困難亦非完全無法減輕，如就運輸而言，政府當除軍事使用以外，儘量先便利國內工業之使用。就原料而言，對稀少原料可統一向外購買，依事業之必需程度制訂優先分配的原則，對國內原料當禁止必要以上與不用於生產之囤積。對機械設備當使各事業之一時不使用者，互相通融。對產品當統籌需要，配合製造。對勞工當限制其任意移轉與加緊技工之訓練等。若如此對各生產階段各生產部門之生產，加以周盤籌畫，皆能使此種困難適當的緩和。而且這種困難中，多半都是由於物價上漲過速或國際路線不通而附隨發生

者。若物能稍獲平定，國際路線能重開後，則此種困難亦自可逐漸減少。縱令戰時有無法解決此種困難的工業，若此種工業非絕對無益於社會國家者，則政府將亦儘量設法維持其存在，不致聽其自然失敗而使國家之資本自趨毀損。

關於後者是戰後工業前途的問題。此點當戰事勝利結束後無可疑慮，因為對防止國外貨物競爭一點，是將來政府經濟政策的一個重要部分，和中國將來經濟發展的全部發生關聯。若戰後仍將如戰前之聽任外貨傾銷，壟斷國內市場，則中國將來之工業化決無由實現；為建樹今後中國工業之基礎計，政府必將設法減少此種外貨競爭之影響。而且事實上所謂外貨之競爭，若係機器等高級產品，則歡迎之不暇，若係消費產品，則日本商品退出後，一時亦更無競爭者。至若組織不健全之工業，戰後亦可用合併的方式，擴大其經營單位，以符合當時之生產條件。對政府將來對私人資本之限制一點，繫於政府今後之對內經濟政策。民生主義雖提倡節制資本，亦只在防止私人資本在全國經濟之壟斷，並非欲抑壓民族工業資本之發展，故此點已在本年十一中全會時政府所宣布之戰後工業建設綱領中可以看出。

由此看時，中國目前對工業投資之不踴躍，基於一般富有者之目光短小，實大於工業經營上之困難。不過這種心理上的障礙，也未嘗不因中國工業投資機構未發達之所致，如果有了

方便的投資機構與方法，則工業投資的情形必將改觀，以下即就此點討論。

貳 一個生產事業如果不是獨資獨力經營時，必需由社會上一般人的儲蓄中求得其所需的資本（貨幣資本）。社會儲蓄流入生產的方式有三：第一、資金所有者不願或不能利用其資金以直接從事生產事業，而以之貸與其他從事生產者，聽其自由使用。第二、資金所有者不但不能直接利用其資金從事生產事業，亦無法直接貸與使用者，於是乃委託於一種貨幣媒介者，經此媒介之手而間接貸與使用者。第三、國家直接吸收一般人民的儲蓄，以之投入生產事業。這三種吸收資本的方式，也就是歷史上資本流入生產事業的三個階段（註一〇）。

第一個方式是近代產業發達初期前後所通用的形態。此時的企業組織多為個人或合夥組織，事業規模不大，營業範圍亦小，經營者多由私人的關係向其友人或親屬直接籌集資本，以從事生產，這種情形在當時多發生於商業及貿易上。此時資金所有者能投資之對象有限，而事業方面能吸收的資金數額也很微小。

第二個方式是近代資本主義社會的典型形態。這個階段的特徵是（一）企業的規模擴大，設備繁多，其經營非少數人所能勝任，其資本非少數人所能融出，因此企業的組織也變成了一種便利一般人公開投資的方式。（二）金融機構尤其是銀行發達，單位與營業範圍皆擴大，信用亦鞏固，不僅止於普通之匯兌。

兌換與短期信用之融通，亦成媒介投資之機關。最初銀行還是被動的，只作純粹投資媒介者的任務，對事業本身直接關係，亦無積極興趣；產業發達初期商業銀行和產業的關係，就是這種情形，以後金融機構不但媒介投資，其本身有時亦直接投資，以致和產業發生密切的利害關係，於是最後即變成對產業的直接干涉或控制，這便是所謂的金融資本。

第三種方式多發生於後進國家，因此時世界上已有高度工業化了的國家存在。後進國家之產業，如僅賴私人資本之推進，則該國之產業將永不能追及工業已高度發達之國家，所以此時國家自身纔來負擔起這個任務，自行向人民的儲蓄中取用資本，以從事開發產業。但這個形態，又可由國家對資本干與的程度而分為兩種：一為全部的，一為局部的。全部的，就是實行一切生產手段國有的情形。此時一切生產皆由國家計畫執行，資本的籌措與用途完全由政府規定，私人不能私有資本，個人的儲蓄也須依照政府指定的方向使用。此時已與緒論所云無貨幣的社會情形相近，個個的生產事業，並不發生所謂資本籌措的問題。所謂局部的，就是經濟機構依然不變，資本可以私有，一切經濟活動也仍以貨幣的交換行為為媒介。但是政府對於一部分工業，以下列各種方式供給其資本：（一）政府由徵稅或由舉債或由國家金融機關的長期存款中完全自籌資本，自行舉辦工業；（二）政府與人民分籌資本合辦事業；（三）政府以上舉來源

中所得的資本，貸與私人興辦事業。

這三種吸收資本的方式，在今日無論何國都同時存在。在私人資本最盛行的國家中，也有國家資本的事業存在，如公共事業，在股分公司組織最發達的地方，也有獨資與合夥的經營；在個人直接投資為最普通的社會，也有利用銀行間接投資的事例，不過今日主要吸收資本的方式，還有第二種形態。經過金融機構的媒介，社會零星散在的資金，纔能匯流入工業，而形成像歐美今日的巨大工業資本。

中國在抗戰前產業尚未普遍發達，事業創設所需的資本，多賴私人的關係而直接籌集，金融機構很少發生媒介投資的作用。股分公司雖已相當流行，但在吸收資本上尚未脫離合夥組織的性質。迨抗戰開始前數年以來，國家統一，政府納入常軌，政府為積謀工業之發展，國家資本乃一躍而發達，尤以國家自辦事業之進展蒸蒸日上，抗戰以後，政府為鞏固後方民族工業之基礎，用政府貸款方式對私人工業之扶助獎勵亦不遺餘力。譬如就戰時後方的新興工業而言，國營工業的資本即幾占全資本額的半數，而民營工業的資本中，政府的貸款也占極大的成分。今後之經濟建設既在促成工業化，必將儘量利用全國之實力，而儘量使社會儲蓄先流入工業，無論其為國家資本或私人資本。這時第二個媒介投資的方式必將儘量利用，以便能廣泛吸收民間資金，而且這種媒介投資的方式，在戰時尤為鼓勵，因

爲在戰時政府支出增加，收入減少。若增加政府的直接投資或貸款以發展工業，往往將更加重國庫的負擔。如果能經由金融機關的媒介，使社會儲蓄流入工業，則不僅工業方面可獲得其所需的資金，更可使戰時流到貨物的購買與消費上的大量購買力，因此收縮，而減少消費與投機，以穩定物價。

第二節 企業方面促進投資之方法

近代的一個生產單位組織，既不能以少數人的集資而成立，也不宜全賴政府之直接供給資本，於是只有向一般人民廣吸資本，而爲能自多數散在的人民吸收各種數額的資金起見。企業方面必須先有適應這種目的的組織，這便是股分公司的組織。股分公司的主要作用有二：一是能廣泛的吸收資金，一是能分散企業的危險。企業單位愈大，這種企業組織也愈有利，因爲既可以無限地擴大其所需的資金，也可不致使少數人負擔這種事業的風險。股分公司有種種不同的形式，如股分兩合公司與股分有限公司等。但這種組織的不同，僅表示其所公開吸收資金的成分，及投資者所負事業危險程度的輕重，在原則上並無基本的差異。

股分公司所持以吸收資本的工具，是股票和公司債券。這種東西既可以自由買賣，其分割的數目也很小，所以即使稍有資金或對此事業毫無關係的人士皆可購買。尤其是因爲它能

由轉讓，更受投資者之歡迎。投資者如有需要現款或欲轉移投資的時候，可以隨時將其原投資金收回，不用投資入合夥事業後即成固定的東西，不經過麻煩的手續無法退出。

在平時股票與公司債之發行，都有人接受。企圖獲得較高利潤的投資者，願冒損失的危險而購取股票；企圖使其投資安全的投資者，滿足於較低之利息而收入固定的債券，自然即在平時比二者之最低利息，皆須不低於銀行之定期存款利率始能生效。但是在戰時情形則稍有不同。股票代表事業的所有等價權（ownership equity），其價值可與企業資產的價值同時漲落，在物價高漲的時期，如果資產的價值因貨幣價值的低落而上漲，則股票的價值亦將隨之增加。至若債券則僅代表債權，縱令今後事業之資產因貨幣價值低落而增加其實質價值，但是其債權則只能收回同額的價值已經低落了的貨幣，其結果與銀行存款無異。且股票的收入，可隨因物價上漲而增大了的盈餘而增加，債券則只能得到固定的利息。戰時的投資者皆受兩種心理的支配；或欲求得巨大的貨幣利潤，或欲圖謀其資金將來之安全。債券既不能予投資者以很大的利益，而其將來價值之安全，因戰時物價之不斷上漲亦有問題，自不易引誘投資者。

不過一個事業欲籌集長期資金，除了事業是新創設的時候，不能專賴發行股票，因為一個既成事業如欲籌發行新股票以增加長期資金，必出以增資或改組的形式，這不但須先取得

舊股東的同意，亦必須獲得政府之允許；有時尚須另納稅額（如舊股票因增資而增值時），手續相當繁瑣，且往往尚須變動該企業本身之組織，這時以用募債的方式較為適宜。不過若似平時發行固定利息的債券，則由上舉理由自不易銷售。在將來債券債權是否能維持，固尚有賴於將來的貨幣政策，不能任意預為判斷。但是債券的收入，不能享有戰時工業所獲的高額利潤則屬顯然。譬如據估計民國三十一年度各工業之平均利潤為五分，而銀行定期存款利率則不達二分，債券之利息為顧及公司將來之支付能力計，照例不能規定過高，於是其收入自亦不易超過二分以上。這樣投資於債券者，一無所取，何能望其踴躍參加。

不過發行債券的方式實有多種，如在美國有些公司所發行的參與或分紅公司債（participating bonds）以及可換公司債（convertible bonds）（註一一）都是為使投資者於固定利息以外，尚能於公司獲得更大之利潤時亦得參與分沾而設的。前者是於普通公司債的一切條件而外，更規定當司盈利分配與股東後尚有超過時，此種公司債之所有人，亦可按一定比例分紅，後者是於普通條件而外，規定經過若干時期後，執券人可請求將債券按預定之更換率（conversion rate）換為股票。分紅公司債的利益至為明顯，持券人可於公司盈利大時和普通股東一樣地分得超額紅利。可換公司債雖不能立時取得超額紅利，但予

此種債券購買者以於將來事業發達利潤增加時，將此債券換為股票，以圖獲得將來之更高利潤，尤其是可換債券在戰時物價飛漲的時期，更可用其為保持投資價值的手段。因為債券在將來換為股票的時期，既可於發行債券時任意規定，則若規定其可於下次公司增資或改組時更換為股票，其更換率可依發行債券時債券與股票票面價額 (par value) 之比例，或債券票面價額與同時股票資本化後價值 (capitalized value) 之比例決定，則當將來更換時，若股票價值增加，此債券之價值自亦將隨之同程度的增加。所以這兩種債券，在戰時或可予投資者以獲得戰時超額盈利的引誘，或使投資者能得到將來債權保值的保證，如果能用此種方法發行債券，應較普通債券更易推銷。

不過若此時能更進一步，將此分紅債券與可換債券的特點合而為一，發行一種可以分紅亦可以更換為股票的特殊債券，則更可滿足上舉投資者的兩重心理。即遇公司利潤大時，債券於獲得其固定利息外，亦可參加分紅；而在戰時或戰後股票之價值隨資產價值增加時，債券亦可依其投資時之貨幣價值比例換為股票，而使其投資之價值保全。則其發行當更有效。

這種分紅可換債券的具體內容，可以如下規定：先定一普通債券之固定利息（此種固定利息可稍高於銀行定期存款）外，再與債券購買人以兩種權利，（一）如事業之盈利大，則當付出債券利息，股票之法定股息及一定額之紅利後，債券所有人可

參加其餘紅利之分配。(二)在一定期間後，債券可更換為股票。關於此兩項特權，皆可於債券上事先規定：如(一)於固定利息年利一分之債券上，規定於每年結算時，當由總盈餘中將債券利息一分及股票股息付出後，尚有盈餘，則此盈餘或使股票先分取一分，餘由債券及股票平分；或使債券先分取八釐，餘數再全歸股票等。(二)規定此債券可於戰事完結，或公司下次改組或增資時換為股票。此時之更換率，可按股票與債券之票面價額換算，於是將來股票因物價上漲而漲價時，債券所有人可不致如普通之債權人，受貨幣減值之損失。但若發行債券之事業創設甚早，在發行債券時，其股票價值已早超過其票面價額，中途又未曾實行增值，將債券以同票面價格為標準換成股票，自將對舊股東發生不公。遇此等情形時，其更換率不妨先求出發行債券時債券票面價額，與當時同票面價額股票資本化後之價值 (capitalized value) 之比例，將來即可依此比例，更換為股票。

此種方法，自將使該事業原有股東之利益減少，但事業本身則將因此種長期資金之獲得，而增加其收益力。且因此所讓出之利益，實不致多於因不能獲得此種長期資金，而不得不賴短期借款以資週轉時所損失之利益，至若將來更換為股票時，若懼其有奪取事業管理權之虞，則不妨規定其可轉換為分紅優先股。購買債券者，多係對事業之支配無興趣之投資者，若將來

仍能獲得與普通股有同樣收益能力之優先股，則股票權之有無，應非其所計。

公司債雖為既有事業增加長期資金的一個方便手段。但事業的新創設，以及公司需要增加巨量資本的時候，仍須賴股票的發行。股票通常分為普通股與優先股。普通股之收入不定。當事業之盈利大時固可分得巨額紅利，而遇事業營業蕭條時亦將一無所獲。優先股雖除預定之利息外，不能獲得額外利潤，但事業之營利，無論巨細，必可儘先獲得分配。普通股是事業的基本，凡是對事業有興趣，而不計其投資收益的多寡者，皆將以普通股的形式投資。但是僅賴普通股往往有時仍不能獲得巨額資金，因為它對投資的收益既無優先的保證，則不易誘引慎重的投資者之投資。同時普通股既有對事業之投票權，則握有多數普通股者自亦將掌握事業之控制權；於是往往當事業之創設或增資時，其控制勢力皆已固定，即多不願發行超過現有勢力所握股權以上之普通股。凡遇此種情形，皆必賴發行優先股以資補充。因為優先股依歐美的慣例，通常沒有投票權（在中國雖司法院曾一度解釋為應有投票權，但按公司法則除於公司簡章中有明文規定者外似不應有投票權，不然則優先股將無代價地較普通股享受更大的利益，將無人行此種股票）；所以無論發行的數量怎樣大，皆不致奪取事業的控制，因此優先股實為吸收資本的一個重要有用的工具。不過在戰時若發行普通的優先

股，雖然對利潤有優先分配權，亦不似普通債券之純屬債權性質，但是所能獲得的利息，究竟較債券的固定利息所高無幾，在這種工商利潤數倍於此的時期，仍將不能引誘投資者。所以這時也當發行參與或分紅優先股（participating preferred stock），始能望其有人承受，至若此種優先股參加分配紅利的辦法，也可和分紅公司債同樣地，按發行當時事業本身以及市面的情形而預先決定：如年終結算時所獲盈利，除付出各種法定利息外，對預定紅利一分二釐之分紅優先股，先按票面價額分足一分二釐，次或對普通股亦分以一分二釐，所有餘額然後對此兩種股票，按票面價格，同比例均分；或對優先股分得一分二釐後，由普通股分取一分，次又分與優先股八釐，然後以其所餘全部歸與普通股等等。

這種方法雖亦將使普通股之收益減少，但一方可使投資人數增加，使穩健之投資者亦能加入；一方可集中支配權於普通股之手。在戰時游資充斥而工業蓬興的時期，有不少之巨額投資者對新辦規模較小之事業，多為欲獲得支配權而參加投資，故往往要求單獨認購百分之五十以上之普通股，而此種事業之創設者，亦多不願使其既有之支配權旁落，而拒絕此種要求，以致阻礙資金之流入工業。若用此種分紅優先股之辦法，一面對此種投資，予以一定限度之普通股，一面不限制其購此種優先股之數量，則此種巨額投資者雖不能獲得全部支配權，但可獲

該事業盈利之確實優先取得權，其投資心理或可變更。

此種特種公司債以及分紅優先股之發行，自不能必期其能立即誘導大量游資轉入工業；因工業投資之多寡，仍主要決定於前舉種種基本條件。但此種方法實較普通之債券與股票，爲更適合於物價繼續上漲時代募集資本之方法；若金融機關更予以適宜之扶助，必有相當效果可期。

第三節 金融機構方面便利投資的方法

壹 企業既以股分公司的組織，用股票或債券的方法來籌集資本，則這些股票債券必須能夠完全而且迅速地達到投資者的手中，始能得到其預期的資金。使證券達到投資者手中的方法不外二途：一是由公司自行向一般人直接銷售，一是由金融機構代爲募集。公司直接向顧客或舊股東銷售新股票的方法，雖然在歐洲相當普通，也是中國的企業素來發行證券的唯一手段。但是這是經濟尚比較落後的國家的辦法，爲能廣汎向社會一般吸收資本計，這種方法實嫌不足。因爲第一、直接募集只適用於小規模事業；因爲這種事業所需資本不多，只須由與公司直接間接有關的較少人數即可籌出。第二、只適用於信用已鞏固的事業之增加資本；因爲一般人對此種事業已有信任，可無疑地投資。在需大資本的事業，或新創辦的事業，即必須經過已有信用之金融機構代其募集，始能籌得所需的資本。金融

相關代募資本的方式，實有消極與積極兩種。消極的就是代企業印發證券，代收股款等方法。此時金融機構是一個純粹的轉手機構；對發行不積極予以任何保證，對證券之能否全部銷售，也不負任何責任。這是中國的銀行目前所用的方式。這種媒介方式，除了可以稍省企業直接發行證券所需的鉅大的宣傳推銷以及收款的費用外，對企業之吸收資本並無實際的幫助。真正的媒介方式，是積極的由銀行承受發行（underwriting）的方式。這種方式纔能使企業得到其預計的資本。因為企業若直接募集，證券能否全部售盡實未可知；若不能全部售出，則公司即不能獲得預定之資本，縱令最後可全部售出，款項未必能於指定之期間內收足。於是企業亦有不能按期開工，或因物價上漲甚速，至收齊後其款項已不足購入預定生產因素之虞。承受方式的媒介投資即可彌補這種缺點，因為此時是由金融機關先承受所發行之證券，無論該證券是否能在一定期間內全部售盡，承受此發行之金融機關先將現款交與公司，於是企業可以不待其證券之全部售盡，即能按預定計畫進行，今日作此種媒介方式的主要金融機構是投資銀行（investment bank）。這是工業革命以後和股分公司同時發展的一種機構，在十九世紀始大見發達。無論私人或政府所需的長期資金，皆曾由這種銀行代為籌集，其後商業銀行也參加入這種媒介投資的領域，尤其是在歐洲更成了一個主要媒介投資的機關，在美國法律雖不允商業

銀行經營投資，但其所附設的投資機關，依然代其執行同樣的任務。

無論是投資銀行或商業銀行，承受發行的機能有三：（一）調查發行證券企業的內涵；（二）與其他銀行合作承受此發行之證券；（三）將此等證券分配與最後的投資者（註一二）。由這三個機能，我們可以窺測工業之是否能普遍利用銀行代籌資本，實賴三個基本條件：（一）欲籌措資本的事業必須其收益力（earning power）確實，始能使銀行承受其證券而不致遭受損失。（二）銀行或其他投資機構本身，必須有可以墊付較長期資金之能力，因為既承受發行，則必須於一定期間內先付股款；但證券之是否能全部售出，或何時始能全部售出均未可知，故必須有力墊付此款直至其全部或大部售盡之時為止。（三）必須社會上確有能購買此種證券之最後投資者。因通常銀行之承受，皆係邀請其他銀行組織承受財團（underwriting syndicate）；分別推銷此種證券。但此種財團決不能全部自購此種證券，皆必須再自行直接尋覓最後之購買者。此種最後購買者或為私人，或為其他之金融機關，如保險公司證券公司（bond house）以至其他之私人金融組織等；無論其購買之主體為何，對其所購證券之收益力與確實性之關切則一。

所以中國今後工業是否能使金融機構應用此種承受方式以吸收資本，則視上述三種條件是否能滿足而定。第一與第

三兩個條件，都是關於工業現在的基礎與將來發展前途的問題，如果現在的基礎鞏固，將來發展的希望確實，則無論銀行或一般投資者自皆易向其直接投資，此點已在本章第一節中論列。第二個條件，是關於投資銀行承受證券發行的資金的來源問題。通常投資銀行（在無發行權的國家銀行亦如此）的投資基金來源有五：（一）原有的資本；（二）發行實業債券；（三）顧客之普通存款，或由處理債券所生之存款；（四）特種實業存款；（五）由商業銀行之借款。此中（一）銀行原有之資本無論如何巨大，皆不足應付其承受發行之用，不言自喻；（二）實業債券之發行在外國之實業銀行，雖有巨大之成功——如日本實業銀行所發行之債券——但此係平時之事，在中國之實業銀行不但尚無發行債券之特權，縱有，在戰時物價飛漲之情形下，因實業債券仍止於普通債權，其發行亦不能有顯著效果；（三）由處理債券所生之存款在中國無此例，通常之顧客存款，在實業或投資銀行主要為定期存款，此種存款在戰時反將減少；（四）特種實業存款為當前中國之投資銀行所用之方法，如交通銀行最近所用之特約實業存款，及中國銀行最近所用之信託存款等，但此種存款亦將如普通之定期存款，不能達顯著之數量，以上所舉之實業債券與各種存款吸收資金之效力，自尚依存於所付利息之大小，但此種利息無論如何提高，終不能追及物價之上漲，甚至亦常在普通商業銀行利率之下；且投資銀行為其自身營業之安

全計，亦不能任意提高此種利率，所以此點暫可不必顧慮；（五）在投資銀行與商業銀行任務分開之處，前者於承受證券時，多向後者借入巨額短期貸款，以預付其所承受之款項，於證券售出後再行償還，但是在中國的現在，證券既不能必期其能於短期內售出，商業銀行自身亦無負擔長期貸款的能力，所以這個來源更非可靠。

如此則投資銀行既然不易增加其自身之長期資金，其承受的能力自也極微小，所以承受方式的媒介投資辦法，在目前很少可能。

銀行除了代工業籌集資本以外，有時還用自己創辦或購取多數股票的方法直接投資工業者。在產業落後的國家，銀行謀建立工業；在產業已極端發達的國家，金融獨控制產業，都常用這種直接投資的方式，以圖攫取優厚的工業利潤。前者如德國工業發達初期的信用銀行（credit bank），中國近年的少數國家銀行與商業銀行對工業的直接創辦；後者如美國莫爾根（Morgan）等金融機關對工業股票的大量購取，都是銀行自身直接投資工業的例子。銀行的這種直接投資也是使社會儲蓄間接流入工業之一法，而且在產業發達的初期，確可促進工業的發展。因為這時工業的信用尚未鞏固，一般人民亦尚無向工業投資的習慣，所以工業不易直接由社會募得大量資金，銀行也不願承受銷售不易之證券。若用此種直接投資的方法，則事業

方面既可不虞其資金之來源，銀行為保證其投資，亦可直接對事業之經營予以監督與指導。但是就中國目前的情形而言，這種銀行的直接投資，如果其投資的基金，是由吸收社會儲蓄得來，則其數額有限，影響的範圍不大，不足解決工業界一般所需要的投資。若這種投資是國家銀行利用發行權增加，則雖可產生強迫儲蓄 (forced saving) 的作用，但有促進通貨膨脹的危險。

銀行以外的其他金融機關，如儲蓄銀行，保險公司，以及信託公司等，通常也可為媒介工業投資之一種補助機關。因為這些機關所吸收者多為長期款項，此種款項之利用，在工業已經發達的國家，工業投資實為其一主要途徑。因為購買可靠的工業證券，既可確實保存其本金，又可獲得較優的利息或利潤，不過這種機關在中國根本尚未十分發達，而戰時所能吸收的長期款項數量也極有限，尚不足輕重。

除以上的各種普通金融機關媒介投資的方法以外，一個發達較近而非常重要的媒介投資的機構，是投資信託公司 (investment trust company)，這種組織發生於十九世紀末葉的英國，當時國內投資市場飽和，投資者欲轉向利息較高之國外投資（如一八六〇年時英國的三釐整理公債跌至三釐以下，而同時美國的鐵道公債利率則在四釐以上）；但對外國證券之良窳，個人不易辨別，乃由精通國外產業情形之人士組織此種公司，

由公司自行採辦各種外國證券，而另由公司自身發出投資信託證券 (investment trust certificate)，以此種投資證券售與投資者，而以其自行購入之各種產業證券所得之利息平均予以分配，所以其利息較一般存款高，又無直接投資之風險——因公司所購之證券種類衆多，地域分散，各事業之風險可以抵銷；乃極爲投資者之所歡迎，而其所經手之證券乃亦普及於國內與國外者。此種媒介機構較易成立，除其初期採購證券所需之基金外，並不需隨時墊付巨額款項，所以實爲一種極有用之媒介投資機構。但是這種單獨的投資信託公司組織在中國一時亦不易發達。因爲中國之產業既尚未普遍發達，工業之單位不多，原有資本額亦小，所可供交易的實業證券的數量與種類皆有限，不足造成此種專門之單獨機構，而這種組織爲保證其自身與投資者之安全計，主要只能投資於信用最著之證券。但在中國目前這種優良證券可供自由買賣者爲數更少；需要投資者多爲新創之事業，此種信用未固事業之證券，非此種公司所能貿然接受。

因此在中國若欲推行此種制度，只有使鉅大之金融機關，以此種投資信託爲一附屬業務，由此種機關收購各種既存與新發行的產業證券，然後另自行發行一種投資信託證券（註一三），以其由產業證券收益，平均分配與此種信託證券購買者。若同時由政府或國家銀行，對此種證券之利息予以最低之保證，則當更易推行。民國三十二年尾中央信託局所創辦之投資信

託，即係這種方法的一種應用，不過這種方法在目前最好不必由某特定金融機關單獨執行，因為（一）金融機關既欲發行此種證券，則為能確實吸引投資者計，不能僅俟證券售出後，以所得之款項，再覓投放途徑，必須預先指定其所投資之事業，先須先自此等事業收購若干亂券作為準備，始能引起投資者之注意。而對此即必須先有相當豐富的資金，若此種投資信託係如美國一般之用公司組織經營，則此資金自係由其股本造成。而此時既須由金融附帶經營，則各金融機關既皆有其原有的任務，自不易單獨墊付此種巨額款項。（二）中國目前發行此種信託證券固然為便利吸引一般投資者之投資，其主要目的，仍在促進產業的發展，所以對新創事業之證券不能不擇其發展較確實者儘量購買，以供給該事業所需要之資金。且中國證券買賣之風尚未發達，售出投資證券後所得的資金，未必皆能換為基礎已鞏固的現有事業之證券，必得不向基礎較薄弱或新創辦的事業投放。可是購買此種新事業的證券必有相當風險，同時信託證券購買者利益必須維持，因此亦不宜使任何一單獨金融機關擔負此種責任，所以在目前如欲發行此投資信託證券，似以聯合數個資力雄厚之金融機關，合組一投資信託財團，合力經營較為適宜。此種財團可以國家之主要投資金融機關為主，如中央信託局、交通銀行、中國銀行等，商業銀行及其他金融機構亦可允其加入，再由此財團設一經理機構，或使其獨立，或附設某金

融機關內，以統一單獨執行此種業務。

不過如果欲此種組織能生廣泛的效果，尚有三點必須做到：第一、投資信託機關必須有多數可靠投資對象，始能使購買信託證券者安心購買。因為中國目前既存產業證券能自由買賣者並不甚多，此種事業發行新證券之可能性亦甚少，而轉讓與發行最多者反為新創辦或基礎未十分鞏固之產業之證券，對這種新證券投資信託機關，固然不能不儘量購備，但決不能以此種新證券為其主要準備。所以為保護信託證券之投資安全計，（一）當使國營事業中，除與國防有直接關係者外，擇其已有成績者，讓出一部分股權，以證券形式轉讓與此種財團。並於新增資本時，亦當先儘量利用此財團之投資。此舉不但可增加證券的一般投資者之信任，供給此投資財團以可靠投資對象，亦可為目前國庫節省一大筆支出。此種支出之減少，或能使通貨可獲得一部分收縮，或可以此款供給政府其他緊急建設之用。（二）各省省營及公私合營之事業，亦當如上法儘量利用此種投資財團。（三）已有成績之民營事業，欲獲得長期資金時，政府當先避免直接貸款，使其先以出讓舊證券或發行新證券方式儘量利用此財團之投資。（四）此財團之目的既亦在供給新辦事業之資金以促進產業之發展，對新創辦事業之證券不能拒絕，而投資的安全亦不能不保持，所以對已接受了其證券的新事業，當儘量協助其經營，使其能達於健全的地步。

第二、投資信託證券在將來須有轉換為某種特定產業股券之可能。因為在一般物價上漲的時期，如前章所述，債權本身的價值雖將日見跌落，而產業股券則大都亦將增加其價值，若此時投資信託證券仍只代表純粹債權，則其收入縱令較一般產業債券高，亦易使投資者顧慮其債權本身在將來之減值，而躊躇於購買，故為預防此點，當在發行投資證券時規定，此種證券可於一定時期後，調換為某種特定產業的股券，不過其所可更換之產業股券的種類、數目、更換率，則可由財團視其更換之可能而指定範圍。

第三、財團應決定其所購入或換出各種產業證券之市價。因著在平時各事業之收益力不同，其證券亦依其收益之大小而有不同之市價，在戰時更因事業創辦之遲早，同一票面價格證券所代表之所有等價權不相同，其實質價值更相異。如果投資財團欲按票面價格購買既存事業之證券，則將不能獲得可靠而收益力大之證券。若一般投資者亦可按票面價格，以其信託證券，換取財團已購入之特定產業證券，則皆羣趨於優良之產業證券。故當財團購入產業證券或信託投資證券所有人換取產業證券時，各種產業證券皆必須有其市價，然後優良之產業證券始能流入投資財團之手；而投資者以信託證券換取產業證券時，亦不致集中於少數證券。不過產業證券的市價，就是證券資本化後的價格，而此種價格在平時實係在證券市場自然決定。

中國目前既無證券市場，則必須由投資信託財團人爲的決定，但是人爲決定的方法，有不少實際上的困難；而且當此財團將此市價決定後，未必能使售者或購者接受。不過此時若能使其形成一種競爭方式，如購入時售者間之競爭，讓出時買者之競爭，則必未嘗不能造成一種公正之市價。

貳。無論經過何種金融機構，無論用何吸收投資的方法，吸收資本的效果，還靠兩個基本條件之是否能滿足。

第一、就是這些證券必須有流動性（liquidity）或可換性（convertibility）。就是投資者必須有隨時將其所握的證券，換爲現金的便利，因爲一般的投資者之目的，固然是追求更高的利潤，但也不願其所投的資金呆滯或固定，或有時因有現款的需要，或有時欲轉換其投資的方向，皆須使其原投證券變回現金。如投資於商業或土地者，固可隨時由變賣其貨物土地而收回現款；即係定期存款於銀行者，也可用一定的折扣而隨時取回現金，但是投資於工業後，多立即變爲各種資產，此種資產除非生產停止經營結束，不能任意隨時變賣。而且對工業的投資，必用債券或股票的形式，如係債券，則無論用何種形式，在法律上只是債權，在未到期前不能向事業請求收回；如果是股票，也只是對事業收益的請求權，即所謂的平衡權，而非對事業資產任何一部分之所有權。不能任意向事業請求其退回股款。所以必須另有使這些證券能隨時變爲現款的方法，始能使投資

者敢於投資工業。此點在銀行之積極媒介投資尤屬重要，因為銀行本身之資金終屬有限，若其所承受或自置的證券不能隨時變為現金，則當其欲繼續承受發行，或隨時變更其自身之投資方向，即將不能獲得充足之資金。

第二、各種證券的價格，必須隨時有行市。就投資者言，其是否願意投資，既決定於由其所投資本在現在或將來所獲利潤之大小，則其投資時即必須先比較各種事業經營之成績及其收益能力。但各事業之經營成績與收益能力，不能由其所發行之證券票面價值判斷，此種票面價值不過表示投資者對事業收益請求權之單位，至若事業之真正收益力，則決定於每次結算時對每單位證券所能付出利潤之大小。如甲乙兩事業所發行之證券票面價值相同，但其收益力則相差一半，於是此二種證券在投資者之目光中，價值亦必大有區別。若此種證券能自由買賣，則收益力大之證券市價，自將大過同票面價值而收益力小之證券市價。各種證券有了這種市價，然後投資者始能判斷各種事業之成績與前途，而選擇其投資的方向。就證券之出售者言，其所出售之證券也當有市價。因為各種證券之收益力既有不同，若皆依票面價值出售，則其收益力高者必無人願脫手，能轉賣於市面者，必皆為收益力極低之證券，此點對發行投資信託證券之銀行尤屬重要，因為彼等若不能購進收益力大之證券，而僅收進收益力小者，則對信託證券之利益，亦無從保證。

通常證券的市價，自只能判斷既存事業的成績與收益能力，對於新創辦之事業者，不能預知。所以這種新事業所發行的證券，往往一時沒有市價，除了投機者外，一時也不易由一般投資者接受。不過由既有證券的售價，雖然不能直接判斷新設事業的成就，但是可以間接推測該事業的前途。因為在一個社會中，生產事業所能獲得利潤之大小，雖決定於該事業經營之方法及資本之大小等條件，但最後實依存於該社會對此種事業需要程度之強弱。若某種事業為社會之所需，其產品易出售，則其資本自易擴大，經營亦易改良，因之亦可產生較高之利潤；若社會對此事業並非必需，自亦不易發展。所以如果新創的事業是屬於社會所需要的範疇，則其將來之收益能力自亦較社會不甚需要的事業者大，而某種新設事業之是否社會之所需，即可由既存之同種類或相關聯的事業的證券市價而推測，於是與證券市價已高的既存事業種類相同，或相關聯的新設事業證券，亦將較易出售，這種情形可於歐美各國當某種事業獲得大利後，同種新事業即繼之風起雲湧，而對此種新事業之投資亦極踴躍之例中見之。

為滿足上述兩種條件——能使證券有流動性與有市價，即必須有能自由買賣證券的市場，即所謂證券市場（security market）。證券市場原來只是證券之第二次分配（secondary distribution）的機構，並不能直接供給工業的資本（註一四）不

過證券市場既然是自由買賣證券的場所，則恰可滿足上舉兩個條件；證券既可隨時在市場換為現金，而出售的證券也必依各事業的收益能力，而有其資本化後的價值 (capitalized value)，即所謂的市價。因此它能間接地便利資本流入工業。

中國過去之證券市場主要是公債市場，對產業的促進並無何等貢獻，因抗戰發生，亦隨之自然消滅。在戰時的後方因為游資的充斥與產業資金的缺乏，證券市場的復活乃倍感必需。但是此時在後方設立證券市場，問題實甚多。若此種市場係指包含公債買賣的證券市場，過去論者皆以為有影響公債推銷以及政府信用的危險，曾一致反對其成立。此種顧慮雖因戰局之好轉與法幣信用之日趨鞏固而漸減少，但是戰時公債含有穩定經濟的作用，究竟不能聽其市價時有漲落，此點不必再討論。若專為產業之證券市場，則由其成立之效用較大，危險較小，所以主張設立此種證券市場之議論亦頗多。不過即此種產業證券市場之設立，實際亦有很大的困難。第一、如前述中國目前後方之工業數量有限，而能公開自由買賣之產業證券尤少，僅就數量言，恐亦不易成一獨立之市場。第二、有證券市場必有投機，此二者不可分離，在平時之證券投機，雖有穩定物價與對券建立一種公正價值 (fair value) 之作用，但是在戰時之證券投機活動，恐反將妨礙一般經濟管制以及刺激物價之上漲。第三、有證券市場產業證券即易於轉讓，於是亦有投資者將證券拋出換取現

金而從事他種投機活動如囤積等的危險。第四、產業證券的市價，既係按證券收益的大小，依市場利率資本化後的價格。目前市場利率極高，除少數特殊產業外，普遍產業的收益多在其下。若產業證券能自由買賣，則其市價必將低於其票面價格（雖因考慮產業資產在將來增值的可能，其低下的程度不必達於實際資本化後的價格），如此則證券所有人是否願拋出其證券，即成問題。縱令拋出，恐亦反有阻礙產業發展的危險。不過產業證券市場之應否設立，實在其所能貢獻於產業投資與金融之利益，與其所引起經濟狀況上之弊害間的衡量問題。如能對此種市場控制得宜，則利多弊少，未始不能設立，如不易控制，則其設立僅徒增一個經濟擾亂的因素。所以設立產業證券市場的呼聲雖早，直至三十二年七月第二次生產會議以後，始成正式考慮的對象，而最近始有正式成立之說者，即反映這種利弊情形的變遷。因此這個問題的歸結也只能隨一般經濟狀況的進展，而自然解決。

但是證券之流動性，與其價格之資本化，既為便利投資之重要條件，而證券市場又不能迅速成立時，則不妨先由發行投資信託證券之財團，局部代理此種機能。就是一面使財團購入各種證券時，不依其票面價值，而依其資本化後之價值給價。此種資本化之方法，不妨採用市面上通行之最高利率為標準。一面允許購買投資信託證券者，同時可購買一定限度之銀行自行

購入之他種證券，其購買之價格，亦以資本化後之市價為標準，於是則優良證券之持有人可隨時向銀行依當時之市價（即資本化後之價值）出售其證券，一般投資者亦可隨時由銀行按此種市價購得可靠之證券，銀行之此種操作即已帶證券市場性質，但可免投機之危險。中央信託局亦於發行投資信託證券同時宣布代理證券買賣的辦法，這雖然未必與此種所提議的辦法主旨完全相同，但已經開了證券交易的門徑。

第四章 資金困難之補救

第一節 由企業內部之補救

壹。如第二章所述，目前資本運用困難的癥結，是在物價不斷的上漲貨幣價值不斷的低落，以致預算的貨幣額不足應付將來的開支。這就是所謂的資金缺乏問題，不過物價上漲對事業資金的影響，有的是直接的，不可避免的，也有的是間接的，因企業的經營乃至會計方法，未能順應物價上漲而改良所致的，因此解決這個困難也有兩個途徑：一個是由外部補充其所需的資金，一個是由企業內部設法彌補。由外部補充的方法，主要的是企業的增資或銀行的貸款；由內部彌補的方法，主要是會計計算方法的改變，使事業不發生虛盈，和經營方法的改善，以減少資金不足的原因，對這兩點，以下部分就固定資本與流動資本討論。

就固定資本言，是在圖將來固定設備之補充與更換時，能備有充足之基金準備，這由企業自身彌補的方法，就是折舊基金計算方法的改變。就形式上說來，通常計算折舊的方法有四種：定額法或直線法 (straight-line method)，遞增法 (increas-

ing charge), 遞減法 (decreasing charge) 與收入比例法 (depreciation proportioned to earnings)。直線法是每年設定同一固定數目的基金方法。這在固定設備的每年確實消耗率無法知道時，最為通用。遞減法是在最初數年所設定的基金大，而隨後逐年減少；這是穩健的方法。因為機器等在新的時候修理費小，而營業的收入力大，趁此時期提前預為準備；則日後機器用舊修理負擔大，而營業的收入力亦縮小時，可減輕事業的負擔。這個方法尤其對於為防備因新發明而發生的不適用為最適宜，遞增法是初年的折舊準備小，而以後逐漸增加，這適於收益能力可逐漸增大的事業。收入比例法，是隨收入之大小而變更其準備的方法，這可使事業對折舊的負擔平均化。

在物價上漲的程度輕微，而其平復亦可在望的時期——如商況循環中的輕度繁榮期間，由這幾種折舊計算方法的形式上的改變應用，可以適當的減少事業經營上的困難。譬如此時若用固定法與遞減法計算折舊，則當其有能多儲準備時，其所準備的基金又將隨物價之上漲而逐漸不足；當物價平定後，其儲備能力又減小。若換用遞增法與收入比例法，則可以避免此種矛盾。因為在物價上漲時事業的盈利往往亦較大，如在此時逐漸增加其折舊準備，不但可使準備充足，減少物價恢復盈利降低時，準備折舊的負擔，也可免去一時過度盈利的分配。而使盈利能力不同期間的利潤分配平均。不過當物價上漲劇烈而有

繼續性的時期，這些方法的形式改變，皆無大效果。因為當此時期，固定資產的市價日趨上漲；如果此時仍照最初固定設備的購進價格計算折舊，則無論用何法其準備皆將不足。所以此時所謂折舊計算方法的改變，不是指計算方法形式的改變，是指將其設備的原來價格改為市價計算，然後始能求得為將來按市價補充時所需之基金。

將固定資產的原價改為市價計算折舊基金的方法，又有二種：一種是將全部資產按市價重新估價，使資本升值，然後依新資產價值從新設立折舊基金。譬如某公司於民國二十七年底購進機器設備一付，購進價格為十萬元，可用十年。用固定法按每年十分之一折舊，至民國三十二年底時，所提折舊準備金已達五萬元。但是此時物價已漲十倍，該機器設備重置市價已達百萬元；所以如欲以所儲之準備金再換置新設備，不足者甚多。於是在三十二年底結算時，將該公司全部資產重新估價，將資本亦同時升值（假定沒有法律上之困難）。於是各種準備金亦已皆將按此新資本價值從新設立。此時該機器設備的價格亦由原價之十萬元，改為百萬元。按此新價格從新改算折舊，每年當為十萬元，此時所新算出之折舊準備金，當共為五十萬元。這種帳面上的改算，雖然影響到盈利的分配，當資產重估價時也有其實際的困難；不過如果物價不再上漲，則十年後在帳面所得的折舊準備金，恰足該機器設備的重置價格。另外一種方法是不必

將全部資產重新估價。資本亦不必升值；只將折舊準備不足的固定資產重估，按新估市價在會計上另設立「資產增值」與「資產增資準備」兩種科目，調整此種資產所增的貨幣價值。而在帳面上準備出充足的換置資金(註一五)。這個方法雖然多一番會計手續，卻較前法可省去資產全部重估和資本升值所遭遇的法律上的麻煩。

譬如某公司於民國二十七年底創立時創立資本二十萬元，除其他資產負債外，機器設備之原價值十萬元。該設備可用十年，曾按固定法提有折舊，於是在三十二年底的資產負債表，按照最初的貨幣價值，其內容如下：

某公司資產負債表

(民國 32年12月31日)

| | | | |
|-------|---------------|--------|---------------|
| 其他資產 | \$ 195,000.00 | 各項負債 | \$ 80,000.00 |
| 機器設備 | 100,000.00 | 資 本 | 200,000.00 |
| 減折舊準備 | 50,000.00 | 公 積 | 10,000.00 |
| | 50,000.00 | 純 益 | 5,000.00 |
| | <hr/> | | <hr/> |
| | \$ 45,000.00 | | \$ 245,000.00 |

但是實際此時的物價已漲了十倍，該機器設備在此時所估的重置價值為壹百萬元。於是為保存充分的折舊準備，即需在帳面上如下調整：

| | | |
|------------|---------------|---------------|
| (借) 機器增值 | \$ 900,000.00 | |
| (貸) 機器增值準備 | | \$ 900,000.00 |
| (借) 機器增值準備 | \$ 450,000.00 | |
| (貸) 機器折舊準備 | | \$ 450,000.00 |
| (借) 機器設備 | \$ 50,000.00 | |
| (貸) 機器增值 | | \$ 450,000.00 |

此時該公司之資產負債表又如下列：

某公司資產負債表

(民國32年12月31日)

| | | | |
|-------|-----------------|--------|---------------|
| 其他資產 | \$ 195,000.00 | 各項負債 | \$ 30,000.00 |
| 機器設備 | \$ 550,000.00 | 機器增值準備 | 450,000.00 |
| 機器增值 | 450,000.00 | 資 本 | 200,000.00 |
| 分 計 | \$ 1,000,000.00 | 公 積 | 10,000.00 |
| 減折舊準備 | 500,000.00 | 純 益 | 5,000.00 |
| | 500,000.00 | | |
| | \$ 500,000.00 | | \$ 500,000.00 |

如果物價不再上漲，按這個原則每年調整記載下去即可。

但是若物價再繼續上漲，則這種補救的方法，馬上又失其效果，譬如前舉原購進價格十萬元的機器，無論用上述那一個方法，所提的新折舊準備，可得五十萬元。其後物價仍繼續上漲，等到五年後必須更新時，已漲至三十倍；則上次新換算的準備，只能得一百萬元，而此時這個機器的購置價格則需三百萬元，又不足二百萬元，所以若想靠這種方法得到充足的折舊準備，

即必須每年甚至每半年將原價重估一次而改算折舊。這樣不但計算煩勞，事實上亦不容易，因為一個企業的會計，不便不斷地隨時改變。因此在物價不斷狂漲的情形下，僅靠資本的增值或會計上的改良，並不一定能解決折舊準備不足的問題。

按固定資產之折舊準備，不過是將固定資產價值的一部分，每年轉化為流動資產，這種流動資產或即與該企業中之其他資產混合，只在帳面上保存其金額；或將其提出而另外單獨保存，如投入他種事業的證券；或將其存入銀行。在物價水準穩定時，無論如何處理，到時皆可得到預定的現金，不過在物價繼續上漲的時代，必須每年將折舊基金所轉換之其他流動資產，能夠隨固定資產的價格同時上漲，則上述的改算方法纔能達到目的，因為這樣則將來無論物價如何上漲，此等資產到滿期後纔能換置與原來相同的固定資產。若此折舊基金所轉化的流動資產不能隨固定資產的價格上漲——如所保留者為現款或銀行存款等，則用上舉方法所準備的基金如前例所示，到時即仍將不足。所以在物價上漲的時期，若想確實保存折舊準備基金的購買能力不變，又想避免每次改算折舊的煩勞與困難，必須使每次所設定的準備基金，單另提出而轉換為可以和固定資產在將來維持同等實質價值的流動資產，這樣雖然會使企業一時減少一部分可以活用的資金，卻預防了將來更大的困難。

在我國目前各企業所準備的折舊基金，大都是不另提出，

而以變為本企業中的其他流動資產，如原料物料等類。如果能將折舊基金所換來的原料，單獨提出以作將來更換時的準備，則因原料物料等是隨一般物價同時上漲的東西，在將來上漲的程度雖未必與固定資產相同，究不失為可以保存折舊準備實質價值的一種流動資產。可是現在企業以折舊準備金轉化為此種流動資產者，並不是為保存折舊準備的價值，僅在當作普通的流動資金使用。所以在會計上的結果，仍與現金相等，即使以此多囤原料，但原料大都是必需隨時消耗的東西，實際上也不便拿來單獨保存，以便將來折舊滿期時換成現金，而購進新的固定設備。因此我們現在所需要的是能夠保存實質價值，而又不須隨時消耗便於單獨提開的流動資產。但是這種可以滿足一切目的的折舊準備金所能轉換的萬能流動資產，實際並不存在，所以我們不得不進一步設法解決。

現在我們把固定資產必需更換的時期，分為戰時與戰後觀察，則最少可以得到部分的解決。假設抗戰尚須兩年始能結束，固定資產中有一部分固然必需在戰時更換，其他部分必可延到戰後。對戰時必需更換的一部分，別無他法，只有將決算後的折舊準備基金，儘量換為其他可以隨物價上升的流動資產，到了更換的必要時，以此種流動資產再換成固定設備。但是這種固定資產不會太多，大部分應該是件小質輕的設備，對這些資產所設的準備金，或由此準備金所變更的流動資產，縱令稍有不

足。也比較容易填補，至若大部分的固定資產，如笨重機器廠房等類，都可延到戰後再加更換。對這些固定資產所需的折舊準備數額亦大；如果戰後物價不能馬上下跌，或物價雖下跌，而貨幣單位價值已貶值，則戰時所設的準備金，除非每當屆結算時改算一次，最後終將不足。此時如未事先設法，影響甚大。但是對這類性質的固定資產，恰有合於上述條件的流動資產，供其折舊準備金的投放，就是美金債券，或美金定期存款一類的美金債權。

譬如企業當對其一般固定資產重估價後，將其凡可再使用兩年以上的固定資產的折舊準備金，購買兩年以後到期的美金債券，或存為美金定期存款，則對這部分固定資產經此一次改算後，即可將其折舊準備保值直至戰後，不再受物價上漲的影響，只當美金與法幣的折換率有修正時再加重估。同時政府似亦可允以此種為折舊而購買或存儲之美金債權，向國家銀行作有限度的抵押借款，以補救目前事業因提出此種折舊基金後所生週轉資金減少之困難，此種借款既係由售出公債或吸收存款得來，亦不致另加政府之支出。

此外用這個方法尚有兩重長處，第一、美金債權價格之上漲，既遠在一般物價之後，則當改算固定資產折舊時，其價值亦可以美金市價計算，如此可減少資產再估價時價值確定之困難。第二、中國將來購置機器時，必需大量美金，如果戰後美金價

值不致下跌——此種情形由美國戰後在世界上所占的地位推測，似不會發生——此時即可預為備置。目前美金公債的發售，雖已因額滿暫告停止，但是美金存款的門徑尚存（如交通銀行所辦的機器添購存款）；而且除了此種美金債券或美金存款的方法以外，最近政府尚有自美國的黃金借款。無論此種黃金是在市場上按一定方法自由買賣或發行黃金證券，如能將折舊基金依上述方法換為黃金或黃金證券提存；不但有美金債券或存款的名種優點，而且可使各企業於必要時隨時將其變為現款，不受期限與法律上的拘束，更為便利。

以上所舉將折舊準備換為美金為黃金等單獨提存的辦法，自然不易受企業方面的歡迎，因為在此時而將其一部分資金提出不加以直接運用，則不啻自行減少其生利的手段，殊不知對折舊準備的這種處置，實是鞏固了專業的基礎。譬如美國工業於此次大戰中，自然獲得了高度的利潤，可是它們並不將此種利潤完全分配。這一則固可以減少納稅，而更重要的就是以此盈餘更新或充實了其固定設備，使該工業本身的價值增加。中國戰時的許多工業，基礎根本不固，設備尤其簡陋缺乏；此種設備固不能望其如美國之能在戰時獲得補充，但若不趁此虛盈巨大的時期，早為戰後準備，則和平恢復後此種工業的前途，即很難樂觀。

貳。關於流動資金的困難，由企業本身的補救方法，對

於其組織不健全或存在根據薄弱者，除了根本改組其產業本身，如減少生產戰時非必需品的工業或取消合併在界限生產效能以下的生產單位外，不易解決。這種企業自身既無法使其製品售價償付成本，他人亦不能無限地供給其不易收回的資金。但這又是工業本身經營以外的問題，此時暫不討論。關於其僅在經營方法上有缺陷者，則可用下舉各種方法，予以適宜的校正。

第一、減少或取消虛盈。由前段所述，現在工業資金缺乏的現象，其最重要原因，是在將所得的虛盈，視作實盈分配。所以為維持再生產與避免資金缺乏最基本的辦法，自然是將製品的售價完全根據再取得成本計算，以其所得全部購進下次再生產所需的生產因素。這樣則虛盈既可致發生，再生產亦可維持。不過每次售價皆照再生產成本計算，事實上不可能，也不必需。因為（一）每次生產成本全部按再取得市價計算，有技術上的困難。因對一批產品製出後即行消滅的直接成本，固然可以按當時的市價計算；而可以繼續使用多次的間接成本，即不易於每次產品製出時，一一按市價決定其消耗額。（二）若製品成本皆依市價計算，倘再加上適當的利潤，製品售價勢必更加提高；如是則該製品是否再能維持既有的銷路，即成問題。（三）政府收稅係以市價與成本孰低為原則；如將成本按市價提高，則納稅額亦必增加。（四）在物價不斷上漲的時代，事實上多數企業所囤的原料皆是數次再生產之用，如果將第一次生產時所囤之原

料，用於第三次再生產，則其原料成本即不按第三次再生產終了時之再取得價格計算，亦未必不能取得再下一次生產所需之原料；若更將成本提高，徒更增加額外之利潤。

所以爲減少虛盈的弊害，並不在將全部生產成本按市價計算，只須將直接成本中之原料物料，以及間接成本之折舊按市價計算，即可保證下次再生產中所需之流動資金。這時最重要的問題，是由市價成本與原購進成本間所生之差額，必須以之充下次生產之流動資金，而不能視爲真實盈利分配掉。

第二、原料與物料之預囤，應顧及企業本身的資力。物價既在不斷地上漲，則儘量的多囤物料與原料，自是生產事業謀利的一個重要手段。而且再取得成本既日趨增多，則預囤原料也是企業爲維持其再生產的一個必需條件。因爲如無相當預囤的原料，萬一製品售價不足購入再生產所需的生產因素時，生產必將立刻被迫減縮。不過預囤原料的數量，必須顧及企業本身擁有資力的大小，如果企業預籌資金雄厚，則除能隨時供應其所需的流動資金以外，自不妨以其餘力多囤原料。如果企業本來沒有如許資力，若所囤原料過多，即將影響到其必需的流動資金的數量。

第三、存貨必須隨時脫手。在戰時物價既然不斷的上漲，製品的售價亦必可隨時間的經過而提高；於是廠家即有積壓製品不願立時出售，以圖獲得製品漲價的利潤的傾向。積壓製品對

週轉資金，即和預囤商品發生同樣的影響。若該事業原有之資金十分充足，出售之稽延或不致減少企業的週轉資金；在資金本無多餘之工業，則積壓製品愈久，其週轉資金亦愈少。這種事業，必須將其製品隨時脫手，纔能維持其資金的週轉。

第四、事業開辦時資金必須準備充足。尤其是帶固定資本性質的流動資本，必須以自身的長期資金構成，不能賴短期債務隨時彌補，然後開工後始不致陷於資金困難。

第五、在平時當事業之流動資金不足時，常有將陳舊不用之資產出售以資補助的辦法；在戰時亦不失為可做效之一方，因為戰時有許多工業常有某種固定設備或工具，或因裝配不全，或因原料缺乏而擱置者；亦有預存之某種材料因設備不全而無法製造者。此種資產若一時恢復無望，則不如將其出售，以補充所缺乏之資金。

第二節 由企業外部之補救

若用前節所舉各種內部補救的方法，目前所謂資金困難的問題，必可相當的減少。不過僅靠此種方法一時恐仍不能收顯著的效果。因為前舉各種方法在實際執行的時候，不免有許多事實上的阻礙。譬如欲藉會計上的改算以減少虛盈，則企業方面不能不顧慮對吸收投資的影響；欲將折舊準備單獨提存，則不能不懼資金之凍結等等，而且縱令此種方法能夠完全執行，

也不能解決這些方法所提示的問題全部困難。譬如前舉固定資產折舊計算方法的改變，只能適用於既存的固定資產的補充。而在工業發展的進程上，新固定設備的增加必將隨時發生；尤其是目前後方的工業多係在極簡陋的條件下開工，新設備的不斷添設更屬必要。此時若欲自盈餘項中撥付，則當盈餘扣除後，可能拿來添置新設備的剩餘資金即減少。而且對既有的固定資產，若所設之折舊準備，加入成本則使製品售價過高，若因此阻礙銷路，仍不能獲得充分之準備金。又如流動資金之缺乏，若係由企業本身之不健全所產生者，不能再靠企業的內部經營挽救，已如前述。即僅由經營方法上的缺陷所致者，如其缺乏的局勢已成，則由內部經營上的補救，為效亦甚微。在這些時候皆不得不乞靈於外界的接濟。

由外部補充資金缺乏的方法，不外借債與增加資本兩途。借債通常是經過金融機關。但是為補充固定資本所需的借款是長期的，不易由主要為便利短期融資的商業銀行獲得接濟，除非此等銀行對該事業已有了切身的利害關係，如對該事業原有投資或有大量貸款未收回，則當該事業困難時不得不儘量通融以防其失敗。可以長期貸款的金融機關，是投資或實業銀行以及保險或信託公司等種類。但是這些機關已如第三章所述，在戰時因為定期存款之減少或實業債券發行之不易，能予工業的長期貸款的能力也很有限。至於企業自身借款的方法就是發行

公司債，此點亦已在第三章論及。不過發行債券在戰時即用前舉分紅與可換債券的形式，恐亦不易醱聚巨大金額。

目前中國工業所靠的長期貸款的一個重要來源，是政府的工業貸款。戰時多數工業所需的長期資金也曾雜賴此種貸款維持。譬如僅民國三十二年一年間的貸款，即為二十萬萬元。不過這種貸款亦如政府直接投資一樣；若數量不大，則作用微弱；如本年之二十萬萬元在工業界即認為杯水車薪，其已提出請求者，即超過百萬萬元（註一六）。若大量使用，對工業資金的困難，固然可以一時緩和，但同時也產生很大的影響。因為這種貸款的基本來源，不是人民儲蓄的利用，而是政府直接支出的增加。拿來補助工業長期資金的一時缺乏，以維持既有工業的生產於不墜即可；戰時工業所需的長期資金主要取給於此則不可，這種放款和戰時政府的直接投資一樣，不是社會上既有購買力的轉移，而是新購買力的創造。當這種購買力尚存在生產者手裏時，固然可以一時付與生產者以更大的支配生產因素的能力；但是這種購買力一入市場（不必是消費市場），在中國戰時生產因素既已相對地全部就業，而其他部門的購買力並沒有減少的情形下，又立將引起生產因素價格之長漲，於是恐不待經過數次生產行程，新增貸款的效用又將消失。所遺留下來的些微生產之增加，恐遠不能抵銷新引起的物價上騰。所以解決工業長期資金缺乏的外部補救辦法，還須在企業本身的力量上設法用企業

本身的力量圖長期資金之增加，公司債之發行，效果既屬難期，則只有增加企業本身的資本。

關於流動資本或短期資金的補充，也有由企業本身，自行設法者。如過去上海一帶之工業，曾自行吸收存款者（註一七），但是這種情形將隨金融組織之發達而減少，且為事業本身之健全計亦不宜提倡。因為如果此種方法能吸收相當數額，則必須提高其利息，於是事業又多負擔一層責任。所以通常流動資本之補充，只能利用銀行之融通。不過能經常須賴銀行接濟者，只應是一部分的流動資本，即流動資本中的變動的流動資本，至若固定的流動資本，已如第二章第二節中所述，是具有固定資本性質的東西；是經常維持由現金到生產因素，由生產因素到製品，由製品再到現金的循環過程所必需的手段。這種資金的週轉自然也須利用銀行。不過這時銀行的融通，是在隨時補充這個循環的脫節，如未收貨款票據的貼現，成品未脫手前為進貨的抵押等等一時的或一部分的短期融通，並不能長期補這種資金根本的缺乏。所以這種流動資本，必有一定最少限度須企業自始即和固定資本同樣地自行準備。如所謂的二對一之規則（週轉資本二，流動負債一）（註一八），就是指流動資本中企業自有週轉資金，必須超過流動負債之一例。若這種最低限度的自有流動資金經常不足時，則為企業之安全計，必需如固定資本或長期資金之補充同樣地處理，或發行債券，或增加資本；決不

應期望普通銀行——尤其是商業銀行，予以帶長期性的補充。所以普通銀行能對企業的流動資本予以經常接濟的便利者，實只限於流動資本中之變動流動資本之不足，以及固定流動資本循環之一時脫節。此種接濟既皆為短期融通性質，在英美皆係商業銀行的任務，不過在中國的商業銀行，無論在戰前或戰時，即使對工業的此種短期融資，一向也沒有很大的幫助。因為銀行放款（無論長期或短期），多以所獲利息之高低，收回之速度以及收回之確實性為轉移。（一）戰前之公債土地投資以及戰時之商業與囤貨所獲的利潤皆較工業生產的利潤高，所以能負擔較高之利息；（二）戰前的公債投資可以隨時變賣，戰時的商業貸款（尤其是比期制度），通常亦較工業的短期放款之收回期間短；（三）平時的公債與戰時的商業投資所獲的利潤確實，故貸款之收回亦確實；而戰時工業除一部分外，以其基礎始終未十分健全，即使短期貸款，其收回之可靠性亦無單純做貨物為強；（四）商業向銀行借款所用的擔保品多為商品存貨，銀行於不能收回貸款時，隨時可轉售此等擔保品；而工業所能供予的擔保品，沒有如此便利的流動性；（五）缺乏證券市場與貼現制度，使工業的票據證券不易在金融市場上變現。這些都是阻礙商業銀行向工業融資的重要原因。所以今後欲增加商業銀行對工業流動資金接濟的便利，此種種困難必須先加解決。

不過這些困難多與一般經濟狀況金融組織以及銀行制度

相關聯，其發展也有其必然的步驟，不易單獨開闢便利工業融資的途徑。在戰時經濟狀況變化劇烈的情形下。欲期待商業銀行自動地積極予工業融資以方便，實非客觀事實之所許。不過在一般銀行沒有普遍達到這一步以前，國家銀行不妨首先試辦此種專為接濟工業流動資金的短期放款。期限可較普通商業放款稍加長，利息不妨與普通正當商業放款利息接近，抵押辦法亦可稍放鬆，同時再做貼現與承兌。則工業資金之運用，必將獲得不少之便利。若行之有效，商業銀行亦必將逐漸羣起效尤，而使工業資金之融通漸入常軌。三十二年度四月，財政部即已頒布非常時期票據貼現辦法，其後中央銀行已開始重貼現以及票據承兌的業務。同時由中國、農民、交通三行，中央信託、郵政匯業儲金二局，以及銀錢合組的票據交換所，最近亦有成立的消息，這些都是達到便利工業短期金融的先聲。

第三節 企業增資與資本增值問題

壹。由前節所述，可知補救目前工業資金缺乏的困難的一個很基本的辦法，是增加企業既有的資本。企業本身的增資，不但可自己鞏固其營業的基礎，減了對外界的不當的依賴，更可以減輕政府的直接支出，而避免軍時已膨脹了的金融的更大膨脹。增加資本對現存的事業，亦極易實行。因為新辦的事業固然因其信用未定，基礎未固，不易吸收投資；但是既存的事業，

則在投資者心中另有一番評價，除了顯明有虧損的事業以外，要收新的投資多無困難。由當前一些已實行改組或增資的事業新股，多為舊股東全部承銷，並不另覓新投資者的情形看時，也足見戰時的游資並非完全怯足於工業。

增加資本的方法，自然只有發行新股票。所發行的新股票，或為普通股或為優先股，或由舊股東認購，或另售與新投資者，皆是技術上的問題，可隨市面的情況與事業的需要而決定，原則上並可多討論之處。此時成問題的，就是增資時所發生的新舊股權平衡的問題。

如第二章所述，物價既然不斷地上漲，則一個工業的資產用貨幣所表示的價值，亦將隨物價而增加。但是一個事業的資本普通係用原投的貨幣資本額表示，在事業開始時這個貨幣資本的數額，固然與資產的價值相等；但當物價上漲之後，此二者即發生懸殊，因為資產的價值雖可隨物價增加，而貨幣資本的數額，如不隨物價上漲的程度變更，則只是價值已降低了的原量貨幣額。這在發行新股票，而不必變更事業資本的所有關係時，並無影響，譬如新增的股本係由舊股東按各人原有股本的比例承購，則與投資者既毫無所損，因為原投的貨幣資本當變資產後，其貨幣資本額在經營上即代表投資者對這些資產的所有等價權；如果各投資者所有的對全資產的所有等價權的比例不變，縱令資產的價值增加，其所投的每單位貨幣，在該企業

中所能代表的價值亦與之同等增加。但是當企業原來的資本的所有購造若有變更，如新增股本不能由舊股東按原有股本的比例承購時，情形即將不同。譬如此時原有的票面價格百元的股票是代表值時價二百元的資產及其收益力，若此時新加入的每股亦同樣繳納百元，則新舊股票的權利，自將產生不公的現象。

通常平衡新舊股權的方法有兩種。一種是無論新舊股，每股依然維持同等的票面價格。但是將舊股每股所代表資產的市價求出，如每百元一股的舊股實際是每二百元的資產的等價權，新投資者如欲獲得同票面價額的股票時，每股須繳納二百元。這樣則在增資時不必更動企業的原來資本的數額，即可使新舊股分對資產的等價權平衡。這種付票面價格以上的股款的情形，在有證券市場的地方極為普通。譬如在上次戰爭時與戰後物價高漲的時期，歐洲證券市場上一般企業的股票皆普遍漲價者，資產價值的增加是一個重要原因。自然這種上漲並不一定和一般物價的上漲同一程度，如自一九一四到一九二七年間，巴黎的物價漲了六倍，而各種股票只漲到兩倍至三倍。這自然是因為各事業的資產並不能一律與一般物價同程度地上漲，各事業的收益也不會與物價同一步驟地增加。因此企業增資時能應使新股於票面價格外，另付若干超過價格，自亦不能完全照物價上漲的程度計算，必須尚考慮其資產的構成與收益的能力。這種方法是企業增加資本的一個便利的方法，因為可以避

免下述舊資本增資時的困難。不過這個方法的實行有其限度，只能對收益力已經很大的事業才能生效。因為普通的投資者，並不會注意其所繳股款所代表的資產價值，只注意於其所投資本所能給予的收益。若是資產價值增加甚大，而其盈餘甚小的事業，用此種方法仍不易引起投資者興趣；因為其所付票面價額以上股款，並不能予以更多的利益，在這種時候，則仍只有用第二種的增資方法以平衡新舊股權。

第二個方法就是將最初的資本數額改為與其資產的市價相等。即將原資本增值，再對舊股票或將其票面價額同比例增加，或對其增值的部分予以另外的股票，然後再使新資本加入。這個方法比第一個方法簡單。既無須對新股於其票面價額外所當增付之股款數額之困難。也不致引起投資者疑慮，因為此時付出百元即換得百元之股票，所以用這個方法增資，也比較容易吸收新資本。

在戰時的資本增值，除了便利企業的增資以外，其本身尚有幾個重要的作用：（一）戰時最易感覺資金缺乏與經營困難者，多半是生產界效用以下的工業；而這種工業又多半是小規模工業，為圖增進這些工業的生產效率，或者防止其流於藉工業名義囤積及轉賣材料而不實際從事生產計，必須使數個小工業合併或更進而增加其資本，使其變為規模較大的工業。可是這些單位成立之時期不同，其資產之價值也互異；自不能

將這些單位的原有資本平均計算而合併，必須先將各單位的原資本額按資產的時價增值，然後合併始能公平。(二)在生產進行的途中，任何事業——即使其資金充足，也不免有時須向外界借款，但是借款——無論其為長期短期，無論向銀行或政府或一般人民借入——的能力，通常必以企業資本額的大小為根據。如果不將原來的資本數額按資產的實質價值增加，即不易借得事業所必需的款項。(三)企業如欲減少虛盈，必須按再取得價格計算成本。成本中之直接成本因係隨時消耗隨時補充，固然容易按再取得價格不時改算。但是間接成本，尤其是固定資產折舊，如果欲按再取得價格改算，則如本章第一節中所述，或須特設折舊準備會計科目，或須將固定資產之原價按市價提高。如用後法，便成資本增值問題。資本增值本身既尚有這幾種作用，於是在戰時的產業界，即不需增資的企業便也有增值的要求(自然尚有些企業是專為減輕租稅負擔而要求資本增值者。這非正常的情形，此處不加討論)。

貳。但是當一個企業欲實行舊資本增值時，有兩個困難：一個是此種增值必須課稅，因為資本增值將影響稅收；一個是戰後物價低落時，是否又當減值。

關於第一點是因為：(一)現行直接稅制，對營利事業所課之所得稅，都是以利潤與資本額之合計為標準。若利潤額同一，則資本額愈大，其應納之稅額亦愈小。所以如果企業實行增值。

所得稅之收入自亦將減少。(二)資本既增值，舊股票之價值必增，此種價值增加雖不必為實際收入，但為財產之自然增價，按課稅原則必須予以課稅。所以由政府的財政觀點言，如允許資本增值，所得稅之收入必將減少，因此對所增之價值即不得不課以新稅。而由事業之觀點言，增值之所獲終屬帳面收益，並未收入現款，所得稅負擔之減輕，事屬將來；但增值時所當納付之稅額既需現款，則反有使事業資金減少之危險。如果財政當局不允免除或緩納資本增值時所應納之稅額，則多數事業即將寧忍事業資金缺乏之困難，而不願增資，其狡詰者更將以改組轉讓等方法達到其目的。所以這個增值納稅的問題，便是戰時資本增值問題的癥結。這個問題的解決，實當由兩方面考慮。

就財政的方面言：當考慮(一)工商業利潤既不平衡，其對租稅的負擔實亦不均。因現行所得稅之徵收，既以資本額與利潤之合計為標準，則商業資本之構成多為流動資產，其帳面之資本額亦與其資本之實質價值相近，因此其稅負亦較輕。而工業資本之構成多為固定資產，若其原來之資本額不按時價增值，則遠低於其實質價值，因此其稅負亦較重。(二)工業經營雖亦多利用假帳瞞稅者，但因其地址固定，生產設備人工以及生產數量皆可稽核，終不能逃稅。而商業——尤其是囤積居奇者與作轉手買賣者，其進貨出貨儘可不經帳面，因此逃稅的可能性也很大。(三)資本增值雖將一時減少所得稅之收入，但事業

原
书
缺
页

時的經營。但是當時一切的工業生產皆將受物價暴跌的打擊，固不限於資本已增值者。不過就戰後經濟發展之趨向推測，戰後的物價恐不致演成物價暴跌的現象，因為：（一）當時戰區收復、工業復原、人口驟增、物資與資金的需要亦必龐大。（二）整頓財政、償還債務、軍家復員、撫恤傷亡、也需要大量的資金。（三）國際經濟必有協調，政府對本國之工業與產品必有保護，外貨不致傾銷，則本國的工業生產最少可按原步調繼續，由此種種原因，將來企業減值的問題，似尚不必顧慮。

第五章 結 論

總括前數章所述，我們知道了欲提高一個社會中人民的生活福利，必須不斷擴充與創造新資本。而欲擴充或創造生產資本，在一個農業社會中即必須先發展一般工業。為發展工業又必須先使人民的儲蓄能投入工業。但社會投資的方向，決定於其投資在現在或將來所能獲得的利潤的大小。在戰時物價飛漲的時期，土地與商業的投資現在所能獲得的利潤皆高於工業，其將來獲得利潤的可能亦較工業確實。所以社會上的儲蓄大多數都用在商業上，除了一小部分外不易流到工業中來；因此工業建設便不易獲得充足的資本。同時因物價上漲過速，也使既有的工業資金感覺缺乏，如固定資本之不能補充或添設，流動資本週轉不靈等現象。這些困難的根本解決，屬於一般經濟問題；如物價的平抑，運輸的改進，各種生產因素的合理分配，以及其他戰時工業扶助的政策等等。但此等問題皆非本文之所能討論，不過這些問題既然係由戰爭狀況所產生，則在作戰繼續的時期，恐亦不易望其能獲得滿意的解決。

可是就現在的環境所能允許的範圍內，也有相當的補救方法。譬如欲促進對工業的投資：可以一方面使企業方面發行容

易吸引投資的債券或股票；一方面使政府金融機關儘先開闢便利一般人民投資工業的門徑。如欲減少資金缺乏的困難：一方面可使企業改良其經營與會計方法，以減少虛盈與健全資金的運用，並使國家銀行創設對工業流動資金的便利；一方面應鼓勵企業自身增加資本，以減少其對外界資金上之依存，並鞏固其經營之基礎。

不過實行上舉各種方法後，尚有兩點問題存在：（一）如果今後的物價依然繼續上漲，則資本之增加，或會計計算方法之改善等，仍不能使資金不再感缺乏；（二）如果事業會計處理方法改善而使虛盈減少，則貨幣利潤必亦隨之減少，豈非更將妨礙對工業之投資？第一個問題確甚重要，不過這是關於物價一般的問題，除了關於折舊準備，可以換為美金單獨提存，以備物價的更加上漲外，關於其他，只有視物價再加上漲的程度，而再隨時加以如前述的各種調整。不過如果上述各種方法皆能見諸實行，則流轉在貨物轉賣上的游資，應可有相當的部分歸到生產途上來，政府的支出亦可減少；同時隨限價辦法與政府貨幣政策的逐步改進，則物價未始不能獲得相當之安定。第二個問題，實際應該不會有很大的影響，因為投資於工業者不但欲獲得現在的利潤，更欲保持其將來的利潤；因經營與會計方法的改良，雖將一時使現在所能獲得的利潤減少，但是其將來的利潤保障更大，投資者必能理解此點。縱令因由此種改良而使其

純利消失的事業，亦可用政府或銀行對投資保息的方法，而予投資者以一定利益。所以此點若確能鞏固事業之基礎。恐決不致妨礙資金之流入工業。

總之上述各種方法，在這種物價高漲，工業資本缺乏，而又沒有根本解決方法的時期，皆不妨一試。縱令其效果之強弱不可預料，但決無害處。實屬自明。

附 註

- (註一) Boehm-Bawerk: *The Positive Theory of Capital*, Preface, p. 4
- (註二) Knut Wicksell: *Lectures on Political Economy*, Vol. I, p. 144.
- (註三) H. G. Moreton: *The Formation of Capital*, Washington, 1935, p. 9.
- (註四) J. B. Clark: *Distribution of Wealth*, Chapter IX.
- (註五) J. A. Schumpeter: *The Theory of Economic Development*, 1933, p. 122.
- (註六) J. M. Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Saving* 1933, p. 63.
- (註七) 康永仁: 論銀行授信業務的事前審核。新經濟, 第八卷第十期。
- (註八) G. V. Haberler: *Prosperity and Depression*, 1939, p. 50.
- (註九) C. W. Gerstenberg: *Financial Organization and Management*, 1925, p. 573.
- (註一〇) N. S. B. Gras: *Business and Capitalism*, 1930, *The Flow of Capital* 各節。
- (註一一) W. Mackenzie Stevens: *Financial Organization and Administration*, 1934, p. 20.
- (註一二) F. C. James: *The Economics of Money, Credit and Banking*, 1930, p. 127.
- (註一三) 劉大均: 發科技實信託證券芻議, 中央銀行經濟叢報, 第五卷第八期。

- (註一四) Twentieth Century Fund, Inc., *The Security Market*, 1935
p. 28.
- (註一五) 潘序倫：當前工商業財產估價和損益計算問題，中央銀行經濟叢報
六卷，四期。
- (註一六) 商務日報：經濟界，三十二年九月十日。
- (註一七) 王宗培：中國企業公司資本之構造，金融知識第三期。
- (註一八) C. W. Gerstenberg, *ibid.*, p. 188.

之困難可以減輕，生產可以增加，由此反可以鞏固稅源。

由企業的觀點言：(一)增值雖須負擔額外稅額，但終只一次，若將來所納之所得稅將由此減少，並不能謂額外之負擔。(二)此種增值雖不必為現款，究係一種意外所得(windfall)，其利益之實現雖在將來，但確為一種收益，不宜望其免稅。(三)增值後事業之基礎穩固，收益力亦將增大，所納之稅額將由此抵銷。(四)若工業資本增值不納稅，則各種營利事業皆可援例藉增值而逃稅，將危及政府之財政基礎。

所幸這個問題，在三十二年七月第二次生產會議時，已找出兩條折衷的辦法：(一)企業呈准增值後，其增值部分先納稅，然後由財政當局以補助金的方式退回(如重慶市電力公司增資時的辦法)。(二)或增值時，其增值的部分免納直接稅，而由企業另繳納資本稅。這兩種方式都甚合理，雙方顧到。於是根據這個原則，三十二年底政府即制定「營利法人戰時估值增資辦法」，在一定的限制下——如須有充分增資增值的理由，及增值部分不得超過原資本若干倍等，允許以產銷與國防及民生有關物品之公司企業之增資增值。這個問題可謂獲得一圓滿解決。

至於關於第二點戰後是否又當減值問題，繫於戰後物價之是否暴跌。若戰後物價不致暴跌，則當時交通恢復，生產條件有利，企業自可繼續順利發展，減值的必要自也不會發生。如果不幸而物價暴跌，則此時增大了的資本數額，自不免將影響到當

資金困難之補救

時的經營。但是當時一切的工業生產皆將受物價暴跌的打擊，固不限於資本已增值者。不過就戰後經濟發展之趨向推測，戰後的物價恐不致演成物價暴跌的現象，因為：（一）當時戰區收復、工業復原、人口驟增、物資與資金的需要亦必龐大。（二）整頓財政、償還債務、軍家復員、撫恤傷亡、也需要大量的資金。（三）國際經濟必有協調，政府對本國之工業與產品必有保護，外貨不致傾銷，則本國的工業生產最少可按原步調繼續。由此種種原因，將來企業減值的問題，似尚不必顧慮。

重慶市圖書雜誌審查處字第二五四號審查證

