

投資學目錄

任福履編著 國立東北大學出版組印

第一章 投資問題之發生

第一節 投資問題與經濟發展之階段

第二節 孤立經濟階段

第三節 商業經濟階段

第四節 資本家經濟階段

第五節 投資與現代經濟之發展

第二章 資本主義之經濟制度

第一節 資本主義之意義

第二節 資本與資本主義

第三節 資本主義國家投資問題之嚴重性

第四節 資本主義國家之投資問題

第三章 投資問題之科學研究

第一節 投資學在經濟科學中之地位

第二節 投資學與其他科學之關係

第三節 投資學之研究

第四節 投資之經濟理論

第四章 資本之供給與需求

1

111
F-83069



3 2497 8079 6

第一節 儲蓄與資本之供給

第二節 儲蓄與所得及分配之關係

第三節 資本供給之其他來源

第四節 資本之需要

第五章 影響資本之供給與需要之因素

第一節 投資學應遵守之原則

第二節 危險之分配

第三節 分散危險之方法

第四節 分散危險原理之應用

第六章 投資之報酬與保護

第一節 投資報酬之意義

第二節 投資報酬之分析

第三節 投資報酬之決定

第四節 投資之事前保障

第五節 投資之事後保障

第七章 投資之金融機關

第一節 信用機關

第二節 便利機關

第三節 經紀執照

第四節 投資範圍

第八章 投資證券之種類

第一節 股票之性質

第二節 普通股票

第三節 優先股票

第四節 其他特種股票

第五節 股票之分配與股利

第六節 政府公債券之種類

第七節 公司債券之種類

第九章 各種證券之投資

第一節 公司證券與投資

第二節 公司債券之投資

第三節 公司股票之投資

第四節 鐵路證券之投資

第五節 公用事業證券之投資

第六節 工業證券之投資

第七節 政府公債券之投資

第十章 其他投資

第一節 不動產之投資

第二節 信託之投資

第三節 小額投資

第四節 國外投資

第十一章 投資教學

第一節 純利源之所由

第二節 債券之根據

第三節 債券會計之基礎

第四節 存換證券之教學

第十二章 投資政策

第一節 証券之購入與轉讓

第二節 個人之投資政策

第三節 公司之投資政策

第四節 國家之投資政策

附錄 投資學

投資學

任福履編

第一章 投資問題之發生

第一節 投資問題與經濟發展之階段

投資學所研究者，乃為藉實業資產以求取利潤，所發生之投資問題，為人類經濟進步進程之中，所發生各種問題之一種。故欲追求此問題為何而發生，必須從經濟發展之階段中加以研究。

由於經濟發展之階段，各學者者，常本其各自所研究之立場，予以劃分。此種劃分大致可分為三類：第一類，如舊歷史學派學者希德爾蘭 (Hildebrand, 1812-1878) 則依人類交際關係之發展，而劃分為：物物交易、貨幣經濟、信用經濟三階段。此種分法，並不能表示出，何有需要有此進級。產業組織，何以有其更革。資本問題，何以發生。故有缺點。同此亦有劃分為：獸獵、農業、牧畜、三階段者。在第一階段，表示人類之經濟生活，全靠遊牧。由獵第一階段表示人類全以土地產品為生活之資料。第三階段表示科學進步，人類可以化學方法，以利用農作物，勿能畜並開闢地下，以為生活資料。此種分法，固有其正確處，但仍不能表示出資本作用之功績。

第二類如馬恩氏之有名法則 (Marx and Thomas Law) 則認為社會之進步，係由身分或階級之條件，進入契約之條件，施洋法之法則 (Spontaneous Law) 則認為係由戰爭社會，進入工業社會。類此亦有分為奴隸、自由勞動三階段者。亦有分為公有財產與私有財產，奴隸制、封建制、及習慣法競爭兩

投資學



階級者所有此類方法對於各種不同之場合之研究或各有其適用處。但對於欲談一般經濟進之中心闡明以資問題之發生者顯非適用之處。

第三類有得經濟發展分為數種並取其業之同業而之業五階段者此種分法最易受人攻擊因其既不確切尤為含混不僅行端非為其中一階段即其他亦難為逐一相離者類此亦有劃分為石、銅、鐵、鋼四階段者此不過對於建築之研究略有用途而已。

由於以上三敘述可得一認識即經濟階段之劃分並非為借某種術數以提出一般經濟之進進而表明發生該問題之進程事實上經濟之發展並非為將此一或二變者有因受外來文化之影響而始過其中某一階段者有因該民族之生活之地理環境而常停滯於某一階段者亦有各階段在同一地區同時顯表並進之明乎此點亦不致為劃分之階段所拘束後可綜合各種方法本所研究之立階加以劃分就技術問題之發生而言即可分為孤立經濟商業經濟兩階級本小經濟三階級加以研究。

第二節 孤立經濟階級

此項之生產形態 *Isolation* 認為適應牧畜農業三種生產要素 *Barthel*

認為 *Isolation* 非自然之作組織則為一種社會制度其係適應於物物交易階級之為一種 *isolation* 所謂三封鎖家內經濟在此種經濟組織之下自成一種經濟單位單位之內有組織之分以生產本單位所需要之物不必用其他經濟單位相繫即可孤立存在此種孤立經濟在歷史上可以有種種形式存在單邊

亦可大可小，可以建立於奴隸勞動之上，亦可建於自由勞動之上。此種經濟，不但存在於採集或漁牧階段，而且存在於農業階段。羅馬人之家庭 (*Roman Families*) 則由妻子奴隸而主人所組成。俄羅斯之密耳或鄉村公社 (*Mir or Village Community of Russians*) 亦屬此種形式。至於中世時代之莊園 (*estate*) 則當此種經濟之擴大形態。生產者而消費者，幾於分開。

物物交易之發生，乃在生產剩餘之數最初為贈予，以滋始交換。交換即 *Barter* 一詞在 *Adam Smith* 視為人類之自然傾向，但在自足經濟時代並非為自然者。其源進仍頗甚長之時間。 *Barter* 之源字為 *Strike* 其本意為奸計。 *Barter* 一字即中六物物交易一語法之入為 *Barter* 與 *Cheat* 即欺騙一詞之意相通。皆視其發生為非自然者。不過以欺則變為司空見慣之自然現象。此種直接之物物交易，乃為自給自足經濟之前期交易狀態。以 C 代表甲物，以 C' 代表乙物，以長線表示交易過程時，其交易公式則為 C—C'。

團體之物物交易，並不即需改變經濟生活之組織。羅馬之大莊園有時專生產一種產品，以布其他單，但相交換。大團體之間有交換，而團體之內，並若多大交換存在。故雖有市場，並不影響經濟單位存在之情形。不過有市場存在，以滋貨幣即發生作用。唯其作用仍只限於便利交易之中間媒介。藉之以買賣產權之事。實所罕見。以 M 代貨幣時，交易公式則為 C—M—C'。是為自給自足經濟之末期交易狀態。在此種狀態之下，私有財產制度未見確立。產權移轉之工具與保障，多付缺如。因有奴隸制度存在，人身尚非自由，而且生產

有消費仍屬二位一體故投資問題亦從發生。

第三節 商業經濟階段

此一階段之顯著特色即產品已不再由生產者全部自行消費消費者之需要大部則需經過商業過程始能獲得單位間之交易因仍存在而各個人間之交易亦已發展因都市之成長自由人日見增加生產者每消費者業已分開大部分已不再僅消費一己之產品為足已自足經濟因此破壞性在性質上比將經濟生活之單位雖較以前擴大仍限於一地方此種階段很可以中世之農業革命前之歐洲為代表故屬於領地或都市經濟階段貨幣使用業已普遍生產界中已有所謂之業組織存在蓋因在較舊之單位破壞以後之業乃漸重也前此之業務農業根本不分農夫本人亦作本區農村婦女亦自行織布在大花園之下雖有工人但仍須受地主之管轄惟時至此階段之工人亦漸自形成一階級農人生產工人之於此是商業貿易乃成為必需最初之工人亦非工人亦僅自購原料實行加工而且設店出售成品故其成功不僅視其技術而之為其商業才能亦有關係不以因經濟發展之需要商人亦漸成一階段但貨物由零售至批發展仍漸經過相當之發展現代之大規模商業其時自仍付諸缺如不過交換形式因有商人存在以代表川加七利問題時則更為M—C—M。

商業人每工作人 (Trader and Workman) 兩階級之形成乃為自由平等觀念成長之主要原因自由平等觀念者遍以發各人擇業始有自由擇業問題之重要性則速在投資問題之上此亦資本所有每資本經理但為一人故

其擇業恒即確定其投資是以投資問題於此階段雖已萌芽但並非何嚴重之處。

經濟發展自入此階段以滋鉅額財富之累積皆得自商業與土地之中。在經濟界中不但有地主 (Landlord) 存在而且更有銀商 (The Merchant Prince) 存在如將現代之資本一詞應用於此項累積之上則可發現有農業資本商業資本之存在之業資本則微不足道約而言之此階段之經濟之化乃以小村工業 (The Petty Village Industry) 為基礎有些地方農業特別興盛以故地主權力極大但在漢薩 (Hanse) 諸城商業在特別繁榮故商業家使之勢力得以左右當時之政治經濟。

此一階段之經濟生活。在歐洲曾延續數世紀之久。但固有種之原因最初限制其延續最速則消滅其存在原因中之最要者例如因新世之發現而致財富之增加對東方各貿易之通路之開探而引起商業組織之變化美洲貴金屬之發現之業技術之發明之業資本之成長而致產業革命之普遍此諸種原因不但使舊時之制度消滅而且提高投資問題之重要性。

第四節 資本家經濟階級

此階段之主要特色。係商業資本家之資本開始之業化。而有之業資本。家及金融資本家之出現。在孤立經濟階段吾人將發現在全部經濟進程之中。生產而消費。主示一種普遍之團結 (Unity) 在商業或于之業上階級之中。吾人則發現此種團結僅限於生產方面。其時之擇業問題最為重要。投資回

則亦為人所感覺。但至理有款資本階級中情形則迥然不同。生產之本
 身已固專精關係而告分裂。資本之所有。而理有使用業已分開。蓋因自
 己業革命以滋機器使用者。通商而生產盛行。故及這分之事業之大規模出
 產。而機械價值鉅大。非聚集大量資金。即為法購置機器。建築廠屋。取得
 原料。雇用二人以從事生產。因而有信用資金。負擔獨蓋。雖知生產。括牌勞
 動之企業家。出現資金。所有。則應於產業或資金所有。之地位。以生收利
 潤。或利息。此種生產過程。以 P 代表勞動 M 代表原料。則可得一代表公
 式為 $M + C + P \rightarrow C + M$ 其中 P 則代表製造過程。而形或
 一種之業經濟制度。

在此種制度之下。企業家對於生產之結果。須負完全責任。因此必須
 掌握全部生產總額之支配權。尤其是運用資本之全權。故不能需要使生產
 責任者與真正從事生產勞動者分離。而且須使資本所有。而為全用。完
 全分開。於是真正從事生產之勞動者。乃放棄生產之持牌。以及自有生產之具
 之地位。以服少數專門。即企業家之持牌。一切資本所有。亦讓出。其資本
 之使用。任憑企業家去經營。而自成。一為收。取。利。潤。二。階。段。在。企。業。家。之。中。
 固亦有自身具有相當資本者。但其亦求收。他。負。產。以。質。德。大。具。經。營。勢
 力。而。這。到。獨。占。壟。斷。之。地。步。因此。在。企。業。家。之。中。也。發。生。如。何。以。收。社。會。資。產。
 以。德。充。產。業。之。問。題。在。資。產。所。有。者。發。生。利。放。於。資。金。於。產。業。之。中。以。獲。取
 最大之利。端。問題。在。國。家。社。會。方。面。如。又。會。資。金。不。能。發。端。善。良。使。用。產。業

不能獲得善良發展，則國民之生活能力將日趨薄弱，社會之經濟狀況亦將因而蕭條，以致國家社會受其害，故投資問題之嚴重與須行研究解決之處，至為顯然。

股份公司之發達乃為企業家與資本家藉以解決投資問題之結果，蓋股份公司之股票，根據了為代表產權或債權，以收取利潤或利息之有價證券，企業家可藉之以收社會資金，資本家可藉之以收放資金，唯在三業經濟制度之下，生產之主要目的，乃在生產商品以追求利潤，故所謂三業資本，實為商業資本之科學使用，商業愈發達，愈可促進三業生產，三業愈發達，亦更促進商業之發達，但聚集資金以從事之商業之工具，即為有價證券，易言之，之商業者，不以股份公司之形式，企圖吸收資金，轉大商業而資金所有者或資本家並非皆為熟悉上商業明瞭各種公司情形之通家，故其購買證券，投放資金，常因產業變動，公司破產，而遭受意外損失，在三商業企業家方面，亦因自身從事經營之事業，過於專門化，難以引起投資家之注意，故每需信用優良者之協助與媒介，然後方易推銷其證券，獲得所需之資金，在此之商業企業家與投資之資本家，兩不相符之點，前此所曾存在之金融機關，乃發生重要作用，所謂金融機關，乃為以資金為營業對象之商業機關，一方面以本身之信用吸收資產負債，他方面放放資金於之商業之中，獲得債權，從事此種業務者，稱之為金融家，一被投資者，或將資金存放於金融機關之中，以收取利息，或委託金融機關為之投資，以分取紅利，均足以造成金融家處於資金。

之供給每需要之中心地位。其在收取利潤或于集費以為報酬。此種過程可以
 M₁、M₂ 表示。而代表資金之其代用品之交換積蓄、流通、分配、借貸等各種
 金融現象均為之投資問題。具有密切關係者。

在全融資本家為明瞭資本供給而需要之情況。投資應守之一般原則。以
 及投資之所導。而條件之諸種情況。積蓄有研究投資問題之必要。在資金研
 有者。為明瞭決定本人投資。必宗之原則。鑑定投資。民方之方法。以及投資教學
 之詳。亦需有相當之投資常識。在三商企業家為標志。投資機關之內容。投資
 家之心理。投資變化之趨勢。亦欲對於投資問題。有相當認識。因投資問題之研
 究。有此諸種需要。則此問題之科學研究。自不難應運而生。然在投資專家確
 濟階段之中。各種經濟階級。所以若足其注意投資問題者。實完全以利己為目的。
 而以個人主義為中心。以求其私有財產之擴大。易言之。完全本資本主義之精神。
 以注意投資問題。因此為明瞭投資問題之性質。起見。仍須對於資本主義之經
 濟制度。有相當認識。但未開始此項工作以前。應先對於投資。而經濟發展之關係
 加以研究。以明投資問題。雖存在於資本主義。曰經濟制度之中。但對於非資本主
 義經濟制度。或三民主義經濟制度。亦有密切關係。

第五節 投資與現代經濟之發展

所謂經濟發展。乃為生產力之平衡擴張其擴張之目的。不外四點。第一。凡
 可資利用之資源。絕不令其有所閒置。故為生產因素失業之現象。存在第

二可資利用之資源均被用於生產數量最大且為消費者所最需要之物品。第三、社會所得之分配在全國以收入有限之情形下各個人均可獲得最大之滿足。第四、各個人之休閒與工作均獲得最適當之平衡。此四項目的實現以激社會中各個人之物資幸福始可達到最高之境界。然此四項目的如何方能實現是則必須從控制投資着手。因投資之活動乃代表經濟資源之利用。投資擴張同時即為資金與信用需要之增加。因此社會對於資本貨物及勞動力之購買力亦同樣增加。其結果即為資本物之生產力與僱傭量之增加。亦即經濟資源之利用增進。反之投資收縮即為經濟資源之利用減少。投資轉移即為某種經濟資源之利用減少。他種經濟資源之利用增加。故投資之擴張收縮與轉移均不涉及經濟資源之利用。至於此種利用是否合乎上述之目的。是在自由經濟制度之下資勞從前知。

本來所謂自由經濟制度不應以實現完全競爭 (Perfect Competition) 為其假定之前提。如果完全競爭實現則生產投資必其在邊際產品價值最高之情形下運用。商品消費必在其邊際效用相等或總和效用最大之情形下必滿足個人慾望。於是個人消費如不犧牲其他消費者之物資幸福 (此在完全競爭之下絕不能實現) 其需要即為從後獲更好之滿足。某種商品如不減少其他商品生產量 (此在完全競爭之下亦不可能) 其產量即為從後增加。故所有單位企業均在最有效率之情形下經營。因此上述之目的可以實現。各個人之投機活動。資勞加以控制之必要。但從事實上自由經濟制度發展至於今日。有各資本主義進國均

為例，不但完全競爭，皆由突現而且因企業合併聯合之結果，競爭竟有被独占消滅之傾向，其結果一場投資活動，自當健全經濟發展之目的相違，於今為矯正弊端以期接近於健全經濟發展之目的計，惟有一反自由壟斷制度對於投資之放任政策而採取計劃管制制度之態度，以求經濟資源之合理利用。

在現代經濟制度之下，投資行為之作成，完全用買賣產權方式將資金轉入資本貨物購買之上，而代表產權之工具即為證券，故控制投資即為證券之發行與買賣之控制，但所發行之證券及買賣之取有關係者，即為利率，也利率有高低即足以影響資本貨物之銷售與生產，亦即影響證券之發展，每買賣中而言之支出，於資本貨物者為之買主，人致可分為二類，第一為製造業者，購買機器廠屋，以擴充現有設備或增建新廠之支出，第二為各級政府擴充公共建築之支出，第三私人場建住宅之支出，此三類支出，如均須藉證券以借入資金而供應用，則借入資金之利率，下落，投資之預期利潤率，亦高，時均將促進資本貨物支出之增加，亦即投資之擴張，反之則投資收縮，唯預期利潤率在各業中之差異，因利潤率趨於平均關係，即形成投資之轉移，由此觀之，控制利率之升降，即可間接控制一部份證券之發行與買賣，至於如何控制利率，乃屬於一般之金融問題，不便加以討論，至於如何直接控制證券之發行與買賣問題，如加研究，則必先注意證券之發行與買賣，對

關係人所發生之利害及技術問題。由此類問題在現在資本主義之經濟制度下，已非常普遍。故欲明其性質，應先研究資本主義之經濟制度。而對於投資之本身加以詳細研究，最要在討論投資政策時，即可注意達到經濟發展之目的。國家所应采取之方案，於此所應認識者，初為經濟發展之核心，乃在投資是也。

第二章 資本主義之經濟制度

第一節 資本主義之意義

投資問題既在資本家經濟階級而普遍化，則其必為資本主義經濟制度之產物。自勞待申論所謂資本主義，不僅為資本之蓄積，或資本在生產因素中佔有重要地位。資本在任何經濟階級之下均可蓄積，均有其特別之重要。現代資本主義，乃為以低面代表所有權之分配，在私人手中之累積與運用。故結果在此種經濟制度之下，生產分配與金融均集中幾位大而有關係單位之下。各單位全為公司組織，歸私人所有，由私人管理。本自由競爭與自由契約之原則，在合法之情形下，以競取私人之利益。

引申上述之意義，可知資本主義經濟之主要特色，乃為私有財產制度與自契約制度有前者之社會制度私人方願從事投資活動，以增加其私人之利益。而有後者之法律制度私人之投資活動方有保障，方可自由競爭。並處理其經濟努力所得之成果，不論資本主義經濟如何發展，政更此種精神。

永難改變。

但在此種精神，能將完全體設計仍離有其他經濟制度為之聯繫蓋因資本主義實為生產資本於私人生活中之積集此種制度如勞充分之貨物交換即若徒空說而貨物交換之可能刻有待於交易媒介即貨幣之發展然原貨物才消藉貨幣之存在依價格以交易由此天促過高度分之專業之發展故貨幣與抵押制度實為資本主義經濟之柱石但為交換或出售而生產之貨物仍須藉有經濟企業之心任然彼乃易於生產推銷故在資本主義經濟制度之下所有經濟活動多以企業公司之姿態出現或為生產或為出售某種經濟貨物或勞務或事經濟活動之動機則在獲取利潤易言之營利之動機乃為私人經濟活動之基本原動力如營利之希望對於個人時很常見至為組織為經濟企業之引誘故有些學者諱言資本主義經濟制度之全體為營利問題。

資本主義經濟制度之經營乃在各個企業組織之經理與資本主之手中但因習慣甚或經濟大勢關係乃使各企業之組織經營人在商業中獲得決定勢力由彼等發動與其他根據資本土地勞動等原料各階級訂立契約並履行責任既負此責任之舉即有使此企業成功之義務如不成功即受從獲端利潤甚至虧本故各個企業在組織經營之過程中成功失敗互有起伏但因機器廠屋之建立成本巨大世界市場變遷于更變化其結果最有利者自屬諸佔有資本額最

大者所謂長福善壽多財善賈正為今日資本主義國家財富在私人手中集積之原因。

第二節 資本與資本主義

滲進至於今日之資本主義由其經濟制度之表現以視之安發生勞服之弊害就國際方面言為經濟帝國主義之盛行釀成慘苦人道之國際戰爭就國內方面言為經濟階級之懸殊佔有全國最大多數之資本者為少數人（塔所有依勞動以生活者則為絕大多數整個生產情形則一方面為生產剝他方面為消費不足因而造資本主義之經濟悲慘迫不得已則以剩餘生產力製造軍也以消費勞者為死灰製造國際戰爭形成大為世界存在資本主義國家之中其具有資本之個人則感到產業狀況千變萬化危險萬分恐據時有到末之可能其若本質之勞動者則養成極端之階級意識力因反抗此種制度之運行造成嚴重之社會問題其政府則已非復如重商主義時代國家干涉個人若現在資本家已走入政府之中假借政權以發號施令而謀其本身利益因此資本主義之經濟漸發生種種弊害為世所詬病在資本主義國家之學子者認為經濟階級之所任為資本之批發問題在社會主義國家之學者則認為其階級之所任為資本之所有問題。

依吾人現之資本實具有重性質就私人現點言之資本具有營利性就國家現點言之產資本具有生產性如何藉資本以獲取最大之私人利益與如何藉資本以擴張最大之可成之國民生產實均為一投資問題不過投資之主体有

亦同耳資本由個人私有自由至社會所公有大體言之即為資本主義與社會主義之區別對於投資向致同有研究之必要所不同者立場耳。

今日之中國經濟正處在一轉變階級此種轉變之將來一方須受國際環境之影響他方為中國之舊經濟傳統及三國之中心思想亦有密切關係現在實際上資本主義國家之勢力甚為澎湃對於中國自有極大之影響中國乃以三民主義為立國之中心思想之國家傳統之舊習慣則趨於中庸以資本主義國家因資本過度集中於發生 獎之情形自非為中國所欲者但資本主義國家之資本如何投放於產業之中逐漸累積並增進一般生產力固為吾人值得注意之問題茲投資之研究即為此種注意之一部藉以取法資本主義國家投資制度之優點及其解決投資問題之道以謀有助於中國經濟之發展一方面期望今後中國經濟之發展不落入資本主義國家之舊轍他方回希所投之資本能達到生產力擴張之目的而實現發達國家資本節制私人資本之真精神。

第三節 資本主義國家投資問題之嚴重性（註）

我國為三民主義國家吾人以三民主義者之資格以研究資本主義國家之投資情形則立即可發現資本主義個人資本運用之目的完全在營利易言之完全以獲利剩餘價值為目的且為增加其所能獲得之剩餘價值計更將所獲得之剩餘價值額作為資本加上原有資本再行投入於生產行程之中以

以資撥充所得之剩餘價值完全消費，不再投入生產之中，仍以原有資本繼續生產，因其生活依然如故，故稱之為單純再生產。如將所得之剩餘價值額之全部或一部加上原有資本再投入生產中者，因其生產有增加，故稱之為擴大再生產。如以公式表示則如下：

(3) 單純再生產之公式為： C (所產商品) = C (不消費資本) + V (消費資本) + S (剩餘價值)

(2) 擴大再生產之公式為： C (所產商品) = C (不消費資本) + V (消費資本) + S (剩餘價值)

資本家之消費資料
資本家之消費資本

唯在資本主義經濟制度之下，其生產條件第一項社會之生產力為社會之購買力相均衡，第二項社會上各種生產事業若有一定之比例關係。如所投之資本，破產也。一條件則資本主義之生產制度即難維持。設如以(1)代表生產用具之生產者，以(II)代表消費資料之生產者，其假定其投資數字如下：

(1) 單純再生產： $I 6000$ (生產用具) = $4000C$ + $1000V$ + $1000S$

(II) 3000 (消費資料) = $2000C$ + $500V$ + $500S$

$I 6000 = I 4000C + II 2000S$

$II 3000C = I (1000V + 1000S)$

$II 3000 = I (1000V + 1000S) + II (500V + 500S)$

(2) 擴大再生產公式 $I 6000$ (生產用具) = $4000C$ + $1000V$ + $1000S$

材料

$$I\ 3000 \text{ (材料)} = 1500C + 750V + 750S$$

$$\text{分析之為 } I\ 6000 \text{ (} I\ 4000C + I\ 500V \text{)}$$

$$I\ 500C \text{ (} I\ 1000V + I\ 100S \text{)}$$

$$I\ 3000 \text{ (} I\ 1000V + 1000S \text{)} + I\ 150V + 750S$$

在以上投資數字之中第一節(一)資本家在二千單位剩餘價值中以五百單位(即1000S)化為資本再行投資時此部分再投資資本必仍分配於可變資本及不變資本之中其比例為C:V = 4000/1000或C:V = 4:1 即於再投資本五百單位之中有四百單位為不變資本一百單位為可變資本在生產開始時第一節資本之總額為五千單位(4000C + 1000V)在生產之末或再生產開始時則變為五千五百單位(4000C + 1500V)因在第一節消費資料之生產者必須以一千六百單位消費資料(1100V + 500S)交給第一節以維持其工人每資本家之消費故第二節所得之生息用具為一千六百單位於是第二節之不變資本數前增加一百單位其可變資本因此亦必須比例增加其比例為C:V = 1000:1500或C:V = 2:3 即可變資本項比例增加五十單位故第二節資本總額在生產之始為二千二百五十單位(500C + 750V)於生產之末或再生產之始為二千四百單位(600C + 800V)

從事生產之資本家每平均如此繼續以三分之一剩餘價值實行新投資於是生產似乎可日漸擴張至於勞窮之日但依馬克思(Karl Marx)之

解釋則又不然其以為此種新發賣之增加愈甚則本主義經濟制度之內存矛盾亦愈甚因在商品C(生產用具或消費資料)於一旦不能化為貨幣M之際其擴張即須停止今試就擴張再生產時第二部所產之三千單位消費資料加以研究其中售於第一部之勞動者與資本家者為一千五百單位售於第二部之勞動者為七百五十單位第二部資本家自用者為六百單位共計為二千八百五十單位尚餘一百五十單位未售出售出概上所述此一千五百單位之中有一百單位售於第一部再生產時所增勞動者之消費資料然今所研究者係以資本主義之經濟組織為對象其一切交換均以貨幣每價格制度為基礎與昔之物物交易時代有所不同資本家必先以消費資料換成貨幣再以貨幣支付之資今視第二部所餘一千五百單位之消費資料社會尚有購賣餘力突大疑問然第一二兩部勞動者所得之一千七百五十單位之可變資本已悉購買消費資料若有餘力再行購買第一部資本家已以所得剩餘價值之半購買消費資料在所得五百單位生產用具之中四百單位留為自己再行投資之用(一百單位以交換成貨幣以充擴張再生產時支付之資之用第二部資本家所得之剩餘價值為七百五十單位消費資料其中有六百單位留歸自用尚餘一百五十單位消費資料其中五十單位必須換成貨幣以充擴張再生產之用但並無人能購買其中一百單位必換成生產用具今第一二部資本家雖餘一百單位生產用具但其所需者為貨幣非為消費資料故不能每第二部資本家直接交換於是第二部資本家但有一百五十單位之消費資料現於生產

用具又為貨幣資本以購買勞力生產即產權張第一節資本家但有一百單位生產用具不能換得貨幣資本以購買勞力雖有四百單位之生產用具以實據張而生產擴張仍告停頓因而形成資本主義經濟制度內部投資之矛盾待金融機關負起此項資金融通之任務以救此問題然雖行緩和但仍因積蓄不夫而導致生產進剩發生恐慌於是資本主義國家之政府每個人均感問題之所以嚴重係在投資。

(註)本節參引周叔蘭先生著近代歐洲經濟學說馬克斯再生產論中之解說國三邊境原書故本一一用括弧註出。

第四章 資本主義國家之投資問題

吾人由於前節之分析可知資本主義國家經濟制度之內每有角帶者使資本主義經濟制度趨於停滯之傾向此種傾向之表現即為產權週期恐慌其原因固括言之即在私於私有資本之投資擴張私有資本乃為資本主義之基本制度而為絕對不可搖動者投資擴張以為自然科學之進步人口之增加易言之即為生產力之發達所必須者因此資本主義之經濟恐慌乃為資本主義經濟制度以俱未末不可避免者然而資本主義國家之經濟學者仍企圖藉投資問題之研究以解決經濟恐慌問題故其所研究之投資問題乃屬全固者。

資本主義階級在資本主義國家經濟制度之中乃處於獨立地位彼等則本個人主義之精神以競取私人利益以所注意者為如何使產權狀況不穩之局面下以擴張並保全其個人利益是以勿慮資本之各種問題為其所施欲知悉願意鼓勵

研究者例如以下各類問題：

- (一) 投資與產業變動之因果關係如何在產業變動中欲謀投資之安全有無可資遵守之原則。
 - (二) 各種證券之種類性質及安全情形若何。
 - (三) 各種證券之發行還本付息及分紅之情形若何。
 - (四) 與買賣證券有關之各種手續若何。
 - (五) 投資之發展保障若何。
 - (六) 投資利誘之計蘇方法如何。
 - (七) 各種投資機關之組織與營業之情形若何。
 - (八) 決定各人之投資政策之原則若何。
- 諸如此類之問題顯然均係資本家階級發生於個人利害關係而發生者其目的實在於求謀投資利益之穩張與保全至於被本主義國家之政府則從另外一立場以注意投資問題然其性質與源有不同例如：
- (一) 如何增進生產投資並保持一般生產之穩定。
 - (二) 全國利率之高低對於投資之影響若何應保持何種水準為適宜。
 - (三) 國內外一般資金之供給與需要之情形若何如何調整之。
 - (四) 如何運用國家資本以控制私人資本而穩定全國生產。
 - (五) 如何控制與投資有關之金融機關而調節全國投資之狀況。
 - (六) 如何訂立與證券有關之立法以扶助健全投資之發展。

諸如此類問題其完全為政策性質其目的無非為如何保持其經濟制度之善
良運行易言之其目的在保持社會之生產力與購買力之平衡以及社會上各種
生業之比例關係。

總而言之不論資本主義國家之經濟學者資本家階級與政府對於投資問
題之看法在立場上有何不同而投資問題之存在及其本身之性質仍屬不變
故應採用科學方法予以研究自無異議。

第三章 投資問題之科學研究

第一節 投資學在經濟科學中之地位

因國家政策需要對於投資問題有相當認識個人投資須明瞭投資之情況
同時投資亦與經濟發展具有密切關係於是投資學在實際科學術之雙層
需要下乃遂漸成立為一獨立科學而在經濟科學之中佔有相當地位此種地
位可由經濟科學之分類中表露出來由於經濟學之分類各學者之意見多不儘
同茲為便利計特分類表之於下以省節解說：

經濟科學分類表

經濟發展史

縱的研究

經濟思想史

經濟科學

橫的研究

理論

經濟學原理

財政學原理

土地經濟學

農業經濟學

統計學

應用

會計學

經濟政策

敘述——各種經濟狀況之調查與報告

由上表可知投資學係偏重於應用方面但此應用之研究仍係站在學術立場以研究應用之理論而與技術有別故其應用乃在於解決問題之理論方面易言之即在原則方面提供參攷是以具有學術之精神而能獨立存在。

第二節 投資學與其他科學之關係

- (一) 經濟學——利用經濟學上資本利息利潤之理論作其學理之基礎。
- (二) 貨幣學——利用貨幣學上之貨幣價值論以說明證券市場之變化。
- (三) 銀行學——利用銀行學之理論以說明投資金融機關之性質與功能及金融市場對於一般投資之關係。
- (四) 法律學——因投資事宜多屬於債權債務之關係故須在民法總論之理

論中弄成法律根據至於公司法對於投資尤有密切關係而為研究投資學所不可不明瞭者。

(四)統計學——投資問題之研究每項藉大量之統計數字以為分析之根據故在調查統計以及分析之時往往須用統計學方面之原理原則。

(六)會計學——關於股票債票之估計折扣或溢價發行之計稱利時率之決定各種投資賬項之記或費不布會計方面有關故會計知識乃為研究投資者所必備者。

(七)財政學——公債為投資之具之一而公債論則屬於財政學之範圍又證券之課稅與否對於資金之流動方面有極大之影響而租稅之籌募亦與之則又為財政上之問題。

(八)數學——投資數學乃為投資學之一部分如加以研究自須有相當之數學基礎。

以上乃就研究投資學所需於其他科學之應以論其與他科學之關係當然投資所關係者多屬產業方面而影響於產業狀況之主要動其因素至為繁複自然環境科學發明政治關係社會習俗無不有關係作投資之研究時無不應予以注意但注意某一方面即須具有該方面學問之基本知識故與投資學有關係者實不僅所舉之各科學也

第三節 投資學之研究

(一)研究之立場——一種科學研究本不應在任何立場但投資學係為一種

科學應用既應用之以為解決問題故不能不有相當立場此種立場自然因各人之利害而有不同如一資本家則其研究必以鉅財致富為立場以因於投資學之研究中改進其資本之發放藉以獲取最大之利息或利潤至於此種發放是否有益於社會則非所顧慮此非為吾人所應有之立場吾人之所為者乃為學術研究學術自應以國家社會之利益為重故吾人之研究應以國家社會之福利為現點以研究投資之學理藉以指示國家投資政策及私人之投資所應遵循之原則俾可有助於國家經濟之發展及社會福利之增進。

(二) 研究之目的——基於上述之立場因而可確定研究之目的有如下諸點。

(1) 明瞭資本主義投資制度之運行以便有所取法。

(2) 明瞭一般投資變動之原因與方面以及其與經濟發展之關係。

(3) 發現維持健全經濟發展之投資原則。

(4) 明瞭投資証券之性質及其經濟意義。

(5) 明瞭投資之經濟理論與原理原則。

(6) 研究改進投資制度之政策與方法。

(三) 研究之方法——因投資學係為應用科學故既須作理論研究又須作實際之研究將理論與實際貫通起來或一應用科學體系因此必須歸納法與演绎法同時並用利用歸納法本既定之範圍實行調查統計搜集所需材料從事分析研究而發現其共同現象然後將此現象與事實相符合利用現察之結果以証明其確與之程度再利用演绎法就由幼法中所得之結論予以

理論化並提推論之而應其具科學性故二種方法同為投資學之研究所依重者。

第四節 投資之經濟理論

(一) 投資之含義——關於投資 (Investment) 之解釋各家亦不 (其說) *Robinson* 在所著就索引一書之中認為投資係指實而資本 (Real Capital) 之增加如其造廠屋購製機器等足在於購買證券如非屬於能產生實際財貨者則不視為投資而 *Veblen* 則認為資本之投資或使用了指對於構成資本之實物 (Concrete Goods) 加以利用而言但其後以為在今日之經濟情形下此種意義之投資業已更或次一階段之經濟行為一切已以金融投資 (Financial Investment) 為主要現象在社會科學百科全書 (Encyclopedia of Social Science) 之中認為投資乃係將資金用作資本或藉以獲取收入之行為更就廣義加以解釋認為投資不僅包括用以維持並增加資本貨物藉以獲得現在或將來之收入之資金而且包括用於耐久消費貨物之資金如定其解釋合意愈加廣以依各人之利投資之初步係屬金融現象但最終與物之利用亦頗可以之代表故證券之承購正屬於投資行為此種投資之資本最初為基金 (Funds) 形式以波即轉為實物此種轉變現代之公司與銀行等項重要責任由於公司證券之媒介資本基金 (Funds) 得以為之活動公眾對於新之業證券之購買最終即將成為公司之營業資本變成一種當利力量唯投資者所追求者則為金融交易之成功故今日務以獲取利得之投資行為以間接之金融投

資為直接利用與物之投資則已被隱藏於其中是以凡將動在所將更產權之債權者同被視為投資至於被用於耐久消費貨物之資金則亦與焉。

(二) 投資與賭博——投資係以判斷或知識為基礎將資金與為實際中本產權或債權藉以在產業或金融過程之中獲得所得故有種之為科學者投資則以信心為基礎以買賣商品或貨物藉中修之高低以獲取利潤故有人視之為技術 (art) 賭博則以機會為基礎下注於偶然事件云云以求輸贏故係一種或然 (Doubtful) 因此在意義上三者確有區別投資之目的既在獲取所得故所購證券乃在持有以待收利息或利銀是以最先之考慮為安全其次為所得額之多寡務投之目的既在獲取利潤故必求以低所得入高所得出因此危險之際愈大利潤之可能愈高賭博則完全盲目於機會之中但此三種行動均可於市場機構之中發現唯投行為乃見之於商品之中非寄存於證券之上固以證券為商品無疑故有漲落投者購買之目的乃在出夫故再購買其他商品並甚區別之處所以證券市場之投與交易 (Investment in Securities) 多為買賣空賣空投有交易則多為證券之實際買賣故在交易上不准判別投資與投之區別至於投資與賭博亦可就交易上加以區別投與交易有時包括有財產之買賣而賭博則否投與交易上之買賣之危險完全因所買之財產而生賭博者所買之危險則否財產若肉完全係於將來之事件一更就影響而言投者之買賣足以影響供需之情況而傾向於促進其所希望之價格但賭博入所下之賭注殊為徒然影響其所下賭注之偶然事件之出現例如投者購入某種股票

一百股係因其預料該種股票之行情將上漲但如賭博人下注十元於明日之將由則其行為殊若徒影响於明日之天氣由此亦可知賭博交易勝者之所將即為效者之損失但投資則係結構上非下降之改變有時人因此獲利有時人因此受損失因賭博之中並非確斷判斷多然形成社會上之種損失同時投視自社會視之則為社會上必竭之經濟勢力。

(三) 投資之經濟基礎——現代投資經濟之發展大体上勿不以資金之供給為不足以應其需要為基礎由於資金不足以使人隨意使用因而人們相爭，若使用以款不但資金(包括物產)生產設備努力(現金)之全部行在量不足以破產利主義之機構所完全使用甚至竟自使用過度而超過供給量之傾向即使有資金供給過剩之情形亦係屬成時現款在投資方面不能適應高利之目的三事業至於投資之決定亦即資金之使用乃決定於利率之高低此可以支付比較高利率之資金用途以及其用途僅能支付標準利率以下之利息者均應視為資金之浪費或濫用而非為投資家所欲問津者故資金用途之決定在於利息之高低但企業家又何以願欲為投資家而向投資家支付高利以吸收其資金亦非非在求取利潤如一企業家建築廠屋購置機械製造產品所導之收益除去維持費用及風險損失後可能超過其所支付之高利是即其預期利潤超過普通利息即可決定其投資故決定投資之金融投資者為利率決定企業家之直接投資者為利率預期利潤為利率之邊際至其基礎則勿不建立於資金之供應帶感不足

四) 投資之限度——投資之最高限度就一國家言乃為其資金亦及物質生產設備與勞力之總蓄額並投資即代表資金之使用果如過度使用超過供給力量自將形成通貨膨漲物價騰貴稅賦勃興金融緊迫之惡境現勢充脹之道補在充補資金充實物資故就一國家言過度投資即資金之過度使用誠非良策至就個人言因投資乃係為獲取利息或購買能生利潤之產權而行之貨幣貸放故其投資必不能超過其儲蓄或剩餘額至舊投資收回後再行投資亦為投資之核聽並非為投資之增加。

五) 投資之結果——就社會現點論如投資不在國外投資行為之結果乃為該國資本裝具 (Capital Equipment) 之增加在原始社會資本裝具之增加乃直接以勞動作成即以生產消費貨物之剩餘勞動以生產資本裝具但自貨幣經濟發展以滋資本形成之過程乃變為複雜購買昂門工業所生產之資本貨物所需要之資金乃來自個人儲蓄在工業革命以前投資者之所有權乃採取直接佔有生產財富之方式此種方式在今日未工業化國家仍為重要形式但在工業化之先進國家此種較舊之直接佔有形式已藉證券之持有而成為間接之佔有直接利用生產財富或實際資本者則為企業家此項投資證券之供應與否亦決定於企業家蓋於企業家認為是項生產有利可圖時方決定從事直接利用實際資本之投資以發行新證券投資家因而始有投資之機會故就社會言真正投資之增加即利用實際資本之增加乃決定於企業家與投資家對於

投資

投資

證券之需要蓋英國係至於某投資家購入蓋有證券一事在投資者個人固屬為投資在社會是不過為証券持有者轉而已此項移轉之結果如何則視証券出讓人所其收入之用途而定如投資家所購者為新証券則其結果必為其所得資本之增加若款款個人金融投資之結果可為其所得資本或資本款其之增加亦可如是此點實不可不辨至於投資對於投資者個人利害之結果亦視其對於各種企業之選擇是否正確而此此則反映於証券市場之波動上其波動則代表該項企業生產之預期利潤如所投資企業已過度擴張超過需要投資即將跌價投資者將有損失反之則將獲利在此種情形之下某種企業投資過剩某種企業投資不足之事自屬常見在一有組織有計劃之社會其儲蓄流入各種企業之中均受中央當局之管理則其不均衡之分配當可免矣。

第四章 資本之供給與需要

第一節 儲蓄與資本之供給

(一) 投資與儲蓄 一般社會之所辦不外用於兩方面一為消費一為儲蓄儲蓄並不能促進實際資本之增加不過在保存已有之資財俾能作投資生產之用而已是於是否能作為投資之用其決定乃在企業家其在儲蓄者儲蓄為消費者節用現存財資之行為投資則為企業家欲進場加實際資本之行為儲蓄之動機乃受節儉高積兩家度等心理之影響投資之動機乃在圖利故二者之決定與動機均屬異質就一社會之全體而論儲蓄而投資實大體相等蓋一社會之所辦非來自實財資之生產即來自資本財資之生產其不用於財儲

蓄者自將用於消費於是製造消費財貨之所將并於人們用於消費上之所將因此儲蓄所決定係來自製造資本財貨之所將故一社會之儲蓄率將與投資率大体相等於投資增加之際所將亦必隨而增加直至儲蓄亦同樣增加為止儲蓄增加除由投資增加所引起者外必將使消費之支出減少此項減少固將使消費財貨之製造家遭受損失甚至使此業之人而因失業但未嘗不因此可以增加企業家可利用之資金以致影響利率順而影響投資故儲蓄雖非投資但確為資本供給之主要泉源。

所謂儲蓄為資本供給之主要泉源在意義上並非指資本之構成專靠儲蓄固以前之經濟學家常將此種觀點如 *Adam Smith* 1723-1790 即認為資本增加之直接原因為節財非為勤奮 *Mills* 1806-1873 亦認為資本為儲蓄之結果 *Malthus* 亦云資本之構成單來自儲蓄資本之存在乃表所有主放棄其享受之權利與慾望實在諸家以見到資本構成之一方面而未嘗注意別資本之構成除儲蓄之外尚須有勞動或生產上之努力易言之資本之構成有賴於生產事之前之儲蓄能否用於生產以構成資本則視其是否投資而定。

(5) 儲蓄之發生與內容——*Rockefeller* 1805-1875 曾云社會資本之累積與增加正如同入資本之累積與增加必須依於勞動絕不能依於儲蓄但吾人之勞動生產如全用於消費方面自仍無補於資本之增加故仍須將勞動生產力節儲起來以為從事生產之資本然勞動生產力所以能獲節儲蓄則

必須其勞動生產力除用於消費方面以維持必需生活標準外還有剩餘然後方能儲蓄此項剩餘之多寡就一國而言論乃係靠自然資源勞動精巧政治安定貨幣穩定分配情形諸因素而定自然資源愈富勞動效能愈大時其剩餘之生產力自必愈多又其他條件一定時一國財富之分配愈不平均儲蓄能力亦愈大蓋儲蓄之意願乃決定於人之求多餘鉅額收入者儲蓄對其並覺痛苦之可言亦過為其未消費之收入之累積而已事實上大多數人之儲蓄鮮有經過審慎之決定者即於商業銀行制度極為發達之國家亦如是(銀行利用以收購買力創造購買力之方式使信用轉至生產者之手)中確足以增加生產者獲取生產因素之能力而減低消費者之購買力)至於高度之業此國家公司儲蓄或公司之純利額未嘗以現金股利形式分予股東者亦為儲蓄之重要部分此數顯較其票面資本額愈大時該公司在其所從事業務中之發展能力亦愈大此外政府運用課稅以公共工程或其他生產目的而徵課稅時亦足以發生儲蓄部作用而有助於資本之供給。

儲蓄之發生既以勞動生產力之有剩餘為前提但此項剩餘又究係何種形態以体现是復不能不加以研究 *Johansen (1833) (1838)* 曾指出

一國所有之食物衣物及其他必需消費品之儲積不論在何人之手中均係或某時某社會之資本來源 *Capital* 亦曾主張一切儲蓄應先取食料形態實在此並非為必需者蓋勞動生產力之剩餘固可用以直接生產消費資料但亦可用以創造資本工具以作便利再生產之用果如勞動生產力之剩餘係以

食料形態。体现如五穀之類。則此種儲蓄。只不過被用為建立生產資本之具。之基礎而已。藉此種根基之存在。乃可分出勞動生產力。以創造資本之具。故雖有食料。如不繼之以積極之資本生產行為。仍無補於資本之增加。果如勞動生產力之剩餘。係取採資本之具形態。被体现出來。則為保持資本。象原狀或增加資本。數量計。仍須將剩餘勞動生產力。繼續以資本之具表現之。否則舊有資本。雖耐用。仍將有用完之一日。易言之。吾人為保留資本之存在。計在將來所生產之資本。至必必守於現在所消耗之生產力。現在所生產之資本。至必必守於過去所消耗之生產力。故儲蓄。除已含有防止可消費之時。尚供現時消費之意義外。在「破雜之產業社會內。各種儲蓄。在根本上。沒有創造不能供現時消費之資本之具。或使此種之具。被出創造出來之意義。由內可知。某人之儲蓄。轉貸予他人。以供消費之用。並發補於資本之生產。就社會現點言。亦於任何實際之儲蓄。

三) 儲蓄與浪費——所謂浪費。乃指為應付不正當之需要。而為之。其代價支出。此所謂不正當之需要。其中固含有倫理判斷之意義。但亦包括起。過應有之生活標準之需要。在內。如鴉片之消費。不僅為個人之浪費。亦且為社會之浪費。諸如此類之浪費。不僅足以滅火個人之儲蓄。亦可影響他人之儲蓄。上列者。固為無庸贅言之事實。後者之影響。則需舉例以明之。如甲每月習於儲蓄千元。存於銀行之中。而乙則習於浪費。不備之支出。常超出其每月經常之收入。乃不特不所有財產。向銀行抵押。借入甲每次存入之款。以供其用。於是甲每月辛勤之儲蓄。對於社會。竟毫無貢獻。又如丙發起一欺騙公司。其所發行之券。價值股票。為甲



所承購買於是為以虛構事實經時中之儲蓄供一已之享受耗用結果亦使用之者意為助於社會之生產其他如貪官污吏盜賊匪徒以不當方法獲得他人行將正用之所得以供一己之揮霍均足以影響社會之儲蓄又何可勝言哉。

第二節 儲蓄與所得及分配之關係

有人以為一國社會儲蓄之多寡與利率之高低具有密切關係此意固屬相當正確但不能即本此意而認為利率即將若儲蓄蓋人類儲蓄乃為高瞻遠矚顧慮將來之表現即其利息亦將有儲蓄如魯濱孫漂洋過海島嶼居獨處難於利息其必亦知應有若干用品儲蓄以備米日之需要故與儲蓄關係最密切者仍為所得蓋所得除供給維持最低生活外有餘裕之款方能儲蓄但就一國而論儲蓄與所得之比數時所積之儲蓄既非為存儲亦非為貨幣矣乃其由直接消費財貨更為生產貨幣之貨幣價值額如鐵路工廠等是本諸此意以論儲蓄與所得之比數在英國亦不相符統計可資根據蓋此種研究甚為不易一則必須能得一國之總所得而儲蓄額調查清楚一則必須以某期年之貨幣價值加以換算以除去貨幣價值變動之因素然若能始獲得正確之比數因此必須利用物價指數所得統計與儲蓄機關之統計並對個人家計儲蓄加以估計然能始能從事此數之計亦此在英國調查統計不發達不完備之情形自非一時所能辦到者亦特將美國於一九〇九年至一九一八年所得與儲蓄之比數列表於下以不此種研究之例証。

(單位百萬元)

年	次	以1913年帶值計 量之全國總所得	各年之總所得	各年之總儲蓄量	以1913年帶值計 量之總儲蓄量
1909	9	\$30,608	\$29,259	\$3,007	\$5,231
1910	0	32,176	31,471	3,387	5,509
1911	1	31,397	30,904	4,281	4,289
1912	2	33,985	33,807	5,272	5,298
1913	3	35,436	35,436	4,879	4,880
1914	4	33,067	33,407	4,183	4,140
1915	5	35,156	35,920	7,542	7,387
1916	6	41,669	45,861	12,547	11,401
1917	7	42,337	34,664	9,237	7,162
1918	8	32,830	59,930	1,844	1,196
總計		\$324,095	\$361,394	\$60,113	\$324,095

上表乃見於 *Badger on Investment, Principles and Practice* (1935) 基於此表在一九一四年後因政戰關係不能將美國之儲蓄視為帶態但在一九一四年以前各年美國儲蓄與所得約為一與七之比由此即可以見出美國投資基礎之深

北及南

冊七

厚而所貯之多寡與儲蓄之關係亦可由此得知。

就儲蓄分配之關係言則儲蓄愈多財富之分配範圍愈廣故普通以為儲蓄即係將購買力自市場中提出以致影響物價及財富生產更進而影響分配其錯誤之處業經 *Griffin Caswell* 在所著 *Quantitative Thinking in Economics* 一書之中詳為辨駁其認為所謂之儲蓄即係被用於實際資本 (*Real Capital*) 之購買故其理論與吾人財富分配廣狹之見正相補充以美國為例在一九〇〇年美國五分之四人口則佔全國財富三分之一百分之二人口竟佔全國財富五分之三待儲蓄發展以遂此項情形即為之故現亦將美國各公司之股東人數列表於後以資證明。

年	美國各公司股東總數	平均持有價值百元之股東數	持有股票者之估計數
1900	6,618,319,553,70	140.2	4,400,000
1910	64,053,763,141	86.4	7,400,000
1913	65,038,309,611	87.1	7,500,000
1917	66,584,480,484	77.4	8,600,000
1920	69,205,967,666	57.4	12,000,000
1923	71,479,464,925	49.6	14,400,000

依據上表可知美國各公司股票之總額與年俱增而持有價值百元以上之股東人數則日有減少持有股票者之人數則大為增多是即儲蓄增加財富分配普遍之明証。

第二節 資本供給之其他來源

所謂資本供給當然係指未嘗因為於生產之上尚待投放之自由資本 (*free capital disposal*) 而言此種資本之供給除前述某期內之新儲蓄即國內公用以購買消費品而用以購買間接生產品者外尚有三種第一為該期內之分期儲蓄資金 (*Amortization*) 即以前投資現在到期收回而需要再投資者第二為各銀行用伸縮信用方式所創造之購買力此種此種皆帶購買力之創造固可使消費財貨轉於生產行棧之中而形成一種強迫儲蓄 (*forced saving*) 但往往易形成資金之過度使用而發生實際資本 (*real capital*) 根本不足之現象第三為國外資金之利用即所有權為外國人之資金由本國生產業利用者。

關於分期推遠之到期資金乃為再投資 (*reinvestment*) 問題銀行伸縮信用乃信用問題雖均長某一期內資本供給之重要來源因其問題較為簡單亦不詳論關於利用外資一問題乃為當前中國所最取價值將注意者故不能不予以理論研究就理論言之資乏之社會如其本年以前所需蓄積之消費品僅夠填足本年需要之二十八分之一時則該社會自必須使用其勞動與土地之二十分之十九以生產本年度所需要之消費品因此只能以二十分之一用於間接生產方法方面以死資本其生產力反之如該社會在過去由蓄積有充分之間接生產品或資本如原料工具鐵器工廠等消費品產量不但足以供給本年度十分之五之需要而且足够供給明年之十分之四後年之十分之三如此類推則該社會只需以本

年生產力之半即可解決本年之民生需要而可以其餘一半以生產開採生產品充裕資本以備他年製造消費品之用由是可知欲期延長生產行程採用迂回式之資本家生產方法必須先有資本否則建築鐵路開墾運河修築橋樑修築廠製造機械改良灌溉諸事既勞且費豈能進。

今日之中國經濟則正如刑例所云資本甚為貧乏且則生產力之累積尚未能抵補刑罰此敵人之難攻及運用之消耗者又何能有餘力以策進則按生產方法地厚生產之基礎故不能不屬望於外來資本關於與國資本之投放於本國吾人如拋除政治現點專就投資原則以論之其中實有足值闡述者 *Dr. J. S. Mill* 曾指出一國資本情於外投者具有三點其一投資於國內產業可以長期監視不似在國外之不易於有護其二投資者可以熟知其信託人之品格與狀況其三可以熟悉其必須援用之法律條文 *Dr. Ricardo* 亦認為資本家不能直接監督一己之資本易於發生幻想或實際之不查現象以致人們不願棄其故國破除習慣至外國遵守其素不習和法律因而資本移動每多阻礙雖大有產者亦不願因國外之高利而願投資國內接受較低之利率由此兩家之見可知國際資本之移動障礙莫不外乎 *Customs* 所提之三點一為地區遙遠二為政治制度差異三為語言宗教社會習慣之不同。

唯時至今日上述三點障礙已大為破除國際資本流動誠如 *John Stuart Mill* 在其原理中所云漸有天下一家之勢 *Capital is becoming more and more cosmopolitan* 但 *A. Marshall* 在論若貨幣帶信用與商業一書中則云

國外投資誠然較前日趨容易但在國內與國外為種性質相同之投資則者在資本利益與情感引誘方面仍較大同於此種理論之事實研究即為 *N. A. de Beufort* 對於一八八八至一九一三年英國國外投資之分析結果據統計材料察視國外證券投資利率較國內高出百分之二又四分之左右作為國外投資家所感不便之特別報酬唯其曾指出此種差異已因國外投資危險因素之漸減而趨於減小凡所謂危險因素依吾人之見不外為資本移轉費用之提高國際匯率之變動邊邊條件之凍結產業消息之虛偽以及國際關係之劇變等之由此可知一國欲誘引外資內派企圖加以利用首先必須穩定對外匯率設立溝通之國際金融機關供應本國投資問題雖持本國證券信用減除外人投資困難增強移轉便利減低移轉費用而使外人投資者發生天塹比鄰之感則本國證券自易為外人所歡迎故本國資金趨利之特性多方順應而誘導之如將政治原因不計外則外資自必源源而來以供我利用是為待言也。

關於資本供給之其他來源尚有一種不應在研究之列者即不當利貸是而此項雖為先進資本主義國家及當之經濟沖國主義國家資本來源之重要項目此一項目或為戰爭之杯奪或為武力走私或為違乎道德之販賣於一七九〇年 *Becker* 曾云英吉利於過去百四十四年之歷史為或強敵國商業由經大戰爭六十六次可知今日英國之屬地緣如何發端者今之暴日所加諸於我者亦無非為此至於十八世紀初英國自黑奴買賣中所獲得之資財及民國二十五年暴日於華北之走私販毒諸如此類之不當利貸能云非為資本主義國家之資

本末源乎。

第四節 資本之需要

(一) 產業企業之資本需要——在生產事業之中最為重要者乃係自然與勞動而為最基本之經濟生產力吾人利用此兩種基本生產力以製造者消費品

第一可以將此兩種生產力直接聯合起來以自然為勞動對象使所需要之財貨立即由自然力之結合而生產出來如採取野生果食以充饑者是第二可以採取間接方法先造出一種工具然後再利工具以製造生產品如漁夫先結網造船而後捕魚者是後者即為資本家生產其工具或間接生產品即為資本此種間接方法如能行之時法必能使用自然力之聯合使用更充分表現於生產行程之中所謂自然力之聯合使用即為資本之生產力表現之結果即生產力加強使吾人獲得更多而美之財貨但其特點即為時間之耗費不過愈耗費時間即愈間接愈間接則收愈豐富故大體言之間接生產方法不但在最初階段可以表現更大之生產力而且間接生產力一有延長生產率亦因之提高唯生產率之增加於生產行程延長多者其限度必較間接比延長率為小但其仍有增加則屬事實此種間接生產方法所最要者為資本

在現代資本主義經濟制度下(一) 生產事業大多由企業擔任企業所需要之資本則用發行產業證券方式以吸收社會資金作為資本願然生產行程愈延長企業生產愈專精規模愈大則所需要之資本亦愈多故產業資本需要與一國之企業發展情形最有關係如作數量研究時則必構有各業歷年發行証

券之款額統計加以分析而比較其變化如 H. Parker Mills 與 J. B. Coym
合著 *Maintenance Banking* 一書中在 *The Demand of Capital*
(二七頁至三〇〇頁) 一章即採用此方法根據統計求出掉發行 (Expanding
Industry) 與新條之比率各業所佔之百分比並說明其變化與一般經濟情況之
關係此種研究在證券制度未發達之我國自屬難能有人佔用估計方法研
於我國之業化所需要之資本有所計標此對於三業政策之確定固有其用但
對投資之研究並無多大貢獻是以吾人對於產業企業所需要之資本僅作理論
之說明以示資本對於產出之必要。

但產業企業所需要之資本允在生產行程之中表顯何種作用此實不難
明瞭即資本一旦出用於生產行程之中即象徵為間接生產方法之實行並有助
於其實行之延續由於此種實行及延續吾人即可由之獲得更多之消費品而且
如吾人有更多之資本時不但可以使生產行程重複繼續而且更可以採取其
他新生產方法蓋資本本為靜態中之消費品如按年用去其中之一部即可使
其靜態消費品轉變為現成之財貨以供當前之直接消費但以資本之數愈愈
多過去之生產力製造出可供現在消費之貨物即愈多需要 (用現在之生產力
以製造供現在消費之財貨其必要即愈少因此現在生產力之大部分便可撥於
較迂迴之生產行程中以備日後之利用由是可知一切間接生產力之採用必當
備有資本亦即從事間接生產方法之企業愈多所需之資本亦愈鉅在事實
上因生產技術之進步現代國家之生產企業正日有增加其資本之需要如以

投資

二

美國股票發行指數為例則一九二六年為一〇〇時至一九三一年初即上升為一六二其場加之速可見一斑矣。

股票與長期債券之發行乃為生產業企業所需要之固定資本但維持現行營業之流動資本每屬重要唯因多餘盈餘積蓄性廣故由銀行以短期放款方式供應者居多除非較大企業可以短期債券以吸收流動資金就一國產業界之全體現察流動資本之需要實屬重要因流動資本供應不足每足以影響固定資本之充分利用以致減少生產能力至於流動資本之充分乃因產業之性質有不同重之業固定資本之需要較多運銷業則減少就單位產業企業現察流動資本需要則有適生技術進實而減減之乃就全體之業言則產業分二目細企業單位日多所需之總額別有新增之勢。

(二) 政府借款——乃借及級政府在全融市場之借款前需要之資金而言在中世紀前政府之公務較簡在國民經濟方面亦甚設施三丁言軍隊費用較少故政府稅收尚足以維持政務之進行如偶有缺乏向私人銀行鉅富借入即可應付但至近代以級政務逐漸加多國際間之相接觸漸繁國防軍備以及國家經濟任務之加重之使稅收不足如向私人借借為數過大非所勝任乃不將亦以整個社會為募集對象搜集資金以應付支出公債即為政府對人民負債之一種契約而被用為借款之工具者一查現代國家所發行之公債數額吾人即可知政府借款數額之鉅大此類借款一經發生即非為一特所可以償清者例如因作以而為之借款絕非為於後或即可償還者所以此種資金需要就長期言可持

一平均之因定數視為政府對於資本之需要此種需要對於經濟之影響則視其用途如何而定但有一點可尋而論者即政府之借款類愈多即為一紙企業所能利用之資金愈為之減少易言之在一國儲蓄總額之中二者之可尋數正互為消長。

(三) 國外投資——自從各帝國主義國家爭奪國外市場由商品輸出(又而為資本輸出)以及各國投資者多向國外活動於是國外資本需要在一國之投資數額上每佔有重要之位置例如英國在第一次歐戰前對外投資分佈於之處殖民地十九國之中為數達三十七萬萬鎊之鉅據凱恩斯著如何籌措戰費一書引查打斯萊爵士估計在一九二八年底英國海外投資總額約值三、七、〇兆鎊由此可見國外投資之地位矣據一九二三年報告美國在國外投資達一百零五萬萬元一九二八年則增為一百十六萬萬元而佔總投資百分之十六他如日本德國在國外無不擁有鉅額之投資舉凡此類投資大別之可分為四類第一類乃係本國私人向國外私人企業通過購買外國證券方式而行之投資第二類為本國私人對外國政府之投資即外國政府在本國發行證券本國私人購買之投資第三類為政府與政府間之投資大多係基於政治關係而發生者第四類為政府對外國私人企業之投資此種情形頗大可為例証者即英國政府對於 Anglo-Persian oil Company 之投資。

第五節 影響資本之供給與需要之因素
(一) 影響資本供給之因素——資本供給之來源既為儲蓄再投資信用擴

投資學

111

張利用外資四者則影响此四者場減之因素綜括言之約有六端第一即為政治
情況設如國內政治不上規道其甚焉者如軍閥衛行干戈操據人民顛沛流離所
污微薄不獨國內儲蓄勢必增進即國外資金亦絕難內流何能期望於資金
供給之場加實際資本創造之增進其小焉者如當執政黨之更迭金融主持者不
負眾望亦足以影响國外資金之進出故資本之供給有賴於政治之安定第二為
社會風氣設如社風尚儉群以生產投資為重視購買證券作為儲蓄為理之當
然則一國之儲蓄與投資自易增進果如害藏質幣惡為風氣有進於出則雖
有儲蓄亦難補於生產之場進是乃無術言者第三法律保障如民法物權方面
關於抵押權質權之規定以及債權中關於有價證券權利之發生移轉其行使
之規定倘於投資者之利益保障自所不週則每易於使資金之供給為之退藏
第四經濟制度吳足以使資本之供給發生深切之影响如其經濟制度係自由經
濟制度則資金之進出每甚自由即易於致外人投資如為計劃統制之經濟制
度外人投資即不若躊躇再經濟制中證券制度之健全金融市場之完備公司
組織之情況亦均足以影响資金之供給第五銀行政策之是否保守放款之趨向
若如其對於產業資金之供給每有重要關係果如各銀行素不熱心於之業
投資則資金能得流入之業者自必較少反之一般銀行均熱心於海外投資資本
之外流者定必有可觀第六利率水平之高低在國際現金自由流動之情形下常
成為資金進出之重要因素至就國內言利率較高每足以鼓勵儲蓄增厚資本
供給之基礎。

(二) 影响資本需要之因素——舉凡影响資本供給之因素自其亦不面
言亦每可影响資本之需要但如就增加資本需要之勢力而言吾人亦可將六端
第一亦為人口之增加不論其增加係由生殖率之提高死亡率之減少或鉅額之移
民突均足以增加資本之需要蓋每人既須消費以須生產其消費足以刺激生產
之擴張其生產亦足以使資本之需要增加此實自明之理第二為新發明不論其發
明係組織方法方面或機械之具方面突均足以使企業組織或生產行程發生變化
因而發生資本之需要以促此新發明之採用第三為專精化之普遍亦足以增
加資本之需要因專精化之趨進即為更迂迴更向培生產方法之採用自然需
要更多之資本以從事之第四預期利潤之高低在為營利而生產之經濟制度
實為左右投資之重要因素在經濟循環進入繁榮階段一般投資均踴躍資本之需
要自然呈示著週之增加第五政府之經濟政策如公共工程之興建國防工程之進
行其足以影响於資本之需要者亦甚顯然因輕便生產均具有連帶關係如某
項生產因公共工程之進行而繁榮其他之場加投資亦必為當然之事第六新市
場之開拓每足以刺激產業繁榮因而使投資增加如某地素不通火車與外界有
如隔世一旦交通開闢遂不但新貨亦可以自他地湧入即其處之新之業投資亦必
日趨於興盛勿待申言。

(三) 資金流動之方向——資金乃為絕對趨利避害之物故其流動亦本乎
此種特性折而言之倘有五端第一向報酬率高低處流動不論何種證券如其報酬
率較高常足以影响該種證券之市場及人民之投資果如該證券有減免課稅之

投資學

卷一

優待投資亦必較滂躍同理如一般入帶預期某種投資報酬較高亦足以造成該
 種證券之良好銷售環境而其資金全趨集於其上第二向投資安全之方面流動
 安全之條件如本金償付之確定紅利或利息支付之規則性以及在證券轉手之便
 利等等多為資金投資者所密切注意之問題第三向投資條件適宜於投資
 者之需要方面流動如投資地點便於其注視者所投資之企業為其平素所熟
 悉者諮詢方便者均為投資者所欲供應投資之點第四向投資便利與流動如
 某處購買證券甚為便利而所有各種金融機關提供服務投資者勿須費事即可
 為其資金獲端有利之報酬則該處自易為資金欲流之地故各種金融機關者
 倫之金融市場往往為最大之資金供給地第五向投資地處及通導確之方面
 流動且投資者所取關心者為其投資之安全如其安全之報導亦不靈通或不確
 自為其所大忌其次投資者常欲核驗其資金於最有利之途也亦不靈通或不確
 導不靈通或不確實自將影響其核驗之判斷故此點乃為資金所有人非常
 重視者。

第五章 投資應遵守之原則

第一節 危險之分數

本所研究者乃站在私人立場就安全現點以論其投資應守之原則於此
 可知一般之投資者一定極力將其所委託之債款予以分數 *Andrew Carn-*

egie 在所著 *The Empire of Business* 一書之中忠告每一青年

應將其所有之雞蛋均置於一籃之中而可隨時看顧此種教條誠非為善良投資者所應遵守者固執紙事一種投資較兩種以上之投資為容易注意但一般之投資者實很大有能以其大部分時間以注意其投資之危險者而且任何投資均不免有相當之危險故最善良之政策即為判別危險而分款之。

一提到危險之分款吾人即將想到或然教學之研究而此則超出投資學之範圍但保險公司所利用者實即為此或然定律。

如其所預計與真正遭遇之事實每相差不大實皆本此或然教學之原理以分款危險之功效任何投資均為絕對之安全投資者如對某種投資發生不滿意或恐懼之感即代此種投資之危險性較大如所投之資本不限於一種則其危險事件之出現即未必同時因此失敗之批率即為之減輕分款危險最完善之辦法最好能將全部投資之市場併保持平穩固即最優良之證券其價格亦難免有相當變化但各級證券價格之變動則很少能一級起伏者全部有如海浪波濤起伏不定果如所購證券有適當之分款則此種行情上漲彼種行情下落均可彼此抵銷於是全部投資價值得以保持穩定之水平。

第二節 分款危險之方法

(一) 無使投資集中於任何一企業之中——如將全部資金購買某一單位企業之股票其情形至為危險設如該業一單發生事故即有全部損失之可能故絕不能不加注意即使利得極為優厚而以為百發一失斷亦不可如此例如美國有一時期對於 *Sealed Air Products Co.* 之投資甚為盛行固當

時入 *Stock Exchange* 式汽車風行一時各種汽車之製造均仿其式樣而該公司固有專利故獲游相當可現之收入但不以已徵美國之重稅而法稅突然停止其專利故於其投資該公司者均遭受莫大之損失他如第一次歐戰甫行結束德國馬克即日行跌價有人以為德國民族最講求信用絕不能自負於人乃若其所有以購德國馬克結果德國馬克竟成廢紙以致損失者餘集中央皆於一種之上其危險由此可知矣。

(二) 若依投資集中於一類企業之上——例如將資本全部投資於鋼鐵業汽車製造業或六具業之中此種集中於一類企業之投資可稱利害兼並其在經濟循環過程之中任何一業均可有其興盛時期清談與興或兩相抵銷故各得其半如於經濟繁榮時期一類之業証券均為良好証券反之在經濟蕭條之際則或為劣等証券在銅產需要增加之際一切銅業公司之証券即將上漲反之則將下落但在實際上絕非各業一齊趨於蕭條者故對於各業予以適當之分數仍非為劣並之舉。

(三) 地區之分數——在地區方面可以分數於國內之各地區亦可分數於國外之各地區而應就該業區上業區商業區之不同為相當之分數如是則此一地區蕭條之際彼一地區或以繁榮例如其國各種股票以一八九六與一九〇八兩年之最高價格比較之則各種股票同趨下落反之各國政府之公債票在此二年之內則互有漲落日本之五厘債票即下落百分之三·九而中國者則上升百分之三·六其他各國亦多互為漲落如投資在地域國別上能有相當分數當可

避免同趨跌落之損失。

(四) 依到期日之不同實行分數——如無其他原因一種證券之經常價值大多於到期之時等於其票面價值例外情形則發生於償付之延期或贖回時不按票面價值取贖如股票之價值在任何時均均發生變動則到期日之改慮將為何重要性之可言但於事實上利率隨產業情形而時有變化利率高則債券價格低落利率低則高漲顯然在今日吾人能以預計十年以後或將來任何時間之產業情形故一謹慎之投資者必將再投資到期之時間妥為分配以免於某期內一切投資價值均趨於低落證券到期之日即為再投資開始之時其時或為有利亦或為不利如在美國一人投資之到期時間為一九〇二至一九〇五年則其再投資之證券之所將將必於百分之四如到期在一九〇六年至一九〇九年之間其在投資之所得即將為百分之六故各時期產業狀況之興衰或利率之高低每足以影響再投資之所將設如投資到期時間有所分數則再投資之所將在平均上當能相當穩定。

(五) 收取利息之時間分數——此項原則甚有利於收取利息以過塔者足以使其投資每月均有相當收入以供生活之用普通證券之分數付息時期多屬確定付息多為每半年一次如為一月一日及七月一日二月一日及八月一日三月一日及九月一日四月一日及十月一日五月一日及十一月一日或六月一日至十二月一日分數大多於每一季行之並若標準日期如一人之投資能相當注意各種證券之付息日期以分配其投資使每月均有利息收入則較之每半年方有收入自

屬有利。

第三節 分散危險原理之應用

茲就前節所述之方法特舉一例以示其應用並為之說明係依美國商業金融報一九一九年六月一日所報之六種證券即可組成一表如下假定投資額為六千元平均分配於六種之中：

證券名稱	類別	地區	到期年	付息日期
Edison Electric Illuminating Company, First Consolidated 5.5.	公用事業	New York	1995	一月一日
Utah Power & Light Co. Bond 5.5.	公用事業	Utah	1944	二月一日
Pennsylvania R.R. Company First-general 4.5.	鐵路	東部與中	1923	三月一日
Security Loan, Fourth 4.5.	政府	全國	1938	四月一日
United States Steel Corp. Sinking Fund 5.5.	工業	各地均有	1963	五月一日
Siuckson Pacific R.R. Company general 4.5.	鐵路	西南部	1947	六月一日

各月收入之利息有如下表

Carbon Elec.	一月一日	\$25-	七月一日	\$25-
Utah Power	二月一日	25-	八月一日	25-
Penn. R.R.	三月一日	20-	九月一日	20-
Delaware	四月一日	21.25	十月一日	21.25
W.S. Steel	五月一日	25-	十一月一日	25-
Southern Pacific	六月一日	20-	十二月一日	20-

前表投資總額計六〇〇元全年利息收入總數為二七二.五〇元平均利率為百分之四又二分之一但在遠東各時期上述各種債券之總值為五六〇〇元故實際利率為百分之五比六種證券就種類而言乃分佈於公用事業鐵路之業以政府四種之中故既未違反集中於一企業之企業亦未犯集中於一類產業之弊故可避免經濟恐慌對於投資價值之影響就地區言有獨全國者有地區性者有散於一市者分佈尚稱合理不致受地域經濟變動之影響其到期亦先後不一期格頗為長取利息則每月均有故前節所述之原則業已一一被應用於其中不致示範之作用。

前述分散危險方法之應用並未計及投資者自担危險之能力如依此點而言投資者可以大別為三類第一類係全部依靠投資所得以生活者第二類為依靠一部份者第三類全不依靠者顯然最以第一類最能自担危險設有損失於其生活亦勞影響故可採取積極態度而投資於利得較多危險較大之

証券上第二類之投資為最好將一部份投資於利得較低要全非較大之証券上若
一部份可用於較危險之方面以逐取高實際上在任何國券均難發現適合於第一
類人需要之全邊 (The First Class) 証券大多為適合於第二三期者但如一投
資者能審慎分致其投資於各種証券之上則終可成一投資者獲益較高之安
全度與較穩定之報酬。

第四節 投資之檢驗

理想之投資乃具有種種要素而均為投資者所奇羨者本此諸種要素
吾人即可檢查一投資是否合乎理想並証其投資之良否以特分條述
之於下：

(一) 本金之安全——此乃係屬相對者矣在甚薄本金絕對安全之投資吾
人僅能求其最大之安全而已真正之投資乃為將一己之資本委託他人為之經
理因此投資人所最希望者即此種委託能採取貸放 (Lending) 形式不論有何
偶然事件發生均須照常按期歸還但於事實上如一定或文嚮字而肯定投資
必須採取貸放方式則股票投資即將溢出血債學研究之列因股票之購買在
本質上實非為貸放持有主乃居於業主之地位固然一般債票均有固定還本
付息之日期但繼續輪轉之不斷回債券則並其到期日期例如英國之 (Consols)
即係如此故本金之安全絕不能限定每種投資之價付均由債務人為之購買
英國之 (Consols) 實為對於英國政府之貸放茲有人收回其本金只能由市場
方法轉售他人以收回之是以本金安全之檢驗乃存在於被投資者之價付能

力之非決定於其投資是否為質放之一點如被投資之企業能按時還本付息分紅確實亦有此種能力則此種証券自可隨時出售所投之本金當無安全。

(二) 收入穩定——本金安全乃為投資人所欲慮之第一要件其欠則為收入穩定此點則依於投資契約之產業性質與經理情形而定例如股票分紅則須於公司有贏餘之際但債券付息則不論公司之營業如何均須血常舉行故股與債票之投資契約在性質上有所不同在經理方面如負責人在品格方面有欠忠真誠信自不應委託為之經理資本如經理之能力稍差而其營業乃為常人均易成功者而勞大關係在企業性質方面如鑛業乃為產業之王時時為各業所需要繁榮時收入甚大蕭條時亦可維持又如水電公司乃為公司事業其服務不同產業情形若何均須照常故其收入變大變化投資於其上其至為穩定但穩定並不一定有滿意之報酬率 (Rate of Return) 因一種投資名義報酬率之高低往往與該種投資之安全度穩定性市場力 (Marketability) 成反比。

(三) 市場力——即指一種投資証券在各大城市之金融市場可以銷售之情形而言如一種投資能以公允價格以脫手時其市場力即為優良反之則為劣券此所謂公允價格一點甚爾重要因任何投資証券如將其價格過於低價均可在市場中銷售故公允價格乃表示証券具有極積之市場內買賣者甚多因互相競爭關係常能保持公允水準為証券市場力之補充者即為其抵押價值

(Hypothecary Bonds) 或其作為信用保證之價值雖然其押抵價值常依於市場力但二者仍可欲同時注意惟此二者對於一真正投資者就理論上言之實不應發生何種影響因有過多投其市場力常相薄薄弱但仍多為良好之投資同時一真正投資者將其資本委託予一較永久之企業其目的並不在於隨時收回故近日之市場價值殊為注意之價值惟就實際之規點則必須注意及此因經濟情況瞬息万变或有較好之投資機會或可影響其投資之價值在在均與其有切身之利害故可即時應變之市場必須帶加注意。

上述三點乃為投資檢驗之三大要項矣足以證明一投資之價值若何故任何投資若不企求三套齊美但於事實上最難同一達到安全健全性大市場力高者往往所獲較低所時多市場力大者則多火安全完全者重何點三者之比例若何殊為原則可須予視投資者一己之需要而定一投資者除此三大要項應注意外仍有可值注意之其他各點仍應詳誌於後。

四 課稅情形——此為次於前二點而應首先考慮者尤其在一累進所得稅率較重之國家更為重要如以百分之二十五稅率課於百分之五之投資所得將即將減其他所得百分之三二五此種課稅常可將投資所得減至低於免稅或免稅之公債投資所得顯因此中央地方及市政府之免稅公債常能暢銷尤其所得甚多之富翁常為此類證券之主要顧客。

五 若需注意——一種投資證券愈安全時投資者愈可免除注意之煩惱坐無所倚之收入但安全係相對者故若需注意一點亦係相對者有時一投資

在以前各方面均甚滿意。毫於分神之苦。但因時過境遷。現在竟常討人煩惱。故常需注意之煩惱。固係每個投資人所期望者。但並不絕對存其詳於研究投資之條件時。仍將提及。

(六) 時間滿意 —— 一般投資能具有永久性者。為數甚少。所有債券。多有
一定之到期日。大多數之優先股票。均具有可以贖回之條件。抵押則為短期性質。
永續債券 (Perpetual Bonds) 與普通股票之永久性。投資有人亦可用轉賣方
式收回投資。故一種投資。實不能永久。更有滿意時。間問題。乃常見之於努力持
有長期投資之際。努力持有短期投資之現象。則見之於金融市場之中。在全融
市場短期放款之利率。在正常情況下。較長期放款為低。在投資市場。短期証
券之利率。則長高於長短期者。銀行家希望其資金之回流。愈速愈好。投資者則
希望其所投之資本。保可能永久。一般利率。乃隨產業情況而變動。對於親債券之
發行。至有影響。如市場利率。甚速新發行証券。則常為短期性者。而希望於利
率低時。掉轉為長期証券。如市場利率。低則一般銀行。即多為長期者。債券購買
人。必須切記其投資之市場。併格乃常受利率變動之影響。具有較低利率之長期
債券。於利率上升時。其價值即將銳減。因此一投資者。必須就時間上。分致其投
資。以免受利率之影響。

(七) 面額相宜 —— 如一投資証券。其票面額。過大。轉讓即較困難。票面較高者。
當然適於大投資者之需要。但大投資者。之人數。終為少數。故投資証券之單位。
面額。常由最小數額。以致最大數額。以期適合於各位投資者之需要。個人如何適

擇則應視其投資之地位以定之如目的在於長期持有其回報是否便於轉移當可不必過分注意。

(八) 未來之場值 —— 一種投資其價值將來之場值與現值具有同樣之可能固然吾人在分析真正投資之際常除去因場值而生之利滲之致慮認為一切利潤均應來自所得但經濟變動對於投資價值之有影響吾人實不應視若鶩觀因投資價值之必有漲落則自然之結論即吾人之投資必須具有增值之可能此項可能乃視將來之競爭需要能否增加及一般對於此一優良投資之認識是否普遍而定但欲期對此加以預料則頗為困難大體上具有固定所得之投資當時之市場利率每足以決定其市場價格如一種投資係於高利時購入則利率低落時其價值必將增加利率五厘之二千元投資購入時如市場利率為六厘其成本即為八三〇元五厘半為九〇〇元五厘為一〇〇〇元四厘半為一〇二〇元四厘為一二五〇元由種意義下之場值絕不為折扣購入到期時之自然場值相混自然場值並非為潛在之場值乃為真正之場值係投資人所能預知者此點實不可不辨。

第六章 投資之報酬與保護

第一節 投資報酬之意義

因吾人平日之生產制度係採取間接生產方式依量利用資本使勞動與自然發生聯繫故資本愈多生產力愈大吾人之收穫亦愈丰富是以在今

日之生產制度中資本帶不足以應其需要一切資本使用亦但其全部存在
量可為此間接生產制度所以收而且因現在資本在生產行程之中較將來
同類同量之資本在技術上具有优越性之故社會為增厚其資本之供應必須
將人類重視在輕視未來願意現在消費之財產引誘至生產行程之中引誘之
方式主要者即係對於提供資本者之犧牲以利息形式予以報酬故在經濟學上常
稱利息為使用資本之代價。

關於利息之發生 *Osborn* *Barrow* 曾與 *Wicksell* 及提倡效用學說者
發生論戰主張交換說而反對效用說其認為被傷品之間接效用絕不能作為借
貸利息之根據故以之為基礎之效用說係屬錯誤而主張利息係未來財產與
現在交換之際貼現給現在財產之代價也水題之大小則以資本之多寡為標準
在吾人以為投資報酬之存在最要原因係資本供給之不足社會資金皆被
生產機構所吸收故有缺乏之故識然在今日資本主義經濟制度之中有資金供
給过剩狀態存在但此實為資本主義經濟之病態果如以全民福利觀點視之今
日之生產經濟實尚有無限之餘裕足以吸收資本延長其生產行程以增厚民生
之基礎故當利經濟之資金進利實不能檢蓋民生經濟資本缺乏之真象且人
類之慾望窮窮須藉資本以便利生產滿足慾望之處當隨慾望之勞筋而
俱在故資本之永遠不足實屬必然現象投資之應有報酬自亦為理之當然即使
在私有財產制度根本取銷之社會主義經濟下投資之決定歸諸社會時現在財
資之技術优越性自亦仍存在社會亦必須就社會進而效用最大才向運用其資本

為獲得其資本計自亦須經濟其生產力用以創造資本場連資本之供應易言之為延長生產行程場厚將來生活全體社會現在有其犧牲將來亦自其報酬為獲得充足資本之補充供應其有所犧牲則一也。

如吾人以今日營利性之貨幣經濟為討論對象則報酬之計亦乃包含投資成本於其中單單成本或單之所得顯均不足以決定投資之何值投資價值之測定乃以週年所得與成本之比率以測定之如成本為一千二百元之投資每年報酬為六十元則其報酬率即為百分之五通稱之為利率利率有年利率月利率日利率之分以年為單位時期而計稱利息時所用之利率為年利率以月為單位時期而計稱利息時所用之利率為月利率以日為單位時期而計稱利息時所用之利率為日利率年利率通常以幾分幾厘幾毫以表示之年利率一分二厘即為百分之十二年利率七厘五毫即為百分之七點五厘月利率一分二厘毫表示但此所謂分厘毫毫前意迥不相同矣諸君切注意月利率一分二厘其意則表示百分之二(%)而非百分之十八(18%)日利率則以毫絲表示所謂毫則指百分之幾而言故日利率二毫為百分之二日利率二毫五絲為百分之二〇〇二五。

第二節 投資報酬之分析

投資報酬中最主要者即為利息其證券因溢價而發生之利潤固屬常見但此並非為一職業投資者所必求者在投資字中並不加以重視至在利息之中吾如予以分析其中可以包括四項支分第一為投資人在於危險亦使及在

時對其資本之發放而為支付可稱為之真正利息第二為備投資人以補
備損失危險之支付其中可以包括產業方面與人等之兩項危險是為危
險利息第三為對投資人投資之不便而為之支付第四為對投資人者其投資收
回投資再行投資等等之麻煩之作而為之支付。

在投資人購買證券實行投資過程中當其應採取慎重態度來選擇各証
券但果如其被證券推銷員所愚弄購入一欺騙公司所發行之證券結果其投資乃
係代表一種虛構事實是為投資人所能遇過在人事方面之危險至於產業
危險更須有各種不同程度之存在如投資於應用新發明之企業上其投稅之
危險性即較大何况各種產業企業之本身在經濟循環之中受國內供需及國外
貿易之影響响業已有其根本之潛在危險乎故此項保險費式之支付在一國各種
產業之間因競爭關係常有其相若之水準大體言之某業此項支付之常年
數額約等於該業常年平均損失數額其因人事上之損失則不與焉
雖然持有優先股票或持有以財產為担保之證券者其所遭遇在人事與產業
方面之危險即遠較持有普通股票者為小。

除危險以外投資報酬亦往往視投資之便利而有變化如投資完全
便利投資人投款之數額或大或小或長或短均可自由到期時並即可收回若須
耗費投資之名義報酬雖大或其所開支減少仍為變化如一借款入隨時
均可迫使投資人收回投資此種投資即不稱便利因再投資實有其煩瑣故也
如一種投資往往被長期固着投資人若收回之便利則為最不便投資顯然借

款人必須就投資不便之程度多予報酬方可招致資金。

再有投資者亦常將自己所得計稱為投資報酬中應有之一項目例如一投資者以短期票據為投資對象不僅帶有較大之危險仍須以大部分時間從事調查詢問之作更須隨時注意脫手即會計記錄一項費用亦帶有可現款目而其最終結果諸如此類費用自將由資金使用人負擔。

然而言之為報酬投資之利息支付雖可分為四項但其主要者則為真正利息與危險利息兩部分就此二者每足以判斷投資安全之程度大體言之在投資報酬中真正利息必大於危險利息在實際生活中因利息平均作用各種真正利息常趨於相等此並非謂其年年不變如去年真正利息為百分之三今年為百分之五兩者平均則為百分之四點五如此水準不變則一投資者之報酬不應趨進百分之九（真正利息與危險利息為一比二）如為百分之十則危險利息已趨進真正利息證明投資危險程度進大為圖謀投資安全計此點於分析投資報酬時必須注意及之。

第三節 投資報酬之決定

決定投資報酬之因素最主要者有兩項第一為市場中繼續提供資金之多寡二為預期利潤之高低前者屬於供給方面後者屬於需要方面供給在需要乃成為決定投資報酬之基本勢力凡一社會其生產力業已充分發展生產行程之延長業已達至某一邊際點預期利潤即將降低資金之需要勢力因之將弱如歐洲戰後國家一切自然資源利用業已靠近邊際生產力點儲蓄之

投資自難獲時較多之所將但新興國家如美國再延長生產行程之生產力尚甚充分預期利潤甚高則需要勢力自甚強大結果全部需要未必均能獲得供給亦即市場中供應之証券未能為全部資金所吸收此或係由於社會之儲蓄基金業已被完全吸收或係依新証券所規定之利率所能吸收之資金業已被吸收淨盡故供給亦需要之調整乃有賴於市場作用在市場中有大量証券未能被媒體供應之儲蓄所吸收時或在媒體供應之儲蓄超過証券所能吸收時則表現為市場作用失去靈活將有劇烈之調整發生則種情形乃表示資金需要過度或儲蓄不足 (*Over-saving or Under-saving of Capital or Savings*) 証券價格因此行即下跌市場利率行即上升以救濟種情形乃表示儲蓄過剩或資本消費不足 (*Over-saving or under Consumption of Capital*) 則將有市場利率下跌及証券價格上升之現象發生故市場利率乃為表示投資報酬或資金供需之指標在市場利率水準甚高之際市場中所供應之新証券恐將多為短期者蓋發行人希於利率下落時以長期發行調回故也反之市場利率甚低新長期証券之供應即將較多如兩種相反之情形對投資報酬之影響自甚顯然長期証券供給火時即表示其在跌價期供給多時即在漲價期對投資者在跌價期持有者受損在漲價期持有者受益者均為忘忘詳論。

投資報酬在理論雖決定於供需關係但亦深受國家經濟所影響而大體言之農業國家之利率即高於工業國家新興國家之利率亦常較高故資金

大多因邊際生產力較低處流向邊際生產力較高區域以期獲得較高之報酬惟一般投資同屬於一國亦常因投資性質之不同而異其報酬在美國市政證券利息最低鐵路以之公用事業第三云業債券則為第四位同時某種投資報酬亦因政府受限制關係而有影響如在美國每州均有特別法律以限制儲蓄銀行投資之種類而其投資之比例大多以購買公用事業證券為限故此類投資之報酬率多一度。

在經濟理論上投資之報酬乃為利息每一切危險或企業之經理均涉關係但利息乃係由企業派利項下支付者如因債券常有一定市場利率而僅就其決定勢予以討論並不涉及利潤時中將忽略股票之投資功用股票之中復先股票之報酬雖常勿利率同樣固定但其構成則包括利息勿利潤兩項因素普通股票較此尤為複雜其報酬不僅純為利潤而且其報酬係由三小致獲得報酬之方式亦自神々如分紅認股權利溢價出售等々但此諸種所得均悉不與利潤有關故求但預期利潤可以影響市場利率方式影響投資報酬即實際利潤亦可能影響一部分投資之實際報酬所以投資學者亦常為注意各業實際贏利之分折以觀其對於各種證券投資影響之程度。

吾人於既已論述決定投資報酬之理論每矣亦諸點之徵仍不可不一知投資報酬之危險因素蓋一切投資非一經投效即必獲踴躍報酬矣仍有遇逢危險之可能危險中之要者如市場利率之變動企業經營之惡劣企業政短之關係企業之意外損失企業產品之競爭場學習之改變產品式樣之進行國際關係之惡

之惡化諸種因素皆足以影响投資報酬究如何方能便投資報酬有所保障是則有賴於個人投資之選擇以及政府之努力吾人即將舉其要者以研究之。

第四節 投資之事前保障

投資既易遭受危險自不能不謀避免或保障之道此種保障有屬於投資者自身所應盡者有屬於政府所設施者後者為外部保障之別者則為內部保障為投資所可依靠者此種內部保障其重要者必賴投資人能判別證券之良劣以與發現欺詐投資之計劃此種計劃常係在某一時期使投資者對於投資事業發生較高之估計藉以推銷其股票此種計劃所利用之方式或大體相同即利用在經濟發展之階段中每一種產業均曾有過繁榮時期以號召投資者引起其樂觀情緒例如美國商業史上著名之南海公司因提倡人於未來之預料言之確鑿一若可操左券者於是發生投資狂成千累萬之老幼男女競購股票在一七二〇年四月至五月間該公司之股票竟由百二十鎊漲至一千另二十鎊但終成泡沫在美國股票價格之變動在初期係由礦業而摩托業由摩托而銅業由銅業而煤油業其變動亦多起於一時之樂觀投資者亦查其空虛之計劃也，辨別此類空虛欺詐之計劃必須尋找此類計劃之特點而絕不保留痕跡之欺詐端在於投資者之留心其特點之中舉其要者第一即提倡人常以同樣之其他事業獲鉅利為號着但新創事業之地位競爭銷路信譽資本必與固有之同業相奪不可不察第二輿論之見不可輕信因言逆其實乃為輿論之逆病投

資者矣。應注意。致察。不應依之以率。來敘事。第二提倡人。常將公開銷售證券之期限。縮短。而聲言。逾期。即將增價。並將。亦速。控制。其價格。不令。自由。波動。因此。投資。決定。有。溢價。之可能。此。實。為。助。人。之。談。絕。不。可。輕。信。第四。提倡人。常。預。言。鉅。利。之。可。期。以。鼓。勵。投資。者。立。即。致富。之。心理。此。種。宣。言。若。非。為。其。出。售。證券。之。方便。並。非。為。完全。可靠。者。由此。四。點。投資。者。如。能。詳。加。體。會。實。必。難。挂。查。具。餘。

投資人欲判別證券之良劣。並必知低級證券與高級證券之不同。大体言之。第一。低級證券。乃。揭。其。性質。一般。認為。對於。投資者。之。損失。危險。較大。者。第二。係。為。新。公司。而且。又。為。本。地。試驗。之。之。業。所。發行。者。第三。事業。上。具有。投。機。性。質。之。公。司。所。作。之。發行。於。此。三。點。之外。尤。須。注意。者。即。低。級。證券。帶。保。條。款。取。股票。形。式。因。以。發行。債券。為。入。款。項。者。多。為。正在。從事。營業。之。公司。其。作。為。債券。担保。之。財產。常。為。出。賣。股票。所得。之。資本。故。債券。持有。人。多。得。一。層。保障。

普通低級證券之銷售。多用宣傳方法。正與雅銷商品相同。以期引起投資者之注意。証券發行提倡人。除用報紙廣告宣傳外。更用種種其他方法。尤其在產業繁榮。人民趨於樂觀時。為甚。如用郵寄。信單。法。將。所。欲。推。銷。之。証券。列。舉。優點。以期。引起。投資者。之。注意。又。如。用。推。銷。員。方。路。專。門。拜。訪。投資者。以。期。征。服。其。投資。之。志。願。此。雖。較。虛。苦。勿。傳。單。之。耗。費。為。大。但。有。個人。向。直。接。接觸。之。益。低。級。証券。在。宣傳。推。銷。時。之。主要。特點。第一。宣傳。者。一。再。請。投資者。立。即。購買。因。即。予。以。提。高。價格。此。類。然。係。提倡。人。用。人。為。方法。提高。者。非。為。証券。之。自然。市場。增。植。第二。請。

求投資者運用郵寄或電匯之法繳款購買因所餘股份甚大遲到將券所，
 將實在此種黃金批發券常不出一次第三一冉中明德之公司有某著名人物
 參加足以為股票投資者優良之證明其假定利權係某投資者不知某成功事業
 亦曾為因股票購買而過受甚大之損失第四中明公司希望將股票分發於
 各小投資者之于一中國可免除多數人操縱之與同於此者則息票公司欲購買
 此種股票之人亦有一條第五一冉中明公司之營業計劃並云公司業已詳為計
 算此次發行定可獲得莫大之獲利絕無虧損第六一冉宜益並用數字表示公司
 有超過股票發行額之資產但殊不知及抵銷資產之負債情形用於做假證券
 之欺騙宣傳除此六點考人於實際文件方面仍可查出幾處持假第一如描述公
 司經理之為人係一麻痺自守能力超群之人物第二則有五股應山或油田一部份
 之燕尼以證明其巨額贏利之可期第三則係用公司之名稱與各著名著名之公司
 相似或出品之商標與牌號以著名之商標不易分辨第四缺乏有名之全融業或
 銀行業之支持第五以素不知名者之姓名作為其公司之名號第六在假證券
 券之傳單中列入勞付值企業所發行之證券第七用分期繳納購買付領方法
 中途即使發生不實情事亦不請請求退還已繳款項。

關於政府對於投資者之保障實為一種外卸保障其在限制權利證券提
 揭人或發行人之假批與欺騙行為實際經政府允許之合法投資者證券未必即為
 健全者其中良券之分仍有天壤之別在美國有公務委員會 (Public
 Service Commission) 青天法 (Blue Sky Law) 在美國各州均有

有公務委員會之組織對於公共公用事業有兩三公司如鐵路電車電氣自來水電燈等公司所發行之股票與債券必受該會之許可此項限制業已行使六十餘年如平行鐵路之建造與英研值金融之融通均受因而省去美國北紐約 (Northern New York) 之公務委員會即曾禁止自 *Orange* 至 *Buffalo* 開新路之建造因二地間已有紐約中西沿岸路 (New York Central and West Shore Road) 可以充分服務如該會判斷正確即因而省去價值一億元之投資。

青天法之發生係因在美國有一時期證券之發行極易且須繳上與故倡人心中有此一公司即可而在實際上此一公司可以不存在故證券之根據其弊甚有知青天故時有此種立法以禁止之夫體言之美國此種立法並未能發生很大之效果第一因其所處理之問題乃係取煩瑣處下手即其管理證券係於證券到達備卷 (Dealers) 手中以收效難以收效第二因由各州自行創設寬嚴不一此州發行證券可送至另一州銷售故漏洞甚多存美國各州此種立法較為完備者即為 *Delaware* 州之青天法於一九一九年六月十一日有效內中不但有規定備卷之活動而且將證券分為四類以表示其健全之程度。

A 類——證券本米性質即足以保證其銷售與清理無欺騙性者屬於此類由政府或政府之代表執照發行之證券或由各州銀行或信託公司建築或勞教協社 (Building or Loan Association) 或該州之保險公司所發行之

證券(3)經營公用事業之公司其發行受所任州之法律所管制之證券(4)在 New York, Chicago, Boston, Baltimore, Philadelphia, Pittsburgh, Detroit 各地交易所所交易之證券(5)在以上各地又在 Michigan 州購欲中時時以作爲新聞報告其中場併捲煙一年以上之證券(6)任何不以營利爲目的勿組織之公司所發行之證券。

B 類——證券在本質上其銷售與清理具有一種以上之保證而無欺詐之情事者屬於此類(1)其出售所有入完全負責之證券(2)公司增資之股票直接分配於股東之中未對於經理人或其代理人支付手續費之證券(3)由合法之銀行信託公司保險公司等所買賣之證券(4)由法院代管財產者及行以上所買賣之證券。

C 類——以已存在之收入爲基礎之證券屬於此類者包括任何經過兩年以上之營業其利潤足以償付之發行。

D 類——不屬於前二類之證券皆歸於此類。

在前三類中除 A B 兩項外加法律管制外對於 C 類即加以管理對於 D 類尤爲嚴格 C 類證券在發行時必須填具報告說明證券出售之事實公司組織之時間所在地點並據時提出資產負債表及損益表且須將該之分折以及主要辦事處經理人信託之姓名勿定址並須附上其他參攷資料 D 類證券之發行亦必須填具報告說明發行事實及款項提出發行組織之章程及至六十年以承其業務狀況與各項人事變更並須就時間地

與各人職業諸方面詳為敘述並將本業之性質成立以來之概況加以說明
 同時並須提出資產負債表及最近十二個月之損益賬項以供檢查
 予發行後仍須在證券上印上收執証券字樣此外對於銷售之類証券
 之備案亦有詳細規定凡違反規定之備案則處以一百元罰或一年監禁或
 二者並科在推銷明知必將清理之証券而欲購買人受損失時則科以一百
 元罰至五年監禁。

第五節 收買之事後保護

(一) 証券之保存——証券購得以後其保存亦須相當注意職偷火燒虫吃鼠
 咬均屬可能發生之損毀普通將証券送至安全保管公司 (Safes & Vault Co.)
 (Safes & Vault Co.) 存放於已租定之保險箱中或運委託銀行代為管理則銀行即負
 有証券報酬安全責任而成為收買者之代理人可代理之事項如(1) 利息分
 紅本金等之收取(2) 証券之買賣(3) 定期呈驗証券事項(4) 預備並呈送証
 券所請之報告(5) 關於証券持有之特別報告(6) 其他代理通知之事項銀行
 既可作此諸項之代理則收買人即可藉致其注意於其他事業之餘暇上對於
 收買僅作必要之指揮即為已足即本人因故不能出席股東會議亦不致有所
 誤事果如一收買人願意自行保管其証券時則可將証券鎖於自備之鐵櫃
 中關於証券之一切事情則親自照管然應備一份三份之証券表註明各証券號碼
 向發行人公司到期日利率付息日一張與証券同放一張存於屋中(任何處所)
 一張存於屋外以便發生意外時能有所依託股票於購入後必須速產如証

券有遺失應速依証券表之註明通知發行公司及所購入之交易所並登報聲明作廢以防拾者售予善意取巧人債券之利息單絕不可自行撕開由一般購買者不欲購入本票與息單相分離之債券故也。

(二) 投資証券之更換——投資証券之安全者所歸雖低但雖注意更換之處甚火愈不安全証券之收執性愈高愈需留意脫手之時執因此必須隨時留心市內之變動產業之興衰並注意公司之財政報告業務情形以及國際關係之變動新產業之興起與政府稅率之改變等。如偶有不利之應隨時脫手山雨欲來自有徵兆惟視投資者能否注意而已諸如業務之增減營業費用之消長固定費用之大小維持力折解費用之高低在在均為一銳利觀察家所注意之點如特舉美國 *Westinghouse Electric Company* 1701—1906年間之報告關於流動資產流動負債總盤存債票與股票各年度之數字如下加以分析。

年	1901	1902	1903	1904	1905	1906
流動資產	4,802,188	8,999,343	10,165,186	10,787,191	9,875,394	14,462,864
流動負債	6010,489	6,444,542	8,961,007	10,792,877	16,136,742	19,481,710
總盤存	5,372,080	6,951,725	8,241,183	8,657,447	8,607,244	11,919,956
債	3,352,000	3,800,000	3,050,000	2,679,000	2,616,000	2,568,183
股票	14,809,666	18,025,526	18,029,150	22,443,050	24,498,710	24,998,700

表

表

依上表其營業資本款目亦即流動資產與流動負債之差額自一九〇二年餘有
二五五二八五元而漸減至一九〇四年竟虧六五、六八六元此已為一危險之兆。
但一九〇五年虧空又增為六二九、三〇八元新增股本二、五〇五、六五〇元亦屬
劣效至一九〇六年雖又增發二〇〇、〇〇〇元營業資本之虧空亦僅降至五、
〇八八、八四六元一頓重之投資若見此則該公司一九〇七年之營業本問可
知矣。

投資之損失乃多由於產業之失敗故欲更換證券以保護其投資實應注
意產業失敗之原因大體言之其原因可分為三期即業本全融與外界三
者屬於業本方面者如經理不善責任分散失於防微杜漸以及不願產業實現等
如起頭資本此營業資本亦須分析種種困難費用計其錯誤會計制度不
良諸因是也屬於外方面者如產業環境之改變競爭關係之劇烈等；凡屬與
產業失敗有關係之因素一有速見明識之投資者務均應了然於胸中總察清楚
以作其更換證券之根據。

(三) 公司改組時之保護——就整個投資者之全體而論免有過過公
司破產改組之事項一能認為公司在其改組以前是取好從事則至於投資者最為
有利因投資者如將債權交付債權委員會合該事清理公司債務往來喪失其種
利並如公司與其他公司之契約以及所辦之特許、執照等均易使投資者遭受不
之損失同時如公司營業之不善係由於經理失宜即可改換經理由於營業資本
缺乏即可補充資本如調整或為不可撤制只好由貴公司財產或事清理債務

於進行此項事宜時各股東各証券持有人之一致動作較單行動為有利通常各公司一經宣告清理各投資人可立即成立債權委員會或証券持有人之共同而單獨成立之或立派公署各股東人將証券交至銀行或信託存款待証券登記達大多數議則準備假決議以徵求各持有人之同意而依証券性質之不同以享其權利各債權人優先之程序則為：(1) 稅(2) 債權委員會(3) 積取代表之証書費(4) 在末清理前之薪津費(5) 合法之抵押債券(6) 未付利息與勞務証之債務(7) 優先股票(8) 其他股票。

任何公司之改組均將使大多數証券持有人遭受直接之損失此種損失常因公司改組之目的而有所不同改組之目的通常為：(1) 短期債務之償還或基金之籌集(2) 營業資本之取回(3) 國家費之減低(4) 投資目的之更單純化(5) 証券持有人之損失則由於(1) 分期償付或減弱估價(2) 發行更優先之新証券(3) 以股票調換債券公司改組之結果亦一定為舊投資者最終之損失因公司營業興盛以致新與証券往往因公司改組之成功價格超過舊証券。

在投資者遭遇公司失敗之際只有兩種途徑可資遵循第一等候公司改組第二不計代價出售証券從第一途徑應考慮從事改組之經驗其人拾能力如何如債權委員會將証券完全信託一銀行辦理該公司之最大利權有足以抵償該公司証券之市場力則投資者可採此途徑但如委員會中多為個人分子謀取個人利益則投資者應避免第一途徑於公司改組是否



能獲得成功常視其承初失敗之原因而定原由消釋或予以成功但美國過去公司之史例其結果多良好。

第七章 投資之金融機關

第一節 居間機關

(一) 資本市場與投資銀行——前謂資本市場乃為長期資本市場有借貸之金融中心 (Financial Center) 與之密切關切者即為短期資金市場有借貸之金融市場 (Money Market) 在資本市場中從事活動之機關甚多其中有能為投資者開闢投資之途徑並代為鑑別投資之安全者如為投資銀行 (Investment Banking) 則為投資者居間機關 (Investment Intermediary) 有為活潑證券流通以便利投資交易者如證券交易所 (Securities Exchange) 與信託 (Trust) 則為便利機關有為專以代表辦理業務收取手續費為任務者如委託商行 (Commission House) 利為經紀機關有為其業務專門存儲資金或處理信託業務並行投資者如儲蓄銀行信託公司投資信託公司等是也則為投資機關有為其業務所獲得之資金必項長期投資者如保險公司則為之機關投資者 (Insurance Investor) 此外更有在市場中金融之抵押銀行 (Mortgage Banking) 在資本市場中主要之交易工具即為證券故能在資本市場獲得以長期資金者多為最大之企業組織中小企業則須從開辦津貼在資本市場中最稱為重要者即投資銀行。

(二) 投資銀行之意義與功用——在今日之資本家社會中大多數之資本貨物多為大企業組織所有此類大企業多項向公眾吸收資本因而必須假手於投資之居間機關此種居間機關即為投資銀行投資銀行 (Investment Bank) 或債券商行 (Bond House) 專以創造並分配證券以吸收社會資金供應企業需要並指導資金流入最有發展之途徑為其業務易言之即以證券為其業務其與商業銀行之主要區別則為時間因素商業銀行所經營者為短期資金投資銀行所經營者則為長期資本故投資銀行係以融通耐久貨物之創造與使用為任務帶自公司企業方面購入大量發行而分配於最量數投資者之中成為資金需要與供給之居間人。

就其種類言可分為批發零售與小零售或債券三種組織各種組織之中或有不同程度之專業有以一般證券為專業對象者有以某種種證券如鐵路公用事業等債券為專業對象者今日普通投資銀行之組織多兼作批發與零售兩項業務或單獨或與其他同業聯合購入全部證券發行而直接售給投資者者在批發組織方面有時可以與發行公司或政府及同業聯合購買團體之自願相接觸自行担任原始人 (Originators) 亦可參加同業購買團體充任會員或參加人 (Participants) 在零售組織方面則完全担任分配工作且獲得所銷售之證券可以用參加銷售團體 (Selling group) 方式亦可用折扣銷售方式此項折扣乃專

為優待銷售而設其大小則視證券性質與資本市場狀況而定各處之
售組織所組織之同業色銷團體又稱之為 syndicate 專門担任大
量發行之銷售工作。

就投資者之立場以論投資銀行之職能時可分七種第一為購買
職能因其係以銷售為目的而購入證券之組織故其在購買時必須對
於公司發行之事實詳加研究如證券之性質與會款之健全該業之發展與
理之好壞以及法律方面之問題務不加以研究更為保障其購入便利銷售
取時願容信任計頭帶要求款代奉命加公司董事會對於購入價格
之決定乃由其購買部與推銷部協商而發行公司議定其格力求於
廉以期不致超過預期價格凡在投資者方面其與重要投資者顧客
亦可將重要事項委託其代為決定故在購入方面其與重要投資者顧客
亦或半信託關係第二為助售職能因其係處於資金市場之中心關係故
對於金融情形至為熟悉且往往設立有調查會計部以搜集資料而用
其分析結果以助告公司及投資者者有關於證券之各方面事實第三為
銀行業職能不論對於投資者抑或企業公司均係如此其可以為公司之
財政代理人惟公司在一定範圍項以便支付所發行證券之本息投資者亦
常存款項於其處作為購買證券之款項第四為銷售職能因投資
銀行絕少有專為持有以購入證券者故專以買賣差額為其利潤在銷
售方面固同爭競爭關係常獲大其銷售部之組織以增強其競爭力量

負責印製其號往與現在廟主之名冊並特別描述其中有利者慮為致
發以期打動一般投資者更印發各種宣傳品藉以最高本號之聲譽期能
有助於證券銷售第五為訓練推銷員因証券推銷員之作之艱鉅非為一
般推銷員可比故常需特別訓練(大投資銀行分支處甚多更則設有專
門學校以訓練其所需之人才第六為保護功用中其為博得顧客信任提
高本號聲譽帶努力於顧客利益之保護該方面並非特重了事帶之為顧
客注意市場變化顧客不欲持有時其亦可依憑特研買回此種保護功
用在公司契約清結或每之際尤其重要有關同業亦常組織保護委員會
會以保障投資者之利益第七為色銷因之組織有時同業間或與金融公
公司共同担任色銷工作每行分權百分之若干如不能全銷即需自行承購
有時某担任批發者自某公司購入全部發行時則其分給色銷團會
員帶較公開出售之低為孤例如購入為九二分必會員為九四公團銷
售為九六必會員帶努力推銷其所購之百分之比如某券推銷不足其間亦
帶可互相轉讓。

(三)投資銀行之組織與業務——因投資銀行種類不一業務亦同故
其內即組織亦殊不一故大多本其業務之需要而行組織大致可分為購
建部推銷部交易部(Trading Department)調查統計部會計部以及分
支號之組織購建部之職能乃在為同業競爭獲時有利之新發行並改查
各發行公司之請購提議以決定購建與否故得社會功用足以指導資本

之流向與投資信用是否健全有利為此則必須與各大企業及本號與同業之調查統計部保持聯絡並須設案地調查員担任情報工作以期明瞭所欲投資業之狀況有時與同業組織已備聞參加投資委員會以協同動作更為監督故投資企業之業務常持有其相當股票以取時在董事會中之發言權。

購進即購入證券或印如數交推銷部由推銷經理指揮所屬推銷員從事推銷之工作在紐約於一九二八年某大投資銀行之推銷員竟達五百餘人四出兜攬生意尤須特別注意老顧王推銷員亦多若因定薪金以收取所銷證券之手續費 (Commission) 為收入推銷員仍須按期向推銷部經理報告推銷情形藉以保持聯絡。

較大之債券商行常有交易部其職能乃在維持市場中新發行之市代並處理由推銷員在外推銷新發行時所換入之舊債券因投資者不願持有舊債券新債券又為所急於推銷者即可相互調換由交易部再將所換入之舊債券在市場中稍售有時新發行證券不適於推銷部時即推銷或因季節節閏時出售價格過低則交易部非但可暫時持有而且能自市場中或投資者手中購入此種證券以利救其市代待市代改善再行出售此外交易部亦可接受顧客委託在市場中代購證券項證券並負責轉換本號所持有之證券因而由於購進推銷交易券部活動之結果使所有庫存量常在變化之中有許多商行為集中思

欲加強力量起見常由各部經理組織藍存委員會 (Inventory Committee) 以決定是否担任新發行並令交易部核轉特購進與推銷部所未售售出之發行在市場之中拋出。

調查統計部主任之工作多係對各部發生協助作用者如有新投資之邀請即因之就同期證券之公司業務與銷行將以研究其地調查擬成意見以備參攷顧客對於投資有所諮詢者亦由之協助推銷員答覆更將一切顧客之姓名住址所請證券種類及投資願向作詳確登記研究以指示購進部之業務大可製造廣告格待通知書調查書真券各投資者以廣招徠並搜集資料以助推銷業務之進行對於市場更況各類證券價格之變動亦須作分析研究而指導交易部之活動。

會計部担任理財事項如向銀行舉借債款登記本號各項證券交易現金未往記載客戶購買證券分期清償之帳款並負登記本會計蓄計預示方向責任。

由於以上各部之叙述吾人固可知投資銀行業務之大占最重要者不外為調查(Investigation)與推銷三種關於調查者如證券價格是否穩定則以承証券價值之貨幣是否穩定証券之銷路是否暢順證券之發行有否法律糾紛(Conflict)有担保色銷與全部承銷之別前者由發行公司在約定期內自行推銷由投資銀行担保逾期不能銷盡即由投資銀行依約定價格承購全部色銷即因投資銀行全部承購轉售推銷則由推銷部為之。

第二節 便利機關

以證券市場之需要——投資乃為資金之長期零託則個人投資者自前
述之投資銀行中購入證券以遂其欲隨時轉讓時自將發生市場向欲該
入亦能隨時轉讓一債券到期帶項數十年以改則持有者亦應實念為之
凍結若欲作其他使用而且在其生存期內竟或於欲清理其投資以求現其
預期願望必須有可供隨時轉讓之市場以利益證券之移轉但各種證券之市
場力往往不同凡此在市場有短與與與短與之比較情形下更為顯然一者短
與之市場每每為短與與完全競爭因而對於一種證券之市場力亦發生深刻之
影響在一高度短與與之市場其買者與賣者每可適及市場故雖有年
百萬元之交易對於市價亦甚鉅大之波動因此有短與與之證券市場更成
為必要。

一有短與與之證券市場往往包括許多證券交易所每雖個人亦但欲投資
者可以自由買賣各級證券誘導資金流入有效途徑之中而且可使一大企業
公司可以數次成本獲得長期資本因而各企業為其求股票與債券能列入
交易表計必須聯合成為種種強有力之公司以增強其信用地位是則是以成
進一國財富之證券化也。教授於一九一八年曾估計英國財富有百分之
六十係以證券代表美國財富亦係約有百分之五十係以證券為代表有二百
個大公司竟可控制美國產業財富百分之二十五公司財富百分之五十由此可
知有短與與之市場亦證券制度發展之密切關係矣。

(二) 經紀人與備客——標準經紀人 (Broker) 與投資商行或証券居間人不同者乃在其與証券原始發行人不發生關係而僅立於投資者及投資者之間代客購買或取于集費後不將証券過戶於自己之名義下果如其自費方取并証券所有權並本此所有權出售與買方在法律上已獲得此証券之抬頭時則稱之為備客 (Buyer) 備客係為自負損益自為買賣者而在法律上佔有証券後不代客買賣如倫敦証券交易所內之 *Buyer* 經紀人則受顧客委託而行買賣其係屬代理性質故不佔有証券不負損益專門收取手續費如倫敦証券交易所內之 *Broker* 此兩種人在交易所內從事買賣必須具有一定之法定資格經交易所同意由政府核准註冊給予營業執照方能營業在一完全發展之証券市場最佔有勢力者為經紀人在市場交易尚未正式進行買方與賣方人數亦多時備客在創造第二市場上具有其大之重要性依照美國法律備客交易在五元以上時其契約必須用書面表示但經紀人與顧客間則可有口頭約定經紀人與備客所以分開因一人如一方自為買賣他方自為委託買賣是以發生其端故紐約証券交易所規則方自予以限制而免妨礙委託人之利益。

美國証券交易所委員會於一九三六年將委託買賣與自為買賣兩項能分開時即有五千餘經紀人與備客登記其中大多數均願為一二類証券創一第二市場許多人更用電話直接與其他備客交易詳

成一交易所外之市場 (The "over the Counter" market) 僅有一部分人專門在證券交易所中作經紀業券紐約交易所證券及其他交易所中之會員經紀人對於創造證券之第二市場亦非常要重此類經紀人在各交易所中依照規則買賣證券收取一定比率之手續費有許多人在在物品交易所中兼營業券被等對於購買證券顧客常務收取購債之一部下餘則由之以所購證券為担保向銀行借入代墊有時會員經紀人亦可經手買賣 (Short sales) 業即賣空人委託其經紀人由賣出其未曾持有之證券而希望於價格低落時購入補交代表賣方經紀人在交易所中與代表買方經紀人約定出賣而自買入經紀人 (Selling Broker) 處借入證券交給買方經紀人貸出經紀人正值為其顧客保管證券故得以貸出收入賣方經紀人自買方經紀人處所取得之現款作於於賣方經紀人完成其買賣經紀人。

債券之中並有所謂債券備客如一保險公司批出售大批債券者往往找到受主而債券備客則知有願以某項購入債券者其乃自行以低價購入以某項售予受主後將其差額利潤再有許多個人證券發行或較小之發行亦在未列表或交易外之市場中交易而有備客變動於其中此種市場常字稱之為電話市場 (The "over the telephone" market) 因大部分委託之履行多用電話向各商行之探問方式在此一市場中備客佔有最重要之地位而且此一市場之價格亦比進欲買賣雙方幾乎為從利

用經紀人為中間人。

(三) 證券交易所——證券交易所乃為證券流通之交易組織故為投資之便利機關 (Facilitating Institution) 我國民國三年十二月公布之證券交易所法第一法即云：「凡為便買賣平準市價而設之國債股票公債公司債票及其他有價證券交易之市場稱為證券交易所由此可知其意義也我國最早之證券交易始於上海股份公所上海證券公會光緒三十一年年橡皮股票交易甚盛辛壬釀成宣統二年之橡皮風潮民國三年國人專以股票商客為職業者在上海有股票商業公會之成立買賣市場設於會內每日上午九至十一時集會交易會後由公會編發行清單分送在會同業對於買賣證券收取佣全民國七年北京證券交易所成立上海證券業以利害關係亦先致成立上海證券物品交易所及上海華商證券交易所交易方法一為現期交易即現約後立為銀貨交割一為定期交易即於約定月份之月底為銀貨之交割依照規定限期不得超過三個月此外還有便期交易易為北平證券市場所曾錄具之習慣所買賣證券之內容則以公債為主。

世界證券交易所以倫敦證券交易所與紐約證券交易所為最大倫敦證券交易所係為股份公司組織股東多為交易所會員每股所有之股票不得超過二百股管理交易之委員會組織均由股東會選出會員數目常在四千左右會員共分為兩大類一為 *Brokers* 一為 *Jobbers* 前者為備

客可以與前者即經紀人或彼等自己互做交易如與非會員交換時必須通知經紀人予以一定之手續費定全以買進賣出之價格差額為其利潤至經紀人則為買賣之中間人只能以收取手續費為其所得交易所每日發表兩種公告以報告各種證券之交易凡未經交易所允許列入交易之證券均不在於所內交易交易價中每年交割二十四次其中二十次為每隔兩週舉行一次有四次每隔三週舉行一次交易資金之來源除捐客自備外即為銀行與其他金融機關之短期放款。

依據 H.P. Willis 及 J.V. Bogert 合著 Investment Banking 一書中之叙述紐約交易所乃為三三五個會員所成立之組織以管理並辦理證券之交易為目的會員可以與非會員成立合夥組織以便利其業務但在所中交易者僅准有此數日之會員交易所會員主要者可分為七組第一組為 Commission Brokers 專門接受並履行顧客之委託為業務經理常與全世界在紐約證券交易所購買列表證券 (listed securities) 之公眾保持接觸在一九三五年十月一日此類會員有三九一人皆為 Commission Houses 之合夥人第二組為 Floor Brokers 又稱為 "two dollar" Brokers 專門接受並履行其他會員大多為 Commission Brokers Dealers 委員會之委員為業務在一九三五年十月有一五八人從前每代買賣一百股股票收手續費二元故有此別稱現已提高為第三組為 Floor trader 而係自為買賣者在一九三五年十月有三十五人全部自行

自担損益而有明瞭市况及省去手續費之益第四種為最重要之 *Specialist* 專門將彼等之交易限於某種證券一方面接受其他會員對於該種證券之委託他方面自為買賣故如經紀人與顧客必須絕對分開時則彼等之影響最大在一九三五年十月此種會員有三八四人第五種為 *Order lot dealers and brokers* 即零額顧客與零額之經紀人前者專接收小於一百股交易單位數額之委託而構成大量業務前者則專在固定邊際之下常為八分之一未隨時買賣零額證券其所接受之委託常來自其他會員最要者為 *Commission Broker* 其與其他會員不同者即其可以將購買委託與出售委託互相推銷履行其差額在固維持費用過鉅故零額商行甚少不過六家而已會員中零額顧客有二十五人經紀有一一五人均與各該商行有密切關係第六種為 *Bond Brokers and Dealers* 或接受顧客委託或自為買賣均以債券為限於一九三五年十月一日此類會員共有七六八人第七種為 *Inactive members* 或為不做業務者或為取得會員資格乃為減輕本身業務上之手續費負擔者或其購入會員資格希冀漲價時出售者此類會員在一九三五年十月有二二七人之多總而言之任何會員均可自由從事上述各種業務必須向交易分配委員會 *The Committee of arrangements of the Exchange* 登記並遵守交易所規章即可。

現在之紐約交易所設備甚為完全有交易處 *(Trading Post)* 電話公告板廣告交易市價之自動印字電板板並附有證券清冊公司 *(Stock*

Clearing Corporation) 其管理則為一由會員選舉組成之 governing committee 以處理一般事務為仲裁糾葛核准入會管理證券交割並許證券交易以及其他諸種事務均設有專門委員會每個委員會包括會員委員三人至十五人。

第三節 經紀範圍

(一) 經紀範圍之組織——所謂經紀範圍乃指因證券交易所而存在並營經手實業務 (The Brokerage Business) 之組織而言在紐約證券交易所每一經手實商行 (Brokerage House) 登記為會員時必須採取合夥組織以保證對於顧客負責若限責任合夥人出資一部份用以購買交易所會員權一部份用於房屋用具之一部份存於銀行以便利週轉其組織因業務需要可分為三部份第一為營業部由二合夥人擔任內設營業員 (Clerks, Messengers) 若干人專與顧客發生關係接受顧客口頭電話電報或函件買賣證券之委託營業員亦可出外兜攬委託其薪亦與地位之高低則視此項成績而定第二為委託部 (Sales Department) 專門負責辦理顧客買賣證券之委託委託之種類甚多一為隨市委託 (Market Orders) 即於委託達到交易所時立即以最有利之價格履行委託二為限價委託 (Limit orders) 即由顧客限定願付或欲得之價格此種委託又因有效期間而分為數種三日有效者曰本島履行次日即失效者為當日委託 (Day orders) 直至接到取消原委託通知前仍有效者為取消前有效委託

(good until countermand) 在本週星期六營業結果前有效者為週內專託 (good this week) 在本月最後一營業日營業結束前有效者為月內專託 (good this month) 亦仍到達某一指定價格專託買賣即有效者為停止損失專託 (A "stop loss" order) 舉凡此諸種專託均由營業部及他方面到達專託即轉至本店在交易所從事買賣之會員由之照辦電話報告本店其傳票即送至清算部 (Clearing House department) 準備證券清算並告知顧客更由會計部作必要之記載第三為清算部專門負責與證券清算公司作清算工作並附有若干清算員至各處作對證券與交換工作第四為出納部 (Cashier's department) 從事金錢出納及向銀行折款並補助清算工作第五為會計部但在本店及分支店之會計記載與顧客證券分紅付息事宜第六為統計部担任搜集材料勸導顧客及宣傳事宜。

(二) 經紀機關之金融——普通證券交易易商行帶色括三種合數人：一為交易所會員二為負責業務推進人三為負責金融人最後一種人供應本店所需要資本可以現金亦可用證券作為流動資本便利證券買賣並補顧客購買代購不足部分但大部分週轉資金仍來自銀行逐日折款有時以證券作抵押逐日在銀行保留一半均餘額屬於證券清算公司之經紀人則帶自公司獲得全額照例銀行逐日折款均不能过夜故項日日轉速融通所以為安全計美國一九三四年證券交易法對各商行之資本額皆有最低之規定。

(三) 經紀業務所得之來源——經紀機關當然為一營利組織其維持費用

每甚鉅大如在各大城市分支店之維持工作人員之僱用合夥人服務之服
 債利息費用之負擔等之而其所得僅亦外有二項來源一為手續費是在
 各大交易所其各自均訂有一致之最低手續費率在紐約交易所每筆
 交易手續費滯在一元至五元之間另種所得為差額利息即其收取顧客
 之利息較其付予銀行者為高故經紀人常欲作務或實業務再於顧客在
 本店有存款時其所付予之利息亦往往甚優大體上經紀批商經營實業
 務時所得之收入較他種業務均高。

(四) 經紀批商與顧客之關係——此種關係具有四種第一種即經紀人
 為代理人顧客為原本主以履行顧客之委託第二種即人為債權人顧客為
 債務人此在顧客所購證券或行未全部交清或賣空虧本情勢下有如是種
 關係第三種即人為借入人顧客為借出人在此在顧客購入證券尚有一部分
 未付清即以證券存於經紀人處為保證乃形成此種抵押關係第四種即人
 為財產代管人顧客為受益人此種關係乃在顧客有證券存於經紀人處且
 不久其債款時所形成在此四種關係中最主要者即為代理人與原本主之
 關係同時經紀人具有六項義務第一遵照顧客意志代為買賣證券第二
 依照習慣法行為顧客墊付借款第三在未危急代墊款項或在未通知結
 帳前應為顧客之利益以保管證券第四隨時準備交還顧客所購之證券
 或同樣證券第五顧客還清欠款後發還顧客所購證券第六遵照顧
 客意志由顧客自負擔捐並出售所保管證券。

第四節 投資批閱

(一) 間接投資——由投資人直接自投資銀行經理人或其他投資者處購入證券而需自負危險自行選擇者為直接投資但於今日現代化之投資制度中證券種類繁多良莠不齊難以比較因而需要一種特種批閱為之代勞此種專門投款他人資金之間接批閱可分為三期第一類為儲蓄批閱存儲他人存款以之轉投於證券之上第二期為證券替換公司 (Securities Dealer-*Selection Companies*) 帶自行發行證券以收入實行投資如投資信託押款銀行等第三期為信託批閱代顧客經營基金從事投資在此期之中亦包括專作投資者顧問之組織舉凡此諸種批閱均以便利間接投資為業務故稱之為投資批閱 (Investing Institutions)

(二) 儲蓄批閱——包括互助儲蓄銀行股份儲蓄銀行商業銀行儲蓄部與郵政儲蓄全互助儲蓄銀行乃為慈善公益批閱非為股份營利組織故其商業性質較小投資有嚴格法律之限制德國於十八世紀後半期蘇格蘭於一八一〇年美國於一八一六年先後有此種組織目的在鼓勵之實階級之節約依照美國法律此種組織乃採許多人之自動組織成立董事會董事則均為名譽職依法指導業務收取定期存款提取時需前三十或六十日通知在紐約存款最高額限為七、五〇〇元乃係專為存款人而營業除去開支外一切利潤均歸存款人股份儲蓄銀行乃為有股份之營利組織由股東選舉董事經理業務將存款轉行投資各國法律對之亦多有限制商業銀行儲

投資學

四三

蓄却之目的乃在吸收定期存款美國法律為保障此種存款安全計專有
最低準備之限制對於定期存款與儲蓄存款設有最高利率之限制於
於儲蓄存款與銀行部之資產官方與亦常鼓勵其分嗣而保障存款之安
全在真正公開情形下商業銀行儲蓄部與股份儲蓄銀行業已若大差異
與各國之郵政儲蓄制度常與郵局相張屬可以鼓勵其在各地之小額儲
蓄而集中投資於高級證券之上總而言之此四種機關所以能吸收鉅額儲
蓄者乃因其對於儲蓄者較為安全所有利息分予投資利且其證券
投資跌價之虞故其能吸收儲蓄也至於儲蓄範圍之投資於他章中論
之。

(三) 證券擔保機關——包括投資信託 (Investment Trust) 抵押銀行
公司贊助商號 (Company Promoters) 與金融公司 (Financial Company) 投資
信託乃為自行發行證券吸收投資之基金代為投資於最有利途徑之
組織在美國最初多以稅收為目的設於一八九〇年 (1890) 公司失敗而轉
入穩健途徑淨利潤之一部轉入準備帳下以防損失投資皆屬高級證券
並注意產業與地區之分數有時因亦經營證券公司業務但紙不獨立支持
一新公司故政策至為保守為減去費用計淨期組一事亦董事會更與同
業合力維持一調查統計總出對於投資之利益並在於分發危險經理週密但
其常限制特設投資之利息與股利全部分給投資者若在美國此種組織於
一九二〇年以方盛行而有四種不同之形式第一為普通性質者其業務有類

於普通信託投資乃分配於債票優先與普通股票三種之中時常更換
大多時有調查統計組織以期有助於高價售出低價購入之業務而保持小股
資者分款危險其中有與投資銀行發生關係者則往往可減去費用使
利投資同時因投資者所持之信託股票在市場有行情為避免持有者之
損失計復有投資基金 (Investment Fund) 之設置在投資者願退股時
只須在定期前通知即可撤回本金與未分派股利減去一定比率之管理費用但於基
金有損失時其亦不能互助儲蓄銀行存款者可撤回常額本金而須按比例
担損失如為累積基金時則不能分取贏利以便再投資未增加本金美國法律
為鼓勵此項基金之設云特予以免稅待遇第二為特別性者即其營業有一定
範圍如銀行保險團體之各業此種投資信託之出現係由於某數種新產
業確有優良之投資證券為一般投資者所不認識故明其詳情之專家有此
組織對於投資則定期有所控制故性質與持有公司 (Closed Company)
相似第三為固定性質者係將投資者之基金專投於某數種特定之證券上
另發行新證券交投資者持有投資者既可獲得分派之盈又可獲得各種
證券價值平均穩定之盈價格定證券或為一般證券或某類證券亦所發行之
證券以代表其投資向題帶甚低期能普遍暢銷第四為全體持有公司不但
經理投資而且控制投資企業而居於投資信託與普通持有公司之間所
購入控制之投資企業予以種種限制然該企圖出資以解散其資金仍作同樣
業務此種投資購入多易於拋出故為一種較難之營業。

投資

四

抵押銀行乃為融通鄉村與城市中不動產之金融組織依然以聯合信用替換個人信用甚至以聯合信用保證個人信用之概念而成立者其特點乃在平均危險以加強信用力量用銷售抵押證券之收入來融通不動產之購買與發展此種組織其分為兩大類一屬於鄉村信用或農田金融方面者一屬於城市中不動產金融或抵押銀行者二者之目的雖同其前者發展較早亦較健全各國亦有較完善之立法以扶助債務雙方美國之聯邦土地銀行制度乃為各國較為完善者專以抵押放款為業務放款額以示超過農田土地價值百分之五十亦以改良信譽百分之二十為原則資金來源一為出售以農地抵押為担保所發行之債券二為出售股票與借款與政府以此兩種所得以推助業務此外美國尚有聯邦農地抵押公司人壽保險公司國立銀行州立銀行亦多經營鄉村抵押業務務隨農村抵押業務之發展城市之不動產金融範圍在投資上亦佔有重要地位各抵押公司回抵押中人 (Mortgagee) (Mortgagee) 之活動運送保證抵押財產交予信託公司依據之以發行債券並設立抵押基金以支持所發行之債券而以抵押利息與債券利息之差額為利潤而形成美國之担保抵押制度 (Guaranteed Mortgage System)

公司贊助商號為英國之產物在英國除有英格蘭銀行扶植下之工業金融組織外其餘金融機關多不注意工業金融唯公司贊助商號之業務則專為小企業籌集資金先購買小企業之股票然後以其自己之名義未支持

信用以高價出售一假投資者或以曾為公司贊助商號支持信用之廣告或說帖為媒介或以私人之請求認股書為媒介以行投資有時雖贊助之公司股票不能賣却分多由其認購以示與投資企業有利並關係但但不公與之承以股票大體言之舉凡有贊助者參加即表示企業信用欠佳但為非為不可為也。

金融公司常期求統制與其利益有關之企業所持證券亦常集中於某一項全以追求高利為目的故投托性較大公司形式亦不一業務廣狹更極每以公司之公司形式存在故有示業所法及範圍甚廣此種組織亦以英國為多。

(四) 信託機關——信託公司 (Trust Company) 所以不同於其他投資機關者乃在其對於投資者發生時及死後均可作個人之服務其組織有甚龐大者但股本亦有小至數千元者美國十九世紀初即有此種組織我國在民初以來亦頗盛行尤其民十在上海更為其勃發時代現在各國之若發現象即為各銀行有信託部之或立或信託業務之種類言其全認業務即為保有大量定期存款與股份儲蓄銀行具有同樣性質其公司信託業務別為公孤押財產之代管人股票發行之登錄人 (Registrars) 與轉移登記代理人以便利他種金融業之證券事務其亦可開有證券部以經營證券業務此外則為處理個人信託業務如遺囑信託 (Wills) 與生前信託均可依照信託人之意志為之處理故其在投資上能有不可少

視之功用。

第八章 投資證券之種類

普通所謂證券 (Securities) 乃指股票 (Stocks or Shares) 及債券 (Bonds) 而言。股票乃代表投資者對於公司所出之資本在股份公司或行之國各種股票極多有為鐵路公司所發行者有為公用事業公司所發行者有為金融與工商業公司所發行者同一公司所發行者亦有優先股票與普通股票之不同至於債券則代表投資者對於政府或企業之債權亦或為發行者主體允諾償付一定款項及週期利息之工具凡為企業公司所發行者為公司債券可因發行之目的本全之保證償付之方法而有神之之分類。凡為政府所發行者為公債券其主體有中央而地方之別因其性質亦可有神之分類。因而本章論投資證券之神類。

第一節 股票之性質

股票乃為公司證書 (Certificate) (Share Certificate) 之一種。公司證書係表示借款公司於將來從事償付之能力願望。義務與保證之工具。中包括股票債券與票據 (Notes) 在理論上債券與票據之不同乃在債券為允諾償付之一定證券。票據則僅為一信用證書。在證券方面二者之分野則以此期間決定。凡屬期間不超過五年之債券均稱為之。票據至於股票持有者與債券持有者亦有不問股票持有者人為一股東乃保企業之所有。主債券持有者則為債權人。故

前者係以業主之資格將其資金承置於產業之中。準備擔負一切損益。若
州以債權人資格將已有之資金貸給企業。不論損益如何均應依約將期償
還本息。固之二者之性質似正相反。但此僅係就法律觀點以立論。在實際上。既
先股與債券相同之點。正多。惟股票在無論在何種情形均為所有權之表示。
其股份則為代表可轉讓之證券。在大體上。購買股票之危險往往較其大。因其
價值乃視乎資產之價值而定。在公司一切債務遂清。致股東方得收回本金。
其所持則視公司業務之繁榮與公司負責人之誠慎而定。公司之營利或
經理帶在全部或一部。股東之手。此種由業主地位而生之營利。取案為股東
之必然權利。

股票於發行時。每股帶有一定之面價值。例如一股一百元。此數即為原來
確定其所應代表之實際價值。以該國公司業務之榮枯。價值乃常有變動。
以致失去原來面價值之重要性。在面價值之高低。乃視乎發行人之決定。在美國各
證券交易所交易之股票。面價值由二元至千元者。均為。若小面價值。雖亦重要。
但其分數。仍多以面價值之某百分率計。而如全年分數率百分之八。時分季支
付。每季即為百分之二。半年支付為百分之四。一次支付為百分之八。均以面
值為準。

固面價值之若。固重要。在美國乃有發行面價值之股票者。而且此種。傾向
有日漸增加之勢。其實。價值則因公司按期公告其淨資產額。以將股款除時之數
以代表示之。分數則由公司宣佈。每股每股應得之元數。而不用百分比率法。若

一種與面值有間之混合法股票可稱之為部分出資股票 (Part Paid Stocks) 即股票持有人並未將票面價值全部繳給公司僅繳上一部分下餘者於公司解散改組時應推照繳至其票面價值之股票在處理被撥款於價格相當即可出賣時購買人即不再負任何債務部分出資股票持有人則負有隨推照繳之義務分似則將已繳之部分計添。

第二節 普通股票

通常均將股票分為普通與優先兩種但有許多公司亦只僅發行一種普通股票即有分別時普通股票持有人對於經理業務領取最大份額之利潤等仍若何例外不過彼等所負之危險較大必時公司分付給債券持有者人優先股票持有者應得之款有剩餘以派分時普通股票亦往往有分為幾類者例如有此公司常發行 B 類普通股票而視初發行之普通股票為 A 類所不同者即 B 類股票持有人無投票權而已如 B 類股票滿三四倍於 A 類股票則公司若擬將在次數 A 類有股票之股東手中例如其團在一九二〇年時有一公司名為 *Walter Motors* 者其 A 類有投票權之股票計五〇〇〇股而若投票權之 B 類有一一九五〇〇股雖然其不大中則一但亦足為其種發行之代表矣。

第三節 優先股票

優先股票 (Preferred Stock) 其優先之處不外為三途即分派之款以優先資產之普通優先與股票之一時優先而已隨此三種而發生者則有購回

變換或分亨 (Participating) 之優先此外亦有一級二級優先等以表示其
優先之次序。

(一) 分紅優先——即在普通股票領取任何分配以前其一切應得必先付給在
此情形之下優先分紅帶有固定之百分率在優先分紅支付完竣下餘全額應
屬於普通股票此種優先分紅亦可有累積或非累積 (Cumulative or Non-
Cumulative) 之分如屬累積者則此年依規定應付未付之紅利應即累積
以待公司贏餘能完全付清為止在此以前普通股票不得分領任何利潤如
股票為非累積者公司贏餘額優先額分配如有不足應付未付却分別不予
以累積又此種優先股票對於優先分紅付清後之餘額仍可分取者則稱之為
分亨如此種股票直接分亨此種分紅額時稱之為立即分亨 (Participating
Immediately) 但在通常必須普通股票按照優先股票之分紅率分紅以次
仍有剩餘時方在優先股票參加分亨。

此種分亨情形吾人仍可舉例說明之如有某公司計有優先股票一〇〇
〇〇〇〇元優先分紅率為百分之五普通股票二〇〇〇〇〇〇元此公司宣佈
分紅之贏餘額為一〇〇〇〇〇元通常在優先股票分取百分之五或五〇〇〇
〇元以次仍有九五〇〇〇元為普通股票所得分紅率等於百分之四七·五如
此種優先股票復具有分亨優先列於其分紅利百分之五或五〇〇〇元
以次普通股票亦依百分之五分紅而一〇〇〇〇元仍歸入五〇〇〇元為普通
通股票與優先股票所應同分者因優先股票為總股本額之分之一故優先股

票獲得此類三分之二為二八三三三又三分之一元普通股票得三分之一為五
 一六六六六又三分之一元二者各別所得與前合計別優先股票之總所得為三
 三三三三三又三分之一元普通股票之總所得為六六六六六又三分之一元如优
 先股票為立即分派則於其分取百分之五或五〇〇〇元以級別直接分所
 餘之九五〇〇〇元之三分之一為三六一六六六又三分之一所得之總數為三六
 六六六六又三分之一或百分之三六六六六又三分之一普通股票分取餘四三三三三又
 三分之一或百分之二一又三分之一。

(四) 資產優先 (The Asset Preference) 之價值於公司解散時方可見出彼
 時具有資產優先之股東可以充分獲得股本之保障而能在普通股票收回
 本金以前獲得其股本全數為面額相等(有時亦可越進)此種優先股票
 常見之於工業股票之中殊為股票之中則甚少見。

(三) 優先投票權 — 優先股票之票面當有任可優先投票權 (Right of
 to Voting Power) 事似乎為常理相背在此種情形之下如云此股票具有否
 認權 (Voting Power) 似較正確但此正有一有名之例証即美國 (The Old
 Rock Island Company) 其優先股票即具有選舉多數董事之權在
 此公司於其所約定之份額未為照付時即賦予以充分之投票權通常優先
 股之投票權多受限制於某特殊問題上如新債券之發行優先股票之增加
 或影響公司財產之其他問題。

(四) 贖回優先——有種優先股票而係可以贖回者即發行公司約定其
有以贏餘贖回此項股票應付帶與面價值相等或稍高此種股票對於
股票持有者之不利益處係其於不景氣時期仍須領事再投資。

(五) 轉換優先——有許多優先股票賦予持有者以隨時轉換普通股
票之選擇權此種轉換帶係一般概一類但例外情形亦所在皆是例如在
一九〇二年美國鋼鐵公司 (United States Steel Corporation) 即將其一
部分優先股票轉換為債券。

(六) 保護優先 (Preferred Privileges)——乃為一不常見之形式即係與
發行公司約定公司每年必須由贏利之中撥出一定款項作為保護優先
股票將來分派及贖回之基金。

第四節 其他特種股票

(一) 保證股票 (Guaranteed Stock)——乃係一公司之股票其分給由另
一公司所保證而但保此種股票有一定之利潤此種股票多出現於此一公司
為另一外一公司所合併或資產轉讓於另外一公司之際且常限於鐵路方
面如保證公司特別有力亦仍不失為良好機會證券蓋其保證方式多係
由保證公司負責付予一定比率之股利不向其原來發行公司之情況若何
故被保證股票之收入有利利息同樣之固定對於保證公司之榮權僅限於
於該公司之債券有時可先於帶担保之債券固其有原資產為後盾之故。

(二) 本特股票 (Preference Stock) —— 此種股票盛行於英國其在優先方面對於資產及分紅與優先股票之優先相若其償回則依照一五比準惟於分紅款項進六個月以後此種股票即有排斥優先及普通股票而有惟一之投票權。

(三) 創立人股票 (Founders' Stock) —— 又稱為贊助人股份 (Promoters' Shares) 而在優先股票之先分取固定率之紅利對於優先與普通分紅分付後之剩餘仍可分取一定款額。

(四) 延付股票 (Deferred Stock) —— 盛行於英國而正與優先股票相反英國股票共分三類即優先普通與延付三者此種股票之分紅正如其名所示者必待各級股票之分紅完全付清後始能分予紅利。

第五節 股票之分紅與權利

分紅係由董事會決定由盈項下支付如盈餘將僅足以支付紅利與若遺法情事時董事會將決定保留盈餘用於產業發展並備小虞之用。股東小將進向公司此種權利對於優先及普通股係屬相同故各大公司能因此而日趨發展分紅之付給公司必須依一定日期或於帳簿之中所記或之日期即為宣佈分紅之日期或宣佈分紅之格式如下：

公司名稱 詳細地址 年 月 日

董事會於本月宣佈對於本年六月卅日營業結賬時之股票持有八分予以本季紅利百分之九（每股若干）於某日支付支票即將寄

出會計主任簽字。

普通在習慣上為便利於对在結賬前曾做登記之股票持有人領取股利計常將公司之股票登記時結封若干日在結封期內不辦理股票過戶登記手續雖然有些公司不遵守此例而宣佈分紅給某日以前之股票持有人但大多數公司仍維持此一舊例如在過戶登記結算日期內股票有移轉分紅則仍付予登記帳上之戶頭而帶為當者有種股票其上帶有特種分紅則 (Dividend) 意即為此種股票不之股利或股息付予其者而不付於買者至於分紅亦有於定期分紅之外有額外分紅者 (Extra Dividends) 又稱之為 (Melon - Cutting) 額外分紅可以一次支付亦可分期隨定期分紅同時支付一方法美國鋼鐵公司於一九二八年大繁榮時曾使用關於分紅之支付通常多用現金但非皆如此亦有以公司之股票付予者稱之為股票分紅 (Stock Dividends) 在理論上此種分紅股票持有人之股類並未較前增加僅其股份被化或較小單位但在實際上則有贏利因其舊股票總數之市場價值總額充實變動但新股票則較其未分紅前之舊股票在價值方面為高股票分紅亦可以另一公司之股票付予美國各公司於一九二八年之分紅則以自由公債 (Liberty Bonds) 付予分紅亦有本公司之股票或本票付給者。

在公司增加新股票發行之際股票持有人有此例場加其持有之自然權利此通稱之為權利 (Rights) 係由於預期票現而生股東認購此種股票

時通按面值如股票之市價價值高過面值時此種權利即有一定之市場價值當然亦可轉讓此種認購權之標準所有以新股票之一股為標準者亦有以舊股票一股為標準者此二種標準惟在市場中百分之百時方能一致如增發率為百分之二十五則必須有四股方能購一新股因而必須一舊股認購權之四倍方能抵一新股之認購權此決定認購權之價值在理論上有一公式為 $\frac{R}{R+D}$ 式中心V代表認購權之價值P為每一舊股在市場中之價值過進之面額之數值R代表增發率如某公司增發新股票百分之二十五則股票市場之價值為七十一元面額為五十元代入公式 $\frac{71-50}{71+50} = \frac{21}{121} = 0.1735$ 為每一舊股認購權之價值每即以舊股一股為為標準在市場中認購權之折拾固需四舊股方能認購一新股則以新股之一股為標準之標準必為一舊股認購權之四倍即 $0.1735 \times 4 = 0.694$ 為購每一新股之認購權所必出之價格。

第六節 公債券之種類

公債券為政府向人民或他國借入款項將來計息償還代表國家債務之工具得為投資証券之一種而有中央與地方之別前已言之矣但其性質論則可有種之分類茲依胡善恒氏在浙省公債論之分類略加說明就其收入之使用目的言有財政公債與建設公債之別前者為彌補政府財政收入之不足而發行償還由公庫負責其安全程度視稅收之強旺而決定如政府年年總額自為不良之現象建設公債之收入乃以充為某種建設事業之經費

如鐵路公路電氣礦業等故其支出於相當時期可以發生收入作為付息
還本基金之來源故為生產性質者安全程度當較優良。

就發行之地區言有內國公債與外國公債之不同前者係在國內發
行國人以此投資非僅可以便於應而且國易知其虛實容有所選擇其在
國外發行者不論係由本國政府抑或外國政府均視之為外國公債其發行
面額利息計亦付息還本自均以外國市場習慣為準故不便為本國人作為
投資工具。

就公債之還本付息有擔保可言可分為有担保公債與無担保公債
兩類將公債之性質本條以政府之一般信用為基礎其還本付息均列入
預算由公庫支付故在財政健全信用優良之政府其若指定特別收入以為
發行担保之必要在投資者亦無庸乎有此要求設如某公債發行以關稅為
担保則於關稅收入倘有短缺之際政府並費必須補足之責及不如若担保之
為愈故就投資立場觀之有担保與否實為重要。

就公債募集之方式言有自由公債與強制公債之不同其由人民自由
應募或出乎投資人之自願而購入者則為自由公債其發行自須本乎公庫
市場之方式至由國家用強制方法依某項標準迫使人民購入而具有確派
性質者是為強制公債自然出乎投資向趨避慮之外

就利息之有無言可分為有息公債與無息公債若息公債之發行多需
具有強制性質否則自為入願意投資並投資之目的乃在購本乎利無利又

何項手續勞累如以有購入者必有其他動機在焉（如愛國心）非為吾人所應加研討者故公債投資均以有息者為對象。

就公債轉讓有無手續言可分為証券公債與登記公債前種公債以証券為証據其上載明發行條件償還方法付息時間持有人可以轉移以改變其所有証券為之流通其不記名者自可若跟轉移是為普通公債之形或其記名者則需記入双方姓名以便轉移登記公債乃以政府之公債登記帳為憑應募人之姓名住址金額及時日均詳細載於其中亦可另發予記名或証券作為持有憑証轉移時則需双方請求登記殊不便於流通。

就應募有折扣言可分為有利公債與無額公債後者之應募人必須將票面百分之幾數現金之前者則依其發行時之規定折扣繳納到還本付息時則仍以面額計算其形中提高公債之利息折扣之目的或為鼓勵應募或其所規定之利率根本與市場利率相差過速為便於推銷不得不有相當折扣。

就償付貨幣之標準言亦可分為本國貨幣公債與外國貨幣公債普通公債多以前者居多至於採用外幣作為付息還本之標準者或為遷就外國投資者之便利或為本國幣值波動過鉅利用較穩定之外幣為標準以保障投資者之利益而便利公債之銷行。

就公債還本期限之長短言沒有長期公債與短期公債之區短期公債

可由數十年以至十年不等。長期公債則在十年以上。有永不還本者。竟與短期公債相近。如英國之 *Consols*。短期公債如臨時借款 (*Temporary advance*)。財政庫券 (*Treasury Bill*)。與國庫債券 (*Exchequer Bonds*)。又各代表不同之類型。

第七節 公司債券之種類

公司債券 (*Corporation Bond*) 就其發行之性質而言。可分為鐵路公用事業二業。種種。但就債券收入使用之目的。本金之保證。償付。本利之方法。諸方面。再加以分類。則不若其簡單。茲特詳述之。

(一) 就其使用之目的而分類

1. 調整債券 (*Adjustment Bonds*) 係為當公司全路困難。以調整公司業務為目的。而發行之債券。

2. 橋樑債券 (*Bridge Bonds*) 專以融通橋樑之建築為目的。當一橋樑之使用。為兩個以上鐵路公司時。即可單獨或為一公司發行債券。以收建築基金。而由使用之各鐵路公司予以担保。

3. 車皮信託債券 (*Car Trust Bonds*) 其發行常以連續之形式。專以融通鐵路購置新車為目的。與此種債券性質相同者。仍有器具債券 (*Equipment Bonds*)。惟在優先方面。則不如車皮債券。

(3) 一般債券 (*General Bonds*) 此處所謂一般。乃指證券之性質而言。例

如一般抵押債券 (General Mortgage Bonds) 則將其抵押適用於一切財產。

(4) 改良債券 (Improvements Bonds) 專以融通業務之改良擴張為目的。

(5) 過渡債券 (Interim Bonds) 係為給予購買者之臨時証書以待正式証券之給予。

(6) 置產質全債券 (Purchase Money Bonds) 專為融通財產之購買而發生者或者直接抵押作購備之一部或另行銷售以其收入支付之。

(7) 替贖債券 (Redeeming Bonds) 完全以應付行將到期之債務而發行者或用以掉換舊債券或另行銷售以其收入贖回舊債券。

(8) 改組債券 (Reorganization Bonds) 專以融通產業改組為目的故多在公用管理之類但亦有例外者。

(9) 收入債券 (Revenue Bonds) 專由市府發行而以收入為担保到期時即以本城之收入以償還之。

(10) 統一債券 (Unified Bonds) 專以統一以前所發行之各種債券以便管理耳。

(二) 就本金之保證而分類——

(1) 優先留置權債券 (A Prior Lien Bonds) 其担保係抵押所有之同意對於抵押財產有優先留置權。

(2) 抵押債券 (Mortgage Bonds) 係用抵押財產為擔保之債券多數債券均屬於此類此種債券常有第一二三次序之別以表示此種財產被作抵押之次序此外更有一般抵押 (General Mortgage) 聯合抵押 (Blanket Mortgage) 整理抵押 (Consolidated Mortgage) 第一與整理 (First and Consolidated) 第一與第一類 (First and Refunding) 諸如此類之名詞均表示此種債券有財產作保證此種財產除為此種保證之外更難以抵押方式保證他種債券。

(3) 無担保債券 (Venture Bonds) 其本息並與特別之取債權作保證僅在到期償還。

(4) 清理證書 (Receiver's Certificate) 係由倒閉公司之清理人遵照法院之指示所發行者在除此種證書發行前某人之取債品業已由清理人指定者外其他種種證券均為優先。

(5) 間接信託債券 (Collateral Trust Bonds) 係公司祇有三股票債票為保證而發行之新債券作為保證之股票債票則存於放信託人或代管財產人處如有利息違本誤期情事即將此種股票債票出賣以保證間接信託債券持有入之利益。

(6) 保證債券 (Guaranteed Bonds) 其上說明被保證人如違本付息有誤期情事保證人對於收款人所負之責。

(7) 背簽債券 (Endorsed Bonds) 其保證債券所不同者即此種債券僅

債券

債券

由保證者簽字其義務由一級習慣或法律所規定其責任係照債券上之表示。

8) 承認債券 (Assumed Bonds) 此種債券之償付義務由另一公司承認但此種情形之發生係由發行公司之財產轉讓或出售予另一公司而生其與保證債券不同者即此種承認義務並不專於債券之上。

9) 加印債券 (Stamped Bonds) 即此種債券於發行之際又加上新權利或新條件而用已刻就之圖章加蓋於債券之末尾例如某稅業已償付之字樣外國加印債券則指一種債券係由外國加蓋一種印記例如德國即曾將日本債券加上印記在美國銷售在因第一次改組關係而大受影響。

10) 不動產債券 (Real Estate Bonds) 此種債券可由不動公司發行亦可由鐵路公司發行以不動產為擔保。

11) 減債基金債券 (Sinking Fund Bonds) 乃係具有特別基金以為保護之債券而由發行公司經常分期存於代管財產者處其上市常明載可用減債基金於公開市場買回之條件。

(三) 式本利之償還而分類

1) 收入債券 (Income Bonds) 此種債券利息之償付必待公司有贏餘足敷此項支付時董事會決定後方能履行。

2) 同意收入債券 (Consentual Income Bonds) 係一公司為另一公司所吸收所發行之收入債券由吸收公司確定一固定利率及償付期因而失去收入債

債券之本質。

(3) 分紅債券 (Profit-sharing Bonds) 此種債券除時有規則利息外還可參加分取股利與此性質相同者還有分亨債券 (Participating Bonds)

(4) 無稅債券 (Tax Exempt Bonds) 發行公司同意負擔政府對於持有債券者之任何足以減少其收入之課稅此種無稅負擔者通常不過百分之二與此性質相同者更有由政府免稅之債券

(5) 金債券 (Gold Bonds) 其本息均用黃金支付見之於黃金自由流通國家同此有銀債券 (Silver Bonds) 見之於銀本位國法幣債券 (Legal Tender Bonds) 其本息係用合法貨幣支付者

(6) 掉換債券 (Convertible Bonds) 此種債券可以之掉換他種證券如股票其條件多說明於債券之上通常多係以面額對面額掉換此種權利在公司業務甚為發達時持有者甚為有利其市價亦深受股票之影響。

(7) 贖回債券 (Redeemable Bonds) 其償付則視公司之決定債券上專定有贖回價格通常與面額相等或較高如為一〇三或一〇五以補償投資者昇成新投資機會所發生之損失另種不贖回債券其上市時贖回之字句而且常常到期日此種債券在歐洲常有與美國之永久債券 (Perpetual Bond) 性質相近同可用公開市場方法贖回。

(8) 連續債券 (Serial Bonds) 即所發行之債券有種種之到期日各到

投資者

投資者

期日之距離相等在數額上非為債券類同等即其本利額相等。

(9) 股份與合夥債券 (Joint and Several Bonds) 係由二個以上之公司

聯合發行以融通其共同使用之建築如橋樑為目的在股份債券每公司所負擔之義務乃依其所應負擔之比例決定之至於合夥債券每公司均有負擔全部債務之義務有時此種債券在義務上既為股份又為合夥者。

(10) 登記債券 (Registered Bonds) 即持有人之姓名書於債券票面之上公司亦有登記利息之交付係由公司致送支票方法。

(11) 息單債券 (Coupon Bonds) 本息之支付以其持有為憑故易於轉讓利息之支付則以粘着於債券上可以轉讓之息單為憑依照每張息單所示之到期日以收取利息。

(12) 本金登記債券 (Registered as to Principal only) 此種債券其上均附有息單利息之收取則以可轉讓之息單為憑本金則付予在公司註冊登記之本人此外有互換債券即由登記債券可以換成息單債券反之亦可此項互換常需出火許之手續費。

約而言之發行一種債券可以具上述各種形式之特點故債券之名稱與投資之關係甚少所以投資之研究只限於數種最重要之證券亦可。

第九章 各種證券之投資

第一節 公司證券與投資

公司證券所以成爲善良之投資工具者蓋因公司組織之優點所使然第一公司股東責任有限最大損失不過爲其票面額之投資不似合夥組織每個參加人平均全部產業債務之責任優點極爲顯著第二公司股份多股額小容易分散廣滋購買之多寡亦可隨意故甚便利於聚集大量資金信用因而優良第三公司爲一股份組織其自身身爲一法人可以長久繼續不似合夥組織易因負責人之死亡而解散如大公司股票持有人死亡自可由其繼承人享受權利並發給公司債券之進行故公司可以發行長期債券不似個人或合夥組織因生命有限而不發行長期債券第四股東之所有權可以隨時轉讓尤其著名大公司之股票在各交易市場中均有交易而合夥組織則甚便利第五公司之董事會由各股東選舉產生其任用人員處理業務均須有一定之標準故其效率自較優先公司有此諸優點故其股債票自易成爲投資之工具。

公司證券投資之安全帶因公司營業之性質而有不同公司營業有需固定資本甚多者業資本僅佔小部分者亦有固定資本部份甚少者大體言之固定資本之比例愈高之企業其投資之安全程度愈大再一公司營業之性質屬於何類亦多頗商重要如鐵路之業及公用事業等投資者所關心者即爲公司之淨收入而非毛收入此種毛收入與淨收入之比較唯在於分類

須加以研究方能知其真實性質。舉凡一時贏利甚鉅而一時又虧損甚多者，皆營業性質即不見優良。其證券亦不可視之為良好之投資。如公司之毛利減大，營業費用不能與成比例減大，甚或在比例上有增加時，其營業前途即難樂觀。果如能成比例減大，其證券之投資皆屬優良。

判定公司證券之良劣，首先應注意公司營業是否穩定。其次注意其地位之如何。公司之穩定乃依乎兩神因素：一視其所產之成而或其所於社會之服務若何；一視其公司經理之品格若何。如公司對其產品或服務具有能占性質自屬穩定。公用事業公司因能占取關係工業公司因地位做屋設備或原料佔有關係亦可有進於能占之可能。足以增加公司之安全度。同時公司之管理再能採用科學方法，事之有定規，道之可循，總經理並能充，盡職守，注意業務之發展，自然容易提高公司之信譽，增加其證券之銷行能力。至於公司之地位，如廠址距原料來源地與產品銷售地之遠近，往往為公司業務之向辰，有固當然以距二地愈近愈有利。果如不能時，則在原料笨重產品輕便之情形下，應遷就原料地，反之原料輕便產品笨重時，應遷就銷售市場。公司廠址究竟否合乎此類原則，乃為大投資家所密切注意者。

關於一公司證券之良劣，亦可按公司所發行證券之神類方面加以分析。公司證券通分為股票、債票、債票。債票一公司每將債券收入額作為營業資本 (Working Capital) 優先股票收入額作為固定資本。普通股票收入

入額作為贏利力 (Profiting Power) 就原則言一公司之債券在何發行或
券中佔之比例愈低該公司之營業即愈為健全固債券之利息因定期
必須照付股票分紅雖於公司有贏餘時其決定權仍在公司故債券之投資
與約對於公司之獲利性較大在營業蕭條之際自担保亦較重一公司果能以出
售股票方式融通其資金之需要自然不欲發行債券同時公司股票之銷
行力較差一公司倘能以銷售股票方式融通其資金亦足見公司營業之优
良故每一投資者應就其所收債之各公司所發行之債券普通股票優先股
票作此比例數加以比較某公司所發行之債券在其所發行之公司証券總額中
所佔之成數愈低該公司之實行力或經營愈為优良但於此吾人須注意者公
司發行之債券之成數較高者並非為普通股票分紅行將減半之徵象反之利
用債券以融通資金之公司其股票分紅於營業時期往往較發行股票以融通
資金之公司為高固債券利率亦較分紅為低故也。

第二節 公司債券之投資

公司債券之發行中有一定期產作為抵押本息之抵押保證此種抵押
對於財產不一定即為第一留置權亦帶有二三四各級之抵押權三回兩級者終屬高見
級以愈低保證力愈為薄弱每足以啟發投資者之疑慮故以第一級抵押債
券較多且常稱為第一留置債券 (First Ranking Bonds) 第二級抵押債
券亦每有稱為一般抵押或整理抵押者 (General Mortgage or Consolidated
第四級及其以下者常被稱為抵押債券一般公司事業公司亦發行至

第二級為止不過公用事業持有公司 (Public utility holding Company) 亦常發行開按信託債券而以股票與債票作保證並非以實際財產作保證工業公司多產發行第一級債券至於擔保債券保其安全在實際上並不受任何財產保證之謂。

就債券抵押之情形言可分為開口或閉口聯合或特定及高級屬初級各類開口抵押 (Open Mortgage) 乃為一種債券其上將一切以該種抵押為保證所發行之債券均行列出以示不再以此種抵押作保證發行開口抵押 (Open Mortgage) 即在已擔出債券之外仍可再發行債券通常開口抵押對於開口抵押並不優先在開口抵押之情形下再可有債券發行時往往有條款規定保護現在持有入之權利普通新發行之債券常比例於保證財產所增加之價值而新債券持有入對於新場財產有留置權而係其情現反可優先於舊債券之持有入所謂聯合抵押 (Blanket Mortgage) 在理上乃是指公司之全部財產此種抵押在鐵路方面並不常見在公用事業與工業方面則較普通聯合抵押保證之財產乃包括從事抵押時之全部資產。如抵押債券上有以茲發時 (After acquired) 字樣則指此種證券之保證財產包括現在所有或以茲發時財產之全部而聯合抵押相區別者即為特定抵押 (Specific Mortgage) 係以特定財產作抵押保證之債券此部分財產常為公司財產中最重要之一部例如鐵路公司以其收入最多運輸最繁之一段作抵押即屬此類所謂高級債券 (Senior Bonds) 亦一類為一

最老之債券而保為對於財產有最先留置權之債券如以此種財產有一個以上無
置權則有第一留置權 (First Lien) 之債券為高級債券其餘為初級債券高
級債券包括第一抵押而優先取償之發行初級債券包括清理整理一級及為
担保之發行。

投資者既欲以有保證之債券作為投資之具則必期望對於所擬供之保證
予以估價此種估價應以何種標準為根據是為所究核實學者所應注意者
關於此點知悉作為債券保證之正確財產為一事決定其保證之真正價值又為
一事二者不應混為公司之資全負債表則常誤作為此種所究之根據公司一切
財產之價值在報告中詳簡不一其詳者並非如所想像之重要如報告外所有
關於收入之報告尚非若用同一公司資產負債表中所示之財產價值與為賦
去折舊之成本充亮此項成本是否為其現在價值之正確標準其在商業界中
則深不以為然蓋就經濟現況言其真正價值標準乃為贏利力例如美國 *Shu-*
ett, Peabody & Co. 之設備於一九一八年十一月三十一日公司資產負債表報
告中成本估價 (*Cost Valuation*) 為四, 四四二, 二〇元而其於一九一三至一九一
八年每年平均贏利為二, 二六, 八二〇元顯然在經濟現況上該公司之設備在經
理上較當時資產負債表上之估價高出遠甚反之 *Laska Gold Mines*
之礦產權利等被估價為二, 八八二, 五二〇元但其於一九一五至一九一八年每年平
均純利不過為二五, 〇四三元由此二例可知以成本估價為判定保證價值之標準
實至拙劣唯屬於公用事業性質之公司其資產之成本價值尚可採用為決定

評稱之標準因其足以代表蓋融利力故其首應負債表上之數字足以決定支持債券發行之實力但如云鐵路每公里平均負債若干或負債為財產百分之凡則屬不切實際之談蓋固支持債券保證之佳一要素係為保證財產之蓋融利力非為其本身之成本價值也。

一公司之蓋融利力即為除去一切開支所餘之利潤就債券投資之規點言投資者人所取關懷者乃為公司能用以支付利息費用之款項故應從毛收入純收入利息費用之規點以研究公司之所得就一九一八年美國鋼鐵公司之報告為例即可研究其債券投資之地位。

A) 毛收入 \$1,744,312.63.

(1) 可用以支付利息之純利 \$158,631.856.

B) 營業費用 -1,515,110.651.

(2) 英國鋼鐵公司債券之利息 -1,217,289.933.

純營業所得 \$229,201.982

安全比率 第131,538,377

遞移金 -1,20,920,008

總所得 \$208,281,104

補助費用 -1,49,649,248

在上例中 (1) 項為額 (2) 項為額之關係通錄之為全融危險率足以反應出債券之安全度本例中 C 為 D 之七。三倍如就各業分類所見即可得一帶數大

據言之在鐵路為一五〇至七五倍時即為較好情況公用事業則需一七五至二〇〇倍一般之業即不在最小景氣年純利至大亦應為利息費用二位至在本例中因與A之關係通稱為營業比率亦有相當重要其在比較各鐵路情況時因營業費用一項之內容諸多之致之標準故用此種比率以比較公用事業與上業公司時仍值較為之減色鐵路之平均約為百分之七十公用事業約為百分之五十五三業約為百分之八十五吾人在從事此種分析時營業比率與金融危險率如不予以同時考慮則易發強弱錯常因營業費用之計亦不應以致金融危險率提高亦帶因際際債券之安全邊際初可得到滿意之營業比率。

此外鐵路亦公用事業之毛收入亦被用作為公司財產估價之基礎鐵路估價亦應起過毛收入之五倍公用事業亦不應超過四至五倍工業上依毛收入以估價時並裝一裝之比率亦可資根據但如將純收入依其產業之性質以百分比為基礎導以資本還原時亦可資相當正確之估計關於財產估價估價營業費用固定費用之比率可總結於下表在尾註示者即以諸如此類比率為近視之性質並非為一成不變即可用以評量各種公司證券之投資價值者。

最高比率

鐵路

五七

項	日	鐵	路	公	用	事	業	業
購產價值	已收入	入之	五倍	毛	收	入之	四倍	依股票在商平均純收入予以資本出像
形收入	估計	云	七倍	估	計	云	七倍	估計之基礎
營業費用	已收入	分	之	七	十	毛	收	入
純收入	固定費用	之	一	五	倍	固	定	費用
總資產價值	已收入	分	之	三	十	毛	收	入
								最不利年亦非為固定費用之二倍

第三節 公司股票之投資

一般常云購鐵券為投資得成股票者其說雖如此但亦有小不然者因一詳
 証券之名稱往往每其投資之情況固殊甚為現成令融時常掩蓋債券之真
 面目甚至誤一不當稱之投資者抑理債券為一事但保之債券又為一事若
 通股票雖帶與他危險之一念和需但保證股票則正為之種種相及為債券
 小如(一)普通股票之利率所住若是不週因股票投資非為實收形式故(二)視
 為理想投資但獲利極好投資利率之股票則極多如各種優先股票均良好
 鐵路之優先股票多屬此類此類往往特別注意者並非帶有優先或保證之
 股票皆為良好之投資對象充者良好仍項視發行或保證公司之金融地位若
 何如美國 *Remedy Lumber Railroad Company* 之普通股票其維
 續分紅未嘗向斷達五十餘年故較不患有獲利証之新公司所發之各種先
 先股票高出遠甚

在一切條件不變之情形下優先股票要較普通股票之投資價值為高說

投資現點言對於分紅及資產之優先股票乃有打破所訂報酬固定之利益固分
紅乃決定於公司之贏利力與董事會之決議故累積優先股中間雖有一年不盈
分紅最終仍可分得但如終竟元分之贏利則分紅終難成爲事實因此保證股票
實較優先股票爲佳蓋保證股票乃爲一公司股票股利之支付由於強令轉讓或租
借關係被另一公司所保證在西公司現在南條存存之期內另外公司即負責依
照規定利率按期分紅其原公司營業情形如何錄非所問如自保證責任之公
司始終負責則非被保證之股票其價值必然大場保證股票乃多限於鐵路方面
其分紅固定之性質勿負保證責任公司之債券性質相同此種保證責任固租借
而生者如保證義務不履行則租借關係即將終結持有保證股票者對於自保
證責任公司之求償權僅決於該公司之債券持有入而在該公司股票持有入
之上通常且尤於該公司之若担保債券關係保證股票係以租借關係作担保而一
定償付之證券至於普通股票亦帶有適當之投票利率而尤於不營業公司
司之債券者通常有一種公司不論年景如何均能有一定之分紅此在鐵路公司
之普通股票中正屢見不鮮。

股票之潛在優勢 (Potential Appreciations) 往往爲借或理想投資之
一要素雖然本金所傳之優勢對投資者較宜於投資者但股票所具有之潛
在優勢能大於債券亦亦爲投資者所希冀者某種股票其原始之優勢即
大於他種股票則有分享權利之優先股票即序於此類例如美國 Chicago
and Northwestern 鐵路之優先股票第一次得紅利百分之七在普通股票分

股票分類

一

先發又得百分之七並再為普通股票分得百分之三保證股票之中亦有附有
 分亨子权利者不遲並發普通者其分亨权利之優先股票及普通保證股票
 則於此种利益所碍只能限於固定百分比故其优势甚小大於債券例如美國
 Bethlehem Steel 7% Preferred 在一九一六年中仍高至一八二〇而其普通

股票竟高至七〇〇元因此公司不可不贏鉅利而優先股票每年只能限於獲得百
 分之七故也故從現在優勢規畫言普通股票每能發在良好之投資利率因其收
 入乃以公司之贏利力為限也但在繁榮時期所購入之普通股票其秀勢 (Appreciation) 因素往往大於優勢因在公司繁榮時贏利較大之際自然使過股票
 價格之升高繁榮如不折又終將下落。

就危險規畫以論股票之投資其危險程度每大於債票因本金之安全乃
 為一切投資之主要因素所以投資研究之中自有將股票除外者不過因安全
 係一相對說法故在某種投資之中亦可發現其保障較大於其他投資者此
 高價值研究茲假定一公司發行四種証券即抵押債券若担保債券優先股
 票每普通股票假定優先股票具有資產每分之之優先所有証券對於公
 司之承債权利依照所述之先發次序自然危險即將依次增加假定該公司
 皆產負債表如下：

資產	\$13,000,000	抵押債券	\$2,000,000
		擔保債券	1,000,000
		優先股票	2,000,000
		普通股票	5,000,000
總計	<u>\$10,000,000</u>		<u>\$10,000,000</u>

所得分配如下

全年所得	\$5,000,000	\$1,000,000	\$1,500,000
抵押債券1%利息	<u>80,000</u>	<u>80,000</u>	<u>80,000</u>
餘額	\$420,000	\$920,000	\$1,420,000
擔保債券5%利息	<u>50,000</u>	<u>50,000</u>	<u>50,000</u>
餘額	\$370,000	\$870,000	\$1,370,000
優先股票6%利息	<u>120,000</u>	<u>120,000</u>	<u>120,000</u>
餘額	\$250,000	\$750,000	\$1,250,000
普通股票所得利率	5%	15%	25%

公司解散時財產之分配

實值	\$4,000,000	\$7,000,000	\$10,000,000
抵押債券	<u>2,000,000</u>	<u>2,000,000</u>	<u>2,000,000</u>
餘額	\$2,000,000	\$5,000,000	\$8,000,000
擔保債券	<u>1,000,000</u>	<u>1,000,000</u>	<u>1,000,000</u>
餘額	\$1,000,000	\$4,000,000	\$7,000,000
優先股票	<u>1,000,000 (45%)</u>	<u>2,000,000</u>	<u>2,000,000</u>
餘額	-----	\$2,000,000	\$5,000,000
普通股票所得之百分率		40%	100%

五九

上表係分一公司發行各種不同証券在三種不同類之所得與解散時三種不同類之財產各級股票之安全對於股票投資之研究當可作一例証。

吾人作前述三所究較佳之方法莫如強意股票投資之賬面價值 (Book Value) 或股票在營業財產中之平衡狀 (Equity) 此種權利之決定甚為簡單其即自資產額之中減去各種負債表及其他應支付額以後所餘者即為其賬面價值或平衡狀常以負債額表示之賬面價值方法乃為最壞之中較佳之標準係以資產負債表中所服吉之價值為根據者但資產負債表之中所估計者多欠確實其傾向多在表明公司狀況之良好於公司解散時常能發現估價失實之事故在決定普通股票之平衡狀時資產負債表對於名義資產 (Nominal Assets) 及準備帳項所作之估價先應折別加以研究名義資產中所包括者如特許執照營業專利權商標版權債券貼現租契用等皆與實際資產 (Real Assets) 如不動產現金有債權等相區別名義資產常稱為勞形 (Intangibles) 資產與實際資產常稱為形 (Tangibles) 資產名義資產之估價根據並費一致之原則例如商譽一項在美國 Goodyear Tire and Rubber Co. 在資產負債表中並未列有價值而與其業務相同之 B. F. Goodrich Co. 則列值為五七、七八、〇〇元可知非為前者不及即後者太過同此專利價值亦因時尚關係估計有過高或過低之情事吾人對於賬面中之名義資產價值如全不予計亦自非公平但如完全接受與亦非審慎之道此外關於準備

張項更多高微示一折舊準物張項為大多數資產負債表中帶有之一項此項數額應勿實際資產價值或比例關係如華倫張項過高每可成消股票張面何值不突之處良應注意。

就股票與債券之關係南條之言債券所給高於面額者最多為一二五股票則若此項限制高至二〇〇以上者係屬常事因股票之所持之似債券之有股除非收入有定之優先股其價格之限度常與債券相同至於可贖回之優先股票其最高之市場價格在贖回時必下路至贖回價格而與所持有之股票相同就另外觀點末所為股票價格可以小完全靠其真正支付之股利可供為分紅之利得額每股用以分紅之利得額尤為重要因前項款項可以甚大而毫不分紅蓋公司已將此項盈餘利用於對股東更有利事業方面每年紅利之累積常可有一次特別盈餘之分紅在此種情形之下股票價格常上漲至以預測分紅為根據之點此際之股票不問其利益若何鉅大均不適宜於作為投資之工具。

第四節 鐵路證券之投資

鐵路業已成為現代經濟發展之原動力收入極為穩定故在鐵路業私營國家構成產業投資之主要對象研究先鐵路投資首先須注意者即為鐵路公司之常年報告報告之中常包括公司總營業狀況資產負債表損益計而書以及各項業務統計與鐵路地圖等吾人利用各鐵路公司以往各年之報告從事比較分析即可得將公司之財政地位管理效率以及各路所處之地位運輸之性質

長短之關係所發生之種之差異均可瞭然。

在比較進程之中第一應注意鐵路之地位蓋鐵路之贏利力每多受進地之影響响所經過之地區平坦廣闊物產豐富不能建造者費即營運業務亦可發達順河鐵路則每受河運之競爭越山跋河者則工程浩大在在均足以影響鐵路之贏利第二鐵路經過區之氣候亦足以影響鐵路之贏利如在冬令進寒區設備費用運輸數量往往因氣候寒冷而多折耗費第三鐵路經過區之資源與鐵路之營運最發生密切關係經過農產地區所運自多以農產為主經過礦產富饒巨礦產品當然為運輸之重心而各項物產負擔運費之能力所需求之噸位則大不相同因而每營業之收入及開支均有大影響第四經過人口之多少亦不無直接影響乘客數量而且間接影響貨運之數量人口愈密營業收入愈大此實為不移之原理第五當注意平均行載之競爭問題如有鐵路或公路競爭行本載之客貨運輸自受有影響凡此諸端莫不與鐵路之繁榮有關故於決定投資之實際應注意及之。

因此計亦純所得之程序乃為營業毛收入減去營業費用等於純營業收入再減去稅額等於純鐵路營業所得加上非營業收入等於毛所得總額再減其他項目數額即得純所得在此項計亦程序之中營業費用對於營業毛收入之比率為營業比率其他項目數額每純所得之比率為全額危險率所謂營業毛收入乃已括貨運客運快運郵運及雜項等收入其中以貨運收入為最約佔百分之七十左右客運佔百分之二十餘約百分之十為便於比較各鐵

路之營業收入應將其以鐵路運載平均每里之平均收入雖不能完全亦可大體表示鐵路之贏利力在營業收入中固皆運收入為主其中主要成分故應對於所運貨物作統計之分析製造品負擔運載之能力較大於農產品故所運貨物種類每足以代表其貨運收入之能力最好所運各類貨物能保持平均之分配以免每類貨物與短少而影響貨運收入例如以棉麥運輸為主要產品時則每易固有一種久收致影響收入甚大如各類維持平均一方面收入得以穩定他方面亦可免經濟運輸未往勞放空車之弊病。

至於運輸量之測度完全以密度為根據客運密度每為每里平均所運之人數貨運密度每為每里平均所運之噸數客運密度係以每人旅行之平均距離乘以旅客人數以路長除之而得同理貨運噸數乘以平均距離以鐵路里數除之亦得貨運密度以每一鐵路亦若運密度即可比較各路之運輸量雖每客或每噸之運載距離雖同為決定運輸量或密度之因素但二者對運費之影響仍小於同一輛運輸車或運商行以載載運五十或百哩所獲之費用相差甚幾唯在貨物起終點之裝卸每枚客之段影響運費收入最大而旅客可自動上下若頭等車每輛每自有一小時每車裝載或空分達到最高能力亦足以影響收入因鐵路之收支多屬固定半車載與空車載所費相同收入則相差一半故於分析鐵路之收入時此點亦須注意以之。

該營業方面未作分析研究首先應確定營業費用之項目其中所包括者一為道路維持費如路基路規橋樑及管理諸項二為器械裝具費維持費

如執事費、車費、車等之修整支出、三為營業費、如廣告費之類、四為運輸費、如燃料、運夫工資之類、五為雜項、如供、應、旅、客、便、利、之、支、出、六、為、通、費、用、如、裁、員、薪、津、之、支、出、此、六、項、之、和、稱、為、營、業、費、用、總、額、而、營、業、收、入、之、比、即、為、營、業、比、率、其、他、各、件、不、更、時、此、項、比、率、愈、低、者、鐵、路、之、管、理、亦、愈、佳、但、如、低、營、業、比、率、係、由、於、減、大、維、持、上、之、必、量、補、充、者、則、係、為、虛、偽、之、經、濟、此、致、各、路、之、營、業、費、用、有、將、每、路、各、項、費、用、比、式、估、營、業、收、入、之、百、分、比、方、式、加、以、比、較、者、有、以、每、公、里、之、營、業、為、標、準、將、營、業、收、入、與、營、業、費、用、加、以、比、較、者、亦、有、以、每、車、公、里、之、收、入、為、費、用、為、標、準、加、以、比、較、者、就、以、最、後、一、種、準、較、為、科、學。

第五節 公用事業證券之核實

此所謂公用事業非為政府所經營之事業、乃指由私人經營與公共供、用、關、係、最、密、切、之、事、業、而、言、通、常、包、括、電、車、電、力、氏、斯、自、來、水、電、報、電、話、等、公、司、而、言、鐵、路、公、司、雖、亦、此、類、但、因、其、公、用、性、質、最、大、故、欲、列、一、項、輪、船、公、司、詳、查、在、列、之、業、証、券、中、計、論、因、各、項、公、用、事、業、於、每、個、人、之、間、係、甚、為、巨、大、所、以、在、美、國、各、州、及、有、公、用、事、業、委、員、會、(Public Utility Commission) 之、設、置、人、數、常、不、過、十、人、由、各、州、政、府、指、定、以、指、導、監、督、公、用、事、業、一、方、回、保、護、核、實、者、之、正、當、利、益、他、方、面、便、公、共、不、致、遭、受、不、為、之、損、失、因、此、各、公、司、發、行、証、券、必、先、得、該、會、之、許、可、証、券、發、行、之、目、的、應、為、置、產、建、築、業、務、之、維、持、或、改、進、債、務、之、信、譽、或、積、累、及、可、以、收、入、之、盈、餘、之、類、行、五、者、中、之、一、種、該、會、於、証、券、發、行、故、察、之、事、項、第、一、為、發、行、之、目、的、是、否、正、當、第、二、其、發、行、款、項、是、否、合、理、第、三、其、發、行、之、性、質、為、何、

第四如為建築目的其目的及否妨害他人既詳於第五對於投資有勞合理報酬該公之效察雖甚細察當慎但經許可後之條行該公並不負保證責任故投資於其上仍須自行判斷。

在公司事業範圍以內最著者為持有公司 (Holding Company)

專門購入並持有其他公司之證券或不自行經營業務但有保各業務公司聯合而成者其收入則未有自持其他營業公司股票債券之分似與利息因其與實際財產為担保故不能發行抵押債券只能發行間接信託債券 (Collateral Trust Bonds) 以所有行之股票與債券作保證此種公司對於其有附之公司每能指導協助以改善其各業務解脫其危險其有向公司之向亦每能互相資助過勝獨立之小公司則若此項利益並因持有公司之股票而既錄以各業務公司之情況故對之投資時應逐一分析其持有股票之各業務公司實際情況若何如僅就持有公司本身之資產負債表加以分析安為徒勞之研究因其資產負債表在資產方面不外為投資時投資公司之應利 (Dividends) 流動負債與資本方面不外為優先股票或通股之權利 (Preferred Shares) 流動負債與盈餘五項項目簡單自若徒窺其底蘊。

至於真正徒事業各體之公司尚可分析而獲得相當結論其營業比率在正常情形之下不應超過百分之五十其贏利應為其固定費用一有百分之三倍以為其正常安全並亦因此其已收入至大應為固定費用之四倍其財產估價不應超過其收入四有四分之一倍此諸比率乃為研究美國一般公用事業

投資所涉之結論。

關於投資之公用事業所应具备之要件係美國投資銀行家協會 (The Investment Bankers Association) 之建議凡具備以下各點者均將視為儲蓄銀行信託基金之法定投資事業。

(1) 必須為一般公共服務之公司如僅具有部分公用性質者其收入必不能常久保持穩定。

(2) 公司之常年毛贏利 (Gross Earnings) 至少應為五〇〇〇〇元以上小於此數者其証券將於市場力之可言。

(3) 如公司已贏利之中有百分之十以上係來自一個顧客者則此超過百分之十部分應自毛贏利計額之中剔除因公用事業贏利之穩定係因其集合各個小額收入而成假如公司總贏利大於五〇〇〇〇〇元來自單一顧客之收入或超過百分之十則此一公司之收入顯然不合理之分配。

(4) 電話公司常年之毛贏利亦應少於一、五〇〇,〇〇〇元因較小之獨立電話公司難以存在故需大量之投資因一較高之最低毛收入。

(5) 為投資之安全及其收回之便利起見此種公司必須在國內。

(6) 此種公司之營業必須在公共事業委員會監督之下。

(7) 此種公司必須為直接經營營業之公司因持有公司並非實際財產為保證。

(8) 所為之投資必須具有最優先之求償權且易言之必有限於第一

本報

六

級証券。

第六節

工業証券之投資

工業証券之投資其預期最為小定一能幹之企業家可以白手起家亦可一敗塗地美國之 *Andrew Carnegie*, *John D. Rockefeller*, *Henry Ford* 三人均以很大甚至無窮資本於短時間內或為極富強彼等之時問精力判斷勿熱心其何值更速過於資金是以工業投資絕不似公用事業

可因半獨立關係具有穩

定性一般之業競爭劇烈而需要亦大成功與否均與經理之能力具有密切關係故一普通投資者欲進入工業範圍內矣行投資必須審對於各種之業証券詳加研究在工業進步國家其証券可作為投資之工業如鋼鐵電器鐵路器具橡皮橡膠皮造船船塢煤油造紙等均為工業投資者發行投資之對象其項目因工業之發展而有漸次增加之勢每業均可有致富機會在投資者之眼尤如何耳。

通常各工業公司每年均發廣告去甚甚其詞短促略述一週內公司活動之概況並則以資產負債表損益報告書亦有許多公司並不提及業務之盈虧詳情者如是則一審慎投資者矣應避而遠之但公司報告並不作為分析工業投資之充分根據此外仍須注意他種事實之致察第一為工業佔之情況在理論上實為一工業企業之產品於市場中能完全佔有者鐵路為公用事業之佔

特權寧多不給予之業任之業之独占甚平為不普通者其有因設備價值過鉅而獲特權時独占性者有因佔有原料供應來源或專利權為商標權而獲特權者時至今日各業常有同業公會以維護其公司利益而與爭独占矣故一投資者對於所欲投資之之業及其競爭情形加研究之第一應注意原料佔有之情形如一鋼鐵之公司其原礦全依他公司供應非為本公司所佔有者則其業務自易受他公司之掣肘平昔經營不免為人作嫁果如原料由本公司所佔有其原料地之遠近品質之好壞數量之多寡亦應注意及之第三產品之性質與他公司業務之互有需求有暇品價值為成本高昂而不足以及競爭則公司之用途亦可知他如生產之規模標率化之情形備路之速遲耐久性之長短亦均應注意第四製造之過程是否圓滿亦須研究果如尚在試驗階段自應避免投資他如應用之動力是否廉價機械設備是否精良工人技術水準若何均勿製造具有商標亦應一一分析之第五政府保護獎勵亦足以影響公司之業務設如同類外國製成品輸入有高尚稅保護本國輸出有補助金之獎勵以及保本保息之優待或國境交通運輸之優待存在均可為公司發展之助力一投資者應當予以注意。

工業債券之投資中分為一級投資者或為共同起見因以除投資於之業之上方在獲得較高之收入而之業債券利率固定其小安全之程度則較他種債券為高公司繁榮獲利可享公司虧本損失鉅大突屬海不穩天同時在公同方面其收入甚大因定債券需要短期借息如有脫期抵押財產即將被廢

分列於股東實為一種損失在工業蕭條之際若干工業能維持進行已屬幸矣又何能有力逐本付息故工業公司所發行之債券較劣如之工業贏利之亦祇及一般投資者亦願難確定工業債券之安全邊際平均此贏利為利息費用一倍半至二倍之通則在安全程度未定時過微因工業債券之投資較劣故一般工業投資率多集中於優先股票方面舉凡成立已久基礎穩固營業良好持期分紅之公司所發行之優先股票常成為工業投資之對象至於普通股票稅之色彩已甚濃厚於投資研究之中亦不加討論。

第七節 政府公債券之投資

公債乃為政府以信用為担保向本國人民或他國之政府向人民借入款項之工具將來仍須計息償還故為國家之債務公債所以宜於作為投資之具者乃由其性質所使然蓋債券之成立必須債務人能使債權人發生信任心國家具有五枚環有全國人民之擁護實源供其詞度自然具有還本付息之能力政府於發行公債時須慎重其事擬定立法手續公佈發行條例以表示其還本付息之志願發行後以依規定按期還本付息並設法以基金全數立保管以指示政府維持債信之誠意一般投資者自然容易對於公債發生信任而願投資於其上同時政府應財政方面應力行公開嚴格預算之執行持設償債預算項目則政府之場行自若待考也矣。

一般對於公債投資多由証券交易所中買賣至於直接在發行時之投資則常視發行方法而定殊用其賣發行法時則係政府委託經紀人在証券

交易所中出賣一般投資自須經過交易所採用交付發行法時係由政府直接將債券交付債權人代為現金支付一般投資者自莫不直接投資採用承受發行法時係銀行團或特別基金保證團體承受全部發行承受者如不轉銷一般投資者仍必直接投資唯有採用公債發行法時一般投資者得直接向國庫或其代理機關自行應募購入債券而持有之權入何種則視發行法而定是項有平利發行法行發行法減利發行法三種均為市場一般利率情況具有密切關係通常多為平利或減利發行法發行法即為前述之有新公債公債票面為適合各級投資者之需要而有大小之不同我國公債票面帶分十元百元千元萬元四種直接投資時亦當可自由選擇購買時如係分期繳款則僅能先領收據繳足後再予以公債證券。

公債投資領取利息之手續乃因證券公債與登記公債而有不同前者以息票為憑按期依照規定以息票兌現利息款項由銀行將到期應得利息記入債權人帳戶下而銀行之存戶往來帳目以領息次數乃由發行主體決定每視金融與財政狀況而不同我國公債之付息以前分為兩次以八月底及十二月底者最多其次為一月一次七月一次三月一次九月一次二月一次八月一次及五月一次十月一次者自二十一年重訂之版全改為每季付息一次二十五年統一公債改為每半年兩次於一七兩月底舉行由國家銀行代為辦理。

公債之理於市場交易之效其市價往往懸殊不定其主要原因固屬陰晴氏在何者中國金融論中當以三期其關於公債本身者如基金之

虛實基金保管之優勢發行數額之多寡利率之輕重逐本之速逐本抽籤之期數抽籤是否按期付息是否按期抽籤之所後而付息之所後諸種原因均足以使公債市價發生波動其由於市場原因者如商業之興替金融之緩急市價之高低金銀之漲落多寡之操縱等其他有內之原因如天災之流行時局之變動財政之榮枯有內當局之去留與操縱諸因亦足以使市場發生波動揚波之見詢稱扼要。

我國所發行之公債多為不記名式者在未整理以前計達三十餘種民國二十五年二月國民政府以十四萬萬六千之統一公債分甲乙丙丁戊五種將舊債券分別調換並另發復興公債三萬萬四千萬均在上海證券交易所交易據財政部於二十七年十二月所發表之數字至抗戰發生前我國所負之國債總額約為四十五萬萬元抗戰後因戰時財政需要迫使政府發行國幣與美金英鎊各種公債因激發交易所迄未成立故舊證券市場從事交易。

第十章 其他投資

第一節 不動產抵押投資

(一) 抵押投資之意義——抵押投資為有物抵押之投資其特點乃在借款入仍佔有使用抵押財產之權利其期限時貸款人亦得處分易言之即用抵押之物權保以担保主債務之履行如主債務人不為履行或履行延遲時

債權人有抵押担保物品拍賣以清償之併全清償之抵押投資者中最高者者即為不動產抵押所謂不動產乃指土地及其定着物而言其於不動產而發生之物權為抵押故抵押權為抵押權人對於債務人或第三人不移轉佔有之担保物并享有担保物拍賣時得全之優先權。

(二)抵押權之設定與消滅——抵押權為不動產權之一律依我國民法第七六〇條其設定應以書面為之(一)種不動產得以設定兩個以上抵押權但非經第一抵押人之債權清理後第二抵押權人不得行使權利其次序則以登記之先後定之用以設定抵押權之抵押物並不限於債務人本人所有者即債務人以第三人之不動產為抵押者亦莫不可惟頭繳得原主之同意抵押權之消滅乃以所担保債務之履行或債權人處分其抵押品為解除之條件抵押權所担保之債權其請求權因時效而消滅者抵押權並不隨之消滅必須抵押權人於消滅時效滿屆滿五年內不與抵押權時始告消滅。

抵押權之實行依我國最高法院抗字第七十七號之民事決定及司法院第四百三十三號解釋非經訴請法院判決確定不得執行此種辦法在債務人方面每可利用三審終結之法律條文以拖延其清償時向時向廷延愈久負擔利息愈重債權關係雙方均有不利對於不動產抵押投資者之發展亦甚碍礙抵押物之拍賣項抵押權人於債權已至清償期限未受清償經訴請法院判決始能執行拍賣之債金應依抵押權設定之先後次序分配之次序相同時則依債權比例分配之若抵押物被債權人訴扣留則抵押

及於抵押物之孳息但抵押物未收扣留者則否。

(三) 抵押權設定之內容——現代各國法律多規定抵押權一經設定以徵應即向主管機關登記一則可使公眾知悉抵押設定之事實二則保護抵押權設抵押人免有到期毀約之事實在設定契約之中應詳表明下列各點：

(1) 抵押人延遲償還本金及利息之義務，

(2) 延遲付息時應立即償還本金，

(3) 抵押人負擔一切課稅負擔，

(4) 抵押人必須保持抵押物以保證抵押權人之利益，

(5) 抵押人應保持財產完整，

(6) 於不履行義務義務時抵押人負拍賣抵押物，

(7) 於不履行義務義務時抵押人有過戶權，

(8) 抵押人必須保持其所有權之完整，

(四) 抵押權之安全性——抵押款之安全性乃視抵押財產之先取持權與抵押財產而定在抵押權設定以後在抵押人延遲償還本息時抵押權人即可本先取持權處分抵押財產此項持以僅在於前此設定之持權力賦稅而在其他一切取債權之先抵押權人亦為抵押財產之實值每致實額之差數因財產之實值常有變動故使實額不能為財產實值百分之百在借款入希其邊緣小實款入則希其邊緣大如借款入所出利息特高足以使借款入有所補益

其自亦可能接受較小之邊際借貸雙方之競爭之結果在市場中乃有一安全邊際建立利率則隨安全邊際每一微利率而變動此項邊際大體約為百分之六十左右。

(五) 抵押投資之危險性——抵押投資危險之發生第一由於財產估價之不正確蓋市場價值之意義乃指通行出賣之同樣財產所行之代價而言但不動產之市場性甚不完全故其每種出賣不足以為普遍之標準何先為避稅關係多有虛偽報告乎財產估價常用之方法即依其租金實行資本還原准不同財產每需不同之還原率其確定頗難如營業之還原率為百分之五則租賃財產以費用係因即需有較高之還原率最良之估價方法莫如將建築成本加上土地價值減去逐年折舊費用則參攷以純租金額依公正還原率所算之數以決定之第二因恐慌之影響每使不動產估價有所伸縮而恐慌又為今日經濟制度中之經常現象蕭條時財產價值低減繁榮時高漲每足以影響債務之清償每抵押權之實行第三抵押財產之端均變放對於抵押投資亦有莫大之威脅如一城市中住宅區零售商巨批發商區帶因人口變動交通設施市政建設而大有變化致使抵押財產價值變動不定第四抵押建築物之毀壞以及建築材料之改進每使抵押財產之價值有意外之跌落使抵押投資發生危險第五行便抵押權之損失亦足以減低抵押投資之價值如廢分抵押財產時之利息課稅估價費律師費修補費出賣手續費等皆足以使投資人有所損失第六如抵押權人不欲

或不能自用抵押財產則於處分時每易受其損失之率則被迫出賣損失重大是亦為抵押投資人所易受之危險也。

(六) 抵押投資之保護——抵押投資如能獲得充分之發展對於不動產金融尤其土地金融融自將大有裨益故在政府應設法維護之在投資者亦不能不謀安全之道第一在設立抵押權時應將安全並所放棄以低減估價不正確之影響與與條時之變動第二應設投資期限或實行分年償還法第三注意抵押財產之疏疏境以免有不利之變動對於旅館戲院等財產應加避免第六注意抵押投資區之法律關係第七抵押財產應有確實之收盤第八項該定第一抵押權以上諸點如全能注意及之保護之道其庶幾乎。

第二節 信托投資

(一) 信托投資之性質——在今日之投資制度中個人之信托而為之投資在數量上誠有甚大之比例舉凡批商投資者 (Institutional Investors) 如普通銀行批商儲蓄銀行保險公司信托公司慈善機關等所為之投資多屬信托關係信托係屬金融行為對於所存托之基金含有保護之責任但如信托之存在僅限於保全工作對於公益之利益並與個人之委託契約並益三可言公券需費資金個人希望獲利如能將信托資金投放於生產目的之中不但有益於社會經濟之發展而且可收取所得使個人之資金增加安全與收入唯在現代國家之中對於此種信托投資 (Fiduciary Investment) 常有法律之專條予以相當之限制而免經營信托業者就個

投資學

卷一

人之判斷。隨使投資。致影響。信託人之利益。亦不在事實上。確信。信託業務者。是否遵守。律令。政府。並若嚴格之監督。故吾人於此。殊不必就法律觀點。以論。信託投資之良莠。而將討論之重心。着重於。凡類。抵押。投資者。合法投資之限度方面。

(二) 金融機關——金融機關中。就經營信託投資。言。最重要者。為儲蓄銀行。儲蓄銀行。與一般。民眾之關係。最為密切。故其資金之運用。倘有不當。影響。整個。社會。至深。且鉅。因此。各國。對之。多有。法律。限制。我國。儲蓄銀行法。第七條。規定。儲蓄銀行。之。經營。第四條。規定。其。業務。非。依。下列。各款。方法。不得。運用。其。資金。

(1) 購買政府公債。券。及其他。担保。確實。而。經。財政。部。認可。之。有。價。證券。

(2) 以。政府。公債。券。及其他。担保。確實。而。經。財政。部。認可。之。有。價。證券。為。質。之。放款。

(3) 以。抵押。有。確定。數量。之。不動。產。為。抵押。之。放款。

(4) 以。他。銀行。定期。存款。單。或。存。摺。為。質。之。放款。

(5) 轉。入。他。銀行。存款。之。手續。

(6) 存。款。於。他。銀行。

(7) 對。於。農村。合作。社。之。質。押。放款。

(8) 以。農。產。物。為。質。之。放款。

由於儲蓄運用資金之分配我國儲蓄銀行法第八條則規定對於前條第一
款第二款之有價證券為同一公司發行者其收受額不得超過該公司已繳
資本及公積金總額十分之一對於前條第四款之存款總額不得超過其存
款總額十五分之一對於前條第五條之總額不得超過其存款總額十分
之一對於前條第六款之存款總額不得超過其存款總額十五分之一但有以
政府公庫券及其他担保權與政府認可之有價證券為質者亦在此限
普通銀行兼營儲蓄銀行業務時儲蓄銀行對於銀行部承兌之票據及其
存款數額準用前二項之規定儲蓄銀行對於前條第七八兩款之存款總額不
得少於存款總額五分之一。

除儲蓄銀行外普通銀行批閱亦有相當投資業務此類銀行之基本
功用乃係以商業票據為根據之放款其研究已見於一般銀行學之中吾人亦所
注意者乃為此類銀行購買投資證券尤其債票之投資此類銀行購買之投
資債券之原因不外兩點第一係作手中起過一般需要之騰餘資金之去路因
在銀行亦向如將此類資金亦存在利息上額然係為一種損失故莫如購買投
資證券以收取利息當然銀行將資金用於商業放款之中其利潤較大於債
券投資故用以購買債券實係因一時若相當商業放款處置剩餘資金一種
暫時方法資金需要一有增加銀行即將出售其債券故以此目的而購買之
證券必限於極易行銷者第二銀行購買投資證券係由於第二級準備之
需要蓋每一銀行必須適力保持相當定額之準備以應付存款人隨時要求提

取存款之需要但鮮有一般存款者均同時要求提取全部存款之事故在正常情
况下銀行依此經驗大約每日保有百分之五準備即可應付但在各國依照習
慣或法律多需保持百分之十左右分佈於分支行向在本地以應付存款者之需
要同時在銀行方面亦願保持較高於需要額之準備以策安全此即所謂
外準備非在特別時期亦即時需要動用如小存於行內自屬不經濟故銀
行多以之購買債券作為第二級準備至於此種有協之證券必以極易銷
售於非常時可隨時換為現金者如美國各銀行常備入自由公債 (U.S. Govt
Bonds) 即為其例此種購買完備作為臨時投資亦大投資或第二級
準備有時頗難加以分別。

三 你險公司——係根據在一定時內大數之中發生不幸事件之個人帶
估大數之原則而按期自收保人處收取小額保費將個人之危險分散各保
保人身上使每個人負擔甚微而免除傷大之危險因保人眾多所收之保費
總額自然甚大於是保險公司在社會中乃成一大資金持有者故凡有壽
海上火災及傷害保險公司均構成社會儲蓄投資機構之一部其中有人壽
保時公司保証之期向較長所收取之每類保費最有長期投資之必要其
支出則不逆為危險發生時補還受損保人之保險類此數類亦既確
可一比率以準備之其餘即分別作長期投資個人積蓄收入以增厚保險信用並
減低保費以輕保人之負擔極大本公司之業務人壽保險公司投資基金
之來源不外為股本全過去贏餘及所收保費因其而致保人大利益之

關係甚為密切故現代國家對之多有管制之律令限制其股本與公積之最高額規定其所購入投資證券之種類如美國紐約州即限制所購證券一為聯邦政府與市政府之債券二為改良不動產之第一次抵押為財產價值百分之六六又三分之二者三為公司股票有百分之四份繳達五年以上之公司債券四為具有結精力之公司所發行之債券不超過其股本三分之一者五為公司股票有百分之四份繳達五年以上之公司優先股票在美國於一九三五年持有全部人壽保險公司之資產百分之七十以上之五十二家公司其資產分配有百分之二二七為抵押證券有百分之四七三為股票而債券由此可知證券投資對人壽保險公司之重要性矣至於火災與傷害保險在稅則投資者中之地位則為何重要固其保險期向較短若每類準備之累積為大款之關係較以政府之管制並亦嚴厲故所購入者多為普通股票以追求其抽利潤。

四普通公司——普通公司所購之贏餘在英國與大陸國家多餘除去法定公積以繳即全部分給股東作為私利但在美國因各公司競爭而產業進步迅速關係必須多餘實力以因發展故公司之贏餘十用以存儲者僅佔小部分大部分則累積為準備以備發展與競爭之由此項累積逐漸增加常有超過股本全甚多者但非可用以投放於本公司業務中而其剩餘而又為一投資組織如或投放於本業之有關係產業中或投放於他業之中前種方式足以鞏固本業之地位將本業之業務與各大型業公司所以法在該業中取得領導或獨立之地位多為因此之故如本公司或以剩餘公積轉投放於他業之中而逐

漸獲詳細權利該公司因此即將變為一持有公司 (Holding Company) 此正為在本業中行有餘力圖謀其發展於他業也不論詳用於本業抑或他業其公積資金均不外線用於固定投資方面者但亦有將公積資金常保持於流動狀態者是則其資金使用常不固定或以之買賣短期證券或從事投資信託工作買賣證券獲取利潤作為日常收入惟此種投資自股東方面言每為良好結果蓋安全保障有所不足耳約之普通公司能由借入資金以發展本業之地位較為貸出資金以圖擴張之地位實象徵一國投資基礎之雄厚國民經濟之充裕也。

(五) 稅法問題——學校稅與學全私立學校所收之學費政府稅與中如特別基金保證委員會之基金特別產業發展之基金法團中如慈善團之基金法團中之特別基金諸如此類基金在投資市場中亦每佔有重要位置其投資雖受法律上之限制但此種由私人捐助之基金常由其八加以範圍上之特定故投資應合乎捐助人之意志此類基金保證者大多數亦採取審慎態度而以儲蓄銀行之法定投資範圍為其活動之範圍當時史遜諸著名銀行家為顧問以指導其投資之活動。

第三節 小額投資

並非一切投資證券均可適於作為普通人之投資之對象者大多數債券在原則上最低面額常為一千元但約證券交易所之交易單位為一百股份如每股股票額一百元則購入一八股單位即需款八元故有款在千元以下者即為

獲發賣於股票之上亦不進亦有許多債券向購為一百元最易可購一股票
因而稱或小額投資茲將特可以作為小額投資之證券或金融稅附加以
說明。

(一) 小額債券 (Baby Bonds) — 凡票面額在一千元以下之債券在美國通
稱之為小額債券由額常為五百元一百元五十元或一百元之債券其取時必
非必妥為此票面事與上購入許多百元債券時為便利計亦可取時一千元票
面者一千元與一百元債券之間其大小只是數額上之不同其他發行保證利率
到期及其他特色均屬相同不過取購者之差別乃在其相對之行銷力上
雖然百元債券之可能解買者較多但千元債券之需要則較大蓋百元額較大之債
券易為人知曉而小額投資者進入市場中之數目尚不其以創造積極之需要
在紐約市場中發行小額債券之交易為時較晚唯其發展則不如預料之速
蓋因證券精意 (Security Dealers) 在市場之中與其他商人相
同必須考慮其可能利潤每其州間之關係但從事票面百元債券之交易其必
用有收入之比數往往其利潤之可言同時小額投資者多為債券投資者知識故大
多數投資商行對於小額債券之經營並不熱心雖有以經營小額債券為主
之商行其成立亦在預料將來之小額投資將日漸增加而設故其成立係為將來
非為現在。

(二) 股票之零額交易 (Odd Lots of Stock) 紐約證券交易所股票之
交易單位為一百股一百股以下之交易則為零額交易在紐約交易所股票每股

投資

七

雖常為一百元但在列於交易範圍之較重要股票亦有票面二十五元及五十元者故一股票投資者以二十五元資本亦可成為發行此種股票大公司之股東但此種零額投資者本人或經紀人均不能直接任交易中購入必經由經紀人通過零額顧客之手以完成此項交易其買賣價格則可參照同種股票百元交易之價格買賣價格之相差為八分之二元所收之手續費每百元交易相同。

(三) 部分付款方法 (The Partial Payment Plan) 一購買股票債券亦可由部分付款方法用於股票一股票價值百分之債券均可應用何不同者僅各公司所予之融通耳此種方法亦為邊際交易 (Margin Trading) 極相似邊際交易者購買證券時常任其經紀人處存一定額款項用以代表其購入價格之一部分其餘部分則由其經紀人墊付而以所購入之證券作為墊款之質抵押保證由顧客存於經紀人處之款項習稱為邊際作保證券之出賣則須遵守顧客之意若因市況變化而發生之損益則屬諸顧客股票分紅亦歸顧客負擔此種交易方法實際具有抵押性質者即分期付款購買亦係為邊際交易方法但非以抵押為目的者此法係由投資者第一次先付投資總額之一部分常為百分之九十其餘由投資者商行墊付以所購證券作抵押之保證此項百分之九十抵押款由投資者按一定期限常為一個月) 依次繳還一定百分數(常為百分之十) 證券之利息或紅利均諸投資者墊款利息由投資者自理此種交易方法有兩種危險一在心理上常易將此項投資視為邊際交易之一種在實際上按月付款方法

係為一樂觀看法帶因德述不能解結而變成邊際交易同時因証券由投資商行持有可以隨意作為金融之具而為投資者變成信用關係如一旦投資商行倒閉投資者則變成普通債權人而陷於窮保障地位加之投資商行對於選購証券之不負責任於是使投資者亦視此項辦法有相當危險故難以通行何況在投資商行方面亦恐其變成邊際交易乎。

(四)有助於小額投資之範圍——儲蓄範圍每保險範圍常能有助於小額投資如郵政儲蓄制度因郵政批開分佈全國各地當可予以人民以安全之儲蓄批合款額無論大小均可存儲手續簡單保障優良有益於小額投資者自非淺鮮他如互助儲蓄銀行助長儲蓄協助小額投資之功亦不可忽視此種銀行並發股票其絕對所有權乃在存款人手中除去一切開支之繳納時之利潤即為存款人之財產存款人以分取紅利為其利息因其營業可靠分紅固定故其紅利實足等於利息而餘自易使小額投資者發生興趣人壽保險公司亦以構成大量之投資之前已言及而個人從事生命保險自亦構成小額投資至屬顯然保險費之繳納具有相當利率逐月逐年匯為個人之費用但為社會之投資故具有促進小額投資之功用。

第四章 國外投資

關於今日國外投資之發生係由於商品輸出以及國外投資之神類各點吾人於研究資本之需要時業已言及之雖然今日世界各大証券交易所如紐約倫敦其中尤為世界各國所發行之証券但就投資兩點而研究此類外

國証券實只為地域上之不同此項不同對於投資性質實甚大之改變決定
國內投資之原則仍可應用之易言之者全所得與市場中仍為國外投資
不務之原則亦不致除注意此點外仍須注意國外每國之不同三點即政治
社會與貨幣是也國際間之政治關係極為重要近世國際政治歷史帶條由
強國對弱國之私人投資關係更或強國對弱國之勢力範圍關係更進而
形或政治裁判本國政府對本國人民在外之投資帶予以政治之支持而管制
或則迫使借款國必在本國內使用其資金輸出本國之商品或則須通過某
種法律手續故凡從事海外投資或接受外人投資者應將如重政治考慮以
免有損國利並乘夫(一)之利益而向於貨幣制度之不同及匯率之變化其間
之利害亦至深且鉅因一投資者若帶現款於本國貨幣計亦有益但其所持之
外國証券帶以外幣計而之每年亦因匯率變動而虧損收入之穩定設如外國証
券係以本國貨幣表示者足對於投資者之國有利但借款人們應對此點有所
注意也至於社會方面諸如投資國之政治法則言語習慣稅利等是為借款國
所應注意研究者至於從事國外投資者亦應注意(Mrs. Fred H. Kent) 之
主張應注意下列各點(一)該國之法律每習慣(二)課稅之方法(三)該國政府之財
政史(四)國外貿易之銀行(五)通貨制度(六)政治完整(七)之業每歲有程度除此七
點外亦有學者更加重借款使用之目的如能於此八者注意及三則國外投資當
亦能求其健全矣。

第十一章 投資數學

教學上之原理常應用於會計學之中會計上之記載又常成為投資研究之依據此類原理吾人多已習知自茲須加以闡述現僅就與投資問題有關者加以研究如股票債券純利等之決定債券表之根據債券會計之基礎証券俾換等乃為本章所擬討論者至為詳細仍有專書為之研究。

第一節 純利得之研究

(一) 純利得之意義——投資之利得 (Yield) 乃為所將發生之泉源而以總投資額常年所得之百分比表示之不計成本而以面值 (Par value) 之百分比為標準者謂之名義利得 (Nominal yield) 與購入或本並為關係例如五厘債券十年到期者購如付值為九十元時其名義利得仍為五厘至於純利得則為投資真正成本常年利得之百分比股票之成本價格常不大變動僅在公司解散或改組發生損益時方有變動債券之成本價格常與面值不同而隨市場利息之日趨發生變化如買價在面值之上時其本成價格即將逐漸低落。買價在面值之下時或本價格即將逐漸增加其理以改即將解釋於此顯然可知股票之純利得問題頗為簡單債券之純利得問題則甚複雜。

(二) 股票之純利得——股票之純利得係以股票成本除常年紅利利得決定之如股票係以面值購入則常年紅利利率即為純利得因分紅係以面值為根據之故如面值一〇〇元股票常年紅利九厘則以九分購入時純利得即為

一分(百分之十)九十五元為九厘半一百元為九厘一〇五元為八厘六一〇元為八厘二二五〇元為六厘如面值五十元紅利為六厘時以四十元購入純利時則為七厘半四十五元為六厘又三分之二五十五元購入為五厘半六十元為五厘由此可知其計額係以成本價格除實帶紅利額故分紅率亦與股票投資之純利時即不變額外分紅對純利時之影響僅在分付之年股票分紅並不直接影響純利將不過其最終可影響分紅率例如因紅分開辦股票價格上漲百分之二十五此時如分紅率不變則分紅總額亦隨增加百分之二十五如盈利率不足分紅總額不能增加則分紅率必須為之減低。

(三)債券之純利時——依照債券面額購入之純利時與債券之約定利率相同高於面值或低於面值之情形則殊不如是因事實上各種債券多有一定之到期日不問投資者之成本若何則到期均將按照面值收回故折扣購入之債券在行將到期時價格必將上漲高價購入者則將下落此種上下在股票即不成問題而在債券即最成問題須詳加討論如本金有上下則所收得之利息額自非純利時最合理者即係就實際利息所減去本金數值 (Depreciation) 或加上本金增值 (Appreciation) 之數取價值稱為分期

權還或分期收回 (Amortization) 增值為分期累積 (Accumulation)

十年五厘債券之純利時照面值購入時則仍為五厘因在贖回時之本金與購入價格相等之故但同一債券如以一〇元購入時純利時即非為五厘因利息係照票面領取而實際報酬在未除去分期收回部分時僅為四厘半此

項所得得投資係取債關係仍須再減如所假定之債券面額為一千元其成本為一千元一百元贖回價值為一千元或本金之損失為一百元每年之損失率為十元此投資之實際利息收入為五十元但於補償本金取債損失以故此一千一百元之投資真正所得僅為四十元約合三厘六如此債券之購入成本為九百元則其純所得即超過名義報酬除收入五十元利息外每年因本金增值關係加上十元此項投資之總所得則為六十元純所得為六厘又三分之一每所舉之計算並非完全正確不過係用簡單之方法以表示分期權與分期累積之原則耳。

四、債券之純所得實際為平均利得——以上所云每自利息額減去分期權還額或加上分期累積額所得之純利率並非完全正確因分期權還額或累積額被減去或加上以改小再生利息之故更合理之假定即為收取分期權還額或累積額後所得之本全額再以原投資率投資於是投資成本每半被減除以後始決定其純所得如下表：

年	次	或	本	利	息	分	期	權	還	純	利	息	利	得	%
第一	年		第	100	第	50	第	10	第	40			3.64		
二			1090	50	10	40			3.67						
三			1080	50	10	40			3.70						
四			1070	50	10	40			3.73						
五			1060	50	10	40			3.77						

投資

利息

二六二	1050	50	10	40	2.21
二七〇	1040	50	10	40	3.85
二八〇	1030	50	10	40	3.89
二九〇	1020	50	10	40	3.92
三〇〇	1010	50	10	40	3.96

故投資之利端並非如吾人在前例中所云全為三厘六四而係因成本金之每年減少而逐年有變化更較實際之算法即此投資利端之平均為百分之三·八數之為百分之三·六四至三·九六更為便利在平均利端為百分之三·八之假設下，其實跡計算有如下表：

年次	歲次	本金	總利息	分期派還額	抽利息	利端 %
第一年	第1100.00	\$50	\$3.30	\$4.70	3.80	
二	1091.70	50	8.60	4.40	3.80	
三	1083.10	50	9.00	4.100	3.80	
四	1074.10	50	9.30	40.70	3.80	
五	1064.80	50	9.65	40.35	3.80	
六	1055.15	50	10.05	39.95	3.80	
七	1045.10	50	10.40	39.60	3.80	
八	1034.70	50	10.80	39.20	3.80	

1000	1008390	50	1185	3875	380
1000	101865	50	1865	3735	380

固利息為每半年支付一次故此表之計額乃為近似值依照習慣與便利言債券之利得係以平均百分率為基礎並非為逐年變化者每年分期確逐額或累積額係由純利得決定純利得並非處於被決定地位因此原來成本決定後純利得不至入利息支付固定於是以前帶計之純利息自應漸減每年分期確逐額則固投資成本之遞減而總加累積情形於此相同本章末則行舉例說明之。

債券投資純利得之決定乃為一簡單之數學問題其不便利處乃在許多數字之計額並非在其煩雜如擬計額出一表如第一表之精確附有半年一次利息之支付計額至五十年時誠需相當之時間與精力因此有已計算製成之各種表冊以便檢查參攷。

債券表——與債券投資相關者最易發生兩種問題第一為已知購入價格請回價值到時時間等而不知債券之純利得第二為已知到時時間請回價值而欲依照希望報酬之利得以購買債券時不知其價格此二問題互相關聯知其一必知其二債券表即為解答此種問題者。

首先應當聲明者即債券表非為一完全之表再真正完全之債券表應能指出每一投資款額每一可能利率於每一到期日之純利得此種編纂自屬難能可過吾人尚可在任何所希望之限度內製成債券表債券表中普通常用

者為 *Redlined* 與 *Spangue* 兩種前種係表示一百元債券之利率在百分之二二又二分之二三又二分之二四又二分之二五六七各利率與利率將自百分之二至七所發生之價值最小到分為止微種債券表係表示一百元債券其利率自百分之三至七與利率將自百分之二二五至百分之三十所發生之價值最小亦到分為止每表式樣之舉例則見於下頁二者中微種較為完全前種則簡單正確適於日常應用。

Redlined 債券表其到期年限見於表之項端舉例式樣中為二十年期欲知其使用吾人先假定其到期時間為二十年利息百分之五購入價格為一〇九三三〇元求其純利將行在表中第一直行表示名義利率 (*Nominal yield*) 因此即可去查項端標 5% 之一行在該行中對着 一〇九三三項在名義利率行中數字為百分之四三〇是即為所求之純利將假如止確之或本價格不見於核欄之中則需要用補補法 (*Interpolation*) 以計其之其法於下段將予敘述再假定債券仍為二十年期利息百分之四純利將為百分之四六而求其購入價格首先需成到項端標有百分之四一行再自名義利率行中百分之四六處作橫垂直之進行至百分之四行為止即可發現九二二二數字意即為購買一〇〇〇元債券之實價為九二二〇元假定所求之純利將不在名義利率欄中亦須用補補法求之此債表之短點即在其計算條到分為止以致普通一千元債券差一角一萬元差一元數額愈大相差愈多為求投資計而更正確計則 *Spangue* 債券表易使人滿意。

舉例之二表即為 (*Spangue*) 債券表之式樣其不同之處立可見出全

5000000 五厘元法券半年付息之價值

20

總折減	十八年到期	十八年半到期	十九年到期	十九年半到期	二十年到期
2.50	1.36050084	1.36848478	1.37628127	1.38398150	1.39158666
2.55	1.35188591	1.35955102	1.36712083	1.37450475	1.38191945
2.60	1.34325069	1.35069170	1.35830372	1.36528846	1.37244666
2.65	1.33468458	1.34190435	1.34902970	1.35606188	1.36330210
2.70	1.32618697	1.33331889	1.34009760	1.34691426	1.35536410
2.75	1.31777528	1.32454478	1.33122422	1.33784480	1.34743599
2.80	1.30939489	1.31597129	1.32244568	1.32885245	1.33951609
2.85	1.30109923	1.30746781	1.31374692	1.31995781	1.33260419
2.90	1.29286972	1.29903373	1.30510964	1.31110987	1.32571021
2.95	1.28471057	1.29066848	1.29654434	1.30223349	1.31883473
3.00	1.27660684	1.28237127	1.28805052	1.29336458	1.29911585
3.05	1.26855723	1.27414168	1.27962736	1.28450326	1.29035292
3.10	1.26056071	1.26597904	1.27127429	1.27564837	1.28163355
3.15	1.25262694	1.25788275	1.26289906	1.26680134	1.27299109
3.20	1.24474487	1.24985223	1.25454795	1.25796278	1.26443496
3.25	1.23691067	1.24188689	1.24666397	1.24951256	1.25588144
3.30	1.22913469	1.23398616	1.23885508	1.24143039	1.24745688
3.35	1.22141687	1.22614945	1.23105399	1.23348541	1.23909922
3.40	1.21374886	1.21837620	1.22328592	1.22567375	1.23081316
3.45	1.20614983	1.21066585	1.21549120	1.21786896	1.22259922
3.50	1.19860706	1.20301783	1.20768973	1.21017097	1.21445692
3.55	1.19112522	1.19543161	1.19991467	1.20249910	1.20638348
3.60	1.18380894	1.18790662	1.19194603	1.19495121	1.19838056
3.65	1.17669854	1.18084233	1.18357229	1.18719142	1.19044452
3.70	1.16973940	1.17303819	1.17629907	1.17944571	1.18259934
3.75	1.16285504	1.16569369	1.16897908	1.17180768	1.17491805
3.80	1.15541804	1.15840828	1.16161342	1.16422224	1.16740486
3.85	1.14834196	1.15111814	1.15439675	1.15670108	1.15993829
3.90	1.14132092	1.14401268	1.14665294	1.14962421	1.15197824
3.95	1.13435526	1.13669014	1.13939834	1.14184086	1.14424796
4.00	1.12744421	1.12998472	1.13220320	1.14134512	1.13677740
4.05	1.12058732	1.12288496	1.12506710	1.12924039	1.12943906
4.10	1.11378412	1.11590801	1.11799872	1.12022864	1.12202908
4.15	1.10703414	1.10902194	1.11109693	1.11289712	1.11474614
4.20	1.10033693	1.10221909	1.10400698	1.10578529	1.10752922
4.25	1.09369204	1.09541442	1.09711012	1.09875259	1.10036943
4.30	1.08709900	1.08869212	1.09022517	1.09179849	1.09322731
4.35	1.08055739	1.08202338	1.08334587	1.08486241	1.08623696
4.40	1.07406675	1.07544077	1.07667144	1.07800386	1.07926013
4.45	1.06762866	1.06888486	1.07000365	1.07112229	1.07234267
4.50	1.06123366	1.06233345	1.06339074	1.06444571	1.06548381
4.55	1.05489635	1.05587519	1.05508342	1.05599680	1.05688300
4.60	1.04860529	1.04949753	1.04850310	1.04811393	1.04893969
4.65	1.04236305	1.04311070	1.04338414	1.04445550	1.04523356
4.70	1.03616923	1.03680433	1.03798248	1.03803111	1.03862226
4.75	1.03002321	1.03054787	1.03131062	1.03156065	1.03220494
4.80	1.02439251	1.02443409	1.02447470	1.02451436	1.02455308
4.85	1.01787411	1.01818317	1.01848491	1.01879950	1.01906910
4.90	1.01186983	1.01220740	1.01227332	1.01244678	1.01265194
4.95	1.00591192	1.00601310	1.00611183	1.00620818	1.00630222
5.00	1.00000220	1.00000000	1.00000220	1.00000000	1.00000000

投資表

Redeem 債券二 十年到期 半年付息

25

%	30/10	3 3 30%	4 1/2%	5 1/2%	6%	7%
2.90	101.51	139.06	116.60	124.15	131.70	164.80
3.00	100.00	107.48	114.96	122.44	129.92	144.87
3.10	98.52	105.93	113.34	120.75	128.16	142.92
3.20	98.15	105.55	112.94	120.33	127.73	142.52
3.25	97.06	104.47	111.75	119.09	126.44	141.13
3.30	96.34	103.66	110.97	118.28	125.59	140.21
3.35	95.63	102.91	110.19	117.47	124.75	139.30
3.40	94.93	102.17	109.42	116.66	123.91	138.40
3.45	94.58	101.81	109.04	116.27	123.49	137.95
3.50	94.23	101.44	108.66	115.87	123.08	137.51
3.55	93.54	100.72	107.90	115.08	122.26	136.62
3.60	92.85	100.00	107.15	114.30	121.45	135.74
3.65	92.17	99.29	106.41	113.52	120.64	134.87
3.70	91.50	98.58	105.67	112.75	119.84	134.01
3.75	91.16	98.23	105.30	112.37	119.44	133.58
3.80	90.83	97.88	104.94	111.99	119.04	133.15
3.85	90.17	97.19	104.21	111.24	118.26	132.30
3.90	89.51	96.50	103.50	110.49	117.48	131.46
3.95	88.86	95.82	102.78	109.74	116.70	120.63
4.00	87.90	95.22	101.73	108.64	115.56	128.98
4.05	87.58	94.81	101.38	108.28	115.18	128.78
4.10	86.32	94.48	100.00	106.84	113.68	127.56
4.15	85.09	93.16	98.64	105.42	112.20	125.76
4.20	84.78	91.86	98.31	105.07	111.84	125.36
4.25	83.87	91.54	97.31	104.03	110.75	124.19
4.30	83.21	90.59	96.65	103.35	110.04	123.42
4.35	82.68	89.96	96.00	102.66	109.33	122.65
4.40	81.80	89.34	95.04	101.65	108.27	121.51
4.45	81.51	88.42	94.72	101.32	107.93	121.14
4.50	80.35	88.11	93.45	100.00	106.55	119.65
4.55	79.22	86.90	92.21	98.70	105.19	118.18
4.60	78.94	85.72	91.90	98.38	104.86	117.82
4.70	78.11	85.42	90.99	97.43	103.86	116.74
4.75	77.57	84.55	90.39	96.80	103.20	116.02
4.80	77.02	83.98	89.79	96.17	102.55	115.32
4.85	76.22	83.40	88.90	95.24	101.59	114.27
4.90	75.95	82.56	88.61	94.94	101.27	113.92
5.00	74.90	82.28	87.45	93.72	100.00	112.55
5.10	73.86	81.17	86.51	92.52	98.76	111.20
5.20	73.61	80.09	86.03	92.24	98.45	110.87
5.25	72.28	79.82	85.19	91.36	97.53	109.87
5.30	71.85	78.49	84.09	90.21	96.33	109.22
5.35	71.17	77.07	83.67	89.36	95.49	107.60
5.40	70.27	77.19	83.01	88.07	95.14	107.28
5.45	69.90	76.94	82.14	87.96	93.98	106.02
5.50	69.72	75.92	80.04	86.59	92.95	104.47
5.55	67.57	74.68	79.36	85.26	91.15	102.95
5.60	66.43	73.46	78.11	83.95	89.78	101.46
5.70	65.33	71.11	76.89	82.66	88.44	100.00

頁均為五厘息者到期時間共有五種即為十八年十八又二分之一年十九年十九又二分之一年二十年類此更有每半年到期者自一至五十年有每間五年到期者自五十五至一百年此價值表示則為九單位非為五單位故較精確假如二十年期五厘債券之購價為一〇九三二七求其純利時可先查到百分之五利息各頁中有二十年到期欄之一頁在該欄中我到一〇九三二七二一〇數字處該欄列向左至第一行表示純利時處我到百分之四三數字是此為近於所求之純利時數如買入價格為表中所求者則需用補法求之其次再假定五厘債券到期為十八年純利時為百分之四二五求買入價格則在五厘利息含有十八年到期之一頁中與百分之四二五相對處為二〇七〇三四二四故一千元債券之買入價格為應一〇七〇三元如所求之純利時不在第一行之中仍須用補法以求之。

五種補法——因債券之真正成本或所求之純利時有各種情形在債券表中不能完全表示出來故債券表亦不能直接求出欲得之數此種不完全亦屬不得已者在所求 *percentage* 債券表之式樣中可云為流行債券表中最完全之一種而在一〇〇〇〇〇〇〇與一三九一五八六六六之間相差三九一五八六六六數額之中有五十種不同價格顯然如在所求示三數額中發現任一正確數字則在七六七八一七次中只能有一項直接求得。

補法乃係一種比較算法而以債券表中之價值作為假定根據以求其此例變化數此種假定並非完全正確但其相差程度甚微可不必深加注意假

定百分之五債券二十年到期購入價格為一〇三又二分之一求其純利時所用

Relevans

債券表即可就其最近數字一〇三二〇及一〇三二〇及一〇三二八六求

得純利時百分之四·七五及百分之四·七〇故知所求價格之純利時係在百分之

四·七〇至四·七五之間兩數相差〇·六六純利時相差為百分之〇·〇五所求價格

一〇三·五〇較一〇三二〇六〇·三〇於是可依 $0.66 : 0.05 :: 0.30 : X$ 求得 $X = 0.229\%$

但所求價格之純利時應大於一〇三二〇之純利時故當為百分之四·七〇加百分

之〇·〇二二七應為百分之四·七二二七同理所求價格一〇三·五〇較一〇三二八六小〇·

三六其純利時為 $0.66 : 0.05 :: 0.36 : X = 0.0273\%$ 但所求價格之純利時

應小於一〇三·八六之純利時而應為百分之四·七五減去百分之四·七二二七兩

種算法實殊途同歸。

其次再假定二十年到期之五厘債券純利時為百分之四·九五所求得其

購入價格依照 *Relevans* 債券表與此相近者為百分之四·九與百分之五

·〇〇二者之成市分別為一〇一·二七及一〇〇·價格相差為一二七純利時率相

差為百分之〇·一〇因百分之四·九〇與四·九五相差為〇·〇五故其價格亦必

相差為〇·六三二五(因〇·二比一二七等〇·〇五比〇·六三二五)則所求價格應為

一〇一·二七減去〇·六三二五即為一〇〇·六三五。

第二可再假定有到期時購買價格與純利時求利息或利息

率雖然此種情形亦常見但亦可發生如二十年到期債券購入價格為

一一一八·四〇純利時為百分之四·八八分之二在 *Relevans* 債券表與百分

之四七八分之二相對者為二二八四而屬於利率百分之五樹中故其利率應為百分之五此同一債券亦可以同一價格購入而利河為百分之四又四分之二此數額利河在 *Revised* 債券者為止於一〇〇四處為百分之五於一二三四二處為百分之六兩數額相差一二二八兩利率相差百分之二於是二八〇 (111.84 - 110.04) 比一二二八 (123.42 - 110.04) 乘上百分之二即 $\frac{120}{132} \times 100 \parallel 0.14\%$ 則知其利息率為應百分之五二四。

第二節 債券之根據

(一) 債券之構成之基本原理——普通所常用之債券其構成原理方面略為討論亦不無興趣一般入尚不知債券購買者係購買債券票面之現在純值與依照到期小同而貼現之利息果如詳加分析即知此確為不致之原理因債券購買者並非單獨購買票面上之本金二十元到期之二千元債券到期時之現值將數千元相差甚遠在六個月以後領取利息二十元其現值尚與票面同也相差幾幾但於十九年後將所領取之利息其價值則不如今日之高其理至為顯然。

(二) 複利——每期所得之利息於期末加入為本金儲充為新本金則由此數字計其下期應得之利息構成利息上之利息之事實即為複利持有債券者以所得利息再購入新債券以生新利息是必為複利方法複利計其為數者數字之基礎固一切長期投資均皆應用故也設以下代表計其複利時間之次數 N 為每次之利率則一元之複利依 N 利率計其下其時其價值應為 $(1 + N)^N$ 。

林...
...

例如一元現金用複利法投資十年期間，利率百分之六，每半年付息一次，則 $(1+N)^n$
 $\parallel (1+0.03)^{20} = (1.03)^{20}$ 應用對數方法 $\log 1.03 = 0.012827$, $\log (1.03)^{20}$
 $= 0.25674 = \log 1.8061$ 於是 1.8061 即為所求之數，求得一元現金之數值
 即可以之乘任何欲求之數值。

三) 現值公式——一種投資之本全現值，即為本全現在之複貼現一元現值
 之複貼現，照依 N 利率計，亦以其公式應為 $(1+N)^{-n}$ 。以此公式求出一元之數
 則求任何數之複貼現現值，以此公式為基礎亦可求息單支付或利息 (Cash
 flow Payments) 之現值，可以 A 代表每半年一次之名義利率， P 為半年一次
 利息支付之次數， N 為半年一次之純利率，則全即息單總額之現值為
 $\frac{A}{(1+N)^n}$ 而係因面值一減去本金之現值 $(1+N)^{-n}$ 再用名義利 (A) 與實際
 利率 (N) 二者之比率未整調決定，如名義利率與實際利率相同，則
 各息單之現值必為債券總面值減去其本金之現值，所求之數類。
 應用前二公式亦可求出本利和之現值，且可簡化如下：

$$\frac{1}{(1+N)^n} + \frac{A}{N} \left(\frac{1 - (1+N)^{-n}}{(1+N)^n} \right) = \frac{1}{(1+N)^n} + \frac{A(1+N)^n - A}{N(1+N)^n}$$

假如三十年到期之債券，其價值為 105，求其純利率時，即可代入公式

$$1.05 = \frac{N + 0.03(1+N)^{60} - 0.03}{N(1+N)^{60}}; 1.05 N(1+N)^{60} = 0.03(1+N)^{60} + N - 0.03$$

此係證券以溢價 (at a premium) 即以高於面值價格買進，則此

利率必大於半年支付率 0.03 以近似值此式時自應先以 0.02 表試驗如下。

$$1.05 \times 0.029 (1+0.029)^{60} = 0.03 (1+0.029)^{60} + 0.029 - 0.03 \quad ; \quad 1.05 \times 0.029 (1.029)^{60} = 0.03 (1.029)^{60} - 0.001$$

應用對數解之。

<p>左方</p> $\log 1.05 = 0.02119$ $\log 0.029 = 8.46240 - 10$ $\log (1.029)^{60} = 0.74520$ <hr style="width: 100%;"/> $9.23879 - 10$ <p>右方</p> $\log 0.03 = 8.47712 - 10$ $\log (1.029)^{60} = 0.74520$ <hr style="width: 100%;"/> $9.22232 - 10$	<p>右方</p> $\log 0.03 = 8.47712 - 10$ $\log (1.029)^{60} = 0.74520$ <hr style="width: 100%;"/> $9.22232 - 10$
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------

$$0.1693 \quad \quad \quad 0.1678$$

$$0.001 \quad \quad \quad 0.1668$$

其次再以 0.02 加入試驗 (0.028 - 0.03 = -0.002)

<p>左方</p> $\log 1.05 = 0.02119$ $\log 0.028 = 8.44716 - 10$ $\log (1.028)^{60} = 0.71940$ <hr style="width: 100%;"/> $9.18775 - 10$ <p>右方</p> $\log 0.03 = 8.47712 - 10$ $\log (1.028)^{60} = 0.71940$ <hr style="width: 100%;"/> $9.19625 - 10$	<p>右方</p> $\log 0.03 = 8.47712 - 10$ $\log (1.028)^{60} = 0.71940$ <hr style="width: 100%;"/> $9.19625 - 10$
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------

$$0.1541 \quad \quad \quad 0.1552$$

$$0.002 \quad \quad \quad 0.002$$

顯然所求之利率將在 0.02 與 0.03 之間因在第一列左方大在第二

表

表

抄錄

例右方大，欲期比較相等，必求較大於0.02之數，茲先以0.02之八一再未試驗。
 $(1.02881 - 0.03 = -0.00019)$

$\log. 1.05$	$\equiv 0.02119$	$\log. 0.03$	$\equiv 8.47712 - 10$
$\log. 0.0288$	$\equiv 8.44871 - 10$	$\log. (1.02881)$	$\equiv 0.78180$
$\log. (1.0288)$	$\equiv 0.78180$		
	$9.19170 - 10$		$9.19892 - 10$
	0.15549		0.15810
	0.15549		0.0019

其次再以0.02之八未試驗 $(0.02882 - 0.03 = -0.00018)$

$\log. 1.05$	$\equiv 0.02119$	$\log. 0.03$	$\equiv 8.47712 - 10$
$\log. 0.02882$	$\equiv 8.45025 - 10$	$\log. (1.02882)$	$\equiv 0.78420$
$\log. (1.02882)$	$\equiv 0.78420$		
	$9.19564 - 10$		$9.30132 - 10$
	0.15669		0.15889
	0.15669		0.0018

依試驗結果兩方近於相等，所以0.02之八為所求之他利時，此為每半年一次之數額，一年之他利時為0.02之八或約為百分之五又三分之二。

四、債券表使用之限度——因債券表之不完全，以致常常需要補法，但此種方法之基礎係假定各個價值成比例之變化，唯此假定並非絕

對正確故投資者或債券購買人欲使其問題獲解，滿意之解答，仍須依前所証之公式計而，據謂不正確程度增加，則純利淨即為之減少，因此當純利淨較低云際，更有用公式之必要。債券表使用之另一限制，乃在其假設債券之購買係依正確之利息日期，其與債券之購買，很少自依真正確利息日期者，其中常含有其他時期，故在債券存本中，包括有所支付之預付利息日期在內，債券表中，在購買期與下次利息之間，並不自由於分期推遲分期累積或預付利息之計算，此点在購買一千元債券時，相差甚微，但在投資鉅款時，相差即頗大。

①本全現值對於利息現值之關係——本金之現值與債券上所定之利率，並為關係，本金今日之價值，以到期時間為根據，依該投資者利率之複貼現而求得者，每次付息額均決定於債券之名義利息，利息單之現值，係為付息之總額，依該利率複貼現，至現在為止，而求得者，所最奇怪者，即許多過十二年二十年以上者，所在多有，到期之距離愈遠，本金現值之價值愈小，更有一有趣現象，即債券第一回十五年息單之現值，常大於本金及其餘到期息單之現值，蓋十五年乃為名義與實際利率，在時間上變動之平均期間，一十元六厘債券十五年到期，利率為百分之五時，其現值為一〇四·四·六三，以此為基礎，則一元之現值為 $(\frac{1}{1.05})^{15} = 0.6839$ ， $(\frac{1}{1.05})^{30} = 0.416866$ ， $0.476866 \times 100 = 47.6866$ ，所以一千元本金之現值為四七六·八七，息單之現值 $\frac{5}{N} (1 - (\frac{1}{1.05})^{15}) = 573 (1 - 0.6839) = 573 \times 0.3161 = 181.2257$ ， $0.476866 \times 100 = 47.6866$



是為利率等之現值加上本金現值四七六·八七，則現值為一〇四·六二。

(六) 累積分紅之結果——許多優先股票其分紅可以累積，因使投資者相

信此種股票可以保障所得之安全，中間雖有數年不分紅，最終仍將分得，

例如美國 *International Mercantile Machine Co.* 累積紅利為六厘，從

發行至一九一七年，從未分紅，而有十四年之累積紅利，第一次在一九一七年，按照

累積條件分紅百分之十，因為此係代表一九〇三年至一九〇四年以來之分紅，故各

股東每元當應收取二·二九元作為前此之分紅，並補其積利，結果依一九〇三

年每元之現值計每元之紅利竟為四角四分，但此中有種競典趣之問題，即

為該期債權購買力之變動，如分紅於一九〇四年舉行，其購買力即為一九一七

年之二倍，因此一九一七年之四角四分實不過為一九〇四年之二角二分，在一九一八

年十月廿五號美國 *American Hide and Leather Co.* 對於優先股票之分紅為百

分之一·七，係為應付未付之餘金，利率合百分之七，如此項分紅於應付之時即

照付，而依同一利率作再投資，則此部分未付之餘額至一九一八年十月廿五號

超過百分之二百，而非為百分之二·七，舉凡此類之事實，似乎尚不礙一般人所認

識故累積分紅之結果如何，投資者應予以注意。

第三節 債券會計之基礎

(一) 債券會計之原則——就投資者而言，有四項基本原則，可作為債券

會計之根據，第一債券會計，永久之適宜基礎，即非為原本或本又非為最

終面值，而且債券應為依或本託入賬內為一事實，應為依面值消滅為另一事

實，第二自發行至到期之時間內，應當用分期攤還或分期累積之程序，以真正利息率為基礎，逐漸自成本漸減或漸增至面值。第三市場價值變動之情形，應為該法搜集，但不應視為真實，以記入會計之中。第四應製一市場價值表及發行公司之資產負債表，蓋後者乃為自清債務者清償能力之表示。此四原則乃為投資會計上之通用合理原則。第一二兩項仍須以例說明之。

(二) 債券會計之舉例——如甲公司之千元六厘債券，利率為百分之四。五於一九一九年八月一日購入，到期日為一九二八年五月一日。付息日為五月一日與十一月一日。債券價格為一一〇七·五二元。預付利息自五月一日至八月一日為十五元。總支出為一一二二·五二元。則投資者之賬目應記載如下：

8.1.19: 9 #110152

8.1.19/9, #15-

x x 六厘債券

預付利息

於一九一九年十一月一日收到每半年利息額卅元，其中十五元補償以前付出之預付利息，而將該張結清。其餘十五元為依票面本利息百分之四·五收入投資。額一一〇七·五二元三個月之利息額一一二四·六元與三個溢價 (Premium) 之分期攤還二二五四元。一切帳項應記載如下：

帳目

帳目

樓房

X X 六厘債券

利息收入

8.1.1919 價值 1107.52	11.1.1919 分期利息 254	11.1.1919 15-
11.1.1919 價值 1104.98	11.1.1919 新值 1104.95	8.1.1919 15-
0.110752	1107.52	11.1.1919 15-
	預付利息	

於是債券其餘未到期時之價值，在每次付息日，即將依表一變動，由該表可知所謂被買價值係指除去分期權益額以改之數，如一九二三年十一月一日之被買價值即為一〇六〇.四九元，其此額與分期之純利息為二二.九九元，係為一九二三年五月一日之被買價值額一〇六六.五〇元亦即為屆至一九二三年十一月一日時前六個月開始時之被買價值額，依此每年利率百分之四.五計收入之數，一九二三年十一月所收入之真正利息為三十一元，與被買成本純利息二二.九九元相差六〇.二元，是為此一期預付之分期權益額，在一九二三年五月一日時，被買價值本為一〇六六.五〇元，因其後六個月有六〇.二元成本被分期收回，所以在一九二三年十一月一日於分期權益遂致投資成本，乃成為一〇六〇.四九元。

同一原理亦可用於債券折扣購買之分期票額上，假使四厘債券四年半到期，買入價為九六六.〇〇元，純利率為百分之四.八，於一九二〇年一月一日購入

付息日期為一月一日與七月一日因而可將表二。

利息日期	分期攤還之投資價值	總利息	純利息	分期攤還額
8.1. 1919	1107.52	—	—	—
1.1. 1919	1104.98	30-	12.46	2.54
5.1. 1920	1099.84	30-	14.86	5.14
11.1. 1920	1094.59	30-	24.75	5.25
5.1. 1921	1048.22	30-	24.63	5.37
11.1. 1921	1083.73	30-	24.51	5.49
5.1. 1922	1078.11	30-	24.38	5.62
11.1. 1922	1042.37	30-	24.26	5.74
5.1. 1923	1066.50	30-	24.13	5.87
11.1. 1923	1060.49	30-	23.99	6.01
5.1. 1924	1054.35	30-	23.86	6.14
11.1. 1924	1048.08	30-	23.73	6.27
5.1. 1925	1041.66	30-	23.58	6.42
11.1. 1925	1035.10	30-	23.44	6.56
5.1. 1926	1028.34	30-	23.29	6.71
11.1. 1926	1021.52	30-	23.13	6.87
5.1. 1927	1014.51	30-	22.99	7.01
11.1. 1927	1007.33	30-	22.82	7.18
5.1. 1928	1000.00	30	22.67	7.33

付息日期	投資價值	總利息	純利息	分期攤還額
6.6. 1920	966.00	—	—	—
7.1. 1920	969.43	20-	16.04	3.93
1.1. 1921	972.94	20-	16.57	3.51
7.1. 1921	976.53	20-	16.49	3.59
1.1. 1922	980.21	20-	16.41	3.68
7.1. 1922	983.98	20-	16.32	3.77
1.1. 1923	987.84	20-	16.23	3.86
7.1. 1923	991.80	20-	16.14	3.96
1.1. 1924	995.84	20-	15.95	4.05
7.1. 1924	1000.00	20-	15.85	4.15

表
二

投資

表

三、預付利息 (Accrued Interest) — 普通定價之債券價格中常有
 三、利息 (and Interest) 字樣。此係指債券之預付利息而言，乃為上次利
 息支付日至購買日期之利息，必須加於債券定價之中。由購入者負擔。此
 於提到證書買賣時，仍將叙述於此。預知此一部分負擔，並非為債券成本之
 一部。在購買人領取下一期利息時，此一部即因之補償。購買人並非喪失預付
 利息金額，自購買日到期日內之利息而已。

四、贖回債券 — 在未到以前發行人即有權贖回之債券。其純利行情
 亦與其他條件債券不同。不論債券是用折和抑或用溢價購入其純利時
 多依於債券之到期日而定。此點深為重要。有許多債券帶附有發行者。在
 一定時期以後未到期以前有權贖回之條款。美國之自由公債，即多具有此項
 條款。謹慎之投資者，必須注意此贖回與否之法律。係屬於發行者。一旦實行，
 贖回其時期常與發行者有利。與持有人不利。故此種債券持有人，以折扣購入
 者，應當為其最效到期時之償還為根據。以溢價購入時，應當最早可能
 之贖回期為根據。用此種方法購入最效如多於其所佔以計之數額時，在
 會計上，則應加入利潤項下。此種結果，當可與持有人有利。否則即有受
 損之虞。

五、生活受助人與餘額領受人 (Life Tenant and Remainderman) — 與
 信托財產相同。該之債券會計，常因該及生活受助人及餘額領受人之利益並
 均題。某定額其基金，所以信托形式存儲基金之款，入歸於一方領受人，為生活

受助人待其死後，本金歸他方領受，是為餘額領受人。依此則生活受助人應自信
托之中獲得收入之最高額。對於餘額領受人之本金則不將變動。一件債券在
開始信託時，其價值即為面值，所收入利息，可全部付給生活受助人。並為問題，
如債券高於面值（即為溢價）為使到期時，面值加上之分期權益，總額與債券
原本價值相等，必須發行分期權益。在此種情形之下，生活受助人，
亦不能領取債券人所付之全部利息，只能領取除去分期權益後之利息。如
債券價值有折扣，則分期權益與利息，同為債券之收入。在理論上，生活受助人應
當領取分期權益，但事實上，其中有許多困難，很大有能領取者，確與商
於分期權益與分期累積，在生活受助人與餘額領受人間之分配問題，業已
心念一公開問題，美國紐約各法院，則趨向於承認生活受助人可領取一切收入，
亦即支付分期權益類，尤其在此信託規章中，規定一切收入均由生活受助人領取，
亦更行如此承認。至於股票支付時，特別於此時，此種信託，則應特別注意會計上
之分期，其基本原則，必須保持本金之價值不變，其餘收入則全付給生活受助人。
例如A於一九二五年死亡，遺下B公司股票一百萬元作為信託，以維持B已之生活，
B亦本金，且該公司每次分紅百分之六，但於一九三二年，特別分紅百分之五，
不則此項分紅應如何分配，茲假定B公司之資產負債表如下。

收據字

1935

收據 \$ 2,000,000

收據 \$ 2,000,000

收據	.....	\$ 3,000,000
收據	.....	\$ 4,000,000
收據	.....	\$ 1,000,000
收據	.....	\$ 2,000,000

收據 \$ 15,000,000

收據 \$ 15,000,000

1936

收據 \$ 15,000,000

收據 \$ 15,000,000

收據	.....	\$ 850,000
收據	.....	\$ 4,000,000
收據	.....	\$ 2,500,000
收據	.....	\$ 15,000,000

一九三五年度之始，股票一百萬元為股本總額四分之一，故應對於彼所佔
 份之一百萬萬元，應分得四分之一所佔之股票，其價值應為一百
 萬元，其餘額應分為四分之三，所佔之股票，其價值應為一百二十五萬
 元，此項價值係為餘額領受人者，應保持不變，但在一九三五年，百分之五十
 以該公司之資產負債表，因變更如後表，依該表股票一百萬元
 之價值，變為一百一十二萬五千元（\$ 1,125,000 = \$ 1,000,000 + \$ 125,000）

資產負債表

收據 \$ 13,000,000

收據 \$ 8,500,000

收據	.....	\$ 4,000,000
收據	.....	\$ 500,000

收據 \$ 13,000,000

收據 \$ 13,000,000

而減去十二萬五千元，故應以收入未抵補，持有百萬股票，分百分之五之紅利，為五十萬元，就中除去十二萬五千元，用以保全本金之原米，之價值尚餘二十七萬五千元，是應為生活受助人所領取之數。

第四節 掉換證券之數學

掉換證券之數學，須研究兩項問題：一為交換比率（*The Ratio of Conversion*）一為股票之預付分紅（*accrued dividend*）在習慣上以換券換股票，公司對於股票帶收預付紅利，對於債券則付以預付利息，其差額由數目一方向現金支付，掉換有為面值抵面值者，有債券一百三十元換股票一百元者，例如美國（*Southern Pacific Convertible*）即係如此，亦有以三三·七三·七四元債券換一百元股票者，例如美國（*American Telephone and Telegraph Convertible*）即係如此，亦有債券二百元換股票一百元者，例如英國（*DeLaware & Hudson Convertible*）即係如此，在事實上，何此率均為亦可。

美國（*New York Central Convertible Preferred*）於一九三五年到期在九二五年五月一日以前，將以一〇五元換債券，通成票第一股（票面一百元）在一九一九年八月二十一日，股票價格為七十一元，則於該日，掉換債券，應為何價，以掉換為目的之購入，方為有利，其次，分紅日期為一九一九年八月一日，分紅率為百分之五，一股之二十一日預付紅利，百分之五，應為二兩九分，從股票與債券之中，減去此數，則每股之純價，即為七〇·七一元，並於七〇·四分之二，因交換率為一〇五。

對100故依換掉平價之債券所換應為105.100=70.75:2.105元=70.75元=
 6738所以在1919年八月二十一日債券之掉換平價應為六七.三八元但當時
 債券成交價格為九十六元購入為劣利可圖如債券價格在六七.三八元如以下
 掉換始有利可圖如債券價為六元購入面額一〇五〇元總成本為六九三
 〇元加上手續費一三.三三(面額一元之八分之一)而為六九四三.三三元面額一〇五〇
 元債券換入面額一〇〇〇〇元股票市場價值為七〇〇元減去預付股利
 二十九元存於公司之中淨剩七〇七一元再減去出售手續費一二五〇元純收入
 為七〇五八.五〇元支出為六九四三.三元純利潤為一一五三.七元債券之預付
 利息不在內因真於掉換時立即補償故也。

第十二章 投資政策

第一節 證券之購入與轉讓

所謂政策必須要有一定之目的及達此目的之計劃與實行此計劃之能
 力投資政策即為就所有之資金預定三目的計劃所定之計劃以購買產
 權或樹立產權或從事產權活動之行動此種行為可因從事者之主体不同
 而予以分別研究例如個人公司國家則帶因其所具之立場不同而可有不同的
 之政策就中除國家關於管制投資之政策外其他政策之仔細帶不免與証
 券之發行購入亦轉讓之事項有關故特先予以說明之

一、股票之買賣——股票証書乃為讓予之工具待有人可以隨時轉讓

每一証書之上均蓋有所有人之姓名，其可以在背寫空白處簽字或經律師之証書明，實行過戶，每一証書之正面，載明發行公司，股票種類，總資本額，每股之面值，分紅之方法，本証書所代表之股數，所有人之姓名，公司經理與會計主任之簽字，以及記錄者與移轉代理店之證明 (No authentication by the Registrar and Company) 背寫面留有移轉簽字，証明之空白而或為一轉讓証書，關於股票登記移轉，備入可分別於下說之。

(1) 登記 —— 證書簿 (Certificate Book) 係由公司保存，無支票簿相似，與證書相聯者，有一存根，記載日期，股款持有之姓名，如非為原發者，當記載此証書發行前之舊持有者，如此証書因移轉而廢，遂則行註銷，仍留在原存根處，股票記錄簿 (Stock Record Book) 係用以記載一切移轉與發行之記錄者，另有一種簿冊，上載全體股票持有人之姓名，住址及其他事項。

(2) 移轉 —— 股票持有者欲出讓與股票，即可交付經紀人，囑代為出賣，股票之屬者，可以由持有者在背寫簽字，亦可經律師証明，轉讓給經紀人，或一方法為最適用者，不然股票被劫遺失，一個空白簽字，即可使股票廢於善意取得人之手中，而正式取得所有權，經紀人出賣股票，於確定購買股票，對方之姓名時，即將舊股票送至原發行公司註銷，發一新股票，而將公司記錄逐一改換，此種移轉，務需親到當時，因新証書，需經移轉代理店及記錄人之証而故也，移轉代理店之功用，乃在減輕公司詳細記載移轉之麻煩，並提供一敏捷方法，使在紐約交易所之交易，得能迅速移轉，記錄人

功用乃在防止任何股票股票之發行超過公司受款發行之數額故移轉時代理店與記錄人必須獨立於公司之外至於股票持有人委託他人代為出售或購買之委託其方式不一有隨市委託與規定之委託前已言之茲不復贅。

(3) 購入——在英相及之說現時股票購買者一經購入即有取領取下次之全部分紅其中包括自上次分紅至購買時之預付利額係由購買人當作價格交出者出賣者所以勞取預付紅利者係因預付紅利業已包括於價格之中如其他情形不變每季分紅百分之三之股票在一月一日在四月一日之間於一月二日價格為一〇〇元二月一日即將為一〇一元三月一日為一〇二元四月一日為一〇三元四月二日以後仍為一〇〇元故爭實上市場價格不過為已過分紅之遠近所生之反應此為吾人購入股票所應知者。

(4) 債券之移轉——與股票相同債券亦為一種轉讓之具不過債券之逐本付息可僅付予持有人故其移轉甚為便利只須將債券交付即得或完全移轉亦不登記債券必須辦理類似股票之移轉手續就利息之支付而言利息票債券之利息支付係以粘着於債券上之息票為憑利息支付通彙一年兩次每半年均有兩張息票上載一定支付日期每張息票於領息時即可剪下換取亦可存於銀行之中請為代收因息票債券以持有為憑故其轉讓僅須交付即可登記債券之利息則付予債券上屬名者其轉讓必須經四原發行公司另發行簽屬新主人姓名之債券因此在移轉上頗為不便故息票

債券因者去後難免續費因係傳付帶款高不過登記債券對於普通投資者頗為有利因其足以防範遺失之故普通登記債券每息票債券之間常可互換一隨持有入之便掉換才法亦甚簡單登記債券持有入必需將債券寄上說明掉換之意公司即可照辦不過入多數公司常收取火燭手續費用。

實際上一切債券之買賣價格均係某一定款額外加上利息意思就是說債券之總成本係為一特別價格再加上自上次付息日期起至出售日為止之預付利息此種事實甚為公正因債券持有入持有若干時日即應有若干時日之利息新持有入自應購買之日起息但如希冀公司因債券有款項於付息時分別支付則屬不可能之事故通常方法均為新購買入對出賣人允成付此項利息待公司下次付息時新購買入即可領取全部利息以補償其預付利息之支出此種調整利息之計每半年以三百六十日為基礎由本月之某日至下月之同一日即為一月留以廿日計如六厘債券一千元每年在二月一日與七月一日付息於八月十六日標低為九十六元其成本時則由七月一日至八月一日為三十三天之總數為七·五〇元標低為九十六元則債券成本將為九六〇元加上七·五〇元為九六七·五〇元有種債券標低為九六〇元者標低即為全份而亦計利息凡屬此類債券其利息支付多係一再與約 (Deferred) 者收入債券之標低亦常為先付 (Advance) 因其本來即約定有收入才支付利息故利息支付為偶然性質非為義務性質。

(三) 証券買賣法之與其他事項

(1) 付款之委託購買証券不外為三種方法。一將委託交給店員。二由郵政寄上。三親自交至金融商行辦事處。採用一二兩法較為簡單。於証券交付時即行付款。採用郵寄方法則較繁複。如購買人急欲將向該股票或登記債券應預先將所需之基金交至金融商行支取。並需足額全部交易之用。如在於甲地在乙地購買時。必須在甲地購乙地銀行之匯票寄去。亦得應用甲地之支票。如所購之証券為憑票証券或息票債券時。付款即可在當地銀行作付。回金融商行寄送証券。乃則有憑票交付之條件。股票與登記債券。所以不能通用此法者。因經理人於辦理債券登記或股票轉移之際。將喪失其抬頭與利息之故。此交付外域預先匯款購買之証券時。均須用掛號。以免遺失或承確與收到之爭執。

(2) 費用——紐約交易所。在二〇〇年。每交易份之手續費用。股票每股在十元以下者。收七又二分之一分。在十元至二十五元之間者。收一角五分。在百二十五元以上者。收二角。債券每千元收一元五角。不論買或賣。其費用相同。任一次交易之最低費用為一元至一元五角。

(3) 交割——紐約証券交易所。專有管理交割之規則。其要點有屬於股票者。有關於債券者。關於前者。在時效或空白處之簽字。必須與正印所書之姓名完全相同。不得有大小或任何之改變。交割証券。不得超過一百股。其合法代表。概由代管財產者。保證人。未成年。人。於字時。若效關於債券。可以由任何人作背。

面簽字，僅有簽字債券 (Endorsed Bond) 必須依照股票方式簽字以發，方為有效之移轉。息票債券交割之面額，必須為一千元或五百元，每張債券上必須附有所需之息票，登記債券之交割，其債券不得超過一萬元，紐約交易所之交割分四種：一為現貨交易，即為買賣約定之日，實行銀貨兩交；二為規則 (Rule) (Rule) 交易，即於買賣約定之次一營業日交割；三為三日明交割，即在約定於第三日交割；四為隨買賣雙方之約定，其交割期不得少於四日，不得多於六十日。此種約定在買方有要求，在賣方有權隨時交割，而與透期交易相異，以凡為三日以外之交易，於交易決定後，必須寫成契約，並以此規定利率計而利息，在此契約到期前，改為交割時，必須於交割日下午二時十五分前通知，現貨交割必須在當日下午二時十五分以前規定交割，須於次日該時以前，如過時未再為交割，即視為觸犯規則之契約，應立即通知交易所主席，其收到通知後，即立即以相當價格，另外購入，如其價格高於交割價格時，買方有權要求賣方負擔此項差額，此項規則亦可應於證券借貸之上，如過時未通知此契約時，應於利息。延至次日。

4) 移轉法律——在美國各州常有股票移轉法律，內容多大致相同，即證書破在空白處，或粘着紙上，突行背向簽字，以茲或在新證書上，或照購買人之姓名，交付給對方時，即為證券抬頭之移轉，如其背向簽字係由欺騙或被迫，或其交付未經主權者同意，可以當空原證書，或將此移轉作廢，另發新證書，交付給真正出賣購買或因錯誤而讓出之第三人，凡此均注意，勿遺漏。

背向簽字者其移轉最為任何人移轉証書必須保持三點一即此証書純屬真屬，二有合法之移轉權，三並不熟悉此証書有任何危險之點。

（五）空銀商行之選擇——空銀對者選擇要記買賣之全銀商行之穩固重要，例如美國候事全銀証券之精容，為數千計，各款之名譽信用，均不相同，故須詳加選擇，選擇之最好方法，即委託當地銀行，託其做約同業或支號代為調查，商行之中，雖於慮，去宜務其為交易勿所會負，但交易勿所甚多，責任各有不同，即或為紐約交易勿所會負，亦非為一種積極保障，且為不可不注意者。

（四）經濟情況之注意——吾人於明瞭証券買賣有兩項手續，仍須對於經濟變動有相當知識，照現在個人與公司方可作投資政策之決定，在國家方可有政策之設施，但經濟狀況千變萬化，解釋之理論，亦至紛繁，誠非寥寥數語所可概括者，大體上一般經濟變動，分為繁榮恐慌衰退，與四階段，在每段中，各種經濟現象，均有其特殊之象徵，列表列於下，以節省文字，冀供參考。

繁榮	恐慌	衰退	復興
漸減	漸增	漸減	漸增
漸止	漸起	漸止	漸起
漸進	漸退	漸進	漸退
漸聚	漸散	漸聚	漸散
漸加	漸減	漸加	漸減
漸高	漸低	漸高	漸低
漸上	漸下	漸上	漸下
漸盛	漸衰	漸盛	漸衰
漸大	漸小	漸大	漸小
漸強	漸弱	漸強	漸弱
漸興	漸衰	漸興	漸衰
漸盛	漸衰	漸盛	漸衰

之三場自以分期繳納為佳。人壽保險之主要功用，在能供個人或其家屬於不能獲
得收入之際，能因保險關係，仍得維持其種數甚多，有終身定期，與生時保險與
生時年金等。終身保險係投保人於何時死亡時，保險公司方付給賠款。倘期以外死亡，則不付給生
時保險。倘投保人之於約定期內死亡時，保險公司方付給賠款。倘保人於約定期內尚
能生存時，保險公司即付給年金。至生時年金，乃係最通行之一部，而為因一人
或數人之死亡，即行終止之年金。故與領受年金者之壽命有關係，年有七十者，每
年所領之養老金，與年在五十所領者，雖同為四百元，但其現值則迥不相同。因
前者死亡之機會較大，故其終止後受年金之機會亦較多。二者相若之年齡愈大，
現值之差亦愈甚。例如相約於十五年，若贈送遺產者，純年二十五歲之某甲，以某
甲生存在世為領受年金之限制，則某甲能否領受此項年金，則其能否生存至
四十歲而定。此項生存年之長短，其稅率大有不同。故其所得之希望數亦不僅
同。生時年金之中，又可分為終身年金、延期生時年金、與有限生時年金三種。生
時年金之支付，若至接受年金者死亡為止，即為終身年金。若在若干年內，亦付
年金以滋儲蓄，支付，直至接受年金者死亡為止，即為定期生時年金。如年支支付金
約定期之末，或至接受年金者死亡為止，即為有限生時年金。終之吾人由各種
年金與壽險之方式，即可知其均具有儲蓄作用。或可使投保人之本身直接享
受利益，或可使投保人之家屬與親友享受利益。故個人為年老或身壯之族，度
利益外，應於收入豐富之中，放出一部資金，用於人壽保險。人生時年金之中，實為

為必要之舉。同時保險公司運用資金。有政府之監督管制。不致有碍於保
保人之利益。故此為個人投資資金途徑之一。

(二) 購買債券——個人投資之二部分。往往希望能收入確定。易於收回。且本
金安全。欲達到此三項目的。在證券之中。自以高級債券最為合格。高級債券利息
收入雖低。但其保證確實。且本付息停期。舉行。故市仍變動甚微。時時為各個依
靠利息收入以維持生活者所需。故易於脫手。所以個人勿妨以一部資金。用
於購買此類債券。既可隨時應付緊急之需用。又可獲時可現之收入。不為盡
處。

(三) 購買普通股票——既已從事生活。并令使年若有所依。靠。或因投保壽
險。使身家有所託。更購有債券。以備目前之不足。投資政策之三保障方面。實已
週到。故應就進取一方面加以注意。而期追求更高之利潤。是則為所餘資金。應
運用之方面。此則莫如投致於普通股票之中。雖稍稍涉危險。但負擔危險之能
力。迥遠有限之贏利。此其時也。大體上最上等之普通股票。平均可有二十年之
安全。故購買時。應注意選擇。判別之。其原則。則與以前已述及之矣。

(四) 金融投資之注意之各點——吾人買賣證券。以運用資金。完全係藉證券
週知向企業所作之金融投資。非為直接個人親自經營。企業之業務。投資。故應注
意各下各點。

(1) 求近期所得。抑為遠期所得——既有一部資金。用於普通股票投資。則
應注意。已云經濟環境。為保求最近期之所得。抑為遠期之所得。固有「類公

司。往往於現在及最近將來，力求擴張，以增厚其贏利力量，故目前他利多被佔用，不能分紅。惟有俟將來獲利鉅大，以收他股分紅，所以購買此類公司之証券，其豐富之所待，乃在較遠期之將來。如個人經營環境允許，例從事此種投資，自易獲得厚利。尤其投資於托拉斯營業之資金，往往有此一種逆變時期，故於決定投資政策時，應注意及之。

(二) 所購債券可否貼現——債券中，可以作為貼現手段者，有四項：(一) 為行將到期者，(二) 為市場情況改善，債地位位提高者，就前者言，如一人購買十年到期，六厘債券，買價為九六三·六五，顯然其報酬率時將超過百分之六，而應為百分之六又二分之一，至十年底，款足一〇〇元，即多出三六·三五元，如至第九年，出賣仍為九六三·六五元，顯然於持有者不利，故應以百分之六·五加以計亦，賣價應為九九五·〇三，所以債券貼現之價值，常因其到期之遠近，而有不同，故特將此券對於此點，不能不予以計亦。就後者而言，如市場利率低甚，債券之市場必提高，因此出售時，必依照低利率計亦，如在第三年或債券到期，尚有七年時，債券持有者，中能照票面價值出售，不再依照九七·二二出售，當然可獲利二七·七七元，故利率下落，便整個債券持有階級受惠，所以市場利率情況，或趨於在購買債券時，不可不注意。

(三) 派款與金——日常手中，總需有相當款項，給用之資金，以供日常支出之用。此項資金，如果亦存手中，以待使用，自為一種利息損失，故應存入銀行，隨時用支票支付，亦可免除其他之不幸。

(4) (下) (下) 方法三運用——各種証券並期與遠期之買賣，在理論上價格向之相差，應為相差時間之利息額，但在事實上，遠期與並期之價格相差，固供求關係，往往顯出此邊低之外，故投資者，可以買入並期或遠期者，由遠期或並期之方法，以獲得固定之利潤，是種方法乃為証券買賣所常用者。

(5) 利潤與危險——投資者如熟悉市場情形，能以產業家之價格從事投資，當可獲一較投資所獲得之利潤為高，尤其在資金雄厚能購置一種股票較多之股數時，每能在右取厚金，而可參加企業經理，易言之，即通過投資過程，由資本款轉業為企業家，在當有企業經理才能者，每可獲得較高之利潤，但此則，殊及投資選擇問題。

(五) 投資之選擇——吾人投資之概念，亦只一種，如何就其同異之性質，投資之目的，加以比較判斷，以決定吾人運用資金之途徑，及即為投資之擇選問題，此種研究，之能作方法之提示，至其決定，仍須依個人事項以慮之，而先就普通通情形，舉一例，以示其比較之方法，如某甲有批金，能以每年元百元租房子一幢，為期四年，除繳稅款外，該幢需費四千元，再轉租，每年可收本二千元，期約屆滿後，傢具等項，可賣一千六百元，收租房租及保險等費，年需一百元，他方面，在同一時期，有八厘六千元放款之批金，甚為安全，則某甲究竟應擇選何項投資批金，比較此兩項投資性質，所應注意者，乃為投資收入支出安全，與責任諸方面，外列表於下比較之。

計其項目	第一種會務經費	第二種會務經費	工費	其他
每年收入	—	—	2000	
股費類	—	—		
以回類	—	—		
總收價值	—	—		
每年收價值	—	—		
支付地租	—	—		
費用	—	—		
每年成本費用	—	—		
總成本	—	—		
供明利潤	—	—		
利潤率	—	—		
定期還本付息	—	—		
損失危險	—	—		
校數之平衡力	—	—		

依據上述兩種機會之材料比較結果在收入上第一種機會每年多收入一千五百二十元較第二種少一千元第二種機會資本收回頗多較千四百元去支出地稅與費用共一千元宜若其他責任等項之損償在第一種機會一千五百二十元減去一千元費用不多收入五百二十元第二種機會四千四百元減去多投資

期二千元，多收入二千四百元。此可作為吾人法擇之標準。但其比較尚不直接。現
 在將第一種稅會大投資四千元之優點，與第二種稅會多收入四千四百元之優點均
 以四年分之，折折數與其他稅會，則第一種稅會之優點顯為二〇二〇元（ $\frac{4000}{4} = 1000$ ）
 十（ $\frac{1000}{4} = 250$ ）第二種稅會為二〇〇〇（ $\frac{14000}{7} = 2000$ ）可知第二種稅會優點之學
 顯多八百元。是為第二種稅會多投資二千元所多得之收入。利率合百分之二。故
 吾人是否決定採用第二種投資方式，應看此二千元另外投資之稅會如何。以若吾
 人對於麻煩，責任損失危險之判斷，若何如竭意於此二千元之投資利率，即
 可採第二方式，否則應採取第一種投資方式。設如第二種投資稅會之投資額只
 能為四千元，則兩稅會所得之資本額相等，其優點自在第一種稅會方面。因其利
 率可高出百分之二故也。不過，倘失危險守備之優點，仍在第二種稅會方面。此種比
 較方式如普通應用，實有助於個人投資之選擇也。

(六)個人直接經營之投資政策——以上所述全屬買賣證券之金融投資原則。
 若如吾人投資選擇，決定個人直接經營企業時，其政策亦應加以注意。個人直接經營企
 業，除自給資金外，即借入資金。分做定集甲第一，年以已有資本一百萬元營業，得
 純利二十元，利率百分之二十。第二年以百分之十利率借入五千元資金加入營業，
 得純利三十元，利率利息五百元，餘二千五百元。因應用借入資金高條，使其原有本萬
 元利率場為百分之二五。如第三年其仍以第二年之投資營業，共得純利五百元。
 僅能支付利息一百元之資本應勞所得。如不借入資金，尚可得純利三三三。三三元。利
 潤率為百分之三三又三分之一。由是例吾人可得個人經營企業之原則矣。即在產業

蕭條時，愈應用借入資金時，愈將使本業虧損，產業共感時，則與之相反，而能
促進本業繁榮，故一慎重之個人企業經理，應特別注意產業之情況，在蕭條時減
火借入資金，繁榮時增加之，則所營之企業為可欣欣向榮也。

第三節 公司之投資政策

所謂公司，有直接經營產業之企業公司，有專門經營投資事業之公司，稅
則前者之直接企業投資類，多技術投資者之間接金融投資則已多言及之，故於此
以能就二者便用資金應注意三點加以提示。

(一) 抵押證券並不能保證損失——經營投資事業之公司，為保證投資費
入計，常將資金投資於抵押證券之上，此種證券通常均有財產作保證，為萬
勿一失，在於實際上，支破投資事業，贏利不足，以償付本息之際，債券持有公司，自應
爭約定權利，取抵押財產作抵，但因該事業贏利，既不足以償付本息，則該事業所
向之財產出售之代價，自未必能與債券持有公司之投資額相抵，同時持有公司
取銷營業公司財產，亦未必能經營獲利，而且當營業公司之財產，僅有一部分作
為投資抵押時，投資公司，亦未必能取回營業公司之全部權利，故就投資之
場言，於債券利息不能收取時，最良政策，即為根據契約權利，將債券額轉讓為股
券類，此際股票與債券，在性質上，並迥多大不同之處，因二者之資金度均係以營
業公司之贏利為基礎也。

(二) 某種親戚優先股票，幾等於債券——經營事業之公司，為安全起見，多
不願處於營業公司之股東地位，故在政策上，多不欲持有公司股票，但其有下列

各款之股票常稱之為現代優先股票 (Modern preferred stock) 在公司投資政策之中，實不應予歧視，其特點第一凡未經優先股票百分之七十五以上同意時，即不得有債券債券之存在或創造，同此亦不得有高息或等於此種優先股票之發行，第二為準備贖回此種股票每年必須累積減債基金，累積成款應為優先股票最高面額時百分之五累積額至百分之二十為止，如此逐年累積優先股票在保證上，自足以維持其市場價格，第三發行公司總財產淨額，應維持為優先股票面額百分之二五〇，流動資產之淨額，應維持為百分之二五〇，第四於逐年贏利中抽出之準備，在等於優先股票二年之利，及其所需之減債基金以繳付時，應先付普通股票之分紅，同時任何支付，亦不得危及此種準備，由此而拿款之內容視之可知此種優先股票，實與債券持有者之地位相等，故在儲蓄銀行保險公司之投資政策中，此種優先股票，實應有其相當地位。

(三) 券面額股票之投資——股票除就其與普通兩種外，券面額股票之發行亦逐漸佔有重要地位，遠在一九一九年，於紐約交易所中，即有二十七種券面額股票，列於交易範圍，此種股票之市場價格，完全決定於公司贏利之估計，分紅則以每股應分若干元計之，此種股票在投資立場上，有其特點，亦有其缺點，故於決定投資政策，應特為注意，就其好點言，因券面額可免去投資者相信面額最終將為股票，實值之弊病，同時如有面額，分紅往往按照面額百分之五支付，在公司繁榮時，支付分紅之百分比比過高，則易引起公司之工作員之羨慕，易有要求增加薪資之情事發生，故發行此種股票，在公司可以遮蔽公司分紅之事實，就其缺點言，一公司於吸收

他(一)公司之溢除將所吸收公司之各義資產按高估價外復可發行券担保之若
面額股票因此足以減弱原本股票之安全程度而且此種股票固係以各義資產
保證故屬於若收入股票 (Warrant Stock) 之列往往或為營業公司之欺騙
工具故投資於此種股票以發行此種股票公司之其他股票時應特別注意。

(四) 股東「權利」之運用——經營投資第三公司所持有之大量證券常分派
於許多公司之中其中自不免有一二公司因急需與不竭不增發新股票於是
即發生股票之「權利」問題而為投資公司所不可忽視者例如(一)公司現存股票之市
價為一〇五元新發股票如該面額百元或稍高出者自易銷售但顯然此足以影響
舊股票之價值故於公司發行時多予舊股東以最先認購之機會在認購之數
額常比例於各自所持有之數額是為即為股東之權利公司亦發予股東以可
轉讓之憑証股東於不欲履行其權利時亦可於交易所中出售其價值之高低則
決定於新股票價格與預期價格相差之程度。

(五) 短期票據之求償權及債券——短期票據亦屬於投資證券之列因其
出於重要內容之可言故於證券投資學中本書予以敘述因其常被作為公司
投資之工具故於此略加研究此所謂短期者指一年至五年之票據而言並不包括券
期間之長而係以公司之所得為保證之證券依照習慣其本金係分期連續償還逐
年償還總債額一定之百分比故其安全雖稍增加雖營業務公司所以發行此種票
據其目的乃在應付暫時之急需因在全融緊迫利率高昂一般產業前途不大穩
定之際長期債券難以在有利條件之下發行故最好發行短期票據於適當時期

再以長期債券掉換此種發行，在短期內即可有收入以補償遺棄亦可採用，故其性質似較其他投資證券為安全，但其對於發行公司所派之派債款則及於債券亦不可不知。

(六)選擇投資之比較方法——關於經營投資事業公司選擇投資之比較。可參攷前節關於投資選擇之敘述，并再就營業公司對於投資選擇之比較加以言之。假設某製造公司為擴充營業場造建築，決定就木材建築與磚瓦建築之間加以選擇，二者使用之所持自屬相等，其比較方法若何特再以例言之。如兩種建築徑久性均為十五年，磚式建築成本需四八〇〇元，使用過程中，不需加任何修理，十五年滿尚可賣得三〇〇〇元，木式建築成本需三一〇〇元，每年修補維持費需二〇〇元，十五年滿亦可賣得一〇〇〇元，該公司究竟應採何式建築，應將資料如下表排列比較計示之。

甲計列表

乙比較表

建築成本 收回價值	磚式		木式		各種之優點
	機	會	機	會	
每年價值減額	48,000	31,000	48,000	31,000	17,000
每年維持費	0	0	2,000	0	
每年支出	3,000	3,000	4,000	3,000	
資本需要	48,000	31,000	48,000	31,000	
利	13,000	14,000	13,000	14,000	

甲計列表

乙比較表

每年淨利(相等為本加款) M. M.

每年淨利 M-3000 M-4000

由上計列表與比較表之結果，可知採用不式建築，一次大費成本一七〇〇元，但每年純利得更多一〇〇〇元，或無之相反該公司允應採用何式建築，乃視一七〇〇〇元，每年純利得為一〇〇〇元，約合百分之五。九是若滿意而定，假如公司借入資金利率為百分之六或七，則其自將採用不式建築，可若疑異，由此例，吾人即可以此比較任何投資選擇矣。

第四節 國家之投資政策

現代私有財產制度之發展，業已達到與全國國民經濟幸福互相矛盾之地步，所以政府為謀全國經濟之有正常發展或平衡擴張計，不得示對國民經濟活動取一種態度，此種態度即為一國之經濟政策。投資政策則為經濟政策之一部分，故其原則必須與經濟政策之原則，即求全國國民最大經濟幸福之原則相符合。國家投資政策所包括之內容，在積極方面為國家資本運用政策，在消極方面為私人投資政策之管理政策。就前者而言，國家資本之運用，並非如私人資本之以贏利為目的，其目的實具有四點：第一，改進國民經濟生活，提高國民生活標準，以增進人民之福利；第二，充實國防，強民族自衛之實力，以保衛民族經濟生活之安全；第三，平衡國民間之分配，以消弭國民經濟階級之裂痕；第四，促進國家之正常發展或國家生產力之平衡擴張，以便早日實現經濟政策或經濟擴張之目的。就此四點可知，國家資本運用之主体，必為代表政府之機關，或為以增進公共福利為目的，接受政府指

導之社會團體，其運用之方式，則應依國家整個之經濟計劃所規定之程序及項目，注意經營之故，國家資本為人民之公產，人民通知政府，而可以共有，共踏共享，所以發達國家資本，為改善人民經濟生活最有效之辦法。在國家資本運用過程中，其應遵守之原則，計有七點：第一運用之目的，應重在養民殖絕，剷除贏利之觀念；第二運用之程序，應先圖防而後民生，因勞國防即勞民生；第三運用之效果，在各項事業中，應實現邊際效用相等，平均效用最大之原則；第四運用之中心，應着重國家生產力之培養；第五運用之組織，應採用工業分區主義，在各區中，私人資本附著之；第六運用之規模，應大規模化，處處當應用科學管理以求產業之合理化；第七運用之全體應用計劃，有組織有系統，務使能相成相助，相長相成。此七原則，不達就其根本大則而言者，至於實際業務之推行，則有賴於端人，人存政舉，人亡政息，至理明言，劇人能不警惕揚乎。

關於私人資本之管理，所應注意之問題有二：第一為規制私人資本之運用，以消滅或減少其營利性問題。第二為減少私人手中已經積集之資本，以消滅階級問題。就前者而言，第一必須縮小私人資本運用之範圍，並指定其投資之途徑。第二可以經濟政策之方式，減少私人資本之利潤率。因在資本主義國家，私人資本所以能集中之原因，係因內餘國家經濟最要之交通錢，工業動力，諸項產業在私人手中經營之故，則為防止私人資本壟斷全體國民經濟計，莫如指定私人資本投放之範圍，而將不適於大規模經營之產業，使由私人經營。此類經營，即使有最高限度之發達，對於整個國民經濟，亦劣惡。

考之影響，而依國家資本能在整個計劃經濟之下，實行大規模經營，私人資本則在計劃經濟之中，發生彌補作用，即凡瑣碎零星之經營，為國家資本照顧不及者，由私人經營補足之。如是則國家資本之運用，或為整個經濟之鎖鑰，一切私人資本，均在國家資本勢力控制之下，則私有財產制度之益處，俱在，否則因此可以消弭之。至於私人資本發放範圍之具體規定，則有關於經濟計劃之設計，而國家必須控制資本市場，管制證券交易，核定證券發行，控制資金流動，則屬不可避免者。即在今日資本主義國家之美國，亦已藉聯邦準備銀行之公開市場政策，投資銀行業之聯合行動，以及復興金融公司等，均構與青天法之律例，以管制資本市場及證券發行矣。何況在計劃經濟下之投資，政策乎。且南利用經濟政策減少私人資本利潤者，係恐私人資本即在小規模經營範圍內，猶有場大防害，全民經濟利益之可能，故特防範之。如在全國方面，即可提高私營產業請求放款之利率，交通方面可加重私營出品之運費，稅務方面加重私營產業之所得利率等，諸如此類政策，皆所以限制私人資本也。

至於減少信任私人手中已累積集之資本，以消弭經濟階級問題，在國家計劃經濟政策之下，亦有其解決之原理。此種原則，總不能脫離二種方式，即將運用國家權力，對於私人資本，予以強制轉移是也。在此種政策中，最稱激烈者，則為根據政府之一紙公文即取消一切財產私有權之沒收政策。此在私有財產罪入人心，根深蒂固之今日，其施行自易引起社會之騷動，殊不宜採用，而在國家經濟未充分發達，經濟制度未充分集用化之際，不但將使國產歸政府經營，

非但事实上不可能，且亦非此必要，故最善方法莫若斟酌经济发展之需要，人民集团经济生活之进失而择用比较和平先之政策，此则莫若赋税政策，与等税率自以累进税率为佳，至於累进政策亦与赋税政策发生同样作用，足以减小私人所得，適於由政府与卖之物，大多为必需品，中生产，运销，贩卖，易於组织管理，且标准化之物，此物一經政府与卖，之效，不独可以禁止私人操縱，且可以寓税於价格之中，由政府批商，以独占价格出售之，其效用由此可知矣。

完 一九四四、一、二〇。

附参考文献目

中六之部

- (一) 趙蘭坪著 近代歐洲經濟學說
- (二) 余捷琮著 中國的新貨政策
- (三) 曾迪先譯 資本肯定論
- (四) 楊蔭溥著 揚著中國金融論
- (五) 徐文波譯 金融統制論
- (六) 金忠著 銀行學
- (七) 趙超譯 銀行業務總論
- (八) 上田金行譯 貨幣銀行學原理
- (九) 西文之部
- (十) 胡善恆著 公積論
- (十一) 王開化譯 國家經濟學
- (十二) 傅子東譯 近代資本主義進化論
- (十三) 譚秉文譯 穩定貨幣運動史
- (十四) 褚鳳詒著 投資教學
- (十五) 黃元彬著 國際金融論
- (十六) 吳士宏著 銀行法務論
- (十七) 趙蘭坪著 資本歸利論
- (十八) 任福履著

- (1) R. E. Sadler: *Badger on investment: Principles and Practice*
- (2) *Stambrant, Frederick: Investment Books, their aims and their place in Science.*
- (3) Gibson, Thomas: *Simple Principles of Investment.*
- (4) Gosson, E. B.: *Principles of Speculative and Investment.*
- (5) Jordan, David F.: *Investments*
- (6) Kerstent J. E.: *Principles of Investment.*
- (7) Rice, S. O.: *Fundamentals of Investment.*
- (8) Saboles, A. M.: *Principles of Investment.*
- (9) Taylor A. Wellington: *Investments.*
- (10) *Specker: S. M. The Investment Trust.*
- (11) Moore, Justin H. "Handbook of Investment Mathematics."
- (12) H. Parker Willis and J. I. Eagon: *Investment Banking.*
- (13) J. M. Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money.*
- (14) *Jain Robinson: Essays in the Theory of Employment.*
- (15) A. T. K. Grant: *A Study of the Capital Market in Post War Britain*
- (16) J. Davis: *Capital and its Culture.*

222137

82

151