

Melchior Palvi
謝菊曾 譯著

歐洲不動產抵押銀行概論

世界書局印行

李序

姚江謝君菊曾以其近譯『歐洲不動產抵押銀行概論』一書見示，並囑爲之序。予以復興農村爲我國目前最切要之圖，故欣然從命，亟攜其稿返寓，細心瀏覽，覺其中所言歐洲各國不動產抵押銀行之經營方法，不無可供國人借鏡之處，雖 P. S. 教授原書僅有六章，而篇幅亦不多，然言簡意賅，凡不動產銀行之範圍，幾可謂應有儘有。當此『復興農村』及『使耕者有其田地』等口號瀰漫朝野之秋，吾知謝君此書之問世，定可卜其符合潮流，洛陽紙貴也。故樂爲之序。

中華民國八年三月八日

李權時識於滬西靜安寺路安樂坊

弁言

民國二十四年上海發生金融恐慌，論者多歸咎於銀價高漲，資金逃避，顧其癥結所在，實緣當時金融業大宗資金，凍結於不動產中，無法活動所致。蓋若干年來，金融業苦於存款膨脹，出路狹窄，遂爭以受押不動產爲運用資金之不二法門。對於存款性質之久暫，放款比例之大小，地產評價之得失，抵押折扣之高下，漫不經意，以耳代目，儘量容納，間接助長地產投機之風，使之愈演愈烈。迨經濟情形一旦逆轉，地產頓形呆滯，地價狂跌，過問乏人，而銀錢業之大宗資金，遂告凍結。欲求金融之不起恐慌，烏可得耶？是年十一月，政府毅然下改革幣制之令，嗣是以還，市面逐步安定，工商漸復舊觀。軍興以還，金融基礎屹立不搖，久而彌固。獨地產一業，頻年創巨痛深，迄今凋敝如故，而凍結於此中之資金，猶無溶解之象。在昔視地產爲寵兒，今視之若敗子，盛衰不同，愛憎頓異，吁可慨已！雖然，此等痛苦之經歷，豈唯此邦爲然。彼美利堅近年之遭際，與我正復相同。而歐洲各國近百年來，對此尤備嘗艱困，故相率限制不動產之抵押，以專業銀行經營爲原則，而其不動產抵押銀行之制度，懲前毖後，規畫日見完密。方今我國戰時經濟機構，備形健全，銀行專業化之趨勢，愈益明顯。益以內地農村之有待開發，上海地產業之有待救濟，大宗凍結資金之有待解放，則不動產抵押銀行之設立，要爲當務之急。

矣。美國支加哥大學教授 Melchior Palz 氏，近有歐洲不動產抵押銀行概論一書之作，列舉各國之制度綱要，經營狀況，從而評衡其得失，頗可供吾人參證。爰加逡譯，貢諸邦人。其間涉及不動產法理律例之處，並承東吳法學院教授姚啓胤博士，多所指示，獲益匪淺，附述於此，用誌謝忱。

時在中華民國二十八年三月，餘姚謝菊曾記於上海。

歐洲不動產抵押銀行概論

目次

章數

一、不動產抵押信用之法律基礎.....

頁數

債權人與債務人間之關係.....

一

不動產抵押乃合法之設定.....

二

強迫登記與權利憑證之搜求.....

四

二、不動產抵押債券設定制度.....

六

合作的典型.....

六

「資本主義」之不動產抵押銀行.....

七

Landschaft 之失敗.....

八

不合作之公立機關	一〇
不動產抵押債券發行規程	一一
債券發行應與商業銀行分離而獨立	一二
債券發行對信用政策暨銀行集權之影響	一三
債券發行與不動產抵押數量之相等	一五
不動產抵押銀行之流動性	一五
借款之催償及分期攤還	一八
不動產抵押銀行信用管理：政策與管理	一九
A. 最低限度之「保證資本」	一九
B. 信用限度	二〇
C. 農村土地評價問題	二一
都市土地評價問題	二三
D. 適當之規程	二四
E. 管理方式乃政策之原素	二五

F	內部管理之統制	二二七
G	不動產債券視為受託證券	二二八
五、	不動產抵押銀行之集中	三三一
	政府管理之意義	三三一
	集中之手續	三三二
	一般原因	三三三
	一——四、危險之分配	三三四
	五、經營費用	三三五
	六、小數及巨數分期攤還之經濟問題	三三五
	七——八、市場銷售情形	三三六
	九——十、單位大小乃安定之原素	三三七
	集中之範圍及趨勢	三三八
六、	關於歐洲不動產抵押銀行安定之若干論結	四〇〇

第一章

歐洲在中世紀初葉，對於財產權以外之不動產權之獲致，業已進化至法律階段，如德國法律之 *allere* 及 *neuere Satzung* 是也。此項發展，殆與古典的羅馬法，對於抵押之概念，導源於 *fiducia* 而 *pignus*，而 *hypotheca* 者，（註一）正復相同。嗣是以降，所有中世紀之地產固定性，漸由現代法律之自由轉讓及自由抵押之規定，取而代之。而普魯士於十八世紀，即已成爲標準制度，至十九世紀，遂逐漸展開於全歐諸國矣。

雖然，不動產典押之能進展至現代意義，祇在其他法律原素導入契約關係及律例基礎之後。大多數此等方法，濫觴於德，一部份已進化於中世紀之末，迨羅馬法探入於德國法律思想制度，設定此類證券，同於流通性的 *Rentenbriefe*，遂呈更進一步之發展焉。至於現代歐洲不動產抵押狀態，爲便利計，可分爲三大類。

第一，債權債務間，不復受中世紀土地使用限制之拘束，尤以農田之供借款目的者爲最。此項開展，發軔於英，彼邦之封建勢力與私人關係及財產權之交織制度，首呈崩潰，嗣乃逐漸並歐洲大陸而戰勝之。在昔封建勢力，動輒阻礙土地之使用，以致不能離私人財產及債務人之其他財產而獨立，以供債權之擔保。迨入十九世紀，此等障礙，掃盪一空。時至今日，西方諸國，對於此項限制，均告撤銷，僅於家宅猶有少數國家，予以例外。

而德國自一九三三年以來，重復採用中世紀對農民之法則，殆為特異。要之抵押請求權在現代之意義，乃以受押財產獨占為依據，不復與債務人相涉，此蓋為一良好設定之法律程序，俾遇有本息愆誤時，得保障債權人對於受押不動產之權利。遠在十六世紀之末，德國法律，對此已有確切規定。然抵押物既為擔保債權之基礎，自得認可自由轉讓。此項原則，法國於 9 Mesidor of the year III 之革命法律中，固已首先採納矣。

上項不動產抵押制度之情形，現代國家，莫不相同。至於第二類，利用組織完備之登記制度，則大都限於歐洲大陸。普魯士於十八世紀，即加採用，肇始於一七二一——二二年威廉一世之勅令，繼之則為一七四〇年之法律。在法國，經由一七七二年之立法，以迄一八五二年及一八八五年之法律，蔚然大備。其他大陸諸邦，亦相繼分別採用德法之登記制度。惟兩者格式互殊，法不逮德之淵博，且亦未及英國一八九七年土地移轉法內規定之土地登記制度之完備。茲將此類登記制度之重要原則，分述如下：

甲、公告 將關於財產權及其所負債務之全部事實，完全登記於公共記錄簿上，以便關係各造（註二）

（註一） 但羅馬法及中世紀法律，對於抵押請求權並未與私人及其他債務分離。

（註二） 『關係各造』之一定義，具有其本身逐步推展之歷史。此外記錄尚具有別一重要之法律地位，即準確之推定是也。歐洲各國法律，倘無其他證據提出，對之幾一致予以承認。（見 Cf. Handwörterbuch der Staatswissenschaften [4th ed., 1928] V, 335-70）

查閱。此項記錄，在債務欄內包括債權人姓名，及其請求金額、利率及清償辦法，暨其他關於處罰沒收等任何條款。許多國家，每於抵押簿之外，別增所謂抵押證書（*Cédulas hypothécaires*），憑以移轉，亦有即以之代替抵押簿者。以言其中之記錄，均甚廣博，——至少在中歐諸國之制度內——舉凡一切內容，靡不登記，俾可保證明白財產權及請求權之真相。至於法國之制度，係將財產權及抵押權分別登記，不相牽混。

乙、列舉 對於財產之每一請求權，應將其本金、利率、到期日及其他事實，分別列舉。凡圖圖請求而不列舉金額者，概予擯斥。

丙、優先權之順序 債權請求權之登記，以時間之連續為序。後者苟未得前者之許可，無優越於前者之可能。間有細瑣事件，如某項捐稅之優先權，在數國亦有特許之者，但無足輕重。要之登記之順序，亦即可以決定違約時債權請求權之清償順序。雖然，德法二國，對此規定亦復互殊。在法國，每一請求權如遇前者無效時，後者即可自動取前者之位而代之。德國則不然，每一請求權永遠固定於原來地位，迄不更動。

丁、登記抵押權之清償請求以不動產為限 易言之，債權人如請求清償，不得超過於該項所押不動產之所得及其可能的售價以外也。照例各個抵押權，原可自由移轉；但如德國之 *Sicherungshypothek*，則因雙方當事人間之契約，對此特加拒絕，故又當別論。受押人之請求權如遇沒收情事，則凡隸屬於該產之一切重要附屬物，如農作物及房屋等，均包括在內。

戊、合法之原則 合法云者，意即指凡各個登記之請求權，均認為合法有效，凡未登記之請求權，對於該項財產，如有聲請，例不生效。關於此點，法德制度，亦復各別。蓋法對此制猶未充分發展，因之設有不少之例外。^(註)且在法國，其登記不能於行使請求權時供作圓滿之憑證；反之怠於登記者，亦未必一定排斥其請求權，此其與德制顯然不同者也。在法國，凡小農田單位欲獲得過戶管業等憑證，至感困難，且所費甚巨。不特此也，法國法律在若干案件上，對於「合法」抵押權，未必將其確實之請求權，一定置於契約的抵押權之首。在英國則於一八六二、一八七五、一八八八及一八九七年之法律中，後先採用登記制度，備加重視。但並不出於強迫，故直至一九二五年之不動產法中，其登記之手續規定，雖至簡單，而大多數之不動產，迄未登記也。

己、程序之簡單 不動產登記程序之簡單化，德國及其他中歐諸國，致力甚勤。不過法荷諸國，則不動產之登記手續，非常繁複而拙笨。

此項強迫的登記制度，形成大陸不動產抵押法律之特色。蓋此項博大之記錄，（在德國名曰 Grundbuch）具有兩重緊要性：其一，可以免除費用浩大之權利憑證之調查及權利憑證之保險，此二者在英國尤其在美國制度上，實為最嚴重之負擔也。其二，可以保障抵押權利，以之對付虛偽之陳述，兼可於此中減省不少費用。因此種種便利，遂使歐洲大陸諸邦，發展而成一不動產抵押信用制度。就農村及城市之不動產為首

^(註) Credit Foncier 具有決定 (Purge) 財產權之特別權利。

批抵押，獲致現金，即以金融市場之利率爲計息標準。此舉在立法制度上之異點，半即所以說明何以農村不動產抵押債券信用之在中歐，其發達更較法國爲甚，兼亦所以說明大陸諸邦及美國間，對於首批押款之利率，與其各個相關之金融行市相較，呈顯明的差異也。誠然，在歐洲大陸完成合法手續之全部費用，例如登記，包括首批出押獲得借款等，大抵不致超過借款額百分之一，通常遠較此項比例爲少。而在美國，則契據之作成與保險等，其負擔常數倍於此，結果最後當然由債務人負擔付之責焉。

第二章

歐洲不動產抵押銀行制度中之第三特點，即予歐洲不動產抵押債券具有與美國迥然不同之特殊性。如關於發行不動產抵押債券之管理，以及依據各該機關對貸借雙方所制定政策實施上之統制，或至少加以監督，在在均有規定。按之事實，歐洲大陸之不動產抵押債券，除荷蘭外，祇能由享有特權之機關發行。他如匈牙利，惟具有某項特定標準者，始得發行。揆其用意，厥在經由發行證券以謀不動產放款之流通，並使抵押債權人與不動產債務人，經由官家監督下專門機關之媒介，各自分開。是項媒介機關，發展而成二大方式，即合作性質及公司性質是也。前者濫觴於德，後者導源於法。

最初之媒介銀行為合作方式，於一七六九年由德國斐特立克大帝設立，視為 *Schlesische Landschaft*，蓋似模仿荷蘭早在殖民地單據（註）上所得之經驗而來。所謂 *Landschaft* 者，即一地主協會而以發行債券為目的者也。此項債券，原以各個會員所押之不動產為擔保，而由協會為之相當保證，自一八七二年以還，信用基礎，逐漸由個人的轉變而為集體的。而整個 *Landschaft*，對於各個人之借款，均擔負連帶的及

（註）見 *(Cf. Ed. Wegener, in Schmollers Jahrbuch, Vol. XLIV, 1920)*

各別的責任。結果各個會員之信用，遂由 *Landschaft* 取而代之。因此得以建立一有市面之證券，動員不動產之信用，以供保守的投資階級之惠顧。此類土地協會之會友，原始在普魯士各省及日耳曼北部諸小州，均係強迫地主世家加入。迨入十九世紀後葉，除舊有者與行政機關具有密切聯絡外，更成立所謂 *Neulandschaften* 者，其會員均自動參加，與家境渺不相涉，故小農民亦得組織成會焉。此新的合作方式，仍具公共的功能，包括行政自治及若干司法功能在內，至於會員連帶責任，則改以有限責任及滾存公積代之。

約在十九世紀中葉，不動產債券之發行，復開始呈一新發展。其時有經濟學家兼銀行家波蘭人吳羅斯基氏 (Louis François Wolowski 一八一〇——七六) 倡議就法國採用普魯士方法而刪去 *Landschaft* 之合作涵義，於是一八五二年巴黎遂有準政府管理之合資公司 (*Credit Foncier*) 之設立。揆其主要原因，厥為對負債過重之農人階級，以較低之利息，再予以資金之融通。是故，合作方式之德國組織，乃經由波蘭傳至法國，重新樹立資本主義的不動產抵押銀行，而後復折回德國焉。溯自一八六二年以來，幾多私人擁有之 *Hypothekenbanken* 或 *Pandbriefbanken*，後先成立，其制度係私人擁有但受政府之監督，——按照一八九九年之聯邦法律及一九二三年與一九二六年之修正案——以代法國之私人擁有與準政府管理相混合之制度。自是以還，全歐私立不動產抵押銀行，遂日見發達，而羣奉德國為圭臬。英國於一九二九年方傳入此項方式之機關，蓋已為歐洲殿後之邦矣。瑞士於一九三一年訂定法律，管理境內成立已久不加限制

之不動產抵押銀行，惟荷蘭對於不動產抵押銀行，迄未制有法律管理之，殆為歐洲所僅見之國家也。

法國之『私立』不動產抵押銀行，或其德國『版本』，成為發行不動產抵押債券之本位機關，由法律管理之，而置於政府監督或統制之下。揆其主要範疇，要以融通資金於都市不動產為主。反之，Landesbanken 仍保留純粹德國尤其普魯士式之制度，偏重於農業利益，而仿行之者，僅見之於北歐半島匈牙利及戰前之俄羅斯數處。至其援助大業主之高築債台，遠勝於救濟彼等之減輕負擔，則雖在德國，亦猶不免。彼等蓋幾將高利貸之農田債務轉換較廉借款所謂『不抵押』之信條，完全置諸腦後矣。

Landesbank 之對抗私立不動產抵押銀行，所以呈比較的失敗者，原因不一。而最重要之點，厥惟前者因其合作性所生之拘束是也。誠以信用機關一入債務人之手，而又由官署主持其事，則其功能自不逮彼債權人設置而由商人主持之商號遠甚。今夫放款既限於各個會員，欲求健全之危險分配方式實屬難能。尤以各個會員之職業居處，幾盡相同，苟順自然之趨勢，視各個會員之身份相等，無所軒輊，對於債務人之優劣，放棄甄別權利，則信用之危險，或且更甚。誠然，大凡一地方之信用組合，每有發展成爲一種俱樂部之趨勢。其相互扶助，每勝於相互猜忌指摘，此誠信用開展之基礎也。不特此也，凡一國之農民，對彼之經濟勢力趨向單獨化，不屑與鄰人互助合作者，則 Landesbank 之組合方式，每難奏效。德國此類機關之伴能生存者，全恃遭逢任何巨大困難，輒由政府實力援助所致，眼前即其明證。

誠然，舍農業目的之外，合作社之以發行債券為基礎者，幾證明其全不相宜。當一八七〇年以後十年間，奧俄二國，已就實業機關嘗試發行債券（*Industrie-schaften*）。此項嘗試方式，歐洲大戰之後，業已復活，嘗有撒克遜、芬蘭及匈牙利之機關，繼續發售彼等之債券於國際市場。最近德國亦就 *Stadt-schaften* 加以嘗試，將城鎮之不動產，組織為合作單位。至一般實業，甚或城市內不動產所有人之各個不同利益，以及每一商號信譽與經濟力量之差異，自必從而限制此項組織之範圍及其合作方式，使之不逾越於農業範疇之外。

自 *Landschaft* 之設，專為便利小農及貴族以外之民衆，而後對於抵押信用之基礎，於焉採用別種不同方式之規定。因此不動產抵押銀行發行之信用基礎特質，自非不動產抵押會社所能幾及。蓋以後者資力有限，持較不動產抵押銀行，尤覺相形見絀。在十九、二十世紀，兩遭巨大恐慌，普魯士之農業，相率崩潰，最後繼之以目前之不景氣，使 *Landschaften* 終於淪為政府之附屬機關。反之許多國家之私立不動產抵押銀行，仍能與經濟恐慌之壓迫相搏戰，則以其拓展信用，側重於不同方式之城鎮不動產，對於農田僅佔一部分，而且估值認真，準備充實，此皆恃其比較穩健之政策所致也。歐洲各國，除少數及無足重輕之特例外，不動產債券之發行，咸與德法不動產抵押銀行所發行者相同。雖在德國，今日所有流通市上之不動產債券，（一九三二年約為九十億馬克）其由二十二家 *Landschaften* 發行者，僅不過占全額五分之一耳。

北歐半島及意大利諸國之農村不動產抵押合作社，為私人性質之純粹自動組織。其活動範圍，至為有

限。而在德國，則具有法人身分，等於政府機關。又有一種不具合作性之公共機關，由州市當局設立或間接管轄。彼等專為便利農人而設，可以不動產作押，發行債券或貸借款項，而不以營利為目的。間有一、二，如德國之 *Zentral-Landschaft*，丹麥之中央不動產抵押銀行，以及瑞典國民不動產抵押銀行，均於合作性質之外，別創一格。東歐諸國政府，則從事於創設或補助此等機關之缺乏商業或合作資本者。華沙土地抵押銀行，及保爾加里不動產抵押銀行，均屬是等方式。至匈牙利及他國若干政府經營之銀行，其目的專供內部清算為主。往日奧匈君主國「擁有」各種發行債券之政府機關，不僅以不動產為擔保，舉凡一切「質物」，幾盡可以之發行債券。相沿至今，奧國之不動產抵押銀行，幾完全屬於此類方式。其在德國，嘗有不少之小機關。（例如 *Landesreditkasson*）每於信用極端恐慌之際，或信用破產之後，相率設立，如一八四八年及一八五七年——五九年及一九二三年之後是也。其中最重要者，厥惟 *Deutsche Rentenbank-Kreditanstalt*，成立於通貨膨脹之後。他若中歐東歐之政府信用機關，大抵為農夫服務。如由政府津貼農村不動產抵押銀行，及對彼等發行之債券，加以擔保，皆屬之。誠然，此等情形，不論暫時的或緊急的規定，皆數見不鮮。亦有施行一種津貼方法，對於不能從事國際競爭之農村事業，特予保護者。

要之，各種方式之不動產抵押銀行，其共具之原則，厥為以承押之各宗不動產為擔保，發行債券。合作的及政府資本的機關，均將彼等在土地上之權利，給予持券人以特別擔保。如係政府機關，且更予以公家之保

證。至於荷蘭及一部分比利時、瑞士之銀行，則以該行之全部資產爲擔保，並不限於特種資產，故持券人對某項特種資產，初不能享有第一擔保權利。不過此等情形，原非事事皆然，僅不過公家管理之一種發育未全狀態，正與許多國家開端時相同也。

第三章

歐洲各國，對於享有不動產抵押債券發行權之機關，不論其方式如何，幾悉限制其營業，不使逾矩。最低限度，亦必使之與存款銀行分離，是即歐洲不動產抵押銀行制度之基本狀態。荷蘭亦然，該邦無法律規定，但存款銀行傳統的自動摒斥任何不動產抵押放款而不為，以別於商業信用機關之專經營此宗業務者。大陸多數國家之立法當局，及行政機關，均集中力量於保持不動產抵押銀行與商業銀行相隔離。此等專利機關，通例兼可發行他種債券，如市公債等。但無論在何一國，彼等均負一種義務，即須將由發行不動產抵押債券所得之款，從事投資於某種方式之不動產抵押放款是也。法國之 *Credit Foncier* 特許收受存款，以一百兆法郎為度，此數誠卑不足道。至於德國，尚存有數家所謂『兼營』不動產抵押銀行者，與『純粹』者經營方法互異，蓋另有存款部之設立。但此乃舊時代之殘餘物，當時發行不動產抵押債券之特權，係分配於商業的甚或發行的銀行（尤以巴伐利亞為著）故特責令兼營銀行將兩大部分嚴格劃分也。所奇者，大陸方面之舊觀念，迄今猶多少遺留，即側重保障持券人以抗存款部份；而在英美二國之觀念，則側重保障存款人以抗不動產抵押債券。蓋大陸乃官場態度之本色，以為有管理方式之商業，比較無管理者為穩妥，——歐洲不動

產抵押銀行在立法上及行政管理方面，均力主商業銀行應置身於不動產抵押業務範圍之外。易言之，蓋欲其免蹈利用短期存款從事長期投資之危險，故其資金之供給，乃吸自公衆之儲蓄，而非依賴存款銀行之資源也。

誠然，僅僅使商業銀行與不動產抵押銀行相分離，在其本身初不能即認為穩健政策。彼初不能自動的保障短期存款不使之束縛於長期投資，而商業銀行或許亦將資金投資於不動產抵押債券，甚或不以發行債券之方法，從事於不動產之抵押。就另一方面言，不動產抵押債券之背後保證，僅不過根據於抵押品之價值，而銀行兩大部份之分別經營，初不能即決定其業務之失敗或成功。不過此乃歐洲方面公認之原則，獨戰前之奧地利，則爲例外，但並不多觀。誠以此分別經營之原則，第一厥在發展重要之信用政策本位，不僅限於不動產抵押銀行，實包括整個銀行制度在內。若干國家，最著者如德國等，具有嚴格的傳統觀念，使商業銀行超然於農田抵押投資之外。彼德國及中歐各國之商業銀行，固亦一致貸款與房屋建築，但在放款時，必訂明一俟建築完竣，應移轉至不動產抵押銀行辦理。蓋德國之存款銀行，對於土地發展企業，——所謂 *terrain-companies* ——及投機於未開發之城鎮土地等項放款，迭遭損失，宜其有此規定也。惟此舉比已逐漸放棄，半緣不動產抵押銀行之穩健信用政策，有以致之。至未有此類機關之地，如英格蘭農村區域，直至最近以前，初無不動產抵押銀行，則必須由商業銀行以補其闕。而英國「五大」銀行，對此從未遭受巨大損失，此緣商

業銀行兼營不動產抵押銀行，實爲予存款人以永久危險，亦即對債務人以永遠威脅等情，業由彼邦之特別組織（租賃制度）詳爲解釋，而英國農村對信用之需要，限度非鉅，逐漸發展，故能免於顛覆也。

復次，第二點亦不容輕視。蓋不動產抵押銀行，係由商業銀行分離獨立，爲求劃清此項信用供求之界限計，故驅之集中於少數特殊機關。結果對於此項信用需要之技術的傳統的統制，因之進展。而在整個銀行制度中，則幾多無特殊性之機關，亦皆從事於不動產抵押業務。而此項品性統制之標準，極易被其腐化。顧自前項辦法展開以後，不動產抵押銀行與存款銀行兩種制度，均各日呈穩健，要無待言。抑且進行不怠，始終貫徹，使最後之借款人，獲得比較低利之便利焉。

第三，發行不動產抵押債券之特置機關，及或由別種銀行業務內分離獨立者，均包含有不動產抵押銀行之一種基本規則，即債券之發行額，與不動產之放款數量，必使之相等是也。此乃不動產抵押銀行規程中最重要之章制，各國行政方面，幾無一不努力督促其嚴遵勿渝。法德兩國制度，此等機關，或許可運用非由發行債券所得之款，以之購買政府公債或彼等本身證券，或許在規限度之內，——例如以彼等自己資金之運用爲限——就金融市場從事營運，例如（在德國）商業票據之貼現是也。惟發行債券所得之款，必須根據某項條例，用之於某種方式之不動產抵押放款。（後文當另行討論）結果不動產抵押放款苟已清償，或分期攤還，則流通在外之不動產抵押債券，必爲同樣數量之收回。易言之，不動產抵押債券之流通總額，常與

投資於某種方式之不動產相等。如偶然發生差異，必設法使之平衡。東歐及巴伐利亞之兼營不動產抵押銀行，對彼等之銀行部，亦具有上項同樣章制。此外復規定經理人應保證該部分款項之運用，確與商業或實業銀行完全脫離關係。（註）

發行債券之掩護原則，並適用於市公債之發行。此項公債，均以對市府省府或其他政府之同時期同數量之債權掩護之。揆諸實際，大陸諸邦，凡非合作方式的，私立的，及政府的不動產抵押銀行，往往業務混合，蓋以發行之技術相同，而又依賴同樣之投資羣衆也。要之，無論如何，此掩護之原則，乃資本市場發行紙幣之掩護原則之摹本。包括不動產押款之利息，必須與債券相等或較高，（例如合作的及公共的機關）此外並包括債券之期限，必須與放款之期限一致。至戰前俄國之私立不動產抵押銀行，以及德國之 *Landtschaften*，對於數量之均衡，及資產負債之期限，均自動的與放款符合。通例債務之清償，得使用債券以代現金。雖然，不動產抵押銀行通例，凡放款必以現金償還，因此迫令彼等採用一種相互政策，不僅金額爲然，即在彼等貸借對照表上，到期年限，雙方亦必趨於一致也。法德兩國，對此尤加重視，各由政府監督之，促其實現此項流動性之規定焉。

所謂流動性者，例如對於掩護原則之履行，其中期限一層，並不悉須一律，僅使債券與放款金額相等，及雙方到期日期相同已足。瑞士在一九三〇年聯邦規程頒布之前，嘗有一虛飾欺衆之例證，足資借鑒。蓋其時

二十四郡約有十四家（私人的）合資銀行，經營不動產事業——內有數家嗣後成爲準政府機關——調撥一部分之信用，從而發行比較短期之證券（Kassa-Obligationen），例如定期三年至五年，所有押款期限，亦即以此爲限。平時則以滿意之借貸對照表，飾諸窗牖，使債權人無論對於舊券轉期或更換新券，均無間言。但因押款有數次轉期之必要，而債券或許未必轉期，不免釀成巨大之恐慌。目下瑞士農村負債過巨，約達五十億法郎。其中四十五億均以農田爲擔保，半由此項不健全之不動產信用制度有以致之也。

不動產首批押款，大抵時期極長，蓋農民及都市不動產經營者之需要不動產首批押款，目的在於彼等性質實爲長時期之投資也。農民需要資本以購土地，或以之收買他人繼承部分，或以之改良土地，如排水灌溉等等，處通常經濟進益情形之下，決不能於數年中分期攤償。經營都市不動產亦然，彼借得資本，亦必預計作長時期之使用，使借款期限能與建築之生存年限相等。歐洲各國除一二特例外，首批押款，大抵專供長期目的之用，若正式規定須於短期內還本，則其價值即屬有限。大陸法制，禁止以短期放款爲發行債券之基礎。戰前俄國法律，規定不動產抵押放款期限，最短爲十八年七個月，最長爲六十一年八個月。法國爲十年至七十五年，德國，多瑙河流域諸邦，及近日之瑞士法律，則規定爲十五年至四十年。而各國所發行之債券，其年限

（註）關於管理不動產債券數量，使之相等一事，係由政府委派受託人或會計師，對不動產抵押放款，加以監督，督率銀行隨時設法收回。

當然須與承做之押款期限相同。要而言之，十年期之債券與放款，均被視為最短之年限。大多數之歐洲債券，平均率為二十五年至四十年，鮮有在二十年以下者；而超過平均年限之上者，則比比皆是焉。

債券流動性之別一要點，與城市及農村不動產脫售之難易，具有密切關係。後者銷售力較低，此蓋不僅當然包括信用期限較久，抑且農夫亦少提前悉數清償之可能也。是故政府的及合作的放款機關，對於農村資本之供給，無論何地，均以法律禁止提前催贖借款，同時並禁止給予彼等債權人以要求提前贖回債券之權利。

私立不動產抵押銀行，對此問題，更形複雜。彼等承受之押款，大部分均為城市不動產，彼等之債券，雙方均不能要求提前清贖。但為表示流動性起見，限定所有擔保之資產，皆屬易於脫售。惟年限過長或含有永久性質者，則恐因此轉足妨礙銀行提前收回借款之權利，故往往免除此項規定。誠然，於良好市況下，保障催償借款之權利，乃於銀行及其債權人雙方有益，抑且影響及於債券之銷售性。結果歐洲立法，往往禁止私立不動產抵押銀行永久廢除放回放款之權利，但屬於分期償還性質者，則以廢除為原則。

以上所述，即為發行分期償還或不分期償還債券之原則。大抵從事田地不動產抵押之信用機關，祇須具此簡單原則已足，因此即屬彼等健全政策之綱領，可以強迫債務人至少逐漸緩緩攤還，至其數自總額千分之五〇至千分之十不等。意大利及法國，按照該邦等資本市場慣例，凡不分期拔還之債券，皆廢除此項原

則，結果使借款亦均趨於分期清償之途。至於德國之私立不動產抵押銀行，法律規定至少半數之農業貸款，——此項放款除二大機關外，其他占額無多，——必須爲分期償還方式。

中歐諸國，最著者如德國，其私立不動產抵押銀行之發行，均二者兼顧。向彼等借款之願主，大都爲都市不動產之經營者。彼等或無意久作主人，彼等借款購產後，或將守待良機，重行脫手。此等主顧，對於分期清償辦法，殆漠然無動於中。又如法國施行之一種複雜制度，逐年撥存基金，以供清償，在彼視之，更以爲妨礙逾於便利矣。不特此也，彼等並恐值金利率上騰之際，有出高利率借新債之必要也。至機關本身，或許切望得有早日清償之機會，此舉在分期拔還或提存基金以供清償之借款，則法律對之，原爲例外。然就別一方面言，根據機關之流動性觀察，則或引起旁人之反面爭論也。又按分期償還辦法，多少可摒投機者於借款人之列，俾流通在外之債券，根據基金之遞增，暨債券之買回，逐步增高其價值。而在法國制度下，統制經由某種攤還程序之一般債務規程中，對於債務之品質，債權之安全，以及整個結構之平穩等等，尤三復致意焉。至德國私立不動產抵押銀行之政策，則可別爲二類。如巴伐利亞等，尤以保守著聞，則獎勵分期清償辦法。其餘大多數則歡迎不分期攤還方式，但比已逐漸重行考慮彼等之政策，此殆因金融界從事大規模之投機，備受痛苦，有以啓示之也。今日者，德國私立不動產抵押銀行放款中，具有相當分期償付條款者，約占總額之半，而戰前則祇三分之一耳。

第四章

不動產抵押債券及其所設機關之本旨，原謀以低利之資金，供給農業及住宅之用，或以之替代高利之負債與昂貴之資金，故特集中首批押款於此項條件之下，所以予債權人以「十足」之安全。原夫債權人之安全，繫於低廉的資金條款及限制負債之健全政策，而最後亦要當以債權人之立場爲優先之考慮。易言之，其政策固無往而不相同也。至安全之基礎，初非建立於任何官樣的流動性規約之上。即彼最完美者，最後亦惟不動產押款之信用基礎是賴。此非僅僅債券與押款間吻合一致而已，必也憑藉押款之「真」價值，而後可以決定其信用及發行機關之聲價。彼法律及實際政策，往往運用許多不同之方法以資應付，此不動產抵押銀行之一重要問題也。

A、各國法律，均規定一種最低限度之「保證資本」，用以保障投資者之利益，抑且藉以防止不適當之信用擴張。在德國，不動產債券數量，不能超過各家私立不動產抵押銀行資本（包括公開準備金在內）之二十倍。如係兼營不動產抵押銀行，則其比例甚或在一與十五之下。不過此等機關，均得另行發行市公債，以八倍於其資本爲度。惟 *Rentenbank Kreditanstalt*，祇能發行六倍於資本之數，且須按全部發行額另籌

百分之五之特別債券準備金。至德國一般土地會社，對於分期清償之債券，均積存有最低限度之保證金，並使其會員更負若干金額之責任。其在丹麥，除按債券額提存百分之二之準備金外，所有土地信用會社之會員，對於發行之債券，凡參加價金分配者，皆須各別及連帶負責。法國則規定最低限度之資本，須為債券發行額百分之五。丹麥規定債券發行，以資本之六倍為限。挪威之農業銀行亦然，惟挪威之王家不動產抵押銀行，則為設立基金之八倍。意大利土地信用銀行及瑞典城市不動產抵押機關，同為準備金之十五倍。瑞士（自一九三一年起）則為股本公積之二十倍。其餘法律未加明白規定者，如瑞典帝國不動產抵押銀行，其債券發行額，通例不超過實繳資本之十五倍至二十倍。荷蘭則為實繳資本之二十二倍。至於明文規定諸國，例如德意志，其實際發行額，平均祇合資本之十二倍，遠在法律規定限度之下焉。

B、此項限制之重要性，未易估計，良以其條文非失之過寬，即失之太嚴。前者視同具文，後者阻礙通常營業之發展。就其最有利者言之，此種條例，不過追認現行慣例。揆之事實，除僅規定一最低限度之流動準備金外，對於準備金之是否確實投資於流動之途，未嘗過問。法德兩國，規定保證資本之半數，應為政府公債或同樣證券，或為現金。其餘一半，往往投資於放款。要之此項規定，除使其資金備具流動性外，尚有一種重要副作用，至為顯明，蓋所以限制從事不動產抵押債券業者之家數，俾可將資力較弱者，摒諸門外焉。

無論如何，信用之擔保，必須建築於受押不動產之上，遠勝建築於增加準備金之上也。各國之法律及慣

例，關於財產評價及所予之信用額，均定有一健全之比例。大抵城市不動產之抵押折扣，當爲五折（法）至六折（丹麥、德）有時如比利時，亦有高遠評價額百分之六六·六六者。至於農田，大都限於三折至四折。惟挪威反其道而行之，對城市土地爲四折，農田則爲六折。而德國土地機關，自由受押，達評價額百分之六六·六六者，亦數數觀之。此項規定，顯屬重要，正與商業銀行承做證券貨物放款，定有限度相同。但一切均根據於受押財產之價值而來，評價一舉，對於有市價之證券商品，其手續比較簡單，如爲不動產，對於每一單位之地，往往視爲一個別商品，其評定之困難，殆夫人而知之。結果，所有規定之信用限額，往往於無形中爲之提高，否則惟有於評價時採取保守政策耳。

C. 關於評價之條例，無論對農村或都市不動產，在實施上均感極大困難。各國法律，因此均無制定，間有數國，則插入一二空洞條文。例如德國私立不動產抵押銀行，不准將產業評價超過「賣價」之外。顧因此使不少案件，發生一公開問題，即「賣價」究作何解是也。要之管理或監督方面，對此事幾無不遭受許多困難。是故評價一舉，實爲不動產抵押銀行政策中之一最艱奧問題，尤以農村土地爲甚。法國及中歐諸邦，包括奧匈在內，對於農村不動產之評價，久已依據 *Kataster* 爲準則。*Kataster* 者，即土地及其收益之登記冊，用以評定土地稅者也。法國於一七九〇年，始採用地冊調查法，制定一簡便手續，爲價值之準繩。但此乃估量一種比較穩定之市價、生產及收益而已，此外其資料即陳腐不適於用。其實 *Kataster* 之使用，以拘泥條文之

公吏，代經驗豐富評判員之職，造成評定地價之不健全基礎。故時至今日，各處幾已完全廢除之矣。固然，就農田作未來收益之評價，處現代情形之下，確為一艱苦工作。對於評定一未來售價之標準亦然。各國對於農田價值之評定，均嘗試將若干因素，彙合一起，如估計之售價，確切淨收益（租金）之投資數目，或預定收益對於投資之百分比，（通常農田投資為百分之二至三）等等，或則就每段土地，就其坐落特質，分別評估。若千古國，對於先期之評價或負債，在許多案件上，往往認為原始基礎，俾得由此着手解決焉。

於此又有一問題，即首批押款之數目規定，以萬一沒收時所確能收回之數為限。結果土地房屋產業之價值，均經評定，但並非整個農田單位之價值。故評價員對於當地不動產，必須具有經驗及專門學識，庶可評定一實在價值。如期限較長，則放款機關自必更出之審慎。此項包括於農村不動產評價內之種種困難，使不動產抵押銀行對於農村放款範圍，益趨狹隘。大多數大陸國家之不動產抵押信用機關，僅堪供應中大兩等農田單位之需要。惟北歐半島、意大利及保加利亞等，則以政府直接或間接之津貼為根據。（註）但縱係大農田單位，在過去三十年中，不動產抵押銀行對於放款，大都經由享受津貼之政府機關之合作，或經由官廳之其他保障。即就英國論，自一九二八年頒布農村復興法以來，所有農村放款，亦大都依賴英蘭銀行或其他

（註）雖在二十英畝以下之單位甚多諸國（如捷克、匈牙利等）此等「小農」所負之債務，亦大都屬於私人債權人及稅務當局。

公家之補助焉。

因農田評價之困難，及承押機關所擔之風險，遂使純粹營業性質之發行不動產抵押債券者，幾集中於都市不動產，以其評價問題較易解決也。城市建築物及土地，對於市價及評價性質之租賃價值，常處於通常情形之下，但謬誤之危險，仍屬難免，尤以長期貸款為最。不過保守性之評價與保守性之折扣，當可避免或減輕此項危險耳。據歐洲不動產抵押銀行之經驗所昭示，凡城市不動產評價之一問題，無論在發展或靜止之城市中，均非無法解決。雖然，政府之規章，苟越出此項售價或投資之收益價值，皆難實行，抑且亦無責令遵行之者。任何規章，不能更易評價員之判決，此蓋有一定公式，評價員得毅然決定未來之市價或租金，及彼等投資之利率。惟德國習慣，如有官廳評價員者，得以其評價供作比較基礎，此舉頗有用處，但並不負遵守之義務耳。（註）

固矣，評判之罪誤，有時甚或發生虛偽之陳述，自屬難免。在俄國及奧匈帝政時代，當一八七三年至一八八四年之衰落時期，即為不動產抵押銀行崩潰及清理時代。彼等雖有準政府管理之評價方法，但卒蒙都市不動產估價過高之影響，損失甚鉅。中歐諸國，亦嘗遭遇同樣困難，惟程度較淺耳。德國在一八九〇年以後十年中，不動產抵押銀行如雨後春筍，發達已極。據一八八九年舉行之無偏的科學方法之調查，發現幾多不動產抵押銀行，利用房屋所保火險之價值，作為評價基礎，於是般投機性之建築業，遂利用此點，將彼等房產，

逾額保險，以爲借款之標準。結果在一九〇〇——一九〇一年間，四大公司包括十二家之不動產抵押機關在內，均告崩潰。同時他邦亦不乏同樣遭遇。誠然，一國貨幣本位，如遇膨脹或重行定價時，自不免使評價蒙受影響。故自歐戰以還，較前尤感困難。因之歐洲私立不動產抵押銀行，相率採用保守的評價標準，用是對於目下之經濟恐慌，尙能爲相當之抵抗焉。

D、關於施行評價政策毫無實效一事，立法家不論對之是否注意，彼等往往將意圖減輕不動產抵押之危險之附屬規章，以之補充或替代之。除首批押款外，其餘各國，概予摒斥。若干種之產業，亦同樣予以全部或一部份之排斥。例如在法國，凡礦田、戲院，不得供發行債券之基礎。森林及葡萄園，則制有一定之限度。德國私立不動產抵押銀行，不准以彼等半數以上之資本，投放於未發展之地產或正在建築中之房屋。以上二事，立法家由經驗上獲知某種不動產之經營，較其他更具『投機性』，而避免危險之信用機構標準，亦比較爲差。法國立法，及德國私立不動產抵押銀行慣例，均堅持一原則，卽放款以不動產之有超過借款全年利息之收益者爲限是也。

限制信用數量之外，關於借款人之職業，無論整個或各別，亦均須加以甄別。德國於一九〇六年，施行個別負債制限辦法，但無成效。又不動產抵押銀行，嘗被告誡應統制借款之用途，土地機關亦被勸導，凡借款與

農民，應以用於生產目的者爲限，並設法避免以首批押款供借貸營運資本之擔保。因首批押款，例爲長期性質也。德國之私立不動產抵押銀行，對此缺乏鑒別力，故往往爲世詬病。

除少數特例外，各國對於不動產抵押銀行，均未有實施鑒別信用統制者。不問彼等是否嚴密遵守評價及放款之統一規則，不問彼等是否及如何行使彼等之獨裁權，悉視其管理如何而定。誠然，政府的及準公立的機關，當然傾向於官廳之指揮，而完全私立方式（自動的）之合作社，如北歐諸國及芬蘭等，許多小規模之土地機關亦然。特雖在私立不動產抵押銀行中，不論彼等如法國之享有專利權，或互相競爭，或如德國之「純粹」不動產抵押銀行制度，或如匈牙利之「兼營」制度，皆不能離開官廳之統一標準。所不同者，在各個機關間，各視彼等之管理技能，而呈差異耳。

就整個而論，甄別的統制，即除評價政策以外，在歐洲不動產銀行中，僅居次要地位。法律（或各行章程）往往准許銀行遇不動產管理顯呈失當或宣告破產時，均得催贖借款，惟後者時機已屬過遲耳。若干國家，予銀行以特權，凡逾期不償之借款，均得立時對債務人爲執行之請求（簡易程序）然亦同樣無甚意義也。

E、原夫信用標準之選擇，乃管理方面之事，亦即管理方面最重要之職責，初非任何正式規程，可以取誠實聰明之評判與專門之學識而代之。關於評價及流動性等種種正式條例，祇能供作通常標準及特別告誡之用。彼立法者制定此項條例，再三囑令遵守者，原欲藉之創造一持久不懈之信用標準耳。然因此引起一問

題，即對於經理之選擇及內部管理標準之釐訂，是否可以詳為規定，俾可間接的保證其嚴守信用政策之健全規則也。

在歐洲不動產抵押銀行，共有六七種之管理方式，互相角逐。一為具有自治選舉制度，及遇事在大會投票表決之小合作社（如丹麥）是為非職業的方式。一為由自治總會或永久委員會節制，多少含有官治意味，及具有一種慘澹經營之分權監督制度，如德國之 *Landschaften* 是也。一為政府機關從事商店式經營，而由官方節制（如瑞士之州郡銀行以及若干之德國土地銀行）或為嚴密的公共團體，制定詳章，排斥自由發起設立者。一為私立（股份組織）機關之純粹私人商業管理者（如匈牙利、荷蘭以及瑞士之一部）一為商業式管理，而由政府監督者（如德國之私立機關）以及如法國之準商業式管理而由政府指派主持人物者。末後二種方式，成效尤著。法國 *Credit Foncier* 之組織，悉以法蘭西銀行為藍本。後者享有紙幣發行權，而前者享有不動產抵押債券發行權。（兼及北非洲法屬各地）二行各置一監理官，由政府指派，為管理部之領袖，但一切放款，必須經由股東選任之董事會核准。法國制度，係將發行銀行之管理經驗，應用於不動產抵押銀行，益之以受官方節制之商業管理標準，故行之頗收成效，但不適應於一種競爭制度耳。德國對於各個私立不動產抵押銀行之監督，僅由政府受託人敦促其遵守條例而止，至於一切業務之裁決，悉讓之於股東選任之商業方式之管理部。

鑒別家對上述種種特點，或且視爲具文，迨至實施之際，彼或易於從相同之組織方式中，指出差異之點，及從差異之組織方式中，指出相同之點。而主持人物之重要，遠過於制度，要亦不容否認。不過無論如何，每一種方式中，亦自有其純粹之組織精神。而條文中之『理想』方式，實有賴於一國社會與政治之後盾。亦有官方傳統的缺乏完美標準，亦有私立管理制度不爲人所信任者。就整個而言，純粹的或大部份的官治，似便於債券之推銷，此觀於其發行業務之穩定，殆無足異。特是官治對於合併危險於信用政策之內一點，顯然較遜於私人企業之管理。此外尙有特種人員如德國 *Landschaften* 之『顧問』暨瑞士之不動產抵押債券特別稽核員，均由政府指派，用以監督評價者，皆不足證明其能保障信用擴張之不浪費也。

F、處任何管理制度之下，關於內部管理之政府監督，大抵限於條文內規定事項，旁及會計及公布規則等。幾多著作家評議政府之統制不動產抵押銀行，往往漏列此點，孰知其殊屬不容輕視也。一九〇五年，荷蘭——商業道德最高之國家——不動產抵押銀行二家，曾發現有挪用巨款等刑事案件，可見公衆監督，亦自有其優點與必要也。德國之聯邦不動產抵押銀行法，爲許多國家奉爲圭臬者，曾堅執採用正確完備之會計，俾可防止不盡不實之記載，因萬一發現此等情事，對於持券人及股東，均蒙有重大之不利也。(註一)

政府之監督，或爲持續性，每家指派一永久之受託人，執行職權，如德國之私立不動產抵押銀行是；或爲隨時稽核性，如丹麥之土地會社是。不過前者當然不適於小範圍之機關耳。奧地利於一八七四年法律中，採

用正式監督管理制度，由每家之持券人組織之。要之監督之主要功能，厥在確定該行能遵守法律規定，而調驗一切簿據記錄，亦為重要職權之一焉。(註二)

關於保障正確之會計，與公布完全之貸借對照表，實為不動產抵押機關創造一健全信用慣習之要圖。此點縱使如近頃之瑞士，於條文內規定應刊布詳細之貸借對照表，初未能即認為十分滿意。良以其評價方法，甚或并其推銷政策，往往並不通知持券人與股東也。此點在政府機關，亦復如是。雖然，公布一事，交由經營完善之金融報紙每期刊載若干次，例如在歐洲各國，為統制計，嘗勒令不動產抵押銀行公告其財政狀況，俾得趨於穩健經營之途。循此更求發展，要不失為增加投資人安全之重要原素也。

G、最後，但非最微一事，即不動產抵押銀行信用政策之有效的統制方法，可於信託證券之規定中求之。歐洲各國之不動產抵押債券，或被指為不合頭等資格之證券，或由官方根據某種標準，認為頭等證券。此項第二種方式之規定，在德奧二國，影響於評價及信用政策甚大。德國各州，均有權就一般不動產抵押債券中，

(註一) 不動產抵押銀行因發行及買回債券而發生之加水去水問題，在會計上或許引起技術的困難。見 *Cl. Anton Weinberger, Agio und Disagio der Pfandbriefe in der Bilanz der deutschen Hypothekbankbank (Stuttgart and Berlin, 1913)*

(註二) 反之，不動產抵押銀行，必須將關於不動產抵押債券及其擔保品之一切變動，通知受託人。見 *J. T. Madden & N. Nadler, Foreign Securities (New York: Ronald Press Co., 1913), P. 383*

決定揀選者堪爲信託證券。尤以自一九〇〇年恐慌以來，此項裁決權，有助於私立銀行間嚴密遵守評價標準者至宏，且可約束同業間之競爭，因往往爲圖獲得最優之資產起見，不惜競出不正當之高價與提高折扣也。當一九〇〇年至一九二〇年間，（通貨膨脹之前）爲德國不動產抵押債券市場比較穩定時期，其時不動產抵押銀行之家數及其政策，均較健全，大抵由政府行使甄別信託證券之裁決權，有以致之。此項間接的統制方法，殊屬重要，因其影響及於私人資財暨儲蓄銀行與公私保險機關巨大資金之投放也。抑且獲得政府之青睞，於債券之行銷上，亦有不少便利焉。

在法國、比利時以及北歐、臘丁諸國，一應不動產抵押債券，均可選作信託證券，但均未採用德國之甄別政策，故其儲蓄銀行及類似機關，均將全部資金投放於政府債券。他如法意二國，在私人產業方面，對於信託證券之甄別，讓諸『家庭局（Family Council）』及受託人，或監理局主持之。政府對於較優或欠佳之不動產抵押機關所發行之債券，初不加以甄別，此在法國原屬可能，良以其有惟一專利權之機關存在也。（註

荷蘭之不動產抵押銀行，初不受政府節制，而儲蓄銀行投資，亦復毫無拘束。自儲蓄業務發達以還，而後對於前者乃產生一種極堪注目之監督方式。彼邦之郵政儲金銀行，時有刊物發行，內載該行認爲可以投資之不動產抵押債券。曾有一時六十家之荷蘭不動產抵押機關中，有八家享有此種利益。其資格之取得，厥惟

經營在十年以上，貸款均在國內，發行債券至少有一千萬荷幣，及提存之債券發行準備金，至少占發行額百分之十是也。結果，入選與不入選之債券，在市場上顯生軒輊，無形中迫令各行趨向迎合郵政儲金銀行之政策，暨其投資要件，從而提高本身之經營標準焉。（註二）

（註一） 見 Cf. E. W. Goldschmidt, *Kapital-Politik*, Berlin, 1933, P. P. 98-146.

（註二） 見 Cf. C. Eisfeld, *Das niederländische Bankwesen*, Vol. I, Haag, 1916.

第五章

不動產抵押銀行在過去三十年間，得呈比較安定者，其要素果何在？將謂政府管理完善歟，則揆之幾多重大事件，對於信用政策健全標準之保障，不特條例未見完備，抑且保障亦屬有限。惟各國經由政府監督之私人機關，大多數均經營有年，中間初未蒙通貨膨脹之影響，仍能連續給付股利，以及始終處於有償付能力之地位。雖處極端不景氣之時，其債券價格，亦比較穩定，放款本息之損失，亦屬無多，此則確爲事實耳。是故信用政策管理一層，對於此項機關，殆屬無關緊要。彼等在實際上，往往較量準備，及權衡承做之放款，以限制債券之發行，其嚴密殆較條文上之規定尤有過之。彼等之限制放款，小心翼翼，亦勝於法律上之規定，故其放款折扣，常在法律特許制度之下焉。

要之，政府之干涉不動產抵押銀行，計有五大效果。其他細節，不遑枚舉。予銀行以威望及安全之表現，一也。此層凡政府之管理及監督，皆優爲之，尤以在一般國家對中等階級具有官治的傳統觀念者爲最。保障銀行，避免詐欺甚或內部之重大疏忽，二也。使商業銀行與不動產抵押銀行分道揚鑣，以謀持券人安全與債務人之寧靜，三也。扶掖、創造及實施健全的信用標準與推銷政策，四也。集中不動產抵押銀行，使該一部分之資

本市場，獲得比較穩定的發展，五也。

若干國家政府，凡對不動產抵押銀行不加管理者，則其發展或甚迂緩，如一九二八年以前之英國，因特殊原因，竟毫無發展是也。或則如荷蘭、美利堅以及近頃以前之瑞士，發展奇速，因之滋生無數之小機關。他如匈牙利，對於不動產抵押債券之發行，置於政府統制之下，惟銀行所受之監督，比較自由，是以機關林立。惟在歐洲各處，此項機關，邇來大都傾向集中，其家數或即此而止，或漸形減退，而流通之全部債券，亦逐漸為比較少數之機關所發行。此等生存之銀行，咸趨於建立一堅實之團體（連鎖）或接受『中央』機關之領導。又在若干國家，法律規定僅許設立一單獨之專利機關，茲略舉數例，以明一般的趨勢。

法國以及少數國家（西班牙、保加利亞、巨哥斯拉夫以及愛斯巴尼亞）均各祇有一專利機關。法國之 *Credit Foncier*，自一八七〇年以來，即無任何法律賦與之專利權，但其所占司法上之優益與其聲望，及經濟力量之充實，在在足使他人無法與之競爭。奧地利自一八七三年發生恐慌以後，迄於一九一〇年止，始終無一新不動產抵押銀行之設立。而德國自一九〇一年以來亦然。意大利之不動產抵押債券發行業務，集中於四家機關。瑞士自一九三一年以來，操於新設立之中央不動產抵押銀行二家之手。（註）普魯士土地會社所發行之一切債券，均由一單獨機關所謂中央土地會社者管理之。此外四十家之 *Landesbanken*，亦由一同樣之中央機關為之運轉。自一九二五年以還，幾多新農村不動產抵押債券，均由 *Rentenbank-Krie-*

di-tanstalt 所發行，彼在實際上之工作，殆居該範圍內之超中心地位。近頃（一九三四年夏季）Landeschaften 之家數，因經由合理化及合併，漸呈減少。至北歐諸國之農村不動產抵押銀行，大抵按「連鎖」會員制度組織之，各有一中央不動產抵押銀行爲之領袖。德國之私立不動產抵押銀行，相率合併，成爲四家 Interessen-Gemeinschaften。對盈餘則勻分，對發行則合作。此項準託辣斯中最大一家，其發行數量占全部不動產抵押債券流通類五分之一以上。英國近年（一九二九年）開始設立一公款補助之農業不動產抵押公司，亦無競爭者與之對峙。甚至英國之建築協會，——乃英國都市不動產抵押銀行之替身，供應中等階級以建造住宅之資金者，——亦呈創造較大單位之傾向。此等集中化之趨勢，無論公私機關，均受同樣影響。揆厥原因，正復甚多。而較大之單位，與較小之單位相衡，在在可占許多便利。此蓋亦與保險業相同，不適於小規模之經營耳。

一、與保險業情形相同者，第一，厥惟不動產抵押銀行之危險分配狀態。蓋大規模之組織，可使危險分散於許多方面，此爲小單位所萬難辦到者。誠然，擁有五百兆法郎之資本，如法國 Credit Foncier，或擁有三百兆馬克之資本，如德國最大之私立不動產抵押銀行團 Gemeinschaftsgruppe 者，欲其負擔若干損失，誠較美國式之小單位爲易。良以放款戶數愈多，危險愈形分散也。核計法國單獨一家放出之款，達一百八十億法郎，德國領袖銀團放出之款，達二千億馬克。其數既巨，偶遭些許損失，打銷殊覺易。而舊日之一般小單位，

一、遇損失，當然別無『補償』之可能也。

二、不特此也，銀行之大小，在危險分配政策上，實爲一重要原素。因放款之地域的及職業的分配，悉繫於是。西歐小國之銀行，以全部發行債券所得之款，出貸其一部分於國外。瑞士私立機關之於放款，國內外並行不悖。（在目下恐慌之前）荷蘭比利時更有一種特殊機關，以外國不動產抵押品爲基礎，從而發行債券。法國則別有一特殊之不動產抵押銀行，專放款於 Martinique, Reunion 等處之糖業。但在一應較大之國家，其經營範圍，均限於國境之內。要之無論如何，亦惟較大之機關，始克從事於地域分散的放款，實現健全的危险分配政策。彼德國、瑞士、意大利、北歐諸國，當地政府的及合作的機關，其弱點之一，即在缺乏地域的危险分散。彼等往往投資於狹隘的當地範圍之內，一遇自己境內不動產收入有重大變更時，即無從覓取補償機會矣。

三、復次，危險分散問題，對於職業方面，其情形亦正相同。地域的分散，祇適用於大規模之單位。其間往往包含各種不同用途之借款。若放款限於一區，則農產品之種類既同，設遭變化，即須負擔整個危險。彼限於某

（註） 實際比利時剩有發行機關三家，捷克則爲四家。甚至如何牙利，尙有許多私立不動產抵押銀行存在。（外加公立機關三家）而國外市場推銷債券之任務，則由六家領袖機關共同組織之，互相擔保各家發行之債券焉。見 *Cr. Institutions of International Finance, Bulletin No. 28 (New York, September, 1929) P. 38*

一都市地帶者亦然。蓋都市地價之決定往往依賴於某一種實業之進展或衰落。如是該種實業一有變動，即難卸避風險。要之，財政的單位愈大，愈有力，量可以按段聘請專家，各就其地之特殊方式，審慎從事焉。

四、各戶放款情形，在危險分配上，亦略有影響。歐洲各地之放款政策，比來均呈從事較小放款之趨勢。德國平均每戶自一萬馬克至六萬馬克。特此項統計，至少對於都市不動產，完全不能援用。同一債務人，或許掌握若干段之地產，而在統計上，每筆數字，均認為一各別的放款單位。銀行放款之力量愈充實，則對穩批不動產交易通融資金之危險愈少。同時對於較大數目之放款，其與人競爭之地位，亦自較強也。

五、以言營業費用，亦利於較大之單位。原夫不動產抵押銀行繳用浩大，關於每一經營單位或每一運用資本單位之費用，皆得因經營範圍之擴展而隨之遞減。是故各個不動產抵押銀行達到相當程度時，往往積極擴充營業，超越於其容量之外。此外如發行機關付與經銷人之手續費，亦正與發行數量之多寡，成一反比例。

六、長期不動產放款，尤以農村為最，必須以分期攤還為基礎，俾可避免債務人因必須償付整筆巨數而引起之危險。上文亦已討論及之矣。故為債權人及債務人雙方利益計，分期償付之借款，實屬優益多多。然在小規模之信用機關，對於債務人按期付還之些許款項，誠難為經濟的運用。故「機關必須宏大，組織管理與之相稱，而後方能將按期各戶付還之款，集腋成裘，以供有利的投資之用也。」（註）

七、大規模之銀行單位，對於債券之推銷，顯然亦占許多便利。亦惟巨額之發行，始克在證券交易所開拍。彼小額之發行，祇限於當地人士之顧問。而買賣價格之爭持，亦惟數額巨者，其差異之範圍轉趨狹隘。不論債券在證券交易所中出售，或在門市發賣，不論不動產抵押銀行本身從事發行，或如英國之由承募銀團，及如德國之由各銀行代為經紀，要之處現代市場情勢之下，巨額之發行，往往較小額者易獲良好成績也。就整個言，不動產抵押債券，原供直接（門市）售與羣衆。此項批發機關，在歐洲大陸，大都由商業銀行之分行分任其勞。德國私立不動產抵押銀行之集中，即因此得與一般商業銀行密切合作。一方面介紹債券於證券交易所，一方面即在門市發售。僅德意志銀行一家，用以充作準備之不動產抵押債券，占全國債券發行總額百分之十二，亦即 *Genossenschaftsgruppe* 發行債券之主要出路也。大規模之機關，同時因其資本公積之雄厚，（此二者並有助於債券之推銷）以及債券方式之統一，使羣衆益堅其信仰焉。

八、更就推銷立場上觀之，大規模之經營，亦復具有重大便利。在過去三十年中，若德國，以及中歐幾多國家，關於不動產債券淨得合息，與同樣方式之政府債券，大致相同，間或稍低。按此項不動產債券，大都並無政府任何擔保，而竟能獲斯成績者，其理由之一，厥在發行機關之政策，常利用彼等之公積及其他資金，就公開市場活動，以穩定彼等債券之市價是也。彼等於必要時，不惜重行購入巨數本身債券，俾得調整市價。柏林交

易所中之不動產抵押債券市價，往往穩定多月之久，（歐戰以前）而他種債券，在同時期內，則免起鵬落，變動至劇。誠然，關於利率升降之趨勢，當然不能為永久之抗拒，但中等階級之投資家，大都被此項市價比較安定之投資所吸引以去矣。不動產抵押債券之在歐洲大陸，蓋已博得投資聲價，以其買賣便利，而又具有不動產及儲蓄存款之安穩特質也。然此亦惟大規模之機關，恃其雄厚資源，對其流通在外之債券，從事長時間之市價調節，以及邀同其他金融機關，共同合作，予以維護，方克臻此耳。（註）

九、大公司恃其資金及信用，更具有競爭上之便利，因可制定一穩固之股利政策，加惠股東，此又非小公司所能企及。同時其股份價格，因自身收買作用之結果，亦比較安定，由是得提高其債票之信用，而新股本之吸收，因此亦比較為易矣。

十、最後，凡機關之大小，對於其信用政策，尤以發行債券之策略，所關殊巨。小規模之公司，苟欲操奇計贏，勢必從事於放款之競爭。此項競爭，於信用之價格，初無影響，但甚易使該項產業之逾額評價，以及濫放折扣等情事，勢所難免。反之，小公司不易經年累月，抑制發行，守待善價，效法大公司之所為。不特此也，大公司可於長時期內，默察市場情形，因時制宜，以決定其放款及發行政策。是故組織完善之大規模不動產抵押銀行，不易遭遇如德國一般小銀行所遭之困難。（一九〇〇年）良以後者發行債券，往往須加上獎金及借助他項「吸引」工具，所費不貲。如荷蘭若干小公司，儘多此例，蓋非如此不足保證其發行之成功也。大凡公司開設

年代愈久，放款利息之收入愈穩定，則其所需招徠工夫自必較少，而其債券轉易得市場之歡迎也。

因有穩固數量之放款，及管理費用低微之故，較大之私立不動產抵押銀行，成立於數十年以前者，幾可於每一營業年度之始，坐享贏利。——此乃形容此等公司信用政策之穩固，而新公司之難與抗衡，亦於此可見。許多國家之政府管理，均係直接的及間接的有助於此項「自然」的集中趨勢。關於拒絕給予新公司以債券發行權，便利老公司之債券集中推銷，制定發行債券之最低額及所需之資本，以及決定各家發行之債券，視為信託證券，凡此種種政策，均係向同一方面推進，是誠為不動產抵押銀行之特色。就現代信用市場經歷所呈示之趨勢，所予持券人及不動產之發展，較為健全便利。此種趨勢，各國自戰後通貨膨脹以來，日漸擴大。甚或進而求助於外國資本市場，以代昔日之局促於國內矣。

此種趨勢，殆將如法國之以專利為歸宿歟？歐洲政治社會學者，久已主張不動產抵押銀行國家化。法國之例證，似即表示於此種傾向及議論中，以為大單位所具之「自然」利益，足使單位愈形恢宏，此舉殆不乏德惠力量。彼不動產抵押銀行管理上之具有計畫的大宗的官治性，以及大規模經營之省費利益，與乎大單位間競爭之限制，在在足以表示此種信用方式行且組成享有專利權之某種形式之公用事業。觀於大部分之農村不動產抵押銀行，業已轉為公共信用之一部，或由納稅人任其費用，其事殆更可信矣。

雖然，上述法國之例，其重要性亦至有限。Crédit Foncier 所發行之不動產債券，充其量不過七十億法郎。其中四十億，係以都市地產大部分位於巴黎者為擔保。以法國不動產事業發展之迂緩，而其信用習慣又絕端保守，故雖以缺乏競爭心及其施於不動產抵押銀行之政策不免含有危險，而濫行放款及其他不健全之設施，甚易避免。特在他國，關於限制同業間之競爭一舉，在保障健全的信用設施上，殊屬重要。誠然，此所謂發展之自然原素者，初非意指趨向專利一途而言，不過——亦與歐洲之存款銀行相同——指其傾向於限制競爭機關之家數耳。在不動產抵押範圍內，若僅有單獨一家之專利機關，或將引起閉戶造車之危險。此外或則喪失其信用供給泉源之價值，或且淪為特許階級之津貼組合。私立機關，具利用私人資本之便利，而專利機關，則使用公款，漫不經心，或則任意獨斷，拂逆市況，不免以納稅人之金錢為孤注。是故專利之利弊如何，要視各國政治情形如何而定。同時不動產抵押銀行在有限制的家數中互相競爭，實為有效的管理方法。以其可避免或減少雙方之危險，兼可避免如法國之利用銀行資金從事於單獨一處或極少數地方之危險。良以競爭一起，根據經驗所得，往往適之數番皮穿資金於較大之區域也。

第六章

美國之不動產抵押銀行，不受政府節制，失敗時聞，而不動產債券之合息，雖在景氣時代，亦較上等債券高出百分之五十。反之歐洲之不動產抵押銀行，適與之成一反比例。自一八八〇年以來，歐洲不動產債券，業在市場上卓然樹立，流通甚廣。而其合息，殆與政府長期債券相伯仲。（註）結果，不動產所有人，乃獲得低廉資本之惠。更以其他幾多放款機關，（如儲蓄銀行、保險公司、私人資本家等等）動輒與之競爭，以資金直接投放於不動產，使利率愈趨愈下。特此舉不動產抵押銀行，亦須間接負相當責任。蓋彼等既樂於擴充放款，遂使其他放款機關，亦認不動產放款性質比較流動。除從事不動產抵押信用之確切動員外，不動產抵押銀行之終日營營，實為動員之得力勁旅。因此吸引至不動產之資本，超過於彼等自己放款之外。誠然，放款人間之相互競爭，當能自動的調節借款利率。更有進者，在若干國家，立法者強迫銀行限制彼等本身之贏利，將一部分或全部分由低利債券所得之利益，給予最後之債務人。例如 *Credit Foncier* 之放款利率，不能超過其債券利率三釐以上是也。

（註）見 *Cl. J. I. Cohen, The Mortgage Bank (London 1931), Chap. V.*

因放款人間發生此等同樣之競爭，遂令萊茵河及阿爾普斯山以東之大部分農田，均負過巨之債務。獨其間不動產抵押銀行所蒙之損失，每較其他放款機關爲少。緣彼等之放款，往往揀取債務人資產中之最佳者以去也。顧雖如是，大陸式之不動產抵押銀行，無論爲德爲法，均尙非理想制度。尤以德國及東歐諸邦，幾多小機關之政策，對於使用信用，均缺乏鑒別標準。不特濫許農村一借再借，抑且永久許其轉期。又如德國、波蘭、匈牙利等處大規模之農場，往往以不動產抵押借款，爲獲取最低廉資本之泉源。凡此不健全的信用擴張之危險，實屬顯而易見。當歐戰以前數年間，各方之於不動產抵押銀行，頗多譏評。法國著作家（如 Charles Gignoux 等）對於誘致農人負債一舉，尤特別提出警告。同時德國羣衆，目此項信用，浪費無節，或認爲應負增高生活程度之責，或認爲應負都市房屋暫時過度膨脹之責，亦一再引起一種感覺焉。

揆之事實，歐洲大陸所有全部不動產抵押債務，僅有一部分由特殊銀行供給。大多數均係代表儲蓄銀行，政府銀行，公私保險機關等等所貸與之資本。在波蘭及多瑙河流域，巴爾幹半島諸國，甚至商業銀行亦利用其一部分之資金，從事於長期不動產抵押業務。此類投資機關之放款政策，咸無條例加以節制，或雖有之，而未見完美。（如德國儲蓄銀行等是）祇有一種廣泛的法律，堅決的摒斥利用存款於長期投資一途，當能保證信用機構之流動性。但縱使十分「美備」之銀行制度，其安定與否，最後要有賴於一國之普通經濟及貨幣政策。例如意、奧、法、德之農業，三十年來，賴政府之補助及保護，逐步繁榮，農田價值，因之上漲。彼不動產抵押

信用制度建立於此項基石之上，不啻暴露其擔保之債券價格，隨時有巨大上落之可能。又如德國，戰後對於房屋建築資金之融通，利用公款補助，以人力抬高都市不動產之價格，濫許逾額建築，凡此皆足以危及整個不動產抵押之機構也。他如普通之銀行及貨幣政策，實為決定不動產價值及形成不動產投資標準之別一要素。雖然，即置一國之經濟組織及普通政策弗論，彼不動產抵押銀行管理之適當與否，其最後之結果，必予投資人之安全及滿足不動產合法的資本需要二事，以深刻之影響，殆可斷言也。