

国民政府前期民族公司债券一级市场显著发展的动因探析

孙建华

(中央财经大学金融学院, 北京, 100081)

摘要: 近代以来我国公司债券市场的发展一直滞后于股市及公债市场的发展,但在南京国民政府执政前十年,民族公司债券一级市场却有显著的发展。发展我国现阶段的公司债券市场,可借鉴其作法,在维护国家经济主权、强化政府对公司及证券市场的法制化管理、改善国内公司信用、规范公司债信用评级的基础上,实现公司债发行方式及其品种的多样化,稳步发展证券类的衍生金融工具,降低投资者购买公司债的风险及机会成本,发展债券投资基金,调动境内外投资者参与公司债券交易的积极性,以壮大我国的公司债券市场。

关键词: 南京国民政府; 民族公司; 融资结构; 债券; 一级市场

中图分类号: F832.9

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2011)06-0150-05

近代中国的民族公司债产生于晚清时期。华商萍乡矿务公司(1906 年)与滦州煤矿有限公司(1912 年)为筹集建设资金、缓解财务困难及贿赂北洋大臣等权贵分别发行了 100 万两和 390 万两白银的公司债券^[1]。北洋政府统治时期,民族公司发债有所增加。据不完全统计,启新洋灰公司等 11 家民族公司在 1914~1927 年间至少发行了 13 笔公司债,总金额超过 1 343.2 万元加 156 万银两^[2],至此,民族公司债一级市场已具雏形。

延至南京政府执政前期,民族公司债一级市场继续发展,民族公司募债总额远远超过了北洋政府统治时期。据不完全统计,1914~1937 年 6 月,全国有不下 26 家华商企业发行了 36 笔以上的公司债,发行总额约为 7 247 万元加 156 万银两,其中 23 笔由三北航业等 17 家公司发行于 1928~1937 年间,发行总额约为 5 903.6 万元^①。不难看出,抗战前十年,发行公司债的华商公司数量及其发债规模均有了显著的增加,此时的募债总额是北洋政府时期华商公司债发行总额的 4 倍。

抗战爆发后,因战争、恶性通货膨胀以及国民政府统制经济和金融政策的影响,民族公司的实力与信用下降,证券市场或停业或复业后成为股票投机的场

所,公司债发行市场转趋萎缩。

抗战前十年民族公司募债发行规模迅速扩大的原因何在?笔者认为,这里面既有历史原因,也有当时的客观条件。

(一) 外商公司债的发行对民族公司发债产生刺激与示范效应

20 世纪 30 年代,外商公司为拓展在华业务继续发行公司债。1930~1937 年间,英商业广、恒业、华懋、中和公司,美商中国营业、普益公司,法商中国建业公司等 7 家地产公司,先后发行总额达到 4 138 万银元加 2 098 万银两的公司债和生利券。这个时期,英商上海自来水公司也经常发行公司债,募债所得的资金约占其全部资金来源的 20%。另有统计显示,1890~1935 年间,英、美、法三国在上海的 8 家房地产公司所发行的公司债(包括储蓄单)总数达到 1.3 亿银元,其中大部分是中国人的资金^[3]。1933 年,上海西商众业公所的外商公司债的交易额达到了 5 142.2 万元,虽然此后一路萎缩,但是到 1937 年 7 月的时候,该所交易的外商公司债券仍有 12 只,其发行额总计为法币 2 889.152 万元加 5 186.982 万银两及 183.322 5 万英镑;交易额为法币 216.7 万元,全年交易额仍达到法币 1 111 万元^[4]。

外商公司通过向中国商民发行债券，利用中国本土的资金在华扩张业务、赚中国人的钱并控制中国的资源和市场，这种做法对民族公司选择融资方式具有刺激和示范效应。

（二）民族公司募债的市场基础进一步扩大

抗战前十年中国经济继续曲折发展。1914~1936年，中国的国民收入年均增长率为1.45%，人均国民收入的年均增长率达到了1.02%，收入的增长通过加速数效应推动了国内投资的发展。1920~1936年，中国社会资本的年均增长率高达8.31%，1927~1936年，中国近代方向的固定资本投资规模也从5.9亿元(1936年币值)增加到了13.98亿元，10年间总计增加了2.37倍^[5]。

投资增长内生的资金需求规模的扩大又促进了公司尤其是股份公司的快速发展。1928~1936年，我国实有的经过登记注册的公司数量从394家增加到了2702家，其实收资本总额也从1.75亿元上升到了7.97亿元。国内出现更多实力较强、信用良好的民族股份公司。1930~1931年调查的上海1883家工厂企业中，14.9%的企业为股份有限公司(281家)，这些股份有限公司的资本总额占到1883家工厂总资本的63.1%。部分资金雄厚、信用较稳固的民族股份公司有条件发行公司债来筹集中长期的债务资本，民族公司募债的市场基础进一步扩大。

（三）业务发展内生的资金需求扩大促使民族公司将发债纳入其融资视野

1915~1930年，杭州机械缫丝业的发展进入鼎盛时期，此时生丝外销顺畅，丝价茧价上升，缫丝厂纷纷设立并购进日本缫丝车等生产设备来扩大产量。1929年，杭州的纬成公司为筹集营运资金，经由浙江地方银行发行年息1分的公司债100万元。另外，为加强皖南与南京及长江三角洲地区的联系，1933年6月，国民政府铁道部核准商办的江南铁路立案并开始修筑，1936年，该铁路建成，期间的建筑总费用达到700万元左右，其中300万元由江南铁路公司以600万元的财产作抵押，再由铁道部担保作息后发行公司债票来募集，中国银行、交通银行及上海银行承销了该笔公司债。

鉴于华北时局动荡且与中国水泥厂、华商公司等竞争对手争夺江浙市场的风波未平，天津启新洋灰公司为保证在新一轮的市场竞争中立于不败之地，于1934年初，经董监事会决议，在南京栖霞山东麓购置2400多亩土石山和厂基地，用以建设江南新厂。1935年5月江南水泥股份有限公司成立，其中的190

万元建设资金是启新公司于1935年1月经由上海、浙兴及中南银行发行年息七厘的公司债筹集的^[6]。

（四）公司债发行制度的完善也调动了民族公司发债的积极性

1914年的《公司条例》对公司债的发行量、债券面额、信息披露、公司债的种类等发行事宜作了简单的规定，弥补了清末《公司律》在公司债发行规定上的空白。而南京国民政府在1929年颁布的《公司法》，对公司债券的种类(记名式和无记名式)、募债信息(公司名称、利率、偿还方法与期限、公司股本总额及已缴股款金额、公司现存资产总额等)公告、债券发行数额、债券面额(可发行面额不等的债券，但每张债券面额不得少于二十元)、债券应募书的置备、逾额偿还公司债、缴纳公司债款项的方法(足额缴纳认募债款)、公司债发行程序(要求股份公司发行债券必须经过股东大会的决议，而且要有代表股权的2/3以上的多数通过才有效)等事宜作了更为详细的规定。这使得与公司债发行有关的规定更为合理并贴近市场的需要，也有助于维护债权人的利益及公司债的信用，对该时期公司债特别是无记名式公司债的增发起了促进作用。

（五）银行借款及股权融资困难迫使更多公司选择债券融资

1928~1936年间，我国实有的经过登记注册的公司数量从394家增加到了2702家，其实收资本总额从1.75亿元上升到7.97亿元，但每家公司平均的实收资本额却从44.6万元下降到了29.4万元，不少民族公司的实收资本远低于其额定资本^[7]，这种情况的出现与“信交风潮”后一般投资者对投资民族公司的股票心存余悸、股市低迷、民族公司股权融资较为困难有关。

20世纪30年代初，国内外的货币、经济与政治危机对中国经济产生了不利的影响，主要资本主义国家对出口商品的需求下降，同时大量向中国输出商品以转嫁危机；1929~1933年国际市场金银比价从1:93.1上升至1:142.7，与之相适应，1929~1932年中国银本位币(海关两)的汇率则从0.71美元/关两降至0.34美元/关两^②，贸易率指数(进口物价/出口物价)从1929年的93.1上升至1933年的142.7(以1913年为100)，贸易条件(1/贸易率指数)因此恶化^[8]，企业经营及资金周转出现困难，金融风险上升。

据中国银行1934年的营业报告记载，当时工业放款是5400万元左右，均成为呆坏账^[9]。银行为控制放款风险一般都要求民族公司向银行提供抵押并限制其信用额度。当时银行对企业贷款大多要求后者以厂基

为担保,如果借款人到期不还贷款,则将厂基拍卖。但处分抵贷资产需要经过法律程序,另外,用于抵押的厂基机器日久损毁,若欲拍卖,买主也难以寻觅,或拍卖价格被压低,银行处置抵贷资产的费用或损失会增加其贷款业务的交易成本,因此这个时期银行大多不愿意贷款给企业。在此情况下,许多学者极力主张企业发行公司债来代替呆滞的厂基押款。而部分信誉较好的民族公司也倾向于发行公司债来筹集中长期资金。

1937年1月,永利化学工业公司为筹集发展资金而委托上海中国、金城、交通、上海商业储蓄、浙江兴业、中南银行联合组成“承募永利化学工业公司债银团”,定向发行公司债1000万元,其中金城、中国、交通三家银行分别承募20%,上海商业储蓄银行承募18%,浙江兴业银行承募12%,中南银行承募10%。

(六) 部分民族公司急需募债以应付竞争和财务困难

在企业经营和财务困难的情况下发行公司债,是近代民族公司发债的特色之一。1928年,三北、鸿安船运公司因为经营不善而停航,损失巨大。两家公司呈请国民政府财政部保息并在交易所税项下拨付担保基金,成功发行年息八厘、期限七年的航业债券350万银元^[10]。

1929年,著名实业家范旭东创办的永利制碱公司拟与原竞争对手、英商卜内门洋碱公司合资经营,但遭国民政府工商部的否决,后者只同意向永利公司加入官股。由于财政部迟迟未注入官股并在1930年由宋子文出面宣布政府注入官股的承诺作废,而永利制碱公司的建设又急需资金,所以该公司以全部财产作担保,向金城、盐业、中南、大陆、中国、浙江兴业银行发售了200万元公司债以代替官股,最终顶住了20世纪30年代国内外经济危机的冲击。

1935年,卢作孚创办的四川民生公司因英商轮船公司降价竞争、省内遭灾、货运减少且急需资金收购倒闭的美商捷江航运公司,财务出现巨大困难,职工工资已不能正常发放,遂向金城银行求援。在中国银行及金城银行支持下,民生公司于1936年6月向上海各银行定向发行100万元公司债以应急,而中国银行及金城银行在1935年就分别先行垫付了60万元和40万元。由于信誉良好,民生公司私募债券获得成功,该公司以募债所得的65万元买下了捷江公司的7条船和码头设备^[11]。

1935年,茂昌股份有限公司为筹集资金以应付金融危机,委托交通、中国、上海三家银行按九八折发

行年息9厘的公司债券60万元。同年,由蔡声白主持、国内最大的丝绸企业美亚丝绸厂股份有限公司受金融危机的影响,产销困难,资金紧缺,为渡过难关,也发行年息8厘的公司债50万元。

1936年初,由华侨投资创办的上海永安纺织印染公司在偿还港沪永安联号的欠款之后,财务穷拨,纱布销路又无气色,资金严重短缺,遂通过私人关系,向宋子文求援,由后者控制的中国银行担保该公司于1936年8月发行年息7厘、10年内还本的公司债票500万元,该笔债票由中国建设银行公司先按票价的91.5折包销,而后再按票价的94.5折向公众公募^[12]。该笔债券发行后,上海永安纺织印染公司的流动资金困难暂时得到了解决。

(七) 短期利率的波动及长期利率的下降促使民族公司转向债券融资

20世纪30年代经济和金融业的发展、金融危机的冲击以及币制改革使得该时期的市场利率波动较大且有下降趋势。

上海是近代中国的金融中心,其资金供求状况及利率走势对全国金融市场具有风向标的作用,而上海同业拆借市场的日拆行市又是上海金融市场的基准利率。1928~1936年间上海日拆平均市价剧烈波动,并从规元每千两每天0.14两跌至法币每千元每天0.08元;换算为月利率,则从4.2%降至2.4‰;换算为年利率则从5.04%跌至2.88%,这有利于民族公司以较低的资金成本来募集债务资金并用于整理债务。

1934年,因美国实施《白银法案》,在国内外高价收购白银,中国白银大量外流并导致银根收缩,上海银拆的平均市价从1933年的法币每千元每天0.05元升至0.09元,折算为月利率则从1.5‰升至2.7‰,折算为年利率则从1.8%涨至3.24%。鉴于此,由马吉森创办的六合沟煤矿公司除了在1935年6月增发新股来筹集资本,还决定在1934年和1935年分别募集150万元的短期公司债与250万元的长期公司债来整理债务,以改善营业困顿的局面。这样,在金融紧缩、利率高涨,向银钱业借款和发行股票多有窒碍的情况下,华商公司先发行少量短期公司债来解决公司资金的急需,而后在金融市场形势好转,利率下降的时候,再发行较多低利率的长期债券来偿还旧债,这样既满足了企业的资金需求,又可以控制资金成本。

(八) 民族公司的大股东为抵制恶意收购而选择债权融资

1929年的《公司法》引进了西方公司制度的参与制,为公司并购准备了法律条件。20世纪30年代,

国内公司的并购进入新的发展阶段。南京国民政府大力发展国有经济，并借助强权和公债市场，通过参与制兼并、控制了一批民营银行。当时中国的民营企业面临的最大危机往往不是被外国资本吞并，也不是跟外国资本的竞争，而是被官资、官企及孔、宋两大豪门家族兼并的危险。

1934年，南京政府实业部想让财政部拨款300万银元用以兼并荣氏企业9000万资产的申新纺织公司，将其变成国有企业。荣氏兄弟利用财政部长孔祥熙与实业部长陈公博的分歧，活动所有关系，请孔祥熙帮忙，故意不给实业部拨款，才得以逃过此劫。这类案例对民营公司管理层具有强烈的震慑作用。由于民族公司发行债券属于债权融资，不会改变公司的控制权，加上股市不振，那些发展前景较好而又缺乏资金的民营公司的大股东为维护自己对公司的控股权或避免公司被政府及豪门吞并，越来越趋向于发行公司债来融资。

1936年初，上海永安纺织印染公司因金融与经济危机的冲击而出现财务困难，为渡过难关，该公司向宋子文求援，但为免于被后者吞并而选择了募集500万元公司债的融资方式。尽管如此，宋子文仍要求上海永安纺织印染公司以永安集团公司的名义发行债券，并以“永纺”及永安集团公司的其他财产作担保并过户给中国银行保管，以便在“永纺”不能还债时，他可以控制“永纺”甚或整个永安资本集团。

虽然永安公司管理层预先采取防范措施，使得宋子文的图谋没有得逞，但民营公司面临的兼并威胁在抗战爆发前后却是时刻存在的。1938年、1941年和1943年宋子文、孔祥熙就企图通过其控制的中国银行和中央信托局收购和控制卢作孚的民生公司，只是因为民生公司的抵制而未成功^[3]。

综上所述可知，发行公司债是抗战爆发前后华商公司筹集营运资金并防范政府或豪门吞并的有效举措。

（九）民族公司为寻求负债经营的财务杠杆收益而发行公司债

这个时期，中国的公司由于信用不牢固，募集集资困难，所以普遍实施了官利制度。官利是旧中国募股集资企业对股东投入的本金无论企业盈亏与否都按照额定的利率定期支付的股息。近代中国官利的水平大致在5%~10%之间，最常见的是8%，极端情况下的官利高达30%^[6]。

国民政府在法律上确认了官利制度。1929年的《公司法》也载有关于“官利”内容的条款，并将官利

的最高水平从《公司条例》所定的最高不过年息六厘降至年息五厘。

官利制度实际上将与企业盈利挂钩的不固定的股息率，变成了与企业盈利无关的定期支付的借款利息率。该制度的存在虽然保障了民族公司股东的投资收益，有助于调动商民购买民族股票的积极性，但是也使得民族公司的股票具有“转债股”的性质，大大提高了民族公司的融资成本，加重了民族公司的财务负担及经营困难。

而民族公司发行债券尤其是抵押公司债，虽然要按期偿付债券的本息，具有一定的财务风险；但是公司债的持有者比股东承受的风险相对要低，所以公司支付的债券利息率一般来说也比股东要求的股息率要低。从收付实现制的角度看，公司支付给股东的股利会减少其现金流，属于费用支出，但不能计入财务费用并避税。而公司支付给债券投资者的利息可以计入财务费用并避税。公司负债经营还可以获得财务杠杆的效应。在公司债务本息一定的情况下，公司的经营效率越高、盈余越多，则公司每股盈余所分摊的债务本息就越少，该公司的单位资金盈利率就越高，其获得的财务杠杆效益也越高，这是20世纪30年代民族公司增发债券的财务原因。

（十）金融机构为收购、整理和改组陷入债务危机的企业而代发公司债

受1935年经济与金融危机的影响，北洋纱厂出现财务危机。当时该厂的基地建筑机器等共值68万余元，而欠银行的有担保的负债已达74万余元，此外还有无担保的负债。该厂股东会认为公司资产已不足以偿还一般普通债权，经清算人拟出办法，决定将该厂财产交给诚孚信托公司经营，并请后者贷款清偿该厂的债务。为接管和整改北洋纱厂，诚孚公司代北洋纱厂发行100万元有财产担保的公司债，并认购其中的70万元，其余30万元债票向社会发行。由此，创办诚孚公司的中南、金城银行不仅收回了北洋纱厂拖欠的贷款，维护了债权利益；而且还取得了该厂300万元的股权和债权，为纱厂筹集到了重新开工所需的30万元流动资金；银行从纱厂的复苏中还获得了后续的股利收益。

当前，我国公司债市场的发展同样滞后于股市及公债市场，细细品味，不难发现其中一些原因在民国时期就存在了。因此，可以借鉴国民政府前期的一些作法，发展和规范我国现实的公司债市场，使债券发行成为民族公司有效的融资方式，就必须维护国家的经济与金融主权、稳定社会、健全法制、强化政府对

公司及证券市场的法制化管理,规范和促进国内股份经济发展,在此基础上改善国内公司的信用,推进利率的市场化,规范公司债的信用评级,实现公司债发行方式及其品种的多样化,稳步发展货币、利率及证券类的衍生金融工具,控制通货膨胀,降低投资者购买公司债的信用风险、市场风险及机会成本,发展债券投资基金,鼓励银行等境内外机构投资者进入公司债市场以扩大交易商队伍。

注释:

- ① 1935 年币制改革前的“元”是银元,币制改革后的“元”是法币元。数据根据沈春雷《中国金融年鉴》(影印本),台北:文海出版社有限公司,1979:A76~77。李一翔:《近代中国金融业的转型与成长》,北京:中国社会科学出版社,2008:131。以及王志华《中国近代证券法》。北京:北京大学出版社,2005:23-24 的数据整理取得。
- ② 1926~1933 年的金银比价来自 Treasury Annual Report of the Director of the Mint, 1931, USA, p12:; 1931~1936 年的金银比价来自国际联盟的统计月报。

参考文献:

- [1] 程莉. 近代实业家周学熙[M]. 合肥工业大学出版社, 2006:

131-132.

- [2] 王志华. 中国近代证券法[M]. 北京: 北京大学出版社, 2005: 23-24.
- [3] 潘光. 旧上海金融市场的犹太人[J]. 沪港经济, 2007(6): 67.
- [4] 朱荫贵. “孤岛”时期的上海西商众业公所[J]. 民国档案, 2004(1): 68.
- [5] 刘佛丁, 王玉如. 中国近代的市场发育与经济增长[M]. 北京: 高等教育出版社, 1996: 290-291.
- [6] 启新公司. 我国水泥业概况[N]. 大公报(1097 号卷), 1936-11-28.
- [7] 张忠民. 艰难的变迁——近代中国公司制度研究[M]. 上海社会科学院出版社, 2002: 72, 265-266, 520.
- [8] 孙玉琴. 中国对外贸易史(第二册)[M]. 北京: 对外经济贸易大学出版社, 2004: 337.
- [9] 郭达. 论近代企业债券融资小议[J]. 海峡科学, 2008(3): 27.
- [10] 李琴芳. 国民政府财政部为三北, 鸿安两公司航业债券本息的一组史料[J]. 民国档案, 1997(4): 56.
- [11] 卢作孚. 本公司投资事业[A]. 民生实业公司十一周年纪念刊. 重庆: 新民印书馆, 1936: 25.
- [12] 林金枝, 郭乐郭顺与永安纺织印染公司[A]. 中山文史(第 24 辑), 政协广东省中山市委员会文史委员会编印, 1992: 42.
- [13] 傅国涌. 让自己重新站回到前人的肩膀上[N]. 南湖晚报, 2009-04-26[12].

An Analysis of Development of the Primary National Company Debentures Market in the Earlier Stage of National Government Ruling

SUN Jianhua

(College of Finance, the Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: Although the development of company debentures market has been lagging in development of the stock and bond markets in our country since 1840, there was significant development in the primary national company debentures market in the first ten years when Nanking national Government came to power. Therefore, developing China's company debentures market, should consider history as a mirror, take such measures as maintaining the national economic sovereignty, strengthening management on company and the securities market, improving the credit of domestic company, specifying company debentures credit rating, implementing the diversification of issuing way and varieties of company debentures, developing derivative financial tools of the securities, reducing risks and opportunities cost of purchasing company debentures, and developing debentures investment funds as well.

Key Words: Nanking national government; National company; Financial structure; Debentures; Primary market

[编辑: 汪晓]