

# 外部资金约束下的“企业创造企业”<sup>\*</sup>

## ——从永利化学看近代中国企业在融资模式上的创新

王京滨

**内容提要:**本文通过对永利化学股份公司在不同发展阶段融资结构的分析,探讨了企业在外部资金约束下的金融创新模式。第一,在永利创立的初期阶段,股份筹资举步维艰,资金主要来自久大精盐和金城银行;久大精盐发挥了供应链金融模式中核心企业的作用,承担了信用风险;第二,处于企业发展阶段的永利制碱,虽然资金还依赖于久大精盐和金城银行,但久大精盐以“债转股”的形式化解了对永利制碱的债权,扩大了企业的资本金规模;第三,在永利化学阶段,企业发展方向不得不与国防工业挂钩,在政府支持下成立了由6家银行组成的贷款银团并承购其公司债,开始其特殊的历史使命。因此,可以说永利是由其兄弟企业创造出来的,是“企业创造企业”的典范。

**关键词:**永利化学 外部资金约束 企业创造企业

### 一、问题与文献

重化工业企业需要长期占用巨额资金,其投资过程不得不依赖外部资金。除英国以外的后发资本主义国家,在其近代经济发展过程中,无不受社会资本积累水平较低的影响,企业通过资本市场融资的空间较小。同时,初创时期的企业因缺乏抵押物品,也很难获取银行贷款。因此,外部资金约束是制约企业发展的瓶颈。

我国在近代经济发展中所出现的机械化工工业,肇始于以军用工业为主的洋务运动。因其目的在于“强国”,生产企业的经营风险相对较小。然而,由于第二次鸦片战争和太平天国运动基本耗空了清王朝的国库,使机械化工厂失去了有力的政府财政保障。在19世纪70年代以后,正如朱荫贵所指出的那样:“洋务运动从‘求强’转向‘求富’,重点从军用工业向民用企业转向而创办的近代新式股份制企业中,采用‘官督商办’这种办法有其历史必然”。<sup>①</sup>因此,不仅是成立于1872年的中国第一家股份制公司——轮船招商局采用了“官督商办”的形式,连之后的开平矿务局、上海织布局、电报局、汉阳铁厂等股份制洋务企业都采用了“官督商办”模式。<sup>②</sup>即使这种模式也未能使企业完全摆脱外部资金约束的问题。

随着第一次世界大战的爆发,我国民间资本股份制公司发展迅猛。然而,它们在创建初期,不但经历了股份投资的不可分割性所带来的股金筹集困难的窘境,同时也需要直接面对外部资金约束的问题。比如,朱荫贵在深入分析了上海水泥厂的创建与运营之后指出:“自诞生伊始,资金短缺就是一个严重的问题:没有钱庄的借贷,上海水泥厂根本无法建成开工,没有银行的借贷,上海水泥厂的

【作者简介】王京滨,天津理工大学管理学院、国际工商学院教授,天津,300384,邮箱:wangjingbin@tjut.edu.cn。

\* 本文为国家社会科学基金一般项目“不良债权处理与金融体系安全研究”(批准号:16BJL024)的阶段性成果之一。感谢匿名评审专家提出的宝贵意见!

① 朱荫贵:《中国近代股份制企业研究》,上海财经大学出版社2008年版,第6页。

② 朱荫贵:《中国近代股份制企业研究》,第4页。

扩充计划也只能落空,至于内部的‘积累挖潜’增厚资本,也是在资金短缺下不得已的努力”。<sup>①</sup>同时,他还把近代中国民间资本股份公司依赖“沉重的负债经营”的特征形象地比喻成“泥腿的巨人”,意味着企业基础脆弱无法经历大风浪冲击。<sup>②</sup>可以说,该时期的股份制,并非是一种为广泛吸收社会资金的制度安排,而是一小撮巨富的“理财商品”。<sup>③</sup>因此,企业如何创新融资途径和资金安排成为决定其命运的护身符。利用已有企业的良好基础和社会信用创造新的企业,不仅突破了企业资本对外投资的传统职能,还成为破解外部资金约束问题的良方。

永利化学工业公司(以下简称永利化学)的前身——永利制碱成立于1918年,正值民族工业借欧洲战场持久化,列强无暇顾及中国市场之际,产品具有巨大的潜在市场需求。按理说,企业具备营业风险低、资金调度相对容易的条件。然而,事实上无论在永利制碱阶段还是之后改组为永利化学的阶段,融资难与外部资金约束一直是困扰其发展的最大原因。因此,探究永利化学的资金问题,无疑是揭开其发展历程的重要切入点。

20世纪90年代,着眼于永利化学的研究还颇为罕见。其中,日本学者贵志俊彦探讨了永利化学创始人范旭东在其晚年的企业管理活动,指出了企业管理者的个人社会关系网在永利化学的企业活动中,尤其在资金筹集方面所发挥的重要作用,还同时指出了范旭东的企业管理模式具有明显的政府依赖型特征。<sup>④</sup>在国内学界中,李德芳考证了永利化学与英国帝国化学工业公司(前身为卜内门洋碱公司)的市场竞争过程,并对其发展道路和经营活动进行了总结,认为永利化学重视人才、重视科研并保持不断的管理创新等经验至今值得企业管理人借鉴。<sup>⑤</sup>在此之后,虽有个别研究成果付梓,但并没有呈现百花齐放的盛况。

进入21世纪以后,日本学者田岛俊雄着力从中华民国时期的经济发展中探求新中国化学工业的源头。<sup>⑥</sup>该研究虽然从历史延续性的角度阐释了当今中国化学工业的发展基础,但未就企业的金融层面进行探讨。之后,田岛俊雄等学者进一步对中国化学工业的起源、发展以及继承进行了较为全面的梳理。<sup>⑦</sup>其中,王京滨广泛从日本侵华时期资料、史志以及各相关银行史料中,采括永利化学的金融资料,利用经济学研究方法对既有文献中的“社会关系”在融资过程中的作用进行了批判,并对永利化学所面临的外部金融制约与当时的金融环境之间的关联进行了初步的探索。<sup>⑧</sup>

近年来,以赵津、李健英为主开展的一系列研究,不但还原了一个为振兴民族工业砥砺奋发的永久黄团体,同时也提供了一系列富有价值的学术观点。比如,着眼于产业安全与产业自立的研究,<sup>⑨</sup>

① 朱荫贵:《从上海水泥厂看1937年前中国民间资本企业集团内部的资金问题——以刘鸿生企业集团所属上海华商水泥厂为典型的分析》,〔日〕田岛俊雄、朱荫贵、〔日〕加岛润编著:《中国水泥产业的发展——产业组织与结构变化》,北京:中国社会科学出版社2011年版,第71页。

② 朱荫贵:《中国近代股份制企业研究》,第60页;朱荫贵:《从上海水泥厂看1937年前中国民间资本企业集团内部的资金问题——以刘鸿生企业集团所属上海华商水泥厂为典型的分析》,〔日〕田岛俊雄、朱荫贵、〔日〕加岛润编著:《中国水泥产业的发展——产业组织与结构变化》,第55—73页。

③ 江满情指出,刘鸿生在设立各种股份有限公司的制度安排中,其主要目的不在于集股筹资,而在于减少投资风险。江满情:《中国近代股份有限公司形态的演变——刘鸿生企业组织发展史研究》,武汉:华中师范大学出版社2007年版,第31页。

④ 贵志俊彦「永利化学工業公司与范旭東——抗戰下における国家と企業」曾田三朗编『中国近代化過程の指導者たち』東方書店,1997年。

⑤ 李德芳:《范旭东与永利化学工业公司(1917—1937)》,《中国经济史研究》1998年第1期。

⑥ 田岛俊雄「中国化学工業の源流——永利化工・天原電化・滿洲化学・滿洲電化」『中国研究月報』第57卷第10号,2003年10月。

⑦ 田岛俊雄编著『20世紀の中国化学工業——永利化学・天原電化とその時代』(ISS Research Series No. 17) 東京大学社会科学研究所,2005年。

⑧ 王京滨「永利化学からみる民国期の産業金融」田岛俊雄编著『20世紀の中国化学工業——永利化学・天原電化とその時代』,53—79頁。

⑨ 赵津、李健英:《产业安全与核心基础产业自立——永利酸碱自立之路》,《南开经济研究》2008年底5期。

银企关系的研究,<sup>①</sup>企业社会责任的研究,<sup>②</sup>对政府功能与重化工业的关系的探讨,<sup>③</sup>无不是以史鉴今、令人耳目一新的科研成果。除此之外,别曼也从金城银行与永久黄团体的银企关系角度,论证了金城银行在仿效日本三井、三菱财阀积极推动银行资本向产业渗透的融资模式中,为永久黄提供类似主办银行的功能,不但为企业工业化提供了资金支持,还摸索出一条新的银企合作之路。<sup>④</sup>丁丽通过北平社会调查所1927年对久大精盐和永利制碱厂的调查报告资料,分析了其工人劳动和生活状况。<sup>⑤</sup>宋睿奇从工业化过程中的土地征用问题的角度,分析了政府在其中所发挥的推动作用。<sup>⑥</sup>不仅如此,由赵津主编的《“永久黄”团体档案汇编》(全五册)于2010年出版,极大地丰富了该领域的研究史料。<sup>⑦</sup>继之,赵津、李健英推出《中国化学工业奠基者“永久黄”团体研究》一书,不但从通史角度对永久黄的发展历程进行了梳理,还从学术角度进行了全面的分析。<sup>⑧</sup>书中第六章分析了永利化学的资金筹措过程,提出了“久大与金城的资本联系隐藏着新产业与银行相互借道的逻辑”、“金城银行某种意义上是为获取投资收益而对永利格外‘照顾’”以及“公司与政府”、“金融界和大企业”之间的相互依托关系等论点。

综上,与本文研究目的类似的研究,在银企关系、人际关系以及公司政府关系对永利的发展所发挥的作用方面取得了一定的成果。然而,既有研究在利用经济学研究方法分析永利的资金来源与运用,探讨银行、企业、政府和投资者行为等方面仍存在一定的不足。鉴于此,本文在明确企业外部资金制约的前提下,通过永利化学的资金调度和资金运用,剖析围绕近代中国企业的各种利益相关者的行为模式,继而明确“企业创造企业”的内在机制。

## 二、永利化学的金融结构

我国人民使用天然碱的历史,大约可追溯到四千年前的夏朝,<sup>⑨</sup>但对工业产品碱的使用,却是从20世纪末期英国卜内门公司把产品销售到中国市场开始的。当时,中国纯碱与烧碱市场供给的9成被卜内门公司和德国的IG法本公司两家垄断。<sup>⑩</sup>1914年,在第一次世界大战爆发时,中国市场上对碱的需求总量超过3万吨,其中,国内天然碱(其有效成分不到纯碱的一半)产量不足1万吨,另外的三分之二依赖进口。<sup>⑪</sup>随着第一次世界大战愈演愈烈,欧洲战场陷入泥潭,英国、德国各出口商向亚洲输送商品的运输线路被迫中断,中国失去了对卜内门等公司的产品进口渠道。在此情况下,以洋

① 赵津、李健英:《金城银行与“永久黄”团体的银企关系》,《历史教学》2011年第6期;李健英、李娟、赵津:《抗战时期产融结合的脆弱性探析——以金城银行投资天字号企业为例》,《南开经济研究》2016年第5期。

② 赵津、韩冬:《抗战时期企业社会责任的历史考察——以“永久黄”团体为例》,《历史教学》2012年第12期。

③ 赵津、李健英:《重化工业时代政府功能的重新定位》,《南开学报》(哲学社会科学版)2012年第2期;李健英、赵津:《北洋政府对久大精盐公司的协助与抑制(1914—1927)》,《史林》2015年第6期;李健英、赵津:《战略性新兴产业发展中政府的双重作用——以近代中国盐碱工业的发展为例》,《南开学报》(哲学社会科学版)2016年第5期。

④ 别曼:《近代中国银企合作模式与风险管理——以金城银行与永久黄集团的历史实践为考据》,《求索》2012年第5期。

⑤ 丁丽:《民国时期塘沽工人劳动与生活状况浅析——以久大精盐公司和永利制碱厂为中心》,《中国社会经济史研究》2014年第4期。

⑥ 宋睿奇:《工业化过程中的土地征用问题研究——以民国时期永利化学工业公司建厂征地为例》,《上海经济研究》2016年第11期。

⑦ 赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——永利化学工业公司专辑》(上)(中)(下),天津人民出版社2010年版;赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——久大精盐公司专辑》(上)(下),天津人民出版社2010年版。

⑧ 赵津、李健英:《中国化学工业奠基者“永久黄”团体研究》,天津人民出版社2014年版。

⑨ 赵匡华主编:《中国化学史:近现代卷》,南宁:广西教育出版社2003版,第624页。

⑩ 贵志彦彦「永利化学工業公司及范旭東——抗戰下における国家と企業」曾田三朗編『中国近代化過程の指導者たち』東方書店,1997年,258頁。

⑪ 中国社会科学院、中国档案馆编:《1949—1952 中华人民共和国经济档案资料选编:工业卷》,北京:中国物资出版社1996版,第32页。

碱为生产原料的中国企业绝大多数陷入停产或歇业的窘境,而碱价也迅速上涨到战前的5至6倍。<sup>①</sup>在这种情势下,北洋政府财政部向久大精盐公司(以下简称久大精盐)创始人范旭东,提出了利用长芦盐场大量过剩的盐来自主创建一家制碱厂的倡议。<sup>②</sup>

1917年10月,范旭东、陈调甫、王小徐等作为发起人,“募集资金洋银40万元”,<sup>③</sup>在直隶省天津县(今天津市)成立永利制碱股份有限公司(以下简称永利制碱),工厂设立在直隶省宁河县塘沽。1918年11月,公司召开第一次成立大会并于1920年9月,根据农商部第475号训令进行公司注册。1921年9月18日,召开第二次股东大会,决定将授权资本由40万元增至200万元;1929年8月,再次增资200万元。1934年3月,公司召开临时股东大会,决定更名为永利化学工业股份有限公司;同时还决定将总公司迁往上海,并增资350万元在南京附近的六合县卸甲甸新建硫酸铀工厂。1937年2月,南京硫酸铀厂开始以空气固氮法制造硫酸铵;同年7月7日抗日战争爆发后,天津工厂于8月被日军侵占接管。同年8月,南京硫酸铀厂三度遭日军空袭,生产陷入停滞,12月被日军侵占并接管。<sup>④</sup>

鉴于上述公司的发展历史,本文以1934年为界,将其前后划分为永利制碱与永利化学两个阶段进行考察;同时,又以1926年为界,将永利制碱阶段进一步划分为准备期与发展期,以明晰投资者追求利润的行为模式。

### (一) 永利制碱阶段:“企业创造企业”

1916年,正当范旭东在北方开始筹备制碱事业时,远在苏州的吴次伯(苏州瑞记荷兰水厂主)欣闻此举致函称“弟为造碱事走奔数载,今得同志欣慰万状,然与先生缘齐一面,欲驱教而不得,尤未知住节何地,怅甚”。<sup>⑤</sup>吴次伯在苏州经营饮料公司,见当时碱价暴涨,看好制碱行业的高收益前景,一直有创办制碱企业的宏图。1917年,吴次伯带领陈调甫(后创办永明漆厂并任总经理)及王小徐(上海大效机器厂总经理)访问范旭东,共商制碱大业。陈调甫1916年毕业于苏州东吴大学化学系,曾做过制造纯碱的实验,属技术人才,而王小徐有留学英国的经历,精通电器及机械,拟担任制碱设备的制造。四人在天津考察盐场之后,一致同意将工厂地址选在条件得天独厚的塘沽。之后,范旭东与陈调甫、王小徐在天津日租界内范旭东家中,进行了氨碱法纯碱生产实验,并大获成功。在资金方面,他们决定以股份形式募集30万元(之后上调至40万元),作为初期投资并约定由吴次伯在上海负责筹集。然而,当吴次伯真正着手筹集资金之时,由于当时上海的资产持有者无意投资产业,其筹资努力以失败告终。吴次伯本人也离开创业队伍,筹资工作落到了范旭东的身上。<sup>⑥</sup>

范旭东于1914年创办久大精盐,取得了良好的经营业绩。久大精盐从5万元资本金注册开办,之后迅速扩大生产规模,经过数次增资之后,1924年资本总额达到250万元。<sup>⑦</sup>久大精盐能在短短10年之内,将资本金额扩大到创业初期的50倍之巨,无疑离不开股东对公司盈利能力的认可以及对公司前景的良好预期。久大精盐的股东在公司的迅速发展中也确实获得了实实在在的利益。事实上,久大精盐很快就向股东发放了红利,其红利率在1917年第一次发放时为每股8厘,1919年、1920

① 中国社会科学院、中国档案馆编:《1949—1952 中华人民共和国经济档案资料选编:工业卷》,第32页。

② 三品頼忠『支那における酸、曹達及窒素工業』(北支経済資料第32輯)満鉄天津事務所調査科,1937年。

③ 赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——永利化学工业公司专辑》(下),第1312页。

④ 天津市政协文史资料研究委员会编:《天津文史资料选辑》第23辑,天津人民出版社1983版,第61页。

⑤ 赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——永利化学工业公司专辑》(上),第3页。

⑥ 天津市政协文史资料研究委员会编:《天津文史资料选辑》第23辑,第60页。

⑦ 据赵津主编《“永久黄”团体档案汇编——久大精盐公司专辑》(上),第8页记载,久大精盐于1916年10月增资5万元,1917年4月又增资5万元,1919年再增资20万元,1923年再增资120万,1924年再增资40万元,合计资本总额达210万元。但根据赵津主编《“永久黄”团体档案汇编——久大精盐公司专辑》(下),第594—607页所收录的营业报告推算,除1915年有第二期股本5万元到账之外,应是在1918年有20万元增资,在1920年有120万元增资,1923年再次增资30万元后,1924年达到合计资本总额250万元。

年高达到2分至2分4厘,1921年至1927年间减低到1分,之后一般维持在8厘左右。<sup>①</sup> 据此,有理由认为,久大精盐的股东正因为短期内获得了高额回报,对范旭东本人寄予了深厚的信赖。在为成立永利制碱募集资金时,这种信任发挥了巨大作用。

表1显示了1927年前永利制碱的资金调度情况。可以看到,永利制碱在1917年开业时,资金来源只限于股东认购的9000元,不到40万元计划目标的四十分之一。之后两年,来自股东的认购情况也不乐观,股款收入在1918年为3万余元,1919年为8万余元。在这种情况下,永利制碱于1920年5月9日召开了第一次股东临时大会,得以募集到27.4万余元。

表1 截至1927年永利制碱的筹资情况 单位:元

年份	项目			参考: 金城银行向久大发放贷款
	股款收入	向久大借款余额	向金城银行借款	
1917	9 000	—	—	—
1918	32 200	—	—	—
1919	81 900	—	—	265 456
1920	274 122	—	100 000	—
1921	550 822	435 000	—	—
1922	723 500	—	130 022	—
1923	857 200	—	—	459 033
1924	916 600	1 000 000	149 854	343 608
1925	925 100	1 390 000	166 270	749 065
1926	935 100	1 390 000	600 000	567 429
1927	1 019 100	1 390 000	480 000	785 180

资料来源:《上海银行档案“金宗城、林风苞、奚玉书致中国、上海、金城、浙江兴业银行的查账报告”》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,上海人民出版社1990年版,第559页;中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,上海人民出版社1983年版,第167—168页。

但是,从表2所示的第一次股东临时大会的股东名册以及认购股数来看,在总计2916股中,久大精盐认购了500股,占总数的17.1%。同时,由久大精盐董事范旭东、景本白以及李宾四为代表的团体认购数量又分别占总股数的45.7%、10.8%和7.4%,除上述3位董事以外的4位久大精盐股东也认购了总数的6.7%。也就是说,超过八成的股份与久大精盐有密不可分的关系。在久大精盐股东的支持下,永利制碱在1920年才基本实现了“募集资金洋银40万元”的目标。

1921年,永利制碱召开股东大会,决议将股本金额增至200万元。同时决定采用在第一阶段首先增至100万元的方案。<sup>②</sup> 从表1所示的数据看来,1921年的增资可谓基本达到预期目标。1924年,永利制碱正式投产并在当年出产纯碱248吨。之后,其产量稳步增加,1925年达到1805吨,1926年达到4504吨,1927年就超过万吨大关,达13404吨。<sup>③</sup> 这也预示着,随着永利制碱的经营状况步入正轨,投资风险明显下降,永利近百万元的年股本筹资计划也得以实现。毋庸置疑,久大精盐的股东以及社会对久大精盐的认可,是永利制碱股份融资取得顺利进展的保障。

另外,在资金运用方面,永利制碱在1924年正式投产之前,主要用于设备投资和向美国技术人员支付的工程费,两项支出合计达200万元之巨。<sup>④</sup> 这些在创办初期产生的巨额资金需求,基本上是通过股本90余万元、从久大精盐借入的100万元和从金城银行借入的14万元来满足的(参见表1)。

① 赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——久大精盐公司专辑》(上),第173—178页。

② 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,上海人民出版社1983年版,第559页。

③ 赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——永利化学工业公司专辑》(下),第957页。

④ 天津市政协文史资料研究委员会编:《天津文史资料选辑》第23辑,第63页。

据当事人回忆,久大精盐向永利制碱贷出的巨额资金,大部分又是从金城银行借来的。<sup>①</sup>表1显示,截至1924年,久大精盐在金城银行的贷款余额为119万元,与久大精盐向永利制碱借出的100万元具有很高的一致性。

表2

1920年5月9日第一次股东临时会股东名册及认股数

单位:股

股东代表	股东姓名	认股数	备注	股东姓名	认股数	备注
周蔚甫 (160股)	欧阳惠昌	30		朱如山	20	
	周星堂	20		丁慎庵	30	
	朱子芳	10		张文斋	10	
	王海帆	40				
景本白 (315股)	齐兆牲	20		张谿甫	50	代表张君懋到会
	段谷香尊德堂	50	代表沈莲生到会	景季冶	50	
	窦筱峰五桂堂	20		黄钧选	50	
	景本白	55				
周庆舫 (30股)	徐南记	20				
	黄赞熙	20				
范旭东 (1334股)	蒋彬记	10				
	董慎记	2	代表祁暄到会	范旭东	50	久大股东
	大德堂	100		武问泉	40	
	悟记	40		庆记	5	
	章任	2		世生堂宋	100	
	余金三	20		周慎记	20	
	余庆堂	10		聂芸牧	10	
	龚梅生	30		蔡继述堂	30	
	汤衍瑞	20		雷时记	20	
	张云搏	20		张扞记	5	
	傅畚之	2		范高平	50	
	竟成公司	50		新大公司	30	
	湘富公司	80		久大公司	500	
	李瑄卿	15	久大股东	方福年	15	
	方文年	10		葛望溪	10	
	岳瑞周	10		岳绍宸	10	
	阎筱亭	10		其他	18	
金芸荪 (160股)	范静记	30	范旭东代表	吴自记	50	
	王幼卿	30		张梓材	30	
	金芸荪	20				
李宾四 (217股)	朱漪斋	50		佟陀公	30	
	张岱彬	205		姚咏白	57	久大股东
	李宾四	85	久大股东	梁任公	100	久大股东
	朱旭初	50		周子虞	30	
其他 (670股)	刘庆同	20		孙子文	30	
	李威记	100		李康记	30	李威记代表
	邓豁记	140		陈秀峰	250	张扬州代表
	张竹溪	100				

资料来源:赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——永利化学工业公司专辑》(下),第1196—1198页;赵津主编:《“永久黄”团体档案汇编——久大精盐公司专辑》(上),第10—14页。

① 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第163—169页。

正如文献综述中提到的那样,既往研究大都强调了金城银行与永利制碱之间所存在的融资关系,并认为其融资行为可以用中国人的商业习惯——“人际关系网”进行诠释。金城银行总经理周作民与永利制碱总经理范旭东同为留日人士(前者毕业于东京帝国大学,后者毕业于京都帝国大学),周作民还兼任着久大精盐的董事。但是,值得注意的是,到1925年为止,久大精盐以透支的方式从金城银行调度来的资金,<sup>①</sup>均在当年度内以久大精盐的盈利进行了偿还。同时,久大精盐为永利制碱从金城银行借入资金时,其融资条件与金城银行直接向永利制碱放贷的融资条件之间存在显著差异。前者以久大精盐的资产作抵押、以收益来偿还,从当时久大精盐的盈利能力来看,该融资对金城银行来说属于低风险融资。金城银行在此融资过程中获得了高达月利1分的利息收入。<sup>②</sup>因此,对金城银行来说,久大精盐就是一棵“低风险、高回报”的摇钱树。从1923年金城银行的贷款业务情况来看,月利1分的贷款项目也属于普通融资条件下的贷款。<sup>③</sup>而久大精盐将这些资金免息向永利投放。<sup>④</sup>截至1924年,久大精盐向永利制碱借出的资金已累计超过100万元,占永利制碱总投资额的一半之多。对永利制碱来说,虽然这些资金属于借入资金,但既不需要负担利息,也没有偿还期限,实际上与资本金性质无异。因此,该时期的永利制碱在资金调度方面明显依赖于久大精盐的支持。

1924年8月13日,永利制碱正式投产。由于其纯碱产品颜色发红,碳酸钠含量仅有65.72%,市场评价颇低。<sup>⑤</sup>1925年3月,又由于重要生产设备干锅损坏,永利制碱被迫停产。在此情势下,1925年5月22日,永利制碱与卜内门公司之间达成了“资本及技术合作合同”,欲借外国技术及资金来摆脱困境。<sup>⑥</sup>然而,因“五卅惨案”,该合同未能付诸实施。永利制碱不得不走一条自力更生跨越难关之路。在此生死关头,技师长侯德榜被派往美国,寻找解决技术问题的方法,并初获成功。1925年末,永利制碱为购买新的设备向金城银行申请贷款60万元。然而,金城银行内部存在着对永利制碱坏账风险的顾虑,对此贷款申请并不持积极态度。这可以从袁左良的回忆中得到佐证:

金城对于永利的巨额放款,起初津行负责人和一部分同事都不赞成。因为那时久大欠金城的借款,已达七、八十万元,行内同人[仁]也知道久大借去的钱都是为永利所化[花]的,而永利试行制碱一再失败,行中同人[仁]深怕这些放款难以收回。所以到1925年底欲于久大借款外,再以永利名义借六十万时,津行不愿意再放。但周作民认为可以放,结果以总处名义通知津行照放,幸亏放了不久,永利即逐步成功。<sup>⑦</sup>

可见,在本次贷款中,周作民本人的确发挥了巨大作用。然而,也有人认为,周作民兼任久大精盐董事职务,能够较早地获取侯德榜赴美攻克技术难关并从美国购买新设备等消息。<sup>⑧</sup>

① 《余啸秋回顾(1960年6月)》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第168—169页。

② 在民国时期的利息计算中,通常使用“月息〇厘(分)”“年息〇厘(分)”等单位。值得一提的是,按月计算时“厘”意为千分之一,按年计算时“厘”意为百分之一。此外,无论按月还是按年,“厘”均为“分”的十分之一。史料中还有“周息〇厘”的说法,但并非“每周〇厘”之意,而是按复利计算每年〇厘的意思。例如,“周息七厘”指的是以复利计算年利率为7%。

③ 在1923年金城银行的贷款业务中,月息6厘至8.5厘的放款占放款总计的8.90%,9厘至1分的占60.49%,1.05分至1.2分的占26.31%,1.3分至1.5分的占8.73%,1.6分至1.8分的占0.57%。中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第37页。

④ 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第561页。

⑤ 《徐善详关于天津永利制碱公司及其塘沽工厂的调查报告(1929年11月30日)》,中国第二历史档案馆藏:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),南京:凤凰出版社2000年版,第436—446页。

⑥ 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第165—166页。此合同在短短两个月时间内签订,应属正式谈判之前签订的Letter of Intent(合作意向书)。

⑦ 《访问袁左良记录(1957年1月)》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第168—169页。

⑧ 此外,范旭东曾致函周作民称:“……惟闻吾兄为此事颇感斡旋,且但[担]负许多危险,深为怅然。在吾等私交,即再加烦累,谅亦不予我罪,此举究属公事,且为营业性质,若非双方允协,万难稍事融通,未卜贵行对此是否不嫌负担过重,而吾兄个人是否不感困难,辱在至交,不妨率直见示,俾能释然。弟愚戆性成,雅不欲以公事而累及私交也。”(《范旭东致周作民函,约1926年》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第169页)。

另外,不得不说永利制碱与金城银行签订的这笔贷款合同,是附带了极为苛刻的条件。不但利率高达月利1分,永利制碱所有固定资产、原材料、产品及附属财产都被用为抵押,就连火险保单也要交给金城银行。尤其需要注意的是,久大精盐在这次贷款中的作用,它本身不但是永利制碱的保证人,其在金城银行的抵押品也被视为永利制碱的第二抵押品。另外,自合同订立之日起,永利制碱所有的财务往来都要交付金城银行办理。<sup>①</sup>

永利制碱用这笔60万元贷款购买并安装了新设备,于1926年6月29日成功生产出碳酸钠含量达99.24%的白色纯碱。可以说,永利制碱以此极“不平等条约”进行的一搏,换来的是中国化学工业标志性的成功,也促使永利制碱迎来了发展壮大的历史阶段。

如上所述,永利制碱在创业期如果没有久大精盐的替代贷款,其巨额的初期投资不可能实现。从这个意义上来说,永利制碱的诞生具有“企业创造企业”的金融特征。虽然金城银行也在永利制碱的资金调度中发挥了重要作用,但股份投资数额极少(1927年的金城银行投资清单显示,投向永利制碱股份的资金仅有3万元),大部分为高利率、抵押完善的短期融资。

## (二)发展期的金融结构(1927—1933年)

自1926年开始,永利制碱逐渐步入正常的运营轨道,并于1929年筹划烧碱的生产。虽然此时永利制碱已经开始盈利,但盈利额依然较少,无法从内部积累中调度足够的资金来支持烧碱项目上马。<sup>②</sup>同时,1929年以前,以股份筹集来的资金也已经用到创办费、实验、机械以及设备等用途上。因此,筹资再次成为决定永利制碱生死存亡的关键问题。由烧碱项目衍生出来的新的资金需求缺口不得不依靠外部资金,也就是银行贷款来补充。表3和表4显示了永利制碱当时的金融状况。

至1927年上半年,永利制碱在日本市场上与英国卜内门公司展开了倾销大战。1927年永利制碱的纯碱生产成本约是4.35元/担,而在日本市场的销售价格却仅为3.99元/担。<sup>③</sup>卜内门公司起初以降低产品价格进行对抗。永利制碱和卜内门公司在寡头垄断市场上的降价竞争行为,必然导致两败俱伤。<sup>④</sup>永利制碱的净利润在1928年就比前一年翻了3倍多,但1929年的利润额不足8.5万元(比1928年减少了7000多元),这无疑是由于日本市场的倾销战略所导致的结果。<sup>⑤</sup>鉴于此,两家公司决定妥协,永利制碱同意退出在日本市场上的直接销售业务,将该业务委托给卜内门公司。而卜内门公司同意支付30万元来获取永利制碱的销售委托权。如表3所示,在永利制碱的资金来源中,由卜内门公司所支付的30万元对永利制碱渡过当时的资金周转困境极其重要。

1929年,永利制碱通过股份筹集到的资本金增至200万元,终于实现了1921年以来的股本募集目标。但是,这并不意味着有新的资金注入永利制碱。而是因为,久大精盐将之前借给永利制碱的70.5万元款项转换成了股份,使资本金达到了200万元的目标。在此状况下,永利制碱只好以20万元有价证券和库存为抵押,向上海商业储蓄银行、浙江银行和兴业银行三家银行申请30万元贷款的方式来解决资金缺口。可以说,久大精盐的“债转股”行为,虽然没有为永利制碱注入新的资金,但为其节省了近3万元的利息支出,很大程度上提高了永利制碱的盈利能力。如表4所示,

① 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第167—168页。

② 永利制碱在1927年的利润额只有2.4万余元,虽然之后随着产量的递增利润额也迅速增加,在1928年达到9.2万元,但这与上马烧碱项目所需的20万元相去甚远。《上海银行档案“金宗城、林风苞、奚玉书致中国、上海、金城、浙江兴业四银行的查帐报告”》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第560页。

③ 《徐善详关于天津永利制碱公司及其塘沽工厂的调查报告(1929年11月30日)》:中国第二历史档案馆藏编:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),第440页。

④ 但据三品赖忠的统计,永利制碱在日本市场上的销售量仅不足10万担,和卜内门倾销竞争带来的损失并不大。永利制碱在日本市场上以小谋大的倾销战略,可谓企业市场战略的典范。三品赖忠《支那における酸、曹達及窒素工業》,18頁。

⑤ 《上海银行档案“金宗城、林风苞、奚玉书致中国、上海、金城、浙江兴业四银行的查帐报告”》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第560页。



永利制碱的利息支出占销售额的比例,从1928年的14.80%降低到9.00%,证明其资金结构有了较大的改善。<sup>①</sup>

表3

永利的资金运用和来源

单位:万元

	运用		来源		
	1928年	1929年		1928年	1929年
库存	39.9	28.9	资本金	129.5	200.0
固定资产	227.0	227.0	金城银行贷款	48.0	48.0
创办、实验费	90.1	90.1	上海浙江兴业贷款		30.0
工程技术费	32.5	32.5	中孚银行贷款	5.0	
			向久大精盐借款	139.0	47.0
			卜内门公司销售委托款	30.0	30.0
			固定资产折旧		14.5
			其他	38.0	9.0
合计	389.5	378.5	合计	389.5	378.5

资料来源:《上海银行档案“金宗城、林风苞、奚玉书致中国、上海、金城、浙江兴业四银行的查帐报告”》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第560页;《徐善详关于天津永利制碱公司及其塘沽工厂的调查报告(1929年11月30日)》,中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),第436—446页。

表4

永利制碱所支付的利息与销售额比较

	1924年至1927年合计	1928年	1929年9月
销售额(元)	1 256 269	975 068	1 019 935
支付利息(元)	191 400	144 300	91 350
支付利息与销售额比(%)	15.20	14.80	9.00

资料来源:同表3。

说明:支付利息的计算方法如下,永利制碱对久大精盐的借款在1926年之前不支付利息,自1927年至1929年8月开始按月4—5厘的低利率支付利息,从1929年9月以后以月利率1分支付利息。金城银行、上海银行、浙江兴业银行的贷款皆以月利率1分支付。对中孚银行贷款自1927年7月起每半年支付月利率1.1分的利息。

化学工业虽然设备投资巨大,但同时具有较大的规模经济效应。永利制碱在1927年产量突破1万吨大关后,产量增长缓慢,其规模经济效应有限,生产成本相对偏高。范旭东虽然意识到扩大生产规模的重要性,然而永利制碱却无法改变所面临着的“以股本形式筹资困难,以及由此所产生的自有资本过少这一来源于天津金融市场的历史特质的问题”。<sup>②</sup>因此,范旭东试图通过向国民政府工商部申请与卜内门公司合资的办法,来度过外部资金制约的难关。

1929年10月2日,范旭东向工商部提交申请,希望准允其与卜内门公司的合资事宜。范旭东在申请函件中对永利制碱所面临的困境做出如下描述:

资本过少,产量无多,故成本加重。原料价贵,英国原盐一吨,价值不过华币二角五分内外。

我国长芦盐最低每吨非四元内外莫办。银行利息高,周转不易。社会同情者少,故无以集资。

交通不便,运费奇昂……现在之危机,即能与外商妥协,两不竞争则生,否则立毙。<sup>③</sup>

范旭东认为,永利制碱要渡过眼前危机,“唯一前提,即在如何扩张产量,并避免竞争”。<sup>④</sup>永利制碱与卜内门公司合资,既可以扩大生产规模,又可以将恶性竞争内部化,无疑是一个明智之举。同时,

① 根据久保亨的计算,该时期纺织业企业的支付利息占销售额的比例平均在5%左右。久保亨「近代中国綿業の地带構造と経営類型——その発展の理論をめぐって」『土地制度史学』総第113号,1986年。

② 久保亨「近代中国綿業の地带構造と経営類型——その発展の理論をめぐって」『土地制度史学』総第113号,1986年。

③ 《范旭东致工商部呈一(1929年10月2日)》,中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),第446—447页。

④ 《范旭东致工商部呈一(1929年10月2日)》,中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),第447页。

中英双方的出资比例也设定在 52% 与 48%，在一定程度上考虑了重要产业的所有权问题。同时，范旭东还意识到，政府对中外合资计划的审批过程需要耗费大量的时间，于是在 10 月 18 日，他再次向工商部呈函，请政府直接注入资金。

工商部接函后，立即向行政院汇报。工商部认为，第一，碱是化工基本原料之一，从军用品到民间日用品具有广泛应用价值，是与国防民生息息相关的重要物资，因此对外国企业的介入有顾虑。第二，既然短期内培育国营制碱厂无望，如果能利用永利制碱已有的基础，投入国家资本，扩大生产规模，也必将提高其社会信用，有助于其社会资金的筹集，最终打破外国企业垄断局面。10 月 22 日，工商部下达了行政院第 3517 号训令，决定对永利制碱注入国家资金、减免运费和税费。该训令还包含了工商部对永利实施的优惠措施，以及与新公司相关的资本筹集方案。具体地说，公司总资本 500 万元，国家资本投入额为 200 万元，政府对原材料采取 30 年内免税并放弃国家股份分红等要求。1930 年 2 月 10 日及 13 日，行政院向工商部发布训令，正式批准工商部向永利提出的上述优惠措施，并将从国家资本投入之日起开始执行。<sup>①</sup>

以国家将会投入的资本为后盾，永利制碱于 1929 年末到 1930 年初积极筹划扩大设备投资的计划。1930 年初，在关键的国家资本迟迟不到位的情况下，仍从国外购置并安装了烧碱等产品的生产设备。同时，近 100 万元的银行贷款即将期满，永利制碱再度陷入了资金困境。在范旭东多次向工商部呈函催促资金之后，6 月 12 日，工商部向财政部提案，申请在国家资本投入之前，允许永利制碱发行公司债，并将包括原材料免税等在内的优惠措施提前至 6 月 1 日开始实施。对此，8 月 20 日，财政部长宋子文以军费支出庞大，国库枯竭为由，推迟向永利制碱投入国家资本。同时，宋子文在回函中明确指示，只有在永利制碱有望在将来具备偿还能力的前提下，才允许其发行公司债。接函后，9 月 6 日，范旭东向工商部提交了发行公司债的申请。9 月 9 日，财政部向工商部发出公文，批准永利制碱发行公司债，并规定尽管当前尚无法投入国家资本，但认可永利制碱自 1930 年 7 月 1 日起转为半官半民企业，并自该日起对永利制碱的工业用盐实施免税政策。另外，工商部约定当国家财政好转之时，即刻向永利制碱投放 200 万元的国家资本。<sup>②</sup> 综上所述，虽然永利制碱提出的与卜内门公司的合资计划无疾而终，但在国民政府保护幼稚产业的政策下，永利制碱开辟出一条半官半民重组之路。其具体投资与筹资计划如表 5 所示。

如表 5 所示，永利制碱在 1929 年底的生产规模扩展中，设备和固定资产投资达到 100 万元，同时计划筹集 40 万元流动资金和 160 万元的偿还借款资金。这 300 万元的巨额资金需求，试图通过民间扩股增资 100 万元和政府投资 200 万元进行调度。然而，至 1930 年 10 月，政府资金仍遥不可及，而此时永利制碱已经实施的 100 万元投资，只能向久大精盐、金城银行以及浙江兴业银行定向发行公司债来解决。在之后数年间，进一步以尚未发行的公司债为抵押，向中国银行、上海银行等贷款。永利制碱虽然期望通过增资来减少巨额的利息支出，降低生产成本，然而这一目的未能实现。最终，永利制碱的融资困境极其严峻，这包括发行以面值 9.8 折另附高达 1 分月息的公司债、所有财产以及产品均被做为公司债的担保、承购公司债的主办银行向永利制碱派驻职员并担任经理部长一职、承购银行还拥有在出现不履行偿还义务时自由处置抵押物的权利，等等。

另一方面，扩大设备投资带来了永利制碱巨大的规模效应，1930 年前一直低于 18 000 吨的年产量在 1931 年陡增至 23 000 吨，1932 年进一步增加到 32 000 吨，1935 年更是达到 45 000 吨。<sup>③</sup> 同时，由于世界性经济危机引发的银价暴跌使碱价相对上涨，也导致外国产品进口减少，永利的盈利能力迅速提高。

① 中国第二历史档案馆编：《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》（工矿业），第 450—454 页。

② 中国第二历史档案馆编：《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》（工矿业），第 455—460 页。

③ 三品頼忠『支那における酸、曹達及窒素工業』，1 頁；久保亨「近代中国綿業の地帯構造と経営類型——その発展の理論をめぐって」『土地制度史学』総第 113 号，1986 年。

表 5

永利制碱 1929 年至 1930 年的投资与筹资计划

单位:万元

1929 年末投资		1930 年 10 月后公司债筹措			
投资项目	所需金额	承购人	金额	金额	
扩大纯碱生产设备 (日产 120 吨)	25	金城银行	50		
		久大银行	50		
对碳酸氢钠设备投资	5	浙江兴业银行	0.7		
烧碱生产设备投资	20				
锅炉及其他机械	15	以未发行公司债担保借款			
征地	15			贷款银行	
盐田与矿山	15	未发行公司债	99.3	中国银行	33.5
				上海银行	10
厂房	5			浙江兴业银行	10
流动资金	40			中南银行	10
偿还借款资金	160			盐业银行	8.5
合计	300	合计	200		72

资料来源:《上海银行档案“金宗城、林风苞、奚玉书致中国、上海、金城、浙江兴业四银行的查帐报告”》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第 560 页;《徐善祥关于天津永利制碱公司及其塘沽工厂的调查报告》,中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),第 436—446 页。

表 6 显示了 1933 年永利制碱的盈利情况。其中,左栏为“金宗城等的报告”的调查数据,是永利制碱为新建硫酸铍厂向各银行提出贷款申请时,银团于 1933 年 12 月开展的调查结果。该报告基于永利制碱的实际财务记录而作,对了解永利制碱的盈利状况极有帮助。表 6 的右栏是笔者综合三品赖忠、金宗城等的报告中出现的数据进行推算后的结果。“金宗城等的报告”是为银行提交的贷款可行性报告,主要偏重于永利制碱是否存在坏账风险,因此笔者主要将之用在推算永利制碱的可支配财产方面。从这些数据可以看出,1933 年永利制碱的资金压力已经大为缓解。笔者所推算的该年度净利润与“金宗城等的报告”所述的“70 万元多”基本一致。而据此推算出的高达 59.30% 的股本收益率充分说明了永利制碱具有极高的收益能力,已经顺利步入正常发展的轨道。然而,不可忽视的是,为永利制碱带来高收益的主要原因在于市场条件的变化和规模经济效应。具体来说,一方面是由于世界性经济危机导致银价暴跌,每担碱的平均销售价格由 1929 年止的 5.5 元<sup>①</sup>上涨至 7 元,另一方面是生产成本涨幅非常小,仅由 4.35 元上涨至 4.5 元。

表 6

永利制碱 1933 年的盈利情况

金宗城等的报告(单位:万元)		笔者推算 <sup>1</sup>	
净利润	70	年产量(担)	566 667
未分配红利	16	库存(担)	280 000
外汇获利	12.6	销售量(担)	474 279
公积	12.4	平均单价(元/担)	7
滚存盈余	1	销售额(元)	3 319 953
坏账准备	0.98	销售成本(元)	2 134 256
库存重估盈余	28	营业收入(元)	1 185 698
		支付利息(元)	474 279
		净利润(元)	711 419
合计	141	股本收益率(%) <sup>2</sup>	59.30

资料来源:《上海银行档案“金宗城、林风苞、奚玉书致中国、上海、金城、浙江兴业四银行的查帐报告”》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第 560 页;三品赖忠『支那における酸、曹達及窒素工業』,16 頁。

注:1. 推算中笔者将年产量 34 000 吨换算为担时设定 1 担 = 60 千克,成本为 4.5 元/担,各种营业成本设定为 1 元/担。

2. 股本收益率 = (净利润 + 支付利息) / 股本总额。

① 《徐善祥关于天津永利制碱公司及其塘沽工厂的调查报告》,中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),第 436—446 页。

但是,随着1934年美国实施白银收购政策,白银价格暴涨,永利制碱出口量骤减。<sup>①</sup>国内市场销量下跌,<sup>②</sup>销售价格也受通货紧缩影响而略有下跌。<sup>③</sup>这无疑得力于1934年12月起实施的法币制度带来的汇率稳定效果。从这些情况综合来看,虽然永利在1934年、1935年的盈利情况出现了一定程度的恶化,但如三品赖忠所指出的那样,永利制碱“具有非常大的值得期待的发展潜力”。<sup>④</sup>

### (三) 永利化学时期的资金调度

1934年3月28日,永利制碱开始筹建硫酸铔厂并召开了变更公司组织的临时股东大会,决定将公司更名为“永利化学工业股份有限公司”,增资350万元,成为一家拥有高达550万元资本金的大型企业。这350万元增资计划除通过对永利制碱的资产评估计入150万元之外,由金城银行和上海银行分别出资75万元。<sup>⑤</sup>自此,永利化学朝着中国最大的肥料及酸碱化学企业的目标,扬帆起航。

然而,永利化学进军化肥领域并非沿着范旭东制定的中国化工业发展战略进行的,而是带有迫不得已的被动性质。可以说,永利化学是在卜内门公司、IG公司试图与国民政府开展合资事业的过程中,被动涉足硫酸铔生产的。对永利化学来说,上述增资计划无疑是一种资金调度战略,即通过涉足硫酸铔使原本困难的筹资活动变得相对容易。在这一点上,时任上海银行副总裁的邹秉文在上海银行第118次总经理处会议上的报告可以证明。<sup>⑥</sup>

1932年,卜内门公司为夺回被永利制碱占去的市场份额,向实业部部长孔祥熙呈函,提出与国民政府合作建设基础化学工业的倡议。孔祥熙与邹秉文就函件内容进行磋商后,一致同意筹建硫酸铔厂,并向卜内门公司正式回函。实际上,这对于当时已经基本垄断了中国化肥市场的卜内门公司来说,并不具有很大的吸引力,但碍于硫酸铔属于其主动提出的基础化学品事业,无法拒绝国民政府的回复。于是,卜内门公司派出四名董事赴中国为筹建工厂开始了准备工作。

实业部则派出由邹秉文等4人组成的代表团负责该合作项目。由于邹秉文等人并非化工专家,因此投资计划交由范旭东制定。根据范旭东的计划,英德两国共出资700万元,中方出资800万元,成立一个资本金为1500万元的公司。中方计划从英国庚款退款中筹资400万元,剩余400万元通过中国金融界筹措。中方向卜内门公司提出条件,合资后禁止其在中国设立同类工厂,要求只有在市场需求超过计划产量(5万吨)并发生供不应求时方可进口卜内门公司产品。在此背景下,卜内门公司迅速向中国派出由英德专家组成的代表团,制定建厂方案。然而,该代表团在具体内容上未能与中方达成一致,最终仅以草签协订而匆匆告终。1932年冬,卜内门公司再次向中国派出具备相应权限的负责人员,为正式签约展开谈判,但最终还是未能达成一致。

1933年,卜内门公司总经理亨利(Henry)与出访英国的财政部长宋子文进行了会晤,得到宋子文认可合资事业的非正式承诺,并将之书面化形成备忘录后获得了宋子文的签字。同年11月亨利访华,欲根据这份有宋子文签字的备忘录,正式与中方签订合同。然而,由于当时宋子文已辞去财政部长一职,邹秉文被指定为新任财政部长孔祥熙的谈判代理人。邹秉文提出需要一些时间以确认备忘录内容。在此期间,邹秉文从宋子文签订备忘录时在场的中间人处了解了相关情况 after 认为:

在中国建硫酸铔厂的目的在于降低硫酸铔价格,但合同却要设定较高的价格。公司所有管理权限都被英德掌握,产品也由他们一手销售,还必须向英德支付5%的佣金。这简直就是要求

① 1933年出口量为114888担,1935年减少为32221担。三品赖忠『支那における酸、曹達及窒素工業』,18頁。

② 1935年25000吨,三品赖忠『支那における酸、曹達及窒素工業』,18頁。

③ 若以1926年价格为100,则碱类化学品的批发价格指数在1931年8月为155.1,1932年8月为150.2,1933年为155.4,1935年10月为127.3。中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第352、393頁。

④ 三品赖忠『支那における酸、曹達及窒素工業』,22頁。

⑤ 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第555頁。

⑥ 《邹秉文在上海银行第118次总经理处会议报告》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第551頁。

把中国市场拱手让给英德,并且不能再建第二家工厂。断然不可签订这种卖国合同。<sup>①</sup>

邹秉文向实业部和财政部直谏应废除宋子文备忘录。然而,这一投资计划作为中英之间初次合作,受到英国政府高度关注,在无正当理由的情况下废止,将会影响中英关系。在这种进退两难的情境下,实业部以中国国内已有民间企业着手硫酸铔生产计划为由,告知亨利国民政府已无必要再参与该项目。亨利询问中国代表团,所谓的中国民间企业是否“永利”,邹秉文未做否认。

由于范旭东负责制定了中英合资计划中的中方规划,永利制碱将不得不按照实业部拒绝英国的理由来弄假成真。同时,邹秉文与实业部次长陈公博也负起责任,向范旭东约定上海银行与政府将尽全力支持该事业。范在永利制碱已有的基础上,重新制定了建硫酸铔厂规划。总投资额修改为700万元。永利的增资计划由财务管理银行金城银行与上海银行、浙江兴业银行共同实施。如此一来,永利制碱顺应时局的变化,被动地决定开展硫酸铔生产。但在筹资方面,则一改往日的被动局面,开始掌握主动权。

1934年3月,永利化学增资计划起步,新建硫酸铔厂所需的700万元资金自然不再动用其内部资金。由于政府已经废除了宋子文备忘录,政府也同样不能出资。因此,可以利用的筹资手段唯有发行公司债一途。按照当时的公司法规定,发行公司债不得超过其资本额。<sup>②</sup>永利化学在增资后,金城银行与上海银行缴付150万元股本,资本金增至550万元。也就是说,只要发行其上限550万元公司债,就可筹集700万元。由于实际发行公司债需等工厂开工以后才能进行,因此各银行遂以透支的形式向永利贷款550万元。

1934年12月1日,“永利公司借款银团”正式成立。借款银团由中国银行、上海银行、浙江兴业银行、金城银行以及中南银行组成。事务所设在上海,负责所有与550万元永利融资相关的业务。1934年至1937年的筹资情况如表7所示。

表7 1934—1937年永利化学的融资情况 单位:万元

	从贷款银团借入金额		公司债筹集
	1934年12月	1936年5月	1937年7月
中国银行	150	30	200
上海银行	150	30	180
浙江兴业银行	100	20	120
金城银行	75	15	200
中南银行	75	15	100
交通银行	—	—	200
合计金额	550	110	1 000
年利率(复利)(%) <sup>1</sup>	7	9	7
贷款银团手续费(%)			5
金城银行贷款利率(%) <sup>2</sup>			11.90

资料来源:中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第375、423—430页。

注:1. 1934年12月来自贷款银团的融资在1937年7月发行公司债时,适用1936年5月时的透支贷款利率9%。

2. 金城银行贷款利率为占贷款业务九成业务的平均值。

1934年12月,借款银团融资只能用于建硫酸铔厂的用地、建筑、设备等支出。该时期的永利化学在制碱方面虽然取得了成功,但还未具备硫酸铔的生产技术。另一方面,由于放弃了与英德的合资计划,技术问题只能向美国寻求帮助。1934年春,永利化学派侯德榜远赴美国负责引进技术事宜。侯历尽千辛万苦,终于在6月以12.5万美元的价格从NEC公司(Nitrogen Engineering Corporation)引

① 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第552页。

② 中国人民银行上海市分行金融研究所编:《上海商业储蓄银行史料》,第555页。

进技术并从此公司购入了主要设备。在此情况下,工厂建设速度大大提高,550万元贷款也在1936年初全部用完。1936年5月,该银团又以透支形式给永利化学融资110万元。该年末,南京硫酸铔厂按计划完工,1937年2月开车生产。

工厂投产后,1934年永利化学和贷款银团间约定的“发行公司债偿还银行贷款”的计划也顺利步入实施阶段。但是,原预计发行的550万元公司债已不足以清偿660万元贷款。在这种情况下,永利化学向国民党政治委员会提出了发行公司债的特别申请。6月,行政院向永利化学下达关于特殊批准其发行1000万元公司债的通知。7月1日,设在中国银行上海总管处的“承募永利公司债银行团事务所”成立。后因卢沟桥事变爆发,公司债并未印刷和发行。但是,截至8月13日,贷款银团已向永利支付总额970万元的资金。12月,南京硫酸铔厂遭到日军轰炸,并被日军侵占接管。永利化学遂决定开展内地战略,试图在战争中继续发展。据余啸秋回忆,其公司债于1947年9月、12月以及1948年4月,根据《银行业战前存贷款相关清理条例》已向贷款银团清偿。<sup>①</sup>

如上所述,永利化学时期,其事业开展具有浓厚的民族主义色彩。这与1932年发生的“一·二八事变”引发抵制日货、支持国产运动愈演愈烈具有密不可分的关系。此类爱国性质的事业与政府战略不谋而合,即不能将对国防具有极其重要意义的重化工业拱手交给外国人控制。由于考虑中英关系等原因,政府不能直接投资。取而代之的方法则是由中国银行和交通银行等政策性银行加入贷款银团,从而引导民间储蓄资金进入该领域。另外,对永利化学每年应支付的38万元公司债利息,政府也于1936年制定了政府保证方法等。<sup>②</sup>可以说,政府不但为永利化学在融资方面提供了便利条件,还为永利化学提供了包括利息代付、免税等多种积极的产业培育政策。

另一方面,银行在“爱国”的大义名分之下与永利化学一起制定了资金调度计划。但事实证明,银行具有试图通过将剩余资金提供给优质贷款对象来获取利润的行为模式。表7所显示的贷款银团在承购1000万元公司债时,除本应支付的7%的利率外,还需要额外支付周5厘的银团酬劳金。<sup>③</sup>因此,永利化学所需要支付的利率基本上与永利制碱时期处于同等水平。从金城银行的贷款中,超过9成以上贷款的平均利率为11.9%的事实来看,对永利化学的融资利率也绝非优惠。

### 三、结语

在近代中国民族工业的发展过程中,出现了一批以机械化生产为特征的重化工业企业。这些企业由于投资规模巨大、市场前景难测,在创立初期无不遇到极强的外部资金约束。对此,既有文献通过对企业史料的解读,分析了“人际关系网”、“政府扶持”或“集团内部融资”现象,诠释了企业融资机制,取得了诸多令人信服的成果。

然而,在社会资本持有者资产存储水平普遍较低的民国时期,股票的发行市场和流通市场发展均受阻碍,通过股份公司制动员社会资金的途径具有局限性。由于北京政府在政治上处于军阀割据状态,未能及时建立起统一的金融体系,对外还存在偿还外债的问题,财源极度匮乏。北京政府的财政基础建立在公债之上,政府所能发挥的产业资金功能极其有限。而各银行处在“大量设立大量破产”的历史阶段,为谋求自身的生存,最大限度地在回避风险的同时追求利益,不得不带有高利贷般靠“利差”经营的特征。

在这种环境下,永利制碱在创立初期,其资金来源主要依赖久大精盐和金城银行,而久大精盐发

<sup>①</sup> 《余啸秋回忆(1960年11月)》,中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第429—430页。

<sup>②</sup> 当永利在纯碱业务中所获利润不足以支付利息时,由政府代替支付。中国第二历史档案馆编:《中华民国史档案资料汇编》第五辑第一编《财政经济》(工矿业),第446页。

<sup>③</sup> 《金城档案:永利公司发行公司债之经过节略(1937年7月1日)》(中国人民银行上海市分行金融研究所编:《金城银行史料》,第429页)中记载了银团酬劳金为周息3.5厘,而在“经理合同”中则为周息5厘,本文认为合同内容更为准确。

挥了供应链金融模式中核心企业的作用,不但直接为其承担了信用风险,还进行了直接投资。处于企业发展阶段的永利制碱,虽然资金还依赖于久大精盐和金城银行,但久大精盐以“债转股”的形式化解了其债权,扩大了企业的资本金规模。可以说,永利制碱是由其兄弟企业创造出来的,是“企业创造企业”的典范。1934年以后,永利化学夹在中英关系之间,不得已为政府拒绝卜内门公司合资计划的理由作掩护,弄假成真走向与国防工业挂钩,开始在政府支持下与政策性银行以及银行贷款银团的合作。另一方面,对银行来说,通过向新兴产业的融资,获取了高昂的利润,促进了其快速发展。

诚然,在企业创立和发展过程中,企业家、技术、人才等管理因素同样发挥着不可忽视的作用,本文提出“企业创造企业”的论点是立足于经济学的角度将上述管理因素抽象归纳为企业的资本关系的结果。同时,正如朱荫贵所指出的那样:“在扩大自身规模和发展企业集团时,同样要利用已有企业的支持以及对外借贷来维持,这种发展模式在近代中国民间资本企业中十分普遍,荣家企业、刘鸿生企业集团等均是如此,”<sup>①</sup>可见“企业创造企业”是中国近代企业在解决外部资金约束问题时常用的一种融资手段。这种模式与欧美等先进资本主义国家依靠股本融资不同,是我国近代金融制度未臻完善之前前提下的一种“创新”。与永利化学的成功经验相比,大生纱厂最终却陷入被银行团清算接办的结局。因此,从资本结构的角度继续探讨我国近代企业集团的形成和发展仍是企业史研究的重要课题之一。

## **“Enterprises Create Enterprises” under the Restriction of External Funds: To Understand the Financial Innovation of Modern Chinese Enterprises through Yunlee Chemical**

*Wang Jingbin*

**Abstract:** This paper analyzes the financial structure of Yunlee Chemical Co., Ltd. in different development processes and discusses the financial innovation model under the restriction of external funds. First, in the initial stage of enterprise establishment, the financing of shares was floundering. Funds mainly came from Chiuta Refineries and KinCheng Bank (KCB). Chiuta Refineries played the role of today's core enterprises in the supply chain financial model and assumed the credit risk. Second, in the developing stage of Yunlee Soda Plant, although funds were still dependent on Chiuta and KCB, Chiuta resolved its creditor's rights towards Yunlee Soda Plant through “debt-to-equity swap,” expanding the capital base of the enterprise. Third, in the stage of Yunlee Chemical, the direction of enterprise development had to be linked with the national defense industry. With government support, a loan syndication consisting of six banks underwrote the corporate bonds, embarking on a special historical mission. Therefore, Yunlee was created by its related enterprises, a fine example of “Enterprises Create Enterprises.”

**Key Words:** Yunlee Chemical; Restriction of External Funds; Enterprises Create Enterprises

(责任编辑:高超群)

<sup>①</sup> 朱荫贵:《“调汇”经营:大生资本企业集团的突出特点——以大生棉纺织系统为中心的分析》,《广东社会科学》2016年第2期。