

近代荣家企业投机研究^{*}

——基于财务史料的视角

柯 华

内容提要:在对近代荣家企业的研究中,关于其20世纪20年代末到30年代初大规模投机的分析甚少。仅笔者搜集的财务资料记载就显示,荣家企业的投机交易历史长达18年(1921—1938),本文把荣家企业的投机活动划分为四个阶段:钱庄时期、操纵国内市场时期、国内交易所时期、国际交易所时期。经过对与荣家企业投机相关的财务资料的梳理和分析,本文认为:20世纪30年代,荣家企业爆发大危机的直接原因是国际期货市场投机失败造成的巨额亏损;间接原因则是企业大股东和高管大规模卷入投机交易活动,进而导致实业经营的混乱。荣家企业参与投机的动机,与其对异常动荡的原料和产品市场的风险控制意图相关。但荣家在投机的路上越走越远,偏离了实业基础,最终因为在国际期货市场上的惨重损失而致申新搁浅。

关键词:近代荣家企业 冒险精神 投机 交易所

关于近代荣家企业的研究非常丰富,^①许维雍、黄汉民等学者的研究堪称经典,^②但从财务角度进行的研究为数甚少。^③这与财务数据的专业性、旧式(四柱)记账解读的困难、近代公司商用账簿的保密性、财务资料的不完整等因素有关。20世纪中叶以来,海外经济史学界在计量方面(包括账簿资料的挖掘、搜集与整理)取得重要进展,遗憾的是中国经济史学界在此方面尚进展不大。^④笔者也注意到学界对20世纪20年代末到30年代初荣家企业的“大规模投机”的研究,迄今仍然不够充分。对于企业史上著名的“1934年申新搁浅”事件,学者一般认定是由于“信用过度扩展”导致资产负债率过高。^⑤通过整理荣家企业投机的一手财务史料,笔者认为,20世纪30年代国际投机的巨额损失及长期投机引致的管理层无心经营,才是申新系统搁浅的根源。

一、关于近代荣家企业的投机

(一)近代企业家的冒险与投机

在一个充满不确定性的世界中,行动者企业家身上体现出了独特的企业家精神——不断洞察与

[作者简介] 柯华,上海立信会计金融学院讲师,上海,201620,邮箱:kh772002@163.com。

* 本文得到上海立信会计金融学院校级项目“基于荣氏家族企业案例的近现代中国会计制度变迁研究”支持(项目号:11321A1112KJYJ11);另外非常感谢编辑和匿名审稿人所提的宝贵建议,当然文责自负。

① 参见王子平《近三十年荣家企业研究综述》,《四川理工学院学报(社会科学版)》2012年第2期。

② 许维雍、黄汉民:《荣家企业发展史》,北京:人民出版社1985年版。

③ 学界仅有少数研究利用了荣家企业的财务数据。陆兴龙:《申新纺织公司扩张时期经营状况分析》,张忠民等主编:《近代中国社会环境与企业发展》,上海社会科学院出版社2008年版;廖树钧:《荣氏企业财务管理研究(1896—1949)》,硕士学位论文,香港新亚研究所,1996年;卞欣然:《申新纺织公司兼并时期的财务分析》,硕士学位论文,上海社会科学院经济研究所,2006年等。

④ 袁为鹏、马德斌:《商业账簿与经济史研究——以统泰升号商业账簿为中心(1798—1850)》,《中国经济史研究》2010年第2期。

⑤ 例如,潘必胜《荣家企业组织研究》(《中国经济史研究》1998年第2期)、黄汉民、陆兴龙编《近代上海工业企业发展史论》(上海财经大学出版社2000年版)等。

发掘现实世界的利润机会,并以获取“创造性”利润为终身追求。^①在企业理论中,当企业家精神与资本扩张增值的本能相结合时,就产生了现代制度变迁的强大驱动力。^②无疑,企业家精神中最重要的就是冒险精神,冒险精神往往伴随着投机行为。投机一般指根据对市场的判断,把握机会,利用市场出现的价差进行买卖,并从中获得利润的交易行为。^③教科书中对投机行为的定义,主要放在价格变化上,也多指在商品流通领域和证券市场等领域出现的现象,然而在实践中,企业对价格的控制又往往着眼于对市场风险的控制。^④

荣家是近代最富冒险和投机精神的企业之一。依据企业对“风险及价格控制”的意图和相关实践的总结,笔者对荣家企业的投机行为进行了扩展,在本文中荣家企业的投机不仅指“贱买贵卖、快进快出”的行为,还包括期货市场上“花纱套做、卖空买空”的行为。又根据企业对“风险和价格”控制的需要,本文把诸如成立办麦公会控制原料的价格、有目的地抛售原料或者产品来影响市场、操纵价格等行为也视为投机。这些行为与一般实业的生产行为有所不同,但关系紧密。有时投机为实业服务,有时实业为投机服务。荣家这些控制风险或价格的行为主要发生在原料、产品还有外汇市场上。实业与投机行为的混合可能与当时的经济环境相关,^⑤除了荣家企业,近代众多企业(例如永安企业集团)亦有类似行为,应该说是近代实业的一个普遍特征。

(二) 荣家企业的投机及其分类

根据笔者搜集的财务数据,本文把荣家企业账簿报表中的数据划分为5类:(1)国内棉麦、纱粉投机;(2)国外棉麦、纱粉投机;(3)外汇投机;(4)利息;(5)其他相关投机(例如汇票损益等)。笔者对其进行了数据汇总。参见表1、表2。

表1 荣家企业历年投机损益数据汇总 单位:银元

年份	国内棉麦、纱粉	国外棉麦、纱粉	外汇	利息	其他	总公司汇总
1920	150 208.32	0.00	0.00	0.00	0.00	150 208.32
1921	118 697.50	0.00	0.00	0.00	0.00	118 697.50
1922	14 379.66	0.00	-22 657.49	0.00	0.00	-8 277.82
1923	-40 054.03	0.00	0.00	0.00	0.00	-40 054.03
1924	84 093.92	14 747.31	0.00	0.00	5 415.24	104 256.47
1925		0.00	5 840.29	0.00	-5 290.49	-24 271.59
1926	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1927	-384 559.02	197 660.19	44 172.09	0.00	-64 785.11	-207 511.85
1928	119 060.76	127 965.26	0.00	43 450.76	0.00	290 476.78
1929	327 667.99	-39 689.90	0.00	127 274.90	-27 048.21	388 204.79
1930	328 357.86	-4 659 504.67	0.00	0.00	-301 680.58	-4 632 827.39

① 在企业家及其组织的研究上,开始是由坎蒂隆(Richard Cantillon),随后是斯密(Adam Smith)从利润的角度进行分析,而占有特别重要地位的是奈特(Frank Hyneman Knight),他从不确定性中寻求出企业追求的利润来源。奈特在区分了风险与不确定性的基础上,把企业家看作是不确定性的承担者。参见[爱尔兰]理查德·坎蒂隆著,余永定等译《商业性质概论》,北京:商务印书馆2011年版;[英]亚当·斯密著,郭大力等译《国民财富的性质和原因的研究》,北京:商务印书馆1972年版;[美]奈特著,王宇等译《风险、不确定性和利润》,北京:中国人民大学出版社2005年版。

② [德]马克斯·韦伯著,李修建、张云江译:《新教伦理与资本主义精神》,北京:中国社会科学出版社2009年版;奈特:《风险、不确定性和利润》(中译本);刘业进、朱海就:《柯兹纳论竞争与企业家精神》,《制度经济学研究》2012年第2期。

③ 马惠明编:《英汉证券投资词典》,北京:商务印书馆2007年版,第596页。

④ 风险控制往往与投机行为紧密联系,如期货市场,其创设目标在于控制商品未来的风险,但往往演变为典型的投机市场。

⑤ 近代中国的商品和证券市场呈现出不确定性大而投机活跃的特征,直到20世纪30年代,中国的金融业都基本是在中外不平等条件下,政府监管缺位而以自由市场制度运作的。自由市场的制度是自发安排的结果,同时不免会产生大量投机行为。

续表

年份	国内棉麦、纱粉	国外棉麦、纱粉	外汇	利息	其他	总公司汇总
1931	310 408.72	-2 914 712.21	0.00	0.00	-141 235.74	-2 745 539.23
1932	-38 093.72	-789 876.56	0.00	0.00	7 904.80	-820 065.48
1933	122 667.56	83 321.71	0.00	0.00	44 906.38	250 895.65
1934	-497 928.44	0.00	0.00	0.00	0.00	-497 928.44
1935	-18 470.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-18 470.00
1936	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1937	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1938	0.00	0.00	6 844.86	0.00	0.00	6 844.86
汇总	571 615.69	-7 980 088.86	34 199.76	170 725.66	-481 813.71	-7 685 361.46

表 2 荣家企业历年投机损益数据汇总(账户调整) 单位:银元

年份	总公司汇总	总公司账目调整	各厂数据调整	账外转入调整	总公司和各厂最终汇总	总公司银账房数据
1920	150 208.32	0.00	0.00	0.00	150 208.32	
1921	118 697.50		0.00	0.00	118 697.50	
1922	-8 277.82	29 111.16	182 652.28	199 679.54	403 165.15	
1923	-40 054.03	95 094.06	397 826.96	0.00	452 867.00	
1924	104 256.47	405 562.79	281 438.33	0.00	791 257.59	
1925	-24 271.59	0.00	-4 395.99	0.00	-28 667.58	
1926	0.00	-751 676.89	0.00	0.00	-751 676.89	
1927	-207 511.85	-935 166.16	0.00	269 742.09	-872 935.91	
1928	290 476.78		147 302.98	0.00	437 779.76	
1929	388 204.79	0.00	6 617.94	0.00	394 822.73	566 916.67
1930	-4 632 827.39	0.00	263 815.62	0.00	-4 369 011.77	-5 222 330.56
1931	-2 745 539.23	0.00	0.00	0.00	-2 745 539.23	-8 003 151.39
1932	-820 065.48	0.00	0.00	0.00	-820 065.48	
1933	250 895.65	0.00	27 817.47	0.00	278 713.12	
1934	-497 928.44	0.00	0.00	0.00	-497 928.44	
1935	-18 470.00	0.00	0.00	0.00	-18 470.00	
1936	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
1937	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
1938	6 844.86	0.00	0.00	0.00	6 844.86	
汇总	-7 685 361.46	-1 157 075.03	1 303 075.59	469 421.63	-7 069 939.27	

资料来源:表 1、表 2 数据均来自上海市档案馆藏:1934 年新新决算表,档号 Q193—1—577;申新纺织总公司 1935 年决算账表,档号 Q193—1—585;申新纺织总公司各厂 1936 年度决算账表,档号 Q193—1—586;1937 年新新决算表,档号 Q193—1—578;1938 年新新决算表,档号 Q193—1—579;申新纺织总公司 1933 年度年结,档号 Q193—1—588;申新纺织总公司 1932 年度决算账表,档号 Q193—1—584;民国 20 年申茂福资产负债,档号 Q193—1—576;申新纺织总公司资产负债明细录(1930),档号 Q193—1—498;申新总公司各厂 1929 年决算表,档号 Q193—1—575;申新 1928 年决算表,档号 Q193—1—574;申新 1927 年决算表,档号 Q193—1—571;申新决算表 1925 年,档号 Q193—1—570;申新 1924 年决算表,档号 Q193—1—573;申新 1923 年决算表(含有 1921—1923 年历年数据),档号 Q193—1—569;申新总公司 1921 年决算表,档号 Q193—1—567;上海市申新第 4 棉纺织厂 1931—1937 年年结,档号 Q193—1—594;

说明:本表关于洋厘等货币折算办法如下:根据上海市历年银元市价记载,1917—1926 年间,银元最高是 1919 年的 0.768 两,最低是 1924 年的 0.707 两,一般市价在 0.72 两上下浮动,又考虑到荣家企业中在 1920 年以后已经很少以规元两为单位记账,因此涉及的财务数据不多,所以统一采取 0.72 的比例把规元两折算成银元。同理,考虑法币在 1937 年前亦无大的贬值,1937 年前的法币用 1:1 的比例折算成银元,以下数据没有特别说明的皆以银元为单位。

1. 对于荣家企业的投机损益数据汇总的说明。首先,我们对表1和表2中的相关数据的收集情况进行说明:(1)从总公司及各厂报表中收集各厂投机数据,将其损益放在调整项目上;(2)收集总公司历年挂账未处理的投机数据并汇总,调整到相应的年度,力求准确衡量投机的真实损益。例如从1927年开始出现投机亏损呆账“福记投机损益”和“许叔娱外汇损失”,一直挂到1937年,本文分别将其调整到1926年和1927年的投机损益中;(3)荣家企业的投机设有秘密另账,因此针对总公司账上出现账外转入调整年度损益的情况,单独收集进行反映;(4)收集旧式四柱记账账房中数据,用于调整数据;(5)总公司大部分与投机相关的利息支出数据,难于区分究竟是投机还是企业正常融资的费用而未予收集;(6)诸如支付“小额佣金、美国商情报告费”等,因为金额小且难于直接归类,也没有统计在表1、表2内。

其次,关于数据的其他说明:(1)1920年前企业投机业务没有单独核算,所以无相关数据。但是笔者在1922年的档案中发现历年盈余部份中有1920年损益的明细记录,1921年决算表的“粉麦买卖”存在上年结转项目,据此判断1920年应存在粉麦买卖交易。因而把诸如“粉结价”“粉定银”“粉暂记”这些与企业正常销售无关的损益归为投机类;(2)根据相关史料和回忆录:1924年到1925年间荣宗敬从事外汇投机,日元盈余数据达200万规元左右,但是账上只反映出40万规元左右;同时东亚公司的借款大幅减少;另外荣宗敬日元汇率投机时间公认为1925年,而1925年账上却没有任何外汇投机损益的记录。以上诸项笔者尚无足够资料做出准确判断,在表中也未体现;(3)1926年,申新纺织公司档案忽然中断一年,笔者据1927年“许叔娱”投机外汇损失挂账金额,对1926年的投机数据进行了补充;(4)1927年“暂记款——福记损益”调整入1927年粉麦损益数据;^①(5)1929年到1931年银账房数据与新式会计报表的数据开始出现较大差异。1931年的银账房数据与总公司的资产负债表二者相差达500多万元。

最后,关于投机数据在会计账目(科目)上的体现及如何基于账目对投机数据归集的说明。荣家企业对投机与实业损益的划分非常清楚。在其账目中,与实业相关的损益在各工厂进行核算,分为茂新各厂、福新各厂和申新各厂三个系统;虽然各厂兼营投机的业务也在各厂账户报表中有所反映,但是包含投机在内的非实业损益,大都由总公司单独核算。荣家企业对各厂和总公司的数据每年会进行合并汇总。在相关账目中,与实业相关损益反映在各厂及汇总的损益表中,有“原料成粉比较、原料成纱比较、原料成布比较、棉布成袋比较、下脚”等会计账户,分别记录面粉、纱布和下脚的销售净收益。与投机相关的损益及发生包括四个会计科目:(1)总公司的资产负债表中的“抛售纱布、抛售粉麦或者粉麦买卖、花纱买卖”;(2)总公司资产负债表中的“本年损益(失)——营业部份”包括“粉麦买卖损益、纱布买卖损益、标准花纱比损等会计明细科目”,都是投机相关的会计账户;(3)总公司损益表中的“粉麦买卖损益、纱布买卖损益”也反映投机损益数据;(4)损益表与资产负债表的投机数据可以互相印证。

关于表1的投机数据,为便于读者理解,笔者以1930年“汇总项目”-4 632 827.388元为例进行说明,参见表3、表4。

表3 1930年投机明细科目 单位:规元

会计科目	金额	会计科目	金额
①本年进出棉纱比损	-1 582.164	③本年进出中国棉花及各庄办花比益	147 956.064
②本年进出中国标准花纱比益	90 043.76	④三井	-1 037 195.91

^① 1927年总公司投机花纱套做亏120多万元,经查亏损包含福记损益93万和花纱亏损38万,合计121万元,数据与账簿相符,然根据银账房的记录和荣家企业的记账惯例,“福记”应为粉麦方面而非花纱方面的投机损失。笔者确认此为《荣家企业史料》的一个错误。参考上海社会科学院经济研究所编《荣家企业史料》(上),上海人民出版社1962年版,第207页。

续表

会计科目	金额	会计科目	金额
⑤三菱	-634 116.15	⑩本年进出印度标准棉比损	-89 295.61
⑥祥茂进出洋麦比损	-156 924.37	⑪本年进出汇票比损	-217 210.019
⑦本年进出印棉比损	-150 926.79	小计	-3 335 635.719
⑧本年进出美国棉比损	-418 479.95	银元小计	-4 632 827.388
⑨本年进出美国标准棉比损	-867 904.58		

表4 投机损益数据汇总说明 单位:银元

汇总科目	金额
国内棉麦、纱粉投机损益小计①②③	328 357.86
国外棉麦、纱粉投机损益小计④⑤⑥⑦⑧⑨⑩	-4 659 504.67
外汇投机损益	0
利息	0
其他⑪	-301 680.58
汇总	-4 632 827.39

资料来源：“申新纺织总公司资产负债明细录‘本年损益’的明细科目”（1930），上海市档案馆藏，档号 Q193—1—572，第 28 页。

从表 3、表 4 可以看出，与国内外棉麦纱布相关的 11 个子项目加总的金额为 -4 632 827.388 元。由于各厂亦有投机亏损和盈余，企业总体投机盈亏金额仍需调整，根据 1930 年“申新纺织总公司资产负债明细录”，①当年花纱买卖损益 -8 299.434 元，粉麦买卖损益 272 115.052 元，二者合计 263 815.618 元。因此，计入此项收益后，1930 年的数据应为 -4 369 011.77 元。

2. 关于投机数据的调整及初步分析。会计账户中反映投机的种类不少，有美元、日元等外汇投机，国内棉麦、国内纱布面粉、国外棉麦投机，其他诸如汇票损失及利息等。表 1、表 2 在利息方面存在不足，又银账户的数据与新式会计报表存在重大差异，两者都需要进一步在财务上进行专业的估算，最终的调整及估算金额如表 5 所示。

表 5 荣家企业投机损益估算调整（1920—1938） 单位:万银元

	国内粉麦花纱	国外粉麦花纱	外汇	利息	其他	总计
账簿原金额	57.16	-798.01	3.42	17.07	-48.18	-768.54
调整并估算后金额	153.32 ¹	-860.49 ²	-31.19 ³	-500.00 ⁴	-48.18 ⁵	-1 286.51 ⁶

注：1. 各厂调整和账外转入、福记损益等皆计入国内投机。

2. 原账簿数据 798.01 万元根据银账房与报表数据的差额进行调整，估算增加 62.47 万元亏损。

3. 估算增加“许叔嫫”的损失，则总体外汇投机损益为 -31.19 万元。

4. 投机利息支出估算：1929—1933 年报表中总公司的利息支出数计约 553.92 万，笔者取 500 万整数作为投机利息支出估算值，具体数据参考表 7。

5. 主要系 1930 年汇票损失。

6. 总金额相差的原因在于利息支出的估算。

表 5 更加接近投机损益的真实情况。第一项“国内棉麦花纱”，总体盈余估算达 153 万元，是荣家最早的、最重要的、投机时间最长的项目。五大类中唯独此项是盈余。第二项“国外棉麦花纱”，总体呈巨额负收益，1924—1938 年累计亏损估算达 860.49 万元。最早的业务是 1924 年的美麦买卖，由于当时荣家企业大量进口洋麦，从而引发对美麦的投机。第三项“外汇投机”，荣家企业早在 1922 年已经发生美金结价亏耗损失 2.2 万元，累计亏损估算达 31.19 万元。第四项“投机导致的利息支

① 上海市档案馆藏，档号 Q193—1—572，第 32 页。

出”，原投机账面利息收入 17.07 万，不合常理，表明投机相关利息支出完全没有反映在账簿上。最终笔者估算 1929—1933 年投机导致的利息支出估算在 500 万元左右。第五项“其他方面的投机”，累计估算为 48 万元负收益（主要是 1930 年汇票损失 30 多万元），此外还包括全球股票呆账、培惠司损失、汇票比损等。

上述财务数据初步表明，荣家企业的投机总体是无效率的，累计亏损估算高达 1 286.51 万元，这为我们重新评估 1934 年申新大搁浅的原因提供了客观依据。但要真正找到原因，尚需对投机进行追溯，并进一步研究具体的历史过程。

二、荣家企业投机的四个阶段

荣家企业投机的历史比账簿记载的更长，最早可追溯到 1896 年企业初创时期。为了保证研究的连贯性，笔者收集与整理了 1920 年之前的投机史料，^①结合定量财务数据和定性的史料整理，把荣家企业的投机细分为以下四个阶段。

（一）钱庄时期（1896—1908）

1896 年，荣家兄弟建立广生钱庄，成为荣家企业的起点：“金融业最小，但是金融事业实为（荣家企业）最初根本”。^②钱庄时期的投机业务很活跃，主要由荣宗敬主持，投机内容主要是搭股投机商号裕大祥^③和自做股票与期货。

根据相关史料和荣德生回忆：“裕大祥是一家投机字号，只要有钱赚，什么生意都做……荣宗敬为了便于自己的经营活动，（笔者按：1905 年左右）也入了股，成为裕大祥的股东之一。”^④1907 年，“裕大祥各人均营投机，名为获利，实则号中暗亏，肩任者均忧之”。^⑤经营钱庄出身的荣宗敬在创业早期就热衷投机。广生钱庄早期主要经营汇兑，业务慢慢从上海、无锡两地扩展到江阴、宜兴、常州等地区。1902 年开始经营其他业务，从熟煤、大米和兼营收茧，再到大做面粉和股票投机。1907 年，“广生无甚利，本少汇清，放出无力也。兄大做面粉，明赚未结。”^⑥1908 年“四月到申，橡皮股票不佳，粉贱，并沉失定货一船，兄粉有利变无利，抛出追讨，王禹卿经手，致涉讼赔钱。”^⑦

第一阶段的投机最后完全失败，标志事件是 1908 年广生钱庄倒闭。在早期阶段，投机的财务数据缺乏，笔者根据荣德生回忆录和相关史料中的文字描述，对 1896—1907 年（1908 年清算，也列出供参考）钱庄等利润数据进行整理，作为实业与投机对比的依据。参见表 6。

表 6 广生、振新、保兴三厂初期报酬与投机情况 单位：规元

时间	广生钱庄	振新纱厂	保兴面粉厂	投机亏损
1896	不良			
1897	不良			
1898	占利无多			
1899	盈余			

① 荣家企业早期的投机缺乏账簿数据，此后投机目标是控制“粉麦、纱花”价格，服务于实业，亦没有单独核算损益。笔者查询“1916—1918 年的旧式帐簿”（档号 Q193—1—587），“丙辰年（1916）茂新面粉厂的红帐”（档号 Q193—1—622）等相关账簿报表资料，皆无投机损益的数据。

② 《乐农史料》整理研究小组选编：《荣德生与企业经营管理》（上），上海古籍出版社 2004 年版，第 211 页。

③ 荣家企业入股的“裕大祥”，其业务包括投资纱厂两个，粉厂、油号、保险，并专做洋布、面粉，各人还自做橡皮股票、火油股票等。

④ 上海社会科学院经济研究所编：《荣家企业史料》（上），第 7 页。

⑤ 上海社会科学院经济研究所编：《荣家企业史料》（上），第 7 页。

⑥ 上海社会科学院经济研究所编：《荣家企业史料》（上），第 7 页。

⑦ 荣德生：《乐农自订行年纪事》，上海古籍出版社 2001 年版，第 52 页。

续表

时间	广生钱庄	振新纱厂	保兴面粉厂	投机亏损
1900	4 900		筹办	
1901	5 000		开工	
1902	5 000		开业无利	
1903	5 000		收股改茂新	
1904	5 000		微利	
1905	5 000	筹办	66 000	
1906	利薄	开工	-7 000	
1907	无利	-50 000	-7 000	
合计	累计盈余 3 万	-50 000	累计盈余 52 000	-50 000
1908	亏损清算	微利	-7 000	

资料来源:根据荣德生《乐农自订行年纪事》(上海古籍出版社 2001 年版,第 21—54 页)和《荣德生文集》(上海古籍出版社 2002 年版)中提到的相关数据整理。

说明:保兴面粉厂 1903 年后改为茂新面粉厂。

由表 6 简单计算可知,实业部分(振新纱厂+保兴面粉厂)累计亏损 5 000 两(6 6000—7 000 * 3—50 000),广生钱庄盈余 30 000 两,投机亏损 50 000 两。显然投机是亏损的主要来源。第一阶段投机亏损虽大,毕竟还有实业的盈余支撑,麻烦的是投机失败带来的信用动摇。根据上海市粮食油脂公司调查资料,1908 年,“宗敬所亏甚巨,对外信用全失,债主纷集。”^①聚生钱庄的经理李裕成回忆荣家此次危机:“荣家经营的茂新,这时六万两资本几乎蚀光。我聚生钱庄放款八万两。这时道台要来贴封条,我再借给荣氏四万两,先后共欠十二万两。”^②无论是投机损失的资本,还是投机带来的信用动摇,均表明此次投机失败给企业带来的是一次系统性危机。

(二) 操纵国内市场时期(1908—1920)

第二阶段投机有两个显著特点:“控制原料价格”和“大量抛售远期栈单”。^③这与 1920 年后荣家企业通过交易所控制原料和纱布、面粉价格实是一脉相承,实质是试图操纵价格,控制市场风险。

1908 年,荣家积极参与同业组织的办麦公会。小麦价格渐高,加上洋粉倾销,让面粉经营者十分不利,加上采购小麦时有倾轧现象,包括荣家在内沪锡两地的 7 家面粉厂成立办麦公会,并制定章程,明确宗旨就是要控制原材料价格。^④成立办麦公会是企业家企图改变外部市场环境,进而控制市场风险的一个显例,为日后荣家企业投机与实业结合的经营理念奠定了初步基础。1913 年这一理念进一步发展成熟。1913 年左右,荣家企业已经非常擅长利用规模生产带来的优势来控制国内原料市场,操纵市价的手段有二:一是新麦登场时,荣家先抛售面粉压低原料的市价,然后趁着低价,迅速大量抢购并存储,支撑了企业长期内的生产需求;二是凭其社会信用大量抛售远期栈单,调度资金用于扩大生产,加强竞争。这样,随着荣家企业的分庄和办麦机构组成的网络体系的建立,再配合庞大的生产规模,依靠规模优势控制了国内原料市场,主导了国内小麦的定价权。^⑤

在此阶段,投机业务以操纵原料与产品价格的形式大量存在,并且服务于实业。例如荣家抛售商品以控制原料价格,基本上是配合机器大生产对原料的庞大需求而进行的风险控制手段。投

① 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 25 页。

② 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 21 页。

③ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 50 页。

④ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 22—23 页。

⑤ 参见上海社会科学院经济研究所编《荣家企业史料》(上),第 50、82—83 页。

机的另一种形式是抛售栈单以调度资金,同时压低产品的市场价格,从而趁机大量购进小麦等原料,这为实业发展提供了巨大的支撑。在近代,原料市场和商品市场动荡激烈,花贵纱贱、麦贵粉贱的现象经常出现,成为企业经营风险的主要根源。因此,无论是第二阶段的现货市场操作,还是后来第三阶段的期货投机操作,实质上都紧紧围绕产品价格形成和原料控制进行。例如福新刚成立时,就在资金和原料的风险控制良好上受益匪浅。办麦时,先向钱庄开出上海的汇票来借钱,借到钱当即付款给麦行,钱庄凭汇票向上海总办事处收钱,却需要几天期限。此时小麦已经装船运到上海的工厂入仓,又在一天内制造出货,货未出厂,批发部就已经将货(以栈单形式)抛出,收到现款。然后又用货款支付无锡购进小麦承兑的申汇,形成一个完美的资金周转。^①受益于抛售栈单带来的资金和原料价格优势,福新发展迅速,此后各厂皆采用类似的战略。这样的投机具有附属实业、服务实业的性质。从效率上看,荣家企业第二阶段的投机是成功的,也是荣家企业实体经济高速发展的功臣。

此期间荣家新建或租办了16个厂,在市场供不应求时期,考虑到企业多有利润的隐瞒,用生产设备增长来衡量此阶段实业的发展,是比较贴切的指标。1908—1920年13年间,荣家企业粉磨增长27倍,面粉生产能力增长83.13倍;1916—1920年,纱锭增长5.73倍;1917—1920年,布机增长3.17倍,实业的高速发展佐证了“投机服务实业”战略的成功。^②

关于第二阶段的投机,笔者认为还有几个史实需要注意:

1. 依旧存在投机影响实业的事件。1910年橡胶风潮中,大股东荣瑞馨投机失败,营私舞弊,竟然把振新地产押于汇丰。茂新面粉厂又因为账房私自将书柬倒押,受到牵连,险些被汇丰银行向官方申请查封而倒闭。^③

2. 近代国人所办实业,资金的周转风险极大,而荣家大量抛售栈单,是一种应对实业扩张带来资金紧张的有效融通和控制风险的手段,也属于投机服务实业的一种。

3. 投机及其相关适应性制度安排。首先,无限责任公司制度是极其关键的制度安排(无限责任公司与后来创建的总公司制度互相配合,成为荣宗敬为首的高层能够调动资源从事大规模投机的关键)。其次,第二阶段建立了21个花庄、麦庄和批发处,^④相比第一阶段,数量增长非常迅速,这固然是厂商控制原料和销售市场的需要,但也与“操纵行市”的投机需要密不可分。

4. 第二阶段的投机以现货交易为主要形式:“在面粉业兴起之初,各厂销售面粉,大都集中在茶会做现货交易”,^⑤并慢慢从现货市场向期货市场发展。交易所之前,在同业公会有相关的交易所,例如上海机器面粉公会就附设有贸易所,专门做面粉交易。到1919年,欧美交易所风起云涌,中国交易所随之出现,并逐渐取代原来的茶会、同业公会、公所等,成为商品批发交易的主要场所。

(三) 国内交易所时期(1921—1924)

第三阶段的投机以荣宗敬积极参与交易所的成立为起点。1919年日本人在中国开办交易所引起国人强烈担忧。日本在上海成立所谓“取引所”,可以控制原材料与成品价格,又兼营棉花贸易。为此华商纱厂联合会特地提出议案,建立交易所对抗日本操纵棉花市场致中国厂家于死命的战略意

① 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第34—35页。

② 数据源于上海社会科学院经济研究所编《荣家企业史料》(上),第613—614页。

③ 荣德生:《乐农自订行年纪事》,第57页。又根据“申新系统企业史料第六编第二期:荣宗敬、荣德生年表合编”(上海市档案馆藏,档号Q193—1—432),“1909年,荣宗敬在沪办理广生结束事宜并洽购茂新粉机,调度锡厂财务;1910年,在沪经营粉务”。因此难于撇清荣宗敬所负责任。

④ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第97—98页。

⑤ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第69页。在交易所产生之前,同业公会、公所暂时充当了交易所的角色,并且出现了类似于期货和约的成单、成票及期货买卖,这是近代中国期货市场的雏形。参见万立明《近代中国期货市场的兴起与主要特点》,《石家庄经济学院学报》2011年第2期。

图。^① 中国企业家看到了交易所对厂方控制原料与成品价格方面的巨大作用,于是积极行动。荣宗敬是其中佼佼者,先在1920年就入股上海面粉交易所,与王一亭、顾馨一、宁钰亭等成为第一任理事;又在1921年参与上海华商纱布交易所,和聂云台、穆藕初等8人被华商纱厂联合会推为筹备员。笔者查询1921年、1922年的账簿资料,荣家总共参与了杂粮交易所、棉业交易所、面粉交易所、纱布交易所等四个交易所。

1921—1924年,荣家企业的布机增长45%;纱锭增长88%,而棉纱产量只增长2%;粉磨增长8%,面粉产量增长11%。面粉业十几年的高速增长到了停滞阶段,1922年起明显停滞。^② 尽管荣家企业的实业陷入停滞,但是投机却发展到一个新的阶段。两者有一定的关联:实业的停滞导致企业家谋求转型。1920年荣家的投机也从现货市场发展到期货市场。1920年左右成立的总公司作为荣宗敬的参谋机构,深深卷入了投机业务。交易所阶段最早的投机记录发生于1921年,正是由刚刚成立的总公司负责操作,且规模不小。数据摘抄如下:

- (1) 卖出七月份二号粉 119 000 包,证金付出 23 800 规元;
- (2) 卖出七月份二号粉 89 000 包,追证金付出 8 900 规元;
- (3) 买进二号粉 7 000 和 2 000 包,价钱二两一钱;
- (4) 买进二号粉 6 000 包、1 500 包,价钱二两;
- (5) 买进麸皮 3 000 包,价钱一两八钱五分。^③

上述交易总金额合计 92 296.93 元,且对交易所交易的内容、证金、价格都有详尽记载,是相当宝贵的史料。国内交易所的证金一般为交易金额的 10%,即 10 倍杠杆率。除在交易所进行面粉、麸皮期货买卖外,1921 年还进行了纱布、证券买卖。1921 年 6 月,荣宗敬与王禹卿等合资设立纱布交易所第十二、十三号经纪人,经营纱布证券买卖,订立合同如下:“王禹卿等,今议定在上海爱多亚路地方纱布交易所,以申新、协新牌号,合组第十二号、第十三号经纪人,经手买卖纱布证券事业。”^④

在国内交易所阶段,对比之前的投机业务,荣家企业除继续在粉麦市场进行投机操作外,还大举进入棉花纱布市场,延续着其第二阶段的战略目标:影响并操纵市场的原料及销售产品价格。在此阶段,交易所为其提供了先进投机手段:“远近期套做,厂存现纱与交易所套做。其中花纱套做最稳扎稳打,又获利丰厚,为荣宗敬经常采用。”^⑤

第三阶段,由于投机(交易所)的业务获取了独立于实业的地位,导致荣家企业中的实业与投机渐渐分离,但是互相影响加深。

1. 与一般“买空卖空”纯投机交易者不同,实业经济为荣家的交易所投机提供了坚实的支撑。例如:“在交易所,申新不仅做多头,大量购进棉纱来哄抬花价,还大量抛出棉花来压低花价……上海棉价压低了,其他各地市价也就跟着下落。这时,申新便叫各地分庄大量收花。”^⑥福新各厂的麦庄也要服从投机的需要,甚至不计盈亏;总公司根据交易所交易情况,计算粉麦交换率,有利即购入,无利则停止购入,完全与上海的粉麦市场投机买卖密切联系在一起。^⑦ 同时,申新在交易所中吸进棉纱,到期逼空头交现货,使对方不得不向市场补进,又把市场中的纱价哄抬起来,申新就乘机利用各批发处销售棉纱,这种“贱买贵卖”使荣家企业获利不少。^⑧

① 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 69—71 页。

② 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 613—614 页。

③ “申新总公司 1921 年决算表”,上海市档案馆藏,档号 Q193—1—567,第 46、56 页。

④ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 71 页。

⑤ 桑逢康:《最大家族企业的创始人:荣宗敬 荣德生传》,石家庄:河北人民出版社 1995 年版,第 102 页。

⑥ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 100—101 页。

⑦ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第 101 页。

⑧ 许维雍、黄汉民:《荣家企业发展史》,第 37 页。

2. 交易所投机对实业产生新影响。例如为了影响和操纵市场,荣家企业开始只是抛售棉纱来调控市场价格,后来不惜从工厂中运出棉花现货交付对方。^①这说明第二阶段“实业为主,投机为辅助”的战略,在第三阶段产生了微妙变化:棉花作为生产的重要原料,却服从交易所投机的需要。

3. 为了控制市场价格,对付外人竞争,交易所成为厂方调控市场的有力工具。1924年形势困难,荣宗敬联合同业采用“停工、核算成本定价、阻止现货交存交易所”等方法以阻止纱价下跌。“(1923)年来纱布日疲,说者多以交易所存货过多所致,近闻本埠恒丰、宝成、申新、大中华、华丰等厂有鉴于此,特互相结约,……必须径行装船出口,不得解交任何交易所。”^②又或者依靠交易所操作来控制纱价,1924年7月9日纱联会临时谈话会议决:“兹经公议,本月分向纱布交易所购进棉纱二万包,以一百七十三两为限,其盈亏由左列各厂按股公摊,并公推宗敬先生主持一切。”^③

(四) 国际交易所时期(1925—1937)

第四阶段的投机以“国际交易所”为重要特征,这一阶段的投机达到了新高度,带来的损失为一时之冠。荣家企业大规模参与加拿大、芝加哥期货交易所的时间是1929年末和1930年初,并一直持续到1933年。到1934年,总公司账上已基本无国际交易所方面的投机记录。

根据表1—表3,国际投机几乎都集中在第四阶段,主要有外汇交易、棉麦期货交易两种形式,又以后者为主。1925—1938年(调增投机利息支出)的数据显示:从账外调整入160多万元的挂账亏损,各厂部分则调增44.11万元投机收益,又账外转入26.97万元收益,并以银账房摘录的投机损益数据作为比较,调整后第四阶段投机的全部亏损最终达到898.61万元,加上利息支出500万元,总亏损1398.61万元,其中国际部分1293.79万元。

第四个阶段是投机的巅峰。荣家在国际交易所的投机是疯狂的行为,也是1934年整个荣家企业搁浅的直接原因,然而事件发生的经济背景却耐人寻味。

1. 实体经济20世纪20年代陷入困难,30年代则时好时坏。虽然荣家企业周转危机在1922年很快过去了,但是实业经济直到1925年才有所好转。资料显示,1923年各厂总报酬累计亏损772174.59元,荣家企业在开工的14个工厂中,有7个工厂陷入负利润,一厂停工,一厂仅盈利8.42元。纺织厂中,整个申新各厂在1922—1924年连续三年出现大面积亏损,1925年才摆脱危机,实现全面盈利。^④此后实业经营时好时坏:1927年“以致中国棉花青黄不接,各厂存棉无多,新花上市,尚须有待,各厂遂于十日一律宣告暂行停工。”^⑤1932年上海银行《申一、二、三、五、八厂调查报告》称:“春季,因沪战发生,而上海所属七厂均告停工,百业罢辍,市况萧条”。^⑥1933年上半年,“在过去半年中无日不在愁城惨雾之中。花贵纱贱,不敷成本……销路不动,存货山积。”^⑦

2. 荣家企业的经营已受到国际市场很深的影响。荣家企业在近代中国制造业中占据了重要地位,故也最早面对国际市场风险。国际市场的风险远比国内复杂,包括外汇与机器设备、原料、产品进出口风险,还有全球经济波动的风险。其中首推外汇风险。机器设备的进口、聘请洋匠安装、向外国银行贷款及还款等等都要用外汇结算。中国近代使用银本位货币制度,一旦碰到金银比价波动,

① 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第101页。

② 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第149页。

③ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第150页。

④ “申新1925年决算表”,上海市档案馆藏,档号Q193—1—570;“申新1924年决算表”,上海市档案馆藏,档号Q193—1—573;“申新1923年决算表”(含有1921—1923年历年数据),上海市档案馆藏,档号Q193—1—569;“申新总公司1921年决算表”,上海市档案馆藏,档号Q193—1—567。

⑤ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第205页。

⑥ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第352页。

⑦ 荣宗敬:《纺织业与金融界》,《海光》第5卷第8期(1933年8月)。

就会产生市场震荡:1920年“到下时美金大缩,……金镑价吃亏,同时花涨纱跌,已无余利。”^①1921年,荣宗敬和穆藕初在华商纱厂联合会指出:“查全国各厂所购机件,大半过期不交,镑价又见大跌。再查各洋行之惯性,于镑价低廉之时,则强迫加价,于镑价昂贵之时,则将现货售出,以图善价。种种不平,各厂吃亏太甚。”^②中国银行营业报告亦指出,1931年,“购买外棉,则以金价紊乱,成本难定,支持煞费苦心。”^③同年,永安公司报告亦称:“国际汇兑变动剧烈,金银比价,差额太多,本公司受此影响,亏耗汇水为数已属不赀”。^④这就是著名的“镑亏”问题。其次是原料进口与商品销售的风险。1916年,茂、福新产品远销欧洲和南洋,外国常向茂新订购兵船牌面粉几万包或几十万包,远销英、法、澳大利亚及南洋各国。^⑤荣家企业的面粉出口在一战时期达到高峰,随后迅速衰落,但一直有销往南洋和香港。^⑥中国面粉制造业颇受原料制约:“国产小麦只能供应六个月的生产,洋麦供应二三个月,所以原料问题很大。”^⑦从1922年开始,中国大量进口洋麦。而荣家企业在这方面起着领头羊作用,仅1923年12月到1924年6月,短短7个月时间就通过三井、三菱、祥茂、茂生、铃木、宝隆6家洋行购买5000千担澳麦、美麦和加拿大麦,价值接近2000万两规元。^⑧

通过查询账簿报表,笔者发现荣家企业进口棉花甚至比进口洋麦更早,在1921年账簿中已有进口美国棉花的记录(结欠余额)。^⑨此后不断进口外棉、洋麦,与国际市场联系越来越紧密,例如福新系统在1931—1935年,年均进口5647千担洋麦。^⑩同时,出口国麦、国棉也会带来风险。1922年,日美棉业与华厂争夺华棉,推升了华棉价格高涨。1923年、1924年都有类似现象,导致华商纱厂联合会不断呼吁禁止华棉出口。^⑪

荣家企业的投机行为,与实业发展及经济环境变化密切关联。例如最早的国际外汇投机记录是1922年的美金汇兑,最早的国际期麦投机的记录是1924年的美麦买卖。其背景是1921年前后荣家企业开始大规模进口美花、洋麦,这带来巨大的外汇兑换和原料采购需求,荣家企业采取相应的美元、美麦投机行为,合乎其一向坚持的“控制价格和市场”的战略逻辑。

第四阶段投机失控,严重损害了实业基础,这还要分国内投机和国际投机两条线索,并围绕几个重要投机事件展开具体分析。

(1)1925年时值五卅运动,荣宗敬为还日元贷款,先通过打压日金行市,在日金低落时又购进远期日元,还有一些短期的套进套出,最终成功套利近三百万规元。^⑫

(2)1926年投机外汇数据缺乏,但是根据相关史料:1925—1926年,荣宗敬主持交易所的棉纱套做,获利数十万。^⑬另笔者查询“申新1927年决算表”,发现1927年投机暂存项目中的“许叔记”投机亏损751676.89元;^⑭又查到“1926年总公司部份同事经营外汇投机失败,亏损巨大”的文字记录。许叔娱是会计部主任,也是荣家外汇投机的负责人,以他名义的损失挂账,无疑系1926年的外汇投

① 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第85页。

② 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第89页。

③ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第244页。

④ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第244页。

⑤ 参见上海社会科学院经济研究所编《荣家企业史料》(上),第41页。

⑥ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第228页。

⑦ 《乐农史料》整理研究小组选编:《荣德生与企业经营管理》(上),第206页。

⑧ “茂新福新公司及各地支店登记函件购办国外小麦一览表”,上海市档案馆藏,档号Q193—1—103。

⑨ “1921年报表会计科目:资产类—暂记欠款—美花款,结欠规元82869.75两;暂记欠款—美花款,结欠银元30.60元。”参考上海市档案馆藏,档号Q193—1—567。

⑩ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第170页。

⑪ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第144、151、170页。

⑫ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第184—185页。

⑬ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第185页。

⑭ 上海市档案馆藏,档号Q193—1—571。

机损益。^①

(3)1927年实业出现危机,1928年荣家联合同业组织复兴公司,以交易所做多的形式,维持纱价:“我们纱业界人,曾组织复兴公司,以维持市场纱价。参加者有申新纱厂荣宗敬、永安纱厂郭顺、统益纱厂吴麟书和大丰纱号徐庆云等多人。发起人有议单,表示团结一致,共同对付日商竞争”。^②当时交易所买空卖空百万包左右,实际交割现货则仅千包,并且交割都用品质差的杂牌纱。为维持纱价,复兴公司购进杂牌纱,运往外地销售。荣宗敬通过68号经纪人(新诚昌)操作,荣鸿三(荣宗敬次子)成为关键主持者,复兴公司和空头产生了激烈斗争,多头虽然完胜空头,最后却因为空头后台强大,荣宗敬等受到法院控告和黑社会恐吓,复兴公司于1929年初无形中结束。

(4)荣家企业由国内交易所转向国外交易所,一般认为是在1930年,^③笔者则认为应该在1929年下半年左右。首先根据申新总公司各厂1929年决算表,1929年有“粉麦买卖、花纱买卖、证金”等投机账户中出现“印度花衣、美花转厂比损”等记录。^④此外,几份原始档案显示:1929年6月、8月、12月,荣家企业(荣鸿三为主)大规模参与国际交易所期货交易。^⑤

关于国际交易所的投机损失,一般参考许维雍、黄汉民的估算:“1930—1933年间,总公司买卖外棉、外麦及外汇亏蚀巨金,加上荣宗敬父子投机亏损在企业的宕帐,总数高达1200万元”。^⑥另外一个权威的数据来自《荣家企业史料》,该书认为,荣家1930—1931年的投机损失为1009.3万元,如果把1932年的亏损(78万左右)及呆账中损失(大约169万)包含在内,则达到1256.3万元,这个数据包括了对投机利息的估算。^⑦

这两个数据非常接近,但这种通过历年亏损挂账得到的数据,有两个缺陷:一是没有区分国际和国内;二是没有严格区分“经营性支出和投机性支出”的利息。笔者对数据进行了针对性改进,由表1—表3的数据统计(通过调整账外和挂账的损失及银账房的数据)估算国际总体投机损失数据为1293.79万元,三个数据大体接近。笔者所估数据反映了具体的国内、国际投机两类项目及投机利息支出。

三、1934年申新搁浅的原因

1929—1933年国际投机惨败,随后,1934年陷入著名的申新搁浅事件,^⑧两者有何关联?1929—1933年的国际投机是否引发了系统性危机?

(一)投机巨额亏损导致荣家企业陷入财务困境

先用财务数据衡量此次投机损失(参考表1、表2、表3),从实业的角度,1929—1933年各厂取得633.75万元的净利润,5年中3年盈利2年亏损,情况不算坏。^⑨而同期投机亏损1398.61万元,其中国际部分亏损1293.79万元,是各厂中最大盈余年份1928年的2.81倍;是1929—1933年各厂累计盈余633.75万元的2.04倍。从财务角度考量,亏损额度占10%已经属于重大影响因素,1929—

① “申新系统企业史料第六编第二期,荣宗敬、荣德生年表合编”,上海市档案馆藏,档号Q193—1—432,第26页。

② 参见上海社会科学院经济研究所编《荣家企业史料》(上),第209页。

③ 许维雍、黄汉民:《荣家企业发展史》。

④ 上海市档案馆藏,档号Q193—1—575。

⑤ “申新纺织总公司关于委托日商三井、三菱洋行向国外市场进行粉麦投机活动的函件帐单统计汇总”,上海市档案馆藏,档号Q193—1—2。

⑥ 许维雍、黄汉民:《荣家企业发展史》,第95页。

⑦ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第237页。

⑧ 20世纪30年代初,荣家企业忽然亏损千万银元,随后总经理荣宗敬被迫下台,继而银团接管荣家企业,并宣布大整改,“申新系统”搁浅。

⑨ 数据来源于柯华《荣家企业制度变迁》,博士学位论文,上海财经大学,2012年,第64页,表2—1。一些研究者把实业与投机的亏损混在一起,故判断荣家企业受到20世纪30年代的经济危机的巨大影响,然而这个观点在财务上缺乏数据支撑。

1933年投机亏损额占了实业盈余额的204%，是为决定性影响因素。投机亏损对总公司属下各厂实业的影响，无论是直接的资本亏空，还是挪用经营资金投机、巨额利息支出产生的资金周转压力，都远超普通程度，已足以引发系统性危机。

实际上，当时就已有舆论认为是投机导致了1934年申新搁浅，实业部调查报告指出，申新欠款1950万元：“依法已完全落空。其数至如此之巨者，则以最近两年半中投机亏负一千四百万元，公司伙友舞弊及倒帐三百万元之所致也。”^①1935年，荣宗敬受到排挤，有所抱怨，王尧臣毫不客气地答复：“粉厂方面，三年前在洋麦上几乎全军覆没”。^②

那么，在这近千万投机亏损的后面，荣家到底投入了多少资金？笔者发现荣家总公司长期处于资金超借状态，导致利息支出沉重。^③我们先用国际投机前的1927年和国际投机时的1931年的资金数据来作个比较。1927年，总公司负债中除垫借各厂留用资金达334.69万元，占总体借款的19%；到了1931年，因为国际投机的融资需要，总公司从负债中截留的自用资金急剧上升到1638.38万元，占总借款的40%。^④负债资金不免带来巨额利息支出，笔者为此追溯了其间的利息支出。

表7 各厂和总公司利息支出 单位：千银元

年份	申新各厂	茂新	福新	总公司
1929	1 499.78	87.18	987.58	401.74
1930	3 393.57	合于申新	合于申新	508.87
1931	—	—	—	1 192.22
1932	5 055.46	—	494.05	1 416.24
1933	5 341.95	—	另立总公司	2 020.13
累计	15 290.76	87.18	1 481.63	5 539.2

资料来源：上海市档案馆藏申新总公司1929—1933年财务决算表，档号分别为：Q193—1—696、Q193—1—585、Q193—1—586、Q193—1—578、Q193—1—588、Q193—1—584、Q193—1—570、Q193—1—572、Q193—1—573、Q193—1—574、Q193—1—575、Q193—1—576、Q193—1—567、Q193—1—568、Q193—1—569等。

说明：1933年后，福新另立总公司，故数据未列入；茂新系统的账务历来少有公开。

如表7所示，1929—1933年，总公司的利息支出从40.1万元迅速上升到202万元，5年间累计达到553.92万元，这个期间荣家正在大举投机国际交易所，账簿数据完全佐证了总公司因投机超借资金导致巨额利息支出的情况。1934年申新搁浅的直接原因，也只不过是500万元的流动负债到期不能支付。两相比较，不难看出，因投机而产生的利息支出的影响有多大。

（二）投机对实业的连锁影响

实业经济还因投机受到巨大影响。首先，在原料采购问题上，荣家企业在各地的麦庄、收花处因为投机而质量失控，批发处的销售也出现问题。1934年实业部的调查报告指出：“各庄收花……无严密组织及监督。”采购原料时，“花、纱、布买卖似依投机的习惯，随心理而行事，成本核算，市场预测、迎合买主心理等等工作，可谓绝无。”^⑤采购不合格原料成为产品质量不断下降的根源，“原料买进，不顾工务方面之损益与纱布之品质，尤其弊之最大者。”其次，投机失败加剧了采购部门的混乱。1934年银团发现小老板（荣宗敬长子荣鸿元）因为弥补投机亏损购进劣质棉花，栈房不管工厂是否需要照样收进。此外，荣鸿元为还投机损失所欠之债，将改进委员会的收花解款移交洋行，引发退票

① 上海社会科学院经济研究所编：《荣家企业史料》（上），第426页。

② 上海社会科学院经济研究所编：《荣家企业史料》（上），第493页。

③ 赵冈、陈钟毅提出近代华商纱厂存在一种超限使用资金现象，在财务上表现为超借。超借一般指总公司通过银行钱庄的筹资额超过各厂资金用度。荣家企业超借产生的原因：一是总公司自己的统购销售业务，例如自营粉麦买卖、棉纱买卖；二是投机期货、投机外汇等业务。参见赵冈、陈钟毅《中国棉纺织史》，北京：中国农业出版社1997年版。

④ 上海社会科学院经济研究所编：《荣家企业史料》（上），第280页。

⑤ 《乐农史料》整理研究小组选编：《荣德生与企业经营管理》（上），第426页。

风潮。^①最后,大量不良坏账的出现,导致申新改进委员会不得不裁撤麦庄、收花处和批发处。^②

另外,投机还导致产品不能适销对路。实业部报告指责总公司:“常常买进不需要之原料……卖出市上不需要之纱、布……买主辄向交易所套卖。”总公司忙于投机而管理日益无力:“调配不当、计划不当,例如配棉之主权操于总公司,但是总公司却指挥无法,最终导致纱布交易所废除人钟标准”。^③当时其他调查报告,如上海银行和独立专家的报告,亦有类似指责。^④银行家陈光甫曾经早在十年前就劝告过荣宗敬不要只顾投机而忽略实业:“余与荣宗敬先生在十年前已经谈及,余劝其(一)集中力量,培植经营与技术之中心势力;(二)比拟外国企业家之精神,脚踏实地去做,而终未见实行”。^⑤总公司为了投机,用劣质印度棉,导致产品质量连连下降,1934年交易所取消其“人钟牌”棉纱的标准交易品资格,荣家最知名的品牌受到沉重打击。

(三) 投机导致管理层分裂

投机导致管理层公开分裂,是又一个严重后果。荣氏兄弟在投机信念上的冲突在第四阶段激烈起来。1925年,向来致力实业、反对投机的荣德生以不无痛恨的语气指出:“市场上有人在交易所抛花收纱,花价最高五十两零,纱则一百六十余两。余处由产地收花,勉敷成本。”^⑥同年,荣宗敬却正在利用五卅惨案和反日运动,大肆投机日汇并获利300万元;1925—1926年,荣宗敬亲自主持纱布交易所棉纱套做,有盈利。^⑦1932年,荣德生再次表达对投机者操纵市面的不满:“交易所抛空,纱压低,有外国人操纵,市呈不安。心常担忧……盈余难望。”^⑧同年,申新又在交易所套做空头获巨额利润一百多万两。^⑨1930—1933年,荣宗敬和众多高层管理人员大举参与国际期货投机交易,导致整个申新系统无心经营,产品质量大幅下降。荣德生在不同场合,屡次严厉地批评总公司:“各厂除申三以外,均用印度棉,纱色平常,颇有烦言,纱有存积”;“总公司为经济套轻起见,不如号家,汉口打包夹破子,陕西打包夹杂,印度花等级降次,不照原样。出品色暗太紧,客人不乐用。永安及其他纱厂,则办好花,出品不同。相形之下,自然货积。”^⑩

综上所述,投机是一个连锁反应的过程,如果失控,就会在经营、资金使用和管理上产生严重后果。在第四阶段,国际交易所投机的巨额损失,不但直接亏空资本,使近5年的实业成果化为乌有,还因为大量超借资金,导致利息支出沉重。故投机为申新1934年搁浅的主要原因。

四、总结

就中国近代而言,如何界定企业家的“冒险行为”“盲目冲动”与“投机”的界限,并评价之?

现代公司发展 to 一定程度,由于筹资和资金管理的需要,会成立专业部门进行筹资以及开展证券期货和外汇方面的投资,这似乎是公司发展的普遍趋势。1920年后,荣家企业的总公司成为企业

① 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第463页。

② 《乐农史料》整理研究小组选编:《荣德生与企业经营管理》(上),第525页。

③ 《乐农史料》整理研究小组选编:《荣德生与企业经营管理》(上),第426页。

④ 例如,上海银行的《申新一二三五八厂调查报告》(上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第361页)与独立专家所做的《调查申新一厂后之意见》(《乐农史料》整理研究小组选编:《荣德生与企业经营管理》(上),第486页),都认为荣家企业的投机影响了实业。

⑤ “陈光甫在上海银行棉业研究会议上讲话”,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518页。

⑥ 荣德生:《乐农自订行年纪事》,第100页。

⑦ 上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第184—185页。

⑧ 荣德生:《乐农自订行年纪事》,第110页。

⑨ 申新公司租船把大量存货运往广州,向上海银行押汇期限2月,并将申七、九厂四万件由交易所陆续套出,全年做空头得利三百万两之谱;减去各厂在原料上随用随购在市价涨落上吃亏约二百万两,盈亏相抵得利一百万两左右。上海社会科学院经济研究所编:《荣家企业史料》(上),第361页。

⑩ 荣德生:《乐农自订行年纪事》,第110、113页。

内部的金融中心、交易中心及品牌宣传中心,并且有了脱离生产业务,发展期货、证券、外汇等业务的发展趋势。^① 总公司成为虚拟经济的组织中心后,不断洞察市场变化,推动着企业转型和产业升级。在当时环境影响下,投机逐渐成为总公司重要的业务。^② 这样,投机与实业通过总公司联结起来,企业家的投机与冒险也就与实业混合起来,且投机服务于实业,也成为一个常规战略。总结荣家企业的四个投机阶段,第二个阶段是最理性的,因其执行了“实业为主,投机为辅”的政策,并且延续到第三、第四阶段。这种策略的成功,可以在财务数据和生产能力上得到确实佐证。根据统计,1920—1938年,国内棉麦纱粉投机买卖账面累计盈余 57.16 万元,调整后盈余达 153.32 万元,在五个投机交易项目中,唯一获得了利润。第四个阶段的投机行为是最疯狂和非理性的,此时荣家在国际交易所投机缺乏跨国实业的支撑,又没有像陈光甫所劝告的那样,脚踏实地去加强国内实业的经营基础、培育新技术,结果反而因为投机失败,动摇了企业的根本——实业。

但荣宗敬的投机和冒险,并不能简单评价为一种盲目冲动。面对不确定性的世界,特别是近代中国如此动荡的环境,如果没有冒险精神,荣家企业又如何能够在 1903 年进入面粉业后,通过把大部分利润用于扩张、重视新技术、不断引进新式机器扩大生产规模,迅速发展了 28 年呢? 1946 年,荣宗敬逝世 8 年后,荣德生回忆指出:“先兄气魄宽广,大度磅礴,遇事勇往直前,自奉俭约,除生活必需外,全部资财放在扩充事业上,不足则借款为之。余时加力阻,兄辄不顾,力图扩大。因此一遇逆风,即难收拾。但事业之大,实由兄主持,才有此成就也。”^③

Study of Modern Rong Enterprise's Speculation: Based on the Historical Financial Data

Ke Hua

Abstract: Modern Rong enterprises in research, The analysis of its large-scale speculative in late 1920s to early 1930s is little. Financial data records reflect Rong enterprises speculative trading history for 18 years (1921 to 1938). For retroactive speculative context, The author divided Rong enterprises speculative activities into four stages: Native Banks period, Domestic market manipulation period, During domestic exchanges period, International exchanges period. The author reviews the financial data about Modern Rong Family enterprise's Speculation include accounting books and reports, etc. Analysis showed that: in the 1930s, the direct cause of the outbreak of the Great Depression Rong enterprises is the international futures market speculation failure which caused huge losses; Indirect reason is the large shareholders and corporate executives deeply involved in speculative trading activities, which led to confusion of business management. This paper argues that the Modern Rong enterprises to participate in speculative motives related with its risk control intent on raw material and product markets which was abnormal turmoil in Modern. However, Rong enterprises run farther and farther down the road of speculation, deviated from the industrial base, and ultimately because heavy losses in the international futures markets and into Crisis.

Key Words: Modern Rong Enterprises; Adventurous Spirit; Speculation; Exchange

(责任编辑:高超群)

① “申新总公司 1921 年决算表”,上海市档案馆藏,档号 Q193—1—567。

② 从会计账户设置上,可看出总公司在后期已把投机作为主要业务来记录和核算。

③ 荣德生:《先兄宗敬纪事述略》,《荣德生文集》,上海古籍出版社 2002 年版,第 313 页。