



# 掏空川盐化的“野蛮人”

■ 本刊 秦小华



作为川企中最先股份制改造的企业,身披“川老八股”圣衣的川盐化只用 13 年即走完短暂的一生。资本在制造“点石成金”传说的同时,也让多少财富一贫如洗。每一个资本繁华景象的背后,都站着一群凶狠的“野蛮人”。掏空川盐化的“野蛮人”是谁?

## 资本记忆

对很多人来说,川盐化,陌生得有些久远。可一旦换个行头,“川老八股”的头把交椅,带头大哥,当家花旦,很多人就豁然开朗了,原来是它!

1980 年代,乐山五通桥的川盐化,是全国最大的井矿盐生产企业,闻名大江南北。

从股份制改造,到黑市股权证的暴炒;从身披四川首家上市的荣光,到业绩巨亏后的资产重组;从资本的华丽登场,到聚光灯里高调谢幕,川盐化用了 13 年走完所有的生死轮回,不长不短。

资本市场逐鹿,没有眼泪只有成败。川盐化完美地演绎了一曲资本陨落的悲喜剧,而且还是川剧版的。

1988 年,改革开放 10 年华诞。在摆脱极左思想束缚后的华夏大地,四处充满着生机勃勃的诱惑。不过,在敢想敢试敢闯成为时代主旋律过程中,“姓公姓私”的争论时刻左右着国民的神经。

1998 年 6 月 1 日,川盐化宣告成立。多达 5 家发起人的股权设计,为川盐化在 90 年代的衰落埋下伏笔——数不清的关联交易造成数量庞大的应收账款,最终拖垮和掏空川盐化。

## 资本诡计

1995 年,川盐化首次报亏 7348.10 万元。相关公告信息显示,私盐的冲击,税改影响、财务费用剧增、投资收益下降等原因导致首次巨亏。

在所有巨亏影响因素中,财务费用最值得一提。川盐化 1995 年的财务费用支出 5499 万元,比上年增加 2792 万元,尽管当年有央行严控现金发行量,主要调控通货膨胀的宏观不利因素影响,但川盐化在 1994 年末的应收账款达 1.41 亿元,其他应收账款 1.15 亿元,应收总额高达 2.56 亿元。

一边是持续增长的应收坏账,一边却是财务费用的高额增长。

1996 年末,川盐化财务状况持续恶化,其银行贷款及债券总额达 3 亿元,财务费用支出近 6000 万元。

而时至 1998 年末,川盐化难以收回的各种应收账款已经高达 4.2 亿元。在历年的财报附注说明中,川盐化的坏账准备计提依据是,扣除关联企业的应收账款后余额的 4.5%。

照此标准推算,1994 年,川盐化关联企业的应收账款居然有惊人的 1.13 亿元之多。而该公司 1993 年上市之初,募集的资金规模亦不过 2 亿多元而已。

遗憾的是,在信息不对称、上市公司公布信息不完全时代,没有投资者对川盐化如此庞大的应收账款和其他应收款提出质疑。

在 1994 年年报附注中,川盐化表示,“其他应收款比年初增加 94161504.17 元,主要是将应收账款科目内容与本科目进行了调整。”现在看来,这条附注包含了多少无法公开的资金曲线运作的秘密。

同时,1995 年川盐化的突然巨亏或与其房地产投资亏损有关。1992 年,海南房价受特区政策影响,早已热火朝天。当时海口的公寓房价,已从 1991 年的每平方米 1200 元涨到 3500 元。随后 1993 年,遭遇极其严厉的宏观调控,1995 年海南地产泡沫破裂。而川盐化房地产投资重点区域,位于泡沫破裂正中心海南海口市。

一个公司的衰落,总会有很多说不清道不明的原由。口袋里有钱后的川盐化,将上市融得的大量资金,用于本应由政府承担的基础设施建设,而自身却依靠银行借贷和发行债券,来解决资金短缺的难题。这也许是川盐化大量其他应收账款无法收回和财务费用大增的真实原因吧!

当年,股份制改造企业,均不同程度地获得地方政府极大的政策支持。改制上市后,川盐化享受 15%和 33%所得税优惠,而其他公司所得税率则高达 55%。此外,在 1997 年,川盐化享受“减负增效”政策,可减免银行利息 3000 万元的优惠。

## 资本成败

所有的资本谎言,如果没有被真相刺破,那么一定会以失败告终。

反观历史,川盐化的成立,是行政干预与经济改革不彻底的妥协物。当然,全国有众多的“川盐化”失败案例接连上演。

川盐化当年的管理者,将川盐化的失败归因于过度乐观、盲目投资及政企不分和改制不彻底。

五通桥盐厂厂长虞柏权在 2008 年对媒体回忆时说,川盐化的失败是改革不彻底的结果,决策权不在董事会手中,平均主义、大锅饭的问题仍然存在,省政府在公司成立时承诺下放很大的权利,比如人事



任免,但在实际工作中,要真正裁一个工人都十分困难。

在 1987 年及其后数年间,股份制改造无丝毫的经验可资借鉴。在股份制改造推广之初,许多省份急于改革,盲目求快,纷纷用行政指标主导股份制改造,简单追求股份制企业数量。

为了完成指标安排,一些国有企业在形式上被生拉硬拽地资产重组和联合,在一些地方,乃至公然财务造假以满足上市公司的业绩要求,而公司的实际运转仍然沿袭一贯的国有企业经营策略。

更有甚者,在一些股份制改造企业中,董事会和经理层的矛盾尖锐,直接表现为党委书记和厂长经理争权,而这样的事例在全国各地频繁上演,不胜枚举。

2008 年,曾在 1997 年担任过川盐化董事长的蔡昌庆评价川盐化时指出,川盐化只是形式上的股份制公司,其内部机制仍然延续着计划经济体制下的国有企业实质。蔡昌庆一语道破,行政手段主导下的粗放股份制改造的短板与罪罚。

更让人恐怖的是,在害怕国有资产流失的制度和思想约束下,股份制改造形成中国上市公司特有的多元化股权结构,国有股、法人股、职工股、社会公众股、外资股,而这种特殊的股权结构最为人诟病的是,同股不同价。

这一长达 15 年之久的制度缺陷,最终在 2005 年的股权流通体制改革得以解决。只是有多少公司,经受得起长达 15 年之久的市场磨砺和考验?

川盐化从出生长到衰落的过程,在一定程度上,折射出行政与市场关系的角力路径。

## 资本机缘

在很多人看来,追踪川盐化的成败轨迹已无多大必要,但川盐化的股份制改造却占尽资本机缘。

1988 年的中国,资本市场、股份制改造、股票还是一个全新概念。而且当年,全国物价失控,抢购风潮席卷全国,国家宏观调控的神经紧绷。在这种情况下,勇于吃股份制改造这个新鲜螃蟹的企业和地方政府,极需魄力和胆略。

偏居西南乐山市的川盐化,却出人意料地拔得四川首家上市公司的头筹。何也?追根溯源,其实并非常言道“时势造英雄”的高端大气上档次。川盐化股份制改造得益于“跑部钱进”。

1987 年,为了解决川盐化纯碱厂项目资金,川盐化向原轻工部申请项目资金。原轻工部一位副部长是乐山人,非常关心家乡企业的发展。他提出股份制改造五通桥盐厂,面向社会募集资金。川盐化的贵人降临。

随后,五通桥盐厂的股份制改革很快提上日程。在原轻工部的牵线支持下,经过 7 个月筹备,在四川省五通桥盐厂的基础上,四川省五通桥盐厂、中国华轻实业公司、中国盐业总公司、中国轻工物资供销总公司和四川省盐业公司,发起成立川盐化。

## 资本血性

股份制改造好做,资本运作不易。川盐化站在了资本野蛮人的门边。

1992 年,资本市场暗流涌动。国家体改委出台《股份公司暂行条例》、《有限责任公司暂行条例》,这两个条例被认为是中国企业发生真正变革的转折点。国有企业所有者与经营者的关系,正式演变成股权所有者与经营者的关系。

更重要的意义在于,这两个条例为股份制和企业家正名。“企业家”这个名词,第一出现在中国的时间是 1987 年,两年后的 1989 年,第一次出现在《辞海》里。在 1980 年代相当长的时间里,“企业家”和“实业家”都背负着贬义的负面意思,就如同我们记忆犹新的“投机倒把”“倒爷”一样。

邓公南巡期间指出,“证券和股市要坚

决放开试,错了可以纠正。这直接点燃了国民的财富热情,刺激了大众投资意识的复苏。与之相伴而生的是,各地证券交易场所蓬勃发展。

一级半市场由此火爆。一级半市场介于一级发行和二级交易市场中间,是场外交易、柜台交易的统称,而市井却以“黑市”为其冠名。1991 年之前,没有统一的二级市场供交易者交易。

“黑市”的称谓,原本带着分明的红黑是非烙印。但对资本的判断,是不允许有泾渭分明的对错判断,只有成败。很多时候,做对了,却不一定成功,做错了,也不一定失败。这就是资本的血性。

## 资本暗战

那些信息敏锐,敢于冒险的人,率先奔赴各个股份公司,在公司门口大量收购股份制公司的股权证。在高额利润的驱使下,逐渐形成规模庞大的场外交易市场,诸如与成都锣锅巷紧邻的红庙子股票市场、彭山路股权交易市场、乐山市中心城区牛口耳桥的股票黑市。

1992 年底,川盐化公司门口的股票黑市突然兴盛起来。来自天津等地的票贩子们以 1:2 或 1:3 的价格收购着川盐化的原始股权证。随后,这些票贩子将收购的股权证在成都的红庙子街和彭山交易。

值得一提的是,成都红庙子股票交易市场全国颇有名气,自发形成于 1993 年左右。鼎盛时的红庙子人山人海,交通堵塞,散户手拿股票,从东到西,没走完,就已经获利并售卖一空。中户和大户则有固定的摊位,出售各种股票。一时熙来攘往,讨价还价之声不绝于耳,形同菜市。当时,四川盐化、乐山电力、四川长虹、蜀都股份等股票是红庙子市场主要股票。

历史总是惊人的相似轮回。自沪深交易所开业以后,全国各地的场外交易日渐萎缩,并最终消失殆尽。随着融资规模需求的扩大,2013 年底,场外交易市场新三板、四板进入投资者视野,新三板再次扩容突破国家高新区限制。

而其他类型的产权交易所则没那么幸运。随着经济的发展和产权交易的迫切需求,2010 年左右,各种类型的产权交易所再次兴盛。

出于规避金融风险考虑,国务院在 2011 年 11 月 18 日,出台清理各种类型交易所的 38 号文。这场声势浩大的清理运动,一直持续到 2013 年 1 月初。16 省完成产权交易所清理,方才标志和宣告清理活动结束。

而在 1994 年 4 月,国家国有资产管理局曾以“问题不少,防止国有资产流失”为名,暂停企业产权交易市场和交易机构的活动,并清理和关闭一大批产权交易所。

场外交易市场,从某个方面说,实则是地下金融的资本暗战。地下金融的兴盛,其体现的是,被压抑的资本需求萌芽崛起的必然。

站在自由市场经济的角度,场外交易市场才是最真实的市场,因为它没有管制约束和自发形成的市场,买卖双方交易的前提是契约遵从和诚信价值。场外交易



市场上形成的价格,才是真实的市场价格,因为它是由真正的供给与需求决定的,是没有任何因素干扰和扭曲的自由价格。

## 资本回报

资本在制造“点石成金”传说的同时,也让多少财富一贫如洗。每一个资本繁华景象的背后,都站着一群凶狠的“野蛮人”。

1992 年 4 月,上海股民康柏华以每股 293.35 元买进 107 股延中股票,其后以亏 6500 元出场,5 月 12 日,康柏华悬梁自杀,成为中国股市首位自杀者,5 月 25 日,股市大涨,延中股价一度超过 1000 元。一年后,“宝延风波”赤裸上演。

南巡讲话之后,川盐化发行股票,曾由公司员工在省级政府的大门外摆摊出售,并持续数月而无人问津。倘若这种情况出现在今天,无法想象众人对财富趋之若鹜的场景。

古语说:财富险中求。勇于吃螃蟹的人,自然会得到高额回报。1993 年 3 月,川盐化上市后,开盘价 13.6,以 3.2 元的价格算,3 个月财富翻了三倍,随后股价一路上行,最高涨至 18 元之高。

与超级小散大赚特赚相比,川盐化的



第二大股东深圳宝安集团股份有限公司,应该算中国资本市场上最早的股权投资者。在 2008 年左右,中国的私募股权投资大行其道的时候,深宝安早在 16 年前,就已经敏锐地捕捉到一级市场和二级市场股价差异,并斩获丰厚利润。

深宝安的实力不容小觑。在 1992 年通过每股 3.2 元的转让价格,获得川盐化 2000 万股。也许深圳第一家上市公司深宝安的名号并不响亮,也不让你觉得可怕之外,但其证券部主任厉伟却背景深厚,能量惊人。

厉伟 1992 年 7 月进入深宝安,是中国著名经济学家厉以宁之子。可谓,虎父无犬子。正是厉伟一手策划了 1993 年中国资本市场上著名的“宝延风波”。

1993 年的上海股市,不温不火。厉伟主动找到时任上交所总经理尉文渊,提出用“鲇鱼”效应救活上海股市。在尉文渊的盛情邀请下,深宝安用 8000 多万元资金,在二级市场上,强势收购股权分散的延中实业公司的股份。由此,市场热情被点燃,救市效果显著。

宝延风波的结局是,证监会认定深宝安的收购是“违规”行为,罚款 100 万元,但同时宣布收购有效。深宝安人员顺利入主延中实业董事长。

自此,中国股市的灰色基调得以确立。此后,资本失德无光。资本捐客获利惊人,散户尸横遍野,市场秩序日薄西山。

## 资本逻辑

1990 年代的乐山,名噪一时。自 1987 年率先实施股份制改造以来,乐山同时率先在川内进行股份制合作试点。

四川首家股份合作制试点是,将仁寿丝绸厂改制为华仁丝绸股份有限公司。改制完成后的华仁丝绸股份有限公司,同时

具有股份制和合作社的性质。

继川盐化在深交所上市以后,川岷铁、乐山电力和四川金顶先后上市。彼时,“川老八股”中,乐山独占 4 家,乐山拥有的上市公司数量,仅次于上海和深圳。

此外,乐山还有 32 家未上市非公众公司,占当时四川全省的三分之一还多,成为四川股份制企业数量最多的地区之一。

尽管乐山以率先进行股份制改造而闻名,可惜自 1997 年峨眉山上市以后,乐山在资本市场几无建树,直到 15 年后的 2012 年明星电缆上市。

2012 年的资本市场,早已几经反复。此时,距离川盐化上市已 19 年,距离川盐化 2001 年彻底退出资本市场已 11 年。在这 11 年间,川盐化更名成的东泰控股再次重组,变身成目前的中润资源。

遥想当年,川盐化向职工发行 800 万股时规定,普通工人认购 500 股,按 1:1 比例购买。一张股权证居然值 500 元,相当于工人小半年的工资,曾让大量工人避之不及,即使召开动员大会,也是门庭冷落,将财富拱手于他人。

如今,打新早已成为一本万利的独门绝活,私募股权投资早已深入人心。网上超

额认购不得不与概率搏中签率,那些资金实力弱小者,必须足够幸运,才可能获得财富之神的青睐。

## 资本轨迹

资本市场就是资本往返重组、循环繁衍和轮回进化的场所。川盐化的陨落,不过是资本市场进化和繁衍的一个缩影——生即是死,死即是生。

只是,曾经开创了深交所第一家异地上市公司历史的川盐化,曾经是西南地区第一个在深圳上市的川盐化,除了仍背负着“相见不如怀念”的虚名之外,早已灰飞烟灭。

从 1987—1989 年间开始的股份制改造,到 1999—2002 年开始的国有股减持尝试,到 2005 年开始的股权分置改革,到 2014 年兴起的混合所有制经济革新,所有轨迹的背后,在素描中国资本从小至大历程的同时,也刻画着行政与市场此消彼长的关系。

今天,改革开放已经 36 年,大浪淘沙,无数风流人物业已千古,多少同学年少正风华正茂。资本市场的游戏规则就是,要么你站在野蛮人的门前;要么野蛮人站在你的门前。换句话说,要么战胜资本,要么被资本消灭。

昔日繁华的川盐化大楼早已洗净浮华,褪尽为凡尘俗世的新村小区。人去楼空的楼宇馆舍,斑驳锈迹间,平添一些怀旧伤感的情绪。

唯一留给那些风光一时的盐化人,足令他们现今仍津津乐道的,大约只剩下当年“敢为人先”的公众口碑而已。只是不知道,他们言及“敢为人先”时的感受,是良好依旧,是黯然神伤,还是悲酸酸楚,或者兼而有之?