



“状元实业家” 张謇的盐垦债票纷争

因支持民族纺织工业的需要，张謇家族发行的“通泰盐垦五公司债票”获得了银团的大力支持，但因土地先天条件加之天灾人祸不断，这一金融创新却问题不断。

文 | 吴福明

甲午战败，举国震惊。末代状元张謇怀报“实业救国”之志，毅然弃政从商，创办了以南通大生纱厂为核心的、资本高达600万两白银的大生资本集团。为了掌控纱厂原材料，张謇于1901年创办通海垦牧公司，历经10年，始获成功，凭借通海垦牧公司的棉花生产基地，保证了纱厂的原棉所需，在与外资纱厂和洋纱洋布的竞争中一度赢得先机。

继创办大生纱厂与通海垦牧公司后，民国初年，张謇又与其兄妹并联合同仁在通泰一带设立了大有晋、大豫、大赉、大丰、华成等盐垦公司。1916年苏北发生水灾，棉田尽淹，盐垦公司陷入困境。1920年底，经与上海债权行庄协商，张謇家族拟发行“通泰盐垦五公司债票”。

1921年春，中国银行副总裁张公权在考察五公司结束后称：“余以农业经营，不宜依赖短期借款，而植棉事业，极应维持，以塞漏卮”。在张公权的积极推动下，上海银行业公会与钱业公会拟组织银团，“经募”五公司债票，帮其走出困境，支持民族纺织工业的发展。

银团几乎囊括了近代中国最著名的新式银行及钱庄，包括中国银行、交通银行、“南三行”、“北四行”中的大陆、盐业、金城3家及福源、永丰钱庄等24家，合组定名为“通泰五公司债票银团”，商议后决定发行年息八厘的公司债票500万元。债票发行经五公司董事会、股东会及董事联合会议案通过。

1921年7月1日，由银团银行业代表宋汉章（时任中国银行上海分行经理）、钱

业代表田祁原（时任上海钱业公会会长）会同五公司董事会代表，在上海正式签订债券合同（计 15 条）。第一期正式发行通泰五公司债券 300 万元，此次银团成为通泰五公司债券受托发行者、监督者和主要债权人。

债券面额为 1000 元，年息八厘，每半年付息一次，期限为 5 年。最为独特之处有两点：一是附有“红田”办法的红地条款：“债券每千元于末期还清时得分红地 12 亩”。一年后又在此基础上按六分之一比例分摊“加酬优待”8 亩；二是担保方式，债券以上列五公司未经分派股东之草地计 1048200 亩作担保，该项“草地租金及各公司其它收益，尽先充还债券本息之用”。

“红田”是对债券持有人利息之外的补偿。由五公司“特于交通便利，工程完备之大有晋公司未分地内划出四万亩作为酬奖红田”。

债券发行一年后，五公司因欠收与银团达成第一期利息全付，债本还一半的协议。五家虽对债款进行了重新分配，但都未能如期如数还本。1924 年起，银团自对华成以外的四家公司债务进行了展期。

债券展期后，大赉公司原有担保不足，另提 21600 亩追加担保。但该公司于 1925 年夏天，将北区土地分给股东管理，此举危及债券持有人的利益，银团多次与之交涉，督促公司售地偿债，最终就债额偿还达成了协议。

种种情况的发生，让银团对债券担保更加重视。经过多次商讨，双方拟定了具体的担保细则，将担保的土地一一落实，并将所有契照交存银团。另外，债券“应酬”与“加酬”的红地共四万亩，关系到债权人的利益。银团方面则认为债券“红地”关系重大，既然已与五公司订立了协议，五公司应当对银团负完全责任，而大有晋身为五公司之一，不能对之不理。1925 年 5 月 29 日，银团方面派人与有关方面协商，最后双方签订了《债券酬奖红地协议办法》。

考虑到大丰公司待偿债券本息数额尚有 90 万元之多，1926 年，银团与其签订新合同，发行新票调回原票。

华成、大赉两公司债务相对较小，且担保地块尚好，交通也较方便；大丰、大豫两公司债务相对较大，而担保的面积虽广但地段荒僻，不投巨资长期开垦，土地无以变现。土地抵押品不易变现而引发了银企纠纷之后，五公司天灾人祸不断，经营困难。一些公司甚至无人来管理，业务停顿。另一些公司则私下将银团的担保土地擅自处置。面对公司的行为，为维持信用，银团垫资将所有担保土地的部照收齐自己保管。尽管银团持有土地执照，但却无管理的实权，银团不得不直接接手管理。

现在回过头看，“通泰盐垦五公司银团债券”是中国历史上最早的企业债券，在当时算是金融创新之举，本意是为了促进江苏盐垦事业的发展。然而公司债券的发行，只是暂时缓解了资金压力，五公司并未走出困境。他们之间错综复杂的产权关系，又加大了银团债权处理的难度，受此影响，银团各行庄深陷其中，无奈之下被迫当“地主”。债券最后沦为次级债，原定 5 年的债券期限，一直持续到抗日战争期间才结束。□

（作者系经济史博士，专注研究证券、土地金融及文物收藏）



张君

TIPS

南三行

浙江兴业银行、浙江实业银行和上海商业储蓄银行的合称。三家银行都由江浙籍银行家投资创办和主持管理，以上海为基地，在经营上互相声援、互相支持，互兼董监。