以股抵债，能否“一抵了之”？PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/484/2021_2022__E4_BB_A5_E8_82_A1_E6_8A_B5_E5_c122_484283.htm

以股抵债，能否“一抵了之”？ - - 以股抵债的法律经济学思考 一、导语 所谓“以股抵债”，是指上市公司以其控股股东“侵占”的资金作为对价，冲减控股股东持有的上市公司股份，被冲减的股份依法注销。证监会及国资委在方案中规定，“以股抵债”中的定价基础，应在中介机构专业意见基础上，合理形成以股抵债的价格，同时强调“以股抵债”的定价基础不同于上市公司控制权转让或一般股权转让，而应当“考虑纠正侵占过错的特殊性，充分体现保护社会公众投资者及其利益相关者合法权益的原则”，按照国家有关规定，参考公司经审计的财务报告、独立财务顾问报告和以股抵债股份估值报告，合理确定价格，并最终由股东大会审议批准。以股抵债是一种经济现象，但当经济的行为进入到法律的视野，经济现象不仅影响着人们的经济选择，也决定着人们对法律的选择，经济学家的术语“显性偏好”将通过选择被显示出来。每一项法律规则的通过或选择，必然以不同的方式影响着人们?? 一项法律使一些人受益，必然会使另一些人受损，从而间接实现法律规则所担负的公平和正义的社会目标。而作为现代公司法律理论，除了公平和正义，效率是经济学和法律共同的选择。?从经济学的角度理解，关键是这项法律产生的效果是净收益还是净损失、是成本还是利润、受损和受益的人是否是制定规则者初始时所预期的、是否符合法律主体的理性选择等，以此判断该法律规则是否能实现公平与正义，并兼顾效率。分析以股抵债方案本身，

结合相关的法律法规，就该方案的制度性基础，笔者从法律经济学的角度作出如下探讨。

二、以股抵债方案及其所依托的法律规则供给与需求分析

从经济学角度分析，这里我们不妨将政府、证监会和国资委视为以股抵债方案及其所依托的法律规则的供方，将市场各利害关系人包括既得利益集团和中小投资者视为该规则的需方。按照公共选择理论，政府部门在扮演决策角色时不是无私的，其决策行为应当是一系列利益的博弈，也是利益、权利和权力再分配的过程。制定规则的政府部门要考虑诸如制度设计的成本、给定的制度约束条件、现阶段的知识积累和实践的可能性、实施新规则的预期成本、现存制度的衔接支持等等因素，更重要的是还必须考虑决策集团的预期净收益。这其中当然也需公众即需方的认同与接受：公众认同，则政府收益上升；公众反对，则政府成本上升。但是，由于各利益集团对政府讨价还价的力量不同，在任何时候，作为公共政策的证券法律规则都会出现倾向于处于支配地位的利益集团的现象，他们往往可能对政府的决策产生影响，影响规则制度供给的曲线和数量。以股抵债方案作为政府部门的决策，政府部门在方案实施规则的供给时，必然将考虑并照顾这些集团的既得利益。在这种情况下，即使其他具有代替意义的规则或方式更加有效，但要废弃这种已被选择的规则或组织方式也不是轻而易举的事情。经济学家将这种由历史的、先决性条件规定的某种制度的存续状态称为“路径依赖”，它的既定方向会在以后的发展中很难、甚至无法扭转，正如经济学家诺思所说“人们过去所做的选择决定了他们现在可能的选择”。从上述分析，结合中国上市公司现阶段的公司治理情况来看，“以股抵债”原则

性试点方案的推出，确实为缺乏现金清偿能力的控股股东解决侵占上市公司资金问题，提供了现实选择的途径，但以股抵债只是冲销控股股东债务的一种方式，并不会改变上市公司的现金流量，对于改善上市公司的经营状况也没有实际效果，是财富的转移而非创造??处于支配地位的既得利益集团再次在博弈中取得胜利。从公开数据统计，在连续两年亏损的上市公司中，70%存在控股股东侵占资金行为；在已退市的15家中，其经营失败的重要原因之一就是控股股东的侵占行为。其中，发生控股股东侵占资金行为的上市公司中，国有股权占控股地位的比例约为85%，按照公司治理的委托?代理关系，国家应该是这些上市公司的实际大股东。在这些上市公司治理结构的框架下，中小股东很显然是没有机会去占用公司款项的，想“以股抵债”更是不可能的。由于目前我国法律法规规章对中小股东的有效供给先天不足，实践中可操作性差，以股抵债对中小股东来说，他们只有两个选择：一个是股东大会通过议案，侵占资金的控制股东结清债权债务，中小股东分享控制股东胜利逃亡盛宴后残留的余香；另一个是股东大会否决议案，结果是控制股东可能永远也不会还清所欠债款。这样，除了投票赞成“以股抵债”方案外，中小股东还能有什么更好的选择呢？没有了。至于“三公”问题、定价问题、用什么方式保证中小股东的投票表决权等问题，只能是在显失公平之后的一个无奈的救济供给而已??以股抵债规则本身已偏离了法律应该规制的供给曲线，规则本身就是越权的产物，背后是大股东挪用上市公司资产的法人犯罪行为被忽略，违规的大股东“一抵了之”，甚至对其占用资金的具体用途的合法合规性也不再作追究。在此，债权人丧

失了话语权，由债务人来决定还不还债或如何还债，这在任何受法律保障的债权债务关系中都是不可思议的。以股抵债的过程不是财富的创造，而是财富的转移，转移过程中产生的交易费用??改革的社会成本再次更多的由处于弱势的中小股东承担。对此，科克伦(Philip L.Cochran)和沃特克(Steven L.Wartick)早在1988年发表的《公司治理 - 文献回顾》一文中指出：公司治理的核心问题是：（1）谁从公司决策/高级管理阶层的行动中受益；（2）谁应该从公司决策/高级管理阶层的行动中受益？当在‘是什么’和‘应该是什么’之间存在不一致时，问题就会出现。当代最著名的政治哲学家罗尔斯在其《正义新论》中提出的原则得到当代政治哲学界的广泛认同，他认为，根据作为公平的正义的基本原则，社会的不平等只有在这种情况下才是合理的，即这种不平等有利于最不利的社会阶层地位的改善。该原则同样适用于我国证券市场。中小投资者是我国证券市场投资者的主体，在当前资金、信息、技术极不对称的情况下处于弱势地位。证券市场的基本正义原则应当是有效保护最不利者社会群体的合法权益。换句话说，就是不能以损害弱势社会群体的利益来增进优势社会群体的利益。尽管制定规则者再三强调“以股抵债”是以纠正控股股东的侵占过错行为为前提，应严格遵循公开、公平、公正的“三公”原则，采取切实有效措施充分保护社会公众投资者及其他利益相关者的合法权益。但是，鉴于我国证券市场仍存在为国有企业解困的初始定位的“路径依赖”、传统的公司法理论以及与之相应的公司法律制度设计的缺陷，因此以股抵债方案缺乏制度性基础，方案实施规则的供给与社会和中小股东的有效需求不一致，法律责任规

则的供给严重不足，进而缺乏对中小股东有效的保护，体现了既得利益者预期的经济效率，却使法律偏离了公平、正义与效率。根据上述推论，我们看一看以股抵债所依托的制度性基础的供给组合与中小股东有效需求的方向：

1、供给组合：A 行政责任 违规者在证券市场承担行政法律责任的形式主要包括警告、行政处分、罚款、市场禁入等等。证券监管机构是监管证券市场，负责追究违法者的行政法律责任并予以行政处罚的唯一合法机构。B 民事责任 违规者应承担的民事责任主要按照《证券法》、《公司法》、《担保法》及其解释、《民法通则》及最高人民法院关于《受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(以下简称《通知》)等的相关规定。C 刑事责任 根据我国《刑法》规定，证券市场的犯罪行为主要构成欺诈发行股票、债券罪，提供虚假财会报告罪，擅自发行股票、公司、企业债券罪，内幕交易、泄露内幕信息罪，编造并传播证券交易信息罪，诱骗投资者买卖债券罪，操纵证券交易价格罪等等。上述法律规则的供给组合共同且明显的缺陷是：内容存在漏洞、过于原则，只规定某一条文适用的条件和主体的权利义务，而不规定违反该规范的行为应承担何种法律责任。结果导致了追究违法犯罪者法律责任的规定难以具体操作，无法满足中小股东利益保护对法律的有效需求。

2、有效需求 现阶段我国法律对中小股东的利益保护的内部救济制度和外部司法救济制度设计缺乏有效供给，明显处于供需不平衡状态，主要体现在以下几方面：（1）《公司法》第214条至217条虽规定了董事、监事、经理违反法律义务所应承担的法律责任，但并未规定控制股东利用其优势地位违法通过股东大会决

议，或迫使董事会通过违法决议时所应承担的责任。（2）

《公司法》未规定股东是否有权就（1）项中的行为给公司或股东造成的损害要求赔偿，中小股东的司法救济方式缺乏。

（3）《公司法》或其他法规规章均未规定当遭遇控制股东或公司高管侵害公司利益的事件发生时，能否进行股东派生诉讼或代表诉讼制度，我国民法也无相应的规定，因此，在实际的司法实践中，小股东的这一权利将难以得到切实的保护。许多在国外股市面临严厉刑事惩罚、高额民事赔偿的违规行为，在中国股市往往不过只是一声“公开谴责”的叹息。

（4）《公司法》仅规定了股东大会、董事会的决议“违反法律、行政法规”的情况，未规定违反作为公司治理“宪法”的公司章程的情况，也未规定股东大会、董事会的会议召集程序或者表决方式违反法律、行政法规或者公司章程规定的，其决议的法律效力及救济方式。（5）《公司法》及相关法规规章也未规定在公司董事会、监事会均拒绝依照《公司法》召集和主持股东大会时，持有公司股份10%以上股东能否自行召集和主持股东大会、其法律效力又如何？（6）《公司法》及相关法规规章未规定中小股东若对于股东大会做出的公司合并、分立决议及非因亏损减资行为持异议的，能否要求公司以公平的价格回购其持有的公司股份的进行救济等。（7）缺乏对债权人进行保护的法律法规的有效供给。

在以股抵债方案设计中,当法律运用股东有限责任之原则来鼓励股东投资并限定股东责任从而保护股东利益之时,债权人利益的优先受偿保护更应成为方案设计的另一需求重心。这是因为：第一，对债权人的保护，是维护社会公平秩序之所需；第二，公司自成立、运营至正常或非正常的结束，公司股

东无论在公司的控制、管理、信息的掌握上，均优于债权人，债权人必须通过优先受偿的这一法律权利来进行补救；第三，由于公司控股股东在人员、财务、业务等方面与公司混同，公司的法律人格就会变得“名不副实”，那么，在控股股东的暗箱操纵之下，上市公司成了控股股东的“提款机”，控股股东以股东有限责任为逃避债务、免除法律责任的面纱，阻隔了债权人对控股股东的追索，进而会破坏交易安全和市场经济秩序。但是，目前我国公司法律尚未明确规定“揭开公司面纱”的相关规定：当控股股东由于自身的行为，扰乱与破坏其与公司之间所应保持的分离状态，致使公司之人格与财产和股东之人格与财产难以分辨时，控股股东是否可能面临个人责任的追究；也未赋予债权人参与上市公司重大利益决策的异议权；对非因亏损而是因以股抵债引致的公司减资可能给债权人带来的损害，未提供获得相应法律补救或主张异议的权力的有效途径，以对失衡的公司利益关系进行的事后规制，实现法律公正、公平的价值目标。从上述围绕以股抵债所依托的法律规则的供求分析来看，法律规则的供给曲线与需求曲线出现了一定程度上的背离。根据经济学理论，在竞争性市场中，人们追求自身利益最大化的动机是强烈的，在给定的约束条件下，投机取巧以谋取个人利益的行为倾向是人们的理性选择，经济学家威廉姆森（Williamson. O. E）将其定义为“机会主义假设”，“如果法律的供给和需求失衡，或由于法律秩序自身的原因无法满足法律主体的需求，法律主体行为的机会主义倾向突出表现为法律规避”（引言）。那么，在给定的制度框架内，必然也会出现经济学价格理论中所说的“看不见的手”??法律规避背后必然有只“

看不见的手”在默默地、强有力地驱使法律框架内的人们选择规避，引导人们规避法律，以实现自利效益的最大化。所以，笔者认为，在现阶段的法律规则供给条件下，以股抵债方案中，控制股东选择法律规避的动机是必然的，中小股东在利益博弈中处于劣势也是必然的，那么从实现公平、正义兼具效率的目标来讲，以股抵债方案的效率不能令人满意，这种制度创新是有损失的。

三、以股抵债方案及其所依托法律规则的成本收益分析

由于上市公司目前在中国证券市场中仍然是“稀缺资源”，新规则的出台必须保持上市公司这种稀缺资源的有效存续是人们的理性选择，因此，市场参与各方不得不在有限性的前提下和给定的制度框架内，努力选择以股抵债方案中权利与义务的重新配置，关键的因素就是交易成本。在现实世界中，由于交易成本的经济作用，不同的规则制度会带来不同的经济效益。交易成本成了引导法律选择和制度创新的规范。我们从以股抵债方案及其所依托的规则进行成本收益分析。

证监会和国资委在以股抵债试点方案中是这样强调的：

- 1、在中介机构专业意见的基础上，合理形成以股抵债价格。“以股抵债”的定价基础，不同于上市公司控制权转让或者一般股权转让，应当考虑纠正侵占过错的特殊性，充分体现保护社会公众投资者及其利益相关者合法权益的原则，按照国家有关规定，参考公司经审计的财务会计报告、独立财务顾问报告和“以股抵债”股份估值报告，合理确定价格，最终由股东大会审议批准。
- 2、强化充分的信息披露，切实保护股东、债权人等利益相关者合法权益。在实施“以股抵债”中，要求有关方面及时、完整、准确披露相关信息，执行《公司法》有关对债权人告知义务，保证

各利益相关者在公开、公平、公正的原则下自愿行使权利。

3、保障非关联股东充分行使表决权。根据《公司法》的有关规定，股东大会在表决“以股抵债”方案时，关联股东应当回避表决，由出席会议的非关联股东或其代理人所持表决权的三分之二以上表决通过。为鼓励、支持中小股东行使表决权，上市公司独立董事将向社会公众股东公开征集投票权。

4、在公司章程中明确保护社会公众股东合法权益的公司治理原则，作出根除继续发生占用的制度安排。增加有关在因大股东或者实际控制侵占行为损害公司及社会公众股东利益时，公司及社会公众股东应该获得赔偿的条款。对于上述1条，笔者不想作更多分析，不少专家学者从不同方面已做了充分的探讨。一句话，涉及到国有股权、国有资产，“净资产值”是一个绕不过去的坎。由于具有威慑力的法律的事前惩罚规则和事后惩戒的责任规则缺乏，违规成本较之收益低，以股抵债定价的公正与真实，更多地只有拜托受控制股东委托的上市公司高级管理人员及各中介机构能够忠实地履行自己的职责和职业道德了。对于在以股抵债方案实施过程中要强化信息披露义务，笔者认为，有效率的法律规则能影响每个参与者的行为方式，可以在决定当事人之间如何分享信息方面发挥重要的作用，其发挥作用的基础也是交易成本。但是，我们不得不面对的现实是：大股东或实际控制人侵占上市公司资金的行为，一方面，是由于控制股东往往以进驻公司董事会的形式直接参与公司经营管理，成为公司管理层并掌握内幕信息；另一方面，控制股东也有动机进行侵占行为以获取额外利益，而且集中的股权结构也有助于控股股东实现通过侵占行为牟取的额外利益。从因信息披露延迟或隐瞒

而受到证监会处罚的上市公司分析来看，控制股东由于利益驱动，一般会对如下信息作出延迟或隐瞒披露：（1）违反法律法规规章或公司章程故意拖延或拒发公告；（2）利用公司资金为控制股东提供贷款担保或与其发生不合理的关联交易；（3）操纵公司股票价格；（4）在董事或经理人员为控制股东违反义务损害公司利益或中小股东利益时，拒绝以公司名义对他们进行追究；（5）拒绝向小股东提供或隐瞒有关公司经营状况、资产情况以及其他必要的信息和资料；或为小股东参加股东大会附加限制型的条件；（6）利用因其职务所获得的内幕信息为个人谋取私利；等等。而对于通过征集投票权保障中小股东参与表决的权利，法律规定基本上是沿用了民法代理的机理，并未作进一步针对性的规定，如表决权应如何行使、代理人应否有资格限制、每一代理人可代理的股权份额有否限制、委托书是否应由公司统一印发或股东也可自行印，如公司没有印发的情况下股东自行印发委托书并予以签署有无法律效力，或者公司已经统一印发委托书但股东自行印发并予以签署，法律效力又当如何？股东授权范围如何，征集费用应由谁负担，是由公司还是征集人，能否进行通信或网上投票，违反规则的表决票的法律效果如何等等；均未明确规定，造成中小股东参与表决的实际操作的难度和成本较高，在规则设计上又容易为控制股东所操纵。同时，由于中小股东相对于控制股东而言，多而分散，达成意见一致的组织成本和谈判成本都较高，而他们所追求的目标又具有非排他性，即具备“外部性”特征，容易产生“搭便车”的现象，从经济学角度讲，个体的理性并不一定导致群体的理性，甚至会导致集体的不理性；因此作为有规

制控制股东意向和能力的中小股东很难形成合力，造成反对控制股东的需求不足。而且以股抵债的范围由证监会及国资委划定，实施方案又以政府行政审批为最终生效要件，同样是侵占上市公司资金、准备以股抵债的不同利益集团的控制股东，在此又将通过行政权力被分了个三六九等。综上所述，由于惩罚成本过低，中小股东执行成本较高，控制股东就像司机在一个缺乏责任的法律制度中，几乎没有保持谨慎的必要，可以享受快速行驶的所有收益而不承担由此引起的所有成本，即损害行人的危险。结果当然是类似的行为屡禁不止，中小股东包括债权人始终处于弱势。同时，以股抵债是一种经济交易行为，根据科斯定理及其推论，任何市场交易都需要费用，为达到资源的有效配置，必须降低任何一种组织和制度的交易成本。因此，在市场运转是有代价的情况下，法律规则不仅影响成本收益的分配，而且影响资源的配置。很明显，法律的目的就是消除和降低交易成本。以股抵债是否是一个使交易费用最低以达到资源配置的最大化的权利选择安排方式呢？我们分析一下看。在每一项法律规则中，人们都是“为权利而斗争”，更是为了各自的利益而斗争，以股抵债也不例外。抵债股份定价和控股权问题是控制股东在以股抵债方案中权衡其自身利益的出发点和主要关注点，无需他人多虑，控制股东自然会在利益博弈中选取严格占优策略，并对参加利益博弈的其他参与方采取相应的对策。他们在法律运行的各个环节中都自觉不自觉地进行着成本收益的核算，他们总是积极争取享受更多的权利并力图摆脱法律义务，且收益越大其动力越足。与此同时，由于给定条件下法律规则的供求状况是有差异的，以股抵债方案中，不同法

律主体的权利和义务在同一组织同一时段中会有不同的安排和配置，这使得法律主体的成本和收益便很不一样，进而导致其对待法律的态度各不相同。成本和收益的比率，在规制控制股东选择守法或者违法、犯罪或者接受刑罚处罚之间是起决定作用的。换言之，当控制股东对法律是熟知的，对自己在一种法律关系中享有的权利和应承担的义务是清楚的，他们会通盘考虑适用法律行为所引致的法律后果，并做出恰当的有利于实现自己利益的行为选择。如同经济学“理性人”的假定前提，法律规则制定的假设前提应该是“坏人”，美国大法官霍姆斯有一个著名的“坏人理论”，他认为要从坏人的角度去看待法律。具体到以股抵债上，由于相关法律法规规则不配套，即使有规定也过于笼统，缺乏操作性，预期的惩罚成本的过低而中小股东保护合法权益的成本又过高，根据囚徒困境的博弈策略，选择背叛规则是最优的策略，守法收益低于规避法律收益，控制股东就会产生规避法律的动机。因为此时他们选择规避法律才是理性的，选择守法则是非理性的。加之信息披露的不对称，众多上市公司的控股股东很可能通过以股抵债的机会，继续通过各种方式侵占中小股东尤其是流通股股东权益，或者借此逃之夭夭。故笔者的看法是，需要进一步思考该方案是否会给证券市场秩序造成一些混乱，是否会对证券市场存在和发展的基础带来一些负面影响，谨慎考虑该项法律规则引致的社会效益的净损失。控制股东和中小股东对以股抵债方案的认同或者抵制，从根本上说，就是他们对方案和方案所依托的法律规则中隐含的权利义务及其蕴含利益重新配置效率的评价。耐人寻味的是，在首例以股抵债方案获得股东大会审议通过的上市公司电厂

传媒中，实行以股抵债后持股比例将达到58.89%的流通股股东对此次参与临时股东大会表决显得异常冷淡：经过1个月的征集，只有318位流通股股东对公司独立董事进行了授权，经公证处公证，其中有效授权287份，代表表决权5783037股，仅占公司全部流通股股份总数的3.77%。这说明了什么呢？

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com