

大股东如何在“以股抵债”中 侵占债权人利益

——基于“酒鬼酒”的案例分析

■ 龚凯颂 胡燕珊

大股东非经营性占用公司资金在上市公司中是较为普遍的。为了解决资金占用问题，证监会联合国资委于2003年8月颁布的《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》规定：上市公司被关联方占用的资金，原则上应当以现金清偿。在符合现行法律法规的条件下，可以探索金融创新的方式进行清偿，但需按法定程序报有关部门批准。在实务中，大股东以现金清偿欠款的可谓凤毛麟角，多是以资产抵债。2004年7月，进行了以股抵债的试点。这项“金融创新”，国外不存在借鉴方案，我国的《公司法》、《证券法》、《刑法》等也没有对“以股抵债”作出相关规定。在证监会与国资委为大股东以股抵债制定的制度安排中，有维护中小股东权益条款，有针对流通股股东赔偿问题的条款，但对公司的债权人，则仅要求“执行《公司法》中有关对债权人的告知义务，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。”而且，对以股抵债中股份的定价问题和抵债后股份的处理问题也没有明确，以至于以股抵债的形式越来越丰富，对抵债股份的处理也越来越多样化。第一家以股抵债试点企业——“电广传媒”

是大股东以其持有的股份抵偿欠公司的债务，抵债后的股份由公司直接回购注销，而本文的“酒鬼酒”以股抵债的案例，则演变成大股东拍卖其股份代公司清偿债权人的债务，抵债后的股份由竞得者（流拍时由债权人）持有。

一、案例介绍

（一）基本情况介绍

酒鬼酒股份有限公司（下称酒鬼酒公司）1997年4月28日经湖南省人民政府批准，由湖南湘泉集团有限公司（下称湘泉集团）独家发起，经证监会批准向社会公开发行普通股股票。现总股本为30 305万股，注册资本30 305万元。2003年，湘泉集团将持有的部分股份转让，酒鬼酒公司的股权结构变更为：成功控股集团有限公司（下称成功集团）持有8 800万股，占股本总数的29.04%，为第一大股东；湘泉集团持有7 780万股，占股本总数的25.67%，为第二大股东；上海鸿仪投资发展有限公司（下称上海鸿仪）持有3 000万股，占股本总数的9.90%，为第三大股东。

成功集团创建于1995年，2001年集团资产规模17亿元，净资产9.5亿

元，现有全资、控股企业十余家，位居湖南省民营企业前三名。

2003年7月，成功集团用“空手套白狼”的方法从湘泉集团手中取得了酒鬼酒公司8 800万股，转让费3.5亿元，其中，1亿元是从成功集团的另一下属公司岳阳恒立冷气设备股份有限公司（下称岳阳恒立）挪用的，2亿元是由酒鬼酒公司担保向工商银行湘西自治州分行借贷的，到目前尚有5 000万元未支付。成功集团的股权受让预付款在2002年9月汇入长沙市商业银行建湘支行，在2002年12月28日到2003年1月7日期间即被转出。进入酒鬼酒公司后，成功集团利用控股地位，不断占用资金，导致公司运营资金不足。后更私自卷走4.2亿元资金。

（二）成功集团“以股抵债”方案的拟定

2005年10月8日，酒鬼酒公司向湖南省湘西土家族苗族自治州中级人民法院提起诉讼，要求成功集团偿还所占用的资金。

2005年11月3日，成功集团与酒鬼酒公司自愿达成调解协议：4.2亿元的欠款，成功集团以现金还款1.722亿元，以股权抵款2.478亿元。在股权抵款上明确：成功集团以其持有酒

鬼公司的8 800万股和上海鸿仪持有的3 000万股,合计11 800万股,每股折价2.1元,合计24 780万元,抵偿对酒鬼酒公司除现金还款部分外的全部债务。

(三)酒鬼酒公司债权人的起诉与“以股抵债”的实施

1、酒鬼酒公司债权人的起诉。成功集团占用酒鬼酒公司巨额资金的消息一出,公司债权人便纷纷向法院提起诉讼,要求偿还到期债务。至2006年6月,酒鬼酒公司累计债务诉讼金额29 796万元(占当时长期借款的61.07%),包括:上海浦发银行5 000万元、湘西州工商银行9 885万元、深圳发展银行7 000万元、深圳市中科智集团3 211万元、湖南省工商银行4 700万元。

2、“以股抵债”的实施。成功集团将持有的酒鬼酒公司8 800万股股权全部进行拍卖,整个股权拍卖情况如表1所示。从中可以清晰地看到,每次拍卖的股价都低于民事调解书中所订

立的2.1元的协议价。成功集团一方面以每股2.1元的价格抵偿欠酒鬼酒公司的侵占款,另一方面以实际拍卖价偿还酒鬼酒公司欠银行的贷款,协议价与实际拍卖价之间的差额造成了酒鬼酒公司6 511.19万元的损失。

二、案例分析

(一)大股东侵占债权人利益的有利条件

1、大股东对企业的控制地位。成功集团在酒鬼酒公司的统治地位是毋庸置疑的,控制股东大会,独揽各项大权。被转走的4.2亿元是第二大股东湘泉集团2003年出售上市公司股权后归还给酒鬼酒公司的占用资金,但自归还起就一直被成功集团控制,且连公司董事、监事和其他高管人员都无法知悉此项资金的运转情况。上海鸿仪虽为酒鬼酒公司第三大股东,是与成功集团同一时间从湘泉集团手中购买酒鬼酒公司的股权的,但自取得股权那天起

却一直未向酒鬼酒公司派出董事和高管。市场普遍认为上海鸿仪是为成功集团“抬轿”以使其避免要约收购的。

比起大股东成功集团,公司的债权人只能就自己所持有的债权享有按期清偿的权利,无权介入公司的经营管理,对公司偿债没有实际控制能力。由于无法获得公司内部真实信息,债权人也无事先采取保护自己的有效手段。

因此,即使侵占酒鬼酒公司资金东窗事发,成功集团依然可以依靠自身的有利地位,通过独享的知悉权、表决权、监管权、重大决策权、选择管理者等权利,避开债权人,通过与酒鬼酒公司“自愿达成调解协议”,把握最后机会,通过侵害债权人的利益保障其自身利益最大化。

2、定价非市场化。以股抵债方案的核心是抵债股份的定价问题,而我国的《公司法》、《证券法》、《刑法》等并没有关于抵债股份定价的相关规定,证监会要求“在中介机构专业意见的基础上合理形成定价”。现阶段比较容易实行的定价原则主要是依据上市公司的每股净资产,这种非市场化的定价机制对成功集团来说是有利的。实际上,市场经济条件下通常采用的企业价值评估方法,如现金流量折现法、上市公司比较法、并购估值法、期权估值法等都与净资产没有任何关系。对于酒鬼酒公司的价值,作为大股东的成功集团相当清楚,其在占用资金时,客观上已经损害了酒鬼酒公司利益,使公司资产质量大大下降,盈利能力大不如前。所以即便以每股净资产作为以股抵债的定价基础,抵债股份的价格还是被高估的,成功集团依然可以合法地把从酒鬼酒那里得到的一部分钱通过以股抵债变相装进自己的口袋。

(二)大股东对债权人的利益侵害

以股抵债本被看作是证监会和国资委遏制大股东侵占行为的重要举措,

表1 成功集团股份拍卖情况

申请执行人	被执行人	涉诉原因及金额	拍卖股份(万股)	拍卖单价(元/股)	《民事调解书》协议价(元/股)	酒鬼酒损失(万元)
中科智集团、深圳发展银行深圳长城支行	酒鬼酒公司、成功集团	酒鬼酒公司欠付深圳发展银行7 000万元贷款逾期不还,此款由成功集团担保	3 000	1.1664	2.1	2 800.08
上海浦东发展银行广州分行	酒鬼酒公司、成功集团	酒鬼酒公司欠付上海浦发银行借款5 000万元逾期不还,此借款成功集团担保	1 900	1.6519	2.1	851.39
上海浦东发展银行广州分行天誉支行	岳阳恒立、成功集团、中汽长电	岳阳恒立、成功集团、中汽长电商业承兑汇票额度纠纷	1 200	1.6519	2.1	537.72
广东发展银行深圳福华支行	岳阳恒立、成功集团	岳阳恒立欠广东发展银行3 000万元贷款逾期不还,此款由成功集团担保	2 700	1.24	2.1	2 322.00
合计			8 800		2.1	6 511.19

但从酒鬼酒公司的案例来看,由于制度本身的缺陷和有关监管方的妥协,在某种程度上却成了大股东实施再一次盘剥的工具。以股抵债为非法侵占资金披上了合法的外衣,通过拍卖持有的相对低质的非流通股,便可以对上市公司的欠款合法地一笔勾销,不受任何惩戒地用不能公开上市的非流通股套取了酒鬼酒公司从债权人手中得到的最优质资产——现金。

在实现自身利益最大化的驱使下,成功集团凭借其控股股东地位和强大的讨价还价能力,通过抵债股份的高定价,使已起诉的债权人得不到全额资金的偿还,还使酒鬼酒公司资产价值大大下降,从而更深更广泛地损害其他债权人的利益。

1、对起诉的债权人的利益侵害。对已起诉的酒鬼酒公司的债权人,其债权能否得到足额清偿取决于成功集团持有的酒鬼酒公司股份的拍卖价。但每次拍卖,不是流拍就是以低于酒鬼酒公司同期每股净资产25%~45%的单价成交,远远低于成功集团向法院提供的每股股权的所谓参考价。由此,债权人的债权无法得到足额清偿。未清偿部分,债权人虽然可以继续向法院提起诉讼,但随着酒鬼酒公司资产的减少,债权的保障将大大降低。从表2可以看到在成功集团以拍卖股权承担连带责任的过程中,债权人由于没有得到足额清偿所受到的损失。

2、对未起诉的债权人的利益侵害。从酒鬼酒公司2006年年度报告可以看到,公司的司法诉讼不断,法人股权不断被拍卖,企业内外部观望心态和短期行为较严重,经营资金紧缺,销售市场投入不够,市场和产品形象受到较大影响,市场环境、舆论环境、融资环境较差,公司盈利能力下降,亏损不断加大(如表3所示)。

在酒鬼酒公司和成功集团自愿达成的调解协议中,由于对抵债股份的

表2 已起诉的债权偿还情况

时间	拍卖股份(万股)	债权人	欠债总额(万元)	偿还债务(万元)	未偿还债务(万元)	未偿还债务占债务比例(%)
2006年3月	3000	中科智集团、深发行深圳长城支行	7561.47	3499.20	4062.27	53.72
2006年9月	1900	浦发发行广州分行	5133.68	3138.61	1995.07	38.86
合计	4900		12695.15	6637.81	6057.34	47.71

表3 公司前三年主要会计数据和财务指标 单位:元

项目	2006年度	2005年度	本年比上年增减(%)	2004年度
主营业务收入	202 097 641.33	247 987 177.96	-18.50%	484 690 865.34
净利润	-234 042 302.29	-289 837 426.49	-19.25%	6 185 385.26
总资产	1 308 413 042.33	1 764 499 554.61	-25.85%	1 992 032 043.57
股东权益(不含少数股东权益)	529 436 533.25	761 199 144.73	-30.45%	1 055 740 178.57
每股收益	-0.772	-0.956	-19.25%	0.02
每股净资产	1.747	2.512	-30.45%	3.484

高定价,使成功集团相当于可以少还酒鬼酒公司现金6511.19万元。这6511.19万元的直接损失以及由以股抵债带来的间接损失使酒鬼酒公司的资产下降25.58%,大大降低了酒鬼酒公司的偿债能力。

三、结论与建议

从经济运行和发展的角度看,在以股抵债方案中,大股东通过高定价,使已起诉的债权人得不到全额资金的偿还,债权人的利益得不到充分的保护,危害极其严重。合理保护债权人利益,处理好大股东和债权人的关系,应该得到充分关注。关于协调公司大股东和债权人的关系,保护债权人利益,有以下几点建议:

1、提高债权人的地位,扩大其权利。提高债权人的地位,扩大其权利,能有力对抗大股东的绝对控制地位。在公司的日常治理中,可以通过建立债

权人会议制度,以此挟制大股东的“一言堂”地位。通过适当增加债权人的知悉权、表决权、重大决策等权利,使债权人能够在一定程度上介入债务公司的经营管理,从而对债务的偿还拥有更实际控制能力,同时也抑制了大股东的侵害行为。

2、维护公司资产价值。保证公司资产价值不被任意损害是保障债权人利益的根本所在。公司可以通过建立偿债基金,购买强制责任保险等措施,使债权人的权益得到更可靠的保障。

3、修改与完善法律。对债权人和股东利益冲突,我国《公司法》及《刑法》通过追究过错方的行政责任、民事责任和刑事责任的方式进行了限制。但法律涉及到的侵权行为只是冰山一角。为适应经济的发展,应对侵权行为制定标准。同时,加重处罚力度,增大大股东侵占债权人利益的违法成本。

(作者单位:中山大学管理学院)

责任编辑 杨曼