

# 上市公司以股抵债的财务效应分析

浙江工业大学经贸管理学院 王春 祝锡萍

**【摘要】**为积极解决我国证券市场中股权分置和大股东侵占资金等问题,证监会与国资委认真研究了有关方面提出的采用“以股抵债”方式解决资金侵占问题的方案,同意电广传媒进行“以股抵债”试点。本文对“以股抵债”方式作了介绍并就其会计处理进行了探讨,在此基础上分析了以股抵债产生的财务效应,最后,就如何更好地落实该金融创新方案提出了建议。

**【关键词】**以股抵债 财务效应 金融创新

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冲减标准,冲减控股股东持有的上市公司股份,冲减的股份被依法注销。“以股抵债”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时选择的途径。目前,有关以股抵债的讨论主要围绕在定价机制及其如何影响中小股东利益等问题上,本文从实施以股抵债的原因入手,着重探讨以股抵债问题的会计处理,并在此基础上进一步揭示其财务效应。

## 一、背景介绍

控股股东侵占上市公司资金的问题由来已久,已经成为影响我国资本市场健康发展的一大顽疾,监管部门及相关各方对此也十分重视。控股股东侵占上市公司资金,对上市公司来讲其实质是资源和利益的转移,极大地影响了上市公司的正常经营,对上市公司的长期发展十分不利,甚至会导致一些上市公司陷入困境。据统计,在连续两年亏损的上市公司中,有70%的上市公司存在控股股东侵占资金的问题,在已退市的15家上市公司中,其经营失败的重要原因之一就是存在控股股东侵占资金的问题。同时,从投资者的角度来说,也损害了投资者的信心。因此,解决控股股东侵占上市公司资金问题意义重大。

## 二、电广传媒顺利实施以股抵债的原因分析

1.上市公司控股股东没有优质资产来偿还债务。自1999年以来,上市公司电广传媒的控股股东湖南广播电视产业中心在投资和建设过程中直接及间接占用了大量资金,形成了控股股东对上市公司的巨额负债。截至2003年底,上市公司被占用的资金总额高达61 185万元,占电广传媒累计募集资金总额的30.49%。如果采用以资抵债方案,会存在资产与上市公司主营业务相关性不大、资产评估溢价过高等问题,而且用资产偿还债务会损害上市公司本身及其他股东的利益。

2.上市公司控股股东没有融资能力。仍以电广传媒为例,由于控股股东投资的部分项目属于基础建设,投资回收期很长,以及部分项目建成后收益情况没有达到预期目标,因此,导致控股股东很难用现金解决资金占用问题,也很难再举债进行融资。另外,它也不可能像TCL集团通过向社会公开发行股票从而实现整体上市,筹措资金。

3.上市公司短期内不具备再融资能力。笔者认为,如果上市公司具备再融资能力,控股股东也不会轻易减少持股权,因为高价再融资会提高股票的每股净资产,那么在未来转让时可以卖出更好的价钱。另外,如果上市公司每股净资产价格较低,与每股市价有较大差价,控股股东也可能不会轻易减少持股权,因为上市公司股权在理论上还有卖高价的可能。

4.上市公司目前的市净率低。优质股票的市价都超出每股净资产许多,一般来说市净率达到3,可以树立较好的公司形象。例如某公司的每股净资产在7元以上,虽然股价在10元左右,但市净率只有1.4,假如公司业绩不能得到改观,则股价继续下滑的可能性较大。将来国有股减持的价格不会比现价高很多,因此控股股东当然乐意现在减少持股权,以解决资金占用问题。

5.对上市公司而言,也具有积极意义。从财务角度来讲,在债务重组的情况下,本金一般不能得到保证,而接受控股股东以股抵债,控股股东本金与利息都会偿还,因此还具有一定的积极意义,而且从长远来看,对上市公司的财务状况、资本结构、股本结构以及公司股票的投资价值都有利。

## 三、有关以股抵债的会计处理

以股抵债的会计处理与债务重组有所不同。控股股东先是占用上市公司资金,然后在没有现金与优质资产抵债时,采用以股抵债,而债务重组是指债权人按照其与债务人达成的协议或法院的裁决同意债务人修改债务条件的事项。以股抵债类似于债务重组中的债务人(控股股东)转让其非现金资产(投资)给债权人(上市公司)以偿还其债务的方式,但又有所不同。因为债务重组中描述的这种方式一般是以债务人持有的其他上市公司的股票或债券来支付所欠款项,而以股抵债方式则是债务人以持有的自己的上市公司的股票或债券来支付所欠款项,这种新型的偿债方式,在会计处理上还不规范,需要我们对对其进行规范处理。

占用上市公司资金作为实际发生的一种交易或事项,不论采取何种形式,也不论是否违反有关规定,都应该如实记录于会计账簿,并最终反映在会计报表中。

1.对上市公司的分析。对于不同交易或事项形成的资金占用,应反映在资产负债表的不同项目中。在商品购销、提供

劳务或接受劳务等正常经营活动中形成的未结算款项,根据具体交易情况,通常列示于“应收账款”、“应收票据”和“预付账款”等项目中。如果这些未结算款项的账龄超过正常结算周期,则可认为上市公司的经营性资金被占用,通常称之为“经营性占用”。对于拆借、代垫代支、委托理财等行为形成的资金占用,可以统称为“非经营性资金占用”,其中拆借、代垫代支款项的期末余额归入“其他应收款”项目。据2003年年报显示,其他应收款最高的有ST轻骑、三九医药、华北制药等,大股东欠款均高达数十亿元,华北制药集团本身欠款有8亿元,加上关联公司的欠款,总额接近20亿元。上述资金占用结果除了应列示于会计报表当中,还应在会计报表附注中的有关项目下做详细披露。对债权人(上市公司)而言,以股抵债将引起资产和所有者权益的减少。以股抵债的会计处理,一类是债务人(控股股东)在商品购销、提供劳务或接受劳务等正常经营活动中形成的未结算款项,对债权人(上市公司)而言,如果以股抵债方案经股东大会表决通过了,则借记“股本”科目,贷记“应收账款”、“应收票据”、“预付账款”科目。另一类是拆借、代垫代支、委托理财等行为形成的资金占用,则应根据具体情况,若控股股东采取以股抵债,则对债权人(上市公司)而言,通常的会计分录为借记“股本”科目,贷记“其他应收款”、“短期投资”科目。

2.对上市公司控股股东的分析。对债务人(控股股东)而言,以股抵债将引起资产和负债的减少。以股抵债的会计处理,一类是债务人(控股股东)在商品购销、提供劳务或接受劳务等正常经营活动中形成的未结算款项,如果以股抵债方案经股东大会表决通过了,债务人(控股股东)的会计分录为借记“应付账款”、“应付票据”、“预收账款”科目,贷记“长期投资”科目。另一类是拆借、代垫代支、委托理财等行为形成的资金占用,则根据具体情况,若控股股东采取以股抵债,债务人(控股股东)的会计分录为借记“其他应付款”科目,贷记“长期投资”科目。

但是如果控股股东通过各种关联方交易转移上市公司的收益,那么在账目上就很难看出来(这里本文不展开讨论)。如北大青鸟与青鸟天桥、青鸟华光发生的数十亿元的关联方交易,这类交易在房地产公司中比较常见,一般是大股东获取项目,上市公司投资,最后又通过各种途径来稀释上市公司应得的利润。

#### 四、资本结构理论与以股抵债的一般性分析

资本结构也就是公司的债务与权益的比例。资本结构的优化及调整对企业价值的影响,一直是理论界争论的焦点。早在1958年,莫迪里安尼和米勒在《美国经济评论》上发表的题为“资本成本、公司理财和投资理论”的经典论文中提出了MM理论,因他们对经济学的贡献获得了诺贝尔经济学奖,但其所建立的计量模型一直未能得到实践证实,并留下了一系列值得深思的问题。现实中的资本市场和资本结构往往是公司决策的重要考虑因素。实施以股抵债,由前面提出的会计分录可以得知,随着债权人(上市公司)资产的减少与权益的减少(抵债部分的股本将被注销,则权益减少),实施以股抵债将直接提高公司的债务与权益比,增大财务杠杆作用。如果从资产负债率入手,根据资产负债率=负债/资产这一原

理,以股抵债后资产必然减少,那么资产负债率必然会有所提高。这就涉及到两个问题:一是财务杠杆具有双重效应,二是财务风险问题。如果上市公司在以股抵债前本身就具有较高的资产负债率,那么以股抵债后,上市公司的资产负债率会进一步提高,这就加剧了上市公司的财务风险,其破产成本也将随之上升。而债务人(控股股东)此时往往表现为负债的减少与资产的减少。以股抵债前,资产负债率小于1的情况下,以股抵债后,负债率将有所下降。下面以电广传媒以股抵债前后的主要财务数据(详见下表)来支持上面的资本结构理论与以股抵债的一般性分析。

电广传媒“以股抵债”前后主要财务数据

截至2004年中期	以股抵债前	以股抵债后	变化比例
总股本(万股)	33 592	26 050	-22.45%
每股收益(元/股)	0.09	0.12	33.33%
每股净资产(元/股)	7.12	7.11	-0.14%
净资产收益率(%)	1.30	1.66	27.69%
资产负债率(%)	49.73	55.18	10.96%

每股净资产的变化比例与以股抵债的定价机制密切相关,回购定价是以股抵债的核心。目前我国上市公司的股份有流通股和非流通股之分,流通股的价格由二级市场价格确定,而非流通股的价格一般参照每股净资产确定。因此,上市公司定向回购大股东非流通股的定价问题是以股抵债的核心,回购价格偏高,大股东有套现的嫌疑,将会损害中小股东的利益。回购价格偏低,又很难实现国有资产的保值增值。在假设实施以股抵债不影响股票市场价格的前提下,实施以股抵债对非流通股股东的正财富效应与对流通股股东的负财富效应正好对应。非流通股股东的财富增加=以股抵债后的非流通股价值+以股抵债的股份价值(资金占用额)-以股抵债前的非流通股价值。可以证明,当以股抵债的定价等于以股抵债前的净资产价格时,非流通股股东的财富增加值为零。

以电广传媒为例,现在以股抵债的定价(7.15元/股)大于以股抵债前的净资产价格(7.12元/股),那么,控股股东占用资金539 260 307元(即为欠上市公司的债务),上市公司若接受采用以股抵债的定价,则需注销股本7 542.102 2万股(计算过程略)。于是以股抵债后的每股净资产(7.11元/股)比以股抵债前的每股净资产(7.12元/股)还低,则非流通股股东财富增加,流通股股东和上市公司受到损失。若现在以股抵债的定价(7元/股)小于以股抵债前的净资产(7.12元/股),那么,控股股东占用资金539 260 307元(即为欠上市公司的债务),上市公司若接受采用以股抵债的定价,则需注销股本7 703.718 7万股。于是以股抵债后的每股净资产(9.24元/股)比以股抵债前的每股净资产有所提高,此时控股股东财富减少。

#### 五、以股抵债方案的财务效应分析

首先,以股抵债有利于改善上市公司的财务状况,有利于解决大股东长期占用上市公司资金的问题,能有效防止坏账发生导致巨额亏损的问题。电广传媒按照7.15元/股的回购价,回购控股公司7 542万股的股权,减少了上市公司5.39亿元的不良债权,从而改善了上市公司的财务状况,有利于上市公司的进一步发展。

其次,以股抵债有利于优化上市公司的资本结构。MM理论可以表述为,任何企业的市场价值与其资本结构无关,而是取决于与其风险程度相适应的预期收益率及其应予以资本化的预期收益水平。MM理论还指出,在综合考虑了税负和破产成本对资本结构的影响的前提下,当负债的边际税盾收益等于负债的边际破产成本时,就可得到最优资本结构的负债比率。尽管理论界关于资本结构是否影响公司资本成本和市场价值的争论依然存在,但现实中的资本市场和资本结构还是公司决策的重要考虑因素。实施以股抵债,抵债部分的股本将被注销,权益将减少,因此实施以股抵债将直接提高公司的债务与权益比,增大财务杠杆作用。

再者,以股抵债有利于改善上市公司的股本结构。以股抵债在解决大股东所欠债务的同时,大大减少了大股东所持上市公司的股份,从而有利于优化上市公司的股本结构,改善我国上市公司“一股独大”的问题。仍然以电广传媒为例,电广传媒本次以股抵债的总股数为7 542.1万股,实施以股抵债后,控股股东的持股比例由50.31%下降到35.92%,而流通股股东的持股比例由45.67%上升到58.89%。控股股东持股比例的下降以及流通股股东持股比例的上升,使绝对控股股东向相对控股股东地位转变,流通股股东在公司重大事项上的表决权将会增强,各方对控股股东的约束也将进一步加大,上市公司的治理结构得到进一步完善。此外,通过以股抵债方案,上市公司的现金流量不会受到影响,有利于保持上市公司资产的流动性。

最后,以股抵债在一定程度上有利于增大股票的投资价值。在成熟的资本市场上,回购是上市公司维护自身股价的有效手段,回购后,上市公司再进行股份注销,从而可以缩减上市公司股本、提高上市公司股票的每股净资产和每股收益。在我国目前的市场环境下,回购大股东持有的非流通股虽然不能改变流通股的供求关系,但是,由于实施以股抵债后总股本减小,每股收益和每股净资产收益率提高,则将间接影响上市公司股价,增加上市公司股票的投资价值。如电广传媒实施以股抵债后,其上半年每股收益从0.09元上升到0.12元,净资产收益率也由1.30%上升到1.66%,其内在价值大大提升,有利于自身的发展。

#### 六、几点建议

通过实施以股抵债方案,上市公司的财务状况、资本结构、股权结构都可能得到改善,二级市场也可能对股票的投资价值作出积极的反应,因此可以打破非流通股股东和流通股股东之间的正负财务效应的对应关系。以股抵债定价即使低于每股净资产价值,但只要低的部分小于股价的正面效应,控股股东的利益就不会发生减损。反之,若以股抵债定价高于每股净资产价值,只要高的部分小于股价的正面效应,流通股股东的利益就不会发生减损。通过对电广传媒“以股抵债”进行个案研究,笔者提出以下几点建议:

1.充分发挥财务杠杆的作用。上市公司负债经营,不论利润是多少,其债务利息是不变的。于是,当利润增大时,每1元利润所负担的利息就会相对减少,从而使投资者的收益有更大幅度的提高。但要充分发挥财务杠杆的作用,并且实施以股抵债的上市公司的盈利能力有所保证,那么上市公司净资产

报酬率就不得低于同期银行存款利率。

2.有效控制财务风险。控股股东以股抵债,上市公司注销控股股东抵债部分的股本,会导致上市公司的资产负债率上升,举债空间减少,财务风险增大。笔者建议,上市公司以股抵债后资产负债率不应高于70%。

3.引入纠错基础上的惩罚机制。应取消存在占用资金问题的上市公司的再融资资格。从统计资料上看,占有上市公司资金的大股东一般都是“一股独大”的国有企业,其操纵上市公司再次在股市上享受圈钱的机会从而为自身占用资金提供“替补”的控制权,其结果必将错上加错。因此,证券监管部门应当制定措施加以明确,在控股股东偿还占用上市公司资金之前,绝对不能给予上市公司在控股股东的操纵下继续享受再融资的机会,应当坚决取消此类上市公司增发、配股的资格,彻底取消控股股东在有“违法”行为的情况下还能享受融资的特权。

4.应向占用资金的控股股东收取高额的资金占用费。电广传媒以股抵债采取3年期的存款年利率2.52%的办法,笔者建议按照贷款年利率5.58%或上市公司实施以股抵债方案当年的平均加权净资产收益率来计算。因为在以股抵债方案中,收取高额的资金占用费有助于预防控股股东占用资金,较低的资金占用费对控股股东起不到惩戒的作用,甚至可能会诱使控股股东来占用低成本的资金。

综上所述,由于上市公司回购控股股东股份是明显的关联方交易,因此,加强监管、保护中小股东的利益是成功实施以股抵债不可或缺的条件。目前中国证监会已经着手拟订《上市公司股份回购管理办法》,并不断完善以《上市公司收购管理办法》为主的一系列上市公司并购重组法规,这一系列举措将有利于我国上市公司的并购重组活动。笔者认为,以股抵债作为一项重要的金融创新,有助于更快和更为现实地解决长期拖而不决的控股股东占用上市公司资金的问题,不仅有利于保护上市公司的利益,完善其治理结构,而且也有利于保护中小股东的利益,并最终对股市的平稳和健康发展产生积极的影响。

#### 主要参考文献

- ①安青松,王啸.以股抵债解决资金占用问题研究.证券市场导报,2004;9
- ②财政部注册会计师考试委员会办公室.财务成本管理.北京:经济科学出版社,2004
- ③中国注册会计师协会.会计.北京:中国财政经济出版社,2005
- ④高程德.现代公司理论.北京:北京大学出版社,2002
- ⑤刘园.金融市场学.北京:对外经济贸易大学出版社,2002
- ⑥张苗.“股抵债”的由来及思考.经济师,2003;11
- ⑦Stephen A. Ross,Randolph W. Westerfield,Bradford D. Jordan. Fundamentals of Corporate Finance,1998
- ⑧Modigliani,Miller. M. H. The Cost of Capital,Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review,1958