

## 第九章 长期筹资

### 第三节 混合筹资

#### 一、优先股筹资

优先股是指股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制的股份。

《优先股试点管理办法》（证监会，2014）

按照我国《优先股试点管理办法》，上市公司可以发行优先股，非上市公众公司可以非公开发行优先股。

教材主要针对上市公司发行优先股的情况进行介绍。

#### 1. 上市公司发行优先股的规定

##### （一）一般规定

(1)最近3个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股1年的股息。

(2)最近3年现金分红情况符合规定。

(3)报告期不存在重大会计违规事项。

(4)上市公司已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的50%，且筹资金额不得超过发行前净资产的50%，已回购、转换的优先股不纳入计算。

##### 【提示】

①公开发行优先股，最近3年财务报表被注册会计师出具的审计报告应当为**标准审计报告或带强调事项段的无保留意见**的审计报告；

②非公开发行优先股，最近1年财务报表被注册会计师出具的审计报告为非标准审计报告的，所涉及事项对公司**无重大不利影响**或者在发行前**重大不利影响已经消除**。

##### （二）特别规定

1. 上市公司公开发行优先股，应当符合以下情形之一：

(1) 其普通股为**上证50指数成分股**；

(2) 以公开发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司；

(3) 以减少注册资本为目的回购普通股的，可以公开发行优先股作为支付手段，或者在回购方案实施完毕后，可公开发行**不超过**回购减资总额的优先股。

【提示】中国证监会核准公开发行优先股后不再符合本条第（1）项情形的，上市公司仍可实施本次发行。

2. 上市公司最近**3个会计年度**应当连续盈利。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以**孰低者**作为计算依据。

3. 上市公司公开发行优先股应当在公司章程中规定以下事项：1) 采取固定股息率；2) 在有可分配税后利润的情况下必须向优先股股东分配股息；3) 未向优先股股东足额派发股息的差额部分应当**累积到下一会计年度**；4) 优先股股东按照约定的股息率分配股息后，**不再**同普通股股东一起参加剩余利润分配。

3. 【提示】商业银行发行优先股补充资本，可就第2项和第3项事项另行约定。

4. 上市公司公开发行优先股的，可以向原股东优先配售。

5. **最近36个月**内因违反工商、税收、土地、环保、海关法律、行政法规或规章，受到行政处罚且情节严重的，不得公开发行优先股。

6. 上市公司公开发行优先股，公司及其控股股东或实际控制人**最近12个月**内应当不存在违反向投资者作出的公开承诺的行为。

##### （三）其他规定

(1) 优先股每股票面金额为100元。

发行价格不得低于优先股票面金额。

(2) 除商业银行外，上市公司不得发行可转换为普通股的优先股。

(3) 上市公司非公开发行优先股仅向本办法规定的合格投资者发行，每次发行对象不得超过 200 人，且相同条款优先股的发行对象累计不得超过 200 人。

## 2. 交易转让及登记结算

(1) 优先股发行后可以申请上市交易或转让，不设限售期。

(2) 优先股交易或转让环节的投资者适当性标准应当与发行环节保持一致；非公开发行的相同条款优先股经交易或转让后，投资者不得超过 200 人。

(3) 中国证券登记结算公司为优先股提供登记、存管、清算、交收等服务。

## 3. 优先股的筹资成本

结论	解释
同一公司的优先股股东要求的必要报酬率比债权人高	优先股投资的风险比债券大。当企业面临破产时，优先股的求偿权低于债权人。在公司财务困难的时候，债务利息会被优先支付，优先股股利则其次
同一公司的优先股股东要求的必要报酬率比普通股股东低	优先股投资的风险比普通股低。当企业面临破产时，优先股股东的求偿权优先于普通股股东。在公司分配利润时，优先股股息通常固定且优先支付，普通股股利只能最后支付

【解读】同一公司的优先股筹资的资本成本比债券筹资成本高，比普通股筹资成本低。

## 4. 优先股筹资的优缺点

优点	1. 与债券相比，不支付股利不会导致公司破产；没有到期期限，不需要偿还本金
	2. 与普通股相比，发行优先股一般不会稀释股东权益
缺点	1. 优先股股利不可以税前扣除，是优先股筹资的税收劣势。投资者购买优先股所获股利免税。如果两者可以抵消，则优先股股息率与债券利率趋于一致。
	2. 优先股的股利通常被视为固定成本，与负债筹资的利息没有什么差别，会增加公司的财务风险并进而增加普通股的成本

【链接】回顾财务杠杆系数

【2015 年·多选题】相对普通股而言，下列各项中，属于优先股特殊性的有（ ）。

- A. 当公司破产清算时，优先股股东优先于普通股股东求偿
- B. 当公司分配利润时，优先股股东优先于普通股股东股利支付
- C. 当公司选举董事会成员时，优先股股东优先于普通股股东当选
- D. 当公司决定合并、分立时，优先股股东表决权优先于普通股股东

【答案】AB

【解析】优先股有如下特殊性：（1）优先分配利润。优先于普通股股东分配公司利润；（2）优先分配剩余财产。公司因解散、破产等原因进行清算时，公司财产在按照公司法和破产法有关规定进行清偿后的剩余财产，应当优先向优先股股东支付未派发的股息和公司章程约定的清算金额；（3）表决权限制。所以，选项 A、B 正确。

## 二、永续债筹资

### 1. 定义与特点

永续债（Perpetual bond）是没有到期日的债券，一般由主权国家、大型企业发行，持有人不能要求清偿本金，但可以按期取得利息，是偏好超长期高回报的投资者青睐的投资工具。

永续债的特点是高票息、长久期、附加赎回条款并伴随利率调整条款。

## 2. 永续债的筹资成本

与优先股类似，永续债作为具有一定权益属性的债务工具，也是一种混合筹资工具，因此，其风险介于普通债券和普通股之间。高票息是永续债的重要特点，其利率一般比同期限、同等级的普通债券要高，但比普通股要低。

## 3. 永续债筹资的优缺点

优点	(1) 与普通债券相比，永续债不用偿还本金，无还本压力，不会给企业造成财务困境，而普通债券则需发行人到期还本；永续债筹资有可能计入企业权益，从而补充资本金，降低资产负债率，改善企业财务报表，而普通债券筹资则会提高资产负债率，抬高杠杆，加大财务风险。 (2) 与普通股相比，永续债资本成本低于普通股资本成本；永续债投资者不具有表决权，永续债筹资即使计入企业权益，也是计入其他权益工具，不增加股本，不会稀释股权，不会摊薄每股收益等财务指标，而配股和增发等普通股筹资则增加股本，稀释股权，摊薄每股收益等；永续债利息有可能税前扣除，具有抵税效果，股利则不可以在税前扣除，没有抵税效果。
缺点	尽管永续债发行人可以选择递延付息，但通常也要承担相应的代价，例如在递延期间利息要孳息，且在发发现金股利、减少注册资本等方面受到很多限制；因永续债混合债务和权益的属性，导致投资者对其定位不清晰，以致流通性较差，变现能力较弱。

## 三、附认股权证债券筹资

### (一) 认股权证的特征

认股权证是公司向股东发放的一种凭证，授权其持有者在一个特定期间以特定价格购买特定数量的公司股票。

### 1. 认股权证与（以股票为标的物的）看涨期权的共同点

相同点	解释
标的资产	均以股票为标的资产，其价值随股票价格变动
选择权	在到期前均可以选择执行或不执行，具有选择权
执行价格	均有一个固定的执行价格

### 2. 认股权证与股票看涨期权的区别

区别点	股票看涨期权	认股权证
行权时股票来源	看涨期权执行时，其股票来自二级市场	当认股权证执行时，股票是新发股票；
对每股收益和股价的影响	不存在稀释问题。 【提示】标准化的期权合约，在行权时只是与发行方结清价差，根本不涉及股票交易	会引起股份数的增加，从而稀释每股收益和股价
期限	时间短，通常只有几个月	期限长，可以长达 10 年，甚至更长
布莱克-斯科尔斯模型的运用	可以适用。 【提示】期限短，可以假设没有股利支付	不能用布莱克-斯科尔斯模型定价。 【提示】期限长，不分红很不现实

【2015 年·单选题】下列关于认股权证与股票看涨期权共同点的说法中，正确的是（ ）。

- A. 两者行权后均会稀释每股价格
- B. 两者均有固定的行权价格
- C. 两者行权后均会稀释每股收益
- D. 两者行权时买入的股票均来自二级市场

【答案】B

【解析】股票看涨期权执行时，其股票来自二级市场，不存在稀释每股收益和股价问题；当认股权证执行时，股票

是新发股票，不是来自二级市场会引起股份数的增加，从而稀释每股收益和股价，ACD 错误。

(二) 发行认股权证的三种用途

1. 在公司发行新股时，**为避免原有股东每股收益和股价被稀释**，给原有股东配发一定数量的认股权证，使其可以按优惠价格认购新股，或直接出售认股权证，**以弥补新股发行的稀释损失**。
2. **作为奖励发给本公司的管理人员**。
3. **作为筹资工具**，认股权证与公司债券同时发行，用来吸引投资者购买票面利率低于市场要求的长期债券。