

第三节 混合筹资

【知识点一】优先股筹资

（一）优先股的筹资成本

从投资者来看，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。因此，同一公司的**优先股股东要求的必要报酬率比债权人的高**。

同时，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。因此，同一公司的**优先股股东要求的必要报酬率比普通股股东的低**。

（二）优先股筹资的优缺点

1. 优先股筹资优点

- （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。

2. 优先股筹资缺点

（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，是优先股筹资的税收优势。如果两者可以抵消，则使优先股股息率与债券利率趋于一致。

（2）优先股的股利支付虽然没有法律约束，但是**经济上的约束使公司倾向于按时支付其股利**。因此，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。

（二）优先股筹资的优缺点

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。虽然永续债具有一定的权益属性，但是其投资者**并不能像普通股股东一样参与企业决策和股利分配**。永续债持有者除公司破产等原因外，一般不能要求公司偿还本金，而**只能定期获取利息**。如果发行方出现破产重组等情形，从债务偿还顺序来看，大部分永续债偿还顺序在一般债券之后普通股之前。

【知识点二】永续债筹资

（一）永续债的定义及特点

我国对永续债在政策或法规上没有明确、系统的规定，永续债也没有作为独立的券种出现。根据2013年12月13日《中国证监会有关部门负责人就优先股试点答记者问》中给出的**定义**，永续债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。

（二）相关约定

1. 利息支付

永续期债券的每个付息日，发行人可以自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。

发行人应当**约定利息递延下的限制事项**，限制事项可以包括向普通股股东分红、减少注册资本等情形。

发行人应当**约定强制付息事件**，强制付息事件可以包括向普通股股东分红、减少注册资本等情形。

2. 利息调整

发行人可以设置一个或多个重新定价周期，自行约定重新定价周期的利率调整机制，不同的重新定价周期可设置相同或多种不同的利率调整机制。调整机制可以包括以下方式：

- (1) 约定重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上或减去若干个基点；
- (2) 约定重新定价周期适用的票面利率调整为浮动利率；
- (3) 约定其他调整方式。

(三) 信息披露

信息披露相关内容包括：募集说明书、存续期间风险管理、**递延支付利息、行使或放弃续期选择权**。涉及到时间点的需要予以关注：

- (1) 发行人决定递延支付利息的，应当不晚于付息日前第 10 个交易日发布递延支付利息公告。
- (2) 发行人决定行使或者放弃续期选择权的，应当在本次约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日发布公告。

(四) 永续债的筹资成本

永续债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，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。

(五) 永续债筹资的优缺点

1. 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。

2. 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，且在发放现金股利、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。