



## 第三节

## 混合筹资



## 第三节 混合筹资

### 一、优先股筹资

1. 主体	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
2. 筹资成本	优先股投资人承担的风险比债权人大，但是比普通股股东低。因此，同一公司的优先股股东的必要报酬率比债权人高，比普通股股东低
3. 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
4. 缺点	(1) 分类为权益工具的优先股的股利不可税前扣除，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，使优先股股息率与债券利率趋于一致 (2) 优先股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，与负债筹资没什么差别，会增加公司的财务风险并进而增加普通股成本



## 第三节 混合筹资

### 二、永续债筹资

特点	高票息，长久期，附加赎回条款并伴随利率调整条款
筹资成本	<p>(1) 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，其风险介于普通债权和普通股之间。</p> <p>(2) 永续债的利率一般比同期限、同等级的普通债券要高，但比普通股要低。</p>
优点	<p>(1) 与普通债券相比，永续债不用偿还本金，无还款压力，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，抬高财务杠杆，加大财务风险。</p> <p>(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，不会稀释股权，永续债利息有可能税前扣除，具有抵税效果。</p>
缺点	永续债具有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



## 第三节 混合筹资

### 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，授权其持有者在一定期间内以特定价格购买特定数量的公司股票。

异同点		认股权证	看涨期权
共同特点		(1) 均以股票为标的资产，其价值随股票价格变动； (2) 均在到期前均可以选择执行或不执行，具有选择权； (3) 均有一个固定的执行价格。	
区别	标的股票	新发股票	来自二级市场（流通股）
	有效期	长期，可以长达10年或更长	短期，通常几个月
	估价模型	不适用“布莱克——斯科尔斯”模式	适用“布莱克——斯科尔斯”模式



### 第三节 混合筹资

【单选】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



### 第三节 混合筹资

答案：B

解析：认股权证行权标的股票来源于企业发行的新股，而行权价格低于股票市价，具有稀释每股收益和股价的作用。而看涨期权行权标的股票来源于二级市场，不存在稀释问题，选项ACD说法均错误。B选项说法正确，认股权证和股票看涨期权均有固定的行权价格。



## 第三节 混合筹资

### (二) 附认股权证债券的筹资成本

附认股权证债券的筹资成本为附认股权证债券筹资内含利率，即能够使组合内在价值等于发行价的折现率。

即

债券利息折现+到期面值折现+每份债券付认股权证的行权净流入折现=购买价格，

求折现率，即为附认股权证债券筹资的税前资本成本（ $r$ ）。

如果 $r <$ 普通债券成本，则投资人直接购买普通债券；如果 $r >$ 普通股成本，则发行公司会选择直接发行普通股。

**提示：**计算出的内含报酬率必须处在债务的市场利率和普通股成本之间，才可以被发行人和投资人同时接受。



## 第三节 混合筹资

**【计算分析题】** 甲公司为扩大产能，拟平价发行分离型附认股权证债券进行筹资。方案如下：债券每份面值1000元，期限5年，票面利率5%，每年付息一次；同时附送20张认股权证，认股权证在债券发行3年后到期，到期时每张认股权证可按11元的价格购买1股甲公司普通股票。

甲公司目前有发行在外的普通债券，5年后到期，每份面值1000元，票面利率6%，每年付息一次，每份市价1020元（刚刚支付过最近一期利息）。

公司目前处于生产经营的稳定增长期，可持续增长率5%。普通股每股市价10元。

公司的企业所得税税率25%。



## 第三节 混合筹资

要求：

- (1) 计算公司普通债券的税前资本成本。
- (2) 计算该分离型附认股权证债券的税前资本成本。
- (3) 判断筹资方案是否合理，并说明理由；如果不合理，给出调整建议。



### 第三节 混合筹资

答案:

(1) 假设公司普通债券的税前资本成本为 $r$ , 则:

$$1000 \times 6\% \times (P/A, r, 5) + 1000 \times (P/F, r, 5) = 1020$$

$$\begin{aligned} \text{当 } r=6\% \text{ 时, } & 1000 \times 6\% \times (P/A, 6\%, 5) + 1000 \times (P/F, 6\%, 5) \\ & = 1000 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{当 } r=5\% \text{ 时, } & 1000 \times 6\% \times (P/A, 5\%, 5) + 1000 \times (P/F, 5\%, 5) \\ & = 1043.27 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$(r-5\%) / (6\%-5\%) = (1020-1043.27) / (1000-1043.27)$$

$$r=5.54\%$$



### 第三节 混合筹资

解得：（2）每年利息=1000×5%=50（元）

三年后公司普通股每股市价=10×（1+5%）<sup>3</sup>=11.58（元）

每份债券所附认股权证执行净收入=（11.58-11）×20=11.6（元）

假设该分离型附认股权证债券的税前资本成本为*i*，则：

$$1000=50 \times (P/A, i, 5) + 11.6 \times (P/F, i, 3) + 1000 \times (P/F, i, 5)$$

$$i=5\% \text{ 时, } 50 \times (P/A, 5\%, 5) + 11.6 \times (P/F, 5\%, 3) + 1000 \times (P/F, 5\%, 5) \\ = 1010 \text{ (元)}$$

$$i=6\% \text{ 时, } 50 \times (P/A, 6\%, 5) + 11.6 \times (P/F, 6\%, 3) + 1000 \times (P/F, 6\%, 5) \\ = 967.66 \text{ (元)}$$

$$(i-5\%) / (6\%-5\%) = (1000-1010) / (967.66-1010)$$

解得： $i=5.24\%$



### 第三节 混合筹资

(3) 因为该分离型附认股权证债券的税前资本成本5.24%小于公司普通债券的税前资本成本5.54%，所以该筹资方案不合理。

调整建议：可以提高票面利率、降低执行价格、增加每张债券附送的权证数。