

# 永续债融资存在的问题及解决策略

杨有红

**摘要：**永续债越来越成为大中型企业筹集资金的重要方式。永续债融资在增加企业财务弹性、满足资产负债率监管要求、拓宽融资渠道的同时，也面临着会计分类的合理性、加重企业财务负担、降低信息透明度、可能引发市场负面影响等问题。本文建议监管部门通过发布指南等方式提高发行方会计分类的准确性和信息披露的针对性，发行企业和投资者应充分认识永续债的债性，创新分析方法、准确识别并严控永续债财务风险。

**关键词：**永续债融资；财务风险；应对策略

**中图分类号：**F832.51 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2020)15-0015-03

自2013年武汉地铁发行第1只永续债开始至2019年年底，我国企业或企业集团共发行1 695只永续债，其中，2013年2只、2014年26只、2015年205只、2016年236只、2017年305只、2018年417只、2019年504只（来自万德数据库）。永续债越来越成为大中型企业筹集资金的重要方式。本文拟在分析我国企业永续债融资动因的基础上，剖析永续债融资与管理存在的问题，并提出针对性建议。

## 一、企业永续债筹资的动因

永续债的发行拓宽了企业和政府融资平台的融资渠道，企业热衷永续债的动因主要在于：

### （一）兼具“债”和“股”的特性

永续债兼具债务融资和权益融资的优点而受到越来越多企业的青睐。理论上讲，永续债融资合约设计方面的灵活性决定了发行人既可将其设计为债务工

具，也可将其设计为权益工具。若将其设计为债务工具，利息支出与其他债务工具的利息支出一样都可在所得税前扣除，且打破了普通债务付息和到期还本的刚性，这种付息方式的灵活性和还本时间的可选择性大大增加了企业的财务弹性，避免违约风险的同时，使企业现金流管理与企业投资、经营活动对现金的需求保持高度一致。若将其设计为权益工具，永续债又具有股票融资所不具备的赎回权，从而为资本结构调整、降低权益资本成本提供了便利。

（二）满足国有控股企业资产负债监管的需求

为降低企业资产负债率、化解系统性金融风险，国务院国资委、财政部等从2015年开始提出了不同类型降低资产负债率的措施，并将资产负债率的降低作为企业负责人考核的重要指标。对于大中型国有企业，尤其是对于非上市的国有企业或国有控股企业集团而言，

永续债确实是一举两得的融资方式。发行永续债的企业中，国有控股企业占95.6%，在降低资产负债率这一项长期任务的压力下，采取永续债融资方式的企业将会更多。

## 二、永续债融资面临的问题

永续债是集债和股于一身的混合金融工具，无论是会计核算还是财务管理方面，其复杂性都超过其他类型的债务工具和权益工具。由于在我国资本市场运用的时间不长，永续债发行方、中介机构、投资者、监管机构对永续债管理的经验都不丰富。目前，永续债融资方式存在的问题主要体现以下几个方面。

### （一）会计分类的合规性风险

从目前我国发行的永续债看，绝大部分企业都将其确认为权益工具。永续债分类为债务工具还是权益工具取决于发行方对该金融工具条款的设计。根据2019年1月财政部发布的《永续债相

作者简介：杨有红，北京工商大学商学院教授。

关会计处理的规定》，永续债发行方在确定永续债的会计分类是权益工具还是金融负债时的判断标准是发行企业是否在“到期日”“清偿顺序”“利率跳升和间接义务”三个方面承担“无条件地避免交付现金或其他金融资产的合同义务”。如果发行方能够“无条件地避免交付现金或其他金融资产的合同义务”，发行企业在财务报表中确认为所有者权益；否则确认为负债。上述规定的原则性以及永续债的双重性、合约设计的复杂性和灵活性，导致目前永续债发行主体在会计分类方面存在合规性风险。例如，XH公司发行的永续债，合约规定债券期间为5年，附第3年末债券发行人调整票面利率选择权、利息延期支付权和投资人回售选择权。在此案例中，XH公司具有第3年赎回选择权、票面利率调整权以及债券存续内的利息递延权体现了该债务具有股性，但赋予投资人第3年末回售选择权以及第5年末偿付全部本息义务则体现了极强的债务刚性，发行方XH公司明显无法避免交付现金或其他金融资产的合同义务。因此，XH公司将该永续债分类为权益工具存在不合规之嫌。

按照《永续债相关会计处理的规定》：“永续债劣后于发行方发行的普通债券和其他债务的，通常表明发行方没有交付现金或其他金融资产的合同义务”，可以将该永续债确认为权益工具；“合同规定发行方清算时永续债与发行方发行的普通债券和其他债务处于相同清偿顺序的，应当审慎考虑此清偿顺序是否会导致持有方对发行方承担交付现金或其他金融资产合同义务的预期，并据此确定其会计分类。”问题是，如何判断“清偿顺序”为“普通”级的永续债“是否会导致持有方对发行方承担交付现金或其他金融资产合同义务的预期”呢？“清偿顺序”为“普通”级的永续债本身就会导致“持有方对发行方承担交付现

金或其他金融资产合同义务的预期。”因为持有方认为该永续债是债而不是股，股权作为剩余索取权清算时只有全部债务还清后才能向股东返还剩余权益。如果发债企业被并购重组、破产清算，“清偿顺序”为“普通”级的永续债持有人有权依法要求发行方先于次级债券优先偿还本息。会计对永续债属性的确认是制定永续债管理措施的依据，如果会计上将更具有债性的永续债确认为股权并作为权益工具管理，一旦相关法定程序判断为作为债务工具清偿，则很可能导致企业陷入财务困境。

### （二）利息递延支付和税后列支将加重企业财务负担

永续债的发行方为获取还本付息灵活性已向投资者承诺支付高于普通债务利息的利息，除了该项保险型利息溢价支出外，发行方还很可能因以下三方面原因而加重财务负担：第一，税后列支利息。从我国所发行的永续债看，88.5%的永续债被确认为权益工具。对于确认为权益工具的永续债，虽然从理论上讲，税法角度的利息列支渠道可以与会计上的列支方式不一致，但会计上确认为权益工具的永续债无法至少同时满足财政部、税务总局《关于永续债企业所得税政策问题的公告》（财政部 税务总局公告2019年第64号）中规定的永续债利息支出在企业所得税税前扣除的五个条件。因此，作为权益工具发行的永续债，其利息支出只能作为利润分配项目在所得税后利润中列支。这一点从2018年的年报中不难看出。第二，债务续期。目前我国企业发行的永续债除少数2+N的以外，绝大部分都是3+N或5+N，作为权益工具的永续债到第3年或第5年不行使赎回权的话，利率会跳升，到第二个3年或第5年仍不行使赎回权的话，利率则进一步跳升。上述XH公司永续债基期利率为4.95%，由于第3年年末未行使赎回权，第4年开始的续期利率为

7.95%。第三，递延付息。如果发行方因故不能按期支付利息而行使递延支付选择权，对于附有孳息条款的永续债，递延支付的利息则需要计算孳息。

### （三）财务信息透明度下降

1. 财务信息列报和披露的透明度不高。资产负债表中之所以分类为权益工具，是因为这类永续债强股性弱债性。作为所有者权益列示表内彰显了股性，表外披露缺乏针对性在很大程度上掩盖了债性。另外，永续债发行人有权将当期应付利息递延至下个付息日或多个付息日。按权责发生制会计的要求，递延支付的利息应该作为当年的利润分配项目和负债在财务报表内反映。但实际上，这部分被递延的利息并没有作为利润分配项目和应付股利在报表内反映，从而使发行企业虚增净资产、低估负债。尽管证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》第六十六条规定：“公司债券附发行人或投资者选择权条款、可交换条款等特殊条款的，公司应当披露报告期内相关条款的执行情况。”第六十七条规定：“报告期内执行公司债券募集说明书相关约定或承诺的情况，并分析相关情况对债券投资者利益的影响。”但从已续期或递延支付利息的发行永续债的上市公司信息披露情况看，绝大部分企业并未披露续期原因以及后续的付息规划。

2. 财务指标信息含量低。永续债作为权益工具列示于所有者权益为盈利能力、偿债能力方面的财务指标计算与分析提出了挑战。采用永续债融资的情况下，永续债分类为债务工具还是权益工具，虽不影响每股收益的计算但对净资产收益率的计算产生了明显影响；筹集同样金额的资金，无论是采取股票融资还是采取分类为权益工具的永续债融资，都不会影响净资产收益率的计算，但会使每股收益的计算存在明显差别。

为获取财务弹性而设计为权益工具并在会计上确认为权益工具的永续债，偿债能力类财务指标计算时不将其作为债务，而这种做法会与管理层将这类永续债作为债务管理的真实意图不完全一致甚至发生矛盾。如果不能意识到上述差别，将大大降低财务指标的信息含量甚至产生误导性分析结论。

(四) 持续性续期和递延付息将产生负面市场影响

从法律层面讲，赋予发行方赎回选择权和递延付息的权利虽然避免了发行方因无力偿还本息而发生债务违约，但从实质上看，永续债利率高于普通债务利率、利率因续期而跳升、延付利息而可能产生孳息等因素是对发行方行使上述选择权情况下给予投资者的补偿，也是鼓励发行方按时偿付本息的措施。永续债的上述机制设计是一把“双刃剑”，既是提供财务灵活性的手段，也是约束发行方延期还本付息的契约安排。发行方若承受着上述压力而选择放弃赎回权或行使递延付息的权利实际上是财务困境下的无奈选择。此种选择权的行使向外界透露出发行企业财务状况可能恶化的信息，对企业未来的债务融资、股权融资、获取商业信用等都有较大影响。

### 三、风险应对策略

(一) 通过发布指南等方式提高发行方会计分类的准确性和信息披露的针对性

《永续债相关会计处理的规定》从“到期日”“清偿顺序”“利率跳升和间接义务”三个方面明确规范了永续债在会计分类时作为权益工具和金融负债划分的判断标准，尽管思路清晰但属于原则层面的规范，实际操作中需要厘清许多模糊的界限。在“到期日”“利率跳升和间接义务”两方面符合权益工具确认标准的条件下，“清偿顺序”为“次级”的永续债可直接分类为权益工具。但为了降

低永续债的融资成本并提升发行效果，在存续永续债中，95.24%的永续债偿付顺序为“普通级”的永续债，“次级”永续债仅占4.76%。对“清偿顺序”为“普通级”的永续债而言，发行方如何判断“此清偿顺序是否会导致持有方对发行方承担交付现金或其他金融资产合同义务的预期”？永续债合同未规定固定到期日且同时规定了未来赎回时间的情况下，当未来赎回时间不是发行方清算日且发行方能自主决定是否赎回永续债时，发行方如何判断“是否能无条件地自主决定不行使赎回权”？发行方有权自主决定未来是否赎回且如果决定不赎回而上浮永续债票息率的情况下，发行方如何判断“该利率跳升条款是否构成交付现金或其他金融资产的合同义务”？上述三个难题的解决需要典型案例和明细的指南来为实践提供指导。

除了做好会计分类和表内列示外，表外信息披露还需要做到有针对性地提供对永续债风险识别与投资价值判断有实质性影响的信息。尽管永续债是可续期债券，定期报告均对发行日、到期日、债券余额、利率、还本付息方式等信息做了详细披露，但从以往披露的情况看，续期的永续债只是将续期后的到期日作为到期日披露，而未披露该到期日是否为续期后的到期日，而且绝大部分企业未详细披露续期的原因。建议发行企业在报表附注中对已续期的永续债就续期原因以及因续期而调整票面利率的方法、递延付息的原因、有偿付承诺永续债的偿债保障措施等信息进行详细披露。

(二) 充分认识永续债的债性，严控永续债财务风险

对于发行永续债的企业而言，通过永续债这一金融工具获取具有财务弹性的债务资本的同时，对永续债作为债务资本管理更恰当。财务报表中尽管将其作为所有者权益列示，但永续债的持有

人并不像股权持有者那样拥有企业决策参与权，也无企业剩余资产分配权，而只被动拥有收回本息的权利。永续债若多次续期并伴随着利率跃升必然实质性增加企业的信用风险，并有可能降低企业的信用评级，从而为后续融资产生严重的负面影响。因此，发行方应将永续债作为有期限的债务管理，力争不续期，在不得已的情况下也需尽最大努力减少续期次数，以避免负担高昂的利息和孳息，从而为企业树立良好的财务形象，拓展再融资渠道、降低融资成本。

(三) 创新分析方法、准确识别风险，为风险管控提供技术支撑

对投资方而言，无论是对永续债投资还是对永续债发行企业其他债务工具投资，投资决策之前都应该充分分析发行方现有财务状况、融资用途以及效益，在此基础上研判发行条款，包括担保条款、合约赋予发行方的赎回权、利息支付方式、利率调整方法、偿债资金来源等，以此评价按期收回本息的可能性以及续期后债务清偿措施的可行性。

对于发行方而言，对发行的分类为权益工具的永续债不能采取完全等同于股权融资的管理办法，而应该基于分类为权益工具的永续债的真实意图，并充分考虑其债性对企业的硬约束进行相应的财务风险控制。在采用资产负债率、现金流量利息保障倍数、EBITDA/带息债务、已获利息倍数(EBIT/利息费用)等指标监控企业财务风险过程中，除非发行方确实是将永续债作为权益工具永续持有并愿意和完全有能力支付越来越高的利息，否则，在计算和分析上述指标时将分类为权益工具的永续债视同普通债务更符合其真实意图。至少，发行企业也应该同时用两个口径计算和分析上述指标，通过两者间的比较分析判断企业的财务弹性空间，为企业财务风险管控提供强有力的技术支撑。□

责任编辑 陈利花