

分类号 F23/739  
U D C \_\_\_\_\_

密级 公开  
编号 10741

**兰州财经大学**

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

**硕士学位论文**

(专业学位)

论文题目 厦门国贸永续债融资及效果研究

研究生姓名: 梁煜婷

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授 和晓登 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022 年 6 月 1 日

## 独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：梁煜婷 签字日期：2022.6.6

导师签名：雒永华 签字日期：2022.6.6

导师(校外)签名：刘胜登 签字日期：2022.6.6

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：梁煜婷 签字日期：2022.6.6

导师签名：雒永华 签字日期：2022.6.6

导师(校外)签名：刘胜登 签字日期：2022.6.6

# **Research on the Financing and Effect of Xiamen International Trade Perpetual Bond**

**Candidate : Liang Yuting**

**Supervisor: Luo Jinghua He Xiaodeng**

## 摘 要

近年来随着国家降杠杆政策的密集出台,使得选择合理的负债规模和融资方式成为企业发展的关键所在。然而传统的融资方式存在着一定的局限性,在此情形下,满足一定条件可以核算为权益的永续债吸引了发行主体的目光,众多公司开始通过永续债来拓宽融资渠道、降低资产负债率以及补充流动资金。厦门国贸从2016年起发行永续债,融资期数多且发行规模大。基于以上背景,本文对厦门国贸永续债融资及效果进行研究,探索永续债融资的利与弊。

本文在梳理归纳相关文献的基础上,以资本结构、优序融资和信号传递等理论为依据,选择厦门国贸永续债融资为案例研究对象。首先,本文介绍了厦门国贸的基本情况,并根据融资背景分析其发行动机。然后,通过相关数据对其融资效果进行分析,主要围绕发行效果、财务分析、市场反应和潜在风险四方面展开。发行效果是对永续债、债务和股权三种不同融资方案进行比较;财务分析从偿债能力、债务结构和现金流三方面展开;之后是永续债融资的市场反应和潜在风险分析,为后文的建议作铺垫。最后,根据前文分析对厦门国贸永续债融资提出建议。

通过案例研究,发现厦门国贸发行永续债可以优化资本结构、提供资金以及优化债务比。但其发行后也给企业带来了一些不利影响,例如会侵蚀企业部分利润、带来到期赎回压力 and 政策风险等。因而本文在最后针对厦门国贸永续债融资的实情提出建议,发行主体需要合理设计融资条款、把握好永续债的发行时机、提高资金使用效率、选择恰当的时机赎回和密切关注政策变化情况,以期为后续通过永续债融资的同类企业提供借鉴,探寻永续债的良性发展之路。

**关键词:** 融资效果 永续债 厦门国贸

## Abstract

In recent years, with the intensive introduction of leverage reduction policies, choosing a reasonable debt scale and financing channels is very important to the company's development. However, traditional financing methods have certain limitations. Under this circumstance, perpetual bonds that meet certain conditions and can be accounted for as equity have attracted the attention of issuers, and many companies have begun to use perpetual bonds to broaden financing channels, reduce asset-liability ratios, and replenish capital. Xiamen International Trade has issued perpetual bonds since 2016, with a large number of financing periods and a large scale of issuance. Based on the above background, this paper studies the financing and effects of Xiamen International Trade Perpetual Bonds, and explores the advantages and disadvantages of perpetual bond financing.

This paper sorts out and summarizes the relevant literature. Based on the theory of capital structure, priority financing and signal transmission, and selects Xiamen International Trade Perpetual Bond Financing as the case study object. First, this paper introduces the basic situation of Xiamen International Trade, and analyzes its issuance motives according to the financing background. Then, this paper analyzes its financing effect through relevant data, mainly focusing on four aspects: issuance effect, financial analysis, market reaction and potential risks. The effect of

issuance is to compare three different methods of perpetual bond, debt and equity financing. Financial analysis is carried out from three aspects: solvency, debt structure and cash flow. Thirdly, the market reaction and potential risk analysis of perpetual bond financing pave the way for the following suggestions. Finally, according to the previous analysis, suggestions are put forward for Xiamen International Trade Perpetual Bond Financing.

Through case studies, it is found that the issuance of perpetual bonds by Xiamen International Trade can optimize the capital structure, provide funds and optimize the debt ratio. However, after its issuance, it has also brought some adverse effects to the company, such as eroding part of the company's profits, bringing pressure on maturity redemption and policy risks. Therefore, at the end of this paper, we put forward suggestions for the actual situation of Xiamen International Trade Perpetual Bond Financing. The issuer needs to design financing terms reasonably, grasp the timing of perpetual bond issuance, improve the efficiency of capital use, choose the right time to redeem and pay close attention to policy changes. Provide reference for companies that will finance perpetual bonds in the future, and explore the healthy development path of perpetual bonds.

**Keywords:** Financing effect; Perpetual bond; Xiamen International Trade

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	1
1.2 文献综述 .....	2
1.2.1 永续债的本质属性 .....	2
1.2.2 永续债的发行条款 .....	4
1.2.3 永续债的发行动因 .....	5
1.2.4 永续债融资的效果 .....	7
1.2.5 文献评述 .....	9
1.3 研究内容与方法 .....	10
1.3.1 研究内容 .....	10
1.3.2 研究方法 .....	10
<b>2 相关概念与理论基础</b> .....	12
2.1 相关概念界定 .....	12
2.1.1 永续债定义 .....	12
2.1.2 永续债性质认定 .....	12
2.1.3 永续债与其他融资工具的比较 .....	13
2.2 理论基础 .....	14
2.2.1 资本结构理论 .....	14
2.2.2 优序融资理论 .....	14
2.2.3 信号传递理论 .....	15
2.3 永续债融资对企业的影响 .....	16
2.3.1 发行永续债的资本成本效果 .....	16
2.3.2 发行永续债的股权稀释效果 .....	16
2.3.3 发行永续债的资本结构效果 .....	17

2.3.4 发行永续债的信号传递效果 .....	17
<b>3 厦门国贸永续债融资的背景 .....</b>	<b>18</b>
3.1 厦门国贸公司简介 .....	18
3.2 厦门国贸永续债融资状况 .....	19
3.2.1 厦门国贸永续债发行情况 .....	19
3.2.2 厦门国贸永续债的核心条款分析 .....	21
3.3 厦门国贸永续债融资的动因 .....	22
3.3.1 降低资产负债率 .....	22
3.3.2 优化债务结构 .....	23
3.3.3 补充流动资金 .....	24
<b>4 厦门国贸发行永续债的效果分析 .....</b>	<b>26</b>
4.1 三种融资方案的发行效果对比分析 .....	26
4.1.1 融资成本分析 .....	27
4.1.2 股权稀释效应分析 .....	31
4.1.3 收益对比分析 .....	31
4.1.4 财务杠杆分析 .....	32
4.2 永续债融资的财务分析 .....	34
4.2.1 偿债能力分析 .....	34
4.2.2 债务结构分析 .....	38
4.2.3 现金流分析 .....	39
4.3 永续债融资的市场反应分析 .....	41
4.3.1 事件期和窗口期的确定 .....	41
4.3.2 模型的确定 .....	42
4.3.3 模型的计算 .....	42
4.4 永续债融资的潜在风险分析 .....	45
4.4.1 侵蚀企业部分利润 .....	45
4.4.2 到期赎回压力大 .....	46
4.4.3 政策风险 .....	47



<b>5 厦门国贸永续债融资的建议</b> .....	50
5.1 合理设计永续债融资条款 .....	50
5.2 把握永续债发行时机 .....	51
5.3 提高资金使用效率 .....	51
5.4 选择时机赎回永续债 .....	52
5.5 密切关注政策变动 .....	53
<b>6 研究结论与不足</b> .....	54
6.1 研究结论 .....	54
6.2 研究不足 .....	54
<b>参考文献</b> .....	56
<b>后 记</b> .....	61

## 图表目录

图 2.1	理论关系图	16
图 3.1	厦门国贸股权结构图	18
图 3.2	厦门国贸长短期债务构成图	23
图 3.3	厦门国贸 2013 年-2015 年现金流情况图	24
图 4.1	厦门国贸 2014 年-2020 年资产负债率变动图	35
图 4.2	厦门国贸 2014 年-2020 年产权比率变动图	36
图 4.3	厦门国贸 2014 年-2020 年利息保障倍数变动图	37
图 4.4	厦门国贸 2014 年-2020 年短期偿债能力指标变动图	38
图 4.5	厦门国贸 2014 年-2020 年现金流量图	40
图 4.6	厦门国贸注册发行公告日个股与市场指数回归方程图	43
图 4.7	厦门国贸事件窗口期 AR 和 CAR 变动图	44
图 4.8	厦门国贸 2016 年-2020 年永续债利息占净利润比重变动图	46
图 4.9	厦门国贸 2014 年-2020 年资产负债率还原变动图	48
表 2.1	永续债与债务和股权融资方式的对比表	13
表 3.1	厦门国贸永续债发行情况表	19
表 3.2	厦门国贸 2013 年-2020 年资产负债率情况表	23
表 4.1	厦门国贸 2015 年末财务数据情况表	26
表 4.2	厦门国贸 2010 年-2015 年现金股利分配情况表	28
表 4.3	厦门国贸股权融资下公司加权平均资本成本情况表	29
表 4.4	厦门国贸债务融资下公司加权平均资本成本情况表	29
表 4.5	厦门国贸永续债融资下公司加权平均资本成本情况表	30
表 4.6	三种融资方案对息税前利润的稀释情况表	31
表 4.7	三种融资方案每股收益对比表	32
表 4.8	三种融资方案财务杠杆对比表	33
表 4.9	厦门国贸长期偿债能力指标变动情况表	34
表 4.10	厦门国贸 2014 年-2020 年债务结构表	39
表 4.11	厦门国贸永续债融资事件窗口期	42

---

表 4.12	厦门国贸事件窗口期内预期收益率情况表 .....	43
表 4.13	厦门国贸事件窗口期内 AR 和 CAR 情况表 .....	44
表 4.14	厦门国贸永续债到期情况表 .....	47

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

企业若想蒸蒸日上不断发展，就需要注重融资管理。传统的融资方式有公司通过银行借款、发行股票或者债券来获得资金，然而该种融资方式对现代化企业来说有一定的约束力，企业急需改变筹资的方式，多渠道进行融资，以此提升企业价值。企业在进入快速发展阶段后，对资金需求也越来越多，在无法从内部获得有效融资的情况下，就需要依靠外部融资来满足资金需求。对于高杠杆企业来说，债务融资可能会提高企业的财务风险，影响企业信用，也无法满足企业长期经营周期的需要。而股权融资会增加股本，加大融资成本，并且会导致股东权益被稀释，甚至损害原有股东利益。基于以上多方面原因，永续债这种混合型融资方式逐渐进入我国资本市场中，其具有股票和债券的两种性质，一些企业便开始尝试这种新型融资渠道。

厦门国贸是一家综合性国有企业，于 2016 年起首次进行永续债融资。到 2020 年末，公司已发行了多期永续债，发行规模大，融资余额占企业总资产和净资产的比重较大。并且其每期都按期赎回，没有触发利率跳升机制，有着良好的信用资质。基于以上的背景，本文以厦门国贸为例，结合行业特点以及公司的融资需求和现状，对其永续债融资状况进行分析，探究融资动因及效果，试图为同类企业正确认识永续债提供参考。

### 1.1.2 研究意义

#### （1）理论意义

从理论角度来看，永续债起源于国外，距今已有几百年的历史，已经形成了成熟的理论体系。但国外的理论体系并不完全适用于我国，国外永续债呈现股票的特征，而我国更多体现债券的性质，这是由于大多企业在财务报表中将其划分

为权益工具。2019年财政部细化了永续债以往的相关规定，相继从会计和税务处理方面来细化规定，但企业在进行账务处理时要兼顾永续债的发行用途和偿还期限等，结合自身情况进行核算。从另一个角度来看，国内对于永续债的探讨多聚集在基础概念上，比如永续债的会计属性、发行背景、条款设置、发行动机、融资优缺点等方面。并且多数是单一层面的研究，对于企业发行永续债融资的成本、发行后财务指标的变化以及风险等问题研究的较少。在行业选取角度，之前研究针对建筑行业企业偏多，很少涉及其他行业。因此本文在之前学者研究成果的基础上，以批发和零售贸易业为例进一步探究企业永续债融资及效果，以此丰富研究视角。

## （2）实践意义

永续债的发行优势获得了一些企业的青睐，将其核算为权益后使得资产负债率降低，以此应对国家降杠杆政策，还可以拓宽融资方式。然而，永续债在带来一定优势的同时也存在风险性。因此本文以厦门国贸发行永续债为案例，分析永续债融资及效果，并探究其发行后的潜在风险。通过案例分析，总结企业发行永续债的优势和发行后产生的问题，并提出相应的对策建议，丰富同类企业对永续债融资的认知。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 永续债的本质属性

永续债是一种没有到期期限的债券，具有永久存续的职能。一般对发行主体要求较高，要求其具有高资质。由于偿还顺序在债券之后，股票之前，又称为“债券中的股票”。

永续债萌芽于英国，广泛地应用于国外，因此国外对于永续债的理论研究和体系比较全面。Maiden 和 Ben（2006）认为永续债具有债券和股票两种特征，债券的特征体现在其具有固定的利息，不会稀释股东权益，但又没有确定偿还期限，并在满足一定条件后可以延付利息。Karry L（2019）提出永续债与优先股相似，没有固定截止日期却有着固定收益。

对于永续债的双重特征，在众多国外学者的探讨研究中，更多偏向于将其定

义为权益工具。Bodie Z.、Marcus A J. 和 Kane A. 等（1992）认为永续债券的到期收益率公式与股票的固定增长价值模型相同。Brealey R.、Myers S. 和 Allen F. 等（2013）提出永续债的无限偿还期限相当于本金的归还存在着极大的不确定性，因此永续债应划分到权益工具中。Pavel V. 和 Gapeev（2015）认为永续债是介于债券和股票之间的夹层融资工具，其风险也处于两者之中，但实际上永续债的到期期限很长，类似于股票。Bagus P.、Gabriel A. 和 Howden D. 等（2016）认为永续债可以不偿还本金，由企业向投资者支付固定股息，这种方式相当于出售股票。

永续债进入我国市场较晚，作为新型融资工具，我国的相关理论体系不太完善，学者们对其似债似股的性质有着不同的见解。

大部分学者认为永续债具有负债和权益双重属性。王自荣（2014）指出从经济性质上看，在未来期限里发行企业若有义务偿还本金，应当归属为金融负债，若无则是权益工具。从法律性质来看，以负债原理为支撑，企业与投资双方均需要履行相应的权利和义务，属于借款合同。瞿丽瑾（2018）将永续债与优先股进行了对比后，把永续债归属为“债”，优先股归属为“股”。对于担保条件，前者可以设置，后者不可设置。吴慧芳（2018）认为在母公司报表和合并报表中，都应当按照企业自身实际情况对经济业务归类，对永续债归属性质要明确划分标准。同样地，赖萌超（2018）梳理了国内外学者发表的关于永续债相关观点后，提出永续债是一种夹层型融资工具，其具有债券和股票的两种性质，没有明确的存续期限，并且企业可以根据自身经济状况决定是否将其存续。结合我国近些年的研究以及相关的政策法规，乔翠兰和支春红（2018）提出发行主体要结合募集说明书中的条款进行会计核算，满足权益工具的前提是核心条款不符合判定为负债的条件。李敏、刘雪凌和董娜等（2019）提出，发行永续债要符合以下两个条件，才可将其判定为权益入账。一是没有确定的截止日期，二是若有确定到期日，则企业有赎回和递延支付利息的权利，主动权在发行主手中，投资者不能自主决定。若无法满足其中一个，则应判定为金融负债。李姣（2020）提出永续债具有双重性质，在股东权益不被稀释的情况下控制资产负债率，是一种混合型工具。它既避免了投资者直接参与企业决策，又可以进行利润分红。邱金平（2020）提出永续债兼具债务和股权属性，使得发行企业与投资者双方牵制，相互制衡。

而部分学者认为永续债应当判定为权益。张继强、姬江帆和杨冰等（2013）提出，永续债名义上是债券，实则为权益工具，在实际情况中其大多被核算为权益。通过对准则的理解，臧蓉（2015）认为若募集条款符合发行主体有自主赎回权，并且没有交付现金、其他金融资产的义务，那么可以将其判定为权益。于静（2019）提出发行主体筹集的资金应当划分为权益，这是由于在付息日，发行主体需要选取当日利息和对应递延利息，实现递延付息。

也有学者认为永续债本质是一种债务。通过研究国内永续债相关法律法规和设置的条款，李克亮（2018）认为从经济性质来看，其不符合权益工具的概念。将其划分为权益的做法有诸多不利，不符合会计中“实质重于形式”的原则。

### 1.2.2 永续债的发行条款

由于我国目前条款设置与国外有着不同，因此国内外学者对其性质产生了不同的看法。通过分析永续债条款设置中的赎回权，国外学者 Sudipto Sarkar（2001）提出其与普通债券存在不同，永续债的赎回期限无限，发行主体可以根据自己的资金状况决定是否赎回。关于永续债的赎回，Sudipto Sarkar 和 Gwangheon Hong（2004）又有新的见解，提出提前赎回永续债可能会导致其余期数的资金期限延长，因此发行方要选择恰当的时机进行赎回。

基于我国情况，学者们针对目前募集说明书中的条款设置进行了研究。阙泳和黄燕凌（2016）提出，首先我国永续债大部分首个存续期规定为五年，其次设置了利息递延支付条款，最后是大部分募集书中没有次级条款。程兰（2016）提到，永续债的附加条款中如果指出发行方进行股东分红或者减少注册资金，那其不可以选择递延支付。然而企业无需强制执行附加条款中的情况，因此发行方掌握很大自主权。张超（2018）指出若企业不行使赎回权，则会有相应的跳升幅度，需要重新调整利率。而一旦重置，发行方的利息会大额增加，而且会给后期的偿还带来巨大压力。因此，发行主体需要重点关注条款设置。罗文涛（2019）认为发行方会通过利率跳升机制来吸引投资者，以此保护投资者利益。在研究了永续债的相关条款后，田明静（2019）认为，我国永续债更多倾向于债券性质，股票的特征不明显。然而大多企业核算为权益，实则违背了现行准则制度。2019年4月财政部出台了永续债的相关规定，杨焕云（2019）基于此对永续债的属性从赎

回权、利息的递延、利率浮动以及偿付顺序等方面研究探讨，认为应当归属于金融负债类。而刁安红（2020）认为，判定永续债具有债性还是股性，需要结合永续债的相关条款来判定其会计属性。王凯和聂晓曦（2021）认为，新规的出台可能会导致发行企业对投资者的吸引力减弱，因为企业的利率幅度有了明确限制，以后不便再设置高利率跳升来引进投资人。站在投资者保护角度，应唯（2021）指出新规细化的各项条款将会对已发行的永续债产生根本影响，可能部分划分为权益类的永续债会重新分类为金融负债。

部分学者针对条款中的赎回权进行了探讨，有些募集书会对选择次数等规定的非常详尽。赵普涛（2015）提到，即使规定了发行主体有权利不赎回，但这种操作会使得票面利率大幅提升。企业为了避免重置利率，在经济状况稳定的情况下，大多都会赎回。因此，赎回条款实际限制了其无限期的特征。宋晔（2016）表示发行主体会为了避免票息大幅增加，减轻债务负担，从而行使赎回权。

但是，针对存在的一些附加条款，部分学者对其表现出的属性有着不同的结论。针对担保条款，罗勤（2017）表示，判定是否属于权益工具，不是看企业是否设置了此条款，而要看企业能否避免交付现金，若发行主体能使得永续债长期存续，则可以核算为权益。然而，周蕾（2018）有着不同观点，她认为设置了此条款的永续债是判定其是否具有债性的标准之一。吴慧芳（2018）也认为企业设置此条款后，赋予了永续债次级属性，因此具有债务属性。但是，连静（2020）表示仅仅根据企业设定的附加条款来区分其属性是不合理的，应当结合条款设定中体现出的义务来判定。

### 1.2.3 永续债的发行动因

关于永续债融资动因的研究，国内外已取得诸多研究成果，主要包括外部动因和内部动因。

#### （1）外部动因

宏观环境以及经济政策等都会影响到发行主体对于永续债的选择与使用。A Mjs 和 SA Persson（2010）提到，在资本市场上进行永续债融资，可能与金融机构的政策要求有关。国内学者们也从宏观角度来探讨融资的动因。王自荣（2014）发现在金融危机发生时，市场上的永续债发行量会出现井喷式增长，因此永续债



的使用与经济环境戚戚相关。同时，邹洪华（2014）提出，永续债具有高资质高收益的特点，会吸引投资者们来购买这种混合型金融工具，因此其发行规模也与金融市场的需求密切相关。冯俏彬（2014）通过研究发现，国家主体来发行这种长期性融资工具，有利于降低系统性风险，避免负债暴增，提高投资的灵活性，缓解地方政府的债务风险。刘信群（2019）认为在面临着监管从严，宏观环境形势不乐观的趋势下，使用这种夹层金融工具，可以促进周期调节，缓冲风险产生利好。刘雪妮、彭正辉和吴英等（2020）提出，目前金融机构发行永续债迅速增加，主要是由于监管机构出台相关政策进行鼓励。

## （2）内部动因

发行主体选取永续债融资更多是出于自身需要。国外学者探讨发现，促使企业选择永续债的内部动因主要是为了降杠杆和取得长期资金。Arthur Korteweg（2010）发现对于资产负债率较高并且需要降杠杆的企业来说，采取这种融资方式会提升企业报表水平，调整资本结构。反之，则会对公司价值产生不利影响。Banko zhou（2010）进行了实证分析检验发现，公司在面对降杠杆的压力下，需要优化资本结构。其中信息不对称占据发行永续债的很大一部分原因。Yao Jin（2014）认为这种具有双重性质的融资工具，在满足计入权益后，会给企业带来利好。既能使其资本结构得以优化，还能使得企业获得资金周转。

国内针对永续债的研究开始较晚。蔡振（2018）认为，在国家出台降杠杆政策的局面下，使用混合型工具融资可以利用条款的设置将其划分为权益，减轻企业的负担。因此，越来越多国企加入到其发行队伍潮流中。胡学好和郭大旗（2019）提到，企业在资金缺乏的情况下通过发行永续债来获得保障。但若企业没有较高资质，偿付能力弱，当第一个周期到期时，可能会因为无力偿还导致利率跳升，并影响企业信用资质。张建（2020）认为，获得长期资金维持房地产项目运转成为该行业的企业进行融资的一大原因。通过对国有企业永续债的研究，杨有红（2020）认为借此调整资本结构，防范系统性风险也是其融资动因。在享受其“权益”调节资产负债水平的好处时，刘云（2020）认为永续债和股权融资都可以为公司取得长期资金，但前者的融资成本低于后者。另外，资金用途合格，并且设置担保条款，不会对债券发行数量限制。王宏昌、王明月和刘博等（2021）提出企业青睐永续债还有一点原因，那就是永续债不像发行股票会稀释股东权益，投

资方没有经营决策权。

接下来的几位国内学者主要是基于永续债对企业外部形象等层面进行研究的。张昭盼（2015）提到，发行主体进行融资可以外界留下较好的形象，体现较强融资能力，提升企业的名气。武鸿留（2016）提到，永续债的成功融资，可以有效改善外界对其“高杠杆”称号的评价。杨雨菲（2017）认为在提高名气的同时，永续债还能为其营销品牌，将资本市场上需求者的目光吸引过来。赖萌超（2018）提出，企业获得长期资金支持后增加企业资本，从而提高信用评级。

#### 1.2.4 永续债融资的效果

永续债在 2013 年进入我国资本市场，越来越多发行主体加入这个行列。因此，我国关于这种融资工具的探讨在近年来不断丰富。但是现阶段与国外相比，我国实际操作大多处在初级阶段。对于永续债融资的效果，将从不同融资方案发行效果、财务分析、市场反应和潜在风险四个方面进行综述。

在发行效果方面，国外学者已经较早展开了相关研究。LE. Crabbe 和 Jean Helwege（1994）提出，根据负债水平对资本结构的影响，建立的传统模型，发现投资者是在考虑投资风险、税务处理等基础上来进行选择的。Sudipto Sarkar 和 Gwangheon Hong（2004）提到，若发行主体选择提前赎回，可以避免企业在集中到期时陷入困境，减轻支付压力。关于三种方案的融资成本，Sokhi L 和 Parnika M（2013）通过研究发现，金融机构发行永续债可能会增加发行成本，因为该融资工具的信用评级略低。我国在借鉴国外的一些经验后，研究水平也取得了发展。武晓青（2015）提到，目前不断出台相关的国家政策，可能会给企业带来波动，要重视给企业带来的信用影响。马红光（2016）认为，虽然融资时取得了资金，但当永续债到达期限后，偿还相应的金额也可能带来经济负担，影响企业资金流动。白雪（2019）发现这种工具有利于减少融资成本，假设发行同样的金额，将永续债与股票和债券进行对比，发现三者的发行费用各不相同，永续债处于两者之中。相比股权融资，在获得长期资金的前提下占有一定优势。新规颁布后，任永平和瞿坤（2020）通过研究详细条款发现，部分企业的募集条款不符合权益的要求，按照新规来看，其应当是债务性质。若国家要求严格实施，那么会改变投资者的决定，从而给企业带来不利。

在财务分析方面，学者们探讨发现永续债的发行会对公司财务绩效产生影响。Hui 和 Choon Yuen（2012）提到，选择混合型融资工具，企业既可以如同债券一样按时间支付利息，还可以将其计入权益，为企业带来了双重利益。在现金流方面，大部分学者认为其能缓解资金链紧张的情况，帮助企业扩大规模。上官鸣、周唯和白猛猛等（2015）发现，发行公司在获得现金流后，可以用于项目工程建设。然而，企业不可一味依赖靠此维持运转，要提高自身盈利和营运能力，才能充分利用永续债。宗文娟、张全胜和刘迪等（2017）选取了未融资与永续债融资后的两种企业进行研究，发现后者的每股收益更高。赵春荣（2018）通过分析得出，企业获得融资后有助于提高自身信用评级，从而提高融资能力。同时优化调节资本结构，达到降杠杆的目的。张润君（2018）通过实证分析，得出房地产行业更多的会选择永续债这种新型筹资工具，发行数量也较多，并且由于行业特性，永续债在该行业发挥了较大作用。王旭光（2018）提出，从综合财务效果来看，永续债不仅能降杠杆，其优势还在于发行条件相对灵活，设置没有资产证券化复杂，因此获得了更多的市场。王军林（2020）认为，永续债的利息不会计入企业利润表，可以很好的修饰财务报表，并用作资金运转。应唯（2020）提出，永续债为金融机构和非金融机构都带来了利好，帮助银行获得一级资本，并使得企业的资产负债率达到较优水平。然而，许晓芳和陆正飞（2020）认为，表面上看企业的资本结构进行了优化，但其本质还是债券。因此，部分企业可能会利用这种性质来粉饰报表，从而掩盖实际财务状况。

在市场反应方面，杜沔和王良成（2006）在比较了财务指标带来的影响后，还运用事件研究法，分析永续债融资事件发生后在市场上的评价，根据每日收盘价，观察收益率波动，以此观察其市场绩效。

潜在风险方面，学者们认为永续债的双重属性除了能带来利好，也会隐藏一定的风险，发行方要引起重视。李鹏飞（2018）认为，对于延期的不赎回债券，会给投资者带来不良印象。外界会认为发行企业信用资质低，经济状况恶化，资产不稳健，并且会有利率波动后的不确定风险。孙芳雄、党素婷和袁蓉丽等（2020）认为，发行主体在享受计入权益的福利时，也会面临信用风险，其远超普通债券的风险。潘剑平（2021）提出，大部分企业资金没有充分利用，使用效率低，获得的资金只是用于偿还债务，没有改善企业盈利水平。而且定期的利息支出也加

重了经营负担，降低了资金流动性。

### 1.2.5 文献评述

回顾相关文献，国内外学者认为永续债具有双重属性，既有股权特征又有债务特征。对于永续债本质属性和条款设计的研究，学者们一致认为应当结合发行方的具体条款设置，来判定企业是否有义务交付现金或金融资产。因此，结合实际情况灵活调节是重要前提。

关于永续债融资动因的研究，学术专家们认为是内部和外部的双重力量催生了永续债这一金融工具。从内部原因看，出于自身需求，企业为了获得资金支持和应对降杠杆政策，将目光锁定在永续债。并且此融资工具可以提升企业信用资质，从而获得投资者的青睐。从外部原因看，宏观经济环境、国家权力机关的政策支持、以及资本市场的需求等原因，都会促使发行主体引入永续债，提升其市场竞争力。

关于永续债融资效果的研究，大多研究表明永续债有成本优势，发行费用较低。并且公司可以获得充足现金流，优化资本结构，改善公司经营业绩。但学者们也普遍认为融资后会有一系列问题，例如吞噬利润、掩盖实际财务状况、赎回压力以及政策风险等。根据大多数学者的研究结果可以看出，永续债融资有优势也有缺陷，但具体情况还要结合发行主体的条款设置及发展情况展开。

现阶段而言，国外对永续债的研究时间早于国内，已取得诸多研究成果，例如永续条款的设定、相关政策的颁布等等。不同于国外，国内在该领域花费的时间较短，研究成果基本上集中在永续债的性质、条款设计以及海外发行永续债借鉴经验等理论层面展开研究，切实落实到国有企业案例分析的研究较少。另一方面，已完成的案例研究主要围绕建筑行业的相关企业，其他行业研究较少。基于以上的背景，本文选取厦门国贸来进行研究。首先结合厦门国贸的实际情况，探究其筹资永续债的动因，然后分析发行后的效果，具体从发行效果、财务效果、市场反应以及潜在风险四方面展开，最后对其融资过程中的问题提出建议，探寻永续债的发展之路。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

本文通过六个部分来研究厦门国贸永续债融资的案例：

第一部分是绪论。阐述本文的研究背景及意义，进行文献综述，以及介绍研究内容和方法。

第二部分是概念界定、理论基础和永续债融资对企业的影响。首先阐述本文中运用到的相关概念，然后介绍相关理论，最后介绍永续债融资对企业的影响。

第三部分是厦门国贸永续债融资的背景。首先进行公司介绍，随后分析其发行情况和核心条款。接着根据厦门国贸的融资现状，结合公司的经营情况进一步探究出发行永续债的动因。

第四部分是厦门国贸永续债融资的效果，包括永续债融资与传统融资方案对比的发行效果、财务分析、市场反应和潜在风险四个层面。首先，发行效果主要是基于股票、债券和永续债三种不同融资方案，对其融资成本、股权稀释、收益和财务杠杆对比；其次，财务分析从偿债能力、债务结构和现金流三方面展开；然后，分析其选择永续债发行后的市场反应。最后，对永续债融资过程中存在的风险进行分析，为后文的建议作铺垫。

第五部分是厦门国贸永续债融资的建议。通过第四部分对案例公司永续债融资的效果分析，发现存在的问题提出建议。

第六部分是研究结论与不足。

### 1.3.2 研究方法

#### （1）文献研究法

文献研究法是指搜集梳理相关主题的文献，对学者观点进行综述，最后作出评价形成自己的认识。本文通过查阅永续债融资为主题资料，在知网相关平台阅读文献梳理其研究现状，以相关理论为依据，整合思路，为论文的写作提供方向。

#### （2）案例研究法

案例研究法选择企业案例为研究对象，以启示或者问题为导向进行研究分析，从而达到研究目的。本文选择厦门国贸进行永续债融资作为研究案例，通过分析厦门国贸发行永续债的融资状况和设置的核心条款，结合相关数据资料，探究其永续债融资及效果，得到相应的结论，为后续发行永续债的类似企业提供借鉴。

## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 相关概念界定

#### 2.1.1 永续债定义

永续债正如其名称一样，是一种没有到期日期的债券，发行方可以长期拥有资金，只需定期支付利息，在赎回时间上占有很大的主动性。另外，永续债还设有到期赎回权、利率跃升机制、偿付顺序等条款。其融合了股票与债券的特点，因而受到各行各业的青睐。

#### 2.1.2 永续债性质认定

永续债首次步入我国是在 2013 年，武汉地铁发行了新型融资工具永续债。关于永续债的会计处理核算，便引起了学术界和各行各业的热议。由于永续债满足条款条件不同，其对应的属性也会有区别。2019 年 1 月 28 日，我国财政部发布相关规定，明确了不同条件下永续债对应的本质属性，并完善了会计账务处理方式。新规出台后，最大的变动是明确了分类标准，企业原本判定为权益的永续债，可能会被重新分类，判定为负债科目。对永续债的监管也提到了要“谨慎分析”和“审慎考虑”，意味着监管态度发生了转变。因此，企业要遵从实质重于形式原则，出于谨慎性考虑，结合合同条款设置来判定。

##### (1) 关于到期日

若条款明确永续债没有确切的截止日期，并且对于企业赎回或者清算投资者没有主动权，则可以判定为权益科目。若合同条款未明确永续债的合同到期日，但提到了其首个初始赎回期限，这时要判定持有者是否能控制要求企业赎回，如主动权在企业手中，能无条件选择不赎回，同样也判定为权益。实际上，最本质的要求是发行主体能否完全将主动权掌握在自己手中，如若无法自主决定，则有义务交付给投资者现金或其他金融资产。因此，在新规从严的情况下，发行主体应当谨慎分析自身情况是否符合。

### (2) 关于清偿顺序

若条款明确说明企业在破产清算时，先偿还普通债务和其他债务，永续债次之，即前者顺序要优于永续债，则没有致使发行主体产生交付义务。若条款明确规定了前者和后者清偿顺序相同，那此时企业就要审慎考虑。因为这种情况可能会使发行企业向投资者支付利息和本金，从而无法避免交付的义务。而之前的规定并未作次要求，大部分企业的划分标准可能不再适用。

### (3) 利率跳升机制

永续债到期后发行企业有自主决定是否赎回的权利，若企业选择了不赎回，那么永续债的利率会触发跳升机制。如果票息递增水平低于规定限制的要求，那么仍符合权益属性。如果票息递增水平超过了行业内该类型期限相同的金融工具的利率水平，那企业不仅利息支出大幅增加，还可能带来财务危机，违背了当初融资的初衷。此时企业不得不选择赎回，从而构成间接支付义务。

## 2.1.3 永续债与其他融资工具的比较

表 2.1 永续债与债务和股权融资方式的对比表

项目	永续债	普通债券	可转债	普通股	优先股
期限	不明确	明确	明确	不明确	不明确
票息/股息	相对固定	固定	固定	不固定	相对固定
强制付息	可递延	是	是	否	可设置
票息重置	是	否	否	否	否
股东会投票权	否	否	否	是	否
清偿顺序	优于普通股和优先股	优于优先股和永续债	优于优先股和永续债	剩余索取	低于各类债券
融资成本	低于股票略高于普通债	较低	低于普通债券	高	较高
会计处理	满足一定条件可计入权益	计入负债	计入负债	计入权益	计入权益



上表 2.1 是永续债与债务和股权的对比表,通常而言,企业在外部融资时有多种选择方式,例如永续债、债券以及股票等。不同的融资渠道给企业带来的影响不同,因此将不同融资渠道对比有着重要意义。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 资本结构理论

资本结构通俗来讲,就是负债在资本中的比值,可用于反映公司的筹资决策,帮助企业高效率筹资。一般从宏观和微观两个角度理解。前者是指长短期资金等的构成比例关系,包括股权、长期、债务等资本。后者主要指长期债务资本与长期权益资本两者之间的比值。

资本结构理论在各阶段有着不同的含义,在该理论的传统观点中,一般来说债务资本所占比例越高,则意味着给企业带来的价值越大。若占比越低,则表示不利于提升企业的价值。但这种资本不是越多越好,不可盲目的使用。随着企业的发展,债务数量越来越大,债务资本比重过大,可能会使得企业面临巨大的偿还压力,陷入高杠杆局面,增加经营风险。因此,资本结构的合理与否与企业价值密切相关,要在债务融资和股权之间寻求平衡,不可过度负债。

总而言之,出于价值最大化角度考虑,债务融资方式要合理的使用,结合行业性质判定企业达到合理的杠杆规模即可,警惕过度使用使企业陷入危机。同样,发行主体在选择永续债融资后,不可一味频繁发行以此降低资产负债率,要透过表面关注企业的真实财务状况,充分利用资金促进企业蓬勃发展。本文在第三部分动因分析和第四部分效果分析时运用该理论,分析厦门国贸资本结构的最佳水平。

### 2.2.2 优序融资理论

Majluf 和 Myers 两位学者以信息不对称理论为依据,提出了优序融资理论。该理论认为,企业选择内部融资的成本会比外部融资低。原因是内部融资的现金流从企业自身产生,无需通过外部渠道,因而会相应的减少支出,同时外部融资

中股权融资可能会给市场传递负面信息。企业管理层有着不谋而合的目标，即尽可能的采取低成本方式筹资来提升效益。该理论认为企业在经营状况良好时，要做好资金的储备工作，为将来投资提供资金支持，以防届时进行外部融资给企业带来负面影响。另外，国外学者在此基础上深入研究发现，由于投资者与管理者之间的信息产生差异，当企业发行新股，投资者会认为企业经营出现资金短缺，降低对发行企业的期望值，致使股票的价格下跌。因此，企业融资会将内部融资作为最佳之选，内部融资提供不了资金后，其次考虑债务融资，直到债务融资的优势发挥不出来，才会把目光转向股权融资。

简单来说，企业想要补充现金流，首先优先考虑内源性融资，若自身无法提供资金支持，则应当以债务融资方式来筹集。在现实中，尤其是高杠杆企业，债务融资无法满足其需求的情况下，发行永续债更为契合市场需求。另外，与权益融资相比，永续债的发行成本更低。因此，基于优序融资理论，发行永续债是个不错选择。后文第四部分基于此理论，对三种不同融资方案效果进行分析，研究厦门国贸永续债融资的优势，从而促进公司的长远发展。

### 2.2.3 信号传递理论

管理层了解企业的实际经营状况，而投资者根据管理层传递出的市场信息进行投资决策过程中可能会产生误差，因此管理层与投资者双方之间会存在信息不对称。管理层能提前得知企业的内部风险，投资者只能依靠企业传递出来的信息进行判断。在这个前提下，占有优势一方先行行动，告诉另一方自己想表达的信息，通过传递信号来规避不对称，就是信号传递理论。而股利宣告就作为一种信号传递途径，给投资者提供依据，以此判断企业价值和经营状况。发行股票可能会使投资者对发行主体的预期降低，导致股价下跌；而频繁发行债券会导致资产负债率上升，资本结构失衡。此时永续债的出现，使得发行方将目光聚集于此。其介于股票与债券之间的特性，在促进企业发展过程中起到了重要作用，并向投资者传递企业信息。本文在第四部分市场反应分析时基于此理论，来研究厦门国贸进行融资活动时给企业带来的影响。

本文的理论关系图如图 2.1 所示：

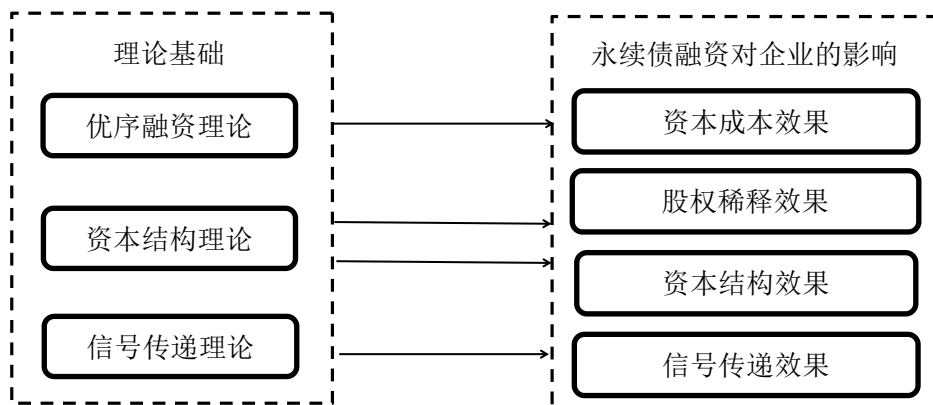


图 2.1 理论关系图

## 2.3 永续债融资对企业的影响

### 2.3.1 发行永续债的资本成本效果

优序融资理论指导下，发行方为了低成本融资，会选择有利于自身需求的方式。内部融资有一定的约束性，当转向外部筹资方式时，基于该理论企业会先选择债务筹资，但盲目使用会导致企业陷入危机。债务融资方式的优势在过多使用后难以发挥，而永续债兼具了债务和股权的特性，可以平衡长期资本的比重。发行成本介于两者之间，可以降低成本并为企业的稳健发展保驾护航。

本文会假设发行主体在同时期进行同等金额的融资，外在影响因素相同的情况下，只是其融资方式不同，计算比较永续债、债务和股权的加权平均资本成本，从而判定哪种融资方式更有竞争力。

### 2.3.2 发行永续债的股权稀释效果

若发行主体能自主决定是否赎回，避免交付义务掌握主动权，那么永续债符合判定为权益属性的要求。这样一来，将其计入到所有者权益科目中，但不会像股票一样参与企业的决策，没有投票权，不影响发行公司的股权比例，因而也不会使得股东权益被摊薄。发行方看中了其在划定为权益的基础上，还不稀释股东

权益的双重福利，从而选择这类新型融资工具。

### 2.3.3 发行永续债的资本结构效果

在国家要求降杠杆的政策下，企业为了推动其长远发展，会在融资渠道之间寻求一个平衡。基于资本结构理论，以公司的价值最大化为目标，当债务融资导致资产负债率上升到高点，触碰到国家政策底线，企业会把目光转向股权融资。但股权融资可能会产生负面影响，对股东权益造成影响，为了权衡最后选择了可以核算为权益科目的永续债。在补充长期资本金的同时，还能确保企业不触碰监管红线，把杠杆率降在合理水平，修饰企业报表，使企业价值得以提升。

### 2.3.4 发行永续债的信号传递效果

稳健的股利政策可以向外界市场传递企业的稳定性。基于信号传递理论，选择发行永续债的企业为了传递正面信息，会定期发放利息，大多不会递延支付。在获得充足资本金的同时，降低企业的杠杆率，给资本市场传递良好的信号，使企业价值最大化。

### 3 厦门国贸永续债融资的背景

#### 3.1 厦门国贸公司简介

厦门国贸集团股份有限公司是国有控股上市公司（以下简称“厦门国贸”），该企业 1996 年在上海证券交易所挂牌上市，股票代码是 SH.600755。其诞生于 1980 年，原为厦门经济特区国际贸易信托公司，于 1994 年正式更名，为厦门国贸集团股份有限公司。该企业是集多方面业务于一身的综合性企业，覆盖了供应链管理、房地产经营以及金融服务等多个领域。除此之外，公司还涉足健康科技新兴市场。随着经济与市场需求的发展，公司在“十四五”新战略规划中，已逐步退出房地产经营业务，转移至健康科技领域，并重心发展供应链和金融服务业务。

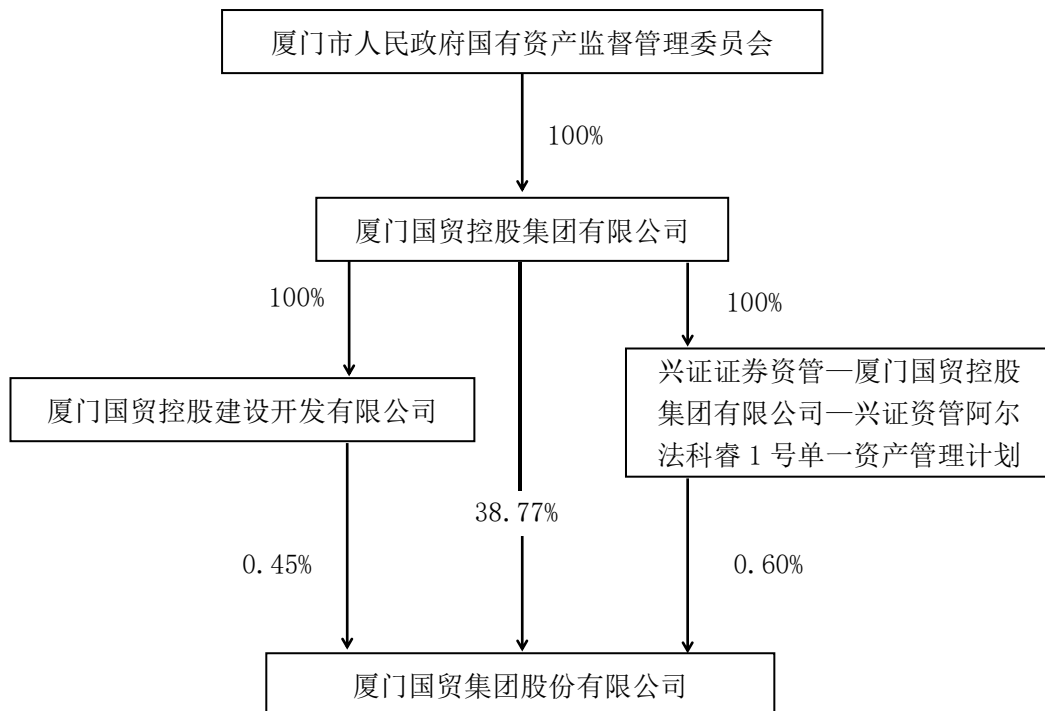


图 3.1 厦门国贸股权结构图

截至 2020 年 12 月 31 日，公司的股权结构如图 3.1 所示，厦门国贸控股集团有限公司为控股股东，其控股比例为 38.77%，公司实际控制人为厦门市人民

政府国有资产监督管理委员会。厦门国贸控股集团有限公司全资子公司厦门国贸控股建设开发有限公司，占有 0.45% 的比例。兴证证券资管-厦门国贸控股集团有限公司-兴证资管阿尔法科睿 1 号单一资产管理计划是由厦门国贸控股集团有限公司出资设立的，其持股比例为 0.6%。

## 3.2 厦门国贸永续债融资状况

### 3.2.1 厦门国贸永续债发行情况

自 2016 年厦门国贸进行永续债融资以来，其募集的资金主要用于企业资金的保障以及对到期的债务偿还。截止 2020 年末，其一共发行 268.47 亿元永续债，赎回 164.12 亿元永续债，余额 104.35 亿元。厦门国贸永续债发行时间明确、集中，具有一定的规模；并且部分永续债已经被赎回，融资余额占企业总资产和净资产的比重较大。具体发行情况如表 3.1 所示：

表 3.1 厦门国贸永续债发行情况表

名称	发行日期	设定期限	到期日	利率	发行额度 (亿元)	余额 (亿元)
16 厦国贸集 MTN001	2016/12/26	2+N 年	2018/12/26	5.00%	20	0
兴业国际信托永续债 1	2016/11/16	2+N 年	2018/11/16	4.60%	10	0
兴业国际信托永续债 2	2016/12/15	2+N 年	2018/12/15	4.60%	5	0
华宝信托永续债	2016/12/12	2+N 年	2018/12/12	4.85%	10	0
中信建投永续债	2016/11/28	1+N 年	2017/11/28	4.60%	10	0
中信证券永续债 1	2016/12/08	2+N 年	2018/12/08	4.58%	3	0
中信证券永续债 2	2016/12/14	2+N 年	2018/12/14	5.00%	5	0
安徽国元信托永续债 1	2017/11/16	1+N 年	2018/11/16	5.50%	10	0
安徽国元信托永续债 1	2017/11/24	1+N 年	2018/11/24	5.50%	5	0
华宝信托永续债 2	2017/12/19	3+N 年	2020/12/19	5.88%	10	0
厦门国际信托永续债	2017/12/12	2+N 年	2019/12/12	5.89%	20	0
17 厦国贸 PPN001	2017/12/22	3+N 年	2020/12/22	6.15%	5	0
17 厦国贸集 MTN001	2017/11/17	2+N 年	2019/11/17	5.61%	10	0

续表 3.1 厦门国贸永续债发行情况表

名称	发行日期	设定期限	到期日	利率	发行额度 (亿元)	余额 (亿元)
华宝信托永续债 3	2018/1/26	3+N 年	2021/1/26	6.15%	9.7	9.7
18 厦贸 Y1	2018/4/26	2+N 年	2020/4/26	5.30%	10	0
兴业国际信托永续债 3	2018/9/13	2+N 年	2020/9/13	6.50%	15	0
交银国际信托永续债 1	2018/11/14	1+N 年	2019/11/14	6.50%	11.12	0
兴业类永续	2018/12/24	2+N 年	2020/12/24	6.50%	5	0
工行类永续	2018/12/27	3+N 年	2021/12/27	6.30%	5	5
18 厦国贸 PPN001	2018/12/4	3+N 年	2021/12/4	6.50%	5	5
18 厦国贸 MTN001	2018/12/24	3+N 年	2021/12/24	6.00%	5	5
交银国际信托永续债 2	2019/8/20	2+N 年	2021/8/20	5.95%	5.5	5.5
交银国际信托永续债 3	2019/8/23	2+N 年	2021/8/23	5.95%	5.5	5.5
工行类永续 2	2019/9/25	3+N 年	2022/9/25	6.10%	5	5
19 厦国贸 MTN002	2019/9/17	3+N 年	2022/9/17	4.63%	5	5
19 厦国贸 MTN003	2019/12/19	3+N 年	2022/12/19	4.60%	5	5
19 厦国贸 PPN001	2019/10/22	3+N 年	2022/10/22	5.20%	5	5
20 厦贸 Y5	2020/4/16	3+N 年	2023/4/16	3.60%	5	5
20 厦贸 Y6	2020/7/24	3+N 年	2023/7/24	4.60%	5	5
20 闽厦门国贸集团 ZR001	2020/9/3	2+N 年	2022/9/3	3.85%	15	15
中行类永续/华宝信托	2020/11/26	1+N 年	2021/11/26	4.95%	3.65	3.65
工行类永续/中铁信托	2020/11/27	2+N 年	2022/11/27	5.25%	5	5
建行类永续/厦门国际信托 1	2020/12/16	1+N 年	2021/12/16	4.70%	7	7
建行类永续/厦门国际信托 2	2020/12/23	1+N 年	2021/12/23	5.50%	3	3
20 闽厦门国贸集团 ZR002	2020/12/22	2+N 年	2022/12/22	4.30%	5	5

资料来源：公司年报

将厦门国贸 2016 年至 2020 年的融资情况列表分析发现，其发行的永续债全部计入权益。从发行用途来看，主要是补充公司营运发展的需求，有偿还到期负债、项目投资和偿还超短期融资券等。观察其每期的融资额度，可以发现额度相对较小但期数多。根据其发布公告中的融资时间看，为了应对降杠杆政策，公司大多时候在年底发行以此修饰报表。从融资期限看，首个赎回期分别是一年、两

年和三年，两年期和三年期的期数较多，首个赎回期越短，发行主体可以尽早的进入赎回期偿还永续债。

### 3.2.2 厦门国贸永续债的核心条款分析

为了更详细的了解厦门国贸永续债相关条款，本文将其发行的 35 期永续债的每期合同条款设置对比，可以看出除了融资金额和融资期限有区别，其他设置基本相同，具体分析如下。

#### (1) 赎回选择权分析

厦门国贸的永续债合同中约定公司在永续债的赎回期内有选择权，企业可以自行选择是否赎回。这个条款表明厦门国贸永续债的持有方不能主动要求公司进行赎回，无论什么条件其都没有回售权。从这条条款来看，厦门国贸的合同设置符合其设定的属性，因为没有致使公司产生交付的义务。除此之外，厦门国贸还在合同条款中说明两点：会计准则和税务政策方面的变更处理情况。在会计准则方面，如果厦门国贸永续债的权益性质判定受到了其变动的的影响，在可能会不符合权益科目划分的情况下，公司可以先行选择赎回。在税务政策方面，如果其产生的变动致使厦门国贸需要另行支付相关的税费，那么公司同样可以采取提前赎回的做法。即由于外在的因素政策变更使得厦门国贸的利益受损，公司同样可以先行赎回。

因此，赎回选择权赋予了厦门国贸更多的主动权，而持有者只能被动的接受企业的决定。不过大多企业在经济状况不错的情况下，都会适时进行赎回，原因在于若企业选择了延期，虽然永续债可以不违反规定继续存续，但会造成不良影响。其一，永续债的票面利率进行重置并跳升，这样会提高公司的付息成本，同样会给资金周转带来压力。其二，外界会猜测企业的财务状况是否出现危机，认为其资金运转出现问题，从而对企业的信用评级资质造成影响，给市场留下负面印象，导致公司融资能力降低。

#### (2) 利率确定方式

厦门国贸永续债的融资期限是“A+N”年，A 代表发行主体的首个赎回期，在首个赎回期到期前，每年的票面利率值为本年的基准利率与初始利差之和。在第一个赎回期到期后，若厦门国贸不主动选择赎回，进行延期赎回的话，在第二



个赎回期的第一年，即使市场利率不上升票面利率也会进行跳升，厦门国贸也需实行跳升机制。幅度一般为 300 个基点，后面的每期都是同样的跳升基点，并在 A 个年度内保持不变。跳升基点实质是对发行主体行使永续期权的一种惩罚机制，以此提高发行主体的融资成本，约束发行主体按期偿付，提高信用资质。因此，虽然厦门国贸将其核算到权益类科目中，但未使用永续期权相当于使得永续债不再永续，恢复了债券的特点。

### （3）清偿顺序

从偿付顺序来看，厦门国贸的永续债在企业发生破产清算的情况下，与普通债务并列，两者的清偿顺序是一样的。但永续债新规中明确说明如果这两者的偿还顺序等同，企业需要审慎考虑划分的会计属性是否合适。出于这点考虑，若判定为权益类，那合同中应当存在着次级属性，但厦门国贸没有设置次级条款。虽然新规没有确切地指出若两者顺序等同需要重新分类，但是“审慎考虑”这一点，表明若规定严格执行，厦门国贸的永续债有可能被重新归类为负债。因此，厦门国贸的偿付条款可能会致使自身产生交付义务，违反规定，若想保留权益属性，应当优化次级条款。

## 3.3 厦门国贸永续债融资的动因

### 3.3.1 降低资产负债率

资产与负债的比值可以最直观地看出两者之间的占比，还可以体现一个企业的资金融资渠道。不同的报表使用者对资产负债率的要求是不同的，同样不同的行业中该指标的最优值也不同。因此，要结合行业属性和公司业务特性，来判断该公司的资产负债率水平。另外在国家政策方面，为了提高社会水平，2016 年国家提出了供给侧改革的战略，其中去杠杆是此战略的一大重要任务。面对经济下行的压力，为防范企业发生债务风险，中央开始了降低杠杆率的工作。2018 年，中央发文称要重点推进国企降低杠杆率，对资产负债进行约束。在此背景下，国有企业降杠杆成为主旋律，是重中之重的任务。因此，发行主体为了企业长远发展，在有融资需求的前提下，首先要考虑其杠杆率水平是否合乎要求。而永续债可以核算为权益的特性就符合公司的发展需求，获取资金的同时使得资本结构

得以优化。

表 3.2 厦门国贸 2013 年-2020 年资产负债率情况表

年份	2013 年	2014 年	2015 年
资产负债率 (%)	77.08	75.57	76.92

资料来源：国泰安数据库

如表 3.2 所示，在 2016 年以前，由于厦门国贸正处于高速发展期，不断储备土地大力发展房地产业务，同时楼盘项目的投资也需要大量的资金。因此，厦门国贸的资产负债率维持在较高的水平，从表 3.2 可以看到，2013 年至 2015 年这一阶段分别为 77.08%、75.57%和 76.92%，高达 77%。2016 年在国家提出去杠杆政策的背景下，厦门国贸需要开启新渠道来融得资金，通过发行永续债获取的资金划分到了权益类，可以使得杠杆率降低，增强偿还债务的能力，因而厦门国贸开始了发行永续债的步伐。

### 3.3.2 优化债务结构

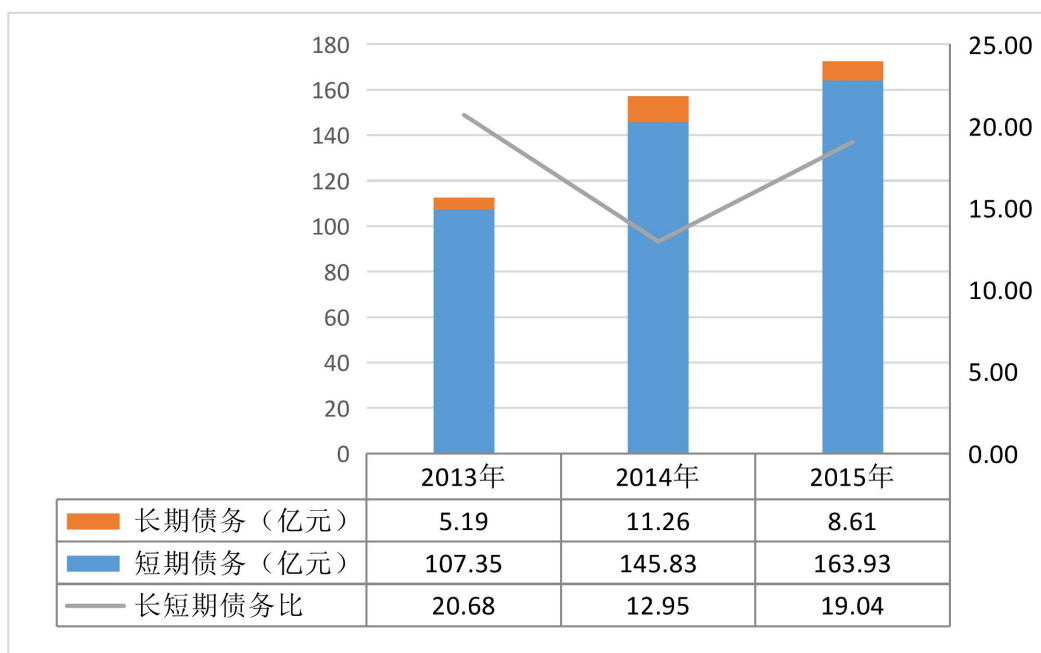


图 3.2 厦门国贸长短期债务构成图

厦门国贸的短期债务主要由短期借款和其他各种一年之内到期的应付款等组成，主要是需要短时间内偿还的。长期债务主要由长期借款、应付债券和一年以上需要偿还的债务等组成。从图 3.2 可以看出，在厦门国贸开始永续债融资的前三年中，长短期债务比一直居高不下，2013 年至 2015 年比值分别为 20.68、12.95 和 19.04。在厦门国贸的债务构成中，短期债务占了很大比重，这是由于厦门国贸的贸易业务需要大量的资金流动。但是公司需要注意的是，短期债务占比过高，说明会在短期内导致企业集中偿还大量资金，致使厦门国贸短期偿付的压力加大。因此，厦门国贸要重视其过高的长短期债务比，借助新型融资工具来偿还债务，优化公司的债务结构，减轻流动性压力。

### 3.3.3 补充流动资金

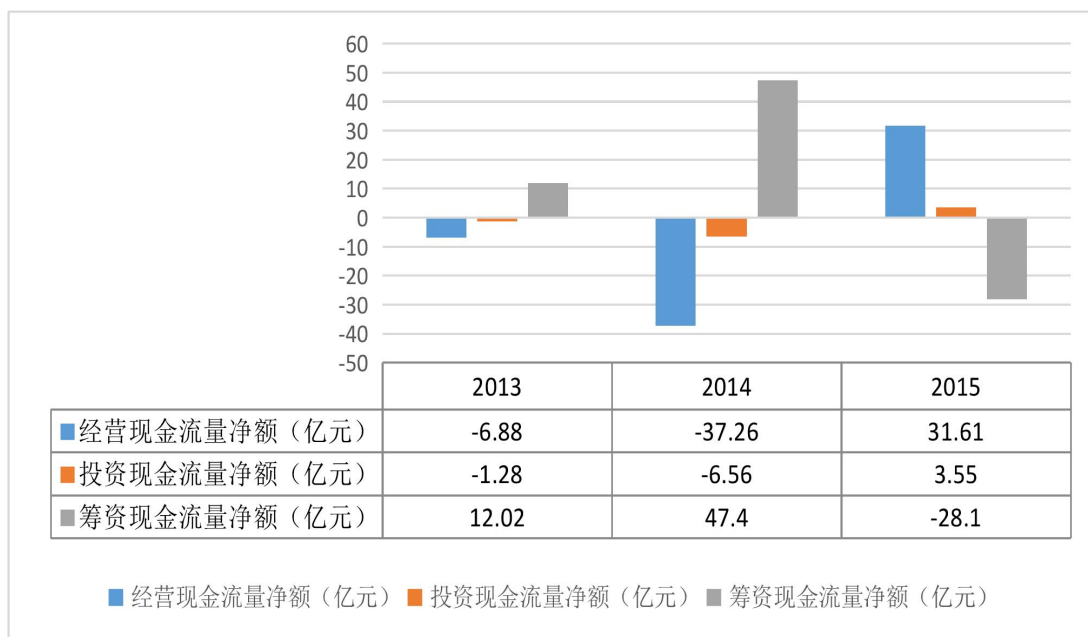


图 3.3 厦门国贸 2013 年-2015 年现金流情况图

观察厦门国贸在永续债融资前的现金流量，可以看到如图 3.3 所示，在经营活动方面，厦门国贸的净现金流呈现较为明显的波动态势。公司房地产领域增加了土地持有量，供应链管理领域预付了大量采购货款，业务规模不断扩大，因此 2013 年和 2014 年分别为-6.88 亿元和-37.26 亿元，呈现负值。2015 年净现金流

上升为正值，即 31.61 亿元，主要是房地产业务的预收账款增加，前期投资的项目开始为企业带来利益。投资活动方面，2014 年因公司建设性投资性房地产的现金流出增加，净现金流降至-6.56 亿元。第二年，公司相应的减少投资，同时对子公司处置使得现金流得以增加，因此净现金流增加至正数 3.55 亿元。筹资活动方面，2014 年厦门国贸通过向银行贷款获得部分现金流，同时向原来的股东发行新股，使得现金流由 12.02 亿元增加至 47.4 亿元。2015 年厦门国贸偿还了到期债务，因此现金流降为负值-28.1 亿元。

总的来看，受供应链管理业务和房地产业务特性的影响，厦门国贸的经营活动及投资活动净现金流波动明显。未来几年随着公司供应链管理领域业务规模的不断扩大，公司需要大量资金来维持企业的高速运转。通过对图 3.3 的分析可知，公司的现金流呈现波动趋势，并且规模扩张和业务投资给企业带来了巨大资金压力，而永续债赋予了发行企业更多的自主性，相比传统融资渠道来说更加灵活简单，使得厦门国贸将目光聚焦于此。并且厦门国贸是国有控股企业，具有较高信用资质，符合永续债融资的资质要求。同时，该企业的第一期中期票据合同条款中也提及，进行融资取得的 20 亿元资金部分用途为补充其流动资金，满足企业运营的需求。因此，厦门国贸采用此混合型融资工具，可以缓解资本支出压力，在获得资金的同时，保障企业运行的稳定性。

## 4 厦门国贸发行永续债的效果分析

本部分结合上文厦门国贸的永续债融资情况和融资动因,在此基础上对其融资效果进行具体分析。首先将发行永续债与传统融资工具中股权融资和债务融资三种融资方案的发行效果对比,其次对发行永续债的财务效果分析,再次分析永续债发行公告后的市场反应,最后分析其融资后的潜在风险。

### 4.1 三种融资方案的发行效果对比分析

通过学者对永续债融资效果的相关探讨可以得知,企业使用永续债融资会给自身带来一定的影响。下文选取不同的融资渠道,采用股权融资、债务融资和永续债融资三种方案,假设发行同样的规模,从融资成本、股权稀释效应、收益和财务杠杆的角度对其发行效果进行对比分析,更加全面的分析永续债给发行主体带来的影响。

本文选取厦门国贸于 2016 年发行的七期永续债为例进行分析,2016 年为厦门国贸第一年发行永续债,融资总额为 63 亿元,发行规模较大并且本年发行的永续债已经全部赎回。相关财务数据采用上一会计年度 2015 年 12 月 31 日进行计算供后文使用,财务年报详见表 4.1:

表 4.1 厦门国贸 2015 年末财务数据情况表

项目	金额(万元)
资产总额	3905273.83
负债总额	3003994.82
所有者权益	901279.01
财务费用	48414.99
利润总额	133738.6
净利润	96089.1
息税前利润	182153.59
股本	166447

资料来源:国泰安数据库

### 4.1.1 融资成本分析

基于资本结构理论可知，企业管理者为了达到共同目标，实现低成本融资，会倾向于选择债务融资，但同时也提到负债过度会致使公司的经营风险加大。发行股票可以计入权益科目，但融资成本较高。因此，发行主体要根据自身经营状况来选择恰当的融资方式。永续债处于两者之间，融合了两种融资方式的优势，下文以厦门国贸发行的永续债为例，对比不同的融资方式下厦门国贸的加权资本成本。

本文假设厦门国贸采用股票、普通债券和永续债分别来筹集资金，每种方式筹集的资金数额相同，计算出资本成本。然后根据融资比例来计算不同筹资渠道的加权平均资本成本（WACC），结合厦门国贸实际情况对比这三种融资工具哪种更适合公司选择。

#### （1）资本成本计算

对永续债、股权和债务三种融资渠道相关的影响因素进行假设统一，以确保计算的数据合理，对比分析客观。首先，其发行金额均为 63 亿元；其次，三种融资渠道募集所得的资金用处相同；最后，所得税均按照 25% 的税率进行计算。根据三种融资渠道来设计方案，具体如下：

方案一：厦门国贸发行股票 63 亿。股权融资的资本成本计算公式有多种选择，主要包括套利定价、股利增长以及资本资产定价模型，发行主体需要选择切合自身的公式进行计算。在 2016 年融资之前，即 2010 年至 2015 年阶段，公司每年都会采用现金股利进行分配，获取数据也比较方便，所以此融资方案应当选取股利增长模型来计算。

计算公式为： $K_s = D_1 / P_0 + g$ 。其中： $K_s$  为是指资本成本， $D_1$  是指预计的年股利额， $P_0$  是指股票的现值， $g$  是指股利的年增长率。

根据表 4.2，以厦门国贸分配的现金股利作为计算依据，通过计算其在 2010 年至 2015 年间列式的现金股利，得出厦门国贸股利的年增长率是 0.1566；再以 2015 年分配的现金股利为基础，从而计算出下一年的股利  $D_1 = 0.12$  元/股。厦门国贸 2015 年年末的股票收盘价  $P_0$  为 9.32 元/股，代入计算公式得出此种融资渠道的  $K_s$  值为 16.95%。

表 4.2 厦门国贸 2010 年-2015 年现金股利分配情况表

分红年度	现金股利（元/股）
2015 年	0.1
2014 年	0.1
2013 年	0.22
2012 年	0.01
2011 年	0.07
2010 年	0.1

资料来源：国泰安数据库

方案二：厦门国贸发行债券 63 亿元。查阅公司年报数据发现厦门国贸没有进行一年期和两年期的债券融资，其主要是发行超短期融资券。最终选取的原始数据通过中国债券信息网搜集，按照各期对应的融资年限选取 AAA 评级的一年期和两年期中短期票据利率为该种融资渠道的发行成本。然后根据每期的融资规模，加权计算出平均票面利率为 3.74%。

方案三：厦门国贸永续债融资 63 亿元，按各期的融资规模加权计算出平均票面利率为 4.78%。

因此，厦门国贸融资同样的金额，发行股票的资本成本为 16.95%，发行债券的资本成本为 3.74%，发行永续债的资本成本为 4.78%，接下来基于此数据计算不同融资渠道的加权平均资本成本。

#### （2）加权平均资本成本计算

厦门国贸进行股权、债务和永续债融资情况下的加权平均资本成本分别如下：

##### ① 使用普通股权融资

通过发行股票，获取融得的资金后厦门国贸的资产由 390 亿元增加至 453 亿元，负债仍为 300 亿元，所有者权益由 90 亿增加至 153 亿。由此得出加权资本成本为 7.58%，见表 4.3。

表 4.3 厦门国贸股权融资下公司加权平均资本成本情况表

股权融资	资产	负债	所有者权益
融资前规模（万元）	3905273.83	3003994.82	901279.01
融资前比重	100%	76.92%	23.08%
融资金额（万元）	-	-	630000
融资后规模（万元）	4535273.83	3003994.82	1531279.01
融资后比重	100%	66.24%	33.76%
税前资本成本	-	3.74%	16.95%
税后资本成本	-	2.81%	16.95%
加权平均资本成本		7.58%	

## ② 使用普通债券融资

若使用普通债券融资 63 亿元，融得资金后厦门国贸的资产由 390 亿元增加至 453 亿元，负债由 300 亿上升为 363 亿元，所有者权益保持不变，计算出加权平均资本成本为 5.62%，见表 4.4。

表 4.4 厦门国贸债务融资下公司加权平均资本成本情况表

债务融资	资产	负债	所有者权益
融资前规模（万元）	3905273.83	3003994.82	901279.01
融资前比重	100%	76.92%	23.08%
融资金额（万元）	-	630000	-
融资后规模（万元）	4535273.83	3633994.82	901279.01
融资后比重	100%	80.13%	19.87%
税前资本成本	-	3.74%	16.95%
税后资本成本	-	2.81%	16.95%
加权平均资本成本		5.62%	



### ③ 使用永续债融资

通过进行永续债融资，融资成功后厦门国贸的资产规模同样增加至 453 亿元，负债仍为 300 亿元保持不变。而关于永续债，该企业的条款设置符合划分为权益，因此使得所有者权益的规模由 90 亿上升为 153 亿。据此计算加权平均资本成本为 5.89%，见表 4.5。

表 4.5 厦门国贸永续债融资下公司加权平均资本成本情况表

永续债融资	资产	负债	所有者权益	永续债
融资前规模（万元）	3905273.83	3003994.82	901279.01	-
融资前比重	100%	76.92%	23.08%	-
融资金额（万元）	-	-	-	300000
融资后规模（万元）	4535273.83	3003994.82	901279.01	630000
融资后比重	100%	66.24%	19.87%	13.89%
税前资本成本	-	3.74%	16.95%	4.78%
税后资本成本	-	2.81%	16.95%	4.78%
加权平均资本成本		5.89%		

资料来源：根据厦门国贸年报整理计算所得

综上，计算厦门国贸不同渠道下的加权平均资本成本，以股权、债务和永续债为计算对象，经过计算得出的数据分别是 7.58%、5.62%和 5.89%。通过结果对比可知，发行股票的成本最高，普通债券的发行成本最低。永续债虽然处于两者之间，但与普通债券的成本相差不大，仅比其高 0.27%。股票的融资成本最大，融资主体会选择最后考虑。在发行债券与永续债成本相差不大的情况下，虽然债务融资的发行成本更低，但相较于永续债，永续债可以计入权益科目的特征能降低发行方的杠杆率，优化其债务结构。因此，这种新型融资工具对于有资金筹集需求且资产负债率处于高位的厦门国贸来说有很大吸引力，综合考量下，选择永续债在发行成本上更有优势。

### 4.1.2 股权稀释效应分析

当企业使用永续债融资时，在其满足一定条款划分到所有者权益科目后，虽然永续债有着权益的特征，但它不会增加公司股本，因此股东的控股比例不变，股东权益不受影响。厦门国贸的财务报表将该融资工具计入到“其他权益工具中”，所以不会摊薄股东权益，没有稀释效应。

表 4.6 三种融资方案对息税前利润的稀释情况表

融资方式	股权融资	债务融资	永续债融资
息税前利润（万元）	182153.59	182153.59	182153.59
股本（万股）	166447	166447	166447
融资后股本数（万股）	234043.5665	166447	166447
融资后每股息税前利润（元/股）	0.78	1.09	1.09
稀释效果		0.32	

资料来源：根据厦门国贸年报整理计算所得

本文选用息税前利润（EBIT），以此指标为基础计算每股 EBIT，从而比较厦门国贸三种融资渠道下的股权稀释效果。由表 4.6 可以看到，若厦门国贸融资 63 亿元，股权、债务和永续债三种融资渠道计算得出的每股 EBIT 分别是 0.78 元/股、1.09 元/股和 1.09 元/股。发行永续债和发行债券的结果一样，而股权融资的每股 EBIT 要低 0.32 元/股，这是因为发行股票会致使发行主体的股本增加，在 EBIT 不变的情况下，每股 EBIT 就会减少。而发行永续债和债券不会增加发行主体的股本，因而其每股 EBIT 要高于股权融资的每股 EBIT，不摊薄股东的权益。从稀释效应看，对于企业来说，更倾向于选择永续债和债券这两种工具来满足资金需求。

### 4.1.3 收益对比分析

本文探讨厦门国贸三种融资方案对收益产生的影响，使用每股收益（EPS）

来分析不同融资渠道给企业收益带来的影响。

表 4.7 三种融资方案每股收益对比表

	股权融资	债务融资	永续债融资
EBIT (万元)	182153.59	182153.59	182153.59
EBIT(1-T)-I(1-T)	136615.1925	118943.6925	136615.1925
融资后股本数 (万股)	234043.5665	166447	166447
EPS (元/股)	0.58	0.71	0.82

资料来源：根据厦门国贸年报整理计算所得

计算公式为  $EPS = \text{净利润} / \text{总股本}$ ， $\text{净利润} = (EBIT - I)(1 - T)$ 。其中，EPS 为每股收益，EBIT 为息税前利润，I 为发行债券支付的利息。

以股权、债务和永续债为计算对象，通过表 4.7 计算得出的 EPS 分别是 0.58 元/股、0.71 元/股和 0.82 元/股。进行对比可以发现，发行永续债的每股收益最高，发行股票的每股收益最低，债务融资的每股收益处于两者之间。同样是由于发行股票会稀释股权，增加企业的股本。并且厦门国贸的永续债确认为“股”，利息支出不进利润表，不能税前扣除，作为利润分配处理。从收益角度来看，企业更倾向于选择永续债进行融资。

#### 4.1.4 财务杠杆分析

财务杠杆系数是对企业财务杠杆程度最直观表示，通过计算财务杠杆系数，可以反映出公司的财务风险。一般来说，若该系数较高，则代表该公司财务风险较高。若该系数较低，则意味着财务风险水平较低。因此本文选取财务杠杆系数（DFL）来评价厦门国贸的财务风险。

厦门国贸的永续债划分到了其他权益工具中，体现了“股”性，其利息不得在税前扣除，因此计算公式为  $DFL = EBIT / (EBIT - I)$ 。DFL 为财务杠杆系数，EBIT 为息税前利润，I 代表企业发行债券一年的利息支出。

表 4.8 三种融资方案财务杠杆对比表

	股权融资	债务融资	永续债融资
EBIT (万元)	182153.59	182153.59	182153.59
融资规模 (万元)	630000	630000	630000
融资后 EBIT (万元)	812153.59	812153.59	812153.59
I (万元)	0	23562	0
DFL	1	1.15	1

资料来源：根据厦门国贸年报整理计算所得

若厦门国贸融资 63 亿元，通过表 4.8 对厦门国贸三种融资渠道的财务杠杆系数计算，得出股权、债务和永续债的 DFL 值分别为 1、1.5 和 1。发行股票和永续债的计算结果一样，发行债券要高 0.15，这是因为债券的利息支出可以在税前进行扣除。厦门国贸进行债务融资可能会因为承担的负债过多，从而使得杠杆率上升至高位。虽然债务融资在发行成本上更有优势，但是厦门国贸的资产负债率在 2013 年至 2015 年间已经高达 70% 多，若再继续发行债券，一是会加大公司的偿债压力，二是公司财务风险水平太高不利于公司维持信用评级。而永续债的引入，可以为厦门国贸化解危机。由于其不计入财务费用，在税后进行分配，因此为公司增加了权益资本，既提供了资金又能降低公司杠杆率。从这个角度看，债券融资的财务风险更高，所以企业更愿意选择永续债和股权融资。

根据上文对发行债券、股票和永续债的计算，可以发现不同融资渠道在成本、股权稀释、收益和财务杠杆的结果各有优势。首先，在融资成本方面，永续债的发行成本要略高于债务融资，远低于发行股票的加权平均资本成本。永续债介于两者之间，因此永续债较优。其次，在股权稀释效果方面，发行股票致使原有股东持股比例减少，而厦门国贸的永续债虽有着权益属性，却无投票权，老股东的权益不受影响，因此永续债和债券最优。再次，在每股收益方面，由于发行股票使得厦门国贸股本增加，其每股收益最低，而普通债券融资每股收益也要低于永续债，因此永续债最优。最后，在财务杠杆方面，由于厦门国贸永续债具有“股”性，其财务杠杆系数低于债券，因此永续债和股票最优。综上，三种不同的融资

渠道各有特点，债务融资成本低但会带来财务风险，股权融资可以计入权益但会摊薄原始股东的权益，永续债既能降低财务风险还不影响股东持股比例，拥有着双重优势，但企业选取何种方式融资要结合自身经营状况和需求来考量。目前，厦门国贸需要应对国家政策，降低杠杆率，因此选择永续债。基于上文分析，发行永续债迎合了厦门国贸的发展需要，可以降低杠杆率，还能低成本融资的同时不稀释股东的权益，优化公司的资本结构，从而实现其融资目的。

## 4.2 永续债融资的财务分析

厦门国贸自 2016 年 12 月发行第一笔永续债以来，至 2020 年末已陆续发行了 35 支永续债，本文以厦门国贸发行的第一笔永续债为分水岭，比较发行前两年即 2014 年和 2015 年，发行后五年即 2016 年-2020 年的偿债能力、债务结构和现金流，从而得出发行永续债对公司财务效果的影响。截止 2020 年末，其一共发行 268.47 亿元永续债，赎回 164.12 亿元永续债，余额 104.35 亿元。永续债余额占总资产 9%，占净资产 30%。

### 4.2.1 偿债能力分析

偿债能力是指企业在发展过程中，利用自身资产还本付息的能力，能充分反映出公司的财务风险状况。对于投资者来说，可以根据偿债能力来判断是否进行投资；对于企业来说，可以据此进行经营规划，做出决策；对于债权人来说，可以据此判断企业偿付债务的能力。下文从反映长期和短期偿债能力的指标来分析厦门国贸发行永续债前后的偿债能力变化情况。

#### (1) 长期偿债能力

表 4.9 厦门国贸长期偿债能力指标变动情况表

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产负债率	75.57%	76.92%	67.29%	63.58%	65.81%	69.27%	69.26%
产权比率	3.09	3.33	2.06	1.75	1.92	2.25	2.25
利息保障倍数	2.71	2.54	3.61	3.60	3.46	3.75	4.19

长期偿债能力体现了从长期来看，企业对债权人利益的保障程度。另外，还可以根据这个指标来指导企业的经营活动。如表 4.9 所示，选取厦门国贸 2014 年-2020 年的资产负债率、产权比率和利息保障倍数三个指标，以 2016 年为时间节点，分析融资前后的长期偿债能力。再将公司各项指标与批发业的行业均值指标对比，并计算将永续债重新分类计入负债后的财务指标，以此对比分析永续债对长期偿债能力的影响，下图中的所有行业均值指标指上市 A 股批发业的平均值。

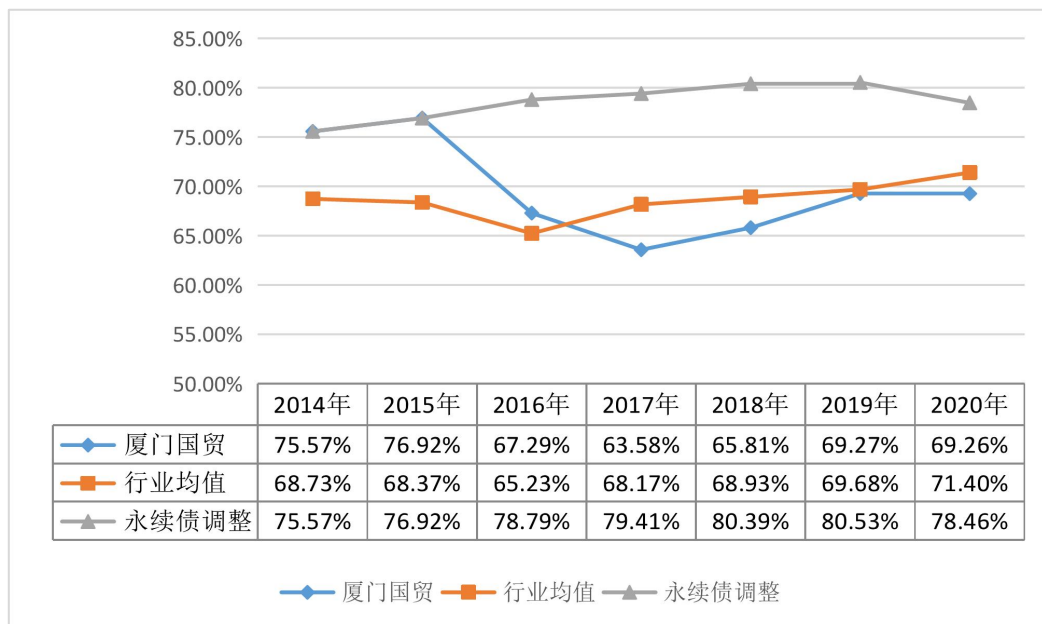


图 4.1 厦门国贸 2014 年-2020 年资产负债率变动图

资产负债率代表企业总资产中负债的所占比例，是企业对债权人利益保障程度的体现。随着该比率的增加，债权人承担的风险会加大，因此该比率越低才会让债权人觉得偿债有保障。如图 4.1 所示，以 2016 年为时间节点，在厦门国贸发行永续债前两年，以贸易为主的厦门国贸资产负债率处于高位，公司房地产业务一直在加大土地储备力度，不断增大贸易规模，因此负债水平较高。发行永续债之前该比率呈上升趋势，偿债能力较弱。进行永续债融资后，厦门国贸的资产负债率明显下降，将其核算为权益工具，资产规模扩大的同时负债保持不变，这样一来厦门国贸的资产负债率明显降低，长期偿债能力增强。横向与行业对比来看，2016 年之前厦门国贸资产负债率一直高于行业均值，从 2017 年起该比率低

于了行业均值，可见发行永续债提升了其长期偿债能力。永续债与债务融资都不会改变公司原有股东的持股比例，但是发行债券会使得负债总额增加，永续债则不会。若将永续债计入负债，如图 4.1 中调整后永续债指标可见，该指标将大幅度的上升，远超过行业均值，财务杠杆水平偏高。因此从 2016 年发行永续债后，厦门国贸的资本结构得到改善，偿债能力得到增强。

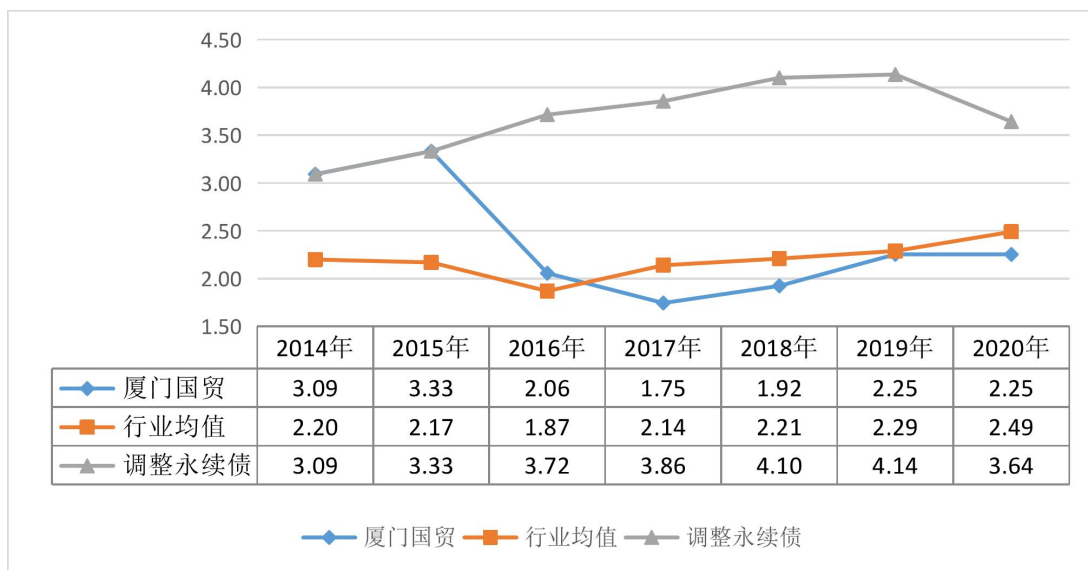


图 4.2 厦门国贸 2014 年-2020 年产权比率变动图

产权比率体现了企业的长期偿债能力情况，即负债与所有者权益之间的比值。一般来讲，产权比率较低象征着该企业有着较强的偿债能力，反之则弱。该比率标志着债权人与投资者双方所提供企业资本的比值，充分反映了财务结构的稳定性。从图 4.2 可以看出，2013 年和 2014 年厦门国贸的产权比率较高，2016 年筹资了 63 亿元永续债，使得公司权益大幅增长，产权比率较前两年有所下降，与行业均值差距缩小。从 2017 年起，该比率低于了行业平均水平，可见发行永续债使得厦门国贸的长期偿债能力增强。同理如果融资渠道选用发行债券的话，负债总额增加，所有者权益下降，如图 4.2 中调整后永续债指标所示，厦门国贸产权比率会大幅增加，将远高于行业均值，给债权人的利益保障造成影响，致使其承担的风险加大。所以永续债发挥了很大作用，提高了公司财务结构的稳定性，公司长期偿债水平较高。

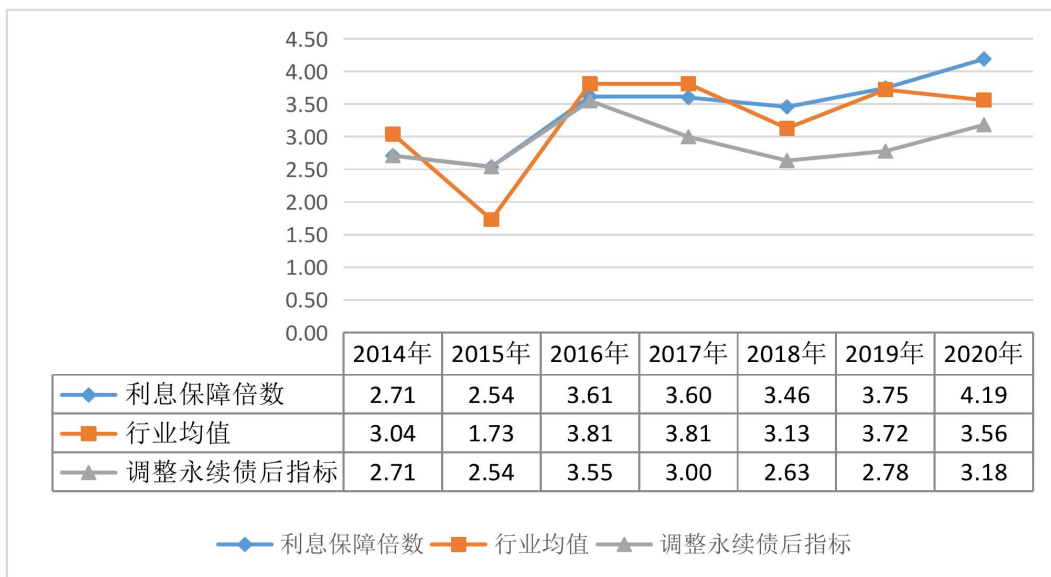


图 4.3 厦门国贸 2014 年-2020 年利息保障倍数变动图

利息保障倍数是每年获得的收益与利息费用之间的比值，是企业偿付利息能力的反映。该比值较高的话，表明公司现阶段有着充足的支付利息的能力，反之则较弱。厦门国贸将永续债划分为权益工具，利息作为利润分配，因此用永续债融资后，其产生的利息支出并未增加利息费用。2016 年发行永续债计入权益工具，总债务规模有所下降，利息费用减少，如图 4.3 所示利息保障倍数有所上升。2018 年随着公司的筹资规模不断扩大，息税前利润对利息保障能力有所下降。但是近三年该比率一直略高于行业的平均水平，厦门国贸偿付债务能力增强。若是进行债务融资同样的金额，如图 4.3 中调整后永续债指标所示，会削弱厦门国贸的利息支付能力两成，利息保障倍数将低于行业均值。表明进行永续债融资缓解了厦门国贸的债务压力，使企业的长期负债能力得到了一定程度的增强。

根据上文分析可知，厦门国贸在进行永续债融资后，借助获取的资金优化了自身的资本结构，美化了企业的财报，将杠杆率控制在合适水平，增强了公司的长期偿债能力。

(2) 短期偿债能力

永续债融资在帮助企业获取资金的同时，还会影响企业的短期偿债能力。本文选取流动比率这一指标来评价永续债对厦门国贸的短期偿债水平的影响。若该比值较高，则表明企业资产有着较强的流动性，反之若比值较低，则资产变现能力较低，从而企业的短期偿债能力较弱。



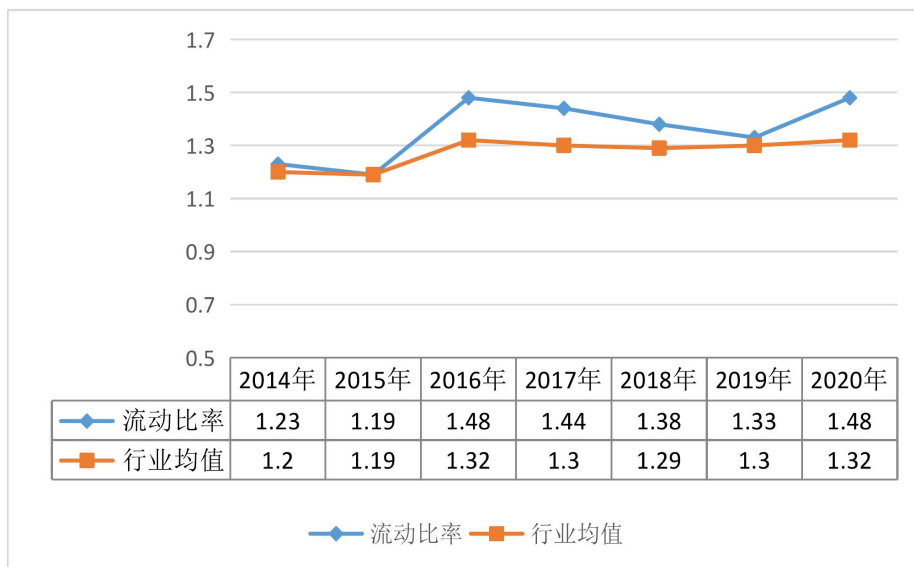


图 4.4 厦门国贸 2014 年-2020 年短期偿债能力指标变动图

由图 4.4 可以看出：厦门国贸 2016 年融资后流动比率与前期相比有所上升，并维持在 1.4 左右，说明了企业短期偿债能力得到了加强。将厦门国贸的流动比率与行业平均水平横向对比，发现永续债发行前两年流动比率与行业持平，2016 年之后开始高于行业均值。厦门国贸 2016 年开始陆续发行永续债，融得的资金给企业带来的现金流，增加了流动资产。同时将获取资金计入权益，偿还部分到期的短期债务，使得流动负债较少，从而该比率上升，给短期偿债能力带来一定的提升作用。若选择其他债务工具的融资渠道，永续债每期的利息将不再按利润分配来处理，需要调整为流动负债。这样在流动资产仍为原来规模，流动负债却增加的情况下，会导致该比率下降，降低公司的短期偿债能力。

因此，永续债在一定程度上对短期偿债压力是有缓解作用的。然而随着厦门国贸贸易板块的扩张，资金需求越来越大，后期流动比率与行业均值的差距有所缩小。

#### 4.2.2 债务结构分析

厦门国贸的短期债务中短期借款占有很大比例，短期债务水平较高，这种债务结构体现了厦门国贸的行业特性。公司的供应链管理和房地产业务不断扩大规模，致使短期融资借贷的规模增加，通过年报可知 2016 年之前厦门国贸的短期

借款以短期融资券为主。如表 4.10 所示，2014 年至 2015 年长短期债务比处于较高水平，2016 年融资后较前期明显下降，主要是公司多渠道融资，通过发行可转债和永续债，从而使得短期融资的需求减少，可以看出永续债融资能改善企业的债务结构。尤其是在 2018 年至 2020 年，厦门国贸永续债融资期限为三年的期数增加，长短期债务比得到优化，控制了有息负债规模的增长，同时能更多的利用长期资金。

表 4.10 厦门国贸 2014 年-2020 年债务结构表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务（亿元）	145.83	163.93	130.96	185.43	220.42	270.02	271.11
长期债务（亿元）	11.26	8.61	36.53	30.31	49.31	72.78	139.74
长短期债务比	12.95	19.04	3.58	6.12	4.47	3.71	1.94

资料来源：国泰安数据库

另外，厦门国贸首次发行的永续债合同条款说明书中提到，部分资金用于偿还短期融资券。与此同时，在进行第一期融资前，厦门国贸的待偿还超短期融资券为 45 亿元，而之后的几期公告中也提到募集资金用途为偿还有息债务。综合来看，厦门国贸发行永续债，可以在债务集中到期时减轻资金的周转压力，增加获取资金的渠道，提高其再融资能力。

### 4.2.3 现金流分析

现金流量体现了企业动态的发展情况，良好足够的现金流可以为厦门国贸的发展保驾护航。厦门国贸的经营范围主要覆盖在供应链、房地产和及金融等领域，其中供应链管理的营业成本在所有业务中占比最高，在 90%左右。然而，供应链业务的毛利率与投入成本不成正比，具有低毛利的行业特征。同时房地产经营业务的项目投资周期长，资金被长期占用周转速度慢，可见公司有着较大的融资需求来补充资金。

如图 4.5 所示，厦门国贸经营活动方面波动较大。2016 年开始拓宽融资渠

道后，公司不断扩大市场份额。2017 年公司增加了土地储备，房地产板块业务支出增加，同时贸易业务购置增加，导致更多的资金被占用，因此呈现净流出态势。2018 年度由-84.23 亿元上升至 43.08 亿元，主要由于贸易业务支出减少，销售业绩提高增加了现金流，并且企业为了防范金融风险，使用了票据结算的方式。2019 年及 2020 年现金流为负，分别为-35.78 亿元、-16.85 亿元，是由于经营活动如购买商品和接受劳务使得现金流出，贸易业务板块资金需求增加，而现金流入小于支出导致了收支不平衡，因此现金流量净额已连续两年为负。

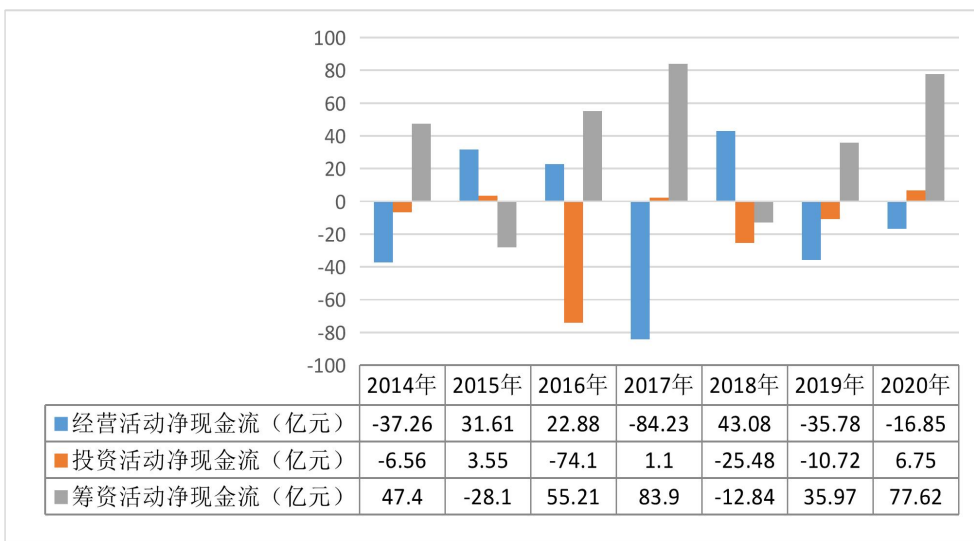


图 4.5 厦门国贸 2014 年-2020 年现金流量图

从投资活动方面看，由于厦门国贸进行项目投资以及购买短期理财产品，现金支出较多，导致投资性净现金流为负。将其与经营活动相比，经营活动的净现金流无法满足投资活动的需求，可见厦门国贸处于高速发展的阶段。因此，产生的资金缺口需要通过筹集外部资金来解决，永续债募集公告书中也说明部分资金用途用于项目投资。

企业的业务规模不断扩张，要想保持高速运转就需要保证充足的现金流，这时就要借助外部筹资渠道。从筹资活动方面看，2016 年现金流量净额从-28.1 亿元上升至 55.21 亿元，由负转为正大幅增加，2017 年该数额也有所上升。主要是永续债的大规模发行，在这两年中共融资了 123 亿元永续债，为厦门国贸的业务扩张提供了充足的资金支持。2018 年净现金流大幅减少，是由于进行债务偿

还使得现金支出增加，而 2018 年永续债募集说明书显示公司获取的资金用途正是偿还有息债务。

通过上文的分析，可以发现厦门国贸通过永续债融资获取的资金进行了债务偿还，帮助公司维持信用评级，提升了其再融资的能力。同时公司借助融资获取的现金流进行项目投资，迎合了公司的战略扩张模式。因此，从现金流层面来看，新型融资工具的加入实现了厦门国贸的融资目的，为公司注入了资金，减轻了偿债压力。然而该种筹资渠道只能短期维持厦门国贸的经营需求，在后期公司资金需求越来越大的情况下，永续债发挥的作用是有限的。最根本的是需要提升自身的造血能力，提高资金利用率，才能为公司创造更大的价值。

### 4.3 永续债融资的市场反应分析

事件研究法是基于有效市场假说，也就是所有已知的信息能充分在市场价格中反映出来。具体指某一事件发生后，观察其市场价格是否会发生波动，然后计算事件发生前后的收益率，以此来分析企业股价以及收益率对这一特定事件的反应程度，从而研究事件给公司经营带来的影响。因此，本文通过事件研究法，计算厦门国贸发行永续债的超额收益率和累积超额收益率，并以信号传递理论为依据，观察此融资举动向市场传递的信号，研究其带来的市场反应。

#### 4.3.1 事件期和窗口期的确定

关于事件日的确定。本文以厦门国贸 2016 年发行第一期永续中期票据公告发布的日期为事件日，厦门国贸于 2016 年 9 月 29 日举行会议，提交了申请注册发行永续债的议案。因此本文选定厦门国贸发布公告的日期为事件日（ $t=0$ ），即 2016 年 9 月 29 日为事件日。

关于事件窗口期的选择。窗口期是指事件发生对市场价格造成波动影响的时间段，一般是选择事件日发生的前后时间段。为了尽量地剔除其他事件的影响，本文选择厦门国贸公告发布的前后 5 个交易日作为窗口期，即 2016 年 9 月 22 日至 2016 年 10 月 13 日，如表 4.11 所示。关于估计期的确定。估计期是指剔除窗口期，在未发生特定事件情况下，股票价格的正常表现的时间段，以此来计算股

票的正常收益率。本文选择厦门国贸发布永续债公告之前的一百二十六天至前六天为事前的估计期，即 2016 年 3 月 30 日至 2016 年 9 月 21 日。

表 4.11 厦门国贸永续债融资事件窗口期

定义日	实际时间	定义日	实际时间
-5	2016/9/22	1	2016/9/30
-4	2016/9/23	2	2016/10/10
-3	2016/9/26	3	2016/10/11
-2	2016/9/27	4	2016/10/12
-1	2016/9/28	5	2016/10/13

资料来源：巨潮资讯网

### 4.3.2 模型的确定

本文应用市场模型方法来进行计算，首先搜集估计期内收益率的原始数据，即前 120 个交易日内的厦门国贸（600755）收盘价和上证综合指数（000001）收盘指数，计算出厦门国贸日常收益率  $R_{it}$  和市场指数收益率  $R_{mt}$  后建立回归方程，然后代入公式得出个股的预期收益率  $R'_{it}$ ，最后  $R_{it}$  与  $R'_{it}$  两者之间的差值即为超额收益率 AR，将 AR 再进行累计相加得出累计超额收益率 CAR。

### 4.3.3 模型的计算

第一步，通过搜集到的估计期（-126，-6）厦门国贸收盘价和上证综合指数收盘指数来计算收益率，厦门国贸的实际收益率为 T 日和 T-1 日的收盘价之间差值与 T-1 日收盘价的比值，上证综合指数收益率为 T 日和 T-1 日的收盘指数之间差值与 T-1 日收盘指数的比值。

第二步，采用市场模型法计算预期收益率。首先通过计算公司个股收益率和上证综合指数收益率进行回归分析，假设公司个股收益率和市场有线性关系，其中  $\alpha$  和  $\beta$  是指回归参数， $R_{it}$  代表厦门国贸第 i 日的个股收益率， $R_{mt}$  代表上证综合指数即市场的收益率，线性回归方程为  $R_{it} = \alpha + \beta R_{mt}$ 。

将搜集到的数据代入回归方程中，如图 4.6 为绘制的散点图，计算出回归参数  $\alpha$  为 1.694， $\beta$  值为 0.2696，公式如下：

$$R'_{it} = 1.694 * R_{mt} + 0.2696$$

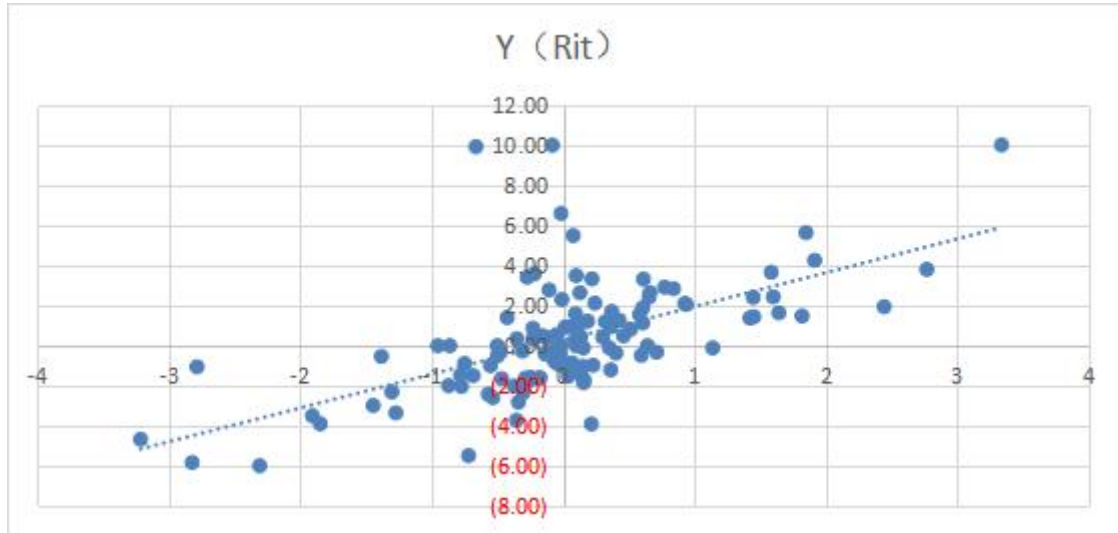


图 4.6 厦门国贸注册发行公告日个股与市场指数回归方程图

第三步，将厦门国贸永续债融资事件窗口期（-5，5）内的市场收益率数据代入上面的公式中即可计算出预期收益率  $R'_{it}$ ，如表 4.12 所示。

表 4.12 厦门国贸事件窗口期内预期收益率情况表

t (-5, 5)	预期收益率 (%)
-5	0.9666
-4	-0.0909
-3	-2.0069
-2	1.0336
-1	-0.1778
0	0.7245
1	0.5334
2	2.1305
3	0.9897
4	-0.0182
5	0.3860

资料来源：巨潮资讯网

第四步，计算厦门国贸个股收益率与计算出的预期收益率之间的差值，得出超额收益率，即  $AR=R'_{it}-R_{it}$ ，之后再将窗口期内的 AR 累计相加，计算出累计超额收益率 CAR，结果如表 4.13 所示：

表 4.13 厦门国贸事件窗口期内 AR 和 CAR 情况表

t (-5, 5)	AR (%)	CAR (%)
-5	0.2694	0.2694
-4	-1.0190	-0.7496
-3	-0.9111	-1.6607
-2	-0.1088	-1.7695
-1	0.7505	-1.0190
0	-1.1801	-2.1991
1	-0.1902	-2.3893
2	-0.3061	-2.6953
3	0.1301	-2.5652
4	-0.3140	-2.8793
5	-1.7193	-4.5986

资料来源：巨潮资讯网

厦门国贸发行永续债事件窗口期内的 AR 和 CAR 变动图如图 4.7 所示。

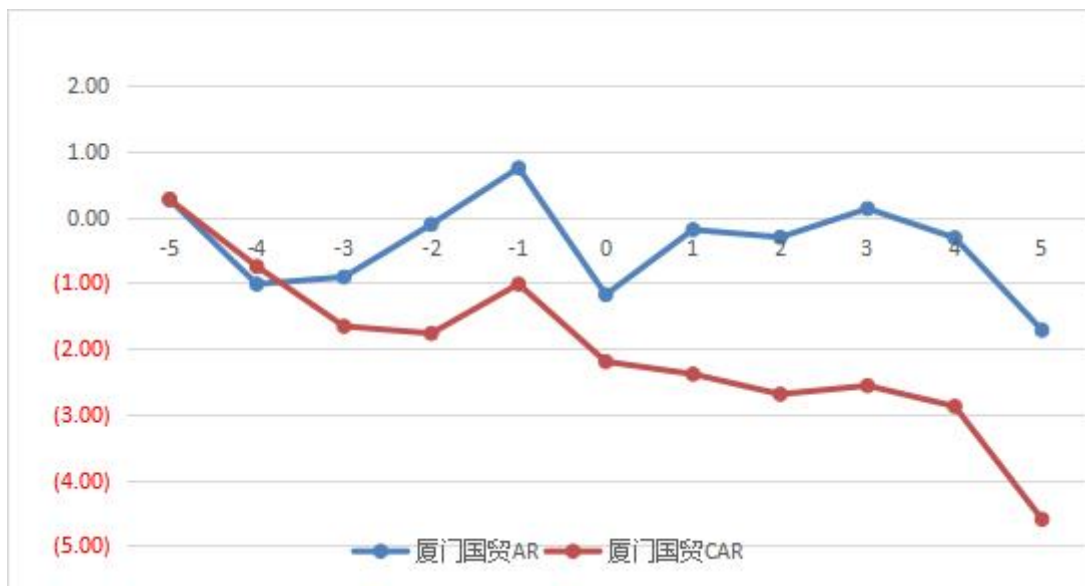


图 4.7 厦门国贸事件窗口期 AR 和 CAR 变动图

通过表 4.13 和图 4.7 的变动情况可以看到,从超额收益率看,窗口期(-5, 5)内呈现波动趋势,厦门国贸发布公告日当天超额收益率由 0.75%下降至-1.18%,之后两天仍为负值。从累计超额收益率看,厦门国贸永续债融资事件发生之前,其呈现波动态势,但变动趋势不大,但在通过申请注册的会议后,CAR 大幅度的下跌。可见此次融资事件在市场上的反应是负向的,从短期来看比较强烈,投资者对于此次事件没有信心,持消极态度。

整体来看,永续债融资带来的市场反应表明,其作为一种新型的融资工具,还没完全得到投资者们的肯定。主要有以下原因:其一,永续债可以核算为权益类科目,最直接的作用就是降低杠杆率,修饰公司报表。但背后也隐藏着风险性,厦门国贸的债务仍然存在,并没有因为计入权益而无需偿还,反而可能因为这种划分忽视其背后存在的财务问题。并且厦门国贸在进行融资的前几年,资产负债率就一直位于高位。其二,若厦门国贸将永续债延期,虽然可以使资金得以永续,但到期利率跃升 300 基点,会导致公司付出更多的利息成本,加重财务负担,因而大部分企业会进行赎回,此时永续的职能也就消失了,永续债有被重新分类的风险。综上,市场上投资者们认为永续债存在一定风险性,表现为负面评价。

#### 4.4 永续债融资的潜在风险分析

通过上文分析可知,永续债对于厦门国贸来说,可以增强公司的偿债能力,对债务结构进行优化,并提供充足的现金流。其为发行主体带来的优势很明显,但也存在一定的负面影响,因此下文分析融资后对企业发展过程中的影响,关注其背后的风险性。

##### 4.4.1 侵蚀企业部分利润

永续债虽然分类到权益中,但本质上仍然需要每期支付利息,到融资期限后还需要偿付本金,有着债券的特征。虽然其可以延期支付利息或者选择不赎回触发利率跃升条款,但企业为了维持外部形象,避免信用评级下降,大多发行方会按期支付并在到期后赎回。厦门国贸正是如此,到目前为止其没有递延支付或者触发跳升机制的情况,因而永续职能也最终消失。从这方面来看,企业没有使获



取的资金永续，反而要多支付一部分利息，利息支出较大。由图 4.8 可知，随着厦门国贸融资规模的加大，公司每年的永续债利息也呈上升趋势，2018 年达到了最高点，支出 6.84 亿元，可见公司每年的利息支付压力较大。

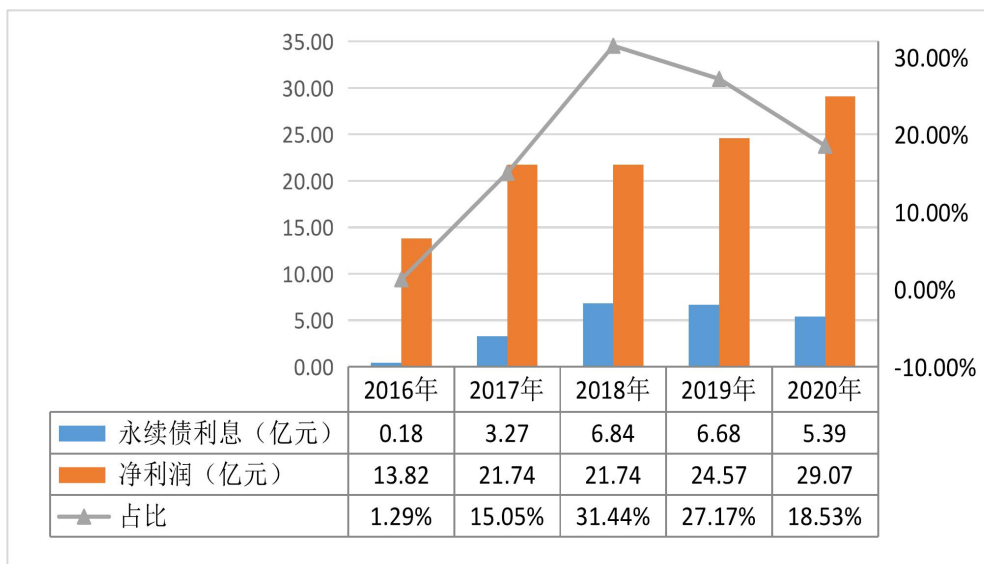


图 4.8 厦门国贸 2016 年-2020 年永续债利息占净利润比重变动图

厦门国贸的永续债在分类到其他权益工具中后，会侵蚀企业的部分利润，这是永续债利息作为利润进行分配所致。通过图 4.8 中的占比变动图可以看到，2016 年至 2018 年这个阶段，随着融资规模的扩大，厦门国贸支付的永续债利息在净利润中的占比越来越高，2016 年仅为 0.18 亿元，是由于初次发行的时间在当年年末 11 月、12 月，只有一两个月的利息支出，因此占比仅为 1.29%。随后几年不断融资，2018 年占比高达 31.44%。近两年发行速度放缓，减少了发行规模，占净利润比重呈现下降趋势。虽然厦门国贸的永续债利息不进损益表中，但本质是需要从净利润中扣除掉的，从而使得股东财富减少，吞噬公司的净利润。另外，若厦门国贸放弃行使赎回权，利率跃升后其利息会大幅增加，反而更加重了企业的偿付压力，对企业的利润侵蚀度也会加大。

#### 4.4.2 到期赎回压力大

由于永续债的利率跃升处罚条款，会使企业承受更大的利息支出压力，因此

大部分企业都不会行使延期支付权。到 2020 年末为止，在我境内市场上非金融机构已经陆续发行了两千五百多支永续债，首个赎回期到期后被赎回的有 500 支左右，选择延期的有 41 支。由此可见，大多企业一是为了避免更高的利息费用，二是为了维持良好信用资质，最终都会按期赎回。厦门国贸的跃升机制为 300 个基点，同理公司考虑到以上因素会在首次赎回日放弃延期权。但如表 4.14 所示，在 2021 和 2022 年，厦门国贸融资取得的资金分别将到期 49.35 亿元和 45 亿元，集中到期且偿付规模大。并且公司短期债务占比较高，查询财务报表可知公司还有大量的银行借款和应付票据，因此到期赎回压力较大。

表 4.14 厦门国贸永续债到期情况表

年份	到期金额（亿元）
2021 年	49.35
2022 年	45
2023 年	10
合计	104.35

资料来源：国泰安数据库

通过对厦门国贸的财务分析可知公司近几年投资活动的现金需要依靠外部筹资解决，自身经营活动造血功能不足，可见公司资金压力较大。而随着首个赎回期的来临，厦门国贸需要大规模的偿还到期债务，如果此时为了缓解资金压力进行延期的话，会致使 3A 评级下降，降低再融资的能力，给公司带来经营风险。因此公司大概率会再次发行永续债，用新债偿付旧债，这样循环下去，会加大公司的偿还风险。

#### 4.4.3 政策风险

永续债在国内起步较晚，相关的政策还在不断完善中，在发展初期发行的永续债属性核算比较灵活。发行方出于降杠杆的目的，选择了兼具双重特征的永续债，大部分企业将其核算为权益类。永续债刚开始步入我国时，规定中没有对条款的细节进行明确要求，发行方在分类方面自主性比较大。但是 2019 年国家出

台了最新的永续债会计处理规定，从赎回选择权、利率跃升以及清偿顺序等方面做了更加细致的规定。

从清偿顺序来看，厦门国贸的每期条款说明书中指明其与普通债务的偿还顺序一样，而新规中提到，若顺序等同，融资主体要审慎考虑，是否应当将其核算为金融负债。核对厦门国贸的每条永续债条款设置，只有偿付顺序方面不满足新规的要求。然而新规中的用词为“审慎考虑”，这给发行主体留有了灵活设定的余地，可根据企业情况进行分类。厦门国贸从 2016 年开始至 2020 年末，发行的永续债全部计入了权益，迎合了国家的降杠杆政策，资产负债率显著下降，给公司提供了资金来源。另一方面来看，永续债的降杠杆作用只是表面的，实质上获取的资金仍需偿还，意味着企业的财务风险被隐藏，发行主体要透过现象看到其发行后结果的本质。若未来新规趋严，不再适用“谨慎考虑”字眼，对永续债的分类方法更加明确，那厦门国贸的永续债极有可能重新划分到金融负债中，这时永续债便毫无优势可言，甚至为了将现存的永续债赎回，可能会给厦门国贸带来巨大的偿债压力，加大经营风险。

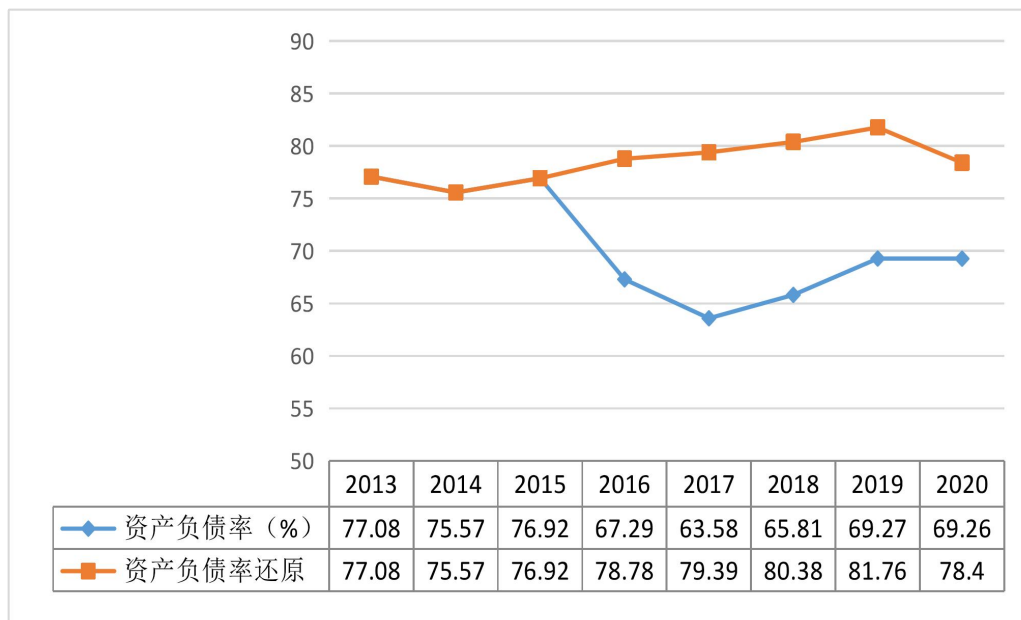


图 4.9 厦门国贸 2014 年-2020 年资产负债率还原变动图

若厦门国贸永续债重新划分，永续债就要从权益类科目调整到负债中，此时还原后的资产负债率将大幅攀升。如图 4.9 所示，2018 年和 2019 年竟高达 80%，

企业的偿债能力减弱，不利于厦门国贸再融资。融资能力下降，企业不能通过继续融资来偿还到期的债务，资金周转困难，无形之中给公司带来了风险。若企业信用评级降级，之后再融资成本增加，那新型融资工具的使用反而给企业带来了不利，与最初的融资目的相违背。因此，在政策不完善的情况下，厦门国贸发行永续债要面临政策不确定性风险，对公司是个巨大的考验。

## 5 厦门国贸永续债融资的建议

永续债融资有利也有弊，厦门国贸在享受其带来的优势时，要关注到永续债发行后隐藏的风险，根据上文分析发现永续债融资存在着一些不足，对此本文提出如下建议。

### 5.1 合理设计永续债融资条款

若永续债新规从严实行，那厦门国贸的永续债将划分为债务，公司为了降低融资成本，维持良好的信用资质，只能被动选择赎回永续债。然而此举会使得公司财务风险加大，因此将厦门国贸的永续债设定为完全符合权益属性才是良策。面对永续债相关政策的不稳定性，公司可以合理的设置永续债合同条款来应对风险。

关于清偿顺序方面，厦门国贸应当在募集书中指明普通债务的清偿顺序优先，永续债的清偿顺序次之，即通过次级条款的设定来使其更加符合权益。由于厦门国贸将两者的顺序设置为等同，若国家未来出台新的政策，限制更加严格的话，其分类的永续债就要由权益调整到负债类。2020年12月非金融机构发行的95支永续债中，带有次级属性的永续债占了近40%，发行36支，可见已经逐渐常态化。2019年新规对原有规定细化后，越来越多的发行企业察觉到若不调整条款适应政策的变更，公司将会被动赎回全部永续债，因此要通过设定次级属性来避免混合型融资工具的重分类。

关于定价周期方面，永续债虽然赋予了厦门国贸续期的权利，但其设定的跳升基点相当于给企业增添了负担。对于公司来说，首个赎回期来临就意味着永续职能结束，因为厦门国贸为了维持AAA评级，向外界传递良好的信号，会即刻选择赎回，放弃展期支付的权利。因此，若厦门国贸将融得的资金投资在长期项目上，项目还未创收，公司就需要撤回资金偿还，资金便无法最大化利用。因此，厦门国贸应当优化赎回期的设定方式，首先要规定发行的永续债没有固定的截止日期，其次就是延长赎回期。例如首创集团在2014年发行的永续债募集条款中指出，前4个周期不会重定价，每三年为一个周期，也就意味着前十二年都不会

重定价，只是每三年重置票面利率而已，而重定价则是从第五个周期算起。也就是说，首创集团的永续债相当于十二年的债券，融资期限是“3+3+3+3+N”，公司可以长期持有资金，不进行赎回。这样的设定方式能使永续债发挥出权益属性，实现其永续职能。

关于利率跃升机制方面，厦门国贸应当在募集条款中明确封顶的利率，这样就不会因为触发跃升机制后，超过新规中的平均利率，从而引起厦门国贸的发行成本上升，并使其产生履约义务。同时，可以设置担保条款，提高对债权人的保障，更好的吸引投资者。

总的来说，厦门国贸可以从清偿顺序、定价周期和利率跃升机制方面来完善自身的条款设置，从而有效地降低公司面临的政策风险。

## 5.2 把握永续债发行时机

由上文分析可知近年来厦门国贸资金周转压力较大，永续债利息支出较多，所以应当重视公司的利息成本。而永续债的利息支出与票面利率息息相关，永续债的发行利率会受到市场上的变动影响，若市场上此日期发行利率处于高位，永续债融资的利率也高，相应地会增加企业的融资成本。若发行利率处于低位，此时进行融资会减少厦门国贸的发行成本，降低融资难度。所以厦门国贸应当积极关注市场上发行利率的变动情况，在利率下行时间段发行，选择恰当的时间节点进行融资。

另外，厦门国贸需要在融资前合理规划永续债的发行日期和融资年限，计算每期的首个赎回期到期日，将每期时间有序错开，避免债务大量集中到期，给企业带来偿付压力，影响公司的发展。

## 5.3 提高资金使用效率

由于永续债高资质的要求，目前发行主体多为国有企业，融资数额较大，永续债为发行方提供了资金来源。然而，融资后普遍存在的一个问题就是获取资金没有得到充分的利用，同时永续债在发行成本会比债券略高，企业相应的要多一部分支出，偿债压力加大。另外，厦门国贸将永续债分类到权益后，报表中的净

利润包含了利息支出，这部分金额最终会发放到投资者手中，由上文分析可知永续债会吞噬公司 20%左右的净利润。而公司现金流紧张的情况下，巨额的利息支出会进一步加重厦门国贸的负担。厦门国贸若将永续债剔除，资产负债率会迅速攀升，无形中给公司带来风险。再加上国家对杠杆率的政策管控，会使得厦门国贸陷入困境。

因此企业需要保持充足的现金流，来为企业发展保驾护航。充足的现金流需要依靠企业筹资来获取资金，吸引资金投入后，至关重要的是将资金最大化利用，企业需要合理地进行项目投资，提高经营能力，增强自身的抗震力，才能为企业创造更多的利润。厦门国贸首先要高效利用融资资金，在融资前要做好资金用途规划，全方位评估即将投资的项目，选择优质的项目来投资，并且进行长短期投资搭配，这样有利于加强资金周转更好的为企业创造利润。其次，在永续债资金投入后，厦门国贸要密切关注资金的使用情况，加强资金管理，提高现金流的流动性。如果企业完全依赖外部筹资渠道，会使得公司债务只增不减，最重要的是提升内部融资能力，重视应收账款的管理，并对于闲置资金进行理财。

#### 5.4 选择时机赎回永续债

获取到融得的永续债资金后，可以修饰厦门国贸的财务报表数据，向外界展示公司良好的经营状况。然而，厦门国贸要认识到，融资后企业的债务是确实存在的，不会因为计入到权益工具而消失无需偿还。由上文分析可以发现厦门国贸目前的永续债集中在 2021 年和 2022 年到期，需拿出 94.35 亿元来偿还，偿还压力较大。若缺乏流动资金，同时为了避免延期支付利率跃升增加融资成本，公司便只好再融资来偿还旧债务。所以厦门国贸在融资时，要结合自身财务状况，测算再次融资的成本，选择恰当的赎回时机，保障企业健康的发展运转。

通过公司募集条款可以看到融资期限大多为 2+N 和 3+N 的年限，而永续债发行市场主要以三年期和五年期为主，厦门国贸可参考设定增加赎回期限，通过长期持有资金来维持企业的资金周转，避免项目刚投资运转还未产生效益资金就被收回。

## 5.5 密切关注政策变动

2013年11月我国发行了第一支永续债，作为新型融资工具，政府多次出台完善相关规定。2014年财政部出台了相关规定，对永续债的属性认定做了具体划分；针对可续期公司债券，2017年证券交易所作出了明确规定；2019年1月财政部在会计处理方面做了细致补充，同年4月国家税务总局在税务处理方面颁布了规定。永续债在我国起步晚，发行主体要面临政策的不稳定风险，目前新规愈来愈严格，厦门国贸要密切关注政策变化，按条款规定严格划分属性。而且永续债市场发行量越来越多，近两年金融机构也大规模的频繁发行永续债，为了引导发行市场健康有序的发展，政府部门必定会逐步完善政策，整个市场的监管会越来越严格。

总的来说，厦门国贸在提高核心竞争力、增强自身实力的同时，要积极关注相关政策的变化，及时判断做出应对。首先发行的永续债产品要合规，合同条款中的每条设计要与政策相匹配，对于审慎分析考虑的条款要保守设置，比如清偿条款中要设置次级属性，不可抱有侥幸心理。若新规从严实行，按厦门国贸原本的清偿顺序，永续债就会被重新界定属性从而被迫触发赎回机制，打乱企业的清偿计划，带来偿还负担。永续债具有双重影响，在享受优势的同时，要结合自身发展情况积极应对存在的潜在风险。

另外，厦门国贸应当通过多种融资渠道筹集资金，采取融资组合的方式来降低永续债的风险，减少永续债的发行规模，避免对其产生依赖性。即使出台的规定从严，企业也能积极应对，不至于陷入被动，带来财务风险。厦门国贸可以借鉴其他公司的融资案例，创新组合融资方式来降低杠杆率，获得长效的融资能力。资金犹如厦门国贸生存发展的血液，所以要避免单一融资工具的局限性，利用多种多样的融资工具防范政策性风险，助力厦门国贸稳健发展。



## 6 研究结论与不足

### 6.1 研究结论

本文以厦门国贸永续债融资为案例进行分析，首先介绍其融资背景，在此基础上对永续债融资效果进行了分析，可以发现发行永续债给企业带来了一定优势，但与此同时也会给企业造成一定的风险。最后本文针对融资情况提出了建议，以期为同类企业深入了解永续债提供参考。

结合厦门国贸的融资现状，将其发行永续债的动因总结为三个方面：迎合国家政策，降低企业杠杆率，从而使自身资本结构得以优化，树立良好形象；优化债务结构，偿还到期负债，提高自身再融资能力；补充流动资金，缓解资本支出的压力，保障公司稳健发展。

对厦门国贸永续债融资的效果进行研究，从永续债与其他融资工具的对比上看，在成本、股权稀释、收益和财务杠杆方面三者各有特点，但基于自身的经营状况，发行永续债更为适合。从发行永续债的财务效果来看，其能控制企业杠杆率，提升企业偿债能力；改善债务结构，修饰企业报表；注入现金流，为项目投资提供资金支持，推动企业的发展，实现了厦门国贸选择永续债融资的目的。

而永续债在为厦门国贸带来优势的同时，也会带来负面影响。在市场反应方面，永续债融资得到了发行市场上投资者们的负面评价。同时，发行永续债存在一定的风险，利息支出压力大、侵蚀企业部分利润、到期赎回压力大以及面临政策风险等。因此厦门国贸在进行永续债融资时，要合理设计融资条款、把握好永续债的发行时机、提高资金使用效率、适时赎回和密切关注政策的变动。

永续债这种混合型融资工具就犹如一把双刃剑，其可以满足发行方的融资需求，但也有着潜在的风险。因此企业要结合自身状况，全面评估该种融资工具，谨慎使用，避免产生不利影响。

### 6.2 研究不足

本文的不足之处在于，首先本文的数据来源于可公开获取的资料，例如公司

官网、年报等，资源获取有限，对于厦门国贸发行永续债相关内部信息的获取较困难，存在一定的缺陷。因此，对厦门国贸做出的评价可能不够全面准确。其次，本文采用市场研究法来分析市场反应，而股票价格的变化受多方面的干扰，难以排除其他事件的因素。因此，该论证方法可能会影响研究的准确性。最后，由于每个公司的发展规划和经营状况存在着差异，加上厦门国贸业务范围广泛，具有自己的融资特征。因此，单个案例研究可能会影响其他企业的参考性，企业应根据自身情况具体分析，不可完全复制。

## 参考文献

- [1] A Mjs,SA Persson.Callble risky perpetual debt with protection period[J].Euro pean Journal of Operational Research,2010:207(1).
- [2] Arthur Korteweg.The Net Benefits to Leverage [J].Journal of Finance,2010 (6):137-170.
- [3] Bagus P.,Gabriel A.,Howden D.Reassessing the Ethicality of Some Common Financial Practices[J].Journal of Business Ethics,2016,13(3):471-480.
- [4] Banko zhou.The Role of Mudarable Perpetual Bond(MPB) of IBBL for De velopment of Bangladesh Bond Market[J].Thoughts on Economics,2010(7):3 9-56.
- [5] Bodie Z.,Marcus A J.,Kane A.Essentials of Investment[M].New York:McGra w Hill.1992.
- [6] Brealey R.,Myers S.,Allen F.Principles of Corporate Finance[M].New York: McGraw Hill.2013.
- [7] Hui,Choon Yuen.Perpetual Bonds:Are they really here to stay?Why should t here instruments enjoy the selected benefits of both debt and equity?[J].Butt erworths Journal of International Banking and Financial Law,2012,27(7):439.
- [8] Karry L.Perpetual bonds raise tax,balance sheet issues for Chinese banks[J]. International Financial Law Review,2019.
- [9] LE.Crabbe,Jean Helwege.Alternative Tests of Agency Theories of Callable C orporate Bonds[J].Financial management,1994,23(4):3-20.
- [10]Maiden,Ben.Hybrid securities herald new deal stream[J].International Financi al Law Review,2006,25(1):7-8.
- [11]Pavel V.,Gapeev.Perpetual convertible bonds jump-diffusion models.Statistics & Decisions,2015,20:48-52.
- [12]Sokhi L,Parnika M.Banks Perpetual Bonds Plan Hits Rating Hurdle:Under Basel-III Norms,Public Sector Banks Would Have to Pay Higher Rate for Raising Capital Via Bonds[J].Journal of Banking&Finance,2013(11):499-512.

- [13]Sudipto Sarkar,Gwangheon Hong.Effective duration of callable corporate bonds:Theory and evidence[J].Journal of Banking&Finance,2004,28(3):499-521.
- [14]Sudipto Sarkar.Probability of call and likelihood of the call feature in a corporate bond[J].Journal of Banking&Finance,2001,25(3):505-533.
- [15]Yao Jin.The Study of Chinese Real Estate Enterprises Issuing Perpetual Bonds Financing:Advantage and Risk[J]. American Journal of Industrial and Business Management,2014,04(12):709-715.
- [16]白雪. 恒大集团永续债融资实例分析[J]. 财会通讯, 2019(35):16-19.
- [17]蔡振. 国有企业永续债现状、发行动因与风险防范探讨[J]. 国际商务财会, 2018(06):71-73.
- [18]程兰. 永续债券探析[J]. 中国市场, 2016(33):131+145.
- [19]刁安红. 新准则下永续债会计处理探究[J]. 财会通讯, 2020(19):109-112.
- [20]杜泻, 王良成. 我国上市公司配股前后业绩变化及其影响因素的实证研究[J]. 管理世界, 2006(03):114-121+172.
- [21]冯俏彬. 永续债利弊[J]. 新理财(政府理财), 2014(08):30-31.
- [22]胡学好, 郭大旗. 商业银行永续债的前世与今生[J]. 债券, 2019(05):7-16.
- [23]赖萌超. 永续债会税处理探讨[J]. 财会通讯, 2018(22):73-77.
- [24]李姣. 浅论国有企业永续债现状、发行动因与风险防范[J]. 财经界, 2020(04):53-54.
- [25]李克亮. 永续债本质分析[J]. 新会计, 2018(05):12-15.
- [26]李敏, 刘雪凌, 董娜. 永续债与优先股财税处理比较探析[J]. 财会通讯, 2019(28):70-73.
- [27]李鹏飞. 永续债“永续”时的风险点与应对[J]. 金融市场研究, 2018(09):109-116.
- [28]连静. 永续债发行会计分类探析[J]. 财会通讯, 2020(07):92-95.
- [29]刘信群. 永续债优化资本结构[J]. 中国金融, 2019(14):62-64.
- [30]刘雪妮, 彭正辉, 吴英. 中国银行首单永续债融资的动因及资本市场反应研究[J]. 常州大学学报(社会科学版), 2020, 21(04):81-89.
- [31]刘云. 建筑行业永续债融资的动因和经济后果浅析[J]. 财务与会计, 2020(1

- 9):78-79.
- [32]罗勤. 永续债权益工具确认问题探讨[J]. 财会通讯, 2017(13):74-77.
- [33]罗文涛. 永续债的发行与会计确认探究[J]. 财务与会计, 2019(15):34-37.
- [34]马红光. 永续债的隐形风险[J]. 现代审计与经济, 2016(06):16-17.
- [35]潘剑平. 当前永续债融资存在的问题及对策[J]. 会计师, 2021(04):18-19.
- [36]乔翠兰, 支春红. 我国永续债发行及属性确认问题的探讨[J]. 当代会计, 2018(06):6-7.
- [37]邱金平. 永续债视角下金融负债与权益工具的区分探讨[J]. 财会通讯, 2020(09):89-92.
- [38]瞿丽瑾. 我国优先股与永续债比较研究[J]. 金融经济, 2018(22):100-102.
- [39]阙泳, 黄燕凌. 境内永续债券现状与发展——J集团关于永续债券相关问题的探讨[J]. 中国总会计师, 2016(11):51-53.
- [40]任永平, 瞿琨. 新金融工具准则下的永续债分类研究——基于 IASB 最新讨论稿[J]. 会计之友, 2020(15):9-13.
- [41]上官鸣, 周唯, 白猛猛. 基于永续债视角的恒大地产财报分析——以恒大地产 2013 年年报为例[J]. 财会月刊, 2015(04):74-76.
- [42]宋晔. 永续债的税务处理及政策建议[J]. 财经界(学术版), 2016(11):321.
- [43]孙芳雄, 党素婷, 袁蓉丽. 永续债发行方会税处理存在的问题及完善建议[J]. 财务与会计, 2020(24):46-49.
- [44]田明静. 我国企业发行永续债会计属性问题分析[J]. 会计之友, 2019(22):85-88.
- [45]王宏昌, 王明月, 刘博. 浅谈我国永续债投资人的权益保护——基于不完全契约视角[J]. 渤海大学学报(哲学社会科学版), 2021, 43(01):67-70+91.
- [46]王军林. 非金融企业发行永续债面临的风险和问题[J]. 财经界, 2020(33):51-52.
- [47]王凯, 聂晓曦. 永续债会计及税务问题研究[J]. 财会通讯, 2021(01):106-108+138.
- [48]王旭光. 企业降杠杆:基于资产支持证券与永续债的比较[J]. 金融市场研究, 2018(12):93-98.

- [49]王自荣. 永续债(券)的性质:分析与认定[J]. 生产力研究, 2014(12):13-15+153.
- [50]吴慧芳. “去杠杆”背景下永续债的分类认定研究[J]. 财会学习, 2018(23):191-192.
- [51]武鸿留. 关于河南省高速公路建设债务负担问题的若干思考[J]. 交通财会, 2016(08):15-20+25.
- [52]武晓青. 房地产企业发行永续债券的优势及风险分析[J]. 武汉金融, 2015(06):55-57.
- [53]许晓芳, 陆正飞. 我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响[J]. 会计研究, 2020(01):92-99.
- [54]杨焕云. 税会新规下永续债属性认定及其影响[J]. 财会月刊, 2019(19):83-88.
- [55]杨有红. 永续债融资存在的问题及解决策略[J]. 财务与会计, 2020(15):15-17.
- [56]杨雨菲. 创新融资工具对公司发展的影响分析[J]. 时代金融, 2017(29):191.
- [57]应唯. 关于所得税会计处理几个问题的研究[J]. 财务与会计, 2020(09):28-33.
- [58]应唯. 金融负债和权益工具区分相关会计问题研究(二)[J]. 财务与会计, 2021(02):28-32.
- [59]于静. 浅谈永续债的优缺点及其对资本结构的影响和税会处理[J]. 中国集体经济, 2019(25):84-85.
- [60]臧蓉. 永续债能确认为权益工具吗?——基于武汉地铁与国电电力永续债发行的案例分析[J]. 现代商业, 2015(08):150-151.
- [61]张超. 房地产企业永续债的会计处理研究[J]. 财会学习, 2018(21):134+136.
- [62]张继强, 姬江帆, 杨冰. 永续债:海外经验及国内前景探讨[J]. 债券, 2013(11):43-49.
- [63]张建. 房企永续债的发行动因及信用风险防范[J]. 债券, 2020(07):75-78.
- [64]张润君. 基于回归分析的房地产行业永续债问题实证研究[J]. 海峡科技与产业, 2018(12):14-15+17.

- [65]张昭盼. 企业集团对境外子公司的财务管理[J]. 时代金融, 2015(35):185-186.
- [66]赵春荣. 煤炭企业发行永续债问题探析[J]. 经济师, 2018(01):88-89.
- [67]赵普涛. 非金融企业发行永续债券的会计处理问题研究[J]. 财会学习, 2015(16):159+161.
- [68]周蕾. 永续债会计属性判定探讨[J]. 财会通讯, 2018(19):73-76.
- [69]宗文娟, 张全胜, 刘迪. 永续债融资财务效应研究——基于上市公司财务数据[J]. 财会通讯, 2017(20):45-47.
- [70]邹洪华. 关于永续债券融资与会计问题的分析[J]. 交通财会, 2014(06):14-19.

## 后 记

步入研究生的三年求学之路即将抵达终点，内心感慨万分。2019年9月初入兰财的场景仿佛就在昨天一样，这三年时光虽然短暂但很充实，校园的每个角落见证了自己不断蜕变的过程。论文完成之际，想向所有给予过我关心和鼓励的人表达最真诚的感谢。

首先，我要感谢在兰财遇见的最重要的人，我的导师雒老师。在论文写作方面，从一开始选题、拟定框架、开题、成稿到后续修改答辩等等，每个阶段老师都不断地督促指导、耐心鼓励，主动帮我查找永续债的相关资料，甚至是微小的细节例如错别字和格式，老师都一一纠正。步入研三，老师积极提供就业信息，帮助咨询毕业的师兄师姐，可以说无微不至。老师对待学术的一丝不苟、对待生活的热情积极、对待工作的负责认真等等，都让我受益颇多，是我学习的榜样！

其次，感谢兰财的各位老师，为我授业解惑，帮助我构建起知识体系。感谢论文评审中各位专家的指导建议，为本文的写作顺利完成提供思路。感谢朝夕相处的同窗，在学习就业上慷慨分享信息经验，在生活上分享快乐，在我遇到困难时及时帮助，未来即将天各一方，但真心祝愿你们前程似锦。

最后，我要衷心地感谢我的父母，求学二十余载，父母的养育之恩无以回报，感谢他们永远在背后默默地给予我支持和鼓励。即将步入社会，我会用心走好每一步，乘风破浪勇前行！