

Problems and Suggestions in Perpetual Bond Financing —Taking Evergrande Group's Perpetual Bonds as an Example

Yi Zhang

School of Economics, Hunan Agricultural University, Changsha, Hunan, 410000, China

Abstract

As an innovative bond, since its inception in 2013, perpetual bonds have become a major domestic issuer because of their special attributes such as equity and unlimited maturity. An important financial tool for medium-sized enterprises to obtain funds. As a capital-intensive industry, real estate has always been a major industry with high issuance of perpetual bonds. The paper selects Evergrande Group's perpetual bonds as a case, and intends to analyze the advantages and disadvantages of Evergrande's perpetual bond model financing on the basis of analyzing the characteristics of Chinese corporate perpetual bond products, financing motivations and development status, and finally from the issuer and regulatory perspective Put forward targeted suggestions for optimizing perpetual debt financing and management.

Keywords

perpetual bond; financing; financial risk

永续债融资存在的问题及建议——以恒大集团永续债为例

张忆

湖南农业大学经济学院, 中国·湖南长沙 410000

摘要

作为一种创新型债券, 永续债自 2013 年问世以来, 因其具有权益属性、无固定期限等特殊属性, 极大地满足了融资方对于长期非负债资本的动态需求, 已经成为国内大中型企业获取资金的重要金融工具。房地产作为资金密集型行业, 向来是永续债高发的主要行业。论文选取恒大集团永续债作为案例, 拟在分析中国企业永续债产品特征、融资动因及发展现状的基础上, 剖析恒大永续债模式融资的优劣势, 最后从发行人和监管角度提出优化永续债融资及管理的针对性建议。

关键词

永续债; 融资; 财务风险

1 引言

永续债作为一种创新型债券, 其产品内核可归结为“债券之名, 权益之实”^[1]。相较于普通债券, 永续债具有长久期性、权益属性、附加赎回及利率调整机制等特殊属性, 既满足了融资者对于长期非负债资本的动态需求, 又丰富了投资者的投资选择。纵观永续债的发展历程, 其他国家起步早, 但发展较为滞缓, 大量发行仍是在进入 21 世纪以后; 在中国, 永续债起步晚, 发展至今不足十年时间, 但受益于经济的高速增长, 企业规模不断扩大, 衍生了巨大体量的融资需求, 叠

加资本市场的快速发展, 加上永续债特有的降低资产负债率、优化资本机构、增加长期现金流等优势, 多因素合力助推永续债爆发式发展。自 2013 年中国武汉地铁发行第 1 只永续债开始至 2020 年年底, 中国企业共发行 2195 只永续债, 期数增长近 150 倍, 规模增长近 160 倍。永续债越来越成为中国大中型企业融通资金的重要方式^[2]。

房地产业作为资金密集型行业, 资金需求量大且以长期限为主。中国恒大集团作为房地产行业的头部企业, 自 2013 年起开始通过连续发行永续债来获取长期资金, 用于偿还贷款及补充流动性。论文选取恒大集团作为案例, 结合永续债特点及发行现状等, 提出优化永续债融资的建议。

【作者简介】张忆(2001-), 女, 中国湖南长沙人, 湖南农业大学经济学院本科在读, 从事银行管理及公司金融研究。

2 企业永续债的特点及筹资的动因

2.1 永续债的特点

具体而言，永续债有以下三大特点：一是具有一定权益属性的债务融资工具。永续债因在会计处理上计入权益而非债务，本质上为权益产品，且永续债发行人在产品存续期间只需支付利息无需偿还本金；二是附加赎回权及利率跳升机制。大多数永续债均内嵌赎回选择权条款及利率跳升机制，发行人可在每个重定价周期结束后选择是否赎回债券，且在重定价周期结束后利率将相应幅度跳升，提高融资成本刺激发行人赎回债权；三是发行主体资质较高；四是具有长久期性。永续债因发行期限不确定，故其具有长久期性，为投资者提供了一种灵活调节资产组合久期的工具。

2.2 永续债筹资的动因

2.2.1 兼具“债”和“股”的特性

理论层面而言，一方面作为债务工具，永续债的利息支出可在所得税前扣除，对比普通债务需定期兑付利息和到期还本，永续债可灵活付息还本，增加了企业的财务弹性；另一方面作为权益工具，永续债具备股票等权益工具所缺失的赎回权，从而便于企业调整资本结构、降低资金成本。

2.2.2 满足企业资产负债监管的需求

为有效优化企业资产负债结构、降低资产负债率，财政部、中国人民银行等监管机构从2015年开始将降低企业资产负债率作为监管红线，以防范化解系统性金融风险^[3]。在降低资产负债率的长期重压下，无论对于国有企业，亦或是民营企业，永续债都不失为一举两得的融资方式。

3 中国永续债的发展现状

2013年武汉地铁续期债成功发行，揭开了中国永续债发行的序幕。从2013—2016年，永续债发展进入萌芽培育期，2016年后永续债发展步入快车道。2013—2020年，中国企业累计发行永续债2195只，发行期数增长近150倍，规模增长近160倍。永续债因其特有的融资优势已从开始的创新产品逐步成为常见品种。

通过梳理市场上的存量永续债可以发现，当前中国永续债发行呈现如下特征：

一是发行主体资质较高，具有高偿还能力和抗风险能力，发行主体以评级中大国企和民营企业为主，其中前者在发行期数和发行金额上均占比最高；

二是从发行人所处行业来看，永续债发行人主要分布于资金需求量大、周期长为主要特征的资金密集型行业，如采矿业、房地产业、制造业等10余个行业；

三是从永续债的债项评级看，高等级AAA债券占据绝对主导地位，占比超过2/3；

四是永续债类型愈加多样化，企业永续中期票据占据绝对主导地位，其余定向工具、企业债、资产支持票据等发行较少。

4 恒大集团永续债案例分析

4.1 模式介绍

资产管理公司或基金公司作为委托人发起设立资产管理计划，并委托A银行将资金投资于该资产管理计划，待其份额募集期结束后经验资及向中国证监会备案，该产品即可生效。届时委托人再委托B银行通过信贷方式将资金注入A银行预先选定的恒大集团子公司地产项目，用于项目开发及周转使用。

上述资产管理计划经过层层嵌套设计，实质上已成为“类永续债”模式，主要体现在：一是在条款形式上，将通过资管计划发放的资产管理贷款期限变成无固定期限；二是通过控制性条款协商，达成一致性约定，控制实际贷款期限区间为1~3年。受益于该模式，中国香港会计事务所对恒大集团进行外部审计时，可将此类无固定期限债务列入权益类科目而非负债，从而实现有效降低恒大集团资产负债率、提高资金流动性的双重目的^[4]。

4.2 条款分析

①限制性条款使期限“明升暗降”，变无固定期限期为有期。永续债从形式上看是无固定期限，并从会计角度可计入权益而非负债，但通过设置利率条款为2+N模式，且内嵌跳升机制。在该条款下，融资者前两年内可获取低成本的融资，但从第三年起，利率大幅上浮，迫使融资者尽快偿还资金，从资金成本端变无限为有限。

②限制性条款通过增加违约成本,减少利息递延风险。永续债条款设计虽然赋予融资者利息递延支付的权利,但当融资者递延支付利息时,利率会大幅跳升,大大增加了延迟支付的利息,从而迫使融资者按期支付利息^[5]。

③限制性条款实现风险可控。永续债业务要求地产企业为融资项目增信,如股权质押、土地抵押、联合担保保证等。此外,对融资项目的销售回款监管及利息延迟支付高成本代价等条款设计有效保障了投资者权益。

4.3 动因分析

4.3.1 拓宽融资渠道的需求

房地产行业由于资金需求量大、项目开发周期长、资金回笼较慢等特性,房地产企业需通过通畅、多元的融资渠道获取合理融资成本的资金,由于国家宏观调控的约束、金融市场体系的不完善及房地产金融发展的滞后,房地产企业面临融资难题,永续债无疑为房地产企业提供了新融资渠道。

4.3.2 降低资产负债率的需求

房地产企业资产负债率较高,数值区间为70%~90%,远高于一般行业资产负债率60%。高资产负债率意味着低抗风险能力,房地产企业易因资金链断裂诱发严重的财务风险,甚至倒闭。因此,降低资产负债率有助于促进房地产企业和行业健康发展。

4.3.3 优化资本结构的需求

房地产行业是资金密集型行业,房地产企业自身权益资产有限,资产负债率过高导致其资产负债结构不合理,甚至畸形。过高的负债比例,也增加了企业的财务风险,影响了企业的再融资能力。

4.4 优缺点分析

通过发行永续债,恒大集团现金流状况显著改善,短期及长期偿债能力大幅提升,企业经营能力和财务状况不断改善,由此维持了持久较好的市场认可,恒大集团基本实现了发行目的。

但不可避免的也会产生一定的隐患,永续债融资模式设置利率条款为“2+N”模式,且内嵌跳升机制。在该条款下,融资企业前两年内可获取大量低成本的现金流,但当企业出现短期流动性困难时,将触发递延支付条款。根据相应的条

款及跳升机制,从第三年起,融资利率将大幅上浮,此时企业需支付的利息大大增加,企业融资成本增加、财务压力加大。若此时公司面临的外部环境恶化,内部经营管理不佳,无法按期偿还利息和赎回款项,将更为加重企业财务负担,最终企业可能因债务过重影响正常经营,导致财务危机甚至破产倒闭。

4.5 风险应对建议

4.5.1 发行人方面

首先,充分认识永续债的债性,严控永续债过度续增可能诱发的财务风险。从会计核算角度出发,通过发行永续债这一金融工具企业可以获取具有财务弹性的债务资本,但应科学专业地将永续债作为债务资本管理。永续债虽然在财务报表中作为所有者权益列示,但其内嵌基于跳升机制的利率条款,使得发行人利息递延具有较大代价,永续债若多次展期并伴随利率跃升必然实质性增加企业的信用风险,且延期付息会给发行人带来负面效应,严重影响发行人的信用评级,可能堵塞后续融资通道。因此,发行人须从长远考虑,提前准备付息的资金来源,科学合理地利用永续债的灵活性。

其次,发行人应创新分析方法,科学有效地识别和管控风险。发行方管理永续债时,应摒弃将其视为股权融资管理的旧模式,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财务风险控制,即在计算和分析资产负债率、现金流量利息保障倍数等指标时采用普通债务标准,除非发行方将永续债作为权益工具永续持有并拥有强大的利息支付能力。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。

最后,永续债作为固定收益类证券,其票面利率水平和发行时机存在强相关性,发行人应准确研判宏观经济形势,审慎选择发行时机,最大程度上降低发行成本,保护股东和投资者的利益。

4.5.2 法律法规方面

第一,监管部门应建立健全永续债的专项考核与约束机制,全面统筹考虑发行人经营状况、市场占有率、银行授信

情况、信用评级等因素,不能局限于单一的财务指标。

第二,有关职能部门应尽快制定和完善相关会计准则,厘清永续债的会计科目范围,便于市场各相关主体准确合理地核算永续债,规避投融资过程中可能出现的风险。

5 结语

恒大集团永续债这一案例,无疑给希望借助永续债融资工具补充长期非负债资本的中国大中型企业提供了有益借鉴。作为发行人,应充分认识永续债融资模式的优劣势,一方面既要有效利用永续债调整资本结构、降低资金成本,增加企业的财务弹性,另一方面也要建立健全企业内部风险管控机

制,严控永续债过度续增可能诱发的财务风险,实现企业稳健可持续发展。

参考文献

- [1] 林笑盈.企业永续债融资风险研究[J].经济师,2021(6):284-285.
- [2] 杨亚婷.恒大集团永续债融资财务风险问题研究[D].南昌:南昌大学,2019.
- [3] 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.
- [4] 罗莎.永续债的机制设计与财务效果影响分析[J].会计师,2021(6):49-50.
- [5] 潘剑平.当前永续债融资存在的问题及对策[J].会计师,2021(4):18-19.

(上接第135页)

归口管理部门协调解决,确保合同当事人遵循诚信原则严格履行合同,发现履行隐患时及时反馈,并采取保护性措施,确保在发生合同违约或合同纠纷时,能够迅速反应,在规定时间内依合同约定选择仲裁或诉讼方式解决。防止因履约监控缺失损害单位权益。

⑤单位应建立合同管理考核追踪制度,切实建立合同风险防范问责机制,明确合同管理流程中的各岗位职责。各单位应定期对合同决策、订立、履行等管理情况进行分析评估,发现管理隐患及时改善解决,在出现合同风险时应科学客观地分析原因,对于因单位内部人员工作疏忽造成的损失,应追究相关人员责任,确保上述合同管理内控机制能够有效执行,避免管理程序流于形式。

4 结语

合同审查和管理包括经济事项是否都订立了合同,事前、事中、事后的管理过程是否都达到了主体资格、资质要求,合同内容是否存在重大疏漏和欺诈,合同审批程序是否规范,合同履行或监控是否恰当,是否及时处理合同纠纷,是否指定部门统一跟踪全过程管理。

参考文献

- [1] 石能嘉.企业法务工作中的合同审查和风险防范[J].商情,2021(17):77.
- [2] 杜雪.合同审查的基本原则与要点[J].法制博览,2020(25):158-159.
- [3] 陈广鹏.企业法务风险管理与合同审查在合同诉讼与纠纷管理中的应用情况[J].法制与社会,2020(20):145-146.