

# 国外优先股评级方法研究

联合资信评估有限公司 李丹 聂逆 宿夏荻 伦杭

在发达国家的资本市场中，优先股的大量应用已经有 100 多年的历史，它不仅为企业提供了重要的融资方式，而且丰富了投资者的投资渠道。从国外成熟市场的实践看，优先股的发行对于资本市场的发展和完善，乃至金融危机时期的救援，有着重要的作用和意义。

上世纪 90 年代初，我国出台了《股份有限公司规范意见》，对优先股的基本权益进行了全面的规范。然而，由于 1993 年《公司法》中没有明确规定优先股制度，使得优先股的发展陷入了沉寂。2013 年下半年，由证监会牵头，银监会、财政部、国务院法制办、人大法工委等联合积极推进，阔别 20 年的优先股将重启。从为投资者揭示风险的角度出发，我国在制定优先股相关制度时，引入信用评级制度是有必要的，也是符合国际惯例的。在此之际，对于信用评级机构而言，及时制定优先股信用评级方法显得尤为急迫。

本文旨在通过介绍国外主要信用评级机构的优先股评级方法，包括主要评级思路、评级要素以及评级过程，以期为国内评级机构的优先股评级方法的制定提供参考。为了便于对优先股评级方法的理解，本文在第一部分对优先股进行了简单介绍，用以揭示该产品的特性。

## 一、优先股

### 1. 优先股的定义

优先股 (Preferred Stocks / Preferred Shares) 是相对于普通股而言的，主要是指在利润分红及剩余财产分配的权利方面优先于普通股。优先股的投资风险远远小于普通股，与此相对应的股东权利也弱于普通股，如优先股股东对公司通常没有表决权，不具有对公司的控制能力。优先股是一种有固定股利的股票，既具有最基本的股权属性，又具有明显的债权特征，因此被归属为“混合证券” (hybrid securities)。

### 2. 优先股的特征

优先股的主要特征表现为以下三个方面：(1) 优先股通常预先定明股息收益率。由于优先股股息率事先固定，所以优先股的股息一般不会根据公司经营情况而增减，而且一般也不能参与公司的分红，但优先股可以先于普通股获得股息。(2) 优先股的权利范围小。优先股股东一般没有选举权和被选举权，对股份公司的重大经营无表决权，但在某些情况下可以享有投票权。(3) 优先股的索偿权先于普通股，而次于债权人。

### 3. 优先股的分类

优先股通常设有条款，根据不同条款的设置，可分为不同的类型。优先股的主要类型可分为以下几种：

按股利是否累积，优先股可分为累积优先股和非累积优先股。累积优先股是指公司如果当年的盈利达不到规定的股利水平，未分配股利在后面年度分配时要进行补足。非累积优先股是指股利分配只以当年的公司盈利为限，如果当年盈利达不到优先股规定的股利，那么未分配的部分在以后年度不再补足。

按是否可以赎回，优先股可分为可赎回优先股和不可赎回优先股。可赎回优先股是指公司按事先约定的价格、期限可以收回的优先股。赎回可以是强制的，也可以是自愿的。

按是否能转换，优先股可分为可转换优先股和不可转换优先股。可转换优先股是指发

行后，在一定条件下允许持有者将它转换成普通股票的优先股票。

按是否能够参与剩余分配，优先股可分为参与优先股和非参与优先股。参与优先股是指按规定的股息率获得股利后，如果公司仍有盈余，还可同普通股一起参加剩余利润分配的优先股；非参与优先股则不能对剩余利润进行再次分配。其中，参与优先股又可分为全部参与优先股（与普通股股东等额分享本期利润）和部分参与优先股（按规定额度分享利润）。

从上述优先股的分类或条款设置来看，累积优先股和参与优先股比较有利于优先股持有人，可转换优先股在企业市值上升时对优先股股东较为有利。

在实际操作中，优先股可以同时具有多种属性，由发行时约定的条款所决定，比如累积可转换优先股或非累积可转换股等。另外，随着金融创新的发展，优先股的种类也出现了一些变化和创新，如股息率不固定，定期随其他证券或存款利率变化可调整股息优先股；股息率定期制定，制定的过程通过当前持有人和潜在买家通过参加拍卖来决定股息率的拍卖优先股等。

#### 4. 发行优先股的好处和持有优先股的风险

企业发行优先股具有以下几点好处：一是防止公司股权分化，因为优先股没有表决权。二是可以调剂现金余缺，因为企业可以在需要现金时发行优先股，在现金充足时赎回优先股。三是可以改善公司的资金结构和维持举债能力，因为优先股属于股本融资工具，可在融资的同时不增加企业的债务负担。

优先股股东面临的风险主要为以下三种风险：首先是优先股的信用风险，但是优先股的违约很少发生，在美国市场中，2004年到2006年的3年间，只发生过1次优先股的违约，但是当信用风险增大时，会增加优先股的违约概率。其次是优先股附带的赎回条款会给投资者带来再投资风险。最后，优先股市场容量小，一般不上市交易，流动性要低于股票市场。

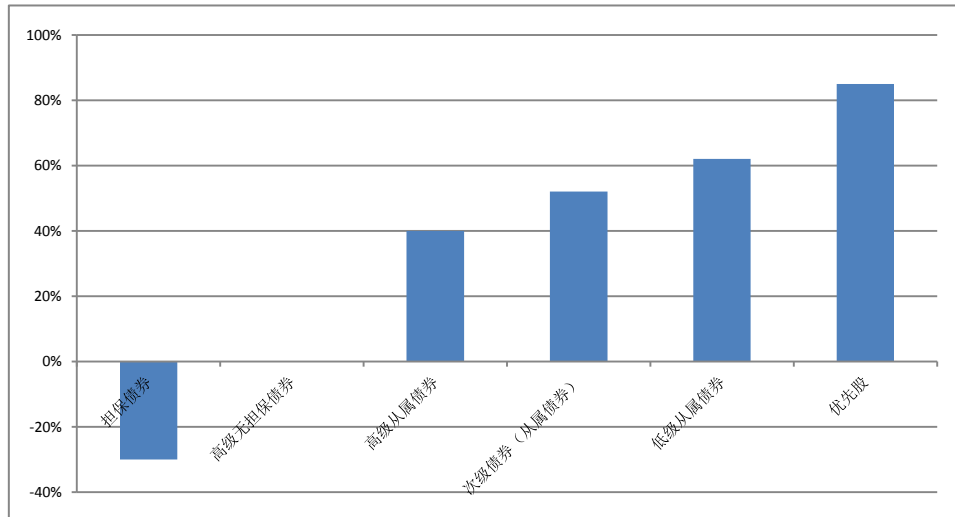
从美国优先股的发行情况看，2008年金融危机爆发后，美国金融企业开始大量发行优先股。截至2013年6月美国市场优先股市值约为3800亿美元，其中金融企业发行的占8成以上；前五名发行人依次为房利美、房地美、美国银行、美国富国银行和通用汽车，发行规模占优先股市场总规模的70%。美国优先股的投资者主要为保险机构等长期投资者。

## 二、国外优先股评级方法

本文选取的国外主要信用评级机构包括国际三大评级机构，即标普、穆迪和惠誉，以及两家中小评级机构——日本的JCR和加拿大的DBRS。上述五家评级机构均为美国和欧盟认可的评级机构，评级方法较为成熟，具有行业代表性。从上述评级机构的优先股评级方法来看，评级机构将优先股评级列属于混合债券评级，评级思路和评级要素基本一致，但具体的要素考量和评级过程则有所不同。

### （一） 评级思路

由于优先股具有股权类和债权类证券的双重特性，因此区别优先股和其他债券（包括高级和次级债券）与发行人的从属深度是决定优先股评级与高级或次级债券评级差别的主要思路。总的来说，在企业破产清算时，优先股的清偿顺序在所有债券之后、普通股之前，其回收率低于次级债券，因此一般情况下其评级应该低于次级债券评级。



注：1. 受偿先后顺序方向由左至右；2. 各证券平均损失严重程度是相对于同一发行人的高级无担保债券的历史平均损失严重程度。

图 1 穆迪关于证券受偿顺序和平均损失严重程度比较图

从各家评级机构的评级方法看，对于优先股的评级，评级机构主要是根据优先股的类型判定其含有权益的比例，对发行人资本结构进行调整，采用调整后的财务比率评定发行人评级或高级无担保评级，并以发行人评级或高级无担保评级为基准进行下调，以此作为优先股的评级。

作为债项评级的一种，优先股评级的主要方法是在主体评级（发行人评级或高级无担保评级）的基础上，根据回收程度的大小进行级别下调。一般来说，如果回收率较高，优先股评级在发行人评级基础上下调 2 个小级，如果回收率较低，优先股评级会在发行人评级基础上下调 3 个或更多个小级。

## （二） 评级要素

由于优先股具有“损失吸收”（loss absorption）、“无久期”（no maturity）和“不持续支付”（no ongoing payments）三个特征，这些特征对优先股的从属性及回收率有着重要影响。因此，优先股评级的主要评级要素便围绕上述三个特征，包括优先股含有的股权比例、剩余期限（有效期限）和法律条款（股息是否可无限期延期支付）三个主要评级要素。另外，不同信用等级和行业类型的发行人也对应不同程度的回收率，因此也是优先股评级需要考量的要素。

### 1. 股权比例

评级机构对优先股含有股权比例的认定，对评估其在发行人资本结构中的实际偿付顺序以及发行人现金流出能否覆盖优先股股息均有重要意义。例如，企业发行 100 亿的优先股，评级机构可能会将 50 亿视为债权类证券，50 亿视为股权类证券。另外，股权和债权的划分实际上是对发行人资本结构进行调整，可能会对发行人评级或高级无担保评级造成影响，而从实际情况看，这种影响并不大。但考虑到这种影响，个别评级机构对优先股含有的股权占调整后的总股本的比例设定了上限，例如，DBRS 将这一比例上限设定为 20%，惠誉此前也将这一比例上限设定为 30%，但从优先股的实际发行情况看，划分到权益类的优先股很难达到这个上限，因此现在取消了这一上限。

从各家评级机构的评级方法来看，优先股含股权比例的多少实际上对其评级不直接产生

影响，但从回收率角度来说，股权比例的不同会影响优先股评级基于发行人评级或高级无担保评级下调幅度的大小，特别是对于信用等级较低的发行人。

## 2. 剩余期限（有效期限）

判定优先股为股权类证券还是债权类证券的一个重要方法是看发行人是否有通过发行优先股进行长期融资的意愿。普通而言，优先股的有效期限越长，其股权性越大；反之，有效期越短，其债权性越大。所谓的有效期，一般来说是从优先股的发行日到发行人约定的赎回日之间的期限，但评级机构也会根据赎回日之前优先股股息的步升程度缩短优先股的有限期限，因为优先股股息步升越高，其发行人的赎回意愿就越大。例如，惠誉认为，如果优先股票息步升采用递增方式（如每年递增 0.25%），当累积增幅达到或超过 1%时将被视为有效到期日，并且将有效期限为 5 年作为判定优先股属于股权性或债权性的最低期限标准。

## 3. 法律条款（股息是否可无限期延期支付）

优先股不需要还本，只需要支付利息，因此对于优先股股东来说，是否可以如期获得股息尤为重要。由于优先股具有可以减记或无限期延期支付股息的特性，因此有别于普通债券，带有股权性，特别是相比累积优先股，非累积优先股带有的股权性更强。即使两者的回收率没有明显不同，但从优先股投资人对股息的预期回报角度，非累积优先股对于投资人的真实风险要大于累积优先股，因为累积优先股虽然可以无限期延长支付股息，但发行人必须在清算普通股息前支付拖欠的优先股股息，拖欠支付偿还期望高。因此，个别评级机构，如穆迪，对非累积优先股的评级一般会低于累积优先股评级一个小级。

虽然累积优先股股息可以无限期延期支付，但个别评级机构，如穆迪和 DBRS 认为，这种“无限期支付”应该加以限定，穆迪将这一期限限定为 3 年，DBRS 限定为 5 年，超过期限的将被视为构成类似于违约的拖欠支付，但有时也会根据企业管理情况进行判断。而对于非累积优先股，一旦发生股息减记，那么未来拖欠支付的概率就会变高，优先股评级下调的幅度也会越大。

## （三） 评级过程

根据上述的基本评级思路，优先股评级过程主要分为两个步骤：第一步，进行股权认定；第二步，根据回收评级或违约损失评级结果，以发行人评级或高级无担保评级为基准下调级别。

### 1. 股权认定

根据不同发行人和含有不同条款的优先股所对应不同程度的违约率和回收率，评级机构会将优先股含有的股权和债权性质重新进行界定。从各家评级机构对于优先股含有股权比例的划定方式来看，有相同之处，即基本上是以 1/4 或 1/2 为单位划分股权和债权比例，但在具体的股权认定方法上，各家评级机构对不同类型或含有不同条款的优先股的股权认定有较大差异，主要是根据发行人类型和优先股的法律条款的不同来划分的。下面我们分别简单介绍一下各家评级机构对优先股股权认定的主要方法。

穆迪认为，对于投机级企业，其发行的优先股被视为 100% 股权证券，包括累积优先股和非累积优先股。对于投资级企业，穆迪采用“混合工具包”（hybrid tool kit）概念<sup>1</sup>，根据不同条款性质对优先股的股权和债权比例进行划分。一般来说，穆迪认为非累积优先股的股

<sup>1</sup> 穆迪按混合证券的股权比例简单地划分为 A、B、C、D、E 五个篮子，分别对应 0%、25%、50%、75%、100% 的股权比例。复杂地分类可将五个篮子再划分为 14 个等级，从 #1 到 #14 对应 100% 债权到 100% 股权。

权比例为 75%，但银行发行的非累积优先股则为 100%；累积优先股的股权比例为 50%。

标普认为金融企业发行的优先股含股权的比例为 33%或以下（房地产信托投资基金管理公司（REITs）发行的优先股的股权比例最高不超过 25%），非金融企业发行的优先股含股权的比例为 50%。

惠誉认定非累积优先股含 100%股权，累积优先股含 50%股权（REITs 发行的优先股视为 100%股权），但前提条件是优先股的有效期限在 5 年以上。如果优先股的有效期限小于 5 年，则优先股被视为含有 100%债权。

JCR 将非累积优先股划定为含有 75%股权，将累积优先股划定为含有 25%，但没有赎回义务/期限或由发行人决定是否启动赎回条款的视为含有 50%股权。

DBRS 只说明了永续优先股和三年内可转换成普通股的优先股被视为含有 100%股权，对于其他类优先股将视附加条款划分为含有 25%、50%或 75%的股权，但没有明确说明。

## 2. 回收评级

在对优先股的股权认定之后，评级机构会对发行的资本结构进行调整并使用调整后的财务指标对优先股进行回收评级（穆迪进行违约损失评级）。根据回收评级的结果，评级机构对于非金融企业发行的优先股的评级以其发行人评级或高级无担保评级为基准进行下调，对于银行发行的优先股的评级以不考虑外部支持影响的银行评级或发行人评级为基准进行下调，具体情况见表 1。

从各家评级机构的优先股评级指引来看，一般情况下，对非金融企业发行的优先股评级在发行人评级或高级无担保评级的基础上下调 2-3 个小级，对银行发行的优先股评级在高级无担保评级或不考虑外部支持影响的银行评级基础上下调 2-4 个小级。对银行发行的优先股评级，各家评级机构使用的参考评级有所不同。如穆迪使用银行存款评级作为优先股评级的参考评级，因为穆迪的银行评级方法首先要确定银行存款评级，而大多情况下银行高级无担保评级和银行存款评级相同，因此穆迪选用了银行存款评级作为银行发行优先股的参考评级。其他评级机构中，JCR 使用长期发行人评级作为优先股的参考评级，标普、惠誉和 DBRS 均使用不考虑外部支持影响的银行评级。不考虑外部支持影响的银行评级一般低于发行人评级或高级无担保评级，因此标普和惠誉对银行发行的优先股评级，实际上基于发行人评级下调的幅度要比非金融企业大。由于各家评级机构的评级产品不同，评级标准也有差别，因此各家评级机构对优先股的评级不能进行横向比较。

优先股评级基于参考评级下调幅度的大小，主要是取决于评级机构对优先股回收程度大小的看法，回收程度越低，下调的幅度就越大。另外，由于发行人信用等级的下降，其违约风险越大，对于优先股来说，优先股被转换成普通股的可能性也越大。因此，标普在指引中明确区分发行人评级为投资级和投机级对应的优先股评级调整幅度，对于非金融企业，当主体级别为投资级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 2 个小级别；当发行人级别为投机级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 3 个小级别。对金融机构，当发行人级别为投资级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 2-3 个小级别；当发行人级别为投机级时，优先股级别在主体级别的基础上下调 3 个或更多个小级别。穆迪在其指引中也指出，如果高级无担保评级为 Ba2（相当于 BB）或以上，优先股的评级应低于高级无担保评级 2 个小级；如果高级无担保评级为 Ba3（相当于 BB-）或以下，优先股评级应低于高级无担保评级 3 个小级或更多。其他评级机构也基本参照发行人评级的等级类别确定优先股评级给予发行人评级的下调幅度，但实际上对发行人评级为投机级的发行人发行优先股进行评级的意义并不大，因为其优先股评级会很低，因此他们没有在指引中列明。

表1 各家评级机构的优先股评级指引

单位：小级

	穆迪	标普	惠誉	JCR	DBRS
非金融企业	-2至-4	-2或-3	-2或以上	-2或以上	
参考评级	高级无担保评级或企业家族评级(CFR)	发行人信用评级(ICR)	发行人违约评级(IDR)	长期发行人评级	-
银行	-2至-4	-2或以上	-2或以上	-2或以上	-3或-4
参考评级	高级无担保评级或银行存款评级(DR)	银行独立评级(SACP)	银行生存能力评级(VR)	长期发行人评级	银行内在评级(IA)

DBRS 对非金融企业和银行发行的优先股评级方法与其他评级机构有很大差异。对于非金融企业发行的优先股评级，DBRS 根据发行人级别或高级无担保评级直接对应出优先股评级。需要说明的是，DBRS 对于优先股的评级尺度有别于普通债券评级，评级符号也不同，但只适用于加拿大地区（见表2）。

表2 DBRS 非金融企业发行优先股评级指引

高级无担保评级	优先股评级
AAA或AA	Pfd-1
A	Pfd-2
BBB (H) / BBB	Pfd-3
BBB (L) ~ BB (L)	Pfd-4
B或以下	Pfd-5
D/SD	D

### 3. 拖欠风险评估

虽然回收评级可以反映普通债券的回收程度，但优先股却拥有另样的风险。基于回收评级指引没有区分累积优先股和非累积优先股，因为评级机构认为两者在回收方面没有明显的不同，但将这两种证券被评定为同一水平，会低估两者之间的真实风险差异。

对于累积优先股，债务人可以在不触发违约（破产或重组）的情况下拖欠利息或股息的支付，而对于非累积优先股，债务人应付的利息或股息可以全部减记，在支付拖欠意义上与累积优先股有明显的不同。因此，我们引用穆迪的说法，将非累积优先股不偿付股息的风险称之为拖欠风险（Omission risk）。如果发行人可能触发这种所谓的拖欠风险，那么评级机构会在回收评级调整的评级的基础上再下调1个小级。评级机构会给定一个标准，通常是采用财务指标，如发行企业连续三年亏损，但有时也会根据企业管理情况进行判断。如果发行人已触发拖欠风险，评级机构会再下调优先股的评级。而对于累积优先股，穆迪和 DBRS 分别将拖欠或累积股息的最大期限设定为3年和5年，超过的话也将下调优先股评级。

综上所述，国外优先股的基本评级方法比较简单，但优先股附加条款的多样性会增加评级方法的复杂性。与国外不同，我国目前的信用评级还是主要反映评级对象违约可能性的大小，对回收程度考量甚少，因此，我国评级机构开展的优先股评级也将重点反映违约可能程度。借鉴国外的评级方法和考虑我国信用评级行业情况，我国评级机构在制定优先股评级方法时，应该还是以定性为主；股权认定方法应该简单、粗略，不应过于复杂；可以忽略回收评级过程，简单地采取以发行人主体信用等级为基础进行等级下调2-3个小级；应充分考虑到不同法律条款对评级结果的影响。