

非金融企业永续债的发行探索及评级思考

非金融企业永续债的发行探索及评级思考

联合资信评估有限公司 首席信用官 陈东明

近期国内监管机构有意引入永续债，作为长期融资工具方面的金融创新，具体条款和定价方式仍有待落实。国际上将永续债（Perpetual Capital Securities）归为混合类资本工具（Hybrid Notes），指不同于一般高级或次级类债务，又不是普通股的资本类工具。其偿付顺序低于高级债务，而且通过设置损失吸收条款、息票步升条款及置换条款等，降低其违约的触发条件。对永续债的评级会综合考虑条款设置对投资者保障的差异，确定其偏股或偏债的程度，并据此在发行人主体级别的基础上进行调整，以确定最终的级别。在方案设计及探索初期，有以下几个方面可关注：

1、永续债对企业的吸引力所在

根据国际会计准则，在满足一定条件下，永续债可以计入发行人净资产，因此，对于债务杠杆比率已经很高，难以以普通信用债的方式融资的企业具有一定吸引力。而且，通过条款设计，在企业经历财务困难时期，其违约条件相对宽松，违约风险相对降低。虽然其发行成本相对较高，但发行后计入权益，降低了财务杠杆，优化了资本结构。近期中化、中铝等企业在香港市场发行永续债，都是基于此类考虑。

2、国内试点发行永续债的企业选择

目前监管机构的思路是从优质的国有大型央企开始试点，有合理的一面，因为此类企业长期持续生存及经营能力强，不像中小企业，生命周期相对较短；而且通过产品条款设计，避免一般性违约的空间与余地更大。但也应注意到，大型央企在国内资本市场的长短期融资渠道非常通畅，流动性压力与其盈利能力关联度不大，是银行间市场各主要债券品种的发行主力；国内评级机构给出的信用评级普遍很高，且评级对其债务杠杆比率等定量的硬性指标敏感度不高，这些央企更趋向于通过超级短融等短期融资工具滚动发行，以降低财务成本。如果参考国际对永续债的定价模式，发行成

本会显著上升，对此类央企显然缺乏吸引力。更有积极性发行永续类债务的企业具备投资期限长，融资需求强烈且又面临一定的再融资压力，对利率成本差异敏感性相对不强等特点，从国内资本市场已发债主体看，高评级的城投类企业更符合这些特征。

3、期限结构及息票步升条款的应用

中国《公司法》对债券的定义中还不认可没有明确期限的条款，因此，相信试点阶段出台的永续债不太可能一步到位实现一次发行、永续存在，只需定期偿付利息，不需要偿还本金；更可能的是通过设置延期及息票步升条款，限制债券持有人赎回或吸引债券持有人长期持有。期限结构方面，国际上通常以五年作为期限调整的门槛，如果有效期限低于五年的资本工具，基本不会向股权信用方向考虑。而对于投资级以上企业发行永续债设置的息票步升条款，如果在赎回日利息增加达到一定幅度，如 100BP 以上，投资者会认为企业倾向于回购债券而不会以如此高的成本去维持原有债券的存续。在国内，以五年期中票为例，AAA 至 AA+，利息上升 40BP 左右，AA+ 至 AA，利息上升 60BP 左右，国际上 100BP 的门槛比例，也具备一定的参考意义。当然，息票步升的幅度越大，说明发行人倾向于回购的可能性越高。

4、延期支付利息或本金减记条款

包括永续债在内的混合资本工具，大都通过设置延期支付利息或本金减记条款来吸收损失、避免违约，从而具备一定的股权特征。延期支付利息又分为可累计与不可累计，可累计的意思是这次不付利息，可以到下次一并支付；而不可累计表示这次不付的利息，以后也不会再支付。而本金减记条款，作为激进的吸收损失的方式，会造成债券持有人利益受到较大的损害，因而通常会造成评级下调的幅度较大。在国内，我们注意到，2013 年放行的金融机构的二级资本债券，未设转股条款，但设有全额减记条款，使其具有更强的资本属性和吸收损失的能力，但触发条件相对模糊，且取决于监管部门的认定。这一条款设计在非金融企业的永续债中也有一定的参考价值。

5、评级调整幅度及定价

国际评级机构对混合类资本工具认定为具备 50%的债券+50%的股权属性，通常在发行人主体级别基础上下调两个子级，如果吸收损失的结构设计过于激进，更偏向于股权，可能造成级别的进一步下调。但在国内，按此标准进行评级定价，存在一定难度，国内以高信用等级企业作为试点，发行人本身对成本敏感，且在一级市场定价相对强势。非金融类企业的永续债，作为下一步的创新品种，可能更多的会在产品设计方面突出一些对债权人的保护，同时通过利息延迟支付及息票步升等安排，体现出一定的次级及股权特性。评级机构的作用是通过分析具体条款，对债券违约可能性及对投资者的保障程度形成判断，在国内对永续债简单机械地调低两个子级的做法可能并不适合，试点阶段考虑创新及投资者接受程度，永续债条款设计偏向于债权的可能性更大，评级调整会综合考量相应条款并趋于相对温和的结果。