



远东资信信用评级方法
Far East Credit Rating
Rating Methodology

优先股 信用评级方法

上海远东资信评估有限公司
二〇一六年四月



一、优先股定义和特征

根据《国务院关于开展优先股试点的指导意见》、《优先股试点管理办法》，优先股的股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制。

由于优先股股东可按照约定的票面股息率，优先于普通股股东分配公司利润。而且公司应当以现金的形式向优先股股东支付股息，在完全支付约定的股息之前，不得向普通股股东分配利润。因此，优先股股票实际上是股份有限公司的一种举债集资的形式。但优先股股票又不同于公司债券和银行贷款，这是因为优先股股东分配公司利润和剩余财产的权利只能在公司满足了债权人的要求之后才能行使。即，优先股的偿还次序在公司负债之后。

相对于普通股，优先股虽然在股息和剩余财产的分配顺序上优先于普通股，投资收益较为固定，但无法在公司经营业绩良好时，像普通股一样分享公司资本成长带来的收益；公司经营情况恶化时，优先股同样面临无法获得股息的风险；公司破产清算时，优先股的偿付顺序在债券之后，优先股投资者还面临本金不保的风险。另外，优先股附带的赎回条款还会给投资者带来再投资风险；而且优先股市场容量小，流动性要低于普通股。

二、优先股评级定义及思路

按照信用评级的一般定义，信用评级，也称为资信评级，是由独立的信用评级机构对影响评级对象的诸多信用风险因素进行分析研究，就其偿还债务的能力及其偿还意愿进行综合评价，并且用简单明了的符号表示出来。债券信用评级是以企业或经济主体发行的有价债券为对象进行的信用评级。

由于优先股没有固定的到期日，其回收方式是按规定赎回或转为普通股，因此，对于优先股的信用评级更多的是评价优先股的股息能否按时足额支付的风险。同时，也要考虑发行人的赎回能力和破产风险，以及破产清算时，优先股本金无法得到偿付的风险。

通过上述优先股定义和特征的分析可以判断，优先股的信用风险要大于发行人发行的普通债券的信用风险。因此，优先股的信用等级一般是低于发行人的主体级别及其发行的债券信用等级的。

远东资信在对于优先股进行评级时，借鉴了国际三大评级机构方法及方法，基本思路是首先对发行人主体进行信用评级，然后在主体信用等级基础上向下调整一定级别作为优先股的信用等级。具体下调的幅度需要考虑发行人的信用等级、优先股的具体发行条款设置（优先股清算顺序、股息支付条件、股息支付方式、赎回条款等）等因素。



另外，由于我国现行法规中，对于银行发行优先股有特殊规定，因此，远东资信优先股评级方法将分银行优先股评级方法和非金融企业优先股评级方法两部分进行论述。

三、国外评级机构对优先股评级方法比较

远东资信研究了国际三大评级机构标普、穆迪和惠誉对于优先股的评级方法，基于优先股具有股权和债权双重特性，三大评级机构一般将优先股评级和混合性债券评级统一研究，其评级思路基本一致。由于优先股的清偿顺序在所有债券之后、普通股之前，其回收率低于所有债券（包括次级债），因此，一般情况下其评级应该低于次级债券评级。三大评级机构的评级思路基本均为根据发行条款和发行人资质的差异，在基准级别的基础上下调一定的级别。具体的考量要素和调整幅度略有不同。

对发行条款而言，穆迪相对较关注债项的次级属性和利息强制性递延触发条款，标普对于债项的次级属性和利息递延均关注；惠誉关注外部支持对优先股债项级别的影响。发行人资质差别主要体现为投资级和非投资级发行人差异，投资级发行人债项级别的调整幅度小于非投资级发行人债项调整幅度。

（一）三大评级机构优先股评级考虑要素

1、股性强弱（股权比例）

股性强弱一方面决定在基准评级基础上是否调降及调降幅度，另一方面也决定包括优先股在内的混合资本工具中分别记入股权和债权的比例。标普和惠誉将混合资本工具按强-中-弱分为三档，穆迪将其分为五档。从三大评级机构的评级方法而言，优先股的股本比例尚不足以对评级产生直接影响，但是影响其回收率，尤其是对低级别债项评级。穆迪认为，对于优先股而言，由于其非累积性特征以及在银行清算时，受偿顺序仅仅优先于普通股，基于持续经营损失吸收的考虑，如果银行经营出现问题，优先股极有可能是第一层吸收损失的。

2、有效期限

到期期限一般是指从优先股发行日到发行人约定的赎回期限之间的时间。一般而言，有效期限越长则认为股性越强。三大评级机构中，惠誉对期限要求相对宽松，认为剩余期限超过5年就拥有股性，穆迪最为严格，认为超过30年才具有股性，完全没有到期日，才认为具有100%的股性。

3、发行条款（利息递延等）

利息递延可以通过有管理的选择性和强制性触发条款实现。其中，选择性递延指若满足特定的条件，发行人可以在任何时间选择递延支付利息，股性的强弱取决于递延支付年限，条款限制，是否可累积等；强制性触发条件指当发行人信用等级下降时保持发行人营运现金



流的稳定，一般需要考虑其触发条件是否容易达到，越容易达到，股性越强，一般而言，强制性递延的股性高于选择性递延。

（二）三大评级机构优先股评级标准

1、穆迪优先股评级标准

（1）非金融企业优先股评级标准

穆迪级别下调主要原则是根据违约概率和违约损失率确定的预期违约损失严重程度，以同一发行人的高级无担保债项评级作为基准，依据优先股次级属性进行级别调整。次级属性为优先股清偿顺序在存款人，一般债务人，次级债务人之后，仅优于普通股股东，如因破产、解散等原因进行清算，财产在按照相关法律、行政部门规章的有关规定进行清偿时，优先股股东可能面临由于清偿顺序劣后而导致其可获得分配财产减少的风险。

表 1：不同债务的平均损失严重程度

（与相同发行人的高级无担保债券的历史损失严重程度比较）	
担保债券	-30%
高级无担保债券	n/a
高级次级债券	40%
次级债券	52%
低级次级债券	62%
优先股	85%

资料来源：MOODY，远东资信整理

如上表所示，以高级无担保债券的平均历史损失率作为基准，优先股的平均损失程度比高级无担保债券低 52%。在此基础上，以高级无担保债项评级作为基准评级，如果高级无担保债项或者主体评级为 Ba2 或者更高，次级债项评级和优先股评级分别向下微调 1 个小级别和 2 个小级别。如果高级无担保债项或者主体评级为 Ba3 或者更低，高级次级债券和普通次级债项评级下调 2 个小级别，低级次级债券（Junior subordinated debt）和优先股债项评级分别下调 2-3 个或者 3-4 个小级别，即优先股评级比次级债券评级的最低级别下调一个小级别。

表 2：穆迪混合资本债券级别调整准则

	债券类型	级别调整 （“+”上调，“-”下调）	基准级别
如果高级无担保债券或主体评级是 Ba2 或者更高	担保债券	+1	高级无担保债券或主体评级
	高级无担保债券	0	高级无担保债券或主体评级
	高级次级债券	-1	高级无担保债券或主体评级



	普通次级债券	-1	高级无担保债券或主体评级
	低级次级债券	-1	高级无担保债券或主体评级
	优先股	-2	高级无担保债券或主体评级
	债券类型	级别调整 （“+”上调，“-”下调）	基准级别
如果高级无担保债券 或主体评级是 Ba3 或 者更低	担保债券	+1	高级无担保债券或主体评级
	高级无担保债券	0	高级无担保债券或主体评级
	高级次级债券	-2	高级无担保债券或主体评级
	普通次级债券	-2	高级无担保债券或主体评级
	低级次级债券	-2 或-3	高级无担保债券或主体评级
	优先股	-3 或-4	高级无担保债券或主体评级

资料来源：MOODY，远东资信整理

（2）银行优先股评级方法

在金融危机之后，穆迪银行的优先股评级准则进行了以下修订：①除考虑次级债务风险之外，新增了延期支付利息的损失和除清算之外的潜在本金损失。因为经验表明，对银行而言，混合资本工具损失概率比高级债务更高，而且还包括清算之外重组产生的损失。②除部分国有银行之外，对于大多数包括优先股在内的混合资本工具评级不考虑系统的外部支持。③对银行优先股评级设置了评级上限。对将净损失设置为触发条件的非累积性优先股，Baa1 是评级上限，特别是对于银行财务评级为 A 和 B+ 的。④设置了新的调级指标，比如外生的，难以预测但与信用状况挂钩的监管和/或政府干预等。

大多数情况下，银行的高级无担保评级和银行存款评级相同，因此穆迪以银行的存款评级作为基准评级。

表 3：银行优先股调级准则

额外调级范围	标准额外调级	正常调级	基准级别	额外调级范围
-1 至-3	-2	-3	银行存款评级	如果递延利息是累计的，下调一个小级别；如果递延利息是非累计的，并有净损失的触发条件，下调 3 个小级别，并且基准级别不超过 baa1

资料来源：MOODY，远东资信整理

优先股满足一定的财务触发条件后存在本金减少风险，在企业重组过程中优先股也可能不考虑在内，而且在银行陷入财务危机时会有转股风险，递延利息收入大部分是非累积的，



无法派息日子会无限延长从而提高其预期损失增加的可能性，因此在优先股的债项评级中可根据具体情况额外调级。累积型的优先股较少发行，其可额外下调一个小级别。

额外下调三个小级别仅适用于非累积型优先股，并且由于净损失而引发较大的转股可能性，并且利息已经较长时间未支付。此时基准级别有限额，最高不超过 Baa1。

2、标普优先股评级方法

(1) 非金融企业优先股评级方法

标普混合资本债券评级主要原则是根据具体条款和发行人资质差异，在主体级别上下调 1-4 个小级别。对投资级主体而言，次级属性下调 1 个小级别，选择性递延下调 1 个小级别，强制性递延下调 2 个小级别；对投机级主体而言，次级属性下调 2 个小级别，选择性递延下调 1 个小级别，强制性递延下调 2 个小级别。

标普认为，积累优先股和非积累优先股的信用等级没有差别，因为标普认为在正常经营中这两种工具偿还的可能性是一样的。

表 4：标普混合资本债项确定准则

	投资级		投机级	
	选择性递延	强制性递延	选择性递延	强制性递延
次级属性	1	1	2	2
递延	1	2	1	2
合计	2	3	3	4

资料来源：S&P、中金公司

(2) 银行优先股评级方法

除正常级别调整之外，标普较关注发行条款中对利息延期支付或者取消支付、转股等条款的规定，此外，当银行主体评级为投资级别时，银行优先股评级通常比银行主体评级低 2-3 个小级别；当银行主体的等级处于非投资级时，银行优先股通常要比主体评级低 2 个或更多小级别。

表 5：银行优先股调级说明

正常调级	
次级属性	基准评级为 BBB-或者更高，下调一个小级别，若为 BB+或更低，下调两个小级别
选择性或者强制性的取消优先股派息的条款	另外下调 1-2 个小级别
强制性资本金条款导致转	另外下调一个小级别



股或者本金减少或者两者都有	
额外调级	
持续经营的资本金强制条款 导致转股、本金减少或者两者	额外下调 1-4 个小级别
正常调级中未包括的 取消优先股派息的条款	根据取消派息的可能性额外下调 1-3 个小级别

资料来源：S&P，远东资信整理

3、惠誉优先股评级方法

(1) 非金融类企业优先股评级方法

惠誉对优先股评级的主要原则是根据优先股发行条款及主体资质决定的回收率，在主体级别基础上向下降低 1-3 个小级别，甚至更多。具体而言，根据其具有的持续经营损失吸收的特点，回收率低，在主体评级基础上至少下调 2 个小级别；如果同时存在易于激活持续经营损失吸收特征的条款，那么在主体评级基础上至少降低 3 个小级别。此外，惠誉评级方法强调外部支持对债项评级的影响。惠誉评级从政府支持和股东支持两个维度考虑外部支持因素。

表 6：惠誉政府支持对混合资本工具调整新准则

个体评级	评级调整	级别
A-C	0	BBB
C/D	1 个小级别	BBB
D	2 个小级别	BBB-
D/E	3 个小级别甚至更多	BB+或者更低
E	4 个小级别甚至更多	BB 或者更低

注：由于政府支持使得长期主体评级为 A-

资料来源：Fitch，远东资信整理

如果个体级别为 C/D 档，考虑到政府支持，其长期主体评级为 A-，但是政府支持并不会对诸如优先股这样的混合资本工具提供保护，因此混合资本债项评级要进一步下调级别，下调至 BBB 级。如果未来随着个体经营状况的恶化，个体评级降至 D/E，即使由于政府支持，长期主体评级仍为 A-，混合资本工具的债项评级仍要下调至 BB+。

惠誉认为，与政府支持不同，对于股东支持，基于法律、市场声誉和战略规划考虑，股东支持相对较稳定，混合资本工具的债项评级与母公司评级相关。如果股东要求子公司对混合资本工具延期支付利息，但对高级债务或者其它次级债按期支付，则不仅会对子公司造成损失而且也会影响股东/母公司在资本市场的声誉，并影响其后续融资行为，因此即使子公



司在股东/母公司的业务中并不占有重要地位，或者并不是全资拥有，或者拟打算出售，也会假定会获得股东/母公司稳定支持。如果对这一判断有所质疑，惠誉会要求母公司出具书面证明。

(2) 银行优先股评级方法

惠誉的银行优先股债项评级以银行生存能力评级（Viability Rating）作为基准评级，根据逐渐增加的违约风险和违约回收率，在基准评级基础上下调级别。惠誉银行的生存力评级是指在不考虑外部支持的情况下，根据运营环境、公司基本情况、公司治理和管理架构、风险控制、财务分析等因素评价其自信用状况。

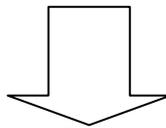
图 1：惠誉银行综合资本工具评级基本思路

生存力评级

考虑银行自身经营情况，不考虑外部支持

主要考虑因素：

- 运营环境
- 公司基本情况
- 公司治理和管理架构
- 风险控制
- 财务分析



次级/混合资本工具

在 VR 基础上下调至少两个小级别

资料来源：Fitch，远东资信整理

表 7：三大评级机构优先股评级说明

	非金融企业	标准评级	银行	标准评级
穆迪	-2 至-4	高级无担保债券级别/主体级别	-2 至-4	银行存款评级
标普	-2/-3	发行人主体评级	-2 及以上	银行独立评级
惠誉	-2 及以上	发行人违约评级	-2 及以上	银行生存能力评级

资料来源：公开资料

四、非金融企业优先股评级方法

(一) 非金融企业主体评级方法

远东资信对企业主体信用评级的核心是向投资者揭示被评对象的违约风险。远东资信采用宏观和微观相结合、定性和定量相结合的方法，在着重考察被评对象自身信用状况的考察



基础上，同时考虑外部支持因素，由此判断被评对象未来的偿债能力和偿债意愿，并最终确定其信用等级。

在评级时，远东资信考察的一级评级要素包括：宏观环境、行业环境、业务运营、管理与战略、财务分析、或有事项和外部支持因素。行业特征的不同决定了影响该行业内企业信用状况的因素不同，因此具体评级要素因被评对象所处的行业不同而有所区别。远东资信制定了针对不同行业的企业主体信用评级方法。总体考察要素如下：

1、宏观环境

宏观及区域经济发展速度及稳定性

2、行业环境

(1) 行业供需

(2) 行业竞争

(3) 行业政策

3、战略及管理

(1) 治理结构及组织架构

(2) 管理制度及执行情况

(3) 人力资源状况

(4) 公司战略

4、业务运营

(1) 公司各业务市场地位

(2) 决定行业内企业竞争力的关键因素分析

(3) 公司各业务板块协同效应

5、财务分析

(1) 会计信息质量

(2) 资本结构

(3) 资产质量及流动性

(4) 盈利能力



(5) 现金流

(6) 偿债能力

6、或有事项

对外担保或未决诉讼等。

7、外部支持分析

(1) 股东支持

(2) 政府支持

(二) 非金融企业优先股信用等级确定方法

对发行人主体进行信用评级以后，以此为基准向下调整一定级别作为优先股的信用等级。具体下调的幅度需要考虑发行人的信用等级、优先股的具体发行条款设置。

相对于投资级发行人而言，投机级发行人无法支付优先股股息的风险更大，因此，优先股级别下调的幅度更大。而如果优先股设置了其他不利于投资人的限制性条款，可能会导致优先股信用等级的再次下降。

根据《优先股试点管理办法》，公司既可以发行强制分红优先股，又可以发行不含强制分红优先股；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；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；按是否能转换成普通股，优先股可分为可转换优先股和不可转换优先股；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。

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。而不含强制分红优先股和非累积优先股则具有更大的信用风险。

根据《优先股试点管理办法》，上市公司公开发行优先股应当满足的条款是：（1）采取固定股息率；（2）在有可分配税后利润的情况下必须向优先股股东分配股息；（3）未向优先股股东足额派发股息的差额部分应当累积到下一会计年度；（4）优先股股东按照约定的股息率分配股息后，不再同普通股股东一起参加剩余利润分配。另外，上市公司不得发行可转换为普通股的优先股。可见，我国法规对于上市公司公开发行优先股的相关规定更加严格，更加有利于保护优先股投资人的利益，信用风险更小。

综上分析，同时考虑到可操作性及中国国情，远东资信制定的优先股信用级别确定规则是，对投资级主体而言，优先股在主体级别或无担保长期债券级别基础上下调 1-3 个小级别；对投机级主体而言，优先股在主体级别或无担保长期债券级别基础上下调 2-4 个小级别。



表 8：远东资信对非金融企业优先股信用等级确定规则

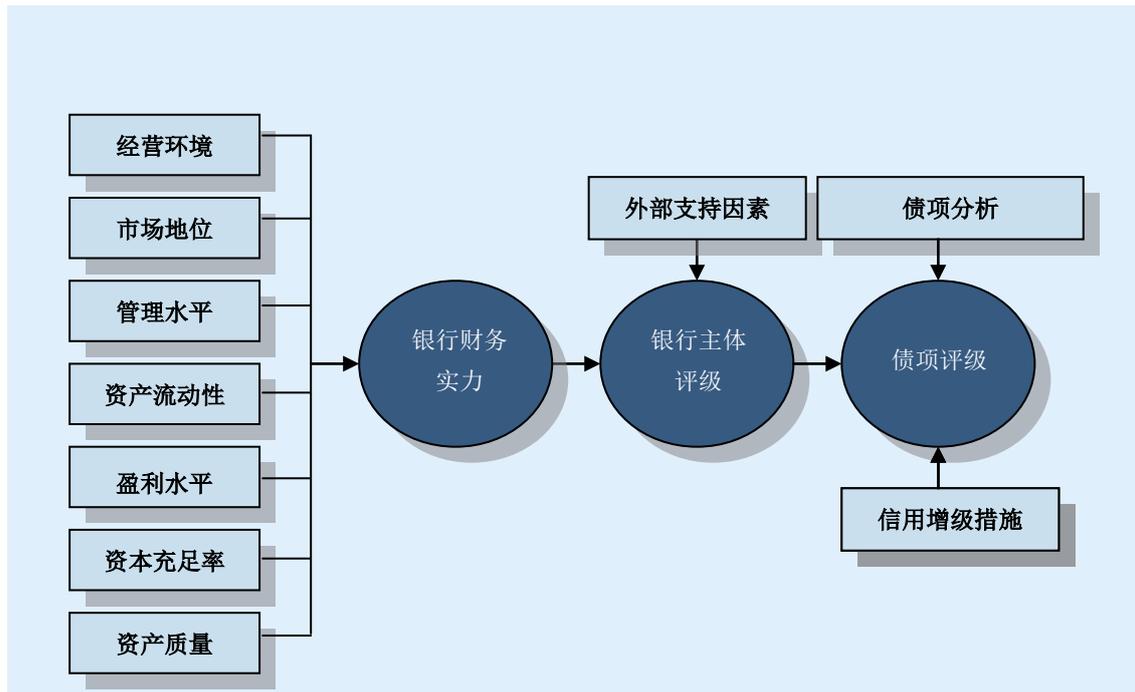
	级别调整 因素	级别调整 （“+”上调，“-”下调）	基准级别
投资级	次级属性	-1	无担保长期债券或主体评级
	非累积优先股	-1	无担保长期债券或主体评级
	不含强制分红优先股	-1	无担保长期债券或主体评级
	级别调整 因素	级别调整 （“+”上调，“-”下调）	基准级别
投机级	次级属性	-2	无担保长期债券或主体评级
	非累积优先股	-1	无担保长期债券或主体评级
	不含强制分红优先股	-1	无担保长期债券或主体评级

五、商业银行优先股评级方法

（一）商业银行主体评级方法

远东资信在对我国商业银行进行信用评级中，主要采取国际上通用的“骆驼”（CAMELS）评级体系。即主要关注五项指标：资本充足性(Capital Adequacy)、资产质量(Asset Quality)、管理水平(Management)、盈利水平(Earnings)、流动性(Liquidity)。同时，考虑到我国银行尚处于一个未成熟的市场中，比起处于成熟市场中的银行，外部因素对其信用风险影响也很大，因此，除了以上五项考察指标，远东资信还特别关注政府及股东支持力度、外部运营环境等因素对银行信用风险的影响。

图 2：远东资信商业银行及其债券信用评级框架



（二）商业银行优先股评级方法

商业银行发行优先股股东受偿顺序位列存款人、一般债权人和次级债务（包括但不限于次级债、混合资本债券、二级资本工具等）之后，先于发行人普通股股东，偿付次序靠后。而且，根据现行法规，商业银行具有不支付优先股股息的选择权¹；商业银行发行优先股补充资本的，在要求赎回优先股时，不要求完全支付所欠股息²；商业银行可根据商业银行资本监管规定，非公开发行触发事件发生时强制转换为普通股的优先股³。可见，商业银行发行的优先股较一般公司发行的优先股具有更多的股权属性，从这个意义上来说，商业银行优先股的信用等级应在其发行主体信用等级基础上下调更大的幅度。但是，考虑到我国国情，我国商业银行在全国或所在地区金融系统中具有举足轻重的地位，往往会得到来自政府和股东的支持。因此，对于商业银行优先股的信用评级还要考虑到银行可获得的外部支持程度。这取决于其股权特点、银行的系统重要性、政府以往支持力度、未来支持意愿等。如果政府

1 根据《中国银监会 中国证监会关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》的有关规定，商业银行应在发行合同中明确有权取消优先股的股息支付且不构成违约事件；未向优先股股东足额派发的股息不累积到下一计息年度。

2 根据《优先股试点管理办法》，发行人要求赎回优先股的，必须完全支付所欠股息，但商业银行发行优先股补充资本的除外。

3 根据《中国银监会关于商业银行资本工具创新的指导意见》，强制转股的触发条件包括：1、其他一级资本工具触发事件，指核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下）；2、二级资本工具触发事件，指以下两种情形的较早发生者：（1）中国银监会认定若不进行转股或减记，本行将无法生存。（2）相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，本行将无法生存。



和股东有很强的意愿和能力对银行发行人进行救助，且优先股有很大可能获得政府或股东的支持，则向下调整幅度较小。

表 9：远东资信对商业银行优先股信用等级确定规则

主体或无担保长期 债券级别	可获的的外部支持程度	级别调整 （“+”上调，“-”下调）
AAA	很强或强	-1
	较强	-2
AA-A	强或较强	-3
	一般	-4
BBB 级及以下	一般或弱	-4 或 更多

表 10：远东资信对商业银行可获得的外部支持程度分类标准

外部支持因素	可获的的外部 支持程度
国有商业银行或政策性银行。银行在全国金融体系中占有重要地位；其倒闭会对本国的经济活动和社会稳定性，乃至国际经济政策产生重大不利影响；国家政府支持力度大	很强
总部位于经济发达城市的股份制商业银行。银行在当地金融体系中占有重要地位；其倒闭会对当地的经济活动和社会稳定性产生不利影响；当地政府支持力度大。	强
股份制商业银行或城市商业银行。银行在当地金融体系中占有较重要地位；其倒闭会对当地的经济活动和社会稳定性产生一定不利影响；当地政府支持力度较大。或股东实力强，银行的收益在股东总收益中比重大且股东对于银行的控制力越强，股东支持力度大。	较强
股份制商业银行或城市商业银行。 银行在当地金融体系中占有较重要地位；其倒闭会对当地的经济活动和社会稳定性产生一定不利影响；当地政府支持力度大，但当地经济实力和政府财政实力一般，在全国经济中所处的地位一般。	一般
银行成立时间不长，经营规模较小，在当地金融体系中地位一般，政府和股东支持力度一般	弱