

# 优先股信用评级方法

(2019 年版)

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇一九年四月

## 目 录

一、优先股信用评级的定义和适用范围.....	1
二、优先股的信用风险特征.....	1
三、优先股评级分析框架.....	2
四、优先股权益属性信用评级要素.....	2
（一）信用评级要素.....	2
（二）权益属性评分.....	4
五、优先股信用评级模型和信用等级评定.....	4
六、优先股信用评级等级符号及含义.....	5

## 一、优先股信用评级的定义和适用范围

优先股是指发行人依照《公司法》在一般规定的普通种类股份之外发行的其他种类股份，其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。相对于普通股而言，优先股是有固定股利的股票，是既具有股权属性又具有明确的债权属性的一种混合型资本工具。在企业破产清算时，优先股清偿顺序在所有债券之后、普通股之前。

东方金诚的优先股信用评级是指对发行人发行的优先股在存续期内的违约概率和违约损失率的综合评估，并用信用等级予以标识其偿付保障程度的活动。

本评级方法是对东方金诚各类非金融企业和金融机构评级方法的补充，适用于银行、非银金融机构以及非金融企业发行的优先股。

## 二、优先股的信用风险特征

优先股具有股权类和债权类证券的双重特性，其发行条款设计往往具有较为复杂的结构化安排。优先股结构化安排与其权益属性认定息息相关，同时也决定了其信用风险大小。

### 1、优先股兼具权益属性和债权属性，风险高于普通债券

优先股是一种既具有最基本的股权属性，又具有明显的债权特征的混合证券。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，当发行人破产清算时，投资者面临的可能损失高于债券。

### 2、优先股设有多项特殊发行条款，触发时可能给投资人带来损失

部分优先股设置有股息取消支付、递延支付、不可累计等条款，当发行人经营状况恶化导致触发条件发生时，投资者将面临一定损失。

### 3、发行人具有赎回主动权，触发时可能导致投资人面临再投资风险

优先股赎回主动权掌握在发行人手中，且一般无投资者回售权，发行人行使赎回权，可能导致投资人面临再投资风险。

### 4、优先股如存在转股条款可以对投资人形成一定的风险补偿

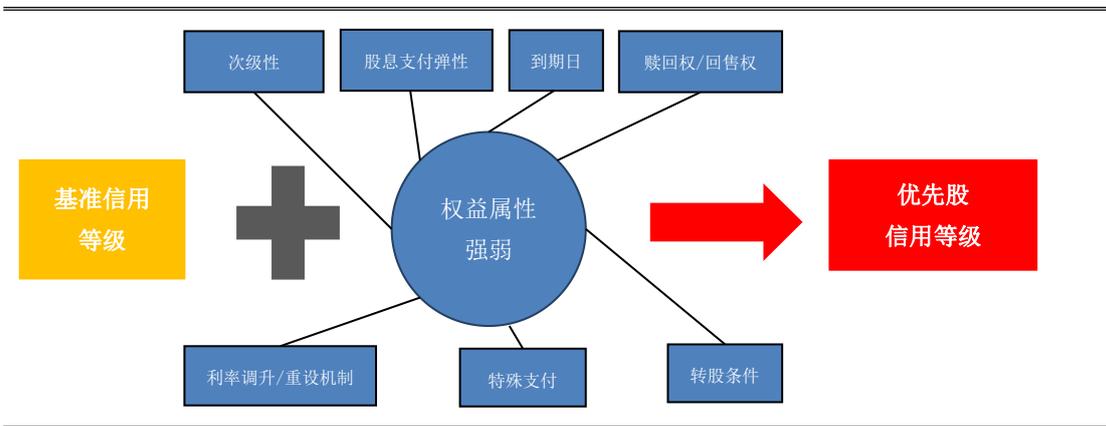
优先股可设置转股条款，即当发生触发事件时，发行人可以将优先股转为普通股，对投资人形成一定风险补偿。

### 三、优先股评级分析框架

东方金诚认为优先股的信用质量主要取决于优先股权益属性和发行人主体信用质量两个维度。一方面，优先股权益属性决定了其获得的偿付保障相对于同一发行人普通无担保债务的差异程度。权益属性越强，在破产清算偿付顺序中与普通股越接近，受到的偿付保障与普通无担保债务差异越大，因而同等条件下其能获得的信用等级与同一发行人普通无担保债务的信用等级相差也会越大。另一方面，主体信用质量越高的发行人，优先股结构化安排中影响权益属性判定的条款被触发的可能性相对较小，该类条款所导致的相对于普通无担保债务的偿付保障差异对优先股信用等级的影响也会相对越小；反之，主体信用质量越低的发行人，优先股条款导致的偿付保障差异对优先股信用等级影响也越大。

基于上述判断，东方金诚使用主体信用质量和优先股权益属性两维判断矩阵构建优先股评级模型。其中，主体信用质量依据发行人的性质适用东方金诚非金融企业类信用评级方法或者金融机构类信用评级方法确定信用等级，优先股权益属性主要分析优先股条款及触发机制来确定权益属性强弱并进行打分；最后利用两维判断矩阵判断优先股权益属性对优先股信用等级等级的具体影响并投票评定优先股信用等级。

图 1：优先股信用评级分析框架



### 四、优先股权益属性信用评级要素

#### （一）信用评级要素

优先股权益属性强弱主要受次级性/偿付顺序、股息支付弹性、期限及赎回/回售安排、

股息调整机制、转股条款等结构化安排影响，本评级方法对优先股的结构化安排及具体条款进行分析，判断其对优先股权益属性的影响大小。

#### 1、次级性/偿付顺序

优先股本金和股息的偿付顺序排在普通股之前，劣后于各类债券。优先股次级性强弱取决于计入股权和债权的比例，优先股含有股权比例越高，权益属性越强。

#### 2、股息支付弹性

优先股股息支付包括强制分红和非强制分红。强制分红是指发行人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，强制分红条款减弱了优先股权益属性；非强制分红是指发行人在面临财务困境时，或基于事先约定的信用触发事件（包括基于发行人经营和财务状况以及监管要求）延迟股息支付，可延期的时间越长表明权益属性也越强。同时，非强制分红下股息是否累计对优先股权益属性也有一定影响，股息不累积支付的优先股权益属性更强。此外，对于优先股而言，发行人可在公司章程中明确约定，优先股在获得本期应得的股息以后是否有权利参与本期剩余盈利的分配以及分配的具体比例，可参与剩余分配的优先股权益属性更强。

#### 3、期限及赎回/回售安排

优先股没有确定的期限，但通常将优先股的发行日到发行人约定的赎回日之间的期限确定为优先股的有效存续期限，并根据赎回日之前优先股股息的跳升情况进行调整。发行人在某些特定情况下可以赎回未到期发行在外的优先股，赎回时间点越远且市场再融资成本越高，优先股被赎回的可能性越小，其有效存续期越长，权益属性越强。

优先股可能存在回售条款，即投资人在满足特定条件时可要求发行人回购发行在外的优先股，回售时间点越远且市场利率越低，投资人行使回售权的动力越小，优先股有效存续期越长，权益属性越强。

#### 4、股息调整机制

如优先股存在股息调整机制，即发行人必须在某个时点以后、或满足一定条件后调整优先股股息。股息调整机制直接关系到发行人的融资成本，该机制结合赎回条款后对发行人再融资以替换/赎回已发行优先股的激励程度越低，则优先股的有效存续期越长，权益属性越强。

#### 5、转股安排

基于监管要求或者发行条款约定，优先股可能具有转股机制。即当满足一定的监管要求或者发行人的经营和财务状况触发特定条件时，优先股的本金将根据约定的价格转换为发行

人普通股。转股条件主要有两类：一是转股的触发条件；二是转股的价格。转股条件越容易触发、转股价格越容易触及，则优先股的权益属性越强。

#### 6、其他条款

优先股的其他条款包括特定支付机制等，如发行人已延期支付优先股股息且准备赎回已发行优先股，是否必须发行别的资本工具来补偿已拖欠的股息等。特定支付机制对投资人保护越弱，优先股权益属性越强。

## (二) 权益属性评分

根据优先股的结构化安排，对影响权益属性的条款进行具体分析，按照影响力从弱到强分为五档，分别赋值“1”、“2”、“3”、“4”、“5”，计算加权平均得分。

**表 1：优先股权益属性评分指标和权重**

指标	权重	评分依据
偿付顺序	35%	偿付顺序接近普通债务为 1，接近普通股为 5
股息支付弹性	15%	股息支付不可延期为 1，可延期不可累积为 5
期限及赎回/回售安排	15%	明确到期时间短于 5 年为 1，无明确赎回期限或回售安排为 5
股息调整机制	15%	设有股息调整机制且调升幅度很大为 1，无调整机制为 5
减记/转股安排	20%	不存在减记/转股安排为 1，减记/转股条件容易触发且不可恢复为 5

平均得分小于 1、1（含）~2、2（含）~3、3（含）~4、4（含）以上，优先股权益属性评价结果分别为“弱”、“较弱”、“中等”、“较强”、“很强”。

## 五、优先股信用评级模型和信用等级评定

优先股信用评级模型的核心为两维判断矩阵。该矩阵中，主体级别越高，权益属性越弱，级别调整幅度越小，随着主体级别的下降、权益属性的增强，调整幅度逐步增加。优先股相对于主体信用级别的具体调整幅度和优先股信用等级由信用评级委员会参考两维判断矩阵投票决定。

**表 2：优先股级别调整幅度评价矩阵**

权益属性	弱	较弱	中等	较强	很强
------	---	----	----	----	----

主体级别					
AAA	0 个小级别	0 个小级别	0 个小级别	0~1 个小级别	1~2 个小级别
AA+	0 个小级别	0 个小级别	0~1 个小级别	1~2 个小级别	2~4 个小级别
AA	0 个小级别	0~1 个小级别	0~2 个小级别	2~3 个小级别	2~4 个小级别
AA-	0 个小级别	0~1 个小级别	1~2 个小级别	2~4 个小级别	3~4 个小级别
A+	0~1 个小级别	1~2 个小级别	1~3 个小级别	3~4 个小级别	3~5 个小级别
A	0~1 个小级别	1~2 个小级别	2~4 个小级别	3~5 个小级别	4~5 个小级别
A-及以下	0~1 个小级别	1~3 个小级别	2~4 个小级别	3~5 个小级别	≥5 个小级别

## 六、优先股信用评级等级符号及含义

优先股的信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。各等级的含义如下表所示：

表 3：优先股信用等级符号及含义

等级符号	含义
AAA	偿还优先股本金及股息的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还优先股本金及股息的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还优先股本金及股息能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还优先股本金及股息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还优先股本金及股息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还优先股本金及股息的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还优先股本金及股息的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还优先股本金及股息
C	不能偿还优先股本金及股息

除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。