

## 非银行类混合证券的国际评级思想探究

混合证券是指兼具债务和权益两者特征的证券，它们既保留了债务证券所具备的税收利益，同时又尽可能地延后了偿付期限。其品种分类较广，包括次级债、永续债、优先股、可转债等，以及信托针对房地产项目发行的明股实债、保险公司另类投资公司的各种另类投资产品、夹层资本、各种结构性交易产品。

混合证券主要在期限和支付选择性上显示出了相较普通债券的不同点，也成为对此类债券评级的主要关注点。其特征可归纳为以下三种：首先，混合证券到期时间一般较长（一般超过 20 年，还有一些是永续债券）；当企业面临财务困难时可以采用某些形式来延期支付；部分可转换（较保守的混合性融资工具会要求将债务强制转换为股权）。

对于此类证券的发行应一分为二地看待，一方面该类证券的偿付保障不及高等级无担保债券，通常具有次级特征；而另一方面，次级属性较强的混合证券能够为发行主体提供财务保护，改善资本结构，有利于对发行人主体财务稳定性的判断。

### 评级方法概览：股性 vs 债性

基于以上特征，国际评级机构普遍将混合证券的评级延伸成为对于该证券股性特征和债性特征比重的判断。穆迪先后多次修订混合证券的评级方法，以“图谱集”形式对证券的股性、债性特征进行序列划分：

1. 按照工具的基本特征（如：到期日、赎回选择权、递延属性、破产时的优先索偿权）进行分解；

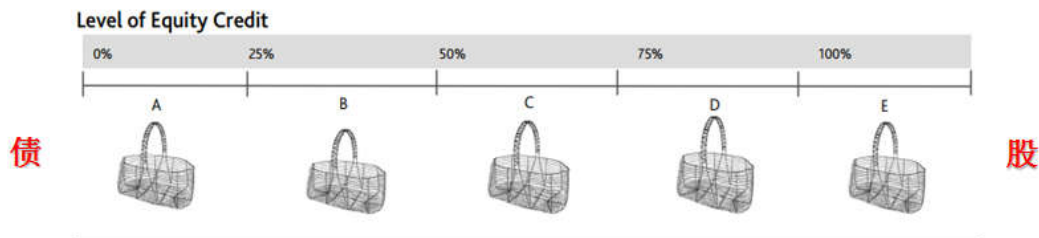
2. 将这些特征与纯权益特征（永续期限、无因未支付而构成违约事件的持续支付条款、为其他债权人吸收损失能力等）进行逐一比较；

3. 根据评定结果，结合与收益分配及证券总体弹性相关方面分析，将混合型证券放入篮子 A~E；

4. 根据对比得出相应证券的权益属性评级，评级的可能结果有：无、弱、中等、较强；（标普分为强、中、弱三等）。

标普与惠誉的评级方法与上述大致类似，将证券的股性进行 0~100%的判断，分为强、中、弱三等。在该类证券对发行人资本结构的影响分析上，标普对于股性低于 50%的证券采用债券的处理方式进行财务指标的分析，50%以上的证券采用股权的处理方式，但是具体的比例标准取决于分析师的整体判断。但是，三大机构均认为，因期限导致证券存在股性特征并不一定意味着证券评级低于主体评级，须综合考虑其他条款。

图表 1: 穆迪对于证券股性与债性的划分



资料来源：穆迪评级方法

尽管如此，在具体债券的实务中，信用级别的区分度远低于对于证券权益/债务权重的区分度。

### 评级思想核心：“吸收损失特性”

从宏观上来看，我们认为穆迪、惠誉等国际评级机构对混合证券的评级原理事实上以证券“吸收损失特性”作为判定其债、权属性的核心：

- 1) 在持续经营过程中可提供财务保护功能的混合证券（如不可累积优先股）应有更高的股性特征；
- 2) 仅在发生不可持续经营事项中提供吸收亏损功能的混合证券获得更高的债性特征，即在发行人面临偿债危机或濒临破产的情况下，混合型证券的票息递延支付或不被赎回的条款能够为发行人提供便利，在不触发高等级债券违约的情况下度过危机。

### 思想延伸：发行人信用品质的影响

从证券“吸收损失特性”、提供财务保护能力的评级原理延伸出去，对于具有较强股性的证券，证券评级会在主体评级基础上降低一定档次，但其降低幅度通常与发行人信用资质挂钩，这事实上侧面反映了国际评级机构评级方法的前瞻性原则。

图表 2，穆迪对不同类型发行人及其发行证券的特征总结

发行人类型/证券类型	特征
投资级发行人/不可转证券	发行人存续时间长；发行人融资期限长；证券通常票息支付更可持续。
投资级发行人/可转证券	发行人存续时间长；发行人融资期限长；证券通常存续期较短。
投机级发行人	发行人存续时间短；发行人融资期限短。

资料来源：穆迪评级方法

穆迪认为对投资级发行人而言，企业为维护名誉，避免市场负面反应，持续按期支付票息可能性较高。因此，评级过程中对于具有类似次级条款的证券，倾向于对投资级发行人的证券较主体评级的级别降幅比投机级发行人更少。例如，穆迪认为，对投资级发行人发行的可累计优先股，仅给予其部分股性特征，而投机级发行人所发行的同类证券则给予 100%股性。相对于投资级发行人，投机级发行人所发行的混合型债券直觉上更易发生违约情形、期限更短且资本情况更为复杂，其混合型债券通常所涉及条款更多，常具有并不构成违约情形的票息暂停/停止条款，因此对这类混合型债券更具有不确定性，特别是当发行人能够通过停止支付票息来避免违约情形的时候。

惠誉从另一个角度阐释了发行人资质对混合证券的影响，其出发点主要侧重发行人信用品质所带来的回收率差异（一般根据条款在主体评级基础上下调 1~3 档）。对于优质发行人，其证券回收率一般较高，证券评级最多仅降低 1 档，而资质较弱的发行人（如惠誉级别 B+ 以下），惠誉则会重新计算回收率以确定级别。

## 主要评级要素分析

国际评级机构在混合证券的条款判定标准上有一定差异，但从“吸收损失特性”原理上考虑，事实上可以从对于权益与债券差异特性出发总结其共同之处。

**期限要素：**权益与债券的一个重要差异为是否具有期限，混合证券介于两者之间，通常有一个期限，但相对较长。直观上看，期限越长，其股性特征更为明显，同时赎回日期、票息跃升机制和重置条款等对期限有影响的条款同样须在对其股性判断中考虑。

期限与股性特征的关联性上，标普认为剩余期限在 20 年以上的混合证券，至少可以达到“中等”股性。若发行人主体信用等级为 BB 及以下，则该期限标准可降低至 15 年以下。穆迪在期限上放得相对更宽，除了可转债和有本金减计条款的债券，期限小于 30 年的一般赋予全部债性，60 年一般等同于永续；而对于存续时间很长的债券，其权益特征将在到期前最后十年逐渐消失。惠誉则认为，剩余期限超过 5 年即有股性权重，完全不设置到期日的即为 100% 权益。

赎回选择权的影响上，标普认为赎回日也应在考虑范围之内，因赎回日可使得混合证券的存续期限变短，而穆迪通常不考虑赎回选择权，除非发行人有明确且公开的赎回意图。而票息跃升等条款通常属于二者考虑范围，特别是对于有较大幅度票息跃升的条款（如，投资级发行人高于 100bp 的票息跃升，和投机级发行人高于 200bp 的票息跃升），通常会认为会使发行人倾向于选择在票息跃升前赎回证券，从而降低了证券的存续期限，是债性特征的体现。

**票息要素：**权益与债券的另一个重要差异为是否强制付息，混合证券介于两者之间，一般附带有票息递延、暂停等条款，即使未能按时付息，也可通过达到事先设定的条款来避免违约。此外，票息是否可累计也通常对其信用等级有一定影响。对于票息递延、暂停等条款对于信用等级的影响程度，评级判断仍应回到“吸收损失特性”的评级原理中来。

国际评级机构通常认为企业除非遇到极端情况，出于维护名誉和融资渠道不会轻易暂停或递延付息，其付息意愿一般高于分红意愿。基于这一假设，尽管具有票

息积累的混合证券对于发行人在持续经营过程中吸收亏损作用低，但证券设置该条款一般伴有惩罚措施，发行人的票息暂停选择更为慎重，票息累计或票息不累计条款在吸收损失和保障流动性的功能上并无非常大的实质差别。

对于票息暂停条款，穆迪对该条款的判断主要从其触发条件的强度角度考虑：弱证券在发行人发生财务困境的条件下即触发，则该条款具有在经营过程中被用于吸收损失的特性，属于较强的票息暂停触发条件，若同时具有有票息不可累计条款，则该证券会被赋予更多股性；若证券仅在接近破产时才触发票息暂停条款以避免违约情形，则该条款仅有较弱的触发条件，并将赋予其更多债性。票息暂停或递延的时间影响上，标普和惠誉认为，票息可递延的时间越长（如 5 年），则股性越强（一般假设如果五年时间仍未重启支付，则企业可能已存在困境）。

图表 3 穆迪对部分条款的股债特性分类

序号	条款	股债特性
Eg1	30y, 可累计, 次级债券, 可选择性延期	篮子 B—25%权益权重
	<30y, 可累计, 次级债券, 可选择性延期	篮子 A—0%权益权重
Eg2	60y/永久, 可累计, 优先股, 可选择性延期	篮子 C—50%权益权重
	60y/永久, 不可累计, 优先股, 可选择性延期	篮子 D—75%权益权重

资料来源：穆迪评级方法

**偿付顺序：**证券在条款中规定的偿付顺序尽管在直观上看对其信用级别十分重要，但标普和穆迪均认为条款规定的次级偿还顺序并非为该证券具有较高股性特征的充分条件：穆迪对于普通次级债券所给予的股性权重甚至可能低于优先股的股性权重，相对的，即便设置了与高等级债券同样的偿付顺序，混合证券也同样可以因为无惩罚的票息递延条款而获得较高股性。尽管如此，劣后于优先级的偿付顺序对于回收率也有最直接的影响，以回收率为原则来判定混合证券信用级别的惠誉则将其看作充分条件。

除上述主要的评级要素之外，其影响混合证券评级的条款仍有非常多种，如股利暂停机制（该机制在取消利息支付的情况下，防止支付普通股股利）、股利推动机制（该机制要求只有在前 12 个月未支付过普通股股利的情况下，才可以取消支付混合证券利息）。这些条款为投资人提供了保护，可被赋予更多债性权重。此外，部分含强制转换条款的可转债，约定一定情况下可强制转股，同样增加了证券的股性特征；而对于具有次级属性的股东贷款，因其一般无法引起高等级债券的违约率和违约损失（穆迪对于违约的定义之一：只有债权工具才存在违约），仍应被赋予更多股性权重。

#### 小结：

目前国内永续债等混合证券一般因其约定清算时的高级偿付次序、附有较大幅度的票息跃升条款等因素，一般具有较强债性特征，但随着证券市场发展，混合证券种类将逐渐多元，证券评级相较主体的调降也将逐渐增多。对于带有次级属性的特别条款的评级，应从“吸收损失特性”的评级原理出发，以获得更为合理客观的评级结果。