

可交换债的评级实践研究

联合资信、联合评级研究部 何苗苗 已刊载在《债券》杂志 2018 年 8 月期

摘要：本文在对国际三大评级机构可交换债的评级原理进行梳理的基础上，结合国内的发行实践对可交换债的政策规定、条款特征、评级表现进行了详细分析，重点明晰了实践中部分容易混淆的评级观点；通过比较不同类型的可交换债评级案例，为相关方正正确认识可交换债的信用风险提供了参考。

可交换公司债券（Exchangeable Bonds，下简称 EB 或可交债）是成熟市场存在已久的固定收益类证券品种，它赋予债券持有人在一定期限内有权按照事先约定条件将债券转换成发行人所持有的其它公司的股票。国外可交换债产品诞生于上世纪 70 年代，在欧美、亚太等市场获得了广泛的应用和发展，其作为混合资本债券的细分品种在全球债券市场的比重逐渐增大。根据 Dealogic 统计，可交换债在金融危机前每年保持着百亿美元以上的发行规模，在经历金融危机引发的低谷之后，2014 年年发行规模逐步恢复至 200 亿美元。

我国可交换债法规始发于 2008 年 10 月¹，但鉴于股权质押法律操作方面存在瑕疵，直至 2013 年 10 月，首单可交债——“13 福星债”才在深交所发行。在经历了证监会、沪深交易所若干配套法规规范后（见文后附表），可交换债作为盘活存量股权的重要手段逐渐成为发行人、投资者格外青睐的品种。截至 2017 年末，我国累计已经发行可交换债 189 只，发行规模达到 2,174.11 亿元，主要以私募发行为主。从评级要求看，目前监管层要求公募可交换债须经资信评级机构评级且债券信用级别良好，私募可交债则无强制性评级要求²。

一、国内外评级机构的可交债评级理念

从国际三大评级机构关于可交换债的评级方法及实践来看（如下表 1），目前三大评级机构均未发布专门的可交债评级方法，其对可交债的评级规则散落在各机构已发布的评级准则及各类专项评级方法中。其中，标普将其放入专项评级方法中，出台了专门的适合非金融机构的混合资本工具评级方法，而穆迪和惠誉则将其列入有担保债券评级方法的大范畴中。从整体上来看，三家机构均通过对债项评级要素的诠释来阐述各自评级理念，主要表现在对转股及质押条款担保能力的判断差异上。

表 1 国际三大评级机构对可交换债的评级方法概览

机构名称	主要相关文件	评级思路
标普	《一般标准:方法和假设—不受审慎监管的公司实体和其他发行人发行的混合资本工具特征分析》、《专项标准:混合资本债券手册》等	债券的股性判断中，发行人意图处于首要因素，发行人意图对其自身未来的债务结构、关键债券条款设置影响最大；其次需关注债券条款设置，条款设置与发行人意图需要印证分析。债券条款按照股性特征分为（偏股/偏债/中间类），需要考虑未来条款实施及再融资条件变化对发行人偿债压力的影响。
穆迪	《担保债券评级方法》、《跨行业评级方法:混合资本债券》、《跨行业评级方法:对可变条款的考虑》等	采用预期损失模型，以主体评级为基础，通过主体评级对应的理想违约概率以及计算出的债券回收率得出债券的预期损失率从而获得债项评级。对于含权债券（如可交债），需要考虑转/换股状态对预期损失的影响。

¹证监会 2008 年 10 月首次发布《上市公司股东发行可交换公司债券的规定》，意在借助可交换债解决大小非减持的问题。

²参见 2015 年 1 月证监会《公司债券发行与交易管理办法》第十八条、第十九条和 2008 年 10 月《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》第二条。

惠誉	《担保债券评级方法》等	债项级别根据债券的回收率在主体评级基础上进行调整而得出，惠誉根据 AP 比率（Asset percentage，类似于覆盖倍数或抵押比率）决定信用级别提升的水准。一般投资级可在主体级别基础上提升 2 个小级别，AP 比率参照已有级别债券样本在违约回收状态下、处于保本情况下的平均水平确定。
----	-------------	--

资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。

不同于国外评级机构，国内多数评级机构发布了专门的可交换债评级方法，评级理念较为相近，主要从发行主体长期信用水平、债券条款设置、质押股票的担保分析三个方面来综合评判发行主体对本期可交换债券的偿还能力，揭示可交换债券的违约偿付风险。

基于评级理念的不同，在主体违约可能性分析的基础上，评级机构对于可交换债债项的判断略有不同。由于存在回收率和预期损失率两种分析模式的差异，部分机构（如标普和惠誉）根据债券回收情况的不同，一般是在主体信用等级基础上³上调 1~3 小级（如由 A 上调至 AA），而穆迪则采用预期损失模型，债项评级一般不高于主体评级。此外，对于条款、回收率的判断各家机构的掌握尺度也会有差异。

整体来看，目前国内外主流评级机构普遍将可交债视为具有换股期权条款的债务融资工具，评级视角集中于判断可交债的换股可能性及以股权作为质押增信措施下的债券偿债风险分析。

二、可交债与其他信用债的评级差异

作为内含期权的债券，可交换债的条款分析更类似于可转债，但其与可转债的最大区别在于转股标的持有人不同，可转债转股后会直接增加发行人权益，而可交换债换股后会减轻发行人的偿债压力但对自身权益无影响。如下表 2，相对于其他债券品种（如永续债、优先股），可交换债、可转换债主要是通过换股、回售、赎回等条款设置反映换股/转股意愿，而永续债、优先股更多的是通过偿付顺序安排、利息支付、赎回条款从实质上反映发行人的偿债意愿继而突出股性。

相较于普通公司债券，可交换债的主要评级差异在于换股可能性和质押股票担保能力两大方面，下面本文主要从上述两点对可交债的评级要素进行分析。

表 2 非金融企业债券融资工具评级方法对比简析

项目	普通公司债	可交换债	可转债	永续债	优先股
评级思路	主体长期信用等级+债项（债券条款分析）	主体长期信用等级+债项（债券条款设置+质押股票担保分析）	主体长期信用等级+债项（转股条款设置分析）	主体信用等级+债项（债券条款设置分析）	主体信用等级+债项（优先股合同条款分析）
条款关注	清偿顺序、担保措施	换股价格、换股期限、回售条款、赎回条款、向下修正条款	转股价格、转股期限、回售条款、赎回条款、向下修正条款	赎回或延期条款、利率重置条款、利息递延支付、清偿顺序条款、吸收损失等条款	优先股受偿顺序；股息是否可累积；是否约定选择性或强制性延迟给付条款；是否约定转股条款
债券会计处理（发行人）	计入负债	计入负债	计入权益和负债	视具体情况可计入权益	计入权益

资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。

三、换股可能性及评级分析

³注：各家机构依据主体评级属于投资级和投机级的情况，债项调整有所差异，此处指投资级的情况。

（一）条款分析

相较于转债发行人明显的转股意图，可交债发行人的融资意图相对复杂。一般而言，可交债发行人意图主要来自两大类：一是低成本融资（偏债），二是溢价减持（偏股），部分私募可交债发行人还会通过条款设置与定增、股权收购配合，用于并购等资本运作（如15首旅EB⁴）。从目前市场发行的可交债来看，公募可交债中具有换股意向的数量占比明显高于私募可交债。判断可交债的换股可能性，一方面是通过发行条款（如下表3），另一方面也要结合市场环境具体分析。

表3 可交换债常见换股条款分析

项目	相关条款设置	政策规定	
换股条款	换股价格	取决于换股价格与标的股票市价的差价，换股价一般较低（如小于市场价格的25%）则有利于换股	公募债换股价不低于募集书公告前前20日和前1日交易均价；私募债不低于发行前一日标的股票收盘价的90%以及前20个交易日收盘均价的90%
	换股期限	换股期限越长，换股机会越多，换股可能性相对越大	公募换股条款有生效时间，一般为发行1年后开始；私募EB的设置则更为灵活，不少以股份解禁为界
回售条款	回售触发条件	需要看标的股票市场价格低于换股价格的幅度，幅度越大出现回售的可能性越大	无硬性固定，一般为有条件回售，正股 ⁵ 价格在一段时间内低于换股价格的某个比例时，债券持有人可以按照事先约定的价格将债券回售给发行人
	回售价格	回售价格一般为债券面值加计利息，利率一般低于市场平均水平但高于债券票面利率。若回售价格高，发行人的偿债压力也就越大，偿债风险也就越高	
	回售期限	回售期限越长则回售可能性就越大	
赎回条款	股票市场价格连续高于换股价格达到一定幅度时可赎回，赎回条款给债券持有人施加了一种压力。换股期前就设赎回条款甚至赎回条款作用期是在整个期间，可能意味着发行人不愿放弃高价减持或者是换股意愿不强	无硬性规定	
下修条款	启动下修时，标的股票市场价格低于换股价格的幅度要小于投资者行使回售条款时的幅度，即在投资者可以开始行使回售权力的条件出现之前，发行人可能已调低换股价格；倾向换股型可交债普遍下修条款较为宽松便于操作，下修动力将主要来自避免回售的出现	无硬性规定，一般情况下，换股价格向下修正条款的触发条件是连续20（或30）个交易日中任意10（或15）个交易日的收盘价低于当期换股价格的80%（或85%或90%）	

资料来源：《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》、《关于中小企业可交换私募债券试点业务有关事项的通知》等，联合资信、联合评级搜集整理。

（二）评级视角

2016年之后，由于审批效率高且下游投资需求强劲，私募可交换债发行进入爆发期。私募可交换债条款设置灵活，创新频出，判断换股可能性难度较大。从实践角度来看，虽然评级尽调过程中基于债券发行意图的了解有助于判断可交债的换股意愿高低，但由于换股的实现主要取决于条款设置及市场环境，因此换股可能性高低的判断主要源自市场环境下的债券条款设置分析。针对不同的情况，表4总结了私募可交债不同换股可能性情况下的相关特征。

表4 私募可交债的常见条款及特征分析

项目	换股可能性高	换股可能性低	平衡型
----	--------	--------	-----

⁴首旅酒店股东首旅集团发行的私募可交换债为首旅酒店重组方案中的一环，15首旅EB为定向向原如家的股份持有人发行，这些持有人可能通过换股形式得到如家股份。

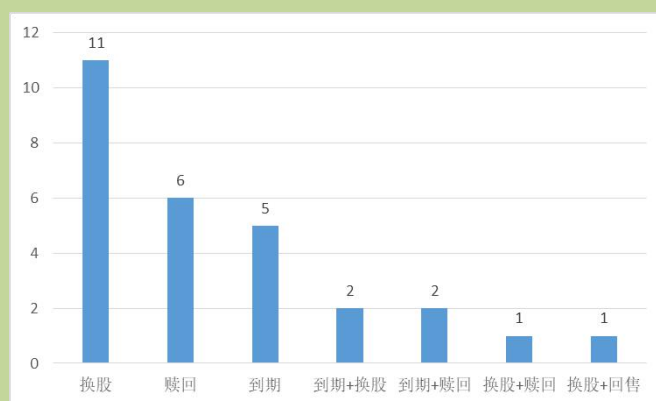
⁵注：本文将可交换债标的股票简称为正股，其对应企业简称为正股企业。

条款特征	多数票面利率较低，换股溢价率较低，换股期较长，有自动下修或易达到下修，无上修条款，无提前赎回，换股期内赎回难以触发，回售条款对投资者有利	多数票面利率较高，换股溢价率较高，无下修或者下修难以执行、无能力下修，设置换股期前赎回，换股期内赎回容易实现，回售价格较低或者回售成本较小	条款间博弈性较强，需要对正股前景和债券条款进行深入分析
发行人特征	多为大股东或者一致行动人，股份充足且市值管理能力强，有能力执行下修和补足质押股份，展示出一定的减持需求（定增解禁）或者减持对其控制权无影响，一般减持成本较低	一般来自于传统行业，发行人股数不充足，意在为特殊项目融资或者对流动性进行管理，没有展现出明显的减持诉求	无特定特征，融资意图需要与发行人进行了解
案例	14 歌尔债（最终换股）、15 东集 EB（最终换股）	13 福星债（最终换股）、14 海宁债（最终到期）	14 沪美债（最终赎回）、15 美大债（最终赎回）

资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。

值得注意的是，虽然债券条款与换股可能性高低具有较强相关性，但并不是倾向换股或倾向债务融资的债券最终都能实现初始融资意图。从实际情况来看，2017 年末已经到期的 29 只可交换债券中，换股债券仅为 13 只（在总数中占比为 45%），很多具有换股意向的债券并未实现换股（如 15 纳海债、15 中基债⁶）。从实现换股的 13 只可交换债来看，全部为私募发行，发行利率介于 3%~10% 之间。

图 1 2017 年末到期的可交换债退出方式一览 单位：只



资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。注：到期+换股、到期+赎回、换股+赎回、换股+回售构成中，因前者退出比例均大于 50%，本文将混合退出方式按主要占比分别纳入到期和换股中。

从评级视角来看，如果可交换债能实现换股，则债券可被视为偿还，高换股可能性会减少债券违约可能性和违约损失风险，但主体级别、具体债券级别的确定还要结合其他因素综合判断，主要考虑因素如下：（1）减持的市场规则一般对发行人信用基本面（主体评级）影响不大。目前可交债发行人多为正股企业的控股股东或参股股东，减持比例一般不超过 5%⁷，控股股东一般不愿也不会丧失对正股企业的实际控制权，参股股东也多以比例较小的财务投资退出为目的。基于对发行人的重要性程度判断，目前可交债的换股对主体评级影响不大。

（2）换股的不确定使得评级机构对债券违约风险的判断较为谨慎。鉴于可交债何时换股以及能否换股尚不确定，因此即便债券具有较强的换股倾向，未来换股可能会减轻偿债压力，但在实际评级操作中，出于审慎性的考虑，评级机构对于偿债风险的考量多以债券全额进行压力测试，后期在出现回售或赎回情况也会因已考虑极端不利因素而显得更加具有前瞻性。

整体来看，可交换债是一种股债结合的金融产品，相对于转债，可交债融资意图更加复杂，发行条款设置灵活，博弈性也更强（尤其是私募债）。评级机构在考虑可交债换股条款

⁶ 15 纳海债和 15 中基债分别于 2017 年 2 月、3 月因特定事项被强制赎回。

⁷ 根据《上市公司收购管理办法》，持股 5% 以上股东，其拥有股权每增加或减少 5% 时，都要在三日内编制简式权益变动报告书，并向证监会、交易所报告。

时，虽然承认高换股可能性会减轻发行人偿债压力，但对于债项级别的确定仍要结合正股企业信用面、质押股票担保能力等多种因素综合确定。

四、股票质押及评级分析

（一）条款分析

根据 2008 年 10 月出台的《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，公募发行债券的金额不超过预备用于交换的股票按募集说明书公告日前 20 个交易日均价计算的市值的 70%，因此公募可交换债券的发行覆盖倍数⁸一般为 1.43 倍以上。私募债券的覆盖倍数虽然没有强制性规定，但从实际已发行的债券来看，覆盖倍数也都在 1 倍以上。

表 5 可交换债股票质押条款分析

项目	政策规定与条款分析
可换股票种类	上市公司或非上市公司股票
公募发行	政策规定：（1）股票对应的上市公司最近一期末净资产不低于人民币 15 亿元或者最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%；（2）提出发行申请时股票为无限售条件股份；（3）不存在被查封、扣押、冻结等财产权利被限制的情形
私募发行	私募可交换债可以将尚在限售期的股票作为质押标的，但在换股期应不存在限售或其他与交换冲突的情况
发行金额	公募发行要求发行金额不高于待交换股票市值的 70%；私募发行金额没有限制
维持担保比例	无硬性要求，一般在发行条款中协商确定。公募债一般很少设置维持担保倍数，但私募债多有设置
触发保护条款	无硬性要求，一般在发行条款中协商确定。
质押股票数量	法规规定股票发行人流通股票数量应不少于可质押股票数量，但需考虑极端情况

资料来源：《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，《可交换公司债券业务实施细则》，联合资信、联合评级搜集整理。

（二）评级视角

质押股票对债券增信能力的高低取决于股票价值、覆盖倍数、流动性、债券发行人与股票发行人的经营关联度等因素。从评级角度来说，一般覆盖倍数越高、股票流动性越强、质押保护条款越充分、债券发行人与股票发行人的关联度越小，质押股票的担保能力越强，相应也更容易获得信用增级。

截至 2017 年末，市场已发行的 14 只公募可交换债中，债项相较于主体级别均未增级（如表 6）；在已发行且有公开信息披露的 36 只私募可交换债中，获得信用增级的为 16 只（占比 45%）。如下表 7 所示，AA~AA+ 级别发行人私募发行的可交债中，AA 级别发行人所发可交债获得增级占比最高，远超 AA 和 AA+ 级别发行人。

表 6 2013~2017 年公募可交换债评级情况

发行人名称	可交债名称	正股简称	与正股企业关系	初始覆盖倍数	维持担保比例	主体级别	信用等级
上海国有资产经营有限公司	15 国资 EB	中国太保	持股股东	1.53	无	AAA	AAA
上海国盛(集团)有限公司	15 国盛 EB	上海建工	持股股东	1.43	无	AAA	AAA
清华控股有限公司	15 清控 EB	国金证券	第二大股东	1.43	无	AAA	AAA
天士力控股集团有限公司	15 天集 EB	天士力	控股股东	1.47	无	AA+	AA+

⁸注：本文所指覆盖倍数（或担保比例）=质押股权公允价值/债券本金；维持担保是指在一定时间内（如存续期或换股期），随着标的股票股价的变动应当维持的担保比例；当维持担保比例不满足时，质权人可以对出质人要求追加股票并达到担保比例。

中国宝武钢铁集团有限公司	14 宝钢 EB	新华保险	第二大股东	1.57	无	AAA	AAA
中国宝武钢铁集团有限公司	17 宝武 EB	宝钢股份	控股股东	1.58	无	AAA	AAA
巨化集团有限公司	17 巨化 EB	巨化股份	控股股东	1.70	无	AA+	AA+
浙报传媒控股集团有限公司	17 浙报 EB	浙数文化	控股股东	1.43	无	AAA	AAA
浙江桐昆控股集团有限公司	17 桐昆 EB	桐昆股份	控股股东	1.43	无	AA	AA
中国石油天然气集团有限公司	17 中油 EB	中国石油	控股股东	1.59	无	AAA	AAA
山东高速集团有限公司	17 山高 EB	山东高速	控股股东	1.51	无	AAA	AAA
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	16 凤凰 EB	凤凰传媒	控股股东	1.50	无	AAA	AAA
安徽新华发行(集团)控股有限公司	16 皖新 EB	皖新传媒	控股股东	1.43	无	AA+	AA+
以岭医药科技有限公司	16 以岭 EB	以岭药业	控股股东	1.43	1 倍	AA	AA

资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。

从覆盖倍数看，公募可交换的初始覆盖倍数在 1.43~1.70 倍之间（均值为 1.50 倍），私募可交换债的初始覆盖倍数分布在 1.10~3.03 倍之间（均值为 1.50 倍）。从维持担保条款来看，公募债券几乎不设维持担保比率，但多数私募可交债设置了维持担保比例（多为 80%~120% 之间）。

表 7 2013~2017 年私募可交换债股票增级情况统计（有信息披露） 单位：只

债项 主体	AA-	AA	AA+	AAA	增信债券占比
AA-	1	8	—	—	89%
AA	—	14	3	1	22%
AA+	—	—	5	4	44%

资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。

形成公私募可交换债上述评级表现差异的原因可能源自如下：（1）发行人信用资质差异。由于公募可交债发行人通常信用水平良好（多在 AA+ 级别以上），其对应的可交债很少设置维持/追加担保比例条款；但私募债发行人由于信用状况参差不齐，为减少信用风险，私募可交换债中大部分规定了维持担保比例，而维持担保比例对信用增级具有积极影响。（2）发行人融资意图差异。公募可交换债基于股东减持初衷的比例更高（尤其是参股股东），一般不需要设置维持担保条款；而私募可交债发行人债务融资意图的比例较高，为降低债券融资成本多设置了维持担保条款，增级的意向更为强烈。（3）监管规则推动。目前监管机构对债券的级别使用有所限制，如保监会投资非金融企业公司债券⁹债项级别需要 AA 级以上；中证登对可作为回购质押品在相应市场开展回购业务的债券级别由原先的 AA 以上提升至 AAA¹⁰，为提高流动性、降低发行成本，债券发行人有动机通过质押增信提升债项级别。

从上述统计分析来看，基于评级视角有如下关注因素：

（1）维持/追加担保比例对信用评级具有正向影响。由于股票价值不稳定，为防范本息兑付风险，多数债券质押协议中都会要求当一定时间内股价下跌的情况下，发行人应追加股票质押或其他维持担保措施。从实践情况看，设置维持担保条款的私募可交债获得信用增级的比例远高于不设维持担保条款的公募可交债。

（2）相关性较小且信用水平良好的正股企业或上市公司对债项级别提升有积极影响。

⁹ 见 2012 年 7 月保监会《保险资金投资债券暂行办法》。

¹⁰ 见 2017 年 4 月中证登《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引（2017 年修订版）》。

通常进行股权质押的都是大股东，如果偿还意愿低或具有不良动机，大股东可能利用自身控股地位不当影响上市公司经营（如不当决策、关联交易、二次质押等），这样正股价值可能会下跌。在上市公司利益受损的情况下进行股票处置，投资者获得的补偿是极其有限的。发行人与正股企业的关联程度很大程度上决定了发行人违约时，正股企业股价是否会受到牵连。相反，如果正股企业信用水平良好且与可交债发行人关联度低，无疑会减少可交债偿债风险。

（3）流动性佳且市值稳定的正股有利于信用水平的提升。目前私募可交换债对正股流动性的限制较为宽松，仅要求在换股期间非受限即可。但由于股票价格波动较大，评级机构会在考虑正股企业信用水平的基础上，对股价进行全面分析（股价稳定性、近三年股价最低点、最低市净率 P/B 水平），必要时进行压力测试。

整体来看，公私募可交换债的股票质押条款设置差异较大，实践中也形成了不同的评级增级表现。债券发行人自身信用水平在债券级别判断中处于主导因素，发行人与正股企业的相关性、正股股票的流动性、正股企业的信用水平等因素均对质押增信效果产生较大影响。

五、需要重点明晰的评级观点

（一）质押股票覆盖倍数与回收率并非同一逻辑

与质押增信效果直接相关的是回收率（处置质押股票获得的资金与债券的本金与一年利息之和的比值）而非质押覆盖倍数。回收率需计算质押股票的处置价值，而覆盖倍数计算的是质押股票的公允价值，两者计算口径不一。在极端不利条件下，如果发行人违约，若正股企业与发行人关联性很大且是发行人主要经营实体的情况下，股票的处置价值也会大幅缩水，对债券的保护能力很弱。当然，在债券质押覆盖倍数高的情况下，如果股票质押物能够实现快速处置则可能会提升债券回收率。

（二）质押覆盖倍数与增信不是比例关系

一般认为抵质押增信的效果与抵质押覆盖倍数有关，即抵质押倍数越高，对债券的增级效果越好，对债券持有人保护力度越强。但从评级实践看，并非抵质押倍数越高，债券增级的级数越多，许多甚至并不增级。由于长期债项评级考量的是债券违约概率和违约回收程度，对于信用等级为投资级别的主体，评级机构一般认为其发生违约的可能性较小，债项级别的调整幅度较投机级别相对较小，具体上调或下调的幅度要看结合发行人主体评级、债券受保护程度综合确定；投机级级别发行人违约可能性较大，相应债项级别调整幅度也较大。

以标普的回收评级为例，在回收率在 70%~90% 时，债券可以增信 1 个子级别；在回收率为 90%~100% 时，可以增信 2 个级别；在回收率在 100% 时，可以增信 3 个级别；回收率大于 100% 时则不会再增信。质押资产为债券增信的原理与回收评级方法相似，当发行人无法足额偿付债券本息时，可以通过处置抵质押资产来清偿。当回收率高于一定标准时，可以为债券增级；如果回收率大于 100%，投资者能获得的补偿也并不会超过债券的本金与一年利息之和，因此回收率高于 100% 之后再提高抵质押倍数，增信意义不大。

表 8 标普回收率评级与主体评级调整关系

回收率评级	回收描述	司法管辖 A 区名义回收范围	司法管辖 B 区名义回收范围	评级调整的规则
1+	完全回收	100%	—	+3 个子级
1	高回收比例	90%~100%	—	+2 个子级
2	较高回收比	70%~90%	90%~100%	+1 个子级
3	一般回收比	50%~70%	50%~90%	0 个子级
4	平均回收比	30%~50%	30%~50%	0 个子级
5	适度回收比	10%~30%	10%~30%	-1 个子级
6	微量回收比	0~10%	0~10%	-2 个子级

资料来源：《国际评级机构回收率评级方法研究》，联合资信、联合评级搜集整理。注：标普依据对债权人友好程度和法律执行有效程度，将各国家和地区由高到低分为 A、B、C 三类司法管辖区，根据标普 2008 年评估结果，A 类司法管辖区包括英国、中国香港、新加坡、加拿大和美国等，B 类司法管辖区包括墨西哥、法国和意大利等，C 类司法管辖区包括俄罗斯、哈萨克斯坦

和乌克兰等。回收率评级仅适用于 A 和 B 司法管辖区。

（三）评级政策亦有可能动态调整

信用评级是定性与定量评估的综合考量，定性因素依赖于分析人员的判断，在目前债券产品创新层出不穷，条款设计愈加灵活的大背景下，评级机构对于可交换债偿债风险的判断标准也可能会有所变化。从国外评级机构来看，每年三大机构会根据监管环境、市场形势变化定期更新自己的评级方法，国内评级机构亦会不定期调整自己的评级标准。比如在可交换债面世的初期，股市行情向好，可交债产品发行人资质水平普遍较高，对应的正股流动性很强，业内评级机构普遍倾向于较低的覆盖倍数；而在目前违约事件不断爆发、股市波动频繁、信用环境愈加严峻的大背景下，相对较高的质押覆盖倍数越来越成为业内评级机构的共识。

整体来看，信用评级是对信用风险要素进行定量和定性分析基础上的定性判定，以质押股票作为担保措施的增信效果要参考发行人的主体评级状况、正股股票的保护力度综合考虑。质押股票的覆盖倍数与回收率具有相关性但并非同一逻辑，有关质押倍数等评级标准也会随市场环境动态进行调整。

六、评级实操案例简析

（一）换股型案例—14 歌尔债

1、基本情况

14 歌尔债私募发行于 2014 年 9 月，发行人为潍坊歌尔集团有限公司（简称“歌尔集团”），标的正股为歌尔声学¹¹。发行人是歌尔声学的第一大股东/母公司（持股 28.16%）。发行人本身由自然人姜滨、姜龙实际控制，上述两人还以个人名义持有歌尔声学各 20.52%和 4.15%的股份，因此两人实际共持有歌尔声学总股本的 52.83%，全部交换后不影响发行人对正股的控股地位。

2、条款分析

14 歌尔债设置了赎回、回售、向下修正、质押维持和追加条款，并设置了歌尔集团担保措施¹²，详细条款设置如下表 9。在 14 歌尔债发行当期，上市公司歌尔声学也向证监会提交了可转债的发行申请，发行人换股意愿较为积极。14 歌尔债于半年后（2015 年 3 月）进入换股期，2017 年 5 月全部完成换股。

表 9 14 歌尔债主要条款情况

发行人	潍坊歌尔集团有限公司
发行额	不超过 12 亿元
期限	3 年
票息及支付方式	2.5%，年付息一次
评级及增信措施	主体 AA，债项 AA，待交换股票作为质押，歌尔集团（母公司）提供担保
质押维持和追加条款	当质押比例连续 10 个交易日高于 150%时，发行人有权解除部分质押或提取质押账户中的现金，但仍需保持质押率在 150%以上；当质押比例连续 10 个交易日低于 120%时，发行人须补充股票或现金
换股条款	发行 6 个月后，投资者可以 28.70 元/股的价格将本期债券与发行人交换为股票

¹¹ 注：歌尔声学 2016 年 6 月更名为歌尔股份。

¹² 根据《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》第六条规定，除用预备交换的股票设定担保外，发行人还可为可交债另行提供担保，另行担保按照《公司债券发行试点办法》第二章第十一条的规定办理。

赎回条款	换股期内，如果歌尔声学股票价格任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期换股价格的 130%，发行人董事会会有权决定以债券面值加应计利息赎回全部或部分未换股的本期私募债券
回售条款	债券存续期最后 180 日内，当标的股票在任意连续 30 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 70%时，债券持有人有权将其持有的本期私募债券全部或部分按照债券面值加当期应计利息回售给发行人
向下修正	换股期内，当标的股票在任意连续 20 个交易日中至少 10 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 85%时，发行人有权决定换股价格是否向下修正

资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。

14 歌尔债设置了较低的换股价格（28.70 元/股），与发行日时股价（28.05 元/股）基本相当，实现换股难度较低，具有较强的换股意向，债券票面利率仅为 2.5%。赎回条款与传统转债基本一致，当股价持续高于转股价的 130%时触发，具有明显的促换股意向。回售条款仅在最后半年触发，回售价仅为面值加应计利息。14 歌尔债设有向下修正条款，触发难度与传统转债相近。担保追加和维持条款在当时有一定的创新性，有效保证了债券安全水平。歌尔集团拥有大量歌尔声学股票，对该交换债的安全性有一定提升作用。从上述发行条款看，14 歌尔债换股可能性较大。

3、评级情况

14 歌尔债发行人歌尔集团 2013 年主体信用级别为 AA¹³，信用状况良好。从发行人自身情况看，发行人意图以募集资金中的 10 亿元置换银行贷款，其余 2 亿补充流动资金，发行人有意利用可交换债票息低的优势降低财务成本。从财务情况看，如果该可交换债如期实现换股，发行人则可实现将存量股权转化为资金，调整资产负债表结构且实际控制地位并未受到影响。歌尔集团的主要经营实体来自于上市公司歌尔声学，经营关联度较大。歌尔声学 2011 年公开主体评级为 A+，2013 年无公开主体评级信息。14 歌尔债质押股票初始覆盖倍数达到了 1.50 倍，虽然设置了 1.20 倍的担保维持条款，但是考虑到发行人与正股企业的强关联性，债项并未获得有效增级，最终 14 歌尔债首评债券评级为 AA。

（二）债务融资型案例—16 永泰 EB

1、基本情况

16 永泰 EB 发行于 2016 年 2 月，发行人为永泰集团有限公司（简称永泰集团），标的正股为永泰能源，该债券为私募发行。发行人是永泰能源控股股东（持股 46.26%）。本次可交换债质押股票占发行人所持企业股份的 5%左右，预备用于交换的股份（为无限售股份）占比 2%，此次换股不影响其控股地位。从实际情况看，由于资金需求旺盛，永泰集团基本已全部将其持有的永泰能源的股票质押给金融机构进行融资，实际减持空间很小，此次永泰控股发行债券主要意图为债务融资。

2、条款

16 永泰 EB 换股价非常高（7 元/股），远高出发行日正股股价（4.15 元/股），没有设置回售条款，下修条款难以实现，换股可能性较小，发行人债务融资意图较为明显（如下表 10）。16 永泰 EB 于 2016 年 8 月进入换股期，在换股期限内 16 永泰 EB 未发生换股，永泰集团为本期债券换股而开立的股票质押专项账户内的正股股份未发生变动。2018 年 2 月，16 永泰 EB 完成赎回并摘牌。

表 10 16 永泰 EB 主要条款情况

名称	16 永泰 EB
----	----------

¹³ 注：为保证分析的客观性及可比性，本文案例分析部分的主体/债项信息来自于同一家评级机构可查询到的评级结果，由于私募债信息披露较少，可获得评级信息相对有限。

基本信息	规模 4.4 亿元，票息 8.5%，主体/债项：AA/AA，2 年期
转股相关	正股永泰能源，换股价 7 元，换股价较发行日股价溢价率高达 89%，换股意向很弱，发行后半年进入换股期
赎回条款	正股价格任意连续 10 个交易日中至少有 5 个交易日的收盘价不低于当期换股价格的 125%，发行人有权在 5 个交易日内决定是否赎回。该条款较主流条款更容易触发，显示发行人换股积极性差
下修条款	当正股价格在任意连续 10 个交易日中至少 5 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 85%时，发行人有权在 5 个交易日内决定换股价格是否向下修正，下修条件宽松但实际难以实现
质押担保	发行人将 26,980 万股（包括预备用于交换的 11,571.43 股）股票及其孳息质押

资料来源：联合资信、联合评级搜集整理。

3、评级情况

永泰控股为从事电力、煤炭开采及销售、石化贸易物流等业务的综合型产业投资控股集团，上市公司在发行人经营中占主体地位，经营关联度较大。发行时永泰集团正处于业务扩张期，资金需求压力较大，负债率已近 70%，整体经营状况良好。2015 年永泰控股集团主体信用评级为 AA，永泰能源主体评级达到 AA+，正股企业永泰能源信用状况要优于发行人永泰集团。16 永泰 EB 债券条款显示出发行人较低的换股意愿，换股可能性较低，用于质押换股的股票覆盖倍数仅为 1 倍，未设置维持担保条款，虽然发行人预备了更多的股票用于满足在股票调整的情况下以满足换股需求¹⁴，但从实际情况看，在正股股价波动的大背景下，整体债券质押担保保护力度一般。从信息披露情况看，16 永泰 EB 发行时主体及债项评级均为 AA。

七、总结

作为股债结合的金融产品，可交换债相对于转债的发行意图更加复杂，发行条款设置更加灵活，博弈性也更强。评级机构在考虑可交债换股条款时，虽然承认较高的换股可能性会减轻发行人偿债压力，但对于债项级别的确定仍要结合正股企业、质押股票担保能力等多种因素综合确定。质押股票的覆盖倍数与违约回收率具有相关性但并非同一逻辑，各家评级机构评级的操作标准也有一定差异；随着市场环境的变化，各家机构的评级政策也会动态调整。

参考资料：

1. 中金债市宝典之可交换债篇（2017 版），2017 年 9 月。
2. [https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/ratings-criteria,General Criteria: Criteria Clarification On Hybrid Capital Step-Ups, Call Options, And Replacement Provisions, 22-Oct-2012; General Criteria: Methodology And Assumptions: Assigning Equity Content To Hybrid Capital Instruments Issued By Corporate Entities And Other Issuers Not Subject To Prudential Regulation, 16-Jan-2018](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/ratings-criteria,General+Criteria:Criteria+Clarification+On+Hybrid+Capital+Step-Ups,+Call+Options,+And+Replacement+Provisions,+22-Oct-2012;+General+Criteria:Methodology+And+Assumptions:Assigning+Equity+Content+To+Hybrid+Capital+Instruments+Issued+By+Corporate+Entities+And+Other+Issuers+Not+Subject+To+Prudential+Regulation,+16-Jan-2018).
3. https://www.moody.com/pages/default_ch.aspx, Moody's Approach to Rating Covered Bonds, DECEMBER 19, 2016, CROSS - SECTOR RATING METHODOLOGY: Hybrid Equity Credit, For hybrid instruments including shareholder loans; Rating Obligations with Variable Promises.
4. <https://www.fitchratings.com/site/home>, Covered Bonds Rating Criteria
5. 林青、郝帅，国际评级机构回收率评级方法研究，债券，2017 年 12 月。

¹⁴ 注：见 2014 年 6 月、8 月沪深交易所《可交换公司债券业务实施细则》第四章第六条。

附表 可交换债相关政策一览

序号	时间	机构	文件名称	主要适用范围
1	2008/10/7	证监会	上市公司股东发行可交换公司债券试行规	公募
2	2012/5/22	深交所	中小企业私募债券试点业务指南	私募
3	2013/5/31	深交所	关于中小企业可交换私募债券试点业务有关事项的通知	私募
4	2014/6/17	上交所	可交换公司债券业务实施细则	公募
5	2014/8/11	深交所	可交换公司债券业务实施细则	公募
6	2015/1/15	证监会	公司债券发行与交易管理办法	公募/私募
7	2015/5/29	上交所	非公开发行公司债券业务管理暂行办法	私募
8	2015/5/29	深交所	非公开发行公司债券业务管理暂行办法	私募
9	2016/3/2	中国结算	可交换公司债券登记结算业务指南	公募/私募