

标准普尔全球工业企业投机级债券违约挽回评级准则

戴晓枫 周美玲 / 译

一、全球工业企业挽回评级的定义和内容

挽回评级是在给定的债务违约的情景假设下，评估债权人本金和应得利息的挽回情况。标准普尔挽回评级的方法论侧重于估计发行人正式破产或者非正式债务重组后，债权人挽回应得资本的百分比。其挽回的资产可能是现金、债务或等价重组后的权益证券、或以上几种的组合。标准普尔主要侧重于正常的损失挽回（相对折现挽回价值），因为折现挽回对市场参与者来说是可以独立确定的，因为他们可以采用自己的折现率来计算挽回情况。然而，在对债权人不利的司法辖区内，标准普尔结合挽回评级和发行评级，可以控制由法律环境带来的更多不确定性。

尽管有历史挽回数据，标准普尔挽回评级结合具体交易、情景驱动和前瞻性进行分析。标准普尔考虑以下因素的影响：关键债务结构、债权的动态性、破产制度的性质、多元司法管辖问题和在假设违约后挽回估值的潜在变动。并且通过周期性的和对特定事件的检查来进行后续跟踪，以确保标准普尔的挽回评级仍然具有前瞻性。具体来讲是通过持续的定期和不定期的跟踪评级（监测债券的发展、评估债务人在此段时间内的业务风险以及资产和负债受到的影响）来确保挽回评级是对未来的良好预期。

标准普尔认为，违约建模、评估、重组（无论是作为一个正式的破产程序的一部分或以其他方式）本身就是动态的、复杂的过程，并不是特别准确的或遵循某种固定路径的。这些过程往往涉及突发事件并且易受主观判断、谈判地位和各利益方广泛磋商议程的影响。即便如此，标准普尔仍然相信其侧重企业特有的基本信用风险的方法论能够提供债权人判断挽回预期有价值的观点，而且此方法论还考虑到了公司的债务组成和结构、法律组织形式和非债务负债（nondebt liabilities）。

鉴于此，标准普尔挽回评级的目的是提供债务违约后的挽回率估计，而不是准确的预测。标准普尔的分析还致力于考察公司的债务和法人结构特点是如何影响贷款人的挽回预期的。当然，并不是所有的借款人都会违约，但结合对企业发行评级的违约风险一起看，可以帮助投资者评估债务工具的风险/收益的特点，并估计其预期的收益率。挽回评级的过程是透明的（所

2009年《研究报告》第二期刊登《标普债务挽回率评级分析框架》，本文根据 Standard & Poor's 2009年8月新公布的“Criteria Guidelines For Recovery Ratings On Global Industrials Issuers' Speculative-Grade Debt”重新翻译、整理。

有保密范围之外的），以便使市场参与者可以从标准普尔的分析中形成自己的观点，而不是仅仅使用结论本身。

二、挽回评级级别和发行评级框架

下表总结了标准普尔发行评级框架。此评级适用于投机级企业的债券和贷款，是基于标准普尔对已评级特定债务工具挽回评级结果的。发行人具有较高挽回评级（‘1+’，‘1’或‘2’）可能会使得债项评级级别高于主体信用级别，具有较低挽回评级（‘5’或‘6’）可能会使得债项级别低于主体信用级别。

图表 1 挽回评级和发行评级标准

适应于企业信用评级为投机级的发行人			
挽回评级	挽回描述	正常挽回预期	发行信用评级调整
1+	最高的挽回，完全挽回	100%	+3
1	很高的挽回	90%-100%	+2
2	显著的挽回	70%-90%	+1
3	有意义的挽回	50%-70%	0
4	平均的挽回	30%-50%	0
5	轻微的挽回	10%-30%	-1
6	可忽略的挽回	1%-10%	-2

三、挽回评级和发行评级关于特定法律环境的调整

标准普尔将挽回评级业务拓展到美国以外时，尽职调查中也需对不同国家破产程序对债务违约后挽回预期的影响进行评估。这就使得标准普尔在对美国以外的国家进行挽回评级时，需要包含对特定司法管辖的评估。标准普尔在当地破产执业者帮助下，对每个司法辖区内债权人友好性的以及法律在实践中的运行情况进行评估，就后者而言，至今标准普尔仍缺乏经验数据，因为在美国以外，很少有可靠的历史违约和挽回数据能在实践中用来验证破产程序的可预见性和债权人的实际挽回率。随着时间的推移，当标准普尔收集到更多的实际损失数据和实证，特别是最近颁布了重大法律改革的国家，如墨西哥，法国和意大利，标准普尔将同步优化和更新分析方法和理论。

关于各国司法对债权人的保护程度对以下四个因子进行评分：

- ◆安全性；
- ◆债权人参与程度 / 影响力；
- ◆价值的分配 / 已确定的优先级；

◆ 挽回损失的时间。

基于上述因子的得分，依据对债权人的保护性，标准普尔把所涉及到的国家分为三类，这种分类使得我们可以在挽回率分析中针对具体的司法管辖做出相应的调整。也就是说，相对于挽回评级和债券发行评级的标准，在偏好债权人或者其他非债权人团体的国家（这些国家法律旨在保护债务利益相关者），标准普尔将对挽回评级以及发行人信用评级与债券评级设定，在这种意义上，标准普尔期望挽回过程和实际挽回评级不受破产制度的影响。标准普尔相信，在纯粹数据分析上叠加上述分析判断，提高了挽回评级和发行评级时破产法规影响评估的一致性和透明性，特别是那些对债权人很不友好的国家。

关于调整细节、如何将具体类似特征的国家分类，以及每组发行人级别调整范围限制，请参阅《更新：挽回评级和发行评级的特定司法管辖调整》（2008年6月20日发表于《评级指引》）。此外，对于在这份报告中讨论的破产制度，标准普尔随后海公布了关于一些国家破产法的具体报告。

四、全球工业企业通用挽回评级的方法

对工业企业发行人的挽回分析有三个基本组成部分：（1）确定企业最有可能的违约路径；（2）估计违约企业的价值；（3）根据每名债权人的相对优先权，分配企业资产价值。标准普尔把上述过程分为以下步骤：

- ◆ 建立模拟违约路径；
- ◆ 在违约情景假设下预测公司违约时的现金流；
- ◆ 确定公司违约后适当的估值；
- ◆ 在违约情景假设下，识别和估计债务性和非债务性债权；
- ◆ 基于相对优先权确定价值分配；
- ◆ 确定挽回评级（或级别），公布挽回评级报告，其中包括了评级假设和评级结论。

（一）建立模拟违约路径

这一步骤是挽回分析的基础组成部分，因为在估计一个企业违约时合理的现金流量或者价值时，必须首先了解最有可能导致违约发生的外部事件。此步骤由信用分析师来制定，并量化企业固有的经营风险和资本结构中的财务风险中可能致使公司违约的因子。

首先，标准普尔分析借款人预期现金流，以了解公司的常规业务、行业状况和经济预期，一旦了解了管理者的观点，标准普尔会就关键的经济、行业和公司特定因素进行适当调整，从而模拟最有可能的违约路径。

（二）预测违约时的现金流量

模拟违约路径是标准普尔估计的借款人最有可能的违约路径。“破产时点”是在违约路径上预测的借款人违约的时刻。也就是说“破产时点”是指可动用资金加上自由现金流不足以支付固定费用的时刻。

公式：（可动用资金 + 自有现金流）/ 固定费用 ≤ 1.0

各指标定义如下：

◆可动用资金：资产负债表的现金及循环信贷融资可用金额的总和（减去公司在季节性高峰时需要经营其业务的最低现金需求）。

◆自由现金流：违约年度的 EBITDA，减去维修所需的最低资本支出，减去现金税款，加或减营运资金的变化。对于违约建模和挽回估计，EBITDA 和自由现金流的估计忽略了非现金补偿费用，也不适用标准普尔对经营租赁的调整。

◆固定费用：违约年度中下列各项的总和：

预计的主要摊销（一般不将到期日的债券或欠款作为固定费用，因为贷款人通常希望这些钱再融资，而不愿迫使借款人破产，否则他们可以容易地拿到固定费用。因此，标准普尔的违约和挽回模型一般假定额外的业务和现金流恶化是触发违约的必要条件）；

所需的现金利息支出（包括既定的在浮动利率债务，由于 LIBOR 利率变动而增加的现金支付，以及为了维持财务契约而收取的保证金）；

其他现金支出，在借款人的损益表上没有作为费用项目列出的借款合同或实际支付义务。（例如，自由现金流内的租赁款项在核算时不作为固定费用处理）。

在破产违约时点可能会出现比值大于 1.0 的现象：

对于“战略”破产申请，当借款人可能会试图利用破产过程，通过法律索赔或有偿契约获得减免时；

当可以合理预计借款人会保留一大笔的现金资产时（例如，为了准备长期而复杂的重组，或者是在资本非常密集型的行业，或者如果它在一个司法管辖区里，允许新增借款人拥有更高的优先偿债权）；

当借款人的财务契约已严重恶化，即使是最有耐心的贷款人也不能容忍进一步预算或免除债务时（没有财务承诺的贷款人已经切实放弃决定权，并减少了影响公司行为的能力）。

相反，自由现金流可能会低于“破产时点”的量，在模拟的违约情景中，当借款人由于市

市场竞争和经济条件造成周期性或紧缩经营模式，使得其经营业绩预计将持续恶化的情况下会出现这种情况。在任何情况下，标准普尔将先确定现金流水平，以此作为估值的基础。

（三）企业价值评估

企业价值评估在违约和挽回分析中是至关重要的一个部分，因为在把价值偿还给债权人之前，必须先有一个合理的评估价值（在给定的情景假设下）。为了确定一个公司最合适的价值，标准普尔采用了一系列的估值方法，包括市场乘数法、现金流量贴现法和分离资产分析法。前面两个模型是以企业持续经营为假设的，当模拟违约和挽回分析显示违约后果最可能是资产重组时，就可以采用这两种方法。分离资产分析方法通常应用在模拟情景假设下借款人可能选择破产清算最有利的行业。另外，当确信该公司会重组时，标准普尔可能结合分离资产分析和企业价值分析方法，除非在债务或组织结构中明确表示某些债权人对特定资产或附属子公司拥有优先索赔权。例如，标准普尔认为一个企业是否将重大资产证券化，直接影响了企业能分配给其他债权人的价值。

◆**市场乘数法**：采用市场乘数法的关键是选择合适的参照企业，这些公司应该在业务、地域市场、利润、税收、资本要求和行业竞争地位上与所估值的公司相似。但是完全吻合的企业几乎没有，所以分析和判断往往要根据经营规模、业务概况和其他属性的差异进行调整。另外，在挽回分析中，市场乘数必须要考虑到情景假设中的竞争力和经济环境，这一般和目前所处的情况大不相同。因此，标准普尔的分析需要考虑到可选的乘数和不同类型的乘数。

理想情况下，标准普尔对与违约情景假设环境相一致的类似的已进行重组的企业的乘数很感兴趣。事实上，这样的企业是极少的，因此标准普尔的分析常常会对照企业的“交易”或者“买卖”乘数，因为它们选择空间很大。关于“交易乘数”，标准普尔倾向于使用向前乘数（购买价格除以当期 EBITDA），而不是跟踪乘数（购买价格除以历史 EBITDA）。向前乘数一般要低一些，因为它利用当年的现金流的协同作用来调整购买价格，所以是相对合适的参考。对公开上市公司来讲，交易乘数可以很好地用来跟踪经济周期和商业周期中乘数的变化，尤其是对周期性行业以及进入不同发展阶段或经历不断变化的竞争条件的相关行业来说。

乘数的选择有助于模拟违约情景假设情形下的评估。例如：一个处于经营周期低谷的公司违约乘数要大于一个处于经营周期中部的公司的违约乘数。进一步讲，同一行业的两家企业，如果一家企业杠杆化程度较高，而且在相对正常竞争压力下违约风险也较高，而另一家企业除非发生重大非预期现金流恶化才会违约，两者会具有截然不同的乘数。

标准普尔的乘数分析用样会考虑特殊行业的乘数，如用户、医院床位、经常性收入等。另外，这些指标可以用来检验 EBITDA 乘数、DCF 方法和分离资产分析方法的稳健性。

◆**现金流量贴现法（DCF）**：标准普尔的 DCF 估值分析采用三阶段模型，第一阶段是模拟出违约路径，第二步是破产阶段，第三步是公司重组后的长期经营状况。估值模型主要基于

第三步，一般采用永久年金的增长公式进行估值，在借款人认为合理的基础上确定一个长期稳定的增长率。在第三步处理过程中，也包括公司重组后一段年限的特殊现金流量的预测。上述具体步骤，都会在挽回评级报告中列出。

分离资产估值模型：标准普尔结合第三方机构的行业和资产分类别比率的评估对相关资产进行价值评估。

（四）确定和估算债务性和非债务性索赔的价值

对公司估值后，必须区分和量化公司在违约后的债务和其他可能存在的已声明的重大负债。标准普尔把所有的潜在索赔分为三大类：

违约时未偿付的本金和已发生的利息，无论是发生在公司本部、子公司或控股公司层面。

破产相关费用支出，例如 DIP 融资（debtor-in-possession，对处于破产保护中的债务人的融资）、雇用专业组织的管理费用及其他破产成本。

其他非债务性质的支出，例如应缴税费、证券化计划、应付账款、拒绝租赁造成的索赔、诉讼费用、未实现的退休金责任。

标准普尔对这些索赔和其潜在的价值仔细分析，力求考虑到每个借款人的具体事实和情况，以及考虑它们在模拟违约路径上对索赔预期的影响。

标准普尔通过定期贷款减去模拟违约前的分期偿还额来估计在违约点未偿还的债务，并假设所有承担的债务，如循环信贷和延期定期贷款等，均备有充分的资金。对于资产抵押贷款（ABL，asset-based lending），标准普尔会考虑在模拟违约路径下，借款条约是否允许公司完全拿回设备。对信用贷款的函件，特别是那些特制的信用分期，标准普尔会评估这些陆续的责任是否有可能引起违约。在估计违约点未偿还债务时还包括应付未付的利息，即违约时的本金总额乘以 6 个月利率（基于标准普尔 LossStats 数据库的历史数据）。这使得挽回评级分析与巴塞尔资本协议 II 的银行信用风险资本监管要求保持一致。

标准普尔的分析集中在公司现行债务结构下违约时的挽回预期，而不包括那些在违约之前可能发生的其他债务。标准普尔认为，这种方法是审慎的，而且是关乎投资者的，因为任何额外的债务和其结构（无抵押，担保和 / 或次级债）都可能对贷款人挽回率产生重大影响，而这些不可能提前知道。此外，公司资本结构中债务的过快增长可能会对其违约概率产生重大影响，从而可能影响挽回分析的各个方面（例如，最可能违约路径的估计，违约价值评估，和违约损失率）。因此，公司债务结构的变化被视为需要对违约和挽回重新评估的事件。这是持续跟踪的一个重要方面。然而，也有一些例外，也会在挽回评级报告中披露，一般有两种类型：

获许发行的，但是未发行的增量债务，条件是此债务能与预期一致且在发债主体信用评级时已考虑到的，可作为违约和挽回分析的一部分。

如果公司打算偿清且有流动资金偿清近期到期的债务，将在违约和挽回分析中考虑到。同样的，本金的提前支付，无论是自愿或有多余流动现金覆盖，只要被视为合理的都会被考虑到分析中来。否则，一般假设到期日在模拟违约日前的债务均以现行市场利率展期。

（五）确定价值的分配

价值分配过程大致符合“瀑布路径”，反映了债权人的相对优先级，同时兼顾不同国家的法律规定、风俗习惯和破产程序等，甚至，某些地方性法律、习俗可以保证分配背离“瀑布路径”。凡进行有关司法管辖区内无担保挽回评级之前，标准普尔会公布相应的准则和理论基础。在美国，索赔权的相对优先级顺序如下：

- ◆ 超级优先债权，如 DIP 融资
- ◆ 破产程序行政费用
- ◆ 应缴税费
- ◆ 有担保高级债权
- ◆ 有担保次级债权
- ◆ 无担保高级债权
- ◆ 次级债权
- ◆ 优先股
- ◆ 普通股

这种债权的优先次序取决于两个重要的注意事项：

担保债权人债权的有利位置，无论是第一优先或者其他方式，但仅限于当抵押物等于或大于索赔金额时才有效。如果抵押物的价值不足以完全覆盖所担保的债权，不足的部分将与所有其他的高级无担保债权享有同等权利。

债权结构问题可能会改变债权的优先级，如某些在公司法人实体结构上建立起来的特定资产或实体、债务融资工具的相关条款和条件等。

在这些前提条件下，同一类型的不同债务工具（无论是高级有担保的、高级无担保的还是次级的）其挽回预期很可能大不相同，这取决于交易结构。然而，某个债务工具的条款可能会暗示其具有相对高的优先级，但是结构的合法性以及相关条款和条件的合法性才是优先权的最终仲裁者。因此，一个公司的债务和法务结构的基本审查，是正确评估相对优先权的必需步骤。

这需要了解各种债务工具的条款和执行条件，因为它们涉及到借款人及担保人的关系，抵押物的承诺和免责条款、设备总额、契约以及债务到期日。此外，标准普尔必须了解公司破产的现金流和资产状况，因为这涉及到法律的组织结构并考虑到关键法律管辖的影响和关联债权人问题。

对关键的结构性问题的探讨包括确定以下几点：

有担保债务对特定资产的优先留置权，如抵押物，工业收益债券和 ABL 设备；

那些不为公司的主要债务提供承诺支持担保债务的非担保子公司；

具有更高优先级（即“结构性优先权”）的非担保子公司的债务；

抵押给担保借款人的特别物资，包括国外子公司的非抵押资产或没有留置权的国内重要资产、在国内或国外的非担保子公司的股份（无论是由于借款人的要求或授权，交易机制的缺陷，监管限制，还是其他债务契约的限制）；

国外子公司所在当地司法是否允许其纳入到违约和重组过程中来。

对某些资产具有较高的优先留置权的存在，意味着在价值分配中，需要首先满足这类债权人。在大多数情况下，对特定担保资产的索赔（如前面列出的），即使在违约情况下，也要确保抵押品价值的充分覆盖。鉴于此，标准普尔在分析过程中，先从资产中减去上述索赔的价值再确定可分配给其他债权人的可挽回额。也可以说，在抵押物品价值重大的情况下，也可能具体情况进行分析。有些资产价值远远超过抵押物价值的资产，但是在资产价值显著超过抵押价值时，结构良好的担保银行或债券虽然对这些资产没有第一留置权，但是将会得到第二留置权。例如，某担保债务不仅对非流动资产拥有第一留置权，而且对已经作为循环信贷融资抵押的流动资产拥有第二留置权，这也是常有的事。

重大国内或国外的非担保实体必须要查明，因为这些实体没有明确承诺偿还债务。因此，这些子公司的企业价值并不直接对债务挽回评级产生影响。所以，这些子公司自身的债务或某些非债务索赔具有更高的挽回优先权。相应地，在确定对各债权人挽回分配过程中需要把这些子公司中这类价值给予单独考虑和对待。这就要求评级人员理解破产公司的现金流量和资产的情况。这是因为这些子公司仍是被评估公司的一部分，在偿还具有更高优先级债权人后的普通股价值，可以去偿付这些子公司的其他债权人。良好的债务结构通常包括对其子公司的结构性优先级贷款的限制性合同条款。进一步地，具有良好债务结构的担保性贷款通常对子公司的股份拥有一定的留置权，以保证对其他债权人拥有优先分配权。实际中，由于征税方面的缘故，美国公司拥有的国外子公司的股票质押通常上限为投票权股份的 65%。剩余的股份价值将按比例偿付给所有的高级无担保债权人。

担保债务的抵押资产中重大资产偿付的特殊事项（不包括子公司及子公司股份）也必须纳

入到分析中，这些资产的价值一般用分离资产模型进行估值，估值和相关假设都在挽回评级报告中适当披露。

国外子公司是否也能申请破产，也是需要评估的。因为这可能会增加破产过程的成本，并产生潜在的多元法律管辖问题，这可能影响贷款人的挽回率。外国法院对破产过程的介入会带来诸多复杂性和不确定性。正因为此，美国法人作为借款人，如无特殊利益或原因很少会联通常国外子公司一同申请破产。所以标准普尔一般假定，美国法人的国外子公司不会一起申请破产，除非有令人信服的理由，如：需要对大量外债进行资产重组，以使公司摆脱破产困境。当预期国外子公司会申请破产时，分析师会结合相关破产制度做出分析。

交叉债权的问题可能会影响价值的分配，导致结果偏离标准普尔方法假定的“绝对优先级”（即维护相对优先级债权的优先偿付性，上一优先级的分配完全满意后，才能对下一级进行分配）。然而，在实践中，很多破产问题包括谈判以及债权人本身的多种原因均会造成挽回价值分配可能与理想状况有所不同，在美国，包括“调解（accommodations）”和“实质合并（substantive consolidation）”。

“调解”是指为使公司及时进行重组，较高优先级债权人向较低级债权人做出的让步。标准普尔一般不对调解进行建模，因为不管最终做出何种让步，这种妥协是否具有价值都是无法确定的，又或者这种价值是否对挽回评级产生有意义的影响也是不确定的。

以实质合并为代表的分配相对绝对优先级的分配可能更有意义。在实质合并中，为破产重组，企业集团的实体可能被视为一个单一的综合实体。这将有效地消除无抵押担保、交叉贷款或附属子公司的股票质押所提供得信贷支持，也削弱了依赖上述因素的债权人的挽回预期。尽管实质合并通过谈判解决，很可能会影响挽回分配，但实质合并，可以有效地影响某些债权人的挽回预期，但它仅是在某些相关情形下司法的酌情处理。所以很难确定是否会有哪一方会在哪些特定情况向法院请求破产来实施实质合并，或者成功说服法庭这样做。鉴于此，标准普尔的分析不评估实质合并的可能性，尽管标准普尔承认在一些情况下这种风险会影响债权人挽回率。

（六）确定挽回评级

标准普尔通过企业价值或清算价值可用于偿还债务的部分除以违约时的债务总和（本金和利息）以及享有同等权利的债务来估算挽回率。然后，对照挽回评级表，确定发行评级和挽回评级。标准普尔的挽回评级报告包括挽回级别、违约假设、估值假设以及其他相关内容。评级报告的公布目的是为了提高分析的实用性，为投资者提供更多的信息来评价标准普尔的结论，也允许投资者提出不同的假设，只要他们认为是合理的。

（七）挽回评级的事后监控

标准普尔在完成债务的挽回分析后，会继续跟踪借款人和债务，以及债务结构的重大变化，

以判断这些变化是否会改变债权人的挽回预期。这是至关重要的，因为一般债务和违约均具有动态的属性，尤其是在挽回建模中。因此，挽回分析的一个基本组成部分就是定期跟踪和对特殊事件的跟踪。对违约和挽回评级会产生影响的任何重大变化都将会及时披露和更新到挽回评级报告中。可能会影响违约和挽回分析或评级的因素包括：

- ◆ 收购和资产剥离；
- ◆ 估值假设的更新；
- ◆ 借款人、担保人或非担保实体的利润和现金流的改变；
- ◆ 债务或者非债务负债风险的变化；
- ◆ 交叉债权人的动态变化；
- ◆ 破产法或破产案例的变化。

五、结论

标准普尔相信，债务挽回评级是有利的，因为它允许市场参与者来考虑违约概率和违约挽回率的分解分析，也能让投资者了解所评公司的债务和组织结构是如何影响挽回评级的。