



# RESEARCH | 研究报告

2009 年第 2 期 总第 2 期



- 城投类企业信用评级探讨
- 标普债务挽回率评级分析框架





2009年第2期 总第2期  
(内部刊物, 仅供参考)

主办:  
上海新世纪资信评估投资服务有限公司

地址  
上海市汉口路398号 华盛大厦14F

邮编  
200001

电话  
021-63501349

传真  
021-63500872

联系人  
吴晓丽

网址  
<http://www.shxsj.com>

Email:  
[mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

本刊编辑部声明:  
本刊所刊载全部内容版权归新世纪所有, 非经同意不得作任何形式转载或复制。文中所有观点仅代表研究人员个人观点。

## 前言

随着我国经济和资本市场的发展, 信用评级行业呈现出日新月异的变化。为了与广大投资者、发行方进行更深入交流, 继专刊出版后, 新世纪公司推出专题研究——《研究报告》, 将我们的研究成果介绍给读者。期望在与大家共享、交流评级技术的同时, 能为促进我国评级行业的发展做出我们应有的贡献。

## 目录

城投类企业信用评级探讨.....	1
标普债务挽回率评级分析框架.....	6

# 城投类企业信用评级探讨

——新世纪债项评级部 曹明

## 前言

中国经济的市场化与分权化改革，以及区域经济之间的竞争格局，使地方政府对为基础设施投资提供资金具有高度的支出责任和投入动力。

然而，1994年分税制改革并未对省以下政府的收入分配制度与其公共服务的资本支出责任划分建立起合理的制度安排，许多地方政府没有资金或只有最低的流动性来满足庞大的基础设施资本需求。

另一方面，在现行的法律环境下，地方政府也只被允许通过中央政府转贷（国债、外国贷款）、代发地方债等，获得有限的债务融资方式。

因此，20世纪90年代以来，地方政府纷纷设立融资窗口（平台）——城投类企业，通过对其资产负债表与利润表的优化，使之具备获得银行贷款的条件，从而实现以财政资金投入放大银行贷款、进而维持信贷存量周转的方式，满足工业化和城市化进程加速对于基础设施投资的巨大需求。

2008年下半年以来，在落实“扩内需、保增长”政策的过程中，为配合大规模经济刺激计划、满足地方政府扩大基建投资的要求，发行债券成为城投类企业逐渐开始广泛采用的融资方式。

城投类企业在债券市场活跃度的日益提高，及其与其他债务结构（债务工具）存在着较为显著的风险特征差异，从而使评级机构对其评级可行性需要进行专门的讨论。

## 城投类企业的信用特征

城投类企业是指地方各级人民政府设立的、以筹集基础设施（包括公用事业项目）建设资金为主要功能和目的、政府承担“最后支付人保证”的国有企业。究其本质而言，我们更倾向于认为，城投类企业是地方政府针对现有法律政策环境设计的、以企业（公司）为形式的特殊目的载体，而非以商业目的为其主要目标指向的运营主体。

就普遍意义而言，城投类企业具有如下信用特征：

●作为本级政府（国资委）控制的国有企业，城投类企业的发展战略、运作模式、投融资（资金平衡）方式等严格遵照本级政府制定的社会经济发展规划与年度计划执行，其投资运作的项目通常具有公共物品（或准公共物品）性质；

●城投类企业拥有的经营性业务（资产）主要包括公用事业类与土地出让业务等。该等业务在维持自身营运需要的同时，主要是供城投类企业用以维持借贷条件（尤其是满足银行信贷要求）的需要。另外，本级政府通常也会通过资产注入、财政补贴等方式给予城投类企业相应支持，以实现财政资金投入放大银行贷款、进而维持信贷存量周转的运作模式。另一方面，本级政府给予城投类企业的财力支持，直接影响着城投类企业的偿债周期和偿债能力；

●城投类企业的债务规模与其所处区域的经济实力、本级政府的财政财力规模及其负责投资运作的项目规模表现出较高的相关性，其债务规模在不同的个体之间存在着较大的差异。不过，城投类企业在经营性业务之外，通常

需要为提供（准）公共物品（服务）、实现社会政策目标而另行借款，从而建立并维持着超越经营性业务经营规模与偿还能力的债务负担；

●我国单一制的政体、政府拥有的权力与资源以及基于城投类企业产生的背景而形成的默契认识，令债权人具有较高的信心，认为城投类企业获得了本级政府的隐形担保，政府（包括上级政府）对其债务本息的偿付负有代为清偿责任；

●作为市政建设投融资主体，城投类企业的现金流与资产负债结构缺乏长期的可预测性，因此满足众多基建项目资金需求的能力、保持投融资资金平衡的能力，不仅是决定该企业运营地位和政府支持力度的重要因素，而且也是其面临的主要挑战。

## 关于城投类企业主体级别评定的讨论

城投类企业实质上脆弱的营收规模与成本结构、以及现金流与资产负债结构缺乏长期的可预测性，导致城投类企业主体级别的评定面临着障碍。

对此，可能存在以下疑问：

■城投类企业不是获得了政府的隐形担保吗？或者说，政府支持难道不是决定其主体级别的外部支持因素吗？

我们认为，首先，从评级技术上讲，即使存在政府隐形担保，然而这是对债务（债券）的担保，并不构成对城投企业主体级别的支撑因素；其次，假定某个公司是一家信誉卓越的大型企业的控股子公司，债权人会仅仅因为该公司与母公司的股权关系就给予其较高的主体信用评价吗？第三，继续沿用上述案例，债权人会仅仅因为该公司与母公司的股权关系，就给予该公司的债务（债券）较高的信用评价吗？因此，政府的隐形担保不是考察城投类企业主体级别的决定性因素。

另外，如果将政府支持视为在评定城投类企业主体级别时应当考察的重要因素，则意味着政府支持需要对其全部债务（包括银行贷款与债券）提供必要的偿付保障。因此，

随之而来的问题便是，如何评价政府支持的意愿与能力及其对城投类企业主体级别的支撑（提升）效果，即城投类企业未来能够具有多大的可能性获得政府支持，政府未来能够给予的支持力度又有多大，以及这种支持未来能够在多大程度上支撑（提升）城投类企业的主体级别。

显然，正如我们在前文所指出的一样，并不能仅仅依据股权关系（或控制关系）就简单地判定城投类企业所能获得的政府支持的意愿。考察影响政府支持意愿的因素，如同在众多不确定性中寻找有限的确定性。对于政府行为逻辑与模式的猜测与揣摩，使投资者对于政府支持意愿的判断更像是在进行博彩活动。另外，一个显而易见的事实是，政府支持的能力存在着边界，并且不同政府的能力边界也存在着显著差异。当城投类企业未来需要获得的政府支持超过了某个“临界点”，政府支持的能力反而急剧衰减。这一事实在上个世纪90年代的信贷周期中，也多次获得了相应的案例印证。

因此，基于对政府支持（包括意愿与能力）产生的差异化评价，决定了政府支持并不能作为一个常量，对不同的城投类企业获得的主体级别均产生同等的效用，从而难以作为决定城投类企业主体级别的基础性要素。

■若城投类企业拥有经营性业务，是否构成评定其主体级别的主要依据？

我们认为，依据正常的商业逻辑，以盈利为目的的企业是不会将非营利性、具有公共物品性质的基建项目作为主要的投资方面。因此，城投类企业拥有的经营性业务通常为公用事业与土地出让业务。

土地出让业务具有高度的波动性和顺周期性，并不能使城投类企业获得稳定的营收规模，进而形成现金流对债务较高的保障能力。

公用事业经营业务通常具有相对较高的稳定性。然而，基于政治考虑，地方政府通常将公用事业的收费标准保持在仅能维持其日常营运的水平，换言之，公用事业经营业务获得的营收规模基本可以覆盖其成本费用。尽管，折旧

与摊销并不消耗现金流入，但是维持营运所需的必要的资本性支出，将限制这部分现金流对企业所能获得的自由现金流的贡献。这意味着，企业没有足够的满足资本提供者（尤其是债务资本的提供者）对于资本返还的要求。

实践中，也可以观察到，城投类企业拥有的经营性业务所产生的净收入（即主营业务收入扣除主营业务成本的余额）对债务存量的比例通常小于 10%，这意味着企业运营活动产生的 EBIT 在扣除债务利息支出后，无法完全覆盖其成本费用支出，反之亦然。这也意味着，企业必须获得额外的现金流入以偿还债务本金。

另一方面，拥有某些市政设施或公用事业项目的企业，如果能够从这些项目的运营管理中获得足够的营收规模和现金流以保障债务本息的偿付，那么对于这类企业主体级别的评定，可能更适合项目融资评级方法的运用，从而使其获得更有利的借贷条件。

## 城投类企业主体级别评定方法的思考

基于以上讨论，我们认为需要针对城投类企业作为“地方政府设立的特殊目的载体”的本质，从“企业信用”与“政府信用”两个维度对其主体级别予以综合考察：

■在城投类企业从事的业务活动中，（城建）投融资业务是决定其主体信用等级的主要因素

就普遍意义而言，城投类企业从事的业务主要包括经营性业务与（城建）投融资业务。城投类企业的这些业务活动，分别产生了相应的现金流净额与债务规模，并汇集成为共同的现金流净额池与债务池，从而构成了决定其偿债能力的主要因素。

正如前文讨论所指出的，经营性业务尤其是公用事业类业务现金流较为稳定，对于维持银行信贷资金存量周转具有重要意义，从而有利于城投类企业维持较高的信用质量。但是，总体而言，城投类企业的现金流净额池与债务池，主要是由（城建）投融资业务活动产生的现金流净额与债务规模所构成的。因此，（城建）投融资业务是决定其主体信用等级的主要因素。

■（城建）投融资业务的（偿债资金）现金流入主要来源于地方政府，因此，给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平是城投类企业主体级别的上限

城投类企业投融资业务的偿债资金最终主要来源于地方政府给予的财政资金支出（及承诺），同时，投融资业务能够维持银行信贷资金存量周转也主要依赖于地方政府信用水平的支撑。换言之，城投类企业投融资业务的可持续性，主要取决于给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平。因此，给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平，是城投类企业主体级别的上限。并且，（如前文所述）经营性业务所具有的区域性、自我平衡等经营特征，使其无法给予城投类企业超越地方政府级别上限的支撑。

■地方政府与城投类企业之间的交易结构，是判断城投类企业获得政府承诺资金的稳定性的主要标准

两者之间的交易结构及其效力，决定了城投类企业所获得政府承诺资金的稳定性及其法律保障的效力。

实践中，城投企业与地方政府签订 BT 协议约定回购收入的方式，在目前环境与法律架构下较为有效地保障了城投类企业获得政府承诺资金的稳定性。BT 协议不仅规范了各方的权利义务，而且使城投类企业投融资平台的角色获得了法律解释。

此外，经同级人大审议通过的、列入预算安排的财政专项资金支出（包括财政补贴），也可视为具有类似效果的资金来源。

■考察城投类企业的营运活动对于政府信用（财政资金支出承诺）的损耗程度，是确定其对应的特定主体级别的主要依据

城投类企业各项业务活动（包括经营性业务与投融资业务）共同对现金流净额池、债务池产生影响。其中，投融资业务活动获得的政府财政资金支出（及承诺）规模较为确定（或曰固定），城投类企业需要以其应对运营活动中存在的众多的不确定性。因此，通过考察其经营活动中

存在的不利因素（不确定性）对政府信用（财政资金支出承诺）的损耗程度，损耗程度越小（不确定性越小），其主体级别就越趋近于相应地方政府的主体信用等级。

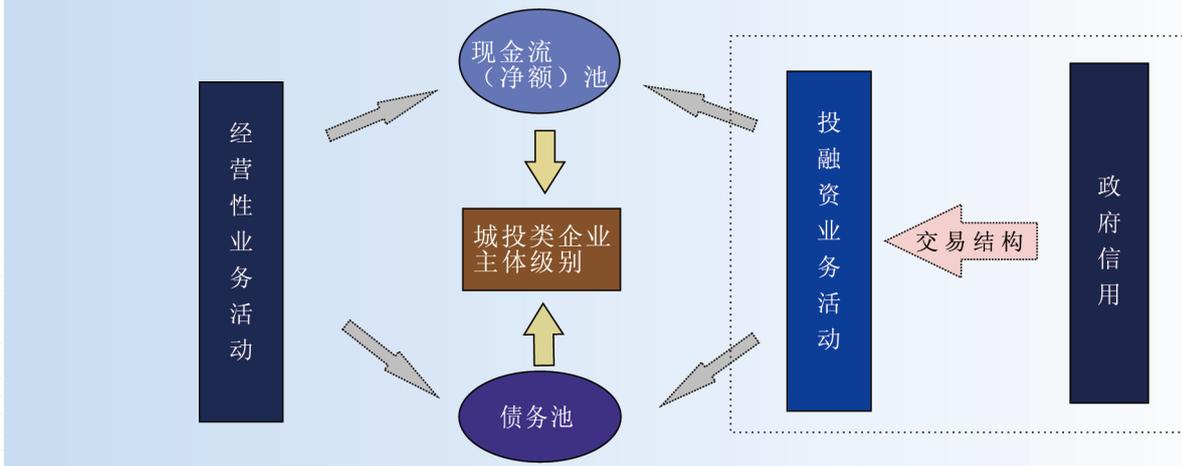
需要指出的是，对于经营性业务活动的考察，我们仍然依据相应的行业评级标准与框架予以评价。

#### ■城投类企业预期偿债能力与偿债意愿的考察与评判，

是评定其主体级别的出发点与落脚点

城投类企业的主体信用等级，反映的是其未来的偿债能力与偿债意愿的强弱程度，因此，对其主体级别的评定，不是对其经营历史、既往的运营与财务表现的确认，而是基于对其预期偿债能力与偿债意愿、以及相应保障措施的评价而产生的意见观点。换言之，城投类企业运营与财务活动的历史表现，并不是评定其主体级别的主要依据。

图表1：城投类企业评级方法的示意图



### 城投类企业评级的考察要素

在确定城投类企业主体级别的上限以后，其具体级别的确定主要取决于其预期经营活动中存在的不利因素（不确定性）对于稳定营收及其现金流的消耗程度，以及由此形成的现金流净额与财务弹性对于预期债务负担的保障程度。概括而言，主要的考察要素如下（包括但不限于）：

#### ■业务与管理

公司治理、管控模式、运作模式及其特征，反映了企业（公司）的管理素质。同时，业务构成反映了业务及其风险的分散度。通常，收入占比超过特定比例的业务种类个数，是一个有效的观察指标。

另外，对其实质控制（管理）的经营性业务运营与财务表现的历史分析与预测，是后续若干考察要素的分析基础与依据。

#### ■营收规模（与结构）

企业（公司）营收规模与结构的稳定性，是考察其经营稳定性与风险分散度的关键要素。地方政府承诺给予的（补贴）收入，是城投类企业所能获得的最稳定的收入来源，构成了增强其营收规模与结构稳定性的正面因素。因此，政府预期承诺（补贴）收入及其占比是重要的观察指标。同时，对于地方政府承诺给予的（补贴）收入的考察，反映了我们对地方政府信用水平的评价。

另一方面，如果能有依据支持未来某些经营性业务能够贡献较多净收入的结论，也是增强其营收规模与结构的稳定性的正面因素。

需要指出的是，土地出让收入具有高度的波动性和顺周期性，因此不宜视为营业收入，但可视为财务弹性。

#### ■成本结构

现金流净额是可预期的营收扣除掉成本费用等消耗后的余额，因此成本结构关注的核心是消耗因素的内容、消耗程度，及其驱动因素与预期变化趋势。通常，应当至少考察以下方面：

●企业（本部、母公司）既往的成本费用比例及趋势，是否会实质性削弱政府信用（包括 BT 协议回购资金等）对债务本息（包括银行债务）的保障比例；

●企业承担的投资营建风险，包括分析 BT 协议中关于项目竣工验收、利息与投资收益率、回购资金支付等条款约定使企业承担的风险暴露；以及企业既往的项目投资管理经验及风险管理能力对此的缓冲效果；

●拥有的经营性业务的成本费用比例及趋势，未来是否会消耗额外的现金资源（或者需要额外的营运支出补偿），从而实质性地削弱政府信用（包括 BT 协议回购资金等）对整体债务本息（包括银行债务）的保障比例。

#### ■资本结构与财务杠杆

资本结构与财务杠杆的分析与预测，对于判断城投类企业后续的融资空间和融资能力具有重要意义。经营性业务与（城建）投融资业务的预期资本性支出，均是影响城投类企业资本结构与财务杠杆的重要考察因素。

另外，对于资本结构与财务杠杆水平的考察，是在对已有抵押、质押等权利限制的资产、或有负债等因素予以调整的基础上进行的。

#### ■现金流（对债务的保障能力）

结合预期营收与成本结构的分析，预测债券存续期内的（具有较高可预测性的）现金流净额（包括 BT 协议回购资金等）对预期债务本息（包括银行借款）的覆盖率。这反映了企业（公司）对于整体债务负担的保障能力与支撑能力。

#### ■流动性与财务弹性：

现金流、流动性与财务弹性的综合分析，反映了企业（公司）对于长短期债务的综合保障能力。

需要指出的是，城投类企业所拥有的资产及其变现价值与能力，对于其维持债务存量周转也具有重要意义。通常，城投类企业拥有较多的国有土地使用权，这不仅是其财务弹性的有效支撑，而且相应的变现收入也是其偿债资金的重要来源。

#### ■其他权衡因素：

其他需要关注、特别说明的重大因素、事件等。

另外，特定的外部支持也是需要权衡的因素之一。这里所讨论的“外部支持”，是指政府给予城投类企业的除财政承诺以外的支持，例如产业政策、税收待遇、资源整合等方面的优惠与扶持，因此需要给予个案判断。

## 结论

通过对城投类企业产生背景、特征以及若干讨论事项的研究，我们认为城投类企业是地方政府针对现有法律政策环境设计的、以企业（公司）为形式的特殊目的载体，需要从“企业信用”与“政府信用”两个维度对其主体级别予以综合考察。

给予财政资金支出（及承诺）的地方政府的信用水平是城投类企业主体级别的上限，两者之间的交易结构决定了其获得的政府信用的稳定度，而其主体级别的最终确定将主要地取决于运营与财务活动中的不利因素对于相应政府信用的损耗程度。通常，可以通过业务与管理、营收规模（与结构）、成本结构、资本结构与财务杠杆、现金流、流动性与财务弹性以及其他权衡因素予以综合判定。

另外，需要再一次强调的是，城投类企业的主体信用等级，反映的是其未来的偿债能力与偿债意愿的强弱程度，运营与财务活动的历史表现并不是评定其主体级别的主要依据。

# 标普债务挽回率评级分析框架

—— STANDARD&POOR'S

翻译 杜青

标准普尔从 2003 年 12 月起开始对具体债务工具的违约后挽回水平进行评级，当时我们对美国所有新的担保贷款进行挽回率评级和分析。从那以后，我们逐渐将挽回率评级覆盖到其他国家发行的担保债务，并在 2008 年 3 月扩展到无担保和次级债务工具中。写作本文时，标准普尔已经对大约 30 个国家发行的超过 2800 个担保债务工具和超过 2400 个无担保债务工具进行了挽回率评级。我们的挽回率评级目前集中于美国和西欧，也包括亚洲、拉美、东欧和非洲的部分地区。

本文介绍了标准普尔对全球工业发行人的通用挽回率分析方法框架。该框架是我们进行挽回率分析的基础，但具体情况下我们必须考虑不同司法制度对破产程序和债权人挽回前景的影响。

## 全球工业挽回率评级——定义

挽回率评级评估的是一项债务工具在违约时的本金和应计未付利息的最终挽回前景。标准普尔的挽回率分析方法集中于债务投资人在正式破产程序和非正式庭外重组程序结束后所能收回的比例。贷款人所能收回的价值可能是现金、某家公司的债权或股票、或者几种形式的组合。我们侧重于名义挽回价值而非挽回价值的贴现值，因为我们相信市场参与者可以很容易地用他们所偏好的贴现率来确定挽回价值的贴现值。然而，在对债权人不利的司法制度下，我们会制定一个挽回率评级和发行评级的上限，以充分考虑增加的不确定性。

虽然可以参考历史挽回数据，我们的挽回率评级包括了对具体交易、具体情景、未来预测的分析，考虑了交易结构、债权人之间的关系、破产制度、多重司法以及违约

后挽回价值的变化等因素所产生的影响。持续的定期和不定期跟踪（监测以上因素的最新变化以及评估借款人的业务风险和负债状况的变化所带来的影响）确保我们的挽回率评级始终是对未来的良好预测。

我们认识到违约建模、价值评估、重组（无论是不是正式破产程序的一部分）本质上都是动态和复杂的过程，难以进行精确和确定性的预测。这些过程总是包括了无法预测的事件，并且要经过广泛的谈判，而这又受主观判断、谈判地位、不同股东的议程的影响。尽管如此，我们相信，我们所关注的公司独有的和本质的信用风险的评价方法，以及对债务、法律组织、非债务索偿权的组成和结构如何影响贷款人挽回率的有见地的分析，将对债权人挽回前景提供有价值的意见。

因此，我们的挽回率评级提供的是基于经验的对违约后挽回率水平的估计，而非精确的预测。我们的分析也尽可能考虑到公司债务和组织结构的具体特征对借款人挽回前景的影响。当然，并非所有借款人都会违约，但当把我们的挽回率评级与主体信用评级所估计出的违约风险一起考虑时，就可以帮助投资者评价一项债务工具的风险收益特征，并确定其预期回报。

## 挽回率评级尺度与发行评级框架

表 1 概括了我们的强化发行评级框架。我们对投机级主体信用评级的公司的贷款和债券进行发行评级时主要根据被评级的债务工具的挽回率结果。高挽回率评级的发行（“1+”，“1”，“2”）使我们的贷款和债券评级高于主体信用评级，而低挽回率评级（“5”，“6”）使我们的发行评级低于主体信用评级。

**表1：挽回率评级尺度与发行评级准则**

对投机级主体信用评级的发行人			
挽回率评级*	挽回率描述	挽回率预期※	发行评级相对主体信用评级的调整
1+	最高的预期，完全挽回	100%§	+3 上调
1	非常高的挽回率	90%-100%	+2 上调
2	相当高的挽回率	70%-90%	+1 上调
3	较高的挽回率	50%-70%	0 不调整
4	一般的挽回率	30%-50%	0 不调整
5	较低的挽回率	10%-30%	-1 下调
6	可忽略的挽回率	0%-10%	-2 下调

\* 由于某些司法体制下债权人的挽回前景受到削弱，这些国家的挽回率评级被设定了上限。此外，主体信用评级不低于“BB-”的公司所发行的无担保债务的挽回率评级通常上限为“3”，因为这类债务的挽回前景会因为高优先级或同等优先级债务的发行而受到削弱。

※ 违约时本金加应计未付利息的挽回。

§ 由于显著的过度担保或者很强的结构特征所产生的对完全挽回的高度信心。

## 对挽回率和发行评级进行特殊司法调整

标准普尔为了将挽回率评级扩展到美国以外的国家，承担了对各国的破产程序在实务中如何影响违约后挽回前景的评估。这项工作使我们在美国以外进行挽回率和发行评级时可以连贯地考查特殊司法调整。在当地破产清算业务人员的帮助下，我们评估了各种司法制度在理论上对债权人的友好度以及实务中法律的运作情况。对于后者，我们到目前为止缺少经验数据，因为在美国以外，我们很难获得可靠的历史违约和挽回率数据以验证实务中清算程序 and 实际挽回率的可预测性。如果我们获得了更多的实际损失数据和实务证据，我们会及时修正和更新我们的分析和方法，尤其对于那些最近实施了大规模法律改革的国家，比如墨西哥、法国、意大利。

我们评价司法对债权人友好度的四个主要依据因素是：

- 安全性，
- 债权人的参与度 / 影响度，

● 偿债优先级的价值分布 / 确定性，

● 裁决时间。

我们基于每个因素所得的分值计算其债权人友好度，并据此将所考查的国家分为三类。这种分类使得我们可以在挽回率分析中进行特殊司法调整。也就是说，相对于标准的挽回率和债务发行评级，如果我们预期某些国家的挽回程序 and 实际挽回率受到偏袒债务人或其他非债权方的破产制度的不利影响，我们将对挽回率评级以及发行人评级与债务发行评级之差设定上限。我们相信通过在纯粹的数字分析之外增加上述分析调整，可以在进行挽回率和发行评级时增加我们评估国家破产规则（尤其那些对债权人不太友好的规则）对发行评级影响的透明度和一致性。

## 全球工业发行人的一般挽回率评价方法

工业发行人的挽回率分析方法有三个基本组成部分：

- (1) 确定一家公司最可能的违约路径；
- (2) 对违约后公司的价值进行评估；
- (3) 根据债权人的相对优先级分配公司的价值。我们的分析过程将这些部分分解成以下步骤：

- 建立一条模拟的违约路径；
- 根据模拟的违约情景预测公司违约时的现金流；
- 确定一个合适的违约后公司的价值；
- 在模拟的违约情景下识别和估计债务和非债务索偿权；
- 根据相对优先级确定价值分配；
- 进行挽回率评级，出具一份总结了我们的假设与结论的“挽回率报告”。

## 建立一条模拟的违约路径

这一步是标准普尔进行违约和挽回率分析的基础，因为我们在估计违约时现金流的合理水平或者对一家公司进行估值时必须首先搞清楚最可能导致违约的力量。这一步需要标准普尔信用分析师运用公司和行业知识通过分析独特的商业风险和资本结构中内在的财务风险来形成和量化最可能引起公司违约的因素。

在过程开始时，我们解析借款人的现金流计划以理解管理者的一般商业、行业和经济预期。一旦我们理解了管理者的思路，就可以对关键的经济、行业和公司因素进行合适的判断，以模拟出最合适的支付违约路径。

## 预测违约时的现金流

模拟的违约情景是我们对借款人最可能的支付违约路径的评估。“破产代理”是我们预计的借款人在这条路径上的违约点。也就是说，破产代理是可用资金与自由现金流不足以支付固定费用的时点。

$$\blacksquare (\text{可用资金} + \text{自由现金流}) / \text{固定费用} \leq 1.0$$

该等式中的各项定义如下：

- 可用资金
- 资产负债表中现金与可用的循环信贷额度之和（超过

公司在季节高峰正常运营所需要的最低金额）。

### ● 自由现金流

违约年份的 EBITDA，减去最低水平的必要的维持性资本支出，减去现金税收，加上或减去运营资本的变化。为了进行违约建模和挽回率估计，我们对 EBITDA 和自由现金流的估计忽略了非现金薪酬支出，且没有使用标准普尔的经营租赁调整。

### ● 固定费用

在违约年份，下面各项之和：

- 计划的本金摊还（我们一般不把“子弹”或“气球”到期债务归为固定费用，因为贷款人通常预期这些金额会被再融资，且不愿意迫使一家有能力支付其固定费用的公司发生违约。因此，我们的违约和挽回率模型通常会假设要触发违约，出现进一步的商业和现金流恶化）；

- 必要的现金利息支出（包括假设的浮动利率债务中 LIBOR 利率的上升，以及有维持性融资条款的债务合同要求的保证金的增加）；

- 在利润表中尚未反映为支出，但借款人在合同中或实际上需要支付的其他现金支出。（例如，租赁支付在自由现金流中考虑到，因此不作为固定费用。）

- 在一些特殊情况下计划违约点的破产代理可能大于 1.0x：

- 对于“战略性”破产申请，当借款人可能试图利用破产程序来逃避法律追偿或亏损合同时；

- 当借款人有目的地保留大量现金（例如，准备一项复杂且长时间的重组，如果它属于资本密集型行业，或者如果它所处的司法体制不允许对遭起诉后的公司的新增融资设定超级优先级地位）；

- 当借款人融资条款的恶化超过一个最有耐心的贷款人对条款的进一步修订所不能容忍的程度（没有融资条款

的贷款人实际上放弃了这项选择权，从而减少了对公司行为的影响力）。

相反地，由于模拟的违约情景中假设的不利竞争或经济条件导致的周期性衰退或商业模式的失败，当借款人的经营业绩预期将继续恶化时，自由现金流可能下降到破产代理之下。无论如何，我们的分析将识别出作为评价基础的现金流水平。

## 确定价值

给一家公司估值是违约和挽回率分析中的关键部分，因为在进行下一步的为各家贷款人分配价值之前得到一个合理的估值（给定我们的模拟违约情景）非常重要。为了帮助我们确定一家公司的最优估值，我们考虑各种估值方法，包括市场乘数法、贴现现金流（DCF）模型、以及独立资产分析。市场乘数与 DCF 方法用于确定公司在持续经营假设下的企业价值。当我们的模拟违约和挽回率分析显示借款人的重组（或者某些业务或部门的直接出售）是破产程序的最可能结果时，这一般是最合适的方法。而独立资产估值法则通常运用于工业领域，或者当模拟违约情景显示借款人的清算是破产的最可能结果时。另外，当我们认为公司将进行重组，但它的债务和组织结构为某些债权人提供了针对某些资产或子公司的优先求偿权时，我们可能联合运用独立资产和企业估值法。例如，标准普尔会考虑公司对重要资产的证券化是否会影响到分配给其他债权人的有效价值。

### ■ 市场乘数

使用市场乘数法评估一家公司的关键是选择合适的可比公司。该分析应当包括在业务种类、地域市场、利润率、收入、资本要求、以及竞争地位方面与被评价公司相似的若干可比公司。当然，并非总是存在理想的可比公司，因此通常需要对规模、业务和其他属性的差异进行分析调整。另外，在进行挽回率分析时，我们的乘数必须考虑模拟违约情景中假定的竞争和经济环境，它通常与目前状况截然不同。因此，我们的分析需要考虑乘数的选择和乘数的种类。

理想情况下，我们对发生重组时所处的外部环境与模拟违约情景相似公司的乘数很感兴趣。然而，实际上，这种“发生”乘数可比公司的存在是很罕见的。因此，我们的分析通常转向可比公司的“交易”或“购买”乘数，因为这样的公司一般数量更多。对于交易乘数，我们偏好使用远期乘数（购买价格除以预测的 EBITDA）而非跟踪乘数（购买价格除以历史的 EBITDA）。这是因为我们相信远期乘数（通常更低，因为它们包括了理解的现金流协同效应的收益，这使得购买价格更加合理）能够提供更合适的参考点。另外，对于上市公司来说“交易”乘数比较有用，因为它们允许我们追踪乘数如何随着经济和商业周期的变化而变化。这对于周期性行业、对于正在进入新的发展阶段或者竞争环境正在改变的部门尤其重要。

乘数的选择帮助将我们的估值与模拟违约情景中假设的条件进行匹配。例如，一家预计在周期性低谷违约的公司乘数可能比预期在中期违约公司更高。而且，同行业的两家公司，如果一家公司杠杆很高且在相对正常的竞争压力下面临违约风险，而另一家只有当商业模式的现金流获取能力出现大幅未预期的基本面恶化（这可能导致历史的行业乘数变得不相关）时才可能违约，那么两家公司应当得到截然不同的乘数。

### ■ 贴现现金流（DCF）

标准普尔对挽回率进行 DCF 估值分析时一般使用三阶段模型。第一阶段是模拟违约情景；第二阶段是破产期间；第三阶段代表重组后公司的长期经营业绩。我们的估值基于第三阶段，它一般使用永续增长公式进行估值，该公式需要确定一个与借款人的业务相匹配的长期稳定增长率。然而，在通过永续增长公式计算终值之前，第三阶段也可能包括在重组后某个时间段内具体年度的现金流预测。无论如何，标准普尔的挽回率报告中会对具体年份的现金流预测和总体估值进行描述。

### ■ 独立资产估值

我们结合第三方的估价（当我们被提供了估价报告），通过应用具体行业和具体资产的增长率，对相关资产进行

估值。

## 识别和估计债务和非债务索偿权

在对一家公司估值以后，我们接下来必须识别并量化公司的债务和其他重要的预期在违约后将会对公司拥有索偿权的债务或其它重要负债。可能的索偿权可以分为三大类：

- 发生违约时所有未到期债务的本金和应计利息，无论是由经营公司、子公司、还是控股公司发行的债务；

- 与破产相关的索偿权，例如破产企业融资、管理费用、破产清算费用、以及其他破产成本；

- 其他非债务索偿权，例如应交税金、某些证券化程序、应交贸易款、拒绝出租损失索赔、法律诉讼、以及未缴足的退休金债务。

我们通过定期贷款减去（模拟）违约前的分期偿还额来估计违约时的未到期债务，并且假设所有承诺的债务（例如循环信贷额度和可延后提取的定期贷款）是完全融资的。对于资产抵押贷款（ABL），我们会根据借款基数的计算公式考查公司是否能够在模拟违约情景下足额提取额度。对于信用证，我们会评估这些或有负债是否可能在违约后被提取。我们对违约时未到期债务的估计包括申诉前利息的估计，方法是在违约时的估计本金基础上加上6个月利息。考虑申诉前利息使得我们的挽回率分析与银行在巴塞尔 II 框架下的信用风险资本要求更加一致。

我们的分析关注于公司当前债务结构下的债务工具的挽回前景，通常不会对将来发行的其他债务进行估计。我们认为这种方法是审慎的且与投资者更加相关的，因为任何额外债务都可能对贷款人的挽回率产生重大影响，而我们不可能预先知道这些具体情况。另外，在公司的资本结构下增加债务可能对其违约概率产生重大影响，从而影响挽回率分析的所有方面（即最可能的违约路径、违约时的估值、以及违约损失情况）。因此，公司债务结构的改变被看作是要求对违约和挽回率分析进行重新评估的事件。这是对违约和挽回率评级进行持续跟踪的关键因素。然而，

这种方法也有一些例外。这些例外会在挽回率报告中列示，通常为以下两种情况：

- 批准但未实施的新增债务可能被加入我们的违约和挽回率分析中，如果这与我们的预期和特定发行人的潜在主体信用评级相一致。

- 我们在进行违约和挽回率分析时，如果预期公司有足够的流动性，可能假定近期到期债务得到偿付。相似地，在适当的情况下作为奖励我们甚至可能考虑本金提前偿付（无论是出于自愿还是由于超额现金流清偿条款）。否则，我们通常假定在模拟的违约日之前到期的债务会以相似的期限和当前的市场利率进行展期。

我们对违约时破产相关索偿权以及其他非债务索偿权的分析处理和估计通常与模拟违约情景下的法律和司法惯例相关。

## 确定价值分配

在确定了公司的最佳估值和估计了违约时索偿权的种类和金额之后，我们接下去考虑公司价值的分配。这个分配将遵循反映债权人相对优先级的“瀑布”方法，且与具体的法律、惯例和破产制度实务相关。在美国，我们对不同债权人的相对优先级的一般假设为：

- 超级优先级债权，例如破产企业融资

- 破产清算费用

- 联邦和州政府税收索偿权

- 高级担保索偿权

- 初级担保索偿权

- 高级无担保索偿权

- 次级索偿权

- 优先股

● 普通股

然而，上述索偿权优先级会受到两个关键因素影响：

● 担保债权人索偿权（无论是第一优先级还是其他优先级）的收益地位，只有当用于支持这些索偿权的担保品等于或者大于索偿权金额时才有效。如果担保品价值不足以完全覆盖担保索偿权，未覆盖的金额或者“赤字余额”将与所有其他高级无担保索偿权处于同一优先级。

● 根据公司的法人实体结构和债务工具的相关条款和条件，组织结构问题可能改变某些针对具体资产或者具体成员企业的索偿权的优先级。

上述因素导致相同类型（无论是高级担保、高级无担保、还是高级次级等等）的不同债务工具的挽回前景可能差异很大，取决于交易结构。尽管工具的债务类型可能提供对其相对优先级的判断，但最终决定其优先级的是法律结构和相关的条款和条件。因此，要想合适地评价不同索偿权的相对优先级，必须对公司的债务和法人实体结构进行基本审查。这要求理解各种债务工具的条款和条件，因为它们关系到借款人与担保人关系、担保品的担保与非担保事项、额度、合同、以及债务到期。另外，我们必须理解公司现金流和资产的转移路径（因为它关系到法律组织结构）并且考虑关键的司法问题和债权人之间的问题所产生的影响。

关键的组织结构问题包括识别：

● 以担保债务（例如，抵押借款、工业收入债券、以及 ABL 额度）的方式对特定资产进行的更高优先级的留置权；

● 未担保母公司的主要债务或者提供资产保证以支持母公司的担保债务的非担保人子公司（国内或者国外的）；

● 针对非担保人子公司的索偿权（该索偿权对非担保人子公司的价值拥有更高的优先级，又称“结构性高级索偿权”）；

● 不能作为担保贷款人的担保品的情况主要有：缺少国外子公司的资产担保、或者缺少对重要的国内资产（包括国外或者国内非担保人子公司的股票）的留置权（无论是由于借款人要求或得到的让步、不合理的交易结构、监管限制、还是其他债务合同施加的限制）；

● 公司的国外子公司是否可能根据当地司法制度申请破产，作为违约或重组程序的一部分。

对某些资产拥有更高优先级的留置权的债务意味着在进行价值分配时需要首先满足这些债权人，从而对其他债权人的企业价值减少了。在大部分情况下，针对具体资产的担保债务索偿权（比如前面提到的）通过结构化可以保证即使在违约情况下仍然实现完全的担保品价值覆盖。因此，我们的分析通常会先将企业价值减去这些债权的金额，以确定对其他债权人有效的剩余企业价值。尽管如此，如果担保债务金额很大，可能会在具体案例中出现一些例外。那些对某些资产没有第一留置权的充分结构化的担保银行贷款或者担保债券可以获得对重要且可能拥有较高的超额担保价值的资产的第二优先级留置权。例如，经常会出现这种情况，即，用所有非流动资产的第一留置权进行抵押的担保债务还会拥有对营运资本的第二优先级留置权，而这些营运资本已经被用于支持资产抵押循环信贷额度。

重要的国内或国外非担保人子公司必须被识别出来，因为这些单位没有明确承诺偿还母公司债务。因此，用这些子公司推导的企业价值部分并不直接支持被评级债务。因此，这些子公司的债务和某些非债务索偿权对子公司价值拥有更高的优先级。相应地，源自这些子公司的企业价值部分必须进行估计，并且在债权人价值分配时分开进行处理。这要求对公司的现金流和资产的转移路径进行理解。因为这些子公司仍然是被评估企业的一部分，在满足了结构性高级索偿权之后剩下的股权价值可用于满足子公司的其他债权人。充分结构化的债务通常包括一些条款来限制对这些子公司的结构性高级索偿权的金额。另外，充分结构化的担保债务会拥有对这些子公司的股份的留置权，以保证对股权价值（可用于支持其他债权人）的优先级利益。实务中，出于税收原因，美国公司持有的国外公司股份的

担保比例通常限制在投票权的 65%。担保贷款人通过股份担保无法捕捉的残值预期将按比例对所有高级无担保债权人有效。

从支持担保债务的抵押担保品中排除其他重要资产（而非整个子公司或子公司股份）也必须包括在我们的分析中。这些资产的价值通常运用独立资产评估方法进行确定，而我们估计的价值和相关假设也会披露在我们的挽回率报告中。我们预期排除的资产的价值会按比例由所有高级无担保债权人分享。

对国外子公司是否也可能申请破产的评估也是必要的，因为这可能增加破产程序的成本并产生潜在的多重司法问题，可能影响贷款人挽回率。在破产程序中国外法庭的参与使得问题变得更加复杂和不确定。然而，出于上述同样的原因，申请破产的注册于美国的借款人很少在没有具体利益或动机的情况下同时申请其国外子公司破产。因此，我们一般假定美国借款人的国外子公司不会申请破产，除非有强制性的原因使我们做出相反的假设，例如需要对大量国外债务进行重组以使公司免于破产。当国外子公司预期将申请破产时，我们的分析将进行调整以考虑相关国家破产制度的具体情况。

债权人之间的问题可能影响价值分配并导致与标准普尔所假定的“绝对优先级”有所偏差。实务中，第 11 章的破产是经过协商后的决定，价值分配可能因为各种债权人之间的原因导致与绝对优先级所确定的理想情况有所不同，包括美国破产法中的“调节”和“实质性合并”。

## 进行挽回率评级

我们将挽回率评级所应用的债务对应的企业价值或清算价值部分，除以违约发生时债务的估计金额（本金和申诉前利息）以及相似的未到期索偿权，来计算挽回率。我们接下来将挽回率匹配到我们的挽回率评级图谱中以确定发行和挽回率评级。标准普尔通过书面的挽回率报告来发布挽回率评级，报告中将识别模拟的支付违约、估值假设、以及其他挽回率评级的基础因素。这项发布通过提供投资者更多的有用信息，使投资者能够更好地评价我们的结论

并允许其考虑不同的假设情况，从而改善我们的分析效用。

## 挽回率评级的跟踪

在对债务发行进行初始分析后，我们接下来去监视影响借款人及其债务和负债结构的实质变化，以确定这些变化是否可能改变债权人的挽回率前景。考虑到信用尤其是违约和挽回率模型的动态性，这是关键的。因此，挽回率分析的基础部分是周期性的，同时也需要不定期的事件跟踪以监视可能影响挽回率的风险敞口的变化。在挽回率报告的更新中将披露任何违约和挽回率评级或分析的重大变化。可能影响我们的违约和挽回率分析或评级的因素包括：

- 并购与分拆；
- 估值假设更新；
- 借款人、担保人、或者非担保单位的利润与现金流贡献的变化；
- 债务或者非债务索偿权的敞口变化；
- 债权人之间的动态变化；
- 破产法或者案例历史的变化。

## 结论

我们相信我们的挽回率评级是有价值的，因为它们使得市场参与者可以对违约概率和违约挽回率分开考虑。我们也相信我们的挽回率分析能够提供投资者对公司的债务和组织结构如何影响挽回率的深入见解。

## 公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是专业从事债券评级、企业资信评估、企业征信、财产征信、企业信用管理等信用服务的中介机构。公司成立于1992年7月，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。

## 公司业务

**债项评级：**企业债券、公司债券、可转换公司债券 / 分离交易可转债、短期融资券、金融债券、商业银行次级债、资产证券化等。

**主体评级：**借款企业、中小企业、金融机构、企业集团、担保公司、竞标企业、商业承兑汇票等。

**其他业务：**企业征信、企业合同信用评价、企业信用管理咨询、信用管理培训等。

## 主要资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格  
中国人民银行总行认定的银行间债券评级资格  
中国证券监督管理委员会认定的证券市场资信评级业务资质  
中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资质  
中国国家发展和改革委员会认可的债券评级资格

中国保险监督管理委员会认可的债券信用评级业务资格  
中国人民银行上海总部批准的上海市贷款企业资信评估业务资质  
中国人民银行上海总部批准的上海市中小企业资信评估业务资质  
中国人民银行上海总部批准的上海市集团企业资信评估业务资质  
中国人民银行上海总部批准的上海市担保公司资信评估业务资质

## 书籍系列



企业内部控制与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

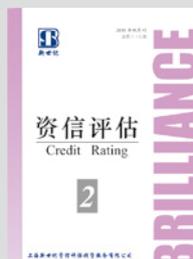
## 期刊系列



专刊



研究报告



双月刊



年刊



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*



地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>