

# 企业债券信用增级措施及评级方法探讨

作者：联合资信评估有限公司 钟用

企业债券经过十几年的发展，目前已经具备一定的市场规模，并成为我国重要的债券品种之一，但从去年银监会限制银行为企业债券提供担保以来，企业债券发行受到了一定的影响，在当前的情况下如何采取信用增级措施以保障企业债券顺利发行已成为企业债券发行参与的相关各方共同关注的话题。本文从企业债券信用增级类型和各种信用增级企业债券评级方法两个方面对如何采取信用增级措施保障企业债券顺利发行进行一定的探讨。

## 一、企业债券信用增级措施及其特点

### (一)常用的企业债券信用增级措施

企业债券信用增级措施比较多，比较常用的大概包括一下七种：1、资产抵押，即债券发行人在发行一笔债券时，通过法律上的适当手段将债券发行人的部分财产设定为抵押，一旦债券发行人出现偿债困难，则出卖这部分财产以清偿债务。2、第三方信用进行担保，即债券发行时采用第三方对债券进行担保，以提高债券本息偿还的安全性。3、设立专项的偿债基金，即在债券发行的同时设立专门的偿债准备金，当债券出现偿还困难时用专门偿债准备金对债券本息进行偿还，该项偿债准备金除了对本期债券提供保障外不用作其他用途。4、设立风险准备基金，即利用风险准备金对债券进行保障，当债券偿还出现困难时候利用债券风险准本金对债券进行偿付，风险准备基金与偿债准备基金的区别在于风险准备金的覆盖范围可能并不只局限于本期债券，还会对多个债券的本息提供保障，但专项偿债准备金只能用作对本期债券提供保障。5、设立专门帐户逐年计提偿债本金，即在债券发行时同时设立一个专门的偿债账户，在债券存续期内逐年计提偿债本金，当存在某年计提不足的时候采取一定的处理措施以保障债券本息的安全。6、规定债务的优先顺序，即债券发行时同时规定本期债券偿还的顺序优先，当发债主体经营出现困难时，本期债券的偿还顺序优先于其他债券，以降低

债券违约时债券投资人的损失。7、组合增信方式，即将上述增级措施组合应用，比如发行债券时既提供资产抵押，同时还采用第三方担保等其他信用增级措施。

## (二)主要信用增级企业债券的特征

各种信用增级企业债券由于信用增级方式的不同，自身信用风险特征差异较大，下面简单介绍一下用得比较多的抵押债券和担保债券的特征。

### 1、抵押债券特征

#### 1) 抵押债券的主要特点

抵押债券主要有一下四个方面的特点：①抵押债券是指债券发行人在发行一笔债券时，通过法律上的适当手段将债券发行人的部分财产设定为抵押，一旦债券发行人出现偿债困难，则出卖这部分财产以清偿债务。②为使抵押资产的市场价值下跌时债券持有者仍具有较高的安全性，用作抵押资产的资产价值通常大于债券发行总价值，并且债券发行人必须先到有关主管机构办理抵押权设定登记手续。③当债券发行人无法履行还本付息的承诺时，抵押资产的债权代理人有权处置抵押品，并将所得净收入偿还给抵押债券的持有者。④如果抵押资产变现所得净收入不足以偿还债务，抵押债券持有人将变为普通债权人，未偿还部分的清偿要求权等同于信用债券。

#### 2) 抵押债券的主要抵押物品类型

可以用着抵押债券的抵押品主要包括以下几种：①现金与银行存款；②应收票据及应收款；③固定资产--房产、设备等；④无形资产--土地使用权、专利等；⑤拥有的上市公司股权；⑥拥有的非上市公司股权。

#### 3) 抵押债券的主要参与者

抵押债券通常包括如下相关参与者：①债券发行人，即债券发行的主体,发行债券的债务人。②主承销商，即债券销售机构，负责发行债券的销售工作。③债权代理人，即全体债权人的代表，当发行企业违约无法偿付本息时，与抵押资产监管人共同代表全体债券持有人处置抵押资产以清偿未偿付的本息。④抵押资

产监管人，即动态监督、跟踪抵押资产的价值变动情况，定期、不定期出具报告，以此作为债券跟踪评级的重要依据，并向媒体公示。⑤债券持有人，即债券购买者，发行债券的债权人。⑥资产评估机构，即对发行债券的抵押资产价值进行评估的中介机构。⑦信用评级机构，即对发行债券进行信用评级的中介机构。⑧审计机构，即对债券发行人进行财务报表审计的中介机构。⑨法律事务机构，即对发行债券的相关事项出具法律意见的中介机构。

## 2、担保债券的特征

### 1) 担保责任的类型

担保责任主要有以下两种类型，①一般保证。当事人在保证合同中约定，债务人不能履行债务时，由保证人承担保证责任的，为一般保证。一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁，并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前，对债权人可以拒绝承担保证责任。②连带责任保证。当事人在保证合同中约定保证人与债务人对债务承担连带责任的，为连带责任保证。连带责任保证的债务人在主合同规定的债务履行期届满没有履行债务的，债权人可以要求债务人履行债务，也可以要求保证人在其保证范围内承担保证责任。担保类型不同的抵押债券其信用风险差异比较大，一般来说，一般责任担保债券只能降低债券的损失率不能改变债券的违约率，但连带责任担保债券不但可以降低损失率还在一定程度上可以降低违约率，就担保责任类型而言，连带责任担保债券的安全性往往高于一般保证债券。

### 2) 担保债券的类型

担保债券依据担保方的不同可以分为以下几种：①集团公司担保，即债券发行时，由发债主体的上级集团公司为债券提供担保。②一般企业担保，即债券发行时，由与发债主体无关的第三方企业为债券提供担保。③担保公司担保，即债券发行时，由专业的担保公司为债券提供担保。④银行担保(有限制)，即债券发行时，由银行为债券提供担保。⑤政府财政支持，即债券发行时，由发债主体所属区域的政府机构出具支持承诺。⑥信用联保，即债券发行时，由多家机构对债券提供联合担保。

## 二、信用增级企业债券评级方法探讨。

### (一) 抵押债券评级方法

从违约率的角度来讲，如果抵押资产的处置是发生在债券违约之后，抵押资产的数量及质量并不能改变偿债主体发生违约概率的高低，但由于抵押资产的存在，当债券真正发生违约时，抵押债券的债权人可以获得相对于其他债权人优先的抵押资产作为其债权的保障，所以其损失率明显低于其他债权人。因此，抵押债券由于可以改变债权人损失率的高低进而能对债券起到一定的信用增级作用。

抵质押资产能在多大程度上提升债券的债项级别是一个非常复杂的问题，不能单纯看抵质押倍数的高低。一般来说，对于抵押债券的评级必须将以下几个方面结合在一起进行考虑：

#### 1、发债主体的信用等级

由于抵押债券发行时，很多抵押债券的抵押资产并没有和企业进行严格意义上的分离，抵押资产虽然用于抵押，但仍然是企业生产经营的主要资产，发债主体对抵押资产的日常使用有较大的操作空间。另一方面，就算相同的抵押倍数，企业信用等级低的发行主体，其主体违约的概率较高，其使用抵押资产来偿还债务的可能性也越大，由于抵押资产变现有一定的不确定性，所以即使在相同的抵押倍数的情况下，发债主体的信用等级越高，抵押资产的信用增级作用也会越强。在对抵押债券进行评级时首先要对发债主体进行信用分析，分析的思路和一般企业评级的思路一致，主要分析发债主体的经营风险和财务风险的大小，进而判断发债主体信用风险的高低，分析内容主要包括：行业、企业基础素质、企业经营、企业管理，企业未来发展策略及实施情况、企业财务等方面。

#### 2、抵押资产变现价值

抵押资产的价值也是影响抵押债券信用增级的一个重要因素，主要从以下几个方面的分析来综合判断抵押资产的变现价值：

##### 1) 抵押资产评估机构的实力、声誉及评估方法

不同的资产评估机构由于其自身技术水平的差异，对同一抵押资产价值的评估结果可能会存在一定的差异。一般来说，实力强和声誉好的资产评估机构的价值评估结果更接近抵押资产的真实价值。因此在判断抵押资产的价值时，对资产评估机构的考察也是一个重要的环节。

## **2) 抵押资产的价值变化趋势**

从逻辑上来说，对于抵押资产的价值变化趋势，资产评估机构在进行价值评估时会加以判断，评估价值应该包含了资产价值变化趋势的分析和判断，但由于各个评估机构所采用的方法和分析人员的差异，可能对抵押资产价值变化趋势有各自的看法，所以评级机构在进行评级时应该对抵押资产价值变化趋势做自己的分析。

## **3) 抵押资产的种类及变现难易程度**

不同种类的抵押资产，其变现的难易程度会有较大的差异，一般的资产评估机构所评估出来的多为资产持续使用时候的价值，可能与资产变现的价值存在一定的差异，要判断抵押资产的变现价值可以根据不同行业，对抵押资产评估价值进行折算，同时抵押资产在变现区域变现的可能性也应该加以考虑，比如土地价值的评估，目前很多评估机构都是按照当前土地的市场价格乘以土地的面积计算土地的评估价值，但由于某一个区域在一定时期内土地变现的市场容量往往是有限的，如果土地的面积很大，在一定时间内要将所有抵押的土地变现基本上是不可能实现的事情，所以上述评估价值和真实的变现价值会因为变现区域变现的可能性而差异非常大。

# **3、抵押债券有关抵押资产处置的交易结构**

抵押债券有关抵押资产处理交易结构的设计也是影响抵押资产信用增级的一个重要方面。一般来说，交易结构设计越合理，越利于及时快速处理抵押资产，越有利于保护债权人利益，抵押资产的增级效果越明显。评级机构在进行抵押债券抵押资产交易结构的分析时一般需要分析一下几方面的内容：

## **1) 资产抵押的法律意见**

关于资产抵押的法律意见，至少应分析以下内容：律师事务所对抵押资产登

记、处置情况以及非发行人完全控制的抵押资产处置情况出具法律关系说明书。评估机构应分析抵押资产的合法性和对抵押资产进行处置时是否存在法律障碍。

### 2) 抵押资产相关机构的责任明确程度和实践经验

抵押债券相关参与方很多，其中，债权代理人和资产监管人合法尽职履行自己的职责是保证债权人利益的重要保障。所以评级机构在对抵押债权进行评级时必须对抵押债权的债权代理人和资产监管人的自身实力、相关责任的明确程度、历史履行相关责任的实践经验等方面进行考查，做出综合评价。

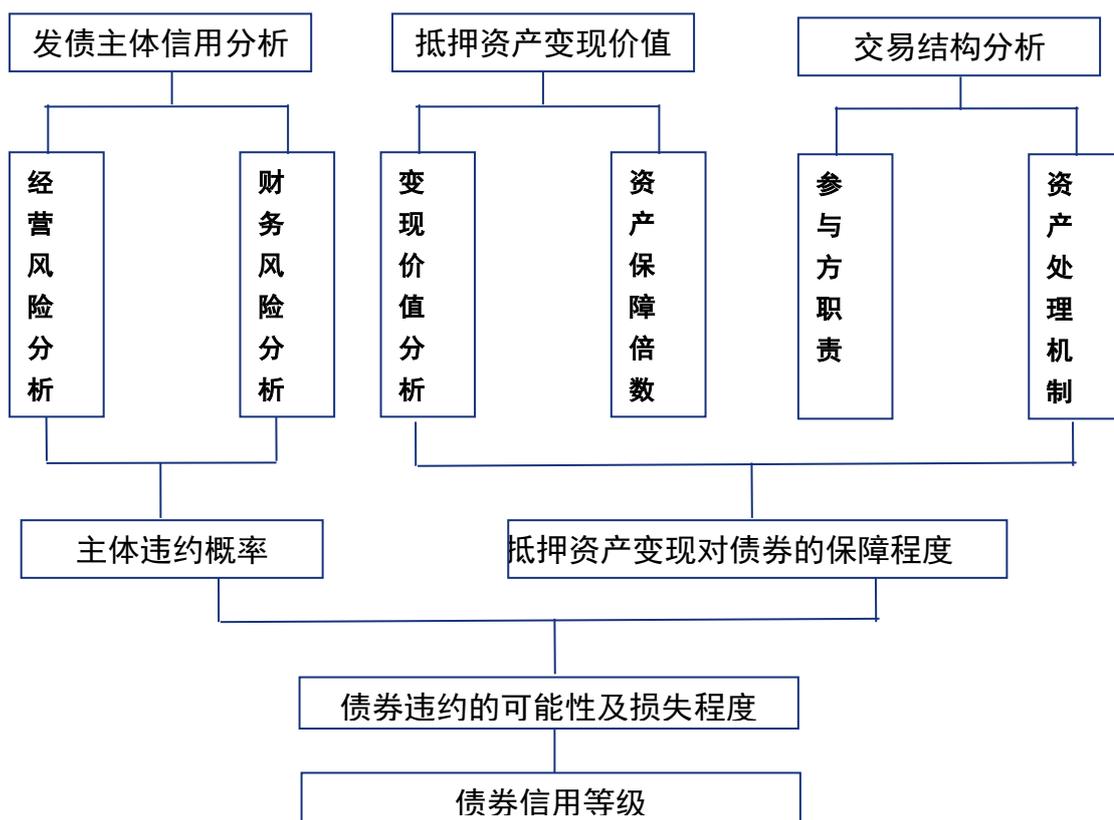
### 3) 特殊情况处理方式

关于特殊情况处理，至少应分析以下内容：偿债环节出现发行人到期未及时偿还本息的情况处理方式；抵押资产价值低于预先设置的价值警戒线时的处理方式；抵押资产变现处理的警戒线设置条款等。

## 4、抵押资产对债券覆盖程度

抵押资产对债券覆盖程度=抵押资产变现价值/债券发行额度。抵押债券的信用等级是在发行人主体长期信用等级的基础上确定的，一般情况下，抵押债券的信用等级会高于发行主体的长期信用等级。由于抵押资产未和发债主体进行严格的分离，债券等级的提升幅度会受到一定的限制，在限制范围内，抵押资产对债券的覆盖程度越高，抵押债券级别上调的可能性就越大。不同的评级机构对于抵押债券的信用增级程度和抵押资产对债券的覆盖倍数的对应关系会有自己的判断，评级的时候一般都按照自己的观点进行评价。

综合以上可以看出，抵押债券的评级是一件很复杂的事情，要对发行人主体级别、抵押资产变现价值、抵押债券有关抵押的交易结构、抵押资产覆盖程度等因素进行分析，综合判断抵押资产对债券信用等级的影响，最终确定抵押债券债项的信用级别，其评级总体思路如下图所示。



## (二) 担保债券评级方法

### 1、基于联合违约理论下的担保债券评级：

联合违约理论认为，当债券存在第三方担保时，只有当担保方和发行主体同时违约时，债券才会违约，所以，债券违约的概率由两个主体各自的违约概率和两主体的相关性共同决定。在这样的情况下，任何信用等级的主体为发债主体提供担保都有信用增级作用，比如，如果相关性低，AA级别的企业为AA级别的债券提供担保，级别能到达AAA。

联合违约理论下担保债券的级别确定过程为：①独立对提供担保方进行信用评级；②分析担保方和发债主体之间的相关性；③综合考虑两个主体相关性和各自违约概率之后计算联合违约概率的大小，并依据联合违约概率的大小确定担保债券最终的债项级别。

利用联合违约理论进行债券评级必需要满足两个基本的假设条件，第一是准确度量各个信用级别所对应的违约率，第二就是能准确量化两个主体之间的相关性。从我国目前的评级实践来看，虽然各个评级机构都已经公布了各自的信用级别与违约率之间的函数关系，但到目前为止，我国尚未出现违约的债券，这些数

值在很大程度上有赖于进一步的实践检验,另一方面将两个不同主体的相关性用单纯的数字来加以量化实施起来有较大的难度,更多的是一种定性的判断。

## 2、传统理论下的担保债券评级:

传统理论认为,债券评级是评价债券违约概率的大小,低信用等级的债券违约的可能性比高信用等级的债券大,所以,当低信用等级的企业提供担保时,如果发债主体发生违约,低信用等级的担保方不违约的概率非常低,从评级的谨慎性原则出发,认为这种担保方式不具有增级作用。在这样理论下,债券的信用等级应该取担保方和发债券主体之间的高主体的信用等级。

传统理论下担保债券的级别确定过程为:①独立对发债主体进行信用评级;②将债券的发债规模作为担保方的或有负债对进行担保方评级;③比较担保企业主体级别和债券主体级别的高低;④如果担保方的信用级别低于偿债主体的信用级别,债券级别为发行主体的信用级别,如果担保方的信用级别高于偿债主体的信用级别,债券的债项级别取担保方信用级别。

两种评级思路都有一定的理论基础,但由于联合违约理论的假设条件较为苛刻,评级机构的一般看法是,如果发行人和担保人的信用等级不同,债券的信用等级可以取二者中较高的一个,而且要重视分析担保人因为担保(可预见时期内)而产生的新的偿债压力是否会对其自身的信用等级产生影响;如果发行人和担保人的信用等级相同,担保提供的信用提升作用需要慎重分析,只有当有充足的依据说明两个主体相关性的确非常小的时候才考虑上调一个信用等级。

### (三) 风险准备金增级债券评级方法

对于风险准备金增级债券主要分析以下几个方面:①发债主体自身信用状况。②风险准备金的资金来源及其可靠性。③风险准备金的使用范围及覆盖程度。④风险准备金的使用及管理机制。⑤风险准备金的投资范围及潜在损失的可能性。评级机构在评级实践过程中会对以上因素进行仔细考察,最后综合判断风险准备金对债券的增级效果,进而判断风险准备金增级债券的债项信用级别。

以上是常用的三种信用增级债券评级方法的简单介绍,如前面所介绍一样,信用增级措施种类比较多,别的信用增级债券的评级方法就不在这里一一介绍,总体来说,信用增级债券的评级都是在债券发行主体的信用等级的基础之上,仔

细分析增级措施的可行性及增级效果，最后综合判断其最终信用级别。

总体来看，我国的信用增级企业债券目前还处于起步阶段，信用增级措施的类型还有很大的可挖掘空间，相应的评级方法也有待进一步扩充和完善，本文由于篇幅有限仅对上述增级措施进行介绍，希望能对我国企业债券的顺利发行起到一定的作用，不当之处肯请相关读者批评指正。