

2015-5-15

# 再论股东支持对企业偿付能力的作用

联合资信评估有限公司 评级总监 刘小平



## 再论股东支持对企业偿付能力的作用

联合资信评估有限公司 评级总监 刘小平

继民营企业上海超日“11 超日债”利息违约、中科云网“ST 湘鄂债”本金违约后，央企全资子公司天威集团于 2015 年 4 月 21 日公告其“11 天威 MTN2”利息不能按期兑付，构成国有企业首单公募债实质违约。

虽天威集团自身信用基本面早已非投资级，但基于天威集团央企全资子公司的背景，大部分市场投资者在债券付息前，仍对其获取股东兜底支持抱有很强的信心。

“11 天威 MTN2”利息违约后，打破了国企刚兑的惯例，市场投资者投资策略亦将发生转变，信用债将回归风险定价本源，投资者更将侧重债券信用风险的判断，因此如何正确评价股东支持对公司信用状况的影响，对信用债风险定价具有重要的意义。

### 股东支持与评级思路

一般来讲，当子公司独立的信用评级低于控股股东评级时，根据控股股东对于子公司支持的可能性和支持程度，评级机构对于母子公司评级思路分为两种：“自上而下”和“自下而上”。

（一）如果子公司和控股股东关系密切，比如子公司在控股股东的发展战略上很重要，或控股股东为子公司债务提供担保，或存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款，或子公司自身市场化运作程度很低，经营投资决策很大程度上依赖控股股东，则采用自上而下的评级思路对子公司进行评级。在这种情况下，控股股东的信用状况是决定子公司信用等级的主要因素，根据支持因素，子公司的信用等级可能等同于控股股东的信用等级，但一般情况下会向下调整一个子级，最多不超过 3 个子级。比如在“国发 43 号文”之前，各家评级机构对于各地方政府下属投融资平台采取的是自上而下的评级思路。

（二）如果子公司与控股股东的关系密切程度一般，比如子公司在控股股东发展战略上不太重要，即使可以获得控股股东的支持，但排序靠后，或从历史支持记录看，控股股东对子公司支持程度较弱，或子公司业务市场化程度很高，控股股东对其经营干预很小，则采用自下而上的方法对子公司评级。在这种情况下，子公司所处行业风险、自身经营管理及财务表现是驱动其评级的主要因素，根据支持因素给予 0~3 个子级的向上调整幅度，大部分情况是一个子级的向上调整。对处于竞争性行业且市场化运作的国有企业或者国有企业集团子公司，适用的是自下而上的评级思路。

### 子公司非持续经营下股东债务救助的选择

股东支持分为一般支持和特殊支持。一般支持主要是指在持续经营的前提下，控股股东给予子公司持续、日常的支持，比如资本金注入、经营补贴、融资支持等；特殊支持主要指在非持续经营的前提下，控股股东给予的债务救助等。原则上，一般支持更适用于独立评级处于投资级 **BBB-**及以上的国企子公司的评级调整，特殊支持更适用于独立评级处于投机级及违约级的国企子公司的评级调整。

对于央企及地方国企，或其子公司，因自身经营恶化且股东并未实施债务救助，导致非公开市场债务违约事件并非鲜有。仅以银行间市场国有企业债券发行人为例，2013 年以来，央企中冶纸业、二重集团以及被视为首单国企债券违约的发行人天威集团，均存在大额银行债务本息违约情况；地方国有企业淮南矿业子公司淮矿物流、马钢集团子公司马钢裕远物流，因钢贸信贷危机，亦存在大额银行债务本息违约情况。由于公募债券市场发行人违约影响范围更广，声誉机制对国有股东约束更强，中国公募债券市场在“11 天威 MTN2”利息违约前，国有企业或其子公司因自身经营情况恶化，即使银行债务出现违约，但公募债券本金或者利息仍刚性兑付，比如“12 二重集 MTN1”、“11 海龙 CP01”等。

在子公司非持续经营背景下，国有股东对于子公司的特殊支持行为属于非市场化因素，尽管国有股东支持能力可以判断，其支持意愿可预测性却较差；不过我们认为还是可以从以下几个主要评价要素进行综合分析，合理判断国有股东债务救助的意愿。

**战略重要性**——战略重要性主要指子公司的主营业务对控股股东整体经营是否具有不可或缺性，或者对于控股股东的未来运营方向、布局和发展是否具有战略意义。

以央企子公司天威集团为例，2013 年起天威集团陷入深度亏损。从 2013 年底开始，天威集团将输变电资产向全资股东兵装集团进行转让，同时兵装集团则将质量较差的新能源资产置入天威集团；2014 年初，兵装财务公司对天威集团的逾期贷款向法院提出财产保全，冻结了天威集团所持有的上市公司天威保变全部股份；2015 年 2 月，兵装集团通过定向增发从天威集团获取了上市公司天威保变的控制权。

从全资股东兵装集团行动路径看，天威集团遗留的新能源业务并非股东未来发展重点，天威集团在兵装集团的战略重要性已经边缘化，在其非持续经营背景下，股东支持意愿不足。

**社会重要性**——社会重要性主要指子公司发生债务违约后对区域就业、当地产业的支撑是否会产生重大影响。

以地方国有企业龙煤集团为例，龙煤集团是黑龙江省唯一的大型省级煤炭生产企业，吸纳了全省约 20 万就业人口，受煤炭行业景气度下行影响，龙煤集团自 2012 年以来持续亏损，2014 年以来吨煤开采成本与售价倒挂，2014 年公司陷入深度亏损，对权益侵蚀很大，资产负债率接近 90%，自身偿债能力极弱。考虑到其社会重要性，黑龙江省政府于 2014 年 10 月印发《关于支持龙煤集团改革发展政策措施的通知》，实际控制人黑龙江省政府对龙煤集团支持意愿明确，对拓宽龙煤集团资金链具有积极作用，截至目前为止，龙煤集团存续期内债务和债券仍正常还本付息。

**持股比例**——持股比例是控制权的重要表现之一，一般来讲，股东对子公司持股比例越高，支持意愿可能更大。但若子公司持股比例中还涉及到非国有股份，则在非持续经营背景下，国有股东债务救助可能导致国有资产流失。这使得非国有全资子公司出现债务危机时，国有股东债务救助意愿将大打折扣。

**债务救助成本与预期收益比较**——一般来讲，国有股东实施救助或给予企业支持的成本大于从企业继续经营中获得的预期收益，国有股东债务救助的意愿就会比较低。这些收益既可能是经济效益，也可能是社会效益，比如企业继续经营对于稳定和扩大 GDP 及就业市场的作用等。

以央企子公司天威集团为例，根据其 2014 年经审计的财务报表，在剔除于 2015 年 2 月出表的上市公司天威保变后，天威集团 2014 年底总资产不到 90 亿元，但总负债接近 140 亿元，不考虑破产清算时资产折价，以 2014 年底相关的资产负债计算，回收率也仅为 65%，股东救助成本高；同时从预期的经济和社会效益来看，天威集团现有的新能源业务继续经营带来的效益对股东而言几乎可忽略不计。因此，股东救助天威集团的意愿较低。

**国有股东对子公司债券增信的协议或承诺**——在子公司出现债务危机时，若针对特定债券，国有股东出具了连带担保协议，因连带担保协议的法律约束，该类债券具有较高的安全性，债券信用等级等同于国有股东的信用等级。

以“08 中冶美利债”为例，原央企股东中冶科工对其持股 100%，同时为“08 中冶美利债”提供了不可撤销的连带责任保证担保，即使中冶纸业自身偿债能力弱，但原央企股东对该债券的支持意愿具有法律约束，债券的安全性仍很高。

此外，国有股东还可能通过出具安慰函、成立偿债基金等方式向投资者释放未来支持的可能性，以提高投资者信心，虽然此类承诺法律约束力不强，但当子公司出现债务危机时，国有股东选择不救助时可能面临一定的声誉成本，这也能在一定程度上增强国有股东对子公司债务救助的意愿。

在经济新常态背景下，经济结构性调整将持续，产能过剩行业景气度难以迅速提升，部分企业经营压力及再融资压力加大。随着监管层对于债券违约容忍度的放松，以及债市市场化程度的提升，民企债券违约已开始向国企债券违约蔓延，在国企债券余额占比超过 80%的中国债券市场结构中，国企违约案例不会止步于“11 天威 MTN2”，后续国企个券违约风险仍不容小觑，有了天威的先例，央企或国企股东“救命稻草”的角色需要重新定位。这种情况下，对于国企信用风险的判断，更

应侧重企业自身独立信用基本面的分析，降低股东支持在评级模型中的权重，同时合理评价国有企业在债务危机时，获得国有股东特殊支持的可能性。