

标准普尔主体评级方法

姜波 / 文

作者按：随着国内债券市场和信用评级的蓬勃发展，国内评级机构正在积极学习国外评级机构的先进经验。新世纪公司自 2008 年与国际知名评级机构——标准普尔建立技术合作关系以来，交流日益频繁。本文是对标准普尔 2008 年颁布的“公司评级准则”中“分析方法论”¹的总结，并非是对其进行翻译，旨在让读者了解国际评级机构在进行主体评级时是如何权衡和思考的。

标准普尔认为“主体评级是对债务人整体偿债能力和意愿的意见，无论这些债务是否被评级。如果这些债务违约，那么就会导致发行人被评为‘D’或‘SD’”²。在标准普尔看来，评级过程并非像菜谱指导做菜那样——样样都有明确的定量，而是有很多主观的判断。因此，信用评级是艺术和科学的成分兼而有之。

标准普尔的评级分析从公司的业务评价和竞争概况开始，得出业务风险的判断结果，然后再进行财务分析，得到财务风险的判断结果，通过业务 - 财务风险矩阵得到发行人主体的信用等级。标准普尔的评级矩阵给出的只是指导意见，而非“法典”，一直都会有细小的正面或负面的因素导致一个子级的变化。而且，始终会有例外的情况，某些案例的情况和分析框架也并不完全吻合，例如，流动性问题或诉讼问题往往会构成压倒性的总体风险。

图表 1 业务 - 财务风险矩阵³

Business And Financial Risk Profile Matrix						
Business Risk Profile	Financial Risk Profil					
	Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly Leveraged
Excellent	AAA	AA	A	A-	BBB	--
Strong	AA	A	A-	BBB	BB	BB
Satisfactory	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+
Fair	--	BBB-	BB+	BB	BB-	B
Weak	--	--	BB	BB-	B+	B
Vulnerable	--	--	--	B+	B	CCC+

These rating outcomes are shown for guidance purposes only. Actual rating should be within one notch of indicated rating outcomes.

¹Analytical Methodology, Standard & Poor' s Corporate Rating Criteria 2008

²We provide issuer credit ratings—an opinion of the obligor' s overall capacity and willingness to meet its financial obligations as they come due—whether rated or not. Default on any of these leads to an issuer rating of 'D' or 'SD'. Standard & Poor' s Corporate Rating Criteria 2008

³Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, Standard & Poor' s Global Credit Portal, May 27, 2009

图表 2 财务风险指示性指标⁴

Financial Risk Indicative Ratios (Corporates)			
	FFO/Debt (%)	Debt/EBITDA (x)	Debt/Capital (%)
Minimal	greater than 60	less than 1.5	less than 25
Modest	45-60	1.5-2	25-35
Intermediate	30-45	2-3	35-45
Significant	20-30	3-4	45-50
Aggressive	12-20	4-5	50-60
Highly Leveraged	less than 12	greater than 5	greater than 60

标准普尔认为，在实践中，即便两家公司的财务表现相似，但级别仍可能存在较大差异，原因是在某种程度上它们所面临的业务挑战和发展有差别。对财务风险的评价不会是简单的，而是围绕财务政策和风险容忍度，未来表现的波动性及风险，对现金流充足状况的看法，包括自由现金流和资本支出的弹性程度，以及不同的流动性度量，包括对短期内到期债务的覆盖程度。

在业务风险方面，标准普尔考察以下方面：

- 国家风险
- 行业因素
- 竞争地位
- 盈利能力 / 同行比较

在财务风险方面，考察以下方面：

- 公司治理 / 风险容忍度 / 财务政策
- 会计和财务报告体系
- 现金流充足度
- 资本结构 / 资产保护
- 流动性 / 短期因素

值得注意的是，标准普尔对这些风险要素并没有任何预先设定的权重。因为在标准普尔看来，各风险因素的重要程度对于不同的公司，在不同的情况下，会有所不同。

⁴Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, Standard & Poor' s Global Credit Portal, May 27, 2009

一、业务风险

（一）国家风险

公司面临的国家风险和主权政府信用风险是两个完全不同的概念，主权政府信用风险仅仅是主权政府是否会在商业贷款上违约。主权信用级别只能笼统地反映当地公司面临的风险情况，但对于私人部门而言，主权信用级别无法完全反映出其面临的环境风险。

因此，当标准普尔对公司、基础建设类公司或是项目进行评级的时候，除了会参考主权评级之外，还会具体评价影响公司信用质量的经济环境或国家风险。这些经济环境或国家风险主要是指政府政策会对被评主体的业务环境和融资环境产生影响，因此，标准普尔会对被评主体是否有能力隔绝这些风险做具体分析。

标准普尔把影响私人部门的国家风险因素主要分成两大类，经济/政治风险和行业相关风险。在经济/政治风险中，关注国家的经济增长预期和国家的经济周期等因素；在行业相关的风险中，关注劳工市场的限制、劳动力成本和基础设施条件等因素。

在标准普尔看来，一家公司的评级是有可能高于该公司所在地政府的主权评级的，只要它被认为即便是在政府本外币违约的情况下，依然能偿还债务。这家公司必须表现出能够隔绝主权和国家风险的因素。2007年底的时候，标准普尔评级中有68家分布在21个不同国家的公司，其评级超过所在国的主权评级。

（二）行业风险

几乎所有的评级分析都包含对公司业务环境的评价。公司面临的经营风险程度几乎总是和它所处的行业变化相关。标准普尔的行业分析焦点是行业的未来发展状况，以及影响该行业的竞争因素。标准普尔的公司分析是建立在行业风险分析的基础之上。行业风险分析的目的是让分析师对公司外部商业和运行环境有深刻的理解。行业分析聚焦于行业的发展前景、辨明竞争因素、风险以及该行业参与者所面临的挑战。

标准普尔对行业特征的考察主要聚焦于行业的风险与机会，包括了行业的发展与盈利潜力、受周期影响的程度、进入门槛的高低、竞争本质和激烈程度、资本密集程度、运营和成本结构、监管要求以及技术发展方向。行业中领先的公司往往在其中某些方面占优，或者更有效地避免了某些行业中的固有风险，取得了竞争优势，因而在评级中可以获得较高的业务评分。

在标准普尔看来，各行业信用风险的驱动因素大致相同，只不过这些因素对于某个具体行业产生的影响程度会因为行业不同而有很大区别。而且，由于某些行业更容易受到国家因素的影响，这些驱动因素对于某个具体行业的影响也会因为不同的国家而有很大差异。公用事业、电信以及零售行业更容易受到国家因素的影响。相反，石油天然气、化学品以及科技行业更具有全球性特征，国家因素造成的影响较小。

图表 3 行业风险的驱动因素⁵

Table 2 Business Risk/Financial Risk					
—Financial risk profile—					
Business risk profile	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly Leveraged
Excellent	AAA	AA	A	BBB	BB
Strong	AA	A	A-	BBB-	BB-
Satisfactory	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Weak	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnerable	BB	B+	B+	B	B-
Financial risk indicative ratios*	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly Leveraged
Cash flow (Funds from operations/Debt) (%)	Over 60	45–60	30–45	15–30	Below 15
Debt leverage (Total debt/Capital) (%)	Below 25	25–35	35–45	45–55	Over 55
Debt/EBITDA (x)	<1.4	1.4–2.0	2.0–3.0	3.0–4.5	>4.5
*Fully adjusted, historically demonstrated, and expected to continue consistently.					

对行业信用风险影响较大的因素是周期性、竞争的激烈程度、资本密集程度、技术风险、监管 / 放松监管以及能源成本敏感度。需要指出的是，标准普尔认为，一个行业的风险程度不能机械地看待。事实上，很多公司的经营困境是由于竞争对手出色的管理和业绩表现造成的。

1. 周期性

标准普尔认为，行业周期不仅是由需求变化引起，更重要的是产能变化。这些新产能往往是在需求上升时投建的。产能过剩会恶化竞争形势，造成盈利压力，尤其是在需求下降的时候（如大宗化学品和海运）。因此，如果其他方面相似，那么受周期性影响大的公司评级会比非周期性公司低。

尽管预期到周期性的变化会始终存在，也并不是说评级不会随着周期而变动，只是评级的变化幅度小于周期性变化的幅度。被认为有强劲的基本面的公司（比如那些投资级的公司），不太会因为周期性因素而有剧烈的级别变化，除非周期性影响超出预期，或者公司表现与预期不符。公司对周期性因素的敏感程度，以及级别的稳定性，在具体情况中有很大差异。一个周期性的衰退很可能会造成公司违约，从而没有机会再重新进入增长期。在这种情况下，周期性的波动会直接导致评级的变化，甚至在很短的时间内被调降几级。反过来，周期性的增长会给公司一个喘气机会，可能会使其级别从很低水平稍微提升 1 或 2 个子级。

2. 资本密集程度

标准普尔认为，如果资本密集程度高的话，盈亏平衡点也会高，因为需要在固定资产或产能方面进行大量的投资。这种情形下，如果公司运营杠杆高或产能利用率低则会形成风险。那

⁵Standard & Poor' s Corporate Rating Criteria 2008

些资本密集程度高且竞争激烈的行业（如汽车、航运、林业产品以及金属和采矿）对于产能利用率会很敏感。资本密集型行业在经济上行期中往往有投建过度产能的倾向，形成产能过剩以及激烈的价格竞争，损害毛利。这些公司往往还有高于平均水平的财务风险，融资需求高，而且期限要求也长。

3. 快速的变化

由于技术革新或监管的放松而处于高速变化中的行业有较高的行业风险。进入壁垒消除后，那些新的没有历史包袱的竞争者会进入，竞争格局很快就会见分晓。在这种行业中，管理质量将会是非常重要的因素。

（三）竞争地位

在标准普尔的分析中，竞争地位是研判公司业务风险的一个重要因素，对发行人具体的债务评级也有很重要的影响。确定一个发行人的竞争地位，标准普尔会考察其与具体行业相关的重要风险因素。公司的规模、多元化程度对竞争地位通常也会有影响。尽管对于具体某个级别，标准普尔并没有最小规模的标准，但是公司的规模往往和信用级别相关联。这是因为大公司往往获益于规模经济和 / 或多元化，被看作有较强的竞争地位。

行业环境会对公司的业务风险形成重要影响，行业内公司的信用状况会因为竞争地位的不同而存在实质性的差异。竞争地位支持公司的收入和现金流的稳定性。在标准普尔看来，一个处于相对较弱的竞争地位的公司，即便在最有利的行业环境里也难以获得非常正面的评价。

标准普尔对具体公司的竞争地位分析会因行业的不同而存在不同的观察角度和指标，通常会考虑以下几点：

1. 稳定性

标准普尔认为，竞争优势的可持续性往往可以通过领先的成本优势或是产品差异化获得。可以从以下几点来观察：

- 产品地位（质量、定价）和品牌美誉度
- 市场份额，现有的客户基础，产品的地域覆盖面积
- 渠道能力
- 客户关系
- 技术 / 生产能力，以及
- 实质性的进入壁垒，如交通、资本、技术密集和监管条例

2. 市场份额

标准普尔认为，市场份额分析在判断公司的竞争地位中占据重要地位，但只有放在行业变

化的语境中考察才有意义。在非大宗商品行业中，对市场份量的分析通常可以对公司的竞争能力提供重要的洞见。全球性的行业具有某些风险特征，包括市场逐渐集中和产品大宗商品化，只有大型的、有成本优势以及研发和渠道能力的参与者才能维持或巩固它们的业务地位和盈利能力。然而，一些只在本地行业经营的公司可能会受益于运输壁垒、长期的监管壁垒或本地的客户资源及已经在本地建成的资产。比如食品零售业者可能具备上述优势，有助于它们建立稳固的本地地位，从而可以获得相对正面的业务评分。

3. 多元化

标准普尔认为，如果公司有多元化的产品、客户和供应商，则其在不利环境下会有一些的缓冲。如果公司产品服务的关联度较小，业务的地域分散也会在区域市场变化或经济形势变化的情况下提供一些保护。如果一家公司在多个现金流产出状况良好的行业中经营，同时这些行业又有不同的周期，那么在信用质量上，这家公司会被认为强于那些只在单一行业经营的竞争对手。不过，标准普尔总是对那些尽管有多元化经营，但竞争地位较弱或行业环境较差的公司比较谨慎。全球性的集团公司通常会获得高评级。它们通常具有地域的分散性、在周期性行业以及经济条件中的暴露比较平衡的特性，同时在稳定且具有良好保护的市场上有较大的市场份额，比如 GE。

4. 公司规模

标准普尔对于各信用级别并没有最小规模的标准。然而，标准普尔会认为公司规模的大小通常可以用来衡量多元化或是竞争地位，因此公司规模的大小与级别之间最终还是会有关系。规模大往往成本低，并且在采购、生产和分销中，规模效应可以为大型公司提供更好的现金流。而小公司往往在产品、客户以及地域方面较为集中，难以获得上述优势。小型公司可以在大型公司占主导地位（高市场占有率）的行业中存活，甚至有令人满意的表现，只要它们能够在行业中的细分层次中占有较牢固的市场地位。从这个意义上说，单纯的规模大小并不会起到必然的确定性作用，市场优势才是最为关键的。

（四）盈利能力 / 同业比较

盈利潜力是信用质量的重要决定因素。标准普尔认为，一家公司有高毛利率和资本回报率的话会有较高的能力产生内生资本，吸引外部资本以及抵抗业务形势扭转。盈利能力也能最终证明公司资产的价值。

进一步而言，对盈利能力的结论也是对业务风险评价的一个“正确性检查”。一家公司的利润表现对于其基本健康状况和竞争地位是一个检验。标准普尔认为，在这个方面，对关键的盈利状况进行同业比较是最有意义的。

当得到发行人经营环境和竞争地位的结论后，标准普尔分析会向几个财务方面的类别深入。

标准普尔认为，公司的业务风险决定了财务风险。

（五）管理层评价

标准普尔对管理层的评价在公司的业务和财务评分上都会有所体现。标准普尔会考察和衡量公司管理层的策略、决定和政策对公司行为的影响。标准普尔会尽力评估公司管理层的竞争力，并判断管理层能否获得战略和运营成功。这部分属于业务风险评价的部分。公司治理、财务政策和风险容忍度属于财务风险评价部分，包括管理层策略的可信度和可行性、它的运营和财务历史记录以及对业务和财务风险的假设。

1. 战略和计划

标准普尔会把管理层对未来的计划和假设与其同行以及标准普尔自己的预判进行比较。标准普尔认为，不切实际或是过分乐观的估计往往预示着内部计划能力较差或是对挑战（或是机会）的掌握能力较差——特别是管理层未能对同行已经关注的因素进行充分的考虑。

标准普尔认为，考察战略、计划和政策是如何执行的有助于分析师判断公司管理层的一贯性和可信度。在这种情况下，确定实际结果为什么没有达到预期很重要。管理层直率地承认风险以及对不同因素可能影响利润和现金流有助于评级机构的内部评议，可能会对管理层的可信度做出正面的评价。

二、财务风险

（一）公司治理、风险容忍度和财务政策

标准普尔认为，管理层经营哲学和政策具有非常重要的重要性。例如，最高杠杆比例目标可以看出发行人的过往记录以及融资环境对公司业务的影响。

1. 公司治理

标准普尔对公司治理的评价是信用分析的一部分，但并非关注于支出不当、不负责任或其他恶行，而是关注于公司是如何管理的，其股东、债权人及其他利益相关人之间的关系如何，内部的程序、政策和具体做法是如何引起或遏制风险的。

2. 风险容忍度和财务政策

标准普尔评价财务政策是看其是否激进或保守以及是否符合业务发展目标。标准普尔非常重视管理理念和涉及财务风险的政策。会计实践、资本支出水平、债务容忍度、合并活动以及资产出售的频率是考察管理层财务政策的一些方面。

标准普尔认为，在任何情况下，公司管理层所说的将会如何做要放在它实际的做法以及为

什么要这么做的语境下看待。判断一家公司的杠杆率目标应该要结合过去的纪录和未来的业务需求。举例而言，如果一家公司增加资本支出超过自身的现金流产生能力的话，其杠杆水平不会下降，除非有相应的计划售出资产或普通股。抱怀疑态度的分析师会问管理层如何达成这两个目标——杠杆率目标和资本支出。答案以及公司后来的表现会反映出管理层的风险容忍度和可信用度。分析师必须考虑管理层现实的选择以及它是如何反应的。

（二）会计和财务报告体系

一家公司的财务报告是对被评主体（或债项）进行财务分析的基础。标准普尔认为，对这些分析必须考虑这家公司编制财务报告所使用的会计基础，以及数字背后不同的方法和假设的影响。

1. 理解会计基础的涵义

标准普尔认为，IFRS、GAAP 或者其他本地、法定 GAAP 基础与其公司评级方法息息相关。当然，即便公司用相同的会计基础，对分析依然构成挑战，因为会计准则对某些项目通常会提供多个选项。

会计标准的差异对于标准普尔的评级分析师构成了一定的挑战，因为标准普尔给出的信用评级是全球体系评级（Global Scale Rating），需要建立一个可比较的基础，而发行人会计记账标准不同对于建立可比性而言是一项巨大的挑战。然而，对于各国本地评级机构而言，往往给出的级别是本地体系评级（Local Scale Rating），发行人会计记账标准基本趋同，因此面临的挑战相对小一些。

（三）现金流充足性

标准普尔认为对现金流特征的分析会比盈利能力更能揭示公司的债务偿还能力的强弱。这种分析常常聚焦于 FFO (funds from operations)，但是标准普尔也非常注重营运资本的变化、资本支出的需求和股东分配，力图掌握现金流充足程度的整体情况。投资级的公司往往已经有现成的外部融资渠道以满足短期的资金需求，而投机级的发行人通常缺乏这种弹性，而且也缺少内生现金的办法来解决债务偿还。

现金流分析聚焦于理解和预测现金是如何产生，并如何被使用的。对公司现金流的分析包括辨析公司的现金流，确定趋势和可持续性，区分经营性、投资性和筹资性现金流以及理解未来导致现金流波动和信息失真的因素。

所有这些都必须在公司自身特质的语境下考量，如公司自身的生命周期。公司自身的业务前景决定了其产生现金的能力——竞争力、市场变化情况、经济环境等，公司对现金的需求是其资产负债结构、管理层财务策略和战略需要的结果。因此，现金流充足性可以说是在信用评级分析中最要紧的部分。

1. 造成现金流失真的潜在因素

现金流失真可能是由于收入和支出的确认时间差异、项目分类以及一些会计问题造成。在标准普尔看来，正因为现金流是一个公司财务健康和未来发展的指标，公司往往有一个夸大表面上现金产生的倾向，把现金流入都算成是经营的结果，把现金流出都算成是投资或融资造成的。对于经营性、投资性或筹资性现金流的划分较松可能会导致失真。

还有一个会导致失真的因素是外币兑换。有时候营运资本的变化仅仅是外汇波动的原因导致，并非实际的本币现金流动。标准普尔比较倾向用本币来分析营运资本，在额外的现金流分析工具中反映外币波动造成的影响。

整体而言，标准普尔认为，对于低成长的公司，对当前可以抵御危险的强劲现金流要仔细斟酌，这种高水平的保护可能是不可持续的。对于高成长的公司，要反过来看，要斟酌当前的现金净流出能否支撑到当前投资开始产生现金收益从而债务保障程度得到提高的时候。标准普尔认为，信用质量和当前的现金流之间不存在简单的关系。甚至对于同行公司有相近的现金流覆盖比率，评级结果都可能是有区别的，要看它们具体的业务和财务特征。

（四）资本结构和资产保护

1. 资本结构

标准普尔对资本结构的分析主要是围绕负债程度和负债结构（比如固定还是浮动利率借款，到期日，货币种类，是否有担保等）。这项分析将帮助分析确定公司的财务弹性以及杠杆程度。标准普尔看杠杆率指标时不仅仅是看根据资产负债表上的数据计算的结果，还包括租赁、退休金和退休人员医疗负担、担保以及其他或有负债。

对于发行人当前和未来的投资，即便与此相关的债务尚未在公司的资产负债表上反映出来，标准普尔也会对此做出调整。

2. 资产保护

在标准普尔看来，公司资产的特性及其价值对于确定在假定风险水平下合适的杠杆率水平来说非常重要。能产生稳定现金流或有稳定的市场价值的资产相比变现能力可疑的资产在债务融资中有更大的用处。因此，标准普尔认为，分析发行人的每一项业务和各资产类别下资产是重要的。

标准普尔认为，能产生稳定现金流或是有市场价格的资产相比难以交易的资产在债务融资方面有更大用处。了解公司资产的合理价值对于分析来说是关键的。如果资产的账面价值被实质性的低估或高估，财务报表反映出的杠杆率就几乎毫无意义。

在确定资产的经济价值时，标准普尔把对资产盈利能力的考量作为一个合适的基础。一家

公司资产的市场价值或是独立的资产评估会提供额外的洞见可供参考。然而与历史成本记账法相比，这些资产估值方法也存在缺陷，不能依赖单一的衡量方式。在分析中确定应该使用哪种价值对于分析师而言是一项巨大的挑战。

（五）流动性 / 短期因素

标准普尔会把各种无法归入其他类别里进行考量的因素放在这部分考虑。或有事件的影响以及公司可能实施的计划都需要考虑。这些因素包括：严重的法律问题，缺乏保险覆盖，借款协议的约束性条款使公司完全处于受银行摆布的地位等。各类资本市场的进入通道，与其他主体之间的附属关系，以及出售资产的能力是确定公司在经济压力下能否有选择的重要因素。

一家公司基本面的逐渐恶化会最终导致流动性问题。然而，一家公司在业务地位不错，债务水平也还可以的情况下，面对突发性的不利局面时，也会遭遇实际的或潜在的流动性危机，或是无法进入公开债务市场，导致债务问题发生。

标准普尔会考虑公司由于突然的震荡或突发事件会面临的一系列挑战，如当前债务到期，公司进行内部调整最大化短期现金产生的能力，以及它获得外部流动性和资本的渠道。分析一家公司处理这些特殊困难的能力其实是在评估它的流动性或在压力情景下的选项。在这里标准普尔的分析要点是在不利局面下，公司能否偿还债务，而非是在某个预期情形下。标准普尔认为，投机级的发行人对流动性危机的应对能力更加可疑，这种情景可以是由于即将到来的本息偿付、融资协议条款要求以及信用额度能否滚动使用等问题造成。通常这些负面因素的效果因为触发了信用额度协议、债券契约、交易对手协议或操作协议中包含的触发事件条款而加重。对公司而言，小的不利因素可能变成一场大的危机。

标准普尔认为，不管何种状况下，流动性分析的起点是债务及其他长期责任到期的时间表，近期内到期的债务包括商业票据，偿债基金的拨付以及长期债务到期，银行信用额度到期借款需要偿还，优先股的赎回。其他重大财务义务也需要考虑，如租赁义务，或有负债如信用证，退休基金，退休人员福利，以及税务支出。即便在分析高信用质量的公司时，也需要关注整体的债务到期结构以及潜在的再融资风险。

标准普尔认为，管理层处理流动性危机的技能对公司而言会有生死差别。谨慎的经理人会：

- 避免过度的短期债务；
- 分散债务到期时间；
- 始终和银行保持良好关系，并让银行相信公司的信用度；
- 即便公司的财务情况很好，在和银行谈判借款条件时也留出足够的缓冲；
- 对潜在的因契约条件导致的违约在它发生之前就有足够的认识与及时与银行谈判借款条件；
- 手中的信贷额度要多于预期所要用的，在到期前就开始商定续借；
- 在主要的困难出现之前就全部提取信贷额度。