

2008年企業評等準則：分析方法

評等準則

2008/04/15

- 此處提供之中文版內容僅為參考之用。若中文內容與英文版原文有任何歧異，一切以英文版為準。
- 此處提供之中文版內容係翻譯自英文版摘要章節。

Primary Credit Analysts:

Solomon B Samson, New York (1) 212-438-7653; sol_samson@standardandpoors.com

Neri Bukspan, New York (1) 212-438-1792; neri_bukspan@standardandpoors.com

Emmanuel Dubois-Pelerin, Paris (33) 1-4420-6673; [emmanuel_dubois-](mailto:emmanuel_dubois-pelerin@standardandpoors.com)

pelerin@standardandpoors.com

評等準則 | 企業 | 通用：

2008年企業評等準則：分析方法

（編按：表2不再適用。欲取得最新版本，請參照2009年5月27日公布之「準則方法：營運地位／財務體質矩陣表之擴充（Criteria Methodology: BusinessRisk/Financial Risk Matrix Expanded）」）

分析方法

標準普爾的評等方法係以基本面分析為基礎。標準普爾的模型已隨時間發展演化，反映公司所必須面對更複雜且波動性更大的環境。與過去相比較，現有的評等分析更重視現金流量允當程度及流動性。標準普爾的獲利能力分析過去乃財務體質評估的一部份，但我們目前更重視獲利能力分析在企業營運地位與競爭評估上扮演的角色。

總覽

過去五、六年間，標準普爾非常重視會計與公司治理。管理階層的風險偏好在標準普爾的評等決策中扮演極重要的角色，但現在企業圖像更為複雜—包括更為複雜的證券與交易的運用。因此標準普爾需要更深入研究管理實務與政策，像是從所有權、董事會獨立性到不列入資產負債表的財務策略的運用等範疇。

營運地位/財務體質矩陣表

儘管標準普爾致力於追求評等過程的透明度，但最重要且明顯的是應該瞭解，評等過程無法簡化成如食譜一般：評等過程涵蓋許多主觀判斷，它既是一門科學，也是一門藝術。

標準普爾的分析方法係根據一個共通性的架構來組織其分析程序；標準普爾會先將工作分門別類，以便將所有重要的問題納入考量。其中第一類為基本營運分析，其次則為財務分析。（信用評等常被與財務分析—特別是財務比率相連結。標準普爾公布產業與個別公司的財務比率與財務指標。但標準普爾的評等分析係從評估一家公司的營運與競爭地位開始。兩家財務指標完全一致的公司，卻可能出現截然不同的評等結果，原因是兩家公司所面對的業務競爭與前景不盡相同。）

標準普爾製作表2矩陣表的目的，在於將不同營運地位／財務體質組合所對應的特定評等結果明確表達。該矩陣表說明受評發行體營運地位與財務體質之間的關係。以下段落將說明如何使用矩陣表，以便更進一步瞭解標準普爾的評等。

表 2

營運地位 / 財務體質

營運地位	—財務體質—				
	極強健	強健	中等	弱	非常弱
優異	AAA	AA	A	BBB	BB
強健	AA	A	A-	BBB-	BB-
令人滿意	A	BBB+	BBB	BB+	B+
弱	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
非常弱	BB	B+	B+	B	B-
財務體質指標比率*	非常弱	弱	中等	強健	極強健
現金流量（來自本業之現金流量／借款）（%）	大於60	45-60	30-45	15-30	小於15
借款／總資本（%）	小於25	25-35	35-45	45-55	大於 55
財務槓桿比率（借款／EBITDA）（x）	<1.4	1.4-2.0	2.0-3.0	3.0-4.5	>4.5

*已充分調整，歷史資料符合該水準，且預期未來將能維持在該水準。

假設案例：ABC公司

標準普爾認為ABC公司擁有令人滿意的營運地位，為一家在投資級評等中典型評等較低的產業發行人。若標準普爾認為該公司的財務體質屬中等水準，則其評等結果應為「BBB」等級。

ABC公司的現金流量對借款比（35%）以及財務槓桿比率（總借款對EBITDA比為2.5倍），的確為財務體質中等之公司所具有的特色。（財務體質評估事實並沒有這麼單純，它包括財務政策與風險容忍度、波動性與影響未來績效的各種風險、關於現金流量允當程度的多項層面—包括與資本支出有關的自由現金流量與彈性大小，以及各種流動性的衡量—包括將於短期內到期借款的保障倍數）。

藉由將其借款負擔降低，進而使其現金流量對借款比高於60%，且財務槓桿比率僅為1.5倍，ABC公司可期待其評等調升至「A」等級。反之，ABC公司可能選擇採取激進的財務政策，或許該公司決定藉由借款買回股票的方式來回饋股東。若公司的現金流量對借款比為20%，且財務槓桿比率維持在4倍，則該公司可預期其評等將落在「BB」級別中，前提是我們相信該公司的財務政策會維持在此一水準。

評等矩陣乃指導原則而非僵固的法則

評等矩陣的用意並非在於非常精確，可能總會有小幅的正負差異，導致評等比典型結果高或低一個級距。

不僅如此，總是存在一有些例外個案無法完全適用此分析架構。例如：流動性問題或訴訟可能帶來重大風險。此外，此矩陣表不適用信用評等等級表最低的一端（亦即「CCC」或以下級別）。根據定義，這類評等反映的是迫切危機或嚴重脆弱的信用品質，前述矩陣表背後所隱含的平衡的方法並不適合這類情況。

企業信用分析類別

標準普爾的營運地位與財務體質評估因子類別包括：
營運地位

- 國家風險
- 產業風險
- 競爭地位
- 獲利能力／同業比較

財務體質

- 管理／風險容忍度／財務政策
- 會計
- 現金流量的允當程度
- 資本結構／資產保障程度
- 流動性／短期因素

請注意標準普爾對於以上因素類別並無預先設定任何權重。特定因素的重要程度會因情況不同而有所改變。

營運地位考量因素

國家風險：特定國家（更重要地，包括任何主權相關的壓力情境）的營運環境可能對公司信用造成直接與間接的重大影響。國家主權信用評等反映當地企業面臨的一般風險，但可能無法完全涵蓋所有私人企業所面對的風險。因此在評估企業或基礎建設公司或專案評等等級時，標準普爾對企業體信用造成影響的特定經濟或國家風險的分析，將超過於國家主權評等的範疇。這些經濟或國家風險包括：政府政策對債務人營運與財務環境的衝擊，以及對公司趨避這些風險的能力所造成的影響。

產業風險：所有評等分析均包括公司營運環境的評估。公司所面臨的營運風險程度，幾乎總是與公司所參與產業的動態息息相關。標準普爾的產業分析著重在產業前景的強弱，以及影響該產業的競爭因素。

標準普爾評估的許多因素包括產業成長、穩定或衰退的前景，以及景氣循環模式。例如，確定技術變遷、勞工糾紛、監管單位的干涉或供給／需求均衡的改變，是否容易對產業造成傷害，對分析具有高度重要性。標準普爾對特定產業內主要業者的投資計畫的了解，將能對產業的未來輪廓，提供一個獨特而有利的觀察角度。

在整體評估過程中，產業風險評估為特定公司風險因素／關鍵成功因素的分析，以及這些因素優先順序的排列，奠定了基礎。例如：若技術是一項關鍵競爭因素，則非凡的研究與發展能力將被特別強調。若產業生產某種大宗商品，則生產成本即為關鍵重點。

不過對於任何特定公司而言，仍有一兩項因素可能特別重要，即使該因素在產業內卻不普遍。例如：某家公司只有一項主要的生產設施，這項因素通常被視為弱點之一。同樣地，僅依賴單一產品，即使該產品非常成功，仍然會存在風險（例如：一家製藥公司僅有一項暢銷藥品，但卻遭遇高度競爭，且專利權到期）。

競爭地位：在標準普爾的分析過程中，競爭地位是評估公司營運地位的關鍵要素之一，通常可能對發行人的債信評等造成重大影響。為了確定特定發行人的競爭地位，標準普爾將檢視與特定產業有關的關鍵因素。例如：對於製藥公司而言，關鍵因素之一可能是研發；對於消費品公司來說，行銷將會是特別重要的考量因素之一。

公司規模與多角化經營通常扮演重要角色。雖然標準普爾並未針對任何特定評等水準設定最小規模標準，但公司規模大小與評等水準通常具有顯著的相關性。這是因為規模愈大的公司通常受惠於規模經濟與（或）多角化經營，亦即代表更強大的競爭地位。從定義來看，小型公司在產品、客戶數及地理區方面都較為集中。當市場與區域經濟發生改變時，業務範圍越大，受到的保護也越多。小型公司有時因大幅成長潛力而受到注目。不過，快速成長常遭遇發生執行力不佳（即使點子很好）的情況，而且也可能使公司變得野心過大，因此可能導致風險提高。

管理階層評估：評估管理階層是為判斷其在成就成功的營運時所扮演的角色，及其風險容忍度。第一項與營運地位分析結合；第二項屬於財務政策的考慮因素。

主觀判斷協助決定管理階層評估的各個層面。在與高階管理階層會議中所形成的意見，與管理階層的過去紀錄一樣重要。雖然過去紀錄似乎可為評估提供較客觀的基礎，但通常難以決定如何將營運結果歸因於管理階層的技能。

管理計畫與政策依其是否實際加以判斷。管理計畫與政策如何執行決定管理階層的一致性與可信度。若既定政策通常未加遵守，在管理階層建立可信度之前，評等可能反映對管理階層的懷疑態度。當公司面臨困境或重整時，可信度將成為關鍵要素，因此標準普爾必須決定是否依賴管理階層執行重建信用的計畫。

獲利能力／同業比較：獲利潛力是決定信用保障的關鍵因素。賺得高營業利益率與資本報酬率的公司，從公司內部獲得股權性質資本、吸引外部資本以及安然度過逆境的能力較強。不僅如此，獲利能力最終將印證在公司的資產價值。

此外，關於獲利能力的結論，也為標準普爾的營運地位評估結果提供良好的健全性檢查：公司的獲利績效表現可當作企業基本面穩健程度與競爭地位的試金石。以此觀之，比較同業的主要獲利指標為最有意義。

財務體質考量因素

評估完發行人的營運環境與競爭地位之後，分析過程進展至多項財務考量因素。再次重申，公司的營運地位，決定對應各評等等級為允當的財務體質。財務體質主要透過量化方法表達，特別是財務比率。計算個別公司的財務比率時，通常必須進行若干分析調整（參見「分析調整百科（Encyclopedia of Analytical Adjustments）」）。跨國比較基於會計慣例與當地金融體系的差異，需要特別小心。

財務政策：標準普爾非常重視涉及財務風險的管理原則與政策。令人驚訝地，嚴肅看待這個問題的公司並不多，做成強力結論的更少。對許多公司而言，財務槓桿比率（其計算方式直接採用財報數據，未進行任何調整）是該政策考量的唯一焦點。思考較縝密的企業經理人擁有周詳的財務政策：考量現金流量變數、營運地位與財務體質之間的相互影響，及調整財務資料以反映不同需求與觀點。

即使是已經設定目標的公司，也可能缺少達成這些目標所需的必要資金、紀律或管理承諾。舉例而言，檢視發行人的財務槓桿目標，必需考量發行人的過去紀錄，以及影響業務的金融動態環境。

會計特性與資訊風險：財務報表與相關揭露，是標準普爾取得有關產業與公共事業公司財務狀況及財務績效表現的主要資訊來源。財務報表分析始於企業會計特性的檢視，其目的在決定來自財務報表的財務比率與數據，是否能被用來適當地衡量企業在直接競爭的同業間，以及範圍較大的企業發行人群組之中，其相對績效表現與地位。就某種程度而言，評等過程就是一種比較，所以取得共同的參考架構十分重要。

分析性質的調整工作目的是為了能更妥善地表達真實情況，並消除公司間的差異—但調整幾乎不可能完全重編公司的財務報表。即使調整能力有限，但重要的是至少對於哪些財務數字被高估或低估要有一定的了解。

關於會計特性與財務透明度的結論，除了對量化分析非常重要之外，也可能影響非量化分析，像是對管理階層的評估。

現金流量允當程度：利息或本金的償還並不能由利潤獲得滿足，獲利只不過是一個會計概念而已；各種支付都必須以現金為之。雖然現金流量與獲利能力通常息息相關，但有許多交易與會計科目僅影響現金流量，不會對獲利能力造成影響；或者僅影響獲利能力，不影響現金流量。現金流量分析可揭露償債付息能力，而其結果可能比獲利表面上所顯示的數字來得強或弱。

現金流量分析通常以來自本業的現金流量（FFO）為主，但標準普爾非常重視營運資本變動、資本支出要求及對股東的分配，使現金流量允當程度的描述更為完整。

現金流量分析通常是信用評等決策最重要的單項因素，對於投機等級的發行人而言更重要。投資等級評等的公司，通常隨時可透過外部融資因應暫時的現金短缺，但投機等級發行人缺乏此彈性，因此除了透過本身營運所產生的資金來清償債務，其他選擇非常有限。

資本結構與資產保障程度：發行人資本結構分析，係為標準普爾財務分析的重要部分。資本結構分析包括借款水準及借款組合（亦即固定／變動利率、到期日、幣值、有擔保／無擔保）。此分析協助我們確定公司的財務彈性及運用財務槓桿的情況。當然在檢視財務槓桿時，標準普爾不僅分析資產負債表上的借款部分，還包括租賃、退休金與退休醫療福利、保證及或有負債等科目。

此外，公司的資產組合也是決定在特定風險水準下，適當財務槓桿比率的關鍵因素之一。比起難以出售的資產，提供穩定現金流量或市場價值的資產，提供企業較充分的理由運用較高的借款融資。因此標準普爾相信，依各類企業與資產等級的特性對其個別分析至為重要。儘管財務會計準則委員會（FASB）與國際會計準則（IAS）目前要求合併考量企業中非同類業務部門，但標準普爾仍採個別獨立分析方式。

流動性／短期因素：不符合其他類別的各種考量，歸類於此。或有事項的可能影響，連同公司的因應計畫一起考量。這類事件包括影響重大的法律問題、缺乏保險保障或貸款合約中的限制條款，致使企業為銀行所支配。進入不同資本市場、與其他企業體的連結關係及出售資產的能力，都是決定公司在受壓下保有選擇能力的重要因素。

借款到期時程表受到詳細檢視：當發行人過度依賴銀行借款或商業本票的發行時，可能危及企業所擁有的彈性。在沒有適當後備額度的情況下，依賴商業票據的發行是一大負面事項。基於持續經營的前提，公司並不應被預期會將其營運資產變現以償還借款。出售幾年內就要替換的天然資源資產或製造設備，顯然不會帶來多少利益。即使如此，透過處分資產取得現金的能力，仍然加強了公司的財務彈性。

Copyright © 2010 by Standard & Poors Financial Services LLC (S&P), a subsidiary of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P, its affiliates, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P's opinions and analyses do not address the suitability of any security. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain credit-related analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.ratingsdirect.com and www.globalcreditportal.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.