

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

## 标准普尔《通用类公司评级方法》点评

标准普尔全球评级有限公司（S&P Global Ratings，下称标准普尔、标普）是一家具有全球影响力的国际信用评级机构，该公司于2013年发布了《通用类公司评级方法》（Criteria / Corporates / General: Corporate Methodology），并于2019年、2021年对其进行了修订或补充。根据行文内容来看，《通用类公司评级方法》可能广泛适用于标准普尔对于全球工商业领域各细分行业企业的信用评级。本文聚焦标普目前在用的《通用类公司评级方法》，在其部分内容要点予以概述基础上，做出相应点评如下。

### 一、评级方法体系框架概述

标普《通用类公司评级方法》适用于标普对工商业领域各类公司（下称公司、发行人）的信用评级。根据该文本，标普针对受评对象（公司）的信用评级，在分析受评对象业务风险、财务风险状况基础上，确定受评对象的信用状况**锚定值（Anchor）**，接着分析多元化/投资组合效应、资本结构等六个评级调整因素以得出受评对象**个体信用状况（Stand-alone Credit Profile, SACP）**，进而分析政府或集团等外部影响因素以修改SACP，进而得出受评对象即**发行人信用评级（Issuer Credit Rating, ICR）**。

公司发行人**业务风险状况**包括公司市场业务产生的风险和业绩回报潜力、涉足市场的竞争环境（其行业风险）、涉足市场的国家风险以及公司在这些市场中的竞争优势和劣势（其竞争地位）。业务风险的分布将影响公司财务风险，并构成公司预期经济成功的基础。标普具体结合对**行业风险、国家风险和竞争地位**的评估来确定对公司业务风险状况的评估。业务风险状况评估是定性、定量分析的结合，具体包括行业风险、国家风险和竞争地位的评估。

标普关于公司发行人**财务风险状况**评估侧重于量化分析，具体从**现金流/杠杆分析**的角度展开，评估结果根据发行人财务风险高低，由低到高可划分为从最低风险（minimal）到高杠杆（highly leveraged）共计六档。在标普看来，公司当前及未来现金流及现金义务产生方式通常是衡量公司财务风险的绝佳指标，现金流/杠杆分析主要利用各类现金流与债务比率关系进行衡量，包括经营活动现金流（CFO）、自由经营现金流（FOCF）等。标普具体设计了核心比率、补充比率指标。核心比率包括运营资金（FFO）/债务、债务/息税折旧摊销前利润（EBITDA）等，补充比率则起到帮助投资者更全面地了解公司财务风险的作用，补充比率在基于核心比率测算的现金流/杠杆分析结果基础上对结果进行微调。补充比率包括经营活动现金流（CFO）/债务、自由经营现金流（FOCF）/债务、自由支配现金流（DCF）/债务等。

公司发行人信用评估的六大评级调整因素包括：多元化/投资组合效应、资本结构、金融政策、流动性、管理和治理、可比评级分析，其中，可比评级分析反映对公司信用特征的整体看法。标普对每个评级调整因素的评估结果都可能将公司信用评估的锚定值提升或降低一个或多个子级，或者对锚定值没有任何影响。

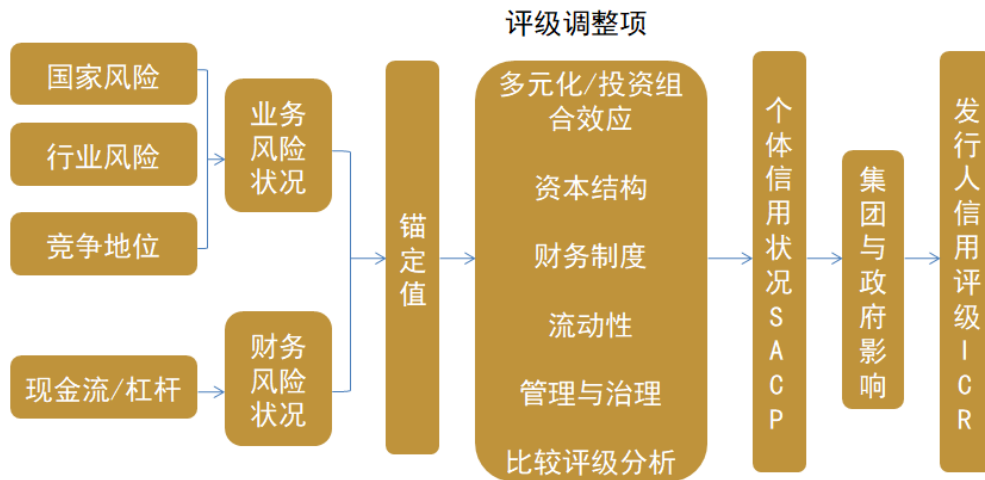


图1：标普《通用类公司评级方法》关于公司信用评级基本框架

资料来源：S&P Global Ratings，远东资信整理

总体来看，标普《通用类公司评级方法》体系框架结构清晰、精炼，通过分步式评估，层层递进得出受评对象的最终信用评级结果，该评级方法广泛适用于标普对于全球工商业领域各类实体企业的信用评级，具有定量与定性相结合、限制性与灵活性相结合、广泛适用性等多重特色，或为中资信用评级机构加强关于工商企业信用评级技术体系建设的重要参考文本。

## 二、评级方法要点暨特征述评

### （一）全球适用性和可比性

作为一家具有全球影响力的国际评级机构，标普《通用类公司评级方法》重要特色之一在于其具有全球适用性和可比性，而这首先体现在标普对通用类公司的业务风险状况评估之中。其中，标普提出了国家风险，国家风险涉及公司运营所在国家的经济风险、机构和治理有效性风险、金融系统风险、支付文化或法治风险。国家风险评估的结果分为6档：非常低风险、低风险、中等风险、中等偏高风险、高风险、很高风险。而且“国家”的选择取决于公司业务分布等状况，对于业务局限于单一国家的适用该国风险评估，业务布局于多国范围的，根据公司息税折旧摊销前利润（EBITDA）、收入或固定资产等财务指标分布状况来衡量“国家风险”指标数据在不同国家的风险敞口比例，该做法具有合理性。此外，对于国家风险的评估，标普还需要根据公司信息披露情况予以开展。由于全球各国经济体量、金融实力等具有显著差异性、梯度性，因此在标普该评级体系之下，不同国家的本土工商企业的信用评级起点有明显差异，部分公司信用评级可能受国家风险拖累而“输在起跑线上”。

由于标普关于国家风险评估标准统一由经济风险、机构和治理有效性风险、金融系统风险、支付文化或法治风险等因素组成，因此理论上这一做法使得标普关于各家公司的国家风险评估结果具有全球可比性，从而有助于公司最终评级符号（ICR）体现可比性。值得商榷的是，单纯从字面含义来看，标普国家风险的五个组成部分似乎还存

在补充空间，例如不同国家的疫情等自然/社会环境状况有差异性，重大疫情或其他重大不可抗力因素将对国家的经济风险、金融风险等有着广泛或深远影响。

对于行业风险评估，标普《通用类公司评级方法》沿用了标普2013年发布、2021年修订的《行业风险评估方法通用标准》(General Criteria: Methodology: Industry Risk)，根据该通用标准，行业风险评估从周期性、竞争风险和增长这两大子要素予以评估。周期性评估考虑行业收入的周期性和行业盈利能力的周期性，行业收入或利润的顺周期性越相对明显，则周期性风险因素对该行业经营实体信用风险的影响就越大。竞争风险和增长考虑行业进入壁垒的有效性、行业利润率水平和变化趋势、产品/服务和技术的长期变化和替代风险、增长趋势中的风险。由于竞争风险和增长分析具有前瞻性，而周期性评估主要基于历史数据进行评估，因此行业风险评估的两项指标中，标普更加重视竞争风险和增长子要素评估。鉴于标普的行业风险评估标准适用于全球企业评级和某些公共部门实体，该评估标准统一指标口径进行评价，因而客观上给标普做出的全球实体经济各行业风险评估结果具有可比性和公平性，有利于标普在开展公司评级业务时树立标准化、全球化的服务形象。

## (二) 工商领域细分行业通用性

标普《通用类公司评级方法》适用于对包括公用事业在内的<sup>1</sup>各类工商企业评级，但不适用于政府或政府相关实体评级、金融结构评级、结构融资产品评级等其他评级。该文本具体适用于标普提出的37类行业，37类行业进一步可划分为140个子行业。

37类行业具体包括：不受管制的电力和天然气、受管制公用事业、交通基础设施、电讯及电缆、软件技术和服务、科技硬件和半导体、特种化学品、零售及饮食业、房地产投资信托(REIT)、铁路和包裹快递、中西药品、石油和天然气精炼和销售、石油和天然气钻井设备和服务、传媒和娱乐、金属和采矿业上游、金属和采矿业下游、康乐及体育、住宅建筑和开发、保健服务、保健设备、林业和纸制品、环境服务、工程与建筑、容器和包装、耐用消费品、商品化学品、资本货物、品牌非耐用品、油气一体化/勘探与生产、能源中游、交通运输、航天与国防、农业综合经营和食品、商业及消费者服务、建筑材料、汽车供应商、汽车整车(OEM)。

标普将全球实体经济领域诸行业企业信用评级统一纳入该文本提及的评级方法框架指导，反映了标普认为以上各细分行业在信用风险结构上的趋同性，或者说评级要素/指标体系的通用性。该文本内容本身表明，行业信用评级方法强调在局部范围内的通用性，有利于推进评级机构评级技术标准化，体现基本原理、基本逻辑的一致性、系统性特点，但是评级要素的通用性不能掩盖各行业特征的差异性，包括财务、经营等各方面都可能存在明显差异，因此标普在针对工商业领域具体行业企业的评级时，考虑到了通用性与灵活性或特殊性之间的矛盾均衡。

例如，标普在评估盈利能力时，采用盈利能力水平、盈利能力波动性衡量。其中，盈利能力通常采用资本回

<sup>1</sup> 标普在提及《通用类公司评级方法》适用范围时，“These criteria present S&P Global Ratings' methodology for rating corporate industrial companies and utilities”将工业公司(industrial companies)与公用事业(utilities)并列。我国统计部门则将制造业，采矿业，电力、热力、燃气及水生产和供应业(公用事业)合并纳入工业统计。

报率（ROC）、息税折旧摊销前利润率衡量，且通常采用5年平均（2年历史数据+本年度预测+未来2年预测），该点也可能反映了标普《通用类公司评级方法》通常并不适用于初创企业。该盈利水平指标采用相对数，事实上表明标普充分考虑到了各行业企业在经营规模绝对数方面存在的巨大差异导致缺乏可比性，例如通常而言，在同等条件下（例如都是各行业全球顶级企业），重资产行业企业规模一般高于轻资产行业企业。这说明，评级机构在制作局部通用性的评级方法时，在筛选评级指标时需要把握好尺度，做好归纳总结，强调兼容并包、标准门槛收放有度，而不宜将通用标准规定过细、过窄。

### （三）通过设立评级调整项以扩大信用风险点覆盖范围

在确定公司信用状况锚定值后，标普使用六大评级调整因素以修改锚定值。六大评级调整因素包括：多元化/投资组合效应、资本结构、金融政策、流动性、管理和治理、可比评级分析，其中，可比评级分析反映对公司信用特征的整体看法。标普对每个评级调整因素的评估结果都可能将公司信用评估的锚定值提升或降低一个或多个子级，或者对锚定值没有任何影响。

对于多元化/投资组合效应评估，标普强调需评估多元化/投资组合效应的公司至少经营3项业务，每项都是公司收入和现金流重要来源，能贡献公司10%（含）到50%（不含）的息税折旧摊销前利润或自由经营现金流（Free Operating Cash Flow, FOCF）。在标普看来，多元化/投资组合效应评估结果可包括显著多元化、适度多元化、中立，显著多元化、适度多元化有助于发行人在锚定值基础上提高子级。显著多元化的公司拥有彼此非相关的多元化业务，且多元化程度位居所在行业前列。标普该观点反映了非相关性多元化对于分散公司信用风险的重要性，有助于公司减缓因为周期性因素等而导致的公司各项业务都遭受损失<sup>2</sup>，或体现了“鸡蛋不宜装在一个篮子里”的传统投资风险分散原则。

财务制度反映了公司高层对于公司未来降或升债务杠杆的战略考虑。在标普看来，财务制度评估可以根据管理层或公司控股股东（如适用）对未来债务风险增加的偏好的预判来考虑。财务制度评估结果具体可分为积极、中立、消极。标普具体从公司财务制度框架评估、管理层的财务纪律评估角度来评估财务制度对公司信用状况锚定值的调整与否。其中，标普评估公司管理层的财务纪律结果可分为积极、中性、消极，标普通过评估公司扩张计划和股东回报战略的可预测性来确定评估结果，通常从公司管理层对债务比重大和意外负面变化的容忍度，或者公司管理层对公司快速降低杠杆率并将债务比率保持在规定范围内的计划来考虑。本文认为，公司高层对于公司放大债务杠杆的偏好，无论过于激进或还是过于保守，可能都不是推动公司提升财务效率和质量的积极表现，前者可能导致公司出现债务危机，后者可能导致公司现金流过于闲置浪费。现实当中，国内信用债券市场很多违约企业违约的原因在于投资过于激进，肆意放大债务杠杆导致战略失误，引发流动性危机和违约事件。但是评级机构在评估公司财务制度或战略时，需要高度依赖于发行人信息披露效率和质量，需要在大量信息加工基础上推测公司高层的风险偏好

<sup>2</sup>诚然，假设A公司的多元化业务都隶属于顺周期行业，B公司的多元化业务分布于顺周期、逆周期行业，在国民经济稳定增长、顺周期行业普遍景气的情形下，周期性因素对B公司对信用状况的正面影响相对较弱。

特点或预期采取的财务战略，但考虑董监高在重大财务问题决策时的复杂性（包括董监高议事机制的复杂性）、公司高层对风险偏好也可能存在非预期变化，评级机构对公司财务战略的预估很难避免万无一失，评级机构需要在做好公司信用信息搜集和发行人调研基础上尽量提高对公司财务战略预估的准确性。

#### （四）考虑外部影响（集团或政府支持或干预）对发行人信用影响

微观经济领域任何市场主体都不能摆脱外部环境而生存和发展，而且对公司施加影响的外部环境具有多层次性，除了宏观经济、全球或区域疫情、行业政策等普适环境外，也有仅适用于具体公司的特定环境，例如来自公司的实际控制人或股东对公司的支持或负面影响，来自政府或其职能部门对特定公司的“一司一策”支持或管控，来自公司的上下游产业链等利益关联方对公司的影响等。而标普等信用评级机构在对工商类公司开展信用评级时强调的外部影响，一般系指政府或集团对公司的支持或负面干预。

标普针对外部支持或抑制对公司信用的影响，设立了**集团或政府影响**（group or government influence）评估指标，具体评估办法需要了解标普近年发布的《一般标准：集团评级方法》（*Group Rating Methodology*, 2019年发布、2021年修订）、《政府相关实体评级：方法与假设》（*General Criteria: Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions*, 2015年发布第一版、2021年修订）等文本的内容。

针对股东或实际控制人对其旗下成员企业的最终信用评级（ICR）影响，标普发布的《一般标准：集团评级方法》阐释了该成员企业的ICR如何考虑集团给予的特别支持（或特别负面干预）的可能性，此类特别支持（或负面干预）超出了企业的个体信用状况（SACP）评分考虑范围。根据标普《一般标准：集团评级方法》，实际控制人的“控制”系指实际控制人（即集团）对集团成员提供战略指导及其现金流处置指导的能力。在评估时，标普考虑集团成员获得特别支持（或特别负面干预）的可能性。根据标普《一般标准：集团评级方法》，特别支持除了集团支持外，还包括政府支持、其他外部支持（如额外损失吸收能力（ALAC）支持或担保）等，特别支持评估结果取集团支持、政府支持或其他外部支持评估结果较高者。

针对政府支持（或干预）对企业的影响，标普《政府相关实体评级：方法与假设》认为，政府支持或负面干预是非同寻常的、暂时的、特定于实体的，通常与政府相关实体（Government-related Entity, GRE）或政府层面的财政压力有关。根据标普经验，政府支持案例多于政府消极干预案例。政府支持将提高作为政府相关实体（GRE）的通用类公司的ICR即最终信用评级，而政府对相关实体的干预则将削弱GRE的信用质量。

2021年8月，中国人民银行、国家发改委等5部门联合发布的《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》强调，信用评级机构应当单独披露受评主体个体信用状况，最终评级结果考虑外部支持的，应当提高对外部支持因素的分析 and 披露质量，明确披露外部支持提升情况，并详细说明支持依据及效果。这表明了评级监管部门指导评级机构慎用外部支持因素，防止发行人信用状况过度依赖外部支持而进行上调子级的行为。由于稳定、持续的外部支持因素对发行人预期财务和经营状况产生影响，为了避免在评估信用状况时出现重复评估，外部支持主要考虑外部临时性、特殊性的支持。未来中资信用评级机构对于外部影响对发行人信用状况的评价，或可以适当对于标准普尔等评级巨头关于外部影响对企业信用状况影响的评估方法经验进行批判借鉴。

### 三、研究感想与启示

结合标普《通用类公司评级方法》文本内容及标普信用评级实践、国内信用评级机构的工商企业评级技术和实践，本文针对该文本得出以下感想与启示。

标准普尔针对全球工商业企业建立了一套评级方法体系，总体上内容环环相扣，一定程度上体现了标普评级技术体系框架的复杂、精炼等特点，而要真正做好工商企业信用评级，还需要信用评级分析师对受评对象开展深入、细致调研，同时需要受评对象密切配合评级机构调研需求，认真提供原始素材。总之，在类似标准普尔等具有国际竞争力的评级方法指导下开展的债券发行人信用评级，对于债券发行人信息披露效率和质量有着很高的要求。

标准普尔的评级方法文本内容表明，在构建全球适用的信用评级技术体系时，务必要强调技术标准在全球范围的普适性，但普适性与差异性具有相互矛盾的一面，标准的普适性意味着需要兼顾差异性，做到最大限度地合并同类项、提炼评级对象范围通用指标。而从评级实践来看，标普作为国际三大评级机构之一，虽在全球信用评级业务领域占据重要市场地位，但仍面临其部分评级报告结果不被国际社会认同等问题，或意味着其评级方法本身或方法在应用之中存在局限性。我们在学习借鉴标普等国际评级巨头评级技术及其应用经验的同时，也需要关注其局限性，包括或可能包括评级假设与现实脱节、评级标准在适用性方面不够细化或脱离某些国家的国情、评级时存在或可能存在意识形态偏见等。

标准普尔注重从信用评级本质角度出发，抓住内容要点来分析问题。例如对于财务风险，标普突出强调现金流与债务比率关系，可能切中财务风险的要害。从我国违约企业案例来看，大量企业违约原因在于财务风险，而财务风险一大突出表现为流动性风险，导致企业无法按时偿债。标普经验可以得出的启示是，在制作工商业领域各类公司信用评级模型时，评级机构在对公司财务风险评估指标体系进行设计 and 应用指标体系进行财务风险综合评价时，抓住公司关键财务指标和财务问题（也就是最为尖锐或直观地反映偿债或债务覆盖能力的指标）尤为重要。

信用评级作为评级机构对受评对象——公司未来偿债能力和意愿的预估，需要突出强调信用风险的预测，而不应过多依赖公司经营历史表现。标准普尔在评估公司盈利能力指标时，盈利能力通常采用资本回报率（ROC）、息税折旧摊销前利润率衡量，且通常采用5年平均（2年历史数据+本年度预测+未来2年预测），该案例可能反映了标普的信用评级重视公司经营历史、现状与未来。中资信用评级机构在优化工商业类公司信用评级技术体系，以及利用其信用评级技术体系开展公司信用评级实践时，可以适当借鉴乃至超越标准普尔的信用评级技术经验，在回眸公司历程、立足公司现状基础上翘首公司未来，提高对公司未来经营和财务风险状况的预测水准。

### 【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，远东资信研究与发展部高级研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、中国证监会和国家发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国的评级行业培养了大量的专业人才。

远东资信拥有中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门认定的信用评级和企业征信业务资质。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-57277666

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话：021-65100651

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。