

評等方法與假設：全球企業發行體流動性描述用語

評等準則

2011/09/28

- 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。

Primary Credit Analysts:

David Lundberg, CFA, New York (1) 212-438-7551; david_lundberg@standardandpoors.com

Michael Altberg, New York (1) 212-438-3950; michael_altberg@standardandpoors.com

Criteria Officer:

Mark Puccia, New York (1) 212-438-7233; mark_puccia@standardandpoors.com

評等準則 | 企業 | 通用準則：

評等方法與假設：全球企業發行體流動性描述用語

1. 標準普爾評級服務將其決定全球企業發行體之發行體信用評等（以下簡稱 ICR）時所使用之流動性分析方法予以精細化。標準普爾公布本文的目的，在於協助市場參與者進一步瞭解標準普爾檢視企業流動性的方法。本文將取代 2010 年 7 月 2 日公布於 RatingsDirect 網站上的「Methodology And Assumptions: Standard & Poor's Standardizes Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers（評等方法與假設：標準普爾針對全球企業發行體制訂流動性描述用語標準）」一文。2011 年 2 月 16 日公布的「Principles Of Credit Ratings」一文，則為這些評等準則的基礎所在。

準則範圍

2. 本評等準則適用於全球企業發行體分析，但並不適用於專案融資評等，因為這類案件通常都有契約式現金管理保護措施，且亦不適用於具有融資公司特性之發行體，例如設備租賃公司。

準則更新摘要

3. 對企業流動性進行評分的方法，主要是從企業發行體分析過程中的流動性因素著手。流動性量化分析的核心在於貨幣流——也就是現金的來源與用途——因為那正是一家企業流動性緩衝保障的重要指標所在。另外，分析過程中亦會對一企業因利息、稅、折舊及攤提前盈餘（EBITDA）下降而違反財務條款測試之可能性的評估。另外，此流動性分析方法中亦包括有質化分析，例如對發生機率小但後果嚴重之事件的吸收能力、與銀行的往來關係、在信貸市場中的地位、以及公司本身對財務風險管理的謹慎程度等方面的評估。
4. 本流動性評等方法將其對流動性的描述用語予以標準化後，共區分為五個等級，且每個描述用語各有其特色的敘述。本評等方法亦會說明其對 ICR 評等準則之影響。

現有準則之更新

5. 本文取代標準普爾原先公布之名為「Methodology And Assumptions: Standard & Poor's Standardizes Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers（評等方法與假設：標準普爾針對全球企業發行體制訂流動性描述用語標準）」的評等準則。本文係針對先前評等準則進行澄清，並明確指出要取得「BBB-」或更高評等等級之 ICR 評等，該受評企業的流動性評分必須達到標準普爾所定義之「允當（adequate）」或更強健之水準。流動性評分結果在標準普爾定義之「稍弱（less than adequate）」程度的受評企業，將無法取得高於「BB+」的 ICR 等級；至於流動性評分結果為「弱（weak）」的受評企業，則將無法取得高於「B-」以上的 ICR 等級。此外，ICR 等級為「BBB-」或以上之企業的允當流動性特質已被修正，也就是用較短的時間軸範圍，來評估未動用銀行信用額度以及債務到期時的影響性（見 2009 年 5 月 27 日公布於之「Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded」一文）。

對既有評等的影響

6. 標準普爾預期，本評等準則公布後，僅有少數評等會出現變動。

準則生效日

7. 本篇準則自 2011 年 9 月 28 日起生效，適用範圍及於所有新授予及既有 ICR。標準普爾預計在未來的 6 個月期間更新標準普爾的評等。

方法論

8. 流動性是評估所有評等個別之財務風險時的一項重要分析要素（參見 2008 年 4 月 15 日公布之「2008 Corporate Ratings Criteria: Analytical Methodology」中「Liquidity（流動性）」一節）。不像在發行體風險結構中的大多數其它評等因素，缺乏流動性可能會加快除流動性以外其它仍然健全之受評個體的違約速度。因此，以絕對基礎衡量的流動性，係屬企業本身的個別特色，且其評估與其它同業或相同評等個別中的其它公司並無關連性。

9. 流動性描述用語如下：

- 極強健 (Exceptional) ；
- 強健 (Strong) ；
- 允當 (Adequate) ；
- 稍弱 (Less than adequate) ；以及
- 弱 (Weak)

10. 允當的流動性不會對評等造成影響。為避免發生違約風險，企業的流動性必須夠穩健，才能吸收中等程度的壓力情況。基於此，對於獲得「BBB-」或以上之評等的企業而言，其流動性評分必須要在允當或較強健的水準。
11. 要達到標準普爾定義之「強健」或「極強健」流動性的基準，必須要能應付一些壓力情況，不過所有投資級評等的企業，必須至少具備允當的流動性。根據定義，「強健」與「極強健」的流動性，係指流動性在標準之上。超額流動性可為ICR等級提供支撐，並在特定評等級別中的各發行體間做出區隔；然而，該流動性未來能否持續則根源於其它方面的信用優勢。因此，要取得較高之ICR等級，與強健或極強健之流動性結合的這些優勢均必須一併納入考量。
12. 對照之下，稍弱和弱的流動性則非常可能對ICR造成壓力。如前述，不論一家公司的績效表現如何，流動性不足可能會加快違約的速度，且評等應要反映這類風險。
13. 短期評等和長期ICR密切相關。不過，在同一長期信用評等可能對應至兩種短期信用評等的情況下，流動性便成爲一項重要的區分因素。因此，企業流動性的評估可以直接轉化爲一個較高或較低等級的短期信用評等。
14. 當企業之ICR等級係以受評企業本身個別基礎信用結構 (stand-alone credit profiles；以下簡稱SACP) 爲依據，再納入可能因來自母公司、聯屬企業或政府機構之潛在特別介入 (potential extraordinary intervention) 而受惠之程度進行評等距調整的情況時，本評等準則評估的是在SACP層級的流動性。該流動性評估與受評企業ICR間的關係，正如本評等準則中所述，將相當於該流動性評估與受評企業SACP間的關係。
15. 在評估受評企業與銀行往來關係時，本評等準則會考量該特定關係的歷史 (包括該公司的信用品質面臨壓力的期間)；各種現有借款額度、每種借款額度法定的承諾程度、現有借款額度的到期日、相對於銀行借款上限的現有借款總額、以及和各家銀行業務往來的集中程度／分散程度。(參見「2008 Corporate Ratings Criteria: Analytical Methodology」與「2008 Corporate Ratings Criteria: Commercial Paper」。)

主要的量化指標

16. 可做爲企業流動性緩衝的重要指標爲：

- A/B ：流動性來源(A)除以流動性用途(B)；以及
- $A-B$ ：流動性來源(A)減去流動性用途(B)。

17. 現金來源與現金用途間的貨幣流，就其目的而言，係指會在未來6個月或24個月內產生或動用的金額，且時間範圍是由各流動性描述用語定義。在此項計算中所採用的金額和基本假設情況一致，即假設接受評估之公司並未進行再融資活動，且包括內部與外部要素。本貨幣流分析並不包括來自融資公司營運業務的現金來源與現金用途。(參見2008年6月27日公布之「Assumptions: Analytical Adjustments For Captive Finance Operations」)

來源

18. 本評等準則考量的流動性來源包括：

- 現金與流動性投資；
- 預期中的來自本業之現金流量 (簡稱FFO)，若爲正數；
- 預估中的營運資金流，若爲正數；
- 資產出售所得 (在可做出肯定預測的前提下)；
- 未動用、可利用、且將在未來12個月之後到期的銀行承諾信用額度；
- 預計來自政府或企業集團成員持續而適當之現金挹注。

19. 現金與流動性投資係指扣除借款後之淨值部位。此法與用來計算剩餘現金的方式相同（參見「Corporate Criteria: Ratios And Adjustments」中「Surplus cash」一節）。若一家公司為支應未來的短期債務而持有現金部位，本評等準則便會將此現金部位扣除，以免呈現流動性遭稀釋的表象。需扣除的現金部位可能包括供避險用或供商品交易用的預售存貨。
20. 預期中的FFO會隨著經濟與景氣循環而波動。此一影響性並無法消除，因為絕大多數較易受景氣循環影響的公司，都是在景氣循環的低點時遭遇流動性問題。管理階層對於週期性流動性短缺問題的預期，以及其在對抗此項風險時所採取之措施的效果，可能都會影響到FFO的計算。
21. 企業根據合約協定將子公司或其它資產部位出售予一具信譽之交易相對人的資產出售所得，雖可視為該企業之現金來源。但本評等準則並未將子公司或不動產的潛在出售所得納入現金來源的計算當中。
22. 未動用的銀行承諾信用額度亦被納入現金來源的考量因素中。在訂有財務限制條款的情況下，此額度必須要有足夠的緩衝空間。
23. 基於已往的經驗紀錄或可獲得來自政府對政府相關機構（government-related entity；簡稱GRE）提供之明確保證的情況下，現金挹注可被納入流動性來源的考量中。此流動性來源亦包括由母公司或同一集團成員對子公司持續提供之支援。獲得特別支持（extraordinary support）的潛在可能性（通常在面臨壓力的情況下才會出現），並未被納入本評等準則之流動性來源計算中。

用途

24. 本評等準則考量的流動性用途包括：

- 預期中的來自本業之現金流量，若為負數；
 - 預期中的資本支出；
 - 預期中的營運資金流出，若為負數；
 - 所有到期的借款（包括受評企業必須支付的債務或該公司將提供支持的債務）；
 - 任何以現金基礎計算之退休後員工津貼調整追加需求；
 - 信用賣權導致債務加速，或當發生評等遭調降3個級距以上時必須增提擔保品的規定；以及
 - 在壓力情境下已簽約的收購行動與預計進行的股利發放，包括預定進行的股權買回。
25. 預期中的資本支出包括預估的維修支出，加上前置期長，即便在景氣低迷時仍可能繼續推動的擴增計畫支出，或是已經簽約承諾的資本支出計畫。
 26. 為了對年度中有大型資本支出需求的企業進行預期中之營運資金流出的評估（如有季節業務量變化的企業），將會運用到預期中的累計尖峰營運資金流出。當一定期間內的營運資金變動，因大規模的季節性資金流入超過同期間之資金流出而有餘時，本評等準則會以該期間內的預期累計尖峰營運資金流出來認定。
 27. 與衍生性合約相關的擔保品提列規定並未被納入流動性用途的考量之中。針對與衍生性合約相關之潛在壓力情境下的流動性用途，將有另外的分析（參見2004年5月4日公布之「Analyzing The Liquidity Adequacy Of U.S. Energy Marketing And Trading Operations」）。

流動性類別

極強健

28. 具有極強健之流動性的企業，應能在未來兩年中因應嚴重不利的市場情勢，並能同時持有足夠的流動性用以支應其債務。流動性要達到極強健的水準，發行體必須通過A/B的比率檢測，而且至少要擁有以下所列之其它支持特色中的四項。能符合此一流動性類別的企業很少。前三項特色是適用於多數產業的量化衡量方法。不過對異常穩定或波動之產業，有關的「主要信用因素」文章可能會指定不同的標準。具有極強健流動性之企業的特色包括：
 - 未來兩年，每年的 A/B 預估值均在兩倍或以上。
 - A-B 為正數，即便在 EBITDA 下滑幅度達 50%的情況下亦然。
 - 鮮少有財務限制條款。在有財務限制條款的情況下，可容許的緩衝空間為：EBITDA 滑落幅度達 50%時，該公司仍不會違反財務限制條款的檢測標準；且借款水準低於其任一財務限制條款上限的 30%。
 - 在未進行再融資的情況下，可能自行吸收發生機率小、但後果嚴重之事件（例如市場動盪、主權風險、或重大不利變化條款之啟動）的能力。
 - 與銀行之間建立的關係長久且穩固。

- 在信用市場具有高度的地位。這點可以經由其股票、負債、以及就其信用違約交換（CDS）交易資料與同業之間及市場平均值的比較而得。
- 非常謹慎的財務風險管理。為符合此評估，受評企業必須出示證據，證明其管理階層有試圖對不利事件做出預期，並主動採取必要之行動，以確保流動性維持極強健（參見「2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology」一文中「How Company Management Influences Business Risk And Financial Risk」一節）。

強健

29. 具有強健之流動性的企業，應能在未來24個月中因應相當不利的市場情勢，並能同時持有足夠的流動性用以支應其債務。流動性要達到強健的水準，發行體必須通過A/B的比率檢測，並至少要擁以下所列之其它支持特色中的四項。前三項特色是適用於多數產業的量化衡量方法。不過對異常穩定或波動之產業，有關的「主要信用因素」文章可能會指定不同的標準。具有強健流動性之企業的特色包括：
- 未來12個月內，A/B達1.5倍或以上。即便在未來的24個月內，此項比率仍維持在1倍以上。
 - A-B為正數，即便在預期中之EBITDA下滑幅度達30%的情況下亦然。
 - 充足的財務限制條款緩衝空間，使預期的EBITDA滑落幅度達30%時，該公司仍不會違反財務限制條款的檢測標準；且借款水準低於其財務限制條款上限的25%。
 - 在未進行再融資的情況下，可能自行吸收發生機率小、但後果嚴重之事件的能力。
 - 與銀行之間建立的關係長久且穩固。
 - 在信用市場具有高度的地位。這點可以經由其股票、負債、以及就其信用違約交換（CDS）交易資料與同業之間及市場平均值的比較而得。
 - 大體而言非常謹慎的財務風險管理。為符合此評估，受評企業必須出示證據，證明其管理階層有試圖對不利事件做出預期，並主動採取必要之行動，以確保流動性維持強健。

允當

30. 具有允當之流動性的企業，應能在未來12個月中因應不利的市場情勢，並能同時持有足夠的流動性用以支應其債務。允當的流動性不會對評等造成影響，且不具有強化或降低評等的特性。流動性要達到允當的水準，發行體必須通過A/B的比率檢測，並至少要擁以下所列之其它支持特色中的四項。前三項特色是適用於多數產業的量化衡量方法。不過對異常穩定或波動之產業，有關的「主要信用因素」文章可能會指定不同的標準。具有允當流動性之企業的特色包括：
- A/B在1.2倍或以上。尤其是，任何將到期的債務均應在可管理的範圍內。
 - A-B為正數，即便在預期中的EBITDA下滑幅度達15%的情況下亦然。
 - 充足的財務限制條款緩衝空間，使預期的EBITDA滑落幅度達15%時，該公司仍不會違反財務限制條款的檢測標準；且借款水準低於財務限制條款上限的15%（或者，若未達此標準，相關信用額度尚未動用）。
 - 在再融資需求有限的情況下，可能自行吸收發生機率小、但後果嚴重之事件的能力。流動性會因為受評企業降低資本支出、或出售資產及採取其它行動的彈性而獲得增強。
 - 與銀行之間的關係健全。
 - 整體而言，在信用市場具有令人滿意的地位。這點可以經由其股票、負債、以及其信用違約交換（CDS）交易資料與同業之間及市場平均值的比較而得。
 - 大體而言謹慎的財務風險管理。為符合此評估，受評企業必須出示證據，證明其管理階層有試圖對不利事件做出預期，並主動採取必要之行動，以確保流動性維持允當。
31. 允當流動性的計算過程中，對具有某些強健之信用特性的企業而言，其到期債務以及未動用、可利用之銀行承諾信用額度均是以6個月為時間範圍來認定。而屬允當之流動性類別的A/B與A-B檢測，則是以未來6個月內將到期之借款為流動性用途，並以包括將於未來6個月後到期之未動用、可利用之銀行承諾額度為流動性來源，但以此方法進行檢測的前提是：
- 企業的發行體信用評等至少為「BBB-」，且
 - 具備以下三項質化特性——通常與強健之流動性相關：(1)與銀行之間建立的關係長久且穩固；(2)在信用市場上具有高度的地位。這點可以經由其股票、負債、以及就其信用違約交換（CDS）交易資料與同業之間及市場平均值的比較而得；以及(3)大體而言非常謹慎的財務風險管理。為符合此評估，受評企業必須出示證據，證明其管理階層有試圖對不利事件做出預期，並主動採取必要之行動，以確保能繼續維持允當的流動性。
32. 若以6個月為時間範圍進行的A/B與A-B檢測，無法達到段落編號30中所列的必要水準，但該受評企業能符合段落編號31中所列之所有其它特性，則該企業可能仍可以取得允當的流動性評分。另外，若受評企業已訂有

一個可靠的計畫，能在3個月之內解決其流動性不足的問題，並使其A/B與A-B檢測能提高至段落編號30中所列之水準時，則該受評企業可能仍可取得允當之流性評分。不過，在這種情況中，該受評企業的ICR將不得高於「A」評等級別。所謂可靠計畫的特性通常包括，已事先與放款團體或債券承銷商進行商談，並已就擬進行的轉融資或新債發行訂出了確切的時間表，唯時間不能超過未來的3個月。

稍弱

32. 流動性類別為稍弱之受評企業，其ICR將不會高於「BB+」。當受評企業具有以下所列負向特色中的一項或多項特色時，或者其無法達到允當流動性評估或弱流動性評估的要求時，該受評企業的流動性評分將屬稍弱。具有稍弱流動性之企業的特色包括：

- A/B 低於 1.2 倍。此水準對於突發性的不利發展所能提供的保障不足。
- A-B 幾近於零或低於零。
- 財務限制條款的緩衝空間極為有限，在預期中的 EBITDA 僅下滑 10% 的情況下，便可能發生違反財務限制條款的檢測標準。（任何違反財務限制條款的相關借款，均可能產生嚴重衝擊，因為附帶有財務限制條款的借款一旦發生違約，可能就無法順利清償。）
- 該公司即便在將縮減資本開支、資產出售、以及刪減股東股利之配發等措施計入後，仍無法自行吸收發生機率小之市場不利情況的可能性。
- 無特別的核心銀行關係，且在信用市場所顯示的地位不佳。例如連續數週擴張的 CDS 交易，且/或是股價下滑。

弱

33. 弱的流動性意指具有重大的信用風險。在許多案例中，獲得此一流動性評估結果的受評企業，其ICR在「B-」或以下。當受評企業具有以下所列的第一項特色，以及其後兩個特色中的一項或兩項時，該受評企業的流動性評分將為弱。具有弱流動性之企業的特色包括：

- A/B 或 A-B 顯示未來 12 個月將出現流動性明顯為短缺的情況。
- 有可能違反財務限制條款，除非有一套具可信度，可及時避免違反財務限制條款情況發生的計畫或貸方顯現出提供財務豁免或補救措施的意願（假設相關借款規模龐大）。唯有低可能性、不可預見的正面事件發生，才可使該受評公司的流動性評估得到優於「弱」的流動性類別。
- 在信用市場所顯示的地位不佳。例如連續數週進行擴大的 CDS 交易，且/或是股價嚴重下滑。

相關準則與研究

- Principles Of Credit Ratings，2011年2月16日公布
- Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded，2009年5月27日公布
- Assumptions: Analytical Adjustments For Captive Finance Operations，2008年6月27日公布
- Corporate Ratings Criteria 2008，2008年4月15日公布
- Analyzing The Liquidity Adequacy Of U.S. Energy Marketing And Trading Operations，2004年5月4日公布

這些準則代表定義信用風險與評等意見之基本原則的特定運用。這些用途取決於發行體或特定債務發行之特性，以及標準普爾評級服務對既定發行體或債務發行評等之信用風險與（若適用）結構風險的評估。這些準則使用的方法與假設，可能會隨市場及經濟情勢、發行體或特定債務發行之因素、或是出現可能會影響標準普爾信用判斷的新事證等，而隨時有所調整。

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.