

企业信用评级的管理和权衡

毛俊

(东南大学经济管理学院 南京 210096)

【摘要】 企业信用评级管理是企业财务管理的一个重要方面,影响信用评级的因素有企业规模、财务弹性、风险管理和兼并收购等。本文以美国市场为基础,阐述了确定和管理信用评级应注意的问题。

【关键词】 信用评级 财务弹性 风险管理 兼并收购

一、选择合适的信用评级

企业在选择合适的信用评级时需要考虑许多因素,如对长期契约的考虑,从债务成本最小化以及财务学界经典的权衡理论与优序融资理论的角度考虑。以下分别予以讨论。

1. 长期契约。有些企业凭借自身的高信用评级与主要的利益相关者订立长期合作协议,我们称之为有效的长期契约行为。以金融行业为例,客户与贸易伙伴一般都倾向于和评级高的保险公司或者银行打交道,这其实是一种降低风险、减少不确定性的行为模式。在美国,有些行业的监管当局要求企业必须达到较高的信用评级才能在该行业中经营业务。这里我们所提到的利益相关者范围较广,比如,如果买家是一家实力雄厚的企业,那么在可预见的未来很长一段时间,我们可以认为其将持续经营下去,那么其供应商也会更好地满足其需求。如果家用电器或者轿车的制造商持续经营能力较强,那么客户对其产品的保修承诺也会更加放心。长期契约行为在一些提供外包服务的行业中体现得更加明显,例如,IBM和惠普公司往往就是利用自身很高的信用评级来获得新的订单。

2. 降低债务成本。在美国,一些企业认为对资本结构的决策就是尽可能获得低成本的贷款,从而获得高信用评级的目的也是如此,不过如果大家都这么认为,那么是不是所有企业都应该把AAA作为它们的信用评级目标呢?这种看法显然有失偏颇。因为信用评级只是影响债务成本的一个因素,而且对于AAA类企业而言,这种廉价债务带来的好处是相当有限的。对于大部分企业而言,若想保持AAA的评级水平,几乎意味着不能发行债务,也即要求保持极低的杠杆率,所以资本结构的决策其实是对债务成本和发行量的权衡。有些企业认为廉价的债务可以降低高利率对盈余的稀释作用,但同时我们也应该看到利息的税盾作用可以有效降低企业的加权平均资本成本,如果企业用一部分债务来回购股票,则其完全可以抵消债务利息对每股盈余的稀释。

3. 权衡理论。学术界在探讨最优资本结构时,一般都是以权衡理论为基础的。我们认为经过风险调整的债务成本比同样经过风险调整的权益成本要低,因为债务的利息具有税盾作用而股利却不在税前扣除,但这并不是说最佳的资本结

构就是无限制地提高负债率,因为随着负债率的提高,企业陷入财务困境的可能性也将增大。

虽然我们可以估算在不同杠杆率和评级情形下的税后债务成本,但要想评估企业的财务困境成本就要困难得多了。企业的财务困境成本与其投资战略等因素相关,比如在保险行业中,财务困境成本就非常高,因为此类企业需要依靠很高的评级来吸引新的客户。总的来说,权衡理论认为如果企业具有较大且较稳定的利润流,则其应该更多地举债以利用利息的税盾作用;如果企业有一些非利息的税盾,则应该少用负债;如果企业的财务困境成本很高,则应该少用负债。

根据权衡理论,许多企业的信用评级一般应该在BBB左右,但实际上标准普尔500家工业企业的评级的中值要高于BBB,我们认为信用评级机构一般都会考虑到行业经营业绩的波动性,所以对于拥有稳定现金流和无需大规模投资的企业而言,BBB意味着30%~60%的杠杆率,而对于诸如需要大规模资本投入的行业(例如能源行业和高科技行业),BBB的信用评级意味着10%~20%(高科技行业)或者30%~40%(能源行业)的杠杆率。

4. 优序融资理论。权衡理论认为产生大量现金净流入的盈利企业可以通过发行债务减少企业缴纳的所得税,而实际上许多盈利的美国企业不仅拥有高信用评级,而且负债率也很低,在这里我们可以用优序融资理论予以解释。优序融资理论认为,企业在投资时一般倾向于使用自有资金,其次是发行债务融资,最后是利用股权融资,所以对于那些自有资金可以满足投资需要的企业而言,显然没有必要进行外部融资。

二、影响信用评级的客观因素

1. 企业规模。在美国,许多企业会花相当一部分时间与精力来和信用评级机构进行沟通。沟通的主要内容包括企业的财务杠杆、业绩和展望、战略规划、内部控制、财务风险以及公司治理状况和营销战略等。虽然企业的信用评级与其负债有很大的关系,但有证据表明在许多行业中,企业的规模往往比杠杆率和利息保障倍数对信用评级的影响更大。例如在美国的能源行业中,资产规模和已探明的能源储备可以解释穆迪或者标准普尔评级残差的85%以上,因为信用分析师所重

点关注的企业特征有许多都可以被规模这一变量所捕获,如企业运作的规模、产品的多样化程度以及企业的品牌在全球的认知度。对于规模较小的企业而言,在短期内要想获得投资级的评级是比较困难的。

因为企业的规模在信用评级中很受重视,所以企业设定自身评级目标的过程不仅仅是一个财务决策过程,更是一个战略规划的过程。上文提到对于许多中小规模企业而言,以其目前的规模几乎不可能获得投资级的评级,如果非要获得此类评级,对其杠杆率的要求几乎意味着零负债,而这又是不现实的。那么这些中小规模企业要想获得投资级的评级,就只有通过大规模的股权融资并购交易来实现,如果近期没有扩大企业规模的计划,那么中小规模企业的评级一般来说是被限制在一定范围之内的。

2. 财务弹性。虽然学术界对优序融资理论在企业融资行为的解释方面的作用还存在不少争议,但是有一点还是达成了共识的,那就是优序融资理论对尚未利用的财务弹性的重视。但是我们认为,优序融资理论尚未考虑到财务弹性其实也是有成本的。虽然企业的管理层会认为财务弹性是保存甚至增加企业价值的一种机制,但是在某些利益相关者眼里,这种所谓的财务弹性其实是减损企业价值的,所以企业在对资本结构进行战略决策时,必须考虑企业到底需要多大的财务弹性。

我们认为,财务弹性可以被看成企业在内部资金不足以满足投资需要,同时管理层也不愿意进行股权融资的情况下,外部的债务市场给予企业的一项实物期权,用以满足其对剩余资金的需求。在下列情况下使用财务弹性是有必要的:
①如果企业打算使用其财务弹性并行使这项买方期权,也即企业放弃信用评级以举债来购买有投资价值的资产;
②企业进行资产收购,不过该项收购的资本回报须超过资本成本;
③新投资项目的未来具有不可预见性,而且利用自有资金显然不能满足该项投资需求。在下列情况下,使用财务弹性很有可能减损企业的价值:
①企业的管理层不愿意举债融资而导致信用评级下滑;
②企业的收购行为不能创造太多的价值,因为其目标资产已经被充分定价,不能使资本回报超过资本成本;
③新的投资项目具有可预见性,而且投资额较小,均可使用自有资金解决。

(1)预警的信用评级缓冲区。信用评级机构在上调和下调企业信用评级时其速度是不同的。一般来说,企业的经营业绩一旦发生较大的下滑,评级机构会立即做出反应,下调企业的信用评级,而当企业经营业绩好转时,评级机构的反应则很慢,只有企业表现出更优秀并且持久的经营业绩时,才能指望评级被上调到原来的水平。有鉴于此,特别是对那些经营环境波动较大的企业而言,保持一个预警的信用评级缓冲区(也即设立一个较高的信用评级)是一种比较谨慎的做法,这样可以使企业在经营业绩不佳的情况下也能保持一个稳定的外部融资环境,而且企业从被下调评级到恢复往往历时几年,这样一个预警的信用评级缓冲区可以帮助企业渡过难关,以更快的速度复原。

(2)表外负债。有些企业认为低负债率和高信用评级与一些表外负债相关,现在大家都很关注企业的表外负债,比如养老金之类的项目。其实评级机构也一直在考察企业的表外负债状况,所以企业自身在确定最优资本结构时同样要考虑此类因素,因为表外负债是企业债务体系的一个不可分割的部分,表外负债的增多同样会使企业陷入财务困境,当然也同样会产生税盾。

当然,有些学者认为企业的研发费用和资本性支出也可以被看成一种表外负债,但我们认为除非研发费用和资本性支出一种有计划的强制性支出,否则它们不会导致企业的财务困境,从而也不应该被纳入企业的负债体系之中。

3. 风险管理。近年来,美国企业界开始积极管理企业财务风险,因为美元汇率、原油和其他大宗商品价格的波动性有增无减,然而许多企业在管理风险时还未充分考虑其对信用评级的影响,而信用评级和风险管理之间是一种双向影响关系。

(1)从风险管理到信用评级。信用评级机构在进行信用评估时会考虑企业的总体经营风险以及管理层是如何进行风险控制的。例如像宝洁这样的消费品制造企业,由于拥有巨大的产品市场份额以及十分稳定的产品种类,其经营风险就要比诸如壳牌石油这一类能源开采制造企业要小,因为能源开采制造企业的现金流是随原油价格而波动的。所以在拥有相同评级和其他条件的情况下,消费品制造企业比能源开采制造企业可以拥有更高的负债率。不过评级机构也会考虑这类消费品制造企业是如何管理自己的风险头寸的,比如某家糖果企业对其诸如可可、糖以及牛奶这类关键原材料的价格波动是否进行了有效的保护,以及某些能源开采制造企业是否对其产量的一部分头寸进行了对冲。所以一般来说,进行积极有效风险管理的企业应该拥有较高的信用评级,要么就是在同样评级的前提下比同类企业拥有更高的负债能力。

虽然对冲交易的确可以为某些企业带来巨大的好处,但是现有研究不支持积极的风险管理会对信用评级产生重大影响这种说法。2004年花旗集团全球资本市场部发布了一份报告,其在调查了标准普尔1500家企业后发现信用评级和盈余波动性只呈现很微弱的反向关系,且信用评级和经营现金流的波动性之间没有呈现统计意义上的关系。所以风险管理对信用评级的影响有限,特别是当企业试图对冲现金流的波动性时更是如此。上文中我们也提到影响信用评级的一个最主要的因素是企业规模,而且一般而言大企业的产品多样化程度要高于小企业,这其实就是一种天然的风险对冲行为。

(2)从信用评级到风险管理。对企业进行风险管理是需要成本的,那些信用评级刚刚达到投资级的高负债企业一不小心就会被下调评级,而一部分此类企业认为从长远来看发行浮动利率的债券比较合算,不过一旦利率上浮,其利息保障倍数就会一落千丈;不过低负债高评级的企业就可以利用浮动利率的好处,由于其负债率低,所以利率的波动对其债务成本和信用评级没有太大影响。

这里我们有必要提及一类企业,这类企业负债率较高,信

技术市场信用评价体系的构建

牛草林

(内蒙古大学经济管理学院 呼和浩特 010021)

【摘要】 本文从分析技术市场信用的特征入手,阐述了构建技术市场信用评价体系的原则,并构建了分层式技术市场信用评价指标体系。

【关键词】 技术商品 技术市场信用 评价体系

一、技术市场信用的特征

技术商品作为具有商品属性的科技成果,只有其价格得到买卖双方的认可才能实现交换,因此技术商品的合理定价是技术成果转化为生产力的前提。对技术商品进行定价,必须建立在对技术商品客观评价的基础上。技术商品能够带来超额利润,因此在技术交易中,对技术商品进行科学、客观的评价对买卖双方都具有十分重要的意义。对于卖方,评价可以引导其创造需求,谋求好的卖价;对于买方,尽力搜集各方面的技术经济信息,对欲购技术做出正确评价,以利于决策和防范

用评级刚刚处于投资级之下,为了外部融资需要,这类企业进行风险管理的动机就**很强**,利率一旦下滑,它们就很难在外部资本市场融资,所以低评级的企业比高评级的企业更应该注重风险管理。

4. 兼并收购。我们认为企业的信用评级和其兼并收购活动是相关的。许多企业之所以选择通过股权融资收购目标企业,主要是因为考虑到杠杆收购或者现金收购会对其信用评级产生不利影响。一般来说,收购企业在并购过程中会设法“保级”,但如果收购目标非常诱人,那么一些企业也愿意放弃一部分评级来进行收购。在上文中我们也提到在并购过程中,财务弹性是很有用的,如果企业由于自身财务弹性不足而导致被迫放弃一些有利可图的并购交易,那是很可惜的,或者从某种角度来说,是会减损企业价值的。例如,在某些行业的某一时期,行业正在进行快速整合,大规模的并购是惟一可以保护在位者战略利益的方法,这时如果企业财务弹性不足,它将不得不把一些有并购价值的目标企业拱手让给竞争对手,在这种情况下,信用评级就成了竞争对手之间一个至关重要的竞争因素。

虽然我们认为良好的信用评级在企业进行并购的过程中可以产生重要的财务弹性,但实际上很少有企业愿意这样做,有人认为企业会把现有的财务弹性留作以后再**用**。同时,学术界在研究企业并购现象时并没有发现通过债权融资进行并购交易会对并购企业的股东产生负面影响。相反,Lindenberg 和 Ross 在研究 20 世纪 90 年代美国企业并购交易时发现资本

风险。技术市场信用由于技术商品和技术市场的特殊性而有别于其他市场信用,下面从技术商品的特性出发来分析技术市场信用的特征:

1. 技术商品的无形性决定了技术市场信用评价的无实物量特征。技术商品主要是脑力劳动创造出来的成果,是以信息状态存在的。由于技术商品的无形性,它必须依附于一定的载体才能转移。技术商品主要通过三种不同的载体(软件、人脑、硬件)进行转移。软件载体的技术转移主要表现为许可证、协议方式,人脑载体的技术转移主要表现为技术咨询、技术服

市场更加看好以债权融资为基础的并购交易,而非股权融资。Hazelkorn 等学者发现无论是从长期还是从短期的角度来看,那些以牺牲评级为代价进行并购交易的企业在之后的经营业绩上与保住了信用评级的企业并无差异,他们进一步发现,那些完全以股权融资来进行并购交易的企业往往要比以现金或者以现金与股权融资混合方式进行并购的企业的业绩要差。

最后我们认为信用评级还可以通过影响融资协同效应来影响并购交易。在许多时候,高级别的并购企业与低评级的目标企业合并后产生的实体往往可以保留较高的信用评级,这也就意味着目标企业可以高信用评级为基础进行再融资,从而又降低了未来债权融资的成本。在金融行业,这种行为可以产生一种所谓的融资协同效应,而这种协同效应可以为交易带来较大的价值增值作用。

三、结论

本文提出如何选择合适的信用评级并研究了影响企业信用评级的一些重大因素,如企业规模、财务弹性、风险管理、兼并收购等。我们的讨论以美国市场为基础,在管理和权衡合理的信用评级方面提出了自己的观点,这对于我国不断成熟的信用评级市场的发展和**企业自身进行资本结构战略决策**也提供了有益的参考。

主要参考文献

E.Lindenberg,M.Ross.To Purchase or Pool:Does It Matter?.
Journal of Applied Corporate Finance,1999;2