

国际评级机构母子公司评级关联性分析

联合资信评估有限公司 李丹 常茜菲 伦杭

随着我国经济的高速发展，国内企业越来越趋向大型化、集约化、集团化，大量的子公司应运而生。同时随着我国债券市场的发展和规范，越来越多的集团公司及其子公司选择以发行债券的方式来直接融资。

目前，对于以集团公司及其子公司等发债主体，我国债券市场的第三方评级机构还未公布单独的评级准则。而从世界范围来看，惠誉、标普和穆迪等国际评级机构在对集团公司及其子公司的发债评级方面已积累了一定经验。为此，本文将对这三大国际评级机构的母子公司评级方法进行比较，从评级的角度分析母子公司之间的关联度及其对评价等级的影响，希望为我国的评级机构提供一定参考。

一、母子公司的定义

（一）从评级角度定义母子公司

三大评级机构对于母子公司的定义大致相同，认为如果一个公司对另一公司拥有绝对的所有权或者控制权，则两个公司为母子公司。即使两个公司的财务报表不合并，但若子公司对于母公司有重要的战略意义，两个公司的关系也应为母子公司。例如，子公司的财务对于母公司并不重要，但其偿付能力对于母公司是十分重要的（即子公司违约会给母公司带来信誉风险）或者母公司需要依靠子公司进入外国市场。

（二）我国对母子公司的定义

在我国相关法律法规中，有关母子公司关系的相关规定较少。如国家工商行政管理总局1998年发布的《企业集团登记管理暂行规定》第四条中规定“子公司应当是母公司对其拥有全部股权或者控股权的企业法人”，可见我国在考虑母子公司关系时比较倾向于采用母公司对子公司控股的观点。

（三）国外对母子公司的定义

各国对于母子公司的定义虽然表述不同，但内容实质基本一致，即母公司持有子公司半数以上的股份或母子公司之间具有从属或隶属关系。概括起来主要有两种立法模式：一是以美国、法国的公司法为代表，即控股是形成母子公司法律关系的唯一纽带；二是以英国公司法为代表，即母子公司法律关系的形成除了通过控股外，还可以通过公司之间的控制合同来形成。

（四）母子公司的法律地位

在通常情况下，母、子公司都是通过有限责任原则成立的、在法律上相互独立的法人实体，它们相互不承担法律责任。我国《公司法》规定公司可以设立子公司，子公司具有法人资格，依法独立承担民事责任。若母、子公司间无任何协议，则母、子公司独立对各自的债务负责。

二、惠誉关于母子公司评级方法

对于母子公司的主体评级，惠誉、标普和穆迪均是首先确定两个公司间是否存在母子公司关系，若存在母子公司关系，则首先根据母公司和子公司各自独立的信用状况分别进行评级，然后通过分析二者的联系程度，在各自独立的评级结果基础上进行调整以得到母公司和子公司最终的主体级别。鉴于三大国际评级机构关于母子公司的评级流程类似，本文将对惠誉的评级流程和方法进行详细阐述，并简单介绍标普和穆迪相应的评级原理。

（一）母、子公司独立评级并进行比较

首先对母、子公司分别进行独立评级。此时不考虑母、子公司的相互影响，仅通过判断母、子公司各自的经营风险和财务风险（包括或有负债）等因素来进行。

在对母、子公司分别进行独立评级后，惠誉会对母公司和子公司的级别进行比较。如果两个公司的债务违约可能性相似，即母、子公司各自独立的信用状况相同，则两者最终具有相同的主体级别；若母、子公司的级别有差异，则需要评价两者之间的关联程度，进而判断是否需要在独立级别的基础上进行调整，以得到母、子公司各自最终的主体级别。

（二）判断母、子公司之间的关联程度

惠誉主要通过分析母、子公司间的法律关联、运营关联和战略关联来判断两者之间的关联程度，其中法律关联最为重要，因为即使二者之间缺乏运营与战略关联，法律关联也可以单独作为判定母、子公司是否具有紧密关联的依据。

1、法律关联

法律关联中，惠誉主要考虑子公司为母公司提供的担保、股息限制协议、连带违约条款以及不同司法管辖区影响等因素。

对于担保因素的分析，惠誉认为如果一个实体担保另一个实体的所有债务，则这两个实体的最终主体评级存在紧密关联。被担保的债务比例越大，则母、子公司的关联越紧密。但在某些地区，子公司为母公司提供担保并不会被法律强制执行，因此，惠誉会考虑担保的有效性和强制性，认为公开或非公开的支持信件、安慰函、支持协议不构成具有法律效力的担保，但某些资金拆借协议可能构成担保。

如果母、子公司间存在股票分红或者内部贷款的限制条款，则母、子公司的最终主体级别通常也会不同。一般情况下，母公司可以以股票分红或者内部贷款的方式从子公司获得现金流，但母子公司之间若有股票分红或者内部贷款的限制条款，这可能会导致子公司的最终主体级别与母公司的最终主体级别有所不同。

一般情况下，当母、子公司间存在连带违约条款时，母、子公司的最终主体级别会相同或趋于相同。惠誉重点考虑为了避免连带违约的股权切离和连带违约涉及到的债务数量。但同时惠誉认为，在某种情况下，当子公司可能触发连带违约时，母公司会在连带违约发生前通过将子公司从集团剥离来阻止连带违约的发生。因此，惠誉对由连带违约条款导致的母子公司评级关联视情况而定。

若母、子公司设立在不同地区，即使母、子公司间存在担保或连带违约条款，由于不同地区的司法条款可能存在不同，子公司的财务实力也不一定对母公司有益，即在分析担保或连带违约条款时需考虑当地的司法情况。在考虑子公司给母公司担保或支持带来的益处时，如果对子公司所在国家法律的稳定性、及时性和有效性有所担忧，惠誉会认为该益处的作用受到限制。

2、运营关联

由运营关联决定的关联性标准取决于母公司与子公司独立信用状况的强弱。当母公司的独立信用状况较弱时，管理控制和财务控制就非常重要；当母公司的独立信用状况较强、子公司的独立信用状况较弱时，管理控制和财务控制就不再那么重要，运营的融合性将会成为考量标准，这反映子公司对母公司的重要程度以及两者的关联程度。

管理控制是指母公司对子公司实施有效的管理并影响其管理层决策，这是辨别母、子公司是否有紧密运营关联的一个重要因素。因为当子公司的资产转移不受限制时，母公司可以利用子公司的资源，特别是子公司的现金流来清偿母公司的债务。比如，母公司对子公司董事会的有效控制就可以看作较强的管理控制，因此可以判定两者具有紧密的运营关联。而当母公司只能决定子公司一些级别较低的管理人员的配备，并且母公司和子公司具有不同的总裁、财务总监、董事等高级管理人员，两个公司的市场职能也有所不同时，则可以判定母、子公司之间不存在紧密的运营关联。

财务控制是另一个判定母、子公司是否有紧密运营关联的重要因素。当母、子公司的运营关联较紧密时，两个公司的外部融资往往都通过母公司取得，母公司相当于子公司的中央银行，子公司不会单独从外界融资，而且子公司的现金也会存放于母公司的账户下。若母、子公司的运营关联较弱时，子公司往往有自己的资金中心，以自己的名义进行外部融资，自行管理资金而不依赖于母公司。

当母、子公司运营的融合性较强时，子公司的运营往往与母公司的核心业务不可分割。例如，母公司为油气生产企业，而子公司为其下游的化工企业，双方之间存在长期包销协议和缺乏替代供应商，则说明两者之间有很强的依赖性，运营关联较为紧密。

3、战略关联

当母公司独立的信用状况较强时，战略关联是一个关键的考量因素。因为出于战略上的考虑，能为子公司提供财务支持对于母公司非常重要。这里，惠誉主要分析子公司对母公司的战略重要性以及母公司对子公司的物质支持。

战略重要性对子公司的主体级别有直接影响。当母公司的业绩表现在很大程度上取决于子公司的运营状况时，就可以认为子公司对于母公司而言具有很高的战略重要性，此时级别较低的子公司会调整到和母公司具有相同的级别。反之，若子公司的运营和商业战略与母公司的核心业务存在显著区别，并且对母公司未来的发展不具有商业意义，从经济的角度出发，母公司会倾向于出售子公司或者面对子公司倒闭而不予帮助，子公司和母公司的最终主体级别就等同于根据自身的信用状况进行独立评级而得出的主体级别。若两者的关联程度位于上述两种情况之间，即子公司对于母公司具有一定的战略意义但还没有达到可以让母公司全力帮助其清偿债务的地步，子公司的级别会在其独立级别基础上有所提高但不一定会与母公司级别达到一致。

母公司对其子公司的物质支持程度越高，说明两者之间的战略关系越强。常见的物质支持包括经常性的现金股权注入、非经常性的内部贷款以及较低价格的土地注入等方式。如果子公司是新成立的，则没有办法从历史的情况来进行判断，那么可以考虑子公司从集团中剥离出来的概率有多大，以及集团管理层对于剥离该子公司的意愿。通常情况下，如果母公司为了剥离风险较高的业务而成立的子公司，往往暗示着当子公司经营状况恶化时，母公司的支持意愿较弱，此时就可以认定母、子公司的战略关联较弱。

（三）关联程度对级别的影响

通过法律、运营和战略关联来确定母、子公司的关联程度后，惠誉分别按照子公司、母公司独立的主体级别较高的情况进行分析，评定最终的主体级别。

1、子公司独立的主体级别高于母公司

(1) 关联程度紧密。母、子公司的关联越紧密，两者的级别越会趋于相同，这种情况下会按照合并后的母子公司进行评级，母、子公司最终的级别均会等同于合并后的级别。

(2) 关联程度较弱。当母、子公司的关联被认定为较弱时（比如无担保关系、不存在管理控制等），子公司的最终主体级别可能高于母公司的最终主体级别。具体做法是，将母公司的级别向上调整，一般情况下不会超过 2 个子级（类似的，母公司的级别也可能是从子公司的级别向下调整）。但是在一些特定的情况下，母、子公司的最终主体级别的差异是可以扩大的，比如当母公司破产而子公司可以在无破产风险的情况持续经营时。一般来说，子公司最终的主体级别能否高于母公司最终的主体级别，往往取决于是否存在保护子公司现金流的文件或法律。

2、母公司独立的主体级别高于子公司独立的主体级别

(1) 关联程度紧密。母、子公司之间的关联程度越紧密，最终给定的两者主体级别越接近。只有当两者的关联特别紧密时，其级别才可能达到一致，否则子公司的级别会低于母公司的级别，但两者的差异通常不会超过 5 个子级。若母、子公司之间的关联满足下述绝大部分条件，则最终子公司的主体级别与母公司的主体级别一致；若母、子公司的关联只能满足下述部分条件，则子公司的最终主体级别就会低于母公司的最终主体级别：

这些条件有：一是存在定义清晰的连带违约条款，且该条款影响到母、子公司所有主要债务和公开债务；二是子公司的运营与母公司的核心业务不可分离；三是子公司对于集团运营的未来方向具有战略性重要意义，具备提供长期财务利益或参与母公司无法涉足的市场的潜力；四是母公司给子公司提供持续现金补贴或担保等有形财务支持；五是母公司对子公司的投资水平被认为与该集团及其财务资源的规模关系密切；六是公开宣布或向惠誉提供的针对母公司对子公司的待遇及现金流使用的集团战略。

(2) 关联程度较弱。当母公司和子公司之间的关联程度较弱时，则两者最终的主体级别只会依据各自独立的信用状况确定。

三、标普和穆迪关于母子公司的评级方法

(一) 标普的评级方法

标普关于母子公司的评级也是依据母、子公司的独立评级孰高或下面三种情况分别考虑，但在判断母、子公司关联程度时，认为经济动机是最重要的考虑因素。

1、母、子公司的独立主体级别一致

当母、子公司的独立主体级别一致时，母、子公司的最终主体级别也相同，即为其独立的主体级别。

2、子公司独立的主体级别较高

当子公司独立的主体级别高于母公司时，子公司的最终主体级别通常不高于其母公司。因为母公司有能力和动机从子公司获取资产或在面临财务压力时将债务转移给子公司，并且无论子公司的信用状况如何，母公司的破产也可能会导致子公司的破产。标普认为，股票分红或内部贷款限制条款对子公司信用状况的保护十分有限，因为这种限制不会影响母公司使子公司破产的能力，并且在母公司面临严重财务压力时，在破产前通常有极大的动机从子公司获取财产，而法院不能强制公司遵守限制条款。

3、母公司独立的主体级别较高

当母公司独立的主体级别高于子公司独立的主体级别时，子公司的最终主体级别通常比其独立级别高，因为母公司可以在子公司面临财务压力时给子公司提供支持。但如果母公司对子公司的债务进行了担保或母、子公司之间存在连带违约条款，则母公司的最终主体级别可能会被下调，子公司可能会被上调。例如存在连带违约条款时，若子公司面临财务压力，则母公司会有较强的动机向子公司提供支持，否则子公司的违约会导致母公司违约。

(二) 穆迪的评级方法

穆迪在对母、子公司进行评级时，没有按照母、子公司独立级别孰高的不同情况进行考虑，而是从法律关联的角度分析母、子公司之间的相互支持，并综合考虑母公司在子公司困难期对其提供财务支持的意愿和能力。

1、母、子公司法律关联的判断

法律关联的紧密程度会影响母、子公司最终的级别，关联越紧密两者的最终级别越会趋于一致。

若担保属于有效、无条件、不可撤销及具有强制性补救措施的全信用担保，母、子公司之间的法律关联程度就会被认定为紧密。

支持协议没有担保的力度强，往往只是特定的信用支持，且不同的支持协议的力度也会不同。力度较强的支持协议会规定定量的支持和坏账准备的条款；较弱的支持协议通常不包含定量的支持，仅有一些“保持其运营良好”、“告慰函”和“道德上的义务”；最弱的支持协议为一些仅表达财务支持的意愿和子公司的战略重要性的书面声明。

因为支持协议没有担保的法律效力强，因此在通过支持协议判断母、子公司法律关联程度时，往往还需要考虑实力较强一方的支持意愿。

2、当母、子公司不存在法律关联时母公司对子公司级别的影响

当母、子公司不存在法律关联时，母公司在子公司财务困难时期对其提供财务支持的意愿和能力将会影响子公司最终的级别。

意愿包括信誉和信心敏感性、战略、运营关联、投资回报以及财务地位。穆迪在分析的时候认为需要考虑子公司业务预测的不确定性、支持行为对母公司财务的影响以及因不支持子公司所带来的信誉损失对母公司财务的影响。沉没成本不需要重点考虑，比如初始投资和过去的现金支持。

能力包括母公司自身级别、母、子公司财务的相关性以及子公司在母公司投资中的相对重要性。当母公司和子公司的经营业务高度相关时，往往当子公司遇到困难的时候，母公司的经营也会比较困难，由此降低了母公司对子公司的支持能力。

通过分析意愿和能力这两个因素，子公司最终的级别可能会与其独立的级别不同，但仍将会在很大程度上依赖于其自身的独立级别，母公司对其非法律关系的支持仅会在很小的程度上有助于其级别的提高。特别是当实力较弱的子公司属于高风险、历史短、并且没有母公司的担保和法律支持，则该子公司最终级别将会等于或者接近其独立的级别。若子公司不是新成立的，也不属于相对高风险的投资，则母公司将会有更多的意愿来支持子公司的发展，因为子公司的运营往往对母公司的持续经营是必须的。此时，母公司有较强的财务动机来支持子公司，子公司的级别可能会有所提高，但一般为1或2个子级。与此同时，母公司对子公司的支持也可能会影响母公司的最终级别。

总结

从上述对比中可以看出，三大国际评级机构对母子公司的评级方法大致相同，均是首先判断两个公司是否为母子公司关系，若为母子公司关系，则进行母、子公司各自独立的主体评级，然后根据母、子公司的关联程度，在各自独立的评级基础上进行调整，以得到母、子公司最终的主体级别。

总体看，三大评级机构均认为母、子公司的关联程度越紧密，两者的最终主体级别越趋于一致。但是在判断母、子公司关联程度时，穆迪和惠誉均认为法律关联是最重要的影响因素，而标普则认为经济动机因素最重要。在分析母、子公司的法律关联时，惠誉认为股票分红或者内部贷款限制条款是重要的影响因素，而标普则认为该限制条款对于评级的作用十分有限。在对母、子公司进行各自最终级别的确认时，惠誉与标普均根据母、子公司独立级别孰高的情况分别在各自独立级别基础上调整而得；而穆迪主要根据母、子公司是否存在法律关联进行考虑。当子公司独立的主体级别高于母公司时，惠誉认为，如果两者的关联程度较弱，子公司的最终主体级别可能高于母公司的最终主体级别（但一般情况下不会超过 2 个子级）。而标普认为，无论两者的关联是否紧密，子公司的最终主体级别通常不会高于母公司的最终主体级别。

目前，我国各评级机构关于母子公司的评级准则、相关的评级流程和方法仍处于探索和完善中。就现阶段的情况来看，评级机构往往更关注母、子公司间的担保协议等法律关联，对其他法律关联以及运营关联、战略关联的关注度相对较低，同时也没有制定明确的级别确定准则。在确定评级结果时，国内评级机构的观点与标普类似，一般认为子公司的最终主体级别通常不会高于母公司。笔者认为，今后我国评级机构在对母、子公司进行评级时，可以效仿国际三大评级机构的方法，对两者的关联程度进行更加细致全面的分析，以更准确地确定母子公司的评价等级。