

به نام خدا



عنوان مستند: شیوه نامه رتبه بندی شرکتها

شماره ویرایش: صفر

تاریخ تصویب: ۱۳۹۷/۰۳/۰۷

مرجع تصویب: هیأت مدیره

## ۱- شیوه‌نامه رتبه‌بندی شرکت‌ها

رتبه‌بندی اعتباری، به دنبال ایجاد شفافیت است و موجب ایجاد اعتماد در سرمایه‌گذار می‌شود زیرا که رتبه اعتباری، اظهار نظر یک شخصیت مستقل در خصوص وضعیت اعتباری و توان مالی موسسات است و بیانگر توانایی پرداخت به موقع تعهداتشان می‌باشد. رتبه بندی دسترسی وام‌گیرنده را به منابع مالی گسترده و متنوع تسهیل می‌کند تا از آزادی عمل بیش تری برای تطبیق با ماهیت دارایی های تأمین مالی شده برخوردار باشد. از منظر وام‌دهندگان، رتبه اعتباری وام‌گیرنده، علاوه بر آنکه شاخصی برای تعیین نرخ است، می‌تواند ابزاری تکمیلی برای مدیریت ریسک سبد دارایی‌ها نیز باشد.

رتبه‌بندی اعتباری که توسط برهان بر اساس این شیوه‌نامه صورت می‌گیرد، یک رتبه‌بندی با مقیاس داخلی است که در آن دولت، بدون ریسک و با بالاترین رتبه اعتباری (AAA)، در نظر گرفته می‌شود. برای پاسخگویی به نیازهای مختلف، برهان، هم اشخاص حقوقی و هم ابزار مالی (اوراق بهادار) یا تعهدات مالی خاص آن‌ها را رتبه‌بندی می‌کند. رتبه اعتباری شخص حقوقی، ظرفیت شرکت را در پرداخت به موقع بدهی‌های اولویت‌دار تضمین‌نشده نشان می‌دهد، در حالی که رتبه اعتباری ورقه بهادار یا تعهد مالی خاص، علاوه بر این، ساختار آن ورقه بهادار یا تعهد مالی و همچنین اولویت آن نسبت به سایر تعهدات را نیز در نظر می‌گیرد که ممکن است پرداخت به موقع تعهدات مالی مرتبط را در مقایسه با یک بدهی تضمین‌نشده، تضعیف یا تقویت نماید.

## ۲- نمادها و افق رتبه‌بندی

رتبه اعتباری، ضمانتی برای ضرر نکردن نیست، بلکه دیدگاهی درباره پرداخت به موقع تعهدات و میزان ریسک اعتباری مربوط به هر رتبه است. در طیف رتبه‌بندی اعتباری، رتبه‌های BBB- و بالاتر در "سطح سرمایه‌گذاری" طبقه‌بندی می‌شوند. برهان ریسک اعتباری را به دو بازه کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌نماید که در آن وضعیت آتی، تا آنجا که قابل شناسایی و پیش‌بینی است، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. بنابراین رتبه‌ها ماهیتاً نگاه به آینده دارد. در رتبه‌بندی اعتباری، سلامت مالی و موقعیت رقابتی فعلی و آتی شرکت، با در نظر گرفتن دیدگاه بلندمدت و راهبرد مدیریت و منابع در اختیار شرکت و چشم‌انداز صنعت مربوطه، بررسی می‌شوند. رتبه اعتباری تعیین شده باید در افق زمانی مربوط به رتبه، باثبات و یا حداقل قابل پیش‌بینی باشد، مگر آن که شرکت عملکرد مثبت یا منفی دور از انتظاری از خود نشان دهد. نوسانات موقتی در عملکرد، تاثیری در رتبه اختصاص یافته ندارند، مگر آن که از نظر برهان، این نوسانات از تغییر عملکرد در بلندمدت حکایت داشته باشند که در این صورت در رتبه اعتباری اختصاص یافته تأثیر خود را خواهند گذاشت.

پایین‌ترین رتبه اعتباری "D" می‌باشد که حرف ابتدای واژه Default به معنای نکول می‌باشد و تنها رتبه اعتباری است که بر اساس اطلاعات گذشته تعیین می‌شود. این رتبه هنگامی به کار می‌رود که شرکت اصل بدهی یا سود سرسید شده آن را به موقع نپردازد. در صورت روشن شدن وضعیت بدهی از جمله از طریق تمدید بدهی و یا صرف نظر کردن طلبکار از آن، رتبه D برطرف خواهد شد.

دورنمای رتبه‌بندی، جهت احتمالی تغییر رتبه اعتباری را در میان مدت تا بلندمدت نشان می‌دهد. رتبه‌های آتی لزوماً مطابق جهت نشان داده شده در دورنمای رتبه اعتباری، تغییر نمی‌کنند، بلکه دورنماها که به سه صورت "پایدار"، "مثبت" و "منفی" می‌باشند، صرفاً جهت حرکت احتمالی و بالقوه رتبه را در اثر تغییر فرضی شرایط صنعت و اقتصاد، نمایان می‌سازند. دورنمای "پایدار" به آن معناست که شرکت همان‌طور که انتظار می‌رود در حال فعالیت است و در آینده قابل پیش‌بینی، اتفاقی که مستلزم تغییر رتبه بشود، روی نخواهد داد. دورنمای "مثبت" یعنی شرکت بهتر از آنچه انتظار می‌رفت عمل می‌کند و در نهایت دورنمای "منفی" دیدگاهی مقابل دیدگاه مثبت را نشان می‌دهد. در حالت کلی انتظار بر آن است که دورنماها ظرف یک سال تعیین تکلیف شوند.

همچنین باید توجه داشت که این دورنماها صرفاً تغییر در ریسک اعتباری را نشان می‌دهند و نباید به عنوان پیش‌بینی وضعیت آتی عملکرد تفسیر شوند.

وقتی یک رتبه اعتباری در حالت "درپایش" (Rating Watch) قرار می‌گیرد، بدان معناست که شرایطی اتفاق افتاده که نیاز به ارزیابی مجدد رتبه اعتباری تخصیص یافته را بوجود آورده است. اعلام درپایش قرار گرفتن یک رتبه به آن معناست که وضعیت آن رتبه مشخص نیست و واقعه یا انحرافی از روند مورد انتظار صورت پذیرفته یا انتظار می‌رود که صورت پذیرد ولی برای تعیین اثر آن به اطلاعات بیشتری نیاز است. استفاده‌کنندگان از رتبه اعتباری باید توجه داشته باشند که ارزیابی مجدد ممکن است به تغییر رتبه منجر شود یا نشود. وقوع شرایط خاصی نظیر ادغام و تملک، گسترش وسیع، اقدامات قانونی و دیگر تغییرات در محیط عملیاتی، که به دلیل نبود اطلاعات کافی در زمان وقوع قابل ارزیابی نیستند، ممکن است رتبه را در وضعیت درپایش قرار دهند.

برهان از علائم "مثبت"، "منفی" و "یا درحال وقوع" در مورد رتبه‌های اعتباری که "درپایش" قرار گرفته‌اند، استفاده می‌کند. این علائم بیانگر نظر برهان درباره جهت تغییر احتمالی رتبه اعتباری در وضعیت درپایش می‌باشد. این موضوع برهان را مقید نخواهد کرد تا در موقع خارج شدن رتبه‌های اعتباری از وضعیت درپایش، تغییر در همان جهت را در مورد آن‌ها انجام دهد. همچنین ممکن است بر اساس تغییر یک یا چند متغیر به غیر از عواملی که باعث قرار گرفتن رتبه در وضعیت درپایش شده‌اند، رتبه اعتباری تخصیص یافته دستخوش تغییر شود، اما همچنان در وضعیت "درپایش" باقی بماند.

انتظار بر این است تا رتبه‌های بالاتر، به دلیل وجود عوامل محافظت‌کننده قوی‌تر، از ثبات بیشتری برخوردار باشند. هر چه به سمت رتبه‌های بالاتر حرکت می‌کنیم، معیارهای عملکرد سخت‌گیرانه‌تر شده و برای این که شرکت بتواند سزاوار آن رتبه بالا باقی بماند، باید ریسک اعتباری خود را در سطح به مراتب پایین‌تری نگه دارد. شرکت‌هایی که رتبه‌های اعتباری بالاتری دریافت می‌کنند، ممکن است مجبور شوند از رشد زیاد چشم‌پوشند تا بتوانند مشخصات کلی ریسک خود را حفظ کنند.

### ۳- شیوه‌نامه رتبه‌بندی

برای رسیدن به رتبه اعتباری، عوامل و زیرعوامل مختلفی ارزیابی شده و با در نظر گرفتن اهمیت هر یک، باهم ترکیب می‌شوند. همچنین ضعف در یک زمینه می‌تواند با توانمندی در یک زمینه دیگر جبران شود و بالعکس، تا رتبه اعتباری کلی شرکت بدست آید.

برهان عوامل کمی یا کیفی را توأمان برای تعیین ریسک اعتباری یک شرکت مورد بررسی قرار می‌دهد. عوامل کیفی شامل ماهیت صنعتی که شرکت در آن فعال است، موانع ورود و خروج در صنعت، مشخصات رقابتی صنعت و جایگاه شرکت در آن، اندازه شرکت، توان و کفایت نظام عملیاتی شرکت، کیفیت مدیریت شرکت و در نهایت محیط نظارتی حاکم بر صنعت می‌باشد. عوامل کمی شامل ارزیابی داده‌های مالی تاریخی و پیش‌بینی شده، ریسک ناشی از ساختار سرمایه، سطح سودآوری، توان استفاده از ظرفیت تولیدی موجود، نیاز به مخارج سرمایه‌ای، کافی بودن وجوه نقد در برطرف ساختن مخارج عملیاتی، پرداخت تعهدات مالی و سایر نیازهای شرکت است. صورت‌های مالی شرکت نیز در قالب مورد نظر برهان قرار داده می‌شوند تا بتوان از طریق بررسی آن‌ها عملکرد شرکت را در طول زمان مورد نظر ارزیابی نمود. همچنین صورت‌های مالی پیش‌بینی شده شرکت نیز مطالعه می‌شوند تا تصویر اثرات شرایط حال و آینده اقتصادی درک شود. حساسیت صورت‌های مالی پیش‌بینی شده نسبت به عوامل مختلف ریسک در سناریوهای مختلف، سنجیده می‌شود تا در مورد توانایی شرکت در تحمل ریسک‌های مالی و تجاری قضاوت شود. اگرچه مطالعه اطلاعات پیشین در خصوص عملکرد شرکت اهمیت دارد، ولی ظرفیت بالقوه آتی شرکت است که در نهایت رتبه اعتباری را شکل می‌دهد.

### ۴- ارزیابی ریسک صنعت

تجزیه و تحلیل رتبه‌بندی اعتباری با ارزیابی محیطی که شرکت در آن فعالیت می‌کند، شروع می‌شود. برهان، با تجزیه و تحلیل صنعت و محیط کسب و کار، درجه ریسک عملیاتی کسب و کار را می‌سنجد. تمرکز این تجزیه و تحلیل بر قوت چشم‌انداز آتی صنعت و همچنین عوامل رقابتی موثر در آن صنعت می‌باشد. عوامل زیادی مورد بررسی دقیق قرار می‌گیرند که مهم‌ترین آنان عبارتند از رشد مورد انتظار صنعت و ثبات و الگوی چرخه تجاری. همچنین بررسی آسیب‌پذیری کسب و کار نسبت به تغییرات تکنولوژیکی، ثبات نیروی کار و دخالت‌های نهادهای ناظر نیز حائز اهمیت می‌باشند. صنایعی که چرخه عملیاتی طولانی دارند یا عملیات آن‌ها به نوع خاصی از دارایی‌های ثابت عملیاتی (مانند مواد اولیه و ماشین‌آلات خاص) وابسته‌اند، با ریسک بالاتری نسبت به دیگر صنایع مواجه هستند. خبر ناخوش‌آیند افزایش رقابت با دقت تحلیل می‌شود. به منظور تجزیه و تحلیل چشم‌انداز رقابتی، آگاهی از طرح‌های سرمایه‌گذاری بازیگران اصلی صنعت از طریق بررسی مخارج سرمایه‌ای آن‌ها، اهمیت دارد. بدلیل آنکه یک عامل خاص می‌تواند بر سایر عوامل مورد نظر در رتبه‌بندی برتری داشته باشد، تحلیل ریسک‌های صنعت، چارچوب آغازین را برای تعیین رتبه اعتباری یک موسسه پایه‌ریزی می‌کند. بررسی ریسک صنعت همچنین زمینه را برای ارزیابی دقیق‌تر ریسک‌های خاص شرکت و اولویت‌بندی آن‌ها در ارزیابی کلی، فراهم می‌نماید. برای مثال اگر محیط صنعت رقابتی تشخیص داده شده باشد، بررسی دقیق جایگاه شرکت در بازار، بسیار اهمیت خواهد داشت. اگر صنعت نیاز به سرمایه بالا را ایجاب کند، توانایی مالی حامیان شرکت در کنار کفایت بسته تأمین مالی برای پروژه‌ها و بازبینی کفایت جریان نقدی عملیاتی پیش‌بینی شده، بسیار اهمیت می‌یابد.

چارچوب مقرراتی که صنعت مربوط به شرکت را راهبری می‌کند از جمله مشوق‌های مالیاتی، مقررات تنظیم قیمت‌ها، حمایت قانونی از صنعت، مقررات محیطی و غیره، می‌تواند مزیت‌های رقابتی یک شرکت را در مقایسه با سایر شرکا به شکل قابل توجهی تقویت یا تضعیف نماید. این که یک صنعت تا چه حد مورد حمایت دولت قرار گیرد بسته به این است که آن صنعت در رشد اقتصادی چه سهمی دارد تا اهمیت آن را نزد سیاست‌گذاران مشخص کند. به عنوان مثال، صنعت نفت و گاز معمولاً جزو صنایعی است که مورد حمایت دولت‌ها در سطح جهان قرار دارند، چراکه ماهیتاً اهمیت راهبردی در یک اقتصاد دارد. بطور مشابه، پروژه‌های توسعه زیرساختی و انرژی، معمولاً اهمیت اقتصادی بالایی دارند.

عملکرد صنایع مختلف تحت تأثیر روند عوامل مختلف اقتصادی شامل تولید ناخالص داخلی، نرخ بهره، نرخ ارز و ماهیت کسب و کار (ادواری، کالای اساسی، ارزش افزوده) و سایر شاخص‌های اقتصادی خرد و کلان می‌باشد.

دیگر عواملی که در سطح صنعت مورد بررسی قرار می‌گیرند، شامل میزان و الگوی رشد تقاضا، کشش تقاضا، سطح سودآوری و توانایی حفظ حاشیه سود مناسب، ماهیت سرمایه‌بر داشتن و انعطاف‌پذیری در زمانبندی تزریق سرمایه و میزان ادواری بودن، می‌شوند. آسیب‌پذیری در مقابل تغییرات تکنولوژیکی نیز در بعضی صنایع می‌تواند خطر بزرگی باشد، که صنعت فن‌آوری اطلاعات، مخابرات و صنعت کالاهای بادوام مصرفی از این دست است. صنایع یا شرکت‌هایی که برای تهیه مواد اولیه یا فروش محصول نهایی به بازار خارجی وابسته هستند، از لحاظ تغییرات نرخ ارز و دسترسی به موقع به بازار تبادلات ارزی، با ریسک بالایی مواجه‌اند. ماهیت رقابت در صنعت نیز دارای اهمیت حیاتی است، که شامل اندازه و ماهیت رقابت در مقایسه با اندازه بازار و همچنین موانع ورود و خروج رقبا است.

## ۵- ارزیابی ریسک تجاری

ارزیابی ریسک صنعت، پایه ارزیابی ریسک یک شرکت است. رتبه ریسک صنعت، حد میانی رتبه تمامی شرکت‌های فعال در آن صنعت را تعیین می‌کند. ریسک صنعت به همراه ریسک عملیاتی شرکت، ریسک تجاری آن را تشکیل می‌دهد. ریسک تجاری معمولاً به دو دسته ریسک ذاتی و غیرذاتی تقسیم می‌شود. ریسک ذاتی به معنای سطح عمومی ریسک‌های مربوط به همین فعالین آن

کسب و کار است که ریسک پایه‌ای است و از نوسانات اقتصادی، سیاسی و شرایط بازار ناشی می‌شود. شرکت‌ها معمولاً کنترل زیادی بر روی ریسک ذاتی ندارند، به جز اینکه بتوانند آن را پیش‌بینی نموده و نسبت به تغییرات شرایط واکنش نشان دهند.

در طرف دیگر اما ریسک غیرذاتی به ریسک‌های کسب و کاری که شرکت در آن فعالیت دارد، مرتبط است. شرکت می‌تواند با مدیریت درست هزینه‌ها، بهای تمام شده، سرمایه‌گذاری‌ها و بازاریابی، میزان این ریسک را کاهش دهد.

ریسک تجاری یک شرکت با تحت تاثیر قراردادان میزان و قابلیت پیش‌بینی جریان‌ات نقدی شرکت‌هایی که در صنعت مربوطه فعالیت دارند، تا حد زیادی میزان ریسک تجاری قابل تحمل توسط شرکت را تعیین می‌کند. هرچه جریان‌ات نقد و ورودی یک شرکت بیشتر و قابل پیش‌بینی‌تر باشد، ریسک تجاری آن کمتر است.

خطوط تولید محصولات و سهم بازار هر یک، تعیین‌کننده توان شرکت در کنترل عرضه و در نتیجه قیمت فروش است که می‌تواند برای شرکت نسبت به دیگر فعالین بازار، برتری ایجاد کند. تمرکز بر روی بخش کوچکی از بازار نیز بسته به کشش تقاضای آن بخش از بازار، می‌تواند مزیت یا ضعف رقابتی ایجاد کند. بطور معمول هر چه شرکت در زنجیره تولید ارزش جایگاه بالاتری داشته باشد، حاشیه سود مناسب‌تر و قیمت محصولات آن و در نتیجه جریان‌ات نقدی آن، با ثبات‌تر بوده و امکان کنترل بیشتری خواهد داشت. ادغام عمودی نیز کنترل بیشتر بر هزینه‌های تولید و قیمت‌ها بوجود می‌آورد.

کیفیت و تمرکز بر بدهکاران تجاری و شرایط اعتباری ارائه شده به آن‌ها نیز از طریق تجزیه و تحلیل سابقه بازپرداخت بدهکاران، میزان تنوع‌سازی برای پوشش ریسک پذیرفته‌شده و تاثیر آن بر طول چرخه وجه نقد شرکت، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. مناسب بودن چرخه وجه نقد توانمندی شرکت در بازار را نشان می‌دهد. به همین ترتیب، ریسک عرضه و قیمت مواد خام شامل دسترسی به بازار و ماهیت بازار مواد خام از جمله بازارهای خارجی و ارتباط شرکت با عرضه‌کنندگان و وجود جایگزین برای آنان، ارزیابی می‌شوند. مکان و تعدد تجهیزات مستقل تولیدی آسیب‌پذیری شرکت در برابر ریسک‌های جغرافیایی که ممکن است ناشی از تقاضا یا میزان دسترسی به مواد خام یا نیروی کار باشد را کاهش می‌دهد. برای مثال هتل‌های زنجیره‌ای باید به منظور کاهش رکودهای منطقه‌ای و دستیابی به جریان‌ات نقدی با ثبات طی دوره‌های رکود اقتصادی و رکود بازار مستغلات، پراکندگی جغرافیایی مناسب داشته باشند. به عنوان مثالی دیگر، در صنعت تولید شکر عواملی نظیر دسترسی به نیشکر و نرخ بازیافت، در تعیین محل احداث کارخانه، نکات با اهمیتی هستند.

تنوع در محصولات یا خدمات شرکت در اکثر مواقع یک امتیاز در نظر گرفته می‌شود، زیرا باعث کاهش ریسک تجاری شرکت می‌گردد. تنوع در داخل صنعت شامل تنوع در خطوط تولید و بازارهای هدف، توصیه می‌شود چرا که پایه درآمدی را در مواقع افت تقاضای یک بازار یا محصول، در حاشیه امن قرار می‌دهد.

شرکت‌های بزرگ به خوبی متنوع، بدلیل داشتن منابع فراوان و سنگرهای قوی شامل صرفه به مقیاس، ذخایر، دسترسی وسیع‌تر به بازارها و مشتریان متعدد، تعدد محصولات و ارزش نام تجاری، معمولاً مقاومت بیشتر و توانایی بقای بهتری رکودهای اقتصادی دارند. همچنین این شرکت‌ها عموماً دارایی‌های جانبی بیشتری دارند که می‌توانند به فروش برسانند و یا با توثیق آن‌ها، تأمین مالی نمایند. مشاهده شده که نهادهای مالی، تسهیلات مالی بیشتری به این شرکت‌ها ارائه می‌دهند و تمایل بیشتری به حمایت از آن‌ها و استمهال تسهیلات یا حتی ارائه تسهیلات بیشتر به آن‌ها در دوران‌های سخت دارند.

شرکت‌های کوچکتر معمولاً در مرحله رشد، توانایی‌های یادشده در بالا را نداشته، و ضعف در ساختار مالی‌اشان، آسیب‌پذیری آن‌ها را در دوران رکود اقتصادی یا کسب و کار، بیشتر می‌کند.

## ۶- مدیریت و سازمان

اعتبار مدیر سازمان به همگرایی راهبردهای وی با اهداف تعیین شده کسب و کار و عملکرد او در تحقق اهداف بستگی دارد. مدیریت سازمان بر اساس اثربخشی عملیاتی‌اش و میزان تحمل ریسک آن ارزیابی می‌شود. ثبات تیم مدیریتی و مرتبط بودن تجربیات آنان با وظایفشان، از ملاحظات بسیار مهم هستند.

ساختار سازمانی نشان‌دهنده فلسفه و دیدگاه کلی مدیریت است و کارایی و موفقیت عملیاتی شرکت را مشخص می‌سازد. تکیه بیش از حد بر چند فرد، فقدان برنامه جانشینی، گرایش بیش از اندازه به مدیریت خانوادگی در مقابل مدیریت حرفه‌ای، ساختار نامشخص مدیریتی، دخالت بیش از اندازه هیئت مدیره در عملیات روزانه، فقدان تفویض اختیار و غیره، از منظر رتبه‌بندی اعتباری محدودیت تلقی می‌شود.

تدوین یک چشم‌انداز توسط مدیریت ارشد و انتقال آن به تمامی سطوح شرکت، پیش‌نیازی برای ایجاد یک سازمان است. آگاهی کارکنان از اهداف کلی و مقاصد شرکت، و همچنین راهبرد بلندمدت و کوتاه‌مدت شرکت برای نیل به این اهداف، برای رشد کسب و کار، مهم است.

## ۷- ارزیابی ریسک مالی

### ۷-۱- ساختار سرمایه و دسترسی به منابع مالی

سیاست مالی مدیریت شرکت، از طریق بررسی میزان انعطاف‌پذیری ساختار سرمایه در مقایسه با ریسک کسب و کار، سنجیده می‌شود. سهام عادی بیشترین پشتیبانی را برای اعتباردهندگان ایجاد می‌کند، زیرا شرکت در مقابل این ابزار، هیچ‌گونه تعهد پرداخت درآمد ثابتی را ندارد. سهام ممتاز نیز بسته به ویژگی‌هایش، نسبت به ابزارهای بدهی، انعطاف بیشتری در پرداخت دارند، زیرا که پرداخت‌های سهام ممتاز از محل سود تحقق یافته است، اگرچه ممکن است این نوع از سهام در مقایسه با سهام عادی، فشار بیشتری بر جریانات نقدی شرکت وارد کند.

تعاریف بدهی و حقوق صاحبان سهام مشخص است، اما در مواردی لازم است برخی ملاحظات در خصوص ترکیب سرمایه با در نظر گرفتن ساختار و هدف ابزارهای مالی در نظر گرفته شود. چنانچه سهام ممتاز ویژگی جمع‌شوندگی یا اختیار ابطال با احتمال زیاد برای اعمال این اختیار داشته باشد، به ابزار بدهی نزدیک‌تر می‌شود. ابزارهای بدهی نیز ممکن است اختیار تبدیل به سهام را دارا باشند، البته تا قبل از اعمال این اختیار، بهره ثابت و شرکت موظف به پرداخت آن است.

هرگونه زیان‌های غیرقابل بازیافت و ذخایر شامل سرمایه‌گذاری‌های سوخت شده و یا مطالبات با احتمال وصول ناچیز، باید به حساب هزینه منتقل شوند. از طرف دیگر یک شرکت ممکن است اندوخته پنهان در قالب دارایی‌های ارزشمند که در ارزش دفتری آن‌ها منعکس نشده، داشته باشد. مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت عموماً به صورت غیرنقد در نظر گرفته می‌شوند مگر آن‌که از محل دارایی‌های سریع‌المعامله باشند.

اهرم مالی به بازده بالاتر برای سهامداران و بهبود ارزش سهام آن‌ها تعبیر می‌شود، اما در عین حال باعث افزایش سطح ریسک به دلیل افزایش تعهدات شرکت نیز می‌شود. برای ارزیابی ریسک تامین مالی مجدد ترازنامه، منابع تامین دارایی‌ها، ماهیت این منابع و هزینه‌های مربوط به آن‌ها، مد نظر قرار می‌گیرد. نسبت میزان دارایی‌های آزاد (که در وثیقه یا رهن نیستند) به کل دارایی‌ها، شاخصی برای تشخیص وجود ظرفیت برای استفاده از اهرم بیشتر می‌باشد. وجود اهرم بیشتر طبیعتاً نشان از وجود ریسک بیشتر دارد و در تحلیل رتبه‌بندی اعتباری، محتاطانه با آن برخورد می‌شود.

برهان همچنين، دسترسی شرکت به منابع مالی در شرایطی که تحت فشار مالی قرار دارد را بررسی می‌کند. تجربه شرکت در استفاده از ابزارهای متنوع بدهی و سرمایه‌ای می‌تواند در مواقعی که تامین مالی از طریق یکی از این منابع امکان‌پذیر نباشد، مفید واقع شود. شرکت‌های ضعیف، اغلب با ضمانت پرداخت توسط شرکت‌های توانمندتر هم‌گروه، به منابع مالی با شرایط مناسب دسترسی می‌یابند. برعکس ممکن است سایر اعضای شرکت‌های هم‌گروه ضعیف‌تر بوده و به حمایت شرکت موضوع رتبه‌بندی نیاز داشته باشند. مسئولیت احتمالی در این زمینه، از طریق نمونه‌هایی که در گذشته اتفاق افتاده و آنچه ممکن است در آینده اتفاق افتد، شامل ضمانت‌ها و تعهداتی که اکنون به نفع اعضای ضعیف‌تر جاری است، ارزیابی شده و در رتبه‌بندی تأثیر داده می‌شود.

## ۷-۲- سودآوری و ایجاد جریان نقد

تداوم سودآوری قوی در طول زمان، همراه با بقای قانونی می‌تواند باعث جذب سرمایه بیرونی و تداوم فعالیت در دوره‌های رکود کسب و کار شود. روندهای تاریخی و وضعیت کنونی و مورد انتظار بازار به منظور پیش‌بینی سودآوری شرکت در آینده، مورد بررسی قرار می‌گیرد تا در افق میان‌مدت تا بلندمدت بهبود، تضعیف یا تداوم سودآوری را نشان بدهد.

هنگامی که شرکت به سمت ایجاد ارزش افزوده، متمایز کردن محصول یا بازار، فعالیت در ظرفیت بالاتر و یا افزایش صرفه نسبت به مقیاس بیشتر پیش می‌رود، میزان فروش، ثبات بیشتری یافته و حاشیه سود بهبود پیدا می‌کند. در مورد کالاهای اساسی، ریسک قیمت و ریسک پیش خرید محصول ۱، همان‌طور که در صنعت شکر و نخ‌تابی مشاهده می‌شود، وجود دارد. در رتبه‌بندی شرکت‌های واردکننده و صادرکننده نیز ریسک تغییر قیمت‌های جهانی باید مد نظر قرار داده شود و اقدامات شرکت برای کنترل این ریسک بررسی گردد.

ساختار سرمایه نیز بر سودآوری شرکت از طریق ایجاد بار هزینه مالی تأثیر می‌گذارد. موقعی که ریسک ناشی از ساختار سرمایه افزایش می‌یابد، وام‌دهندگان، بازدهی بالاتری بابت تحمل ریسک بیشتر، از شرکت طلب می‌کنند. یک نسبت تقریبی برای ارزیابی درجه استفاده مناسب شرکت از بدهی‌ها، نسبت "میانگین بازده حقوق صاحبان سهام ۲ تقسیم بر بازده غیراثرمی میانگین دارایی‌ها ۳ (تعدیل شده بر اساس هزینه‌های مالی) است. چنانچه این نسبت بالاتر از ۱ باشد، آن‌گاه شرکت استفاده مناسب را از اهرم ایجاد شده می‌برد. همچنین روند نزولی یا صعودی این نسبت نیز می‌تواند نشان‌دهنده سیر بهبود یا تضعیف استفاده مناسب شرکت از بدهی‌های ایجاد شده را مشخص نماید.

سود پیش‌بینی شده باید در معرض آزمون‌های مختلف استرس که عبارتند از کاهش مقدار فروش، تغییر نامطلوب در قیمت مواد ورودی و یا محصول خروجی، تغییر نامطلوب نرخ ارز در صورت وجود ریسک نرخ ارز و افزایش هزینه‌های مالی، قرار گیرد.

در هنگام بررسی سطوح سودآوری، مقدار جریان نقد در دسترس شرکت برای بازپرداخت تعهدات جاری، در رتبه‌بندی اعتباری اهمیت اساسی داشته و عامل مهمی در رتبه‌بندی است. سطوح فعلی و پیش‌بینی شده بدهی‌های شرکت و وجوه مورد نیاز برای پرداخت بدهی‌ها در مقایسه با جریان نقد ایجاد شده سالانه، مورد بررسی قرار می‌گیرند تا یک شمای کلی از ریسک آتی شرکت بدست آید.

جریان وجوه عملیاتی (FFO) شرکت نشان‌دهنده ظرفیت وجه نقد ایجاد شده از محل عملیات، به منظور تامین سرمایه در گردش، مخارج سرمایه‌ای و بازپرداخت تعهدات شرکت است. به منظور ارزیابی دقت وجوه نقد پیش‌بینی شده، تحلیل حساسیت درآمد‌های عملیاتی اصلی در چرخه‌های مختلف کسب و کار انجام می‌شود.



وجه نقد ناشی از عملیات (CFFO)، نشان‌دهنده توان شرکت برای جذب فشارهای ناشی از تغییرات در سرمایه در گردش است. از طریق جریان نقد آزاد، توانایی شرکت در تامین مخارج سرمایه‌ای و هزینه‌های راهبردی، ارزیابی می‌شود. از آنجا که فرض بر تداوم فعالیت است، برهان توان شرکت را برای ایجاد وجه نقد در داخل برای نگاه‌داری و به روزرسانی دارایی‌ها و همچنین توان شرکت برای تامین وجه از خارج برای مخارج توسعه‌ای را بررسی می‌کند. یکی از نسبت‌های جذاب برای اندازه‌گیری کفایت مخارج سرمایه‌ای برای به روز رسانی دارایی‌ها، نسبت "مخارج سرمایه‌ای به استهلاک" می‌باشد. توانایی شرکت در تقسیم سود نقدی نیز با محاسبه جریان نقد احتیاطی (DCF) بررسی می‌گردد.

هدف از تجزیه و تحلیل جریان وجه نقد شرکت، تعیین توانایی شرکت در ایجاد جریان نقدی کافی از محل عملیات برای ایفای تعهدات کوتاه‌مدت و مخارج سرمایه‌ای است. برای شرکت‌های سطوح بالاتر که تداوم فعالیت آن‌ها در بلندمدت از اطمینان بیشتری برخوردار است، تأکید بیشتر بر مقدار جریان نقد عملیاتی و رابطه آن با تعهدات شرکت است که دوره بازپرداخت مجموع تعهدات را بدست می‌دهد. همچنین هر چه به سمت شرکت‌ها با سطوح پایین‌تر رتبه‌بندی پیش می‌رویم، نسبت پوشش تعهدات از محل جریان‌ات نقدی، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

بالا بودن نسبت پوشش جریان‌ات نقدی الزاماً به معنای توانمندی شرکت نیست؛ چنانچه دلیل این افزایش، مخارج سرمایه‌ای پایین و یا کاهش بدهی‌ها باشد، به معنای خود خوشنودی از وضع موجود است و می‌تواند بر رشد آتی شرکت اثرگذار باشد.

شرکتی که جریان‌های نقد باثبات و مداومی داشته باشد می‌تواند ساختار سرمایه خود را بصورت نسبتاً تهاجمی و بدون در خطر افتادن اهلیت اعتباری خود تشکیل دهد. برای مثال جریان‌ات نقد صنعت اکتشاف نفت و گاز به میزان ذخایر کشف ثابت شده که قابلیت استخراج دارند، بستگی دارد؛ بنابراین در این صنعت شرکت‌ها به طور مداوم به سرمایه‌گذاری می‌پردازند تا میزان ذخایر کشف شده خود را افزایش دهند. اما از طرفی به دلیل آن‌که موفقیت در این کار ابدأ تضمین شده نیست، جریان‌ات نقد دارای نوسانات زیادی خواهند بود و اهرم مالی پایین در این شرکت‌ها مقبول‌تر است. از طرف دیگر صنعت داروسازی، دارای الگوی تقاضای قابل پیش‌بینی و در نتیجه جریان‌ات نقد ثابت می‌باشد، پس توانایی داشتن بدهی بیشتر در ساختار سرمایه خود را دارد.

در صنایعی که مواد اولیه خود را از محصولات کشاورزی تأمین می‌نمایند، مانند صنعت قند و شکر و صنعت نخ‌تابی، اهرم مالی در فصل برداشت، برای تأمین خرید مواد اولیه، به اوج خود می‌رسد و سپس کاهش پیدا می‌کند. برای این صنایع میانگین وجه نقد در خلال دوره و همچنین حداکثر فشار بر روی متغیرهای مالی، در زمان اوج تولید بررسی می‌شوند. در عین حال قابلیت فروش موجودی کالای این شرکت‌ها نیز در رتبه‌بندی اعتباری مد نظر قرار داده می‌شود.

### ۳-۷ - رتبه‌بندی صنایع ادواری<sup>۲</sup>

شرکت ادواری به شرکتی گفته می‌شود که مقدار یا قیمت محصولاتش، با یک شاخص اقتصادی و یا فعالیت جمعی صنعت، همبستگی زیادی داشته باشد. عموماً این شرکت‌ها کالاهای غیرمتمایز را به فروش می‌رسانند، خود تعیین‌کننده قیمت محصولات نیستند، بازار محصولاتشان پرنوسان است و سرمایه ثابت بالایی می‌طلبند که چرخه‌های سرمایه‌بر دارد. از این نوع شرکت‌ها در بخش تولید می‌توان از تولیدکنندگان شکر، ریسندگی، صنایع اتومبیل، تولیدکنندگان کاغذ و صنعت ماشین‌آلات و در بخش غیرتولیدی می‌توان به صنعت هتل‌داری، صنعت سرگرمی و شرکت‌های خطوط هوایی نام برد.



برهان چنین صنایع ادواری را در طی چرخه کسب و کار، رتبه بندی می کند. حداکثر کاهش ممکن در فعالیتهای صنعت تحلیل می شود تا مشخص شود که بدترین شرایط چیست و شرکت تا چه حد برای این شرایط خود را آماده کرده است. در دوران رونق صنعت، رتبه های تخصیص یافته بدبینانه و در دوران رکود رتبه های تخصیص یافته خوش بینانه به نظر می رسند.

انعطاف پذیری مالی و نقدشوندگی در صنایع ادواری بسیار مهم هستند زیرا که وجه نقد در این صنایع بسیار سریع انباشته شده و به همان سرعت نیز هزینه می شوند. به طور کلی در این صنایع در دوران رونق وجه نقد ذخیره می شود تا در دوره رکود مصرف شود.

توان ایجاد وجه نقد در این صنایع از سالی به سال دیگر، به دلیل نوسانات زیاد، به سختی قابل پیش بینی است علی الخصوص چنانچه این نوسانات در قیمت و حجم مواد اولیه ورودی یا محصول نهایی خروجی یا توزیع پرنوسان مخارج عظیم سرمایه ای طی چرخه باشد. در این صنایع، میزان بهای تمام شده تبدیل به یک مزیت رقابتی خواهد شد، چراکه تولیدکنندگانی که بهای تمام شده پایین تری دارند، فضای کافی برای کاهش قیمت های فروش خود تا نقطه سر به سر را دارند که بدین وسیله می توانند سهم بازار خود را حفظ کنند یا افزایش دهند، که این موضوع باعث تحمیل زیان های هنگفتی برای تولیدکنندگانی که بهای تمام شده بالاتری دارند می شود. برای مثال در صنایع ریسندگی، قیمت نخ که محصول تولید شده است، با قیمت های جهانی تعیین می شود در حالی که قیمت کتان خام که ماده اولیه این صنعت است به عوامل تولید داخلی بستگی دارد. از آنجایی که افزایش قیمت مواد اولیه در این صنعت به طور کامل نمی تواند به خریدار محصول منتقل شود، لذا بر حاشیه سود ناخالص تأثیر گذاشته و در این شرایط فقط تولیدکنندگانی دوام خواهند آورد که بهای تمام شده پایین و مقدار تولید بالایی داشته باشند.

دیدگاه مدیریت در مورد هزینه های سرمایه ای و زمان بندی انجام و تعیین میزان این هزینه ها حائز اهمیت است. اگر صنعت را در مجموع در نظر بگیریم، عموماً افزایش ظرفیت نزدیک به نقطه اوج دوره رونق حاصل می شود. همچنین تمایل به این است که افزایش ظرفیت بزرگ باشد تا صرفه نسبت به مقیاس به وجود آورد. از آنجایی که به بهره برداری رسیدن ظرفیت جدید افزایش یافته اغلب زمان بر است، پیش بینی وضعیت عرضه ای که منجر به نوسان قیمت شود، دشوار است. اغلب ممکن است که ظرفیت افزایش یافته به وضعیت بد چرخه اصابت کند که خود باعث بدتر شدن شرایط عرضه شود. برای مثال در صنعت هتل داری که ساخت هتل فرایندی زمان بر است، هرگونه افزایش ظرفیت همراه با ریسک خواهد بود، چرا که این احتمال وجود دارد که در زمان بهره برداری وضعیت اقتصادی آن چنان که باید قوی نباشد.

صنایع ادواری نمی توانند میزان بدهی بالایی را در ساختار سرمایه خود تحمل کنند، زیرا که ریسک کسب و کار بسیار بالایی دارند. بنابراین از منظر رتبه بندی اعتباری، ساختار سرمایه محافظه کارانه، همراه با میزان کم بدهی ها، مطلوب ارزیابی می شود چراکه جریان نقدی در شرایط کاهش فعالیت های اقتصادی تحت فشار شدید قرار می گیرند.

#### ۸- معیارهای ارتقاء یا تنزل درجه رتبه اعتباری

رتبه ورقه بهادار در مقایسه با رتبه اعتباری ناشر ممکن است در صورت وجود حمایت بیرونی صریح، بهبود پیدا کند. ارتقاء یا تنزل درجه اوراق بدهی نیز ترکیبی از میزان پشتیبانی از طریق دارایی ها و اولویت بندی آن یعنی مزیت ها یا ضعف های مهم ابزار بدهی مورد نظر است که ناشی از جایگاه آن در ساختار سرمایه و وجود تضمین و غیره می باشد. بهبود درجه می تواند ناشی از اختصاص جریان نقدی خاص به بازپرداخت بدهی نیز باشد، البته اگر این مکانیزم وجود داشته باشد. این فرآیند می تواند منجر به تفاوت رتبه اعتباری ناشر و اوراق منتشره شود.

در حالی که مسئله اصلی در رتبه بندی در سطح سرمایه گذاری پرداخت به موقع تعهدات است، لکن در سطوح پایین تر رتبه بندی، که احتمال نکول آنها بالاست، احتمال باز یافت نهایی تعهدات نیز اهمیت می یابد. بنابراین در اوراق بهاداری که احتمال باز یافت

تعهدات آن‌ها شبیه به هم است، ممکن است درجه اهمیت مزایا و معایب ورقه بهاداری که پایین‌تر از سطح سرمایه‌گذاری قرار دارد، در مقایسه با اوراق بهاداری که در سطح سرمایه‌گذاری رتبه‌بندی می‌شود، بیشتر باشد.

#### ۹- حمایت بیرونی از شرکت

رتبه اعتباری ممکن است در صورت وجود حمایت از طرف حامیان/سهامداران عمده، شرکت‌های وابسته و غیره بهبود پیدا کند. برهان، اهمیت شرکت موضوع رتبه‌بندی در گروه شرکت‌ها، سلامت مالی نسبی گروه و هرگونه حمایت ضمنی یا آشکار از شرکت را مد نظر قرار می‌دهد. برهان اتفاقات گذشته که در آن شرکت به کمک نیاز داشته و مقدار حمایت انجام شده از آن از طرف حامیان را مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهد. بنابراین توانایی مالی گروه اهمیت می‌یابد تا ارزش نام تجاری، میزان دسترسی به منابع مالی و میزان تنوع، فایده خود را در رتبه‌بندی داشته باشند.

چنانچه ضامن بیرونی، تضمین پرداخت تعهدات مالی شرکت را داده باشد، در صورتی که این ضمانت به طور شفاف و شامل تمامی تعهدات باشد، رتبه شرکت برابر رتبه ضامن خواهد شد. ولی در انواع دیگر ضمانت که پرداخت به موقع تعهدات تضمین نشده است، رتبه نسبت به رتبه ضامن پایین‌تر خواهد بود. بالاترین ضامن دولت است که وقتی رتبه‌بندی بر اساس پول ملی مطرح است، بدون ریسک تلقی شده و حائز بهترین رتبه اعتباری (AAA) است. همچنین در مواقعی که دو شرکت که ریسک اعتباری مستقل از هم دارند و هم‌زمان ضامن شرکت یا بدهی دیگری بشوند، در مقایسه با زمانی که تنها شرکت معتبرتر ضامن بشود، حمایت قوی‌تر خواهد بود. منطقی این موضوع از این دیدگاه برمی‌آید که احتمال نکول دو شرکت ضامن به صورت هم‌زمان، کمتر از احتمال نکول یکی از آن‌ها به صورت انفرادی است. در صورتی که گروهی از شرکت‌های وابسته به هم یا شرکت‌های فعال در یک بخش صنعتی، با یکدیگر ضمانت محرک‌های مستقل ریسک را تضمین کنند، بهبود رتبه اعتباری محدود خواهد بود.

#### ۱۰- درجه‌بندی ابزار بدهی

ابزارهای بدهی ممکن است با توجه به نرخ بازیافت خود، نسبت به ناشر رتبه بهتر یا ضعیف‌تری داشته باشند، که در اینجا منظور سازوکار اختصاص جریانات نقدی به بازپرداخت تعهدات مربوطه یا هرگونه سازوکار دیگر، در مقایسه با سایر بدهی‌های تضمین نشده است. چنانچه ورقه منتشره به تنهایی مورد بررسی قرار گیرد، درجه اوراق بدهی شرکتی با رتبه AA که احتمال بازپرداخت بموقع بالایی دارد، با رتبه اعتباری شرکت متفاوت نخواهد بود، مگر آنکه بازپرداخت تعهدات مرتبط با اوراق بدهی، توسط وثیقه‌ای سنگین یا جریان نقدی اختصاصی تضمین شده باشد.

رتبه بدهی تضمین نشده با اولویت پایین می‌تواند پایین‌تر از رتبه ناشر تعیین شود و تعداد درجات کمتر رتبه این نوع بدهی، به میزان پایین‌تر بودن اولویت آن بستگی دارد.

بهبود درجه اوراق بهادار نسبت به رتبه ناشر، بر مبنای کیفیت اوراق بهادار و میزان پوشش ارائه شده برای اصل مبلغ اوراق تعیین می‌شود. ارتقاء بیشتر درجه رتبه‌بندی از طریق ایجاد یک ساختار قوی که موجب افزایش احتمال بازپرداخت تعهدات گردد، امکان‌پذیر است. این امر از طریق ارائه برخی اعتبارافزاها از قبیل ایجاد ذخایر، سازوکار وجوه استهلاکی، اختصاص منابع نقد برای بازپرداخت بدهی یا ارائه تضامین بیرونی قوی با رتبه بالاتر محقق می‌شود که در مورد آخر چنانچه تمامی بدهی صراحتاً ضمانت شده باشد، می‌توان رتبه اعتباری ضامن را به ناشر اختصاص داد.