

總經理評論：

使用替代評等是否會導致台灣
投資人面臨的信用風險失真？

2016年6月6日

中華信用評等
Taiwan Ratings

An S&P Global Ratings Partner

總經理評論： 使用替代評等是否會導致台灣投資人面 臨的信用風險失真？



作者

李美鈴, 總經理,
中華信用評等公司,
(886) 2 8722-5898;
grace.lee@taiwanratings.com.tw

媒體聯絡人

陳恕,
(886) 2 8722-5871;
simon.chen@taiwanratings.com.tw

目錄

發行體的債務信用風險無法經由替代評等充分揭露，投資人可能因此低估其買進債券的風險

如何區別發行體信用評等與債務發行信用評等

取消所有強制與替代評等規定才能真正對投資決策有益

相關準則與研究

使用替代評等是否會導致台灣投資人面臨的信用風險失真？

將近二十年來，信用評等已經成為台灣投資人在衡量相對信用狀況時一項重要的量化等級標準。然而，隨著台灣的企業與金融業法規進一步鬆綁，中華信用評等公司（中華信評）擔憂：原本旨在讓投資決策更具透明度與一致性的信用評等工具，現在是否已經愈來愈遭到誤用了？

首先要言明的是，中華信評完全支持放寬國內金融和債券市場相關法規限制並進行改革的決定，因為此項作法將有助於降低台灣金融體系面臨的風險並可強化信用結構，同時還可以讓投資人使用更多元的投資決策參考工具。的確，我們同意給予投資人更多樣的決策參考工具，是可以為整個債市帶來許多好處。但是，我們也認為，在放寬公司債與金融債券發行辦法的同時，也應確保獲准採用的決策工具能夠適切反映出真實的信用品質或潛在的信用風險。

摘要：

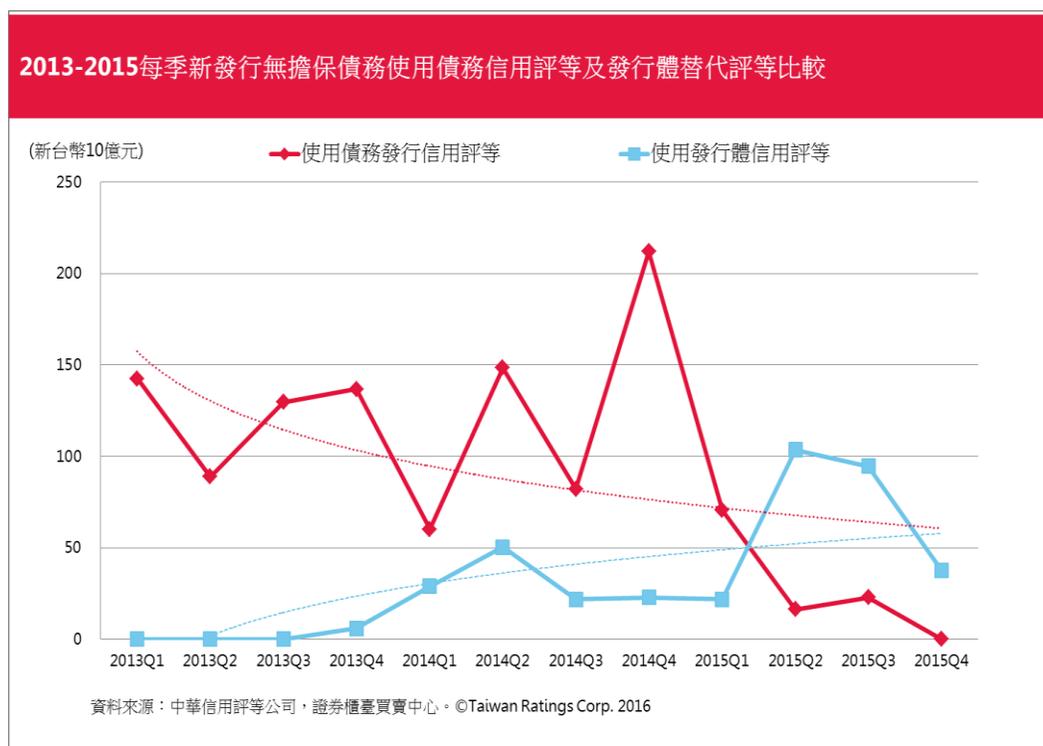
- 發行體信用評等與債務發行信用評等是兩種截然不同的信用風險衡量標準。
- 公司債與金融債券的債務發行信用評等，可能會較其所屬債務發行體的發行體信用評等低數個級距。
- 使用發行體信用評等做為債務發行的依據時，將無法適切反映無擔保公司債與金融債券的真實信用風險。
- 使用發行體信用評等來代替債務發行信用評等的作法，並不符合國際投資市場的慣例。

發行體的債務信用風險無法經由替代評等充分揭露，投資人可能因此低估其買進債券的風險

法規鬆綁前，有意在台灣市場發行無擔保債券的機構，應以取得該特定債務之債務發行信用評等為條件。不過，2013年8月27日，主管機關取消了對專業投資機構或專業投資人之自然人（見附註）發行公司債必須取得債務發行信用評等的規定，以讓發行體與投資人自行決定是否有其它獲准得使用的信用風險衡量工具（包括該發行機構本身的發行體信用評等）下，還有取得該筆特定債務發行信用評等的必要性。其後，2015年2月13日，主管機關將前述取消公司債信評的作法，進一步擴大適用於對專業機構與專業個人投資人發行的金融債券發行作業上；但若銀行發行次順位金融債券，銷售對象為非專業投資人之自然人時，則仍應取得債務發行信用評等。

主管機關放寬對公司債與金融債券發行規定，目的是希望能同時帶動投資人與發行體投入債券市場的活動。首先，放寬信評規定可以鼓勵投資人在做投資策略時考量其它的信用風險評估的結果；其次，藉由取消必須取得債務發行信用評等的規定，也可降低業者的籌資成本負擔，因此可以鼓勵更多的機構透過發債管道籌措所需資金。然而法規鬆綁後，台灣的企業與金融機構取得債務發行評等的數量已從2014年下半年起大幅減少，而原本預期公司債與金融債的新債發行量將就此增加的情況卻並未發生。相反的，新債發行量在法規鬆綁後急遽萎縮，由2014年全年度新台幣7,580億元，大幅下滑至2015年時的僅僅新台幣4,650億元。中華信評認為，更重要的是，這類法規的調整已經使受評機構使用發行體信用評等代替債務發行信用評等進行債務發行作業成為了一股令人憂心的新趨勢。而且這類債券的發行量已自2015年初開始明顯成長，並導致

2015 年下半年期間新發行的公司債或金融債券中，沒有任何一筆債券本身有取得債務發行信用評等（見下圖）。



這些數目字似乎說明了：台灣債市已經接受了以發行體信用評等代替債務發行信用評等的作法。但是，中華信評十分擔心，台灣的投資人可能會太過看重這種無法適切反映該特定債務本身相關風險的信用品質衡量方法，因為發行體信用評等與債務發行信用評等是兩個完全不同的信用品質意見，而且係針對不同的風險與其它因素進行評估。中華信評認為，允許投資人部分或全然地依據不正確的信用評估型態做為其投資決策的基礎，已經立下了一個非常危險的先例。更明確的說，替代評等並不能正確地代表評等機構對使用該替代評等之債券本身的信用風險評估看法，並可能扭曲市場對債券信用風險的認知。而且可能在發生債務發行違約事件，甚至是在最有利的經濟環境下發生違約情況時，導致投資人因此面臨非常嚴重的財務後果，並可能造成債市的動盪。

如何區別發行體信用評等與債務發行信用評等

因此，要如何區別發行體信用評等與債務發行信用評等呢？中華信評授予的發行體信用評等是中華信評從相較於台灣金融市場其他債務人的角度，對債務發行人、保證人、保險人、或其它信用增強的提供者（統稱「債務人」）履行其財務義務之整體能力的前瞻性看法。前述所謂之債務人包括：企業、國營企業、金融機構、與保險公司。

對照之下，中華信評授予的債務發行信用評等，是中華信評從相較於台灣金融市場其他債務人履行其財務義務之還本付息能力的角度，對債務人履行與特定債務（如負債、債券、租賃、商業本票、定存單、或其它財務工具）相關之財務承諾之能力的前瞻性看法。簡而言之，發行體信

用評等通常反映的是中華信評對一家公司對其所有財務義務發生違約之可能性的看法；債務發行信用評等則是中華信評對於特定受評債務的綜合違約風險，以及債權人在發行體破產時相對求償順位的評估結果。因此，投資人在做投資決策時需要參考的應該是債務發行信用評等，因為債務發行信用評等揭示的是特定債務的債務人風險。

受評債務的本質可能會影響我們對它的評等，因此也更強化了我們對發行體信用評等完全不適合在投資分析中代替債務發行信用評等的看法。一般而言，我們授予有擔保債券的債務發行信用評等可能會較授予無擔保債券的債務發行信用評等為高，原因是當發生發行體違約情況時，有擔保債券的回收率會較無擔保債券的回收率來得高。而隨著違約風險的增加，違約時債權的回收狀況就愈顯重要，其在評等上的重要性也就更為提高。基於此，我們在評等時針對違約損失率給予的權重，會隨著評等等級的降低而增加。

企業債務發行信用評等

所以，這對企業的公司債發行具有什麼意義呢？在企業債務發行信用評等方面，我們是以該債務的發行體信用評等（即一般所稱的企業信用評等）為基準，並視其發行債務的回收可能性，進行向下1至2個評等級距的級距調降（notch down）後，得出我們對該發行體發行之無擔保公司債的債務發行信用評等。基本上，依據求償順位排在該受評債務之前的債務多寡，當企業的發行體信用評等等級在「twBB+」或以下時，我們授予該企業發行之次順位債券的債務發行信用評等最多可較其發行體信用評等低2個評等級距；但當企業的發行體信用評等等級在「twBBB-」或以上時，則最多只較該企業的發行體信用評等低1個評等級距。舉例來說，當企業的發行體信用評等為「twBBB-」且該發行體具優先順位之負債總額已占該發行體有形資產總值的20%以上時，則中華信評授予該發行體發行之無擔保債券的債務發行信用評等等級通常為「twBB+」。

這個級距調整過程對投資人的信用風險認知具有重要意義，尤其是當投資人已經錯誤地使用了債務人的發行體信用評等，來代替該債務人發行之債務的債務信用評等時。因為一開始，投資人可能就使用了不當的評等方法論，並誤用由其進行信用風險評估後所得到的評等結果。更重要的是，投資人所使用的發行體信用評等，並無法說明違約事件發生時該發行體發行之擔保債券或無擔保債券的回收可能性，而且發行體信用評等可能會較依據正確評等方法論所得出的真正債務發行信用評等評級高1個或2個級距（詳見「中華信評企業債務發行評等準則」）。

金融債券的債務發行信用評等

在評估金融債券的債務發行信用評等時，中華信評主要關注的幾個重要因素為：該金融債券的次順位、遞延條款以及無生存力之偶發事件條款（nonviability contingency clause）。對主順位銀行金融債券而言，中華信評授予該金融債券的債務發行信用評等將會與該債券發行體之發行體信用評等等級相同。不過，Basel III架構的正式實施，對中華信評在次順位金融債券的債務發行信用評等評估方面具有重要影響。Basel III架構是由國際清算銀行發展出來的一套國際性的銀行法規，其目的是希望能藉由強化銀行資本適足率來提升國際金融體系的穩定性。

對在Basel III架構正式實施之前（指2013年之前）發行的次順位金融債券而言，若受評債務人的發行體信用評等在「twBBB-」或以上，則中華信評授予的債務發行信用評等會較其發行體信用

使用替代評等是否會導致台灣投資人面臨的信用風險失真？

評等低1個評等級距；然若受評債務人的發行體信用評等在「twBB+」或以下時，則中華信評授予的債務發行信用評等至少會較其發行體信用評等低2個評等級距。但對在Basel III架構正式實施之後（指2013年起）發行的次順位金融債券而言，若受評債務人的個別基礎信用結構（stand-alone credit profile；簡稱SACP）在「twbbb-」或以上，則中華信評授予的債務發行信用評等通常會較其發行銀行的SACP低2個評等級距。而這2個級距，一個是反映該金融債券的次順位性質，另一個則是反映其發行條件中包括無生存力偶發事件條款。至於對在Basel III架構實施之後發行屬第二類資本的無到期日混合工具、以及在Basel III架構實施之後發行屬第一類資本的無到期日混合工具，中華信評對其債務發行信用評等的評估方法則略有不同（詳見「中華信評金融業債務發行信用評等準則」）。

此外，我們認為，風險基礎資本（risk-based capital；簡稱RBC）制度的實施，亦會對台灣保險業者承擔的信用風險程度產生重大影響，因為該制度會改變業者在評估其風險性資本計提的本質。但是根據國內的「保險業資本適足性管理辦法」相關規範，以及「保險業辦理國外投資管理辦法」之相關規定，當保險業者想要投資未取得債務發行信用評等的無擔保債券時，可以用該債務人的發行體信用評等來代替。對此，我們相信，錯誤使用發行體信用評等來代替債務發行信用評等，會導致保險業所計算的最低資本要求水準失真（低估），因為保險業者擬投資之債券的真正債務發行信用評等等級，在某些情況下可能會因其發行條款與條件之不同，而較其債務人的發行體信用評等等級低數個評等級距。

取消所有強制及替代評等規定才能真正對投資決策有益

中華信評認為，自從主管機關取消強制取得債務發行信用評等的規定以來，發行體與投資人對於信用評等的誤用，已經讓本地金融市場與投資人面對的風險表露無遺。事實上，使用發行體信用評等來代替債務發行信用評等的作法，是與國際市場慣例背道而馳的。我們認同，為了激勵新的債券發行量並擴大信用風險評估方法的使用，國內債券市場是有進行改革的必要。但我們也同樣相信，要對所有市場參與者有利的首要任務，就是要防止這種評等誤用情況繼續下去。再者，我們也支持取消所有的強制評等，包括取得發行體信用評等的規定，如此一來，信用評等機構、債務人以及投資人才能在沒有利益衝突或信用評等誤用之下，藉由具透明度的信用風險評估工具支持，進而建立一個更健全且真正是以投資人為導向發展的債券市場。

附註：專業機構投資人與專業投資人之自然人的定義請見「境外結構型商品管理規則」第3條之規定[<http://twse-regulation.twse.com.tw/TW/law/DOC01.aspx?FLCODE=FL049926&FLNO=3%20%20%20%20%20>]

相關準則與研究

相關準則

- 中華信評信用評等等級定義, www.taiwanratings.com, Jan. 6, 2015
- 中華信評企業債務發行評等準則, www.taiwanratings.com, Nov. 25, 2014
- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com, Nov. 18, 2014
- 中華信評金融業債務發行信用評等準則, www.taiwanratings.com, Sept. 23, 2014

使用替代評等是否會導致台灣投資人面臨的信用風險失真？

相關研究

- 產業分析：台灣債市 2016 年新債發行量可能下滑，信用利差將會擴大, www.taiwanratings.com, April 27, 2016
- 常見問題：如何區別債務發行評等與發行人信用評等, www.taiwanratings.com, July 29, 2013

只有評等委員會才能決定評等行動，而本報告並不構成一個評等行動。

使用替代評等是否會導致台灣投資人面臨的信用風險失真?

著作權 © 2016 中華信用評等公司（中華信評）。保留所有權利。

嚴禁以任何手段、任何形式修改、逆向工程探究、複製或散佈內容（包括評等、信用相關分析與數據、價值評估、模型、軟體或其它應用或由其產生之結果）或相關之任何部分（本內容），或將其儲存於資料庫或存取系統中，除非事先取得中華信評的書面同意。本內容不得用於任何非法或未經授權之目的。中華信評與任何第三方提供者，以及其董事、主管、股東、員工或代理人（統稱中華信評方），不保證本內容之正確性、完整性、時效性或是可利用性。對於任何錯誤、遺漏（疏忽或其他原因，不論原因為何）、或是任何使用本內容而導致之結果，或是對使用者輸入之任何數據的安全性或維護，中華信評方概不負責。本內容是以「現況」基礎提供。中華信評否認任何及所有明示或默示的保證，包括，但不限於，不保證適售性或適用於特定目的或使用、不保證沒有錯誤、軟體錯誤或缺失，以使本內容之功能不被中斷或本內容可在任何軟體或硬體架構上運作。對於任何使用本內容導致之任何直接、間接、附帶、示範、補償、懲罰、特殊或衍生之損害、費用、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或獲利損失與機會成本，或因疏失造成的損失），即使是在已告知這類損失的可能性情況下，中華信評概不負責。

本內容中之信用相關與其它分析與陳述，係為截至發表日為止之意見陳述而非事實陳述。中華信評的信用評等是關於信用風險的意見。中華信評的意見、分析與評等承認決定（說明如下）並非購買、持有或出售任何證券，或是進行任何投資決定之建議，且非任何證券是否適合投資之表示。本內容在以任何格式或形式發佈後，中華信評並不承擔更新之義務。本內容不應為使用者、其經理部門、員工、顧問與／或客戶在進行投資與其它業務決策時的依賴根據，且非其本身技術、判斷與經驗的替代品。中華信評並不擔任受託人或投資顧問的角色，除非已經登記註冊。雖然中華信評係自其認為可靠之來源取得資訊，但中華信評並不會對所收到之任何資訊進行稽核，且不負有對其執行實地查核或獨立驗證的責任。中華信評不保證評等所根據之資訊或使用這類資訊所得之評等結果的準確性、完整性或及時性。

在一司法管轄區內之主管機關基於某些管理目的，允許評等機構承認在另一司法管轄區內發佈之評等的情況下，中華信評保留可隨時自行授予、撤銷或中止這類評等承認的權利。中華信評對任何因評等承認之授予、撤銷或中止產生的情況並不承擔任何責任，且不負有任何聲稱之損失賠償責任。

中華信評將其業務單位之某些業務活動運作予以隔開，以保護這些業務活動進行的獨立性與客觀性。基於此，中華信評某些業務單位可能擁有中華信評其它業務單位無法取得之資訊。中華信評已制訂政策與程序，維護各分析過程中所取得之某些非公開資訊的機密性。

中華信評就其承辦的委託評等與相關分析收取報酬，且通常是來自發行體、創始機構、安排機構、或證券承銷商或是來自債務人。中華信評保留散播其意見與分析的權利。中華信評發佈之評等與分析可於其網站上取得，包括 www.taiwanratings.com（免費）與 rrs.taiwanratings.com.tw（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版品與擔任第三方之轉送服務提供商傳送發佈。