

臺灣土地銀行受託經營中租迪和 2023 證券化特殊目的信託

預定評等報告

October 31, 2023

主辦分析師

施佳吟

台北

+886-2-2175-6833

caroline.shih

@taiwanratings.com.tw

caroline.shih

@spglobal.com

第二聯絡人

林顯勅

台北

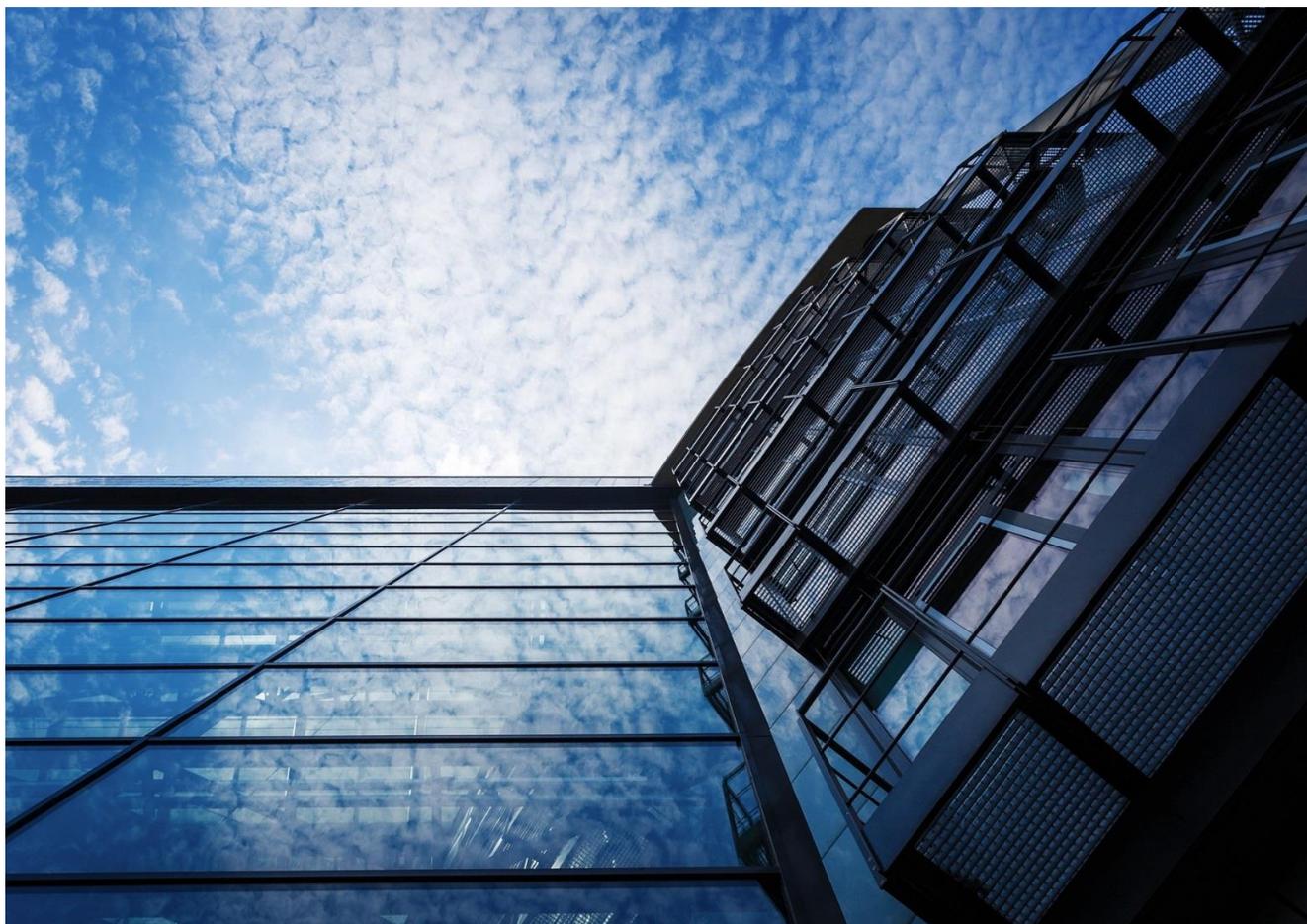
+886-2-2175-6832

joe.lin

@taiwanratings.com.tw

joe.lin

@spglobal.com



內容

- 1 評等理由
- 2 環境、社會與治理 (ESG) 因素
- 3 優勢與劣勢
- 4 獨有特色
- 5 交易架構
- 6 資產隔離與發行機構之破產遠離
- 7 發行條款與條件
- 8 分配順位
- 9 創始機構/服務機構概要
- 10 標的資產
- 11 標的債權篩選標準
- 12 混合風險
- 13 抵銷風險
- 14 現金收付銀行之交易相對人風險
- 15 服務機構之交易相對人風險
- 16 流動性支持
- 17 利率風險
- 18 信用與現金流量分析
- 19 敏感性分析
- 20 相關準則與研究

預定評等 (截至 2023 年 10 月 31 日)

券別	預定評等	預定金額 (新台幣)	由順位較低之受益證券提供的信用支持 (%)
優先順位受益證券 A 券	twAAA (sf) (prelim)	3,584,000,000	28.33
優先順位受益證券 B 券	twA (sf) (prelim)	423,500,000	19.86
次順位受益證券	NR	993,006,996	N/A

N/A—不適用。NR—未受評。註：本預定評等報告之內容係以截至 2023 年 10 月 31 日之資料為依據。本文所述之證券評等為預定評等。後續之資料或有可能造成最後實際授予之評等不同於此預定評等。

背景資料

背景資料

預定發行日：	January 12, 2024
法定到期日：	January 12, 2031
標的債權：	以新台幣計價的融資性租賃 (簡稱租賃) 以及分期買賣與附條件買賣業務 (簡稱分期)
交易架構型態：	具循環轉讓特色的租賃、分期擔保證券
發行機構：	臺灣土地銀行股份有限公司，以中租迪和 2023 證券化特殊目的信託 (本特殊目的信託) 受託機構之身分擔任
服務機構：	中租迪和股份有限公司 (中租迪和)
主要信用增強：	受償順位較低之券別

支持評等

支持評等

現金收付銀行：	臺灣土地銀行股份有限公司
---------	--------------

初始標的債權統計摘要

標的債權統計摘要 (截至 2023 年 9 月 30 日)

標的債權數目	494
標的債權總餘額 (新台幣)	5,000,506,996
租賃合約總餘額 (新台幣)	129,276,156
分期合約總餘額 (新台幣)	4,871,230,840
標的債權未清償本金餘額最大值 (新台幣)	49,746,125
標的債權平均餘額 (新台幣)	10,122,484
加權平均利率 (%)	8.02
標的債權加權平均之已償還期間 (月)	11.38
標的債權加權平均之剩餘期間 (月)	31.49

評等理由

中華信評等公司（中華信評）授予臺灣土地銀行股份有限公司（臺灣土地銀行）以**中租迪和 2023 證券化特殊目的信託**（中租迪和 2023 特殊目的信託）受託機構之身分發行的優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券（統稱「受評證券」）的預定評等分別為「twAAA (sf)」與「twA (sf)」。本交易案發行之受益證券，係由中租迪和股份有限公司（中租迪和）創始，以新台幣計價之融資性租賃（簡稱租賃），以及分期買賣與附條件買賣業務（簡稱分期）— 統稱為「標的債權」— 所組成的資產池為還款來源。中華信評等公司（中華信評）授予前述受評證券的預定評等係反映：該發行機構根據受評證券之發行條款與條件按時全額支付利息，並於法定到期日或之前全數償還本金的可能性。

此預定評等結果考量的因素如下。

- 與本交易案標的債權組合相關的信用風險，以及優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券可獲得的信用支持（來自順位較低之受益證券），分別與中華信評認為在「twAAA」與「twA」評等壓力情境下應能承受的信用風險程度相當。中華信評在對本交易案進行信用風險評估時亦考量了：中租迪和（本交易案的創始機構及服務機構）的授信政策、催收及擔保品處分的程序、營運策略、本交易案標的債權近來的歷史表現，以及本交易案的交易架構，包括（但不限於）循環轉讓提前終止事由、循環轉讓期間、以及本特殊目的信託交易文件中規定之標的債權篩選標準。此外，一旦發生任何信託契約終止事由，例如交易案法定到期日屆至，則本交易案可以使用流動性準備金帳戶中的剩餘款項以及本交易案標的債權的未償本金來償還發行的受益證券，藉此為本交易案提供額外的信用支持。
- 本交易案的現金流量可以支持受評證券在面臨與其受評等級相當之壓力情境時，及時支付各期利息並在法定到期日之前償還最終本金。中華信評所謂的評等壓力情境所考量的假設情況包括（但不限於）：在各個不同的評等情境下的違約率以及回收率假設、受壓情況下提前還款的速度、壓力情境下的費用與支出水準、以及不同的違約模式。中華信評亦進行了敏感性分析，以了解當交易案的違約率高於中華信評的基本情境假設，或回收率低於中華信評的預期時，本交易案之受評證券發生評等調降情況的脆弱程度。
- 優先費用、支出以及受評證券利息及時支付之還款來源，首先由標的債權的利息收益款支付；其後若有需要，則由標的債權的本金收款支應（如：動撥本金收取信託專戶）；最後則是動用本交易案發行時提存的準備金（相當於受益證券初始發行總額之 0.37%），而依據本交易文件中事先設定的公式（例如受到受評證券餘額等因素的影響），該準備金金額會在交易案存續期間逐步降低。當本交易案的循環轉讓期間終止時，由標的債權的利息收益款所額外提存的準備金預留金額，亦可支持優先費用及支出。
- 本交易案對擔任現金收付銀行的臺灣土地銀行股份有限公司（臺灣土地銀行；twAA+/穩定/twA-1+）具有交易相對人曝險。該現金收付銀行的評等，以及當該銀行評等降低至一定程度時必須替換的機制，中華信評認為與交易相對人評等準則中可支持本交易案受評證券取得「twAAA」評等的標準相符。中華信評認為，本交易文件中對適格投資的評等要求與替換規定，與本交易案對現金收付銀行的要求類似，且亦能對本交易案形成支持。
- 本交易案的營運風險，特別是擔任本交易案服務機構的中租迪和，與中華信評營運風險評等準則中認為可支持受評證券取得「twAAA」評等的情况相符。支持中華信評前述評估看法的因素為：本交易案對諸如發生服務機構解任事由以及替換機制的安排，以及中租迪和本身的企業價值、市場地位、及其專業經驗等。
- 本信託的法律架構〔即本信託為依據台灣「金融資產證券化條例」成立的特殊目的信託（SPT）〕，以及本交易案之交易架構與發行條件，與中華信評所依據之評等準則中對資產隔離（asset isolation）與破產遠離（insolvency remoteness）的認定標準相符。

環境、社會與治理（ESG）因素

中華信評的評等分析考慮了本交易案對 ESG 信用因素的潛在曝險。基於本交易案中之債務人（其中多為中小企業）以及標的資產類型的高度多樣性，中華信評認為，本交易案對環境與社會風險的曝險有限。中華信評亦認為，本交易案較易受到治理信用因素的影響，因為標的資產池具有循環轉讓特性以及創始機構在交易存續期間較為積極的角色，使得投資人可能面臨授信標準放寬或潛在逆選擇（adverse selection）

的風險。考量前述風險，本交易案的文件除了規範循環轉讓提前終止事由，亦包括標的資產篩選標準，以防止資產池的信用品質在循環轉讓期間發生明顯惡化。中華信評的分析係基於標的債權篩選標準以及其他因素，以反映標的債權在最大壓力情境下的組合。

優勢與劣勢

優勢

中華信評對本交易進行評等分析後，認為本交易案的優勢如下：

- **創始機構所累積的長期營運歷史。**中租迪和為台灣租賃市場中的領導業者，營運至今已有超過 40 年歷史，而且支持本交易案的標的債權亦屬中租迪和對市場提供並累積多年經驗的成熟商品。另外，中租迪和提供予中華信評的靜態資產池資料皆有完全的支付紀錄與長期紀錄，且資料範圍不僅涵蓋創始機構近期的表現，亦包括在台灣信貸市場衰退期間的表現。
- **具分散性的資產池。**本交易案大部分是以中小型企業的標的債權做為標的資產，而且每個債務人僅占本交易案未償本金餘額的一小部分。本交易案文件中的標的債權篩選標準對於標的債權的集中度限制亦有所規定，即單一標的債權的餘額最高不得超過本交易案資產池餘額的 1%，且前兩大標的債務人的占比各不得超過本交易案資產池餘額的 1.2%。截至 2023 年 9 月 30 日，本交易案初始標的債權池共有 494 筆標的債權契約，且其中單一最大標的債權餘額在資產池中的占比為 0.99%。中華信評認為，隨著 SPT 在循環轉讓期間持續購入新的標的債權至資產池中，該資產池的分散性可望提高。
- **服務機構的經驗。**中租迪和自 2007 年以來一直在其創始的交易案中擔任服務機構，累積相當充足的標的債權服務經驗，特別是在對違約債權的催收及擔保品的處分。

劣勢

中華信評對本交易進行評等分析後，認為本交易案的劣勢與相對應的風險減緩要素如下：

- **標的債權的信用品質可能會在循環轉讓期間發生惡化情況。**由於本交易案可以在循環轉讓期間使用標的債權的本金收款再投資由中租迪和移轉而來的新標的債權，因此本交易案標的債權的整體信用品質可能因而受到不利的影響。不過，為防止標的債權之信用品質在循環轉讓期間發生明顯惡化，本交易案之交易文件訂定了一套標的債權篩選標準。另外，若發生任何循環轉讓提前終止事由，例如標的債權的信用品質惡化程度超過一定水準時，本交易案將停止自中租迪和購入新的標的債權，並使交易案進入分期攤還期間，將標的債權的所有本金收款來支付本交易案發行之受益證券。
- **違約標的債權複雜的回收來源。**本交易案的標的債權可能受到各種不同種類之擔保品提供的保障，其中包括但不限於：房地產、汽車、融資標的、以及現金保證金（即現金存款）等。當進入處分程序時，這些非標準化擔保品的價值與回收期間可能變動很大，端視當時的經濟情況與各擔保品本身的流動性而定。這種特性使其較其它標準化擔保品面臨更高的不確定性。基於此，中華信評在評等情境的分析中，僅將來自現金保證金的回收視為可靠的回收來源，且中華信評不會考量來自其它非標準化擔保品的回收率。雖然這些非標準化擔保品已經全數移轉至 SPT，且擔保品處分實現時可為本交易案提供額外的支持。
- **本交易案可能會有資產面與負債面收付頻率不相稱的問題。**因為本交易標的債權篩選標準允許至多 20% 的標的債權不需逐月還款，但受評證券方面則必需每月進行支付。可減緩本交易案潛在收付頻率不相稱風險的因素依序為：本交易案標的債權相對較高的收益率、其次則是使用本金收款支應的機制（當優先費用、支出以及受評證券利息的支付出現短缺時），最後則為本交易案設置的準備金。此外，中華信評在其對本交易案的現金流量分析中考量了受壓評等假設情境，顯示本交易案在整個交易存續期間具有足夠的現金流量適足性。

獨有特色

根據中租迪和的授信政策，標的債權之債務人可能會被要求提供現金保證金予中租迪和，以做為標的債權的另一層支付保障。當標的債權之債務人履行其合約，並按期償還所有款項後，中租迪和必須在標的債權到期時，將現金保證金以及之前與該債務人約定之利息一併歸還予該債務人。

在本交易案中，所有標的債權的擔保品，包括現金保證金，均將與標的債權一起移轉至 SPT 名下。之後，受託機構將遵照交易文件規定，將現金保證金存入到期續存之銀行定期存款帳戶中；如此一來，在標的債權全數清償時，SPT 才能有足夠的存款利息來支應前述的現金保證金利息。

此外，本交易案也會提列部分準備金於現金保證金利息準備金信託專戶，以便在上述存款利息不足支應約定之現金保證金利息時，填補潛在利息缺口。但若利息準備金用罄後仍無法補足約定之現金保證金利息差額，則可動用利息收益分配順序中，次於受評證券利息的款項來補充上述差額。中華信評已在分析過程中，針對本交易案現金保證金的投資安排與銀行定存利率進行評估；中華信評認為這些安排應足以支持本交易案的運作。前述特色與之前的交易案並無不同。

交易架構

本交易案為中租迪和第八檔擔任創始機構之證券化交易案。與之前的交易案相較，本交易案的架構大致維持不變。在本交易案發行當日，創始機構會將由租賃與分期之標的債權（包括其相關之法律權利及附隨權益）組成之資產池，售予 SPT。同時，SPT 將發行三種券別之受益證券，以籌措支付前述資產移轉所需之資金。其中優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券將公開發行，次順位受益證券則悉數由創始機構持有。

自發行日起算，本交易案所訂定的循環轉讓期間最長為 3 年，其後還有約 2 年的分期攤還期間。在循環轉讓期間，來自標的債權的本金收款，每月將會被用來購買新的適格租賃與分期之標的債權。但若循環轉讓提前終止事由發生或是循環轉讓期間按原先規劃結束（以較早發生者為準）時，則來自標的債權的本金收款將用來依序償還本交易案發行之受益證券。根據交易文件規定，循環轉讓提前終止事由包括一些標的債權池的資產表現，例如累計違約率、逾期率與超額利差率，以及服務機構與受託機構的表現等。

本交易案由標的債權之債務人與中租迪和所簽定與租賃以及分期合約有關的支付承諾所組成，端視其融資標的物（主要為設備、機器、以及原物料等）在各別架構下決定合約種類。依照中租迪和的授信政策與風險管理，某些標的債權之債務人可能會被要求提供額外的擔保品以強化標的債權的信用品質。在這些情況中，擔保品可能具有多樣性，包括（但不限於）：現金保證金、不動產抵押權及動產抵押權等，端視標的債權之債務人與中租迪和之間的商談而定。這些標的債權、其相對應融資標的物的所有權、以及支持這些標的債權的所有擔保品等，都將移轉至本 SPT 之所有權名下。標的債權合約將決定其還款方式為按月支付，或是依中租迪和及標的債權之債務人間另行約定之還款條件支付。

除了標的債權合約所約定的還款來源之外，本 SPT 尚有其它收款來源，例如標的債務人的提前還款，以及標的債權之融資標的物與擔保品的處分款項。

大多數標的債務人必須以簽發還款票據的方式來按時支付其債務，且在契約簽定之初，標的債務人必需開立一組可以支付整個合約期間各期應付款項的還款票據予中租迪和。而上述還款票據將背書轉讓予本 SPT，並在還款票據到期時被交付託收。部分標的債務人（不高於總資產池餘額的 20%）會直接將款項匯給中租迪和以償還標的債權，而中租迪和作為服務機構必須在之後兩個營業日內將收款匯入信託帳戶。

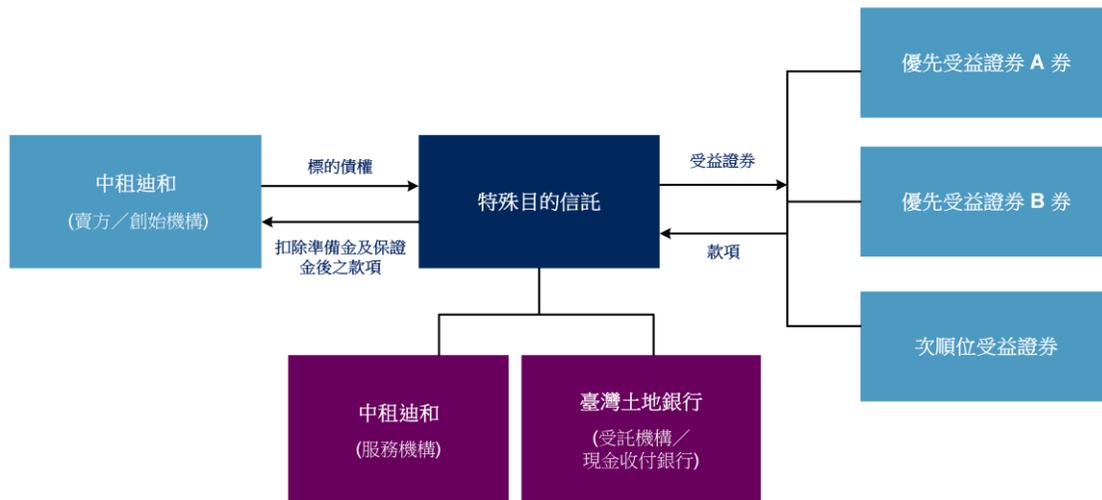
轉入本 SPT 的標的債權必須要符合本交易文件中所規定的標的債權篩選標準，其包括但不限於：達到本交易案創始機構內部信用評分的一定要求、特定的還款頻率、最低收益率門檻、加權平均剩餘期間、及標的債權之債務人的集中度等。若有任何一筆標的債權不符合本交易中任一項標的債權篩選標準，但卻被移轉至本特殊目的信託時，則依交易文件約定，創始機構有義務將其自本 SPT 中買回，並承擔相關的成本。

交易案發行時提存之準備金約為初始資產池餘額的 0.37%，可在需要時為本交易案提供流動性支持。雖然該準備金會在交易案存續期間逐漸攤提減少，但當本交易案進入分期攤還期間時，本交易亦將透過超額利差來提列另一筆準備金預留金額，為本交易案提供更多的流動性支持。在發生信託契約終止事由時，例如本交易案到期時，前述準備金的餘額將作為支付受評證券本金的來源之一。

本交易案的交易架構如圖 1 所示：

圖 1

交易架構



資產隔離與發行機構之破產遠離

本交易案係依據「金融資產證券化條例」而發行；該法條提供了具破產遠離性質之 SPT 之設立、在法律架構下將資產由創始機構完全地移轉予 SPT、以及確保該資產移轉得以對抗其它創始機構的債權人及第三人之主張。在該法規架構下，加上針對本交易之法律及會計意見，中華信評認為，本交易案中資產之真實出售與發行機構之破產遠離，反映了我們的特殊目的機構評等準則。

證券發行條款與條件

利息支付架構

優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券將在本交易案發行日以面額發行，票面利率為固定，每月付息乙次。本交易案優先順位受益證券 A 券的利息支付順位，優先於優先順位受益證券 B 券與次順位受益證券。而優先順位受益證券 B 券的利息支付順位，則優先於次順位受益證券。本交易案次順位受益證券並無票面利率，且只有在優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券的利息全數支付完畢後，方能獲得利息付款。各券別受評證券的利息支付金額係根據流通在外的本金餘額為計息基礎，而流通在外的本金餘額則是以本交易案初始發行時的本金總額扣除前一次付款日時的累積已償還本金而得。

本交易受評證券的利息支付，將由收益收取信託專戶之金額支付相關稅賦、優先費用與支出後的剩餘款項支應；本交易案之收益收取信託專戶之收款包括來自標的債權的利息收入，以及以本 SPT 從事閒置現金之適格投資所產生的利息收入。另外，本交易案之本金收取信託專戶與準備金信託專戶的金額，亦可支應優先費用，以及受評證券在付息日時的利息缺口。

在本交易案存續期間若有任何本金收款被用於填補任何資金缺口時，則被動用的本金款項將由後續期間的利息收款（扣除相關稅賦、優先費用與支出及受評證券的利息付款後）進行回補。

本金支付架構：循環轉讓期間

在循環轉讓期間，受託機構將運用來自標的債權的本金收款，向中租迪和購買新的適格標的債權；這些標的債權的本金收款包括（但不限於）：來自標的債權的一般正常本金還款、來自延滯、逾期或違約標的債權的本金回收款項、創始機構的買回款項、以及融資標的物的保險理賠金（若有）。這些本金收款在此期間內將不會用來償還受益證券持有人。若當期本金收款超過可購入之適格標的債權的金額，則剩餘款項將留在信託專戶中成為閒置現金。若閒置現金持續累積，導致交易案的超額利差降至一定水準以下，則交易案的循環轉讓期間將提前結束，並進入分期攤還期間。

本金支付架構：分期攤還期間

進入分期攤還期間後，本交易案將會停止購買新的標的債權，並依照交易文件規定，轉而按照轉付機制將來自標的債權的本金收款，做為每月依序清償優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券持有人的本金之用。至於本交易案之次順位受益證券，則只有在優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券的本金全數支付完畢後，才能獲得本金付款。

全部買回權

若優先順位受益證券 A 券加計優先順位受益證券 B 券的未清償本金餘額低於其發行時之初始總發行餘額的 10%時，本交易案創始機構可以執行全部買回權（clean-up call option）來買回本 SPT 所有剩餘的標的債權。創始機構得執行全部買回權的前提為：其買回標的債權的價金足以全數支付受評證券之本金與應付利息、以及 SPT 全數費用與支出。一旦創始機構行使全部買回權，本交易案發行的受益證券將被全數贖回並清償，且本 SPT 將被清算。

中華信評的分析係基於受評證券在其法定最終到期日已完全償付。且中華信評假設全部買回權將不會被執行。

分配順位

在信託契約終止事由發生前，本交易的分配順位可區分為單一的收益收取分配與兩種不同的本金收取分配；在信託契約終止事由發生後，本交易則將合併收益收取分配與本金收取分配，執行單一分配順位。

收益收取分配順位如表 1 所示。在此分配順位下，優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券之利息支付為依序支付。在大多數情況下，剩餘款項（若有）將不會累積於收益收取信託專戶中，而是會分配予次順位受益證券之持有人。不過，若標的債權的違約率高於 19.86%時，剩餘款項將用於依序支付優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券，因此將加快受評證券的清償速度；然而，由於此項目的分配順位低於其他中華信評無法計量的項目，中華信評並未將此項目納入現金流量分析當中。

表 1

收益收取分配順位（摘要）	
1	營業稅、印花稅及政府規費及其他稅費
2	同順位並按比例支付：證券化條例第 105 條第 2 項規定就主管機關委託專門職業及技術人員查核受託機構之相關費用、受益證券於櫃買中心上櫃所衍生之費用、及集保機構集中保管所衍生之費用
3	本證券化計畫所生之優先費用與支出至上限金額
4	優先順位受益證券 A 券應付利息
5	優先順位受益證券 B 券應付利息
6	動撥本金收取信託專戶而尚未回補之金額
7	回補準備金至準備金維持金額
8	若循環轉讓提前終止事由發生時，提存預留金額
9	依下列順序分別：將本期及前期現金保證金利息信託專戶若仍不足償付主債務人之金額轉入現金保證金利息信託專戶，於創始機構未依約定匯入款項時，將創始機構應匯入之金額轉入現金保證金利息準備金信託專戶，及於創始機構未依約定匯入款項時，將創始機構應匯入之金額轉入現金保證金利息信託專戶
10	超過第 3 條所載上限之優先費用
11	同順位並按比例支付：損害補償款，服務機構墊付之保險費用，及其他因本信託所生之各項應付而未付費用及支出
12	服務機構之報酬
13	剩餘款項以收益名義分配予次順位受益證券受益人，惟依據該期信託報告之計算，該信託報告日所屬之收款期間之違約率高於 19.86%時，剩餘款項應轉至本金收取信託專戶，並進行相關分配

在信託契約終止事由發生前，須視本交易案是處於循環轉讓期間、抑或是分期攤還期間，來從兩種本金收取分配方式中擇一適用。

在循環轉讓期間的本金收取分配之順位如表 2 所示。

表 2

循環轉讓期間的本金收取分配順位（摘要）	
1	支付收益收取分配之第 1 條至第 5 條不足之差額（亦即動撥本金收取信託專戶）
2	支付創始機構該期中交付信託實得對價
3	剩餘款項留存於本金收取信託專戶內（亦即閒置現金）

當交易案進入分期攤還期間，將採用另一種本金收取分配順位，如表 3 所示。

表 3

分期攤還期間的本金收取分配順位（摘要）	
1	支付收益收取分配之第 1 條至第 5 條不足之差額（亦即動撥本金收取信託專戶）
2	優先順位受益證券 A 券之本金
3	優先順位受益證券 B 券之本金
4	支付收益收取分配之第 9 條至第 12 條未償付之相關費用
5	次順位受益證券之本金
6	剩餘款項以收益名義分配予次順位受益證券受益人

創始機構／服務機構概要

中租迪和成立於 1977 年，在過去 40 多年來一直是台灣資產規模最大的租賃公司，且該公司的市占率持續維持在 40% 以上。中租迪和在台灣市場中提供多元的融資服務，包括：租賃、分期、資貸、以及應收帳款承購業務等。該公司大部分的客戶係屬中小型企業。截至 2022 年 12 月 31 日為止，中租迪和的總資產約為新台幣 2,900 億元，且就契約金額來看，中租迪和 2022 年在台灣租賃及分期市場的市占率約為 51%。中華信評認為，中租迪和應可在其具備的產業專業知識、市場滲透率，以及品牌價值支持下，維持其市占率。

中租迪和之股權目前全數為中租控股股份有限公司（中租控股；截至 2022 年 12 月 31 日為止時的總資產與股東權益分別約為新台幣 8,770 億元與 1,500 億元）所持有。中租控股在各個不同市場中亦擁有營運歷史悠久的子公司，包括但不限於中國、美國、泰國以及越南等。中租控股於 2011 年 12 月 13 日在台灣證券交易所正式掛牌上市，並接受一定程度的法規監督，惟所受監督不若銀行與證券公司等金融機構嚴格。

中華信評認為，中租迪和與中租控股相同，皆擁有一套全面性的風險架構以及允當的風險控管機制，包括各個產品線在各地區違約率與預期性損失的計算方式。透過嚴密的監督與持續的定期拜訪，該集團的放款與授信標準高度仰賴其對客戶的了解與熟悉程度，以及管理團隊在融資與租賃業務方面的經驗。

中華信評認為，其他市場參與者對本交易案創始機構業務可能造成的競爭風險應屬溫和，特別是國內銀行提供的中小企業放款業務，此係因為銀行中小企業放款業務的特性與中租迪和的租賃以及分期債權業務的特性頗不相同。例如，主要的差異在於銀行承作的中小企業放款通常都有獲得「中小企業信用保證基金」（此為政府在違約事件發生時提供部分擔保成立之基金）支持的資格。不過，「中小企業信用保證基金」並不會為中租迪和承作的標的債權提供任何保證支持。

標的資產

支持本交易案的標的資產池是由租賃與分期兩種不同的標的債權所組成。根據初始標的債權的組合，大約 99% 的標的債權為逐月還款。根據先前交易案的歷史記錄，中華信評亦預期，前述比率在整個交易案存續期間將維持穩定。

標的債權的組成在循環轉讓期間內可能會有變動，這是因為本交易案的架構允許 SPT 在循環轉讓期間使用本金收款向創始機構購買新的標的債權；儘管如此，所有移轉的標的債權仍必須符合交易文件中所訂定的標的債權篩選標準，以便使新購入之標的債權能在循環轉讓期間符合一定標準。本交易案預定初始資產池包含 494 筆由中租迪和所創始的標的債權合約。中華信評認為，前述資產池將隨交易案存續而更具分散性。

鑑於循環轉讓期間的特性，可能會導致標的債權的組成與本交易案發行時之初始標的債權明顯不同，因此中華信評的分析並非基於初始標的債權，而是根據標的債權篩選標準，建構最受壓情況下的代表資產池，以分析受評證券是否能通過其分別取得之評等假設情境下的現金流量測試。

標的債權篩選標準

中租迪和需對整個交易案存續期間之標的債權所做的陳述與保證，其定義如下：

1. 受有效且符合中華民國法律的附條件買賣、分期付款買賣契約、融資性租賃契約所規範，而創始機構擁有完全有效成立之債權。
2. 基礎契約須合法成立，並經主債務人簽署，且所有過程均符合創始機構內部授信政策、服務標準及管理實務。
3. 就任一標的債權，創始機構給予主債務人之內部信用評等評分需為 R1、R2、R3、R4、R5 或 R6（包含 R6A 及 R6B）等級。
4. 創始機構與主債務人間就基礎契約並無任何爭議、請求、抵銷、或訴訟之情事。
5. 創始機構為標的債權之法律上唯一債權人，且就上述標的債權並無任何其他共同債權人或債權之共有人。
6. 創始機構為標的物之唯一所有權人，且就上述標的物並未設質或設定抵押與其他人。
7. 基礎契約所約定本金及利息之支付幣別為新臺幣。
8. 債務人非以還款票據償付購買價格及／或租金（包括以 ACH 扣款或自行匯款償付者）之合計未清償本金餘額，不得超過當期所有標的債權未清償本金餘額之 20%。
9. 債務人以 ACH 扣款償付購買價格及／或租金，該債務人簽署之授信文件內雙方應約定，如創始機構基於金融資產證券化之目的，將基礎契約所生之權利或義務之全部或部分轉讓予第三人，創始機構將依證券化條例第六條第一項規定辦理，於第三人同意授權創始機構繼續收取款項時，債務人同意其前與創始機構簽署之 ACH 委託轉讓繳款授權書不因債權轉讓而變更或終止。
10. 所有融資性租賃契約之未清償本金餘額不得超過當期所有標的債權未清償本金餘額之 10%。
11. 就標的債權而言，依其相關基礎契約之約定，主債務人逐月還款之標的債權未清償本金餘額合計金額，不得低於標的債權未清償本金餘額合計金額之 80%。
12. 基礎契約約定之利率（分期付款買賣或附條件買賣以價金總額換算；融資性租賃以創始機構融資予主債務人金額換算）為固定利率，且利率不得低於 4%。
13. 除遲延利息及違約金外，基礎契約須載明約定之清償方式。
14. 基礎契約之到期日不得超過自發行日起算屆滿 60 個月（含）之日。
15. 任一主債務人就標的債權於移轉之相關服務報告日之前並無任何延滯清償之紀錄。
16. 本息攤還方式均基於中華民國公認之會計原則計算之。
17. 基礎契約中並未限制標的債權之移轉，且移轉時，並不需徵得債務人之同意。
18. 基礎契約之清償期從未曾展延過。
19. 所有基礎契約屬於分期付款買賣及附條件買賣之標的債權，以各該標的債權未清償本金餘額加權計算，自當期結算日至該基礎契約到期日之加權平均到期期間不得長於 34 個月，所有基礎契約屬於融資性租賃之標的債權，以各該標的債權未清償本金餘額加權計算，自當期結算日至該基礎契約到期日之加權平均到期期間不得長於 35 個月。
20. 基礎契約之標的物不得為飛機、船舶。
21. 標的債權之主債務人應為適格債務人，且非屬行政院主計總處行業標準分類中之營建工程業及不動產業。
22. 創始機構移轉予受託機構之標的債權，並無包含以客票、定存單質權或股票質權為擔保品者。
23. 標的債權非由創始機構微型企業行銷部門或重車融資事業單位經辦而取得。
24. 任一標的債權之未清償本金餘額之總和不得超過當期所有標的債權未清償本金餘額之 1%，標的債權經創始機構審核程序歸類為關聯企業者（下稱「歸戶標的債權」），亦同。惟針對前二大之歸戶標的債權而言，任一歸戶標的債權未清償本金餘額不得超過當期所有標的債權未清償本金餘額之 1.2%。
25. 創始機構移轉予受託機構之標的債權，於移轉前創始機構均已開立統一發票。

26. 標的債權經保證人保證者，應符合下列條件之一：(1)保證人於基礎契約簽署者；(2) 保證人另行簽訂之連帶保證書已特定基礎契約代號及標的債權內容且連帶保證書依基礎契約約定視為基礎契約之一部者。

若有任何移轉至 SPT 的標的債權不符合標的債權篩選標準，則創始機構依照交易文件必須強制買回該等不適格標的債權，其強制買回款將包含標的債權未清償本金餘額、應付利息、相關應收款項及費用等。

混合風險

若服務機構未能依據交易文件之規範，於約定時間內將在交易存續期間收取之款項匯至 SPT 帳戶，則可能導致混合風險的發生，可能因此使投資人面臨延遲償付甚至損失的風險。不過中華信評認為，以下的交易架構機制已大致降低本交易案的混合風險。

在本交易案中，大多數的標的債務人（依據標的債權篩選標準應至少達到總資產池餘額的 80%）會簽發一組還款票據，用以支付標的債權合約存續期間的所有應付之款項。而當該標的債權移轉予本 SPT 時，這些還款票據亦將全數背書轉讓予本 SPT，並於票據到期時進行託收。透過前述之機制，受託機構可以在還款票據到期時收取標的債務人的款項，並直接存入信託帳戶。在此安排下，發生標的債權的收款與服務機構本身資金混在一起的可能性極低。

其餘的標的債務人（依據標的債權篩選標準至多不超過總資產池餘額的 20%）的償付方式會透過 ACH 或直接匯款至服務機構的帳戶，而這點可能會導致混合風險。不過中華信評認為，服務機構本身令人滿意的信用品質與交易案的安排大致降低了前述風險，因為依據交易文件的安排，服務機構必須在收到款項後的兩個營業日內將收款匯入信託帳戶。

其他的交易安排亦可降低混合風險。例如：若服務機構仍收到來自屬於標的債權的還款或回收款項，且服務機構未於約定時間內移轉至本 SPT 的金額達新台幣 500 萬元時，則會觸發本交易案提早進入分期攤還期間，此時標的債權本金收款將開始用於償付受益證券持有人，進而縮短交易案之存續期間。

抵銷風險

本交易案現金存款的抵銷風險非常有限，因為中租迪和並非台灣主管機關授權可收取存款的機構。另外，本交易文件中的標的債權篩選標準亦明定，創始機構與主債務人間就其合約並無任何抵銷之情事。

現金收付銀行之交易相對人風險

本交易案之交易相對人風險包括：對現金收付銀行－臺灣土地銀行－在持有現金與分配款項的依賴、以及受託機構就閒置資金與現金保證金本金進行適格投資的表現。中華信評在授予本交易案預定評等的同時，亦對臺灣土地銀行的評等、本交易案替換適格金融機構的評等要求、以及適格投資的最低評等門檻進行評估，且評估結果顯示其應能為本交易案取得「twAAA」評等等級提供充分的支持。

服務機構之交易相對人風險

中華信評認為，中租迪和應能在交易案存續期間，持續擔任首任服務機構並依據交易文件履行其義務。不過，若發生服務機構解任之事由，仍可能導致首任服務機構遭到更換。可能構成服務機構解任事由的情況包含（但不限於）：若服務機構發生清償不能之情事、服務機構違反交易文件任何條款之付款義務，且未於該條款所載付款義務履行期後 3 個營業日改善及金額達新臺幣 500 萬元者，或服務機構違反相關交易文件之規範且無法改正，致對受益人權益產生重大不利影響等。

若發生任何足以解任服務機構之情況，則根據服務機構解任事由的嚴重程度，本交易案會在解任事由發生後指定受託機構作為備位服務機構，或是召開受益人會議決議是否委派繼任服務機構。無論採用前述何種替代方案，服務機構都應在備位或繼任服務機構接管服務工作之前繼續履行其職責。然若無法自市場

中找到繼任者來擔任本交易案的服務機構時，則根據本交易文件之規定，臺灣土地銀行將繼任成為服務機構。

本交易案多數標的債權的收款來自標的債務人所簽發的一組還款票據（即本 SPT 可直接取得款項）。至於其餘的標的債權，服務機構將透過 ACH 收受付款，或由債務人直接匯款，前述作法均為台灣金融機構的常見慣例。中華信評認為，這些付款方式並不少見，因此較容易找到替代服務機構。

中華信評也考量了繼任服務機構可能會要求更高的報酬，而導致本交易案之服務機構報酬增加的情況。再者，本交易案會在發行日提列準備金，若來自標的債權的收款暫時無法用於履行合約支付義務時，該準備金將可支應本交易案約略二個月之相關優先費用與受評證券利息。中華信評認為，此一安排將可使本交易案有充裕的時間去尋找新的繼任服務機構，並使交易案可再次取得標的債權的收款。

流動性支持

在標的債權的利息收款不足以支應優先費用與受評證券的利息時，該缺口首先可使用本金收款（亦即動撥本金收取信託專戶之款項）來支應；其次，若仍有缺口，則可動用中租迪和在本交易案發行日所提列的準備金（約等於初始標的債權餘額的 0.37%）。

該準備金會依交易案安排而逐漸攤提減少。在每個利息支付日，若準備金信託專戶的餘額高於本交易案所要求的準備金維持金額，則超出的部分將歸還予創始機構。反之，若準備金餘額低於該期要求之準備金維持金額，則必須透過本交易案之超額利差（如有）回補不足之金額。

在每個信託分配日，受託機構可以運用本金收取專戶的款項協助支應任何在稅賦、優先費用、支出、以及優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券利息方面的資金缺口。然若本金收款無法支應這方面的缺口，則受託機構將可動用前述的準備金，加強流動性支持。

當本交易案進入分期攤還期間，本 SPT 亦將透過超額利差（如有）來提列另一筆準備金預留金額。此一安排的目的是要減緩在交易案進入分期攤還期間後，因標的債權逐步償還所導致的收款減少可能會不足以支付此期間內某些固定的優先費用與支出的問題。這筆準備金預留金額並不會被攤提而減少，一旦該筆預留金額已達到交易文件中的明定的金額，也不會再增加。

利率風險

本交易案標的債權採固定利率計息，而且本交易案發行之優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券的票面利率亦為固定利率。基於此，本交易案並無利率不相稱風險。

信用與現金流量分析

中華信評認為，各評等壓力情境下，標的債權表現的明顯惡化，將會是導致本交易案評等出現變動的最主要因素。因此，中華信評使用「Global Equipment ABS Methodology And Assumptions（全球設備 ABS 方法論與假設）」準則（參閱相關準則），對本交易案進行信用風險分析。

資產池資訊之獨立查核報告

由發行機構所指派之外部機構依協議執行程序進行資產池資訊之獨立查核。中華信評評等分析所依據之資訊，已經依該執行程序所進行之查核。根據交易文件，負責查核的會計師事務所將自中租迪和提供的所有資訊中進行隨機取樣並進行特定的審核檢查，其中包括但不限於相關的標的債權文件是否存在、文件與數據間是否有任何不一致之處、以及標的債權是否符合本交易案之標的債權篩選標準等。作為評等機構，我們並不會針對我們收到的數據及資料進行其他盡職調查程序查核。

歷史表現資料

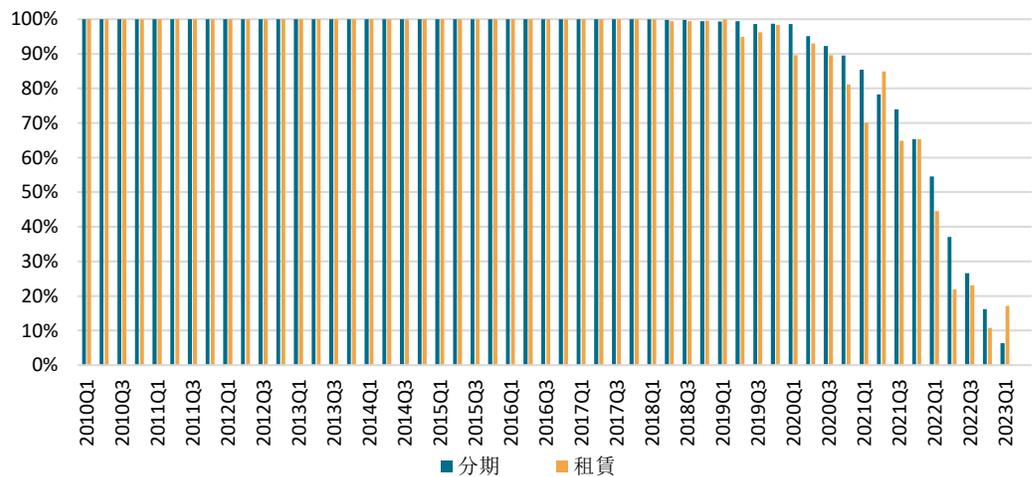
中華信評收到由中租迪和創始之租賃與分期標的債權的歷史表現資料。中租迪和所提供的靜態資產池資料有完整的支付紀錄，不僅涵蓋近期的資產表現，同時也包括台灣信貸市場衰退期間的表現（亦即有長期紀錄）。不過，中華信評較著重在 2010 年 1 月之後的歷史表現資料，因為中華信評認為這段期間的資料較具代表性，特別是在營運策略與授信政策方面。

- 依產品類型與創始月份分組的靜態池資料，包括詳細的初始貸放金額、每個月的還款情況、以及每個月的延滯紀錄。資料範圍包含由 2006 年 1 月至 2023 年 2 月期間所創始之每組標的債權靜態池的表現。
- 依產品類型與違約月份分組的回收資料，包括每個月詳細的違約金額、回收金額與來源等。資料期間為 2006 年 1 月至 2023 年 2 月。

租賃與分期標的債權的支付比率，請見圖 2。

圖 2

由中租迪和所創始標的債權的支付比例概況



在有關違約率的信用風險分析中，中華信評假設標的債權若延滯超過一日以上，即為違約資產，並根據這項假設決定出本交易案中各種標的債權類別的基本情境違約率。中華信評的假設與以下中租迪和的慣例相符：雖然中租迪和並未設定特定的延滯天數，做為認定其標的債權違約與損失的依據，但中租迪和通常會在標的債權延滯超過一日以上時，採取催收及相關擔保品處分程序。不過，是否進行催收及擔保品處分，有時會存在個案差異，因為某些情況下中租迪和可能會基於特定因素的考量，同意債務人對其標的債權的還款進行重新協議，這些因素包括但不限於：債務人所處的產業前景、現場查核的結果、或債務人可以進一步提供擔保品的情況等。

在有關回收率的信用風險分析中，中華信評假設現金保證金（由債務人所提供做為擔保的現金）為違約標的債權唯一可靠的回收來源。這是因為其它非標準化之擔保品或融資標的物的回收率在受壓經濟情境下並不穩定，甚至可能大幅波動。儘管中華信評並未考量非標準化擔保品或融資標的物的回收來源，但任何來自這些回收來源的清算一旦實現，則仍可能為交易案提供額外的支持。

中華信評是根據本交易案標的債權篩選標準，假設出最差情況下的標的債權組合（亦即由 90%的分期與 10%的租賃所組成），來決定出本交易案標的債權的基本情境違約率與損失率。

圖 3、圖 4 以及表 4，是中租迪和各類型標的債權的累積違約經驗與歷史回收率表現概況，此分析係以上述中華信評認定的違約與回收率假設為基礎，資料觀察期間為 2010 年 1 月至 2023 年 2 月。

圖 3

租賃：違約率之歷史表現

標的債權延滯支付超過一日

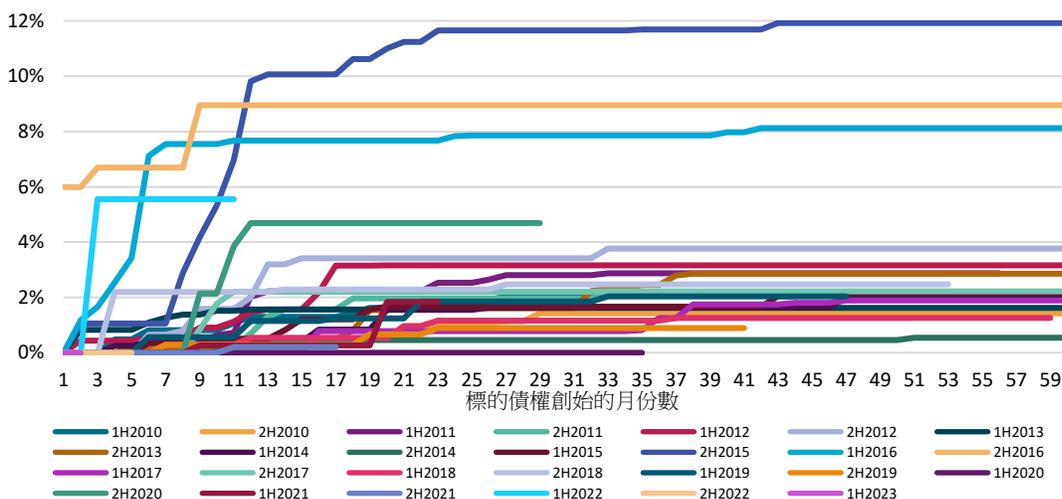


圖 4

分期：違約率之歷史表現

標的債權延滯支付超過一日

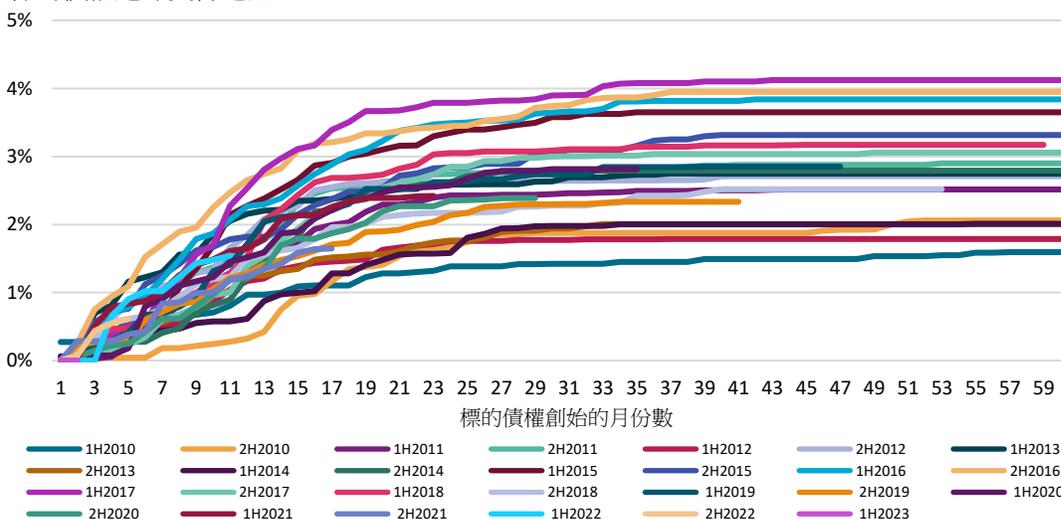


表 4

歷史回收率表現		
產品類型	回收率（以現金保證金計算）	回收率（以其它非標準擔保品及融資標的物計算）
租賃	16.4%	37.5%
分期	17.6%	45.1%

基本情境假設與壓力情境下的違約與損失情況

中華信評主要係根據下列因素，包括：中租迪和未來的營運計畫、標的債權所在地之台灣的經濟展望、觀察分析本交易案靜態資產池中兩種產品類型的歷史表現，以及依據本交易案標的債權篩選標準而假設的最差情境所組成之標的債權，進而決定本交易案標的債權的基本情境違約率為 6.55%。

同時，中華信評依據「twAAA」與「twA」評等情境，分別給予其 4 倍與 2.5 倍的壓力乘數，而得出的評等情境違約假設分別為 26.2% 以及 16.4%。中華信評給予的壓力乘數大小反映的是各受評證券本身的評等等級，主要的考量因素包括：中租迪和的授信政策、交易架構（特別是交易案循環轉讓期間的長度）、中租迪和過去所創始的七件交易案的表現，以及經濟下行時標的債權表現受影響的敏感程度。

基於對來自現金保證金的回收金額分析，且在未考量其它回收來源的情況下，中華信評假設本交易案標的債權的基本情境回收率為 17.0%。此外，考量到現金保證金已為現金，並已經移轉至 SPT 專戶下，中華信評在決定評等情境回收率時，並未根據評等壓力情境再降低基本情境回收率；因此本交易案在「twAAA」與「twA」情境下的評等情境回收率皆為 17.0%。

此外，中華信評假設本交易案一經發行，即因標的債權之累積淨損失率達到 6%（此為循環轉讓提前終止事由之一），而使本交易案進入分期攤還期間。

在分期攤還期間，考量了評等情境違約率以及評等情境回收率的假設後，中華信評對「twAAA」與「twA」評等情境下的淨損失率假設分別為 21.8% 與 13.6%。而納入上述循環轉讓期間的 6% 累積淨損失假設後，本交易案在整個存續期間於「twAAA」與「twA」評等情境下的合計淨損失率假設則分別為 27.8% 與 19.6%。

根據評等準則，大型債務人違約假設並不適用於本交易案。通常只有在單一債務人的集中度占比超過標的債權餘額的 1.5% 時，中華信評才會考慮納入前述假設。在本交易案中，標的債權篩選標準對前兩大標的債權設定的占比上限各為 1.2%。

評等準則中的最大債務人違約補充測試亦不適用於本交易案，因為此測試下的違約率，會低於基本情境違約率乘以分別評等情境壓力乘數後之違約率。

表 5 為中華信評對本交易案的信用評估摘要。

表 5

信用評估摘要		
	「twAAA」	「twA」
循環轉讓期間：淨損失 (%) (a)	6	6
分期攤還期間：基本情境違約率 (%) (b)	6.55	6.55
分期攤還期間：使用的壓力乘數 (倍) (c)	4	2.5
分期攤還期間：評等情境違約率 (%) (d=b*c)	26.2	16.4
分期攤還期間：評等情境回收率 (%) (e)	17.0	17.0
分期攤還期間：考量評等情境回收率後的最低信用支持 (%) [f=d*(100%-e)]	21.8	13.6
整個交易案期間：考量回收後的合計最低信用支持 (%) (g=a+f)	27.8	19.6

本交易案中的優先順位受益證券 A 券與優先順位受益證券 B 券的信用增強水準分別為 28.33% 與 19.86%。兩者水準均較依中華信評所依據之評等準則認定的最低信用增強水準來得高；例如依據評等準則，受評為「twAAA」的證券，其最低信用增強水準可能需達到當期受益證券餘額的 3.5%，而必須維持的最低硬信用增強（hard credit enhancement）水準則可能為其當期受益證券餘額的 1.75%。

現金流量分析

中華信評藉由測試數個與優先順位受益證券 A 券之「twAAA」評等等級以及優先順位受益證券 B 券之「twA」評等等級相關的不同假設情境，來分析本交易案現金流量對受評證券提供支持的能力（亦即及時支付利息以及在法定最終到期日之前償還本金）。中華信評的現金流量分析包括結合以下不同因素的假設情境：

- 與其評等等級相稱的違約與回收程度。
- 各種不同的違約金額與違約時間點分佈。
- 回收期間（假設為 3 個月）。
- 標的債權的收益率為固定之 4%（即本交易文件之標的債權篩選標準要求的最低收益率）。
- 服務機構替換與非預期性費用增加之壓力情境下的費用與支出。
- 不同的提前還款率。

為了評估各種不同的資產池違約金額與違約時間點對現金流量的影響，中華信評模擬了三種不同的違約模式曲線，分別為：違約時間發生較早（front-loaded）、違約時間發生較晚（back-loaded）、以及正常違約曲線。中華信評使用的這些違約曲線，主要係反映中華信評從中租迪和歷史靜態違約曲線中所觀察到的違約時間點。

至於在提前還款率方面，中華信評模擬了三種不同的提前還款曲線。本交易案的提前還款壓力假設包括自願提前還款（見表 6）。較高與較低的提前還款率（constant prepayment rate：簡稱 CPR）則是根據歷史平均 CPR（即正常 CPR）調整而得。

表 6

提前還款率（CPR）假設			
自交易案發行日起算的月份	正常 CPR (% 每年)	較高 CPR (% 每年)	較低 CPR (% 每年)
1	10.0	15.0	2.0
2	10.0	15.0	2.0
3	10.0	15.0	2.0
4	10.0	15.0	2.0
5	10.0	15.0	2.0
6	10.0	15.0	2.0
7	10.0	15.0	2.0
8+	10.0	15.0	2.0

本交易案能通過中華信評在現金流量適足性測試中分析的所有假設情境。本交易案中一些值得注意的現金流量特性如下：

- 在到期日當天，準備金帳戶內的剩餘款項可做為償還優先順位受益證券 A 券及其後優先順位受益證券 B 券本金的還款來源之一。此項安排可為本交易案提供額外的支持，而且中華信評已將其納入對該交易案的現金流量分析當中。
- 根據本交易案的安排，除非發生服務機構替換的情況，否則服務機構報酬將不得被視為是優先費用，而且在本交易案繼任服務機構就任前，本交易案受託機構必須擔任備位服務機構。不過，中華信評假設本交易案在發行日當天服務機構的即須替換，並同時提高服務機構報酬的水準以達到我們認為可以加速這類機構的更換，以測試其是否會對本交易案之現金流量產生任何的影響。
- 中華信評假設本交易案標的債權的利息收益率僅為 4.0%，該水準剛好達到本交易案標的債權篩選標準的最低要求。不過，中租迪和過去 15 年創始的幾檔交易案的平均標的債權收益率一般都維持在 7.0% 以上。若本交易案的平均收益率能持續展現相對較高的水準，將可為本交易案提供部分流動性支持。

預定評等報告：臺灣土地銀行受託經管中租迪和 2023 證券化特殊目的信託

- 中華信評對資產最低收益率的假設，以及受壓的優先費用與支出將減少可用於支付本交易案受評證券利息的現金流入。在中華信評的現金流量分析中，交易案通常需要動用本金收款來支應受評證券的利息缺口。然而因動撥本金收取信託專戶而導致的本金外漏（principal leakage）的風險，則可透過次順位保護的緩衝空間以及本交易案到期時剩餘的準備金得到減緩。

敏感性分析

在現金流量模型中，中華信評也考慮了兩個額外的假設情境，以測試本交易案之受評證券在這兩種假設情境下發生評等調降情況的脆弱程度：

- 假設情境 1：中華信評原本評估為 26.2% 的評等情境違約率提高 25%（亦即為 32.75%）。
- 假設情境 2：評等情境回收率僅能達到中華信評原本評估為 17% 中 75% 的水準（亦即為 12.75%）。

表 7 列出了本交易案在各假設情境下，其各受評證券可能的評等等級。

表 7

評等變動		
假設情境	優先順位受益證券 A 券	優先順位受益證券 B 券
預期情境	twAAA (sf)	twA (sf)
假設情境 1	twAA- (sf)	twBBB (sf)
假設情境 2	twAA+ (sf)	twA- (sf)

相關準則

- General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings Methodology, June 8, 2023
- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings, Oct. 10, 2021
- Criteria - Structured Finance - General: Global Framework For Payment Structure And Cash Flow Analysis Of Structured Finance Securities, Dec. 22, 2020
- Criteria | Structured Finance | ABS: Global Equipment ABS Methodology And Assumptions, May 31, 2019
- Criteria - Structured Finance - General: Counterparty Risk Framework: Methodology And Assumptions, March 8, 2019
- Legal Criteria: Structured Finance: Asset Isolation And Special-Purpose Entity Methodology, March 29, 2017
- Criteria - Structured Finance - General: Global Framework For Assessing Operational Risk In Structured Finance Transactions, October 9, 2014
- General Criteria: Global Investment Criteria For Temporary Investments In Transaction Accounts, May 31, 2012
- General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings, April 07, 2017
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011

相關研究

- 2023 年台灣年中信用展望：儘管全球經濟處於逆風情勢，GDP 成長率可望反彈回升, July 18, 2023
- 中華信評信用評等等級定義, November 11, 2021
- Credit Conditions Asia-Pacific Q4 2023: China Downside Risk Is High, September 26, 2023
- Global Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2016: The Effects Of The Top Five Macroeconomic Factors, December 17, 2016

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 www.standardandpoors.com，欲進入該網站需註冊申請帳號。)

(中文版本係根據英文版本翻譯，若與原英文版本有任何分歧，概以英文版本為準。)

著作權 © 2023 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，或因疏忽造成的損失），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。評等相關出版品可能因各種原因而出版，未必一定為評等委員會採取之評等行動，包括但不限於對一評等結果之定期更新與相關分析。

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，且通常是來自發行人、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。其他可能影響評等之利益衝突情形，僅依主管機關要求揭露於此。