

Rating Research Services

歸檔準則：中華信評企業債務發行評等準則

主辦分析師:

蕭黎明; 台北 (8862) 8722-5826; daniel.hsiao@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人:

張書評, CFA; 台北 (8862) 8722-5815; andy.chang@taiwanratings.com.tw

目錄

準則範圍

對既有評等之影響

適用日期

方法論

相關準則與研究

歸檔準則：中華信評企業債務發行評等準則

（編按：本評等準則已不再適用。本評等準則已被於2014年11月25日公布之「中華信評企業債務發行評等準則」取代。）

1. 中華信用評等公司（中華信評）提出債務發行評等準則，做為授予台灣企業發行體債務發行評等的一般性原則。本文將說明中華信評如何在中華信評等級基礎上授予債務發行評等。本文與標準普爾 2008 年 4 月 15 日公布於 www.globalcreditportal.com 上之「2008 Corporate Criteria: Rating Each Issue」一文具有相關性。

準則範圍

2. 中華信評提出債務發行評等準則，做為對台灣企業債務發行評等的一般性原則。本準則係說明中華信評在對企業發行之債務進行評等時，可能會因不同分析因素之考量，而出現授予之債務發行評等等級等於、低於或高於其發行體信用評等的情况。
3. 本準則僅與中華信評等級中的長期債務發行評等有關，且不會影響標準普爾授予台灣發行體的全球等級信用評等。級距的調整將以中華信評等級的發行體評等為基準，而非標準普爾的全球等級評等。另外，這些準則之說明並不包含短期信用評等，或是其它非中華信評等級的評等。

對既有評等之影響

4. 本準則之提出並不會導致中華信評對現有公司債評等採取任何評等行動。

適用日期

5. 本篇準則即日起生效。

方法論

對債務發行進行評等

6. 中華信用評等公司（中華信評）授予的信用評等主要分兩大類——第一類是針對企業發行體，另一類則是針對個別企業的債務發行（或其它金融負債）。前述第一類稱為中華信評企業信用評等。該類評等係中華信評對發行體履行其財務義務之整體能力（亦即其基本的信用品質）的當前意見，且著重在發行體及時履行其財務義務的能力與意願之上。企業信用評等通常表明的是有關企業所有財務義務發生違約情況的可能性；因為在大部分國家中，當企業發行之某種型態之債券發生違約，或企業向法院聲請破產時，該企業幾乎是同時停止償付其發行之所有債務。
7. 中華信評企業信用評等並不反映各財務義務間的優先順序或特別差異。
8. 一般而言，除了沒有發行債務的企業僅公佈其發行體信用評等之外，所有有債務發行評等之企業，其企業信用評等也都會公佈。
9. 中華信評亦對特定債務發行授予信用評等。事實上，絕大部分「tw」信用評等符號均可適用於特定債務發行評等。長期債務發行評等是對違約風險（有時是指「及時性」）以及有關某受評債務在發生破產情況下相對支付順序的綜合考量結果。評等級距的調整並不適用於短期評等。

級距調降；級距調升

10. 區別債務發行與其發行體基礎信用品質之差異的實務作法，就是所謂的「級距調整（notching）」。債務發行評等一般是以該發行體企業信用評等為基準，然後進行級距調升或調降而得。按時支付原先承諾之義務，顯然是所有債務發行最為關鍵且重要的事。另外，在違約情況下，回收的可能性（指即使有所延後，但最終仍能收回的程度）亦屬重要，但及時性仍是首要考量。而這也就是債務發行評等為何要以企業信用評等為基準的原因所在。中華信評在授予債務發行評等時，是以該債務發行體之企業信用評等為基準進行級距調升或調降而得，其根據的通則將說明如下。
11. 隨著違約風險的增加，回收部分的多寡就愈發受到關注，且其在評等的重要性也就更為提高。基於此，評等等級愈低，則該評等在違約損失率（LGD）方面的權數就愈大。例如，當企業評等等級在「twBB+」或以下時，次順位債券的評等最多可較企業評等等級低二個級距；但當企業評等等級在「twBBB-」或以上時，則最多只低一個級距。
12. 中華信評試圖以無擔保或次順位方式（不論是契約或結構上），來區分那些違約後回收部分明顯偏低的財務義務。破產後求償的優先順序係以一般性原則進行考量，但並無意圖特別為此建立一違約假設情境。
13. 當實際的發展不同於原先預期時，支持債務發行評等的級距調整關係將會被重新檢視與調整。級距調整關係的變動並不一定伴隨違約風險的變動。
14. 級距調整通則係根據破產法與管理特定債務工具之法律管轄區內的實務操作方式而定。

特別股

15. 特別股的信用風險較一般性債務為高的主要原因有二：其一是股利的發放與否係由發行體自行決定，其二則是在發生破產情況時，特別股的求償順位非常低。
16. 基於此，特別股的評等通常較次順位債券的債務發行評等為低。當一企業的企業信用評等等級在「twBBB-」或以上時，其特別股的評等會較其企業信用評等低二個級距。例如，當企業信用評等為「twA+」時，其特別股的評等將為「twA-」。（在企業信用評等為「twAAA」的情況時，其特別股的評等將為「twAA+」。）不過，當企業信用評等等級在「twBB+」或以下時，其特別股的評等至少會較其企業信用評等低三個級距（即一個評等級別）。可遞延支付債券的評等方法與特別股的評等方法相同，原因在於兩者均具有次順位及利息遞延支付權的特性。
17. 有些情況的存在會使特別股股利難以發放，進而導致評等級距的調整幅度可能超過前述之通則。例如，有些債務工具發行條件的限制條款，即有可能限制其特別股股利的支付，即使在發行體有能力支付的情況下亦然。
18. 在所有情況下，遞延支付風險均是從實務面而非法律面切入分析。若一企業根據其債務發行條款之規定，遞延或故意略過某一筆特別股股息的支付，則只要該債務工具之發行公司並未發生破產或無力償還情況，且其企業信用評等並非「D」或「SD」，那麼當該債務工具的支付日期一過，其債務發行評等就會被調為「twC」。針對發生違約支付情事或該筆債務因發行體信用原因而須以大幅度折價方式進行清償或轉換（distressed exchange），或當債務發行體已向法院聲請破產或採取類似行動時，中華信評將會授予這類債務發行「D」評等等級。

債務發行評等反映的回收情況

19. 當一債務發行的求償順序相對於同一公司之其它債務的低順位特性表明其回收前景相對較差時，中華信評會以其在破產情況下的相對地位／排序，做為回收前景的代替指標，進行級距調降。
20. 債務發行評等中的回收前景比重，亦會隨違約可能性的升高而不同，說明如下。

「twBBB-」或以上

21. 對企業信用評等為「twBBB-」或以上之公司，級距的調整關係主要是以綜合考量資產保障與求償順序的廣義通則為依據。該通則的設計在於藉由該發行體具有其他較佳求償地位之債務的存

在，進而確認該特定債務發行的具體劣勢。中華信評的分析師並無意預測特定的回收水準，因為這將必須知道從一個時點至未來期間的確切資產組合與價值。因此，基於在企業仍相當強健時對其進行有意義的違約假設情境分析實有其困難存在，因此一般而言，中華信評並不進行基本的回收分析。

22. 相對地，中華信評是使用經驗法則（rule-of-thumb approach）來認定具較差回收前景的債務發行的回收可能性；或者，基於增加級距的考量，如果是有擔保品，中華信評也會採取各別債務發行擔保品的資產評估方式來認定（然而對受到監管的公共事業，做法可能會有所調整）。

級距調整後低於企業信用評等：「級距調降」

23. 當一債務發行的求償順序次於同一公司發行的其它債務，也就是其回收前景相對較差時，該債務發行評等將是以發行體的企業信用評等為基準向下進行級距調整而得。根據中華信評評等政策，由於及時性（timeliness）在評等為「twBBB-」或以上債務中扮演著關鍵角色，因此在發行體之企業信用評等為「twBBB-」或以上時，其債務發行評等與其企業信用評等間的級距差距以一個級距為限。這是因為破產時的求償順序在評等為「twBBB-」或以上債務中僅具些許的重要性，導致評等過程中對回收程度的考慮比重較低之故；事實上，多數投資人關切的重點在於持有的債務是否會在第一時間得到支付。
24. 當企業有一定門檻比重之資產會先被用於支應其它債務之求償時，該門檻對求償順位較次之債權人即為一項必須注意的不利因素。而當用來支應較優先債務請求權的資產比重超過 20%時（除非擔保品為較不具價值之資產，或有例如子公司對母公司債務提供保證（upstream guarantee）等的緩和性因素存在），就已達到中華信評必須對其債務發行評等進行級距調降的門檻。
25. 該門檻水準通常是以現值大於 1 元的帳列資產支應 1 元的優先債務部位為考量。在擔保債務情況下——即對抵押擔保品之優先權有所設定，剩餘資產可能仍不足以支付無擔保債務，因為擔保債務通常是以公司內較好的資產做為擔保品，而且這些擔保資產的價值經常明顯地超出其擔保債務的發行金額。
26. 再者，在即將發生違約時，多數情況下公司皆有新增債務出現，此點已於前文中提及。因為這類債務——以及對既有債務進行轉融資之部位——將會在公司接近違約時發生，且很可能是擔保性質的債務（或在營運公司／控股公司架構的情況下，直接隸屬於持有該營運資產的機構）。
27. 在特定債務對公司資產具有優先求償權的情況下，求償順位較低之債務將處於劣勢，因為可被用於支應這類求償權的資產組合已較為縮小。如前所述，債務之求償順位可因合約上規定的次順位性而較低，也就是在債務發行條款中，明確表明當發生破產情況時，該債務之持有人只有在其它債權人的求償訴求得到滿足後才可以獲得清償。
28. 另一種情況是當債務發行係屬無擔保性質，而公司資產中已有一大部分做為公司抵押擔保借款之擔保品。（若做為特定債務發行之擔保品的抵押資產價值不明，而有較多之具價值的資產被用來做為其它借款的擔保抵押品，則即使是有擔保債務，其債務發行評等可能也會是以其企業信用評等為基準向下進行級距調整。）
29. 第三種不利形式是發生在採取子公司／控股公司營運架構之營運模式的公司。在這種情況下，若整個集團發生破產，子公司之債權人——包括次順位債之持有者——將擁有對該子公司資產的第一求償權，但母公司之債權人則僅擁有較低順位的求償權，且其求償範圍將以子公司直接債務清償完畢後，子公司剩餘資產的殘值為限。母公司債權人因母公司／子公司之法律架構而處於的不利地位，即所謂的「結構次順位（structural subordination）」。即使集團的營運可分為許多小型子公司，且各子公司本身債務義務的回收前景都不明確，但該母公司債權人的求償地位仍低於所有債權人對公司資產具有同等求償權的情況。
30. 若一企業的資產組成與其同業一般水準有重大差異，則 20%的資產比重門檻可能會被提高或降低，以便反映其較佳或較差資產的相對規模。在考量違約假設情境下的價值時，資產中的商譽部分尤其令人懷疑。在級距調整通則的應用方面，中華信評通常會將總資產商譽超出「正常」金額的部分——總調整後資產的 10%——予以消除。然與商譽不同的時，無形資產是被認為具有潛在價值的——例如在消費性商品方面業已建立的品牌名稱。不過，中華信評並不會進行詳細的資產鑑價或試圖明確地設定出市場價值在假設壓力情境下的可能波動情況。
31. 這些門檻背後的概念，在於對各種不同層級債務之具體劣勢的評估。對每一層級而言，只要下一

層級之債務仍享有充裕的資產保障，中華信評即不會認為較上層級債務之優先權，會構成較次層級債務的實質劣勢。基於此，各公司本身資產的特性就具有重要性了：若一企業的資產組成與其同業一般水準有重大差異，則資產比重門檻可能會被提高或降低，以便反映其較佳或較差資產的相對規模。

32. 另外，次一層級債務的相對規模亦具有重要性。若次一層級之債務規模特別龐大——則與支應較高層級債務後剩餘之資產相較，其可獲得的保障程度會被減弱。有許多槓桿收購（LBOs）的融資債務，其求償層級僅次於一般順位層級的債務。然而即使具優先順位之債務規模可能不大（低於資本比重門檻水準），但卻已使較次順位之債務發行處於實質不利的地位：因此基於剩餘的資產保障程度較少，較次順位債務的發行評等應會向下進行級距調整。

通則應用

33. 在以上通則的應用方面，租賃債務——不論是以資本化方式列記於公司財報當中，或將營運租賃資產負債表外項目列記視為優先債務——以及其相關資產等，均屬於資產面項目。相同地，已售交易應收帳款與證券化資產則會與相同金額之優先債務一同被加回。其它債權人的求償順位即因這類融資安排而處於較有擔保債務不利之地位。在對目前財務仍屬健全之企業持有的剩餘現金與可供交易有價證券部位進行考量時，中華信評不會以該現金在違約情境下是否仍然可用，或是其將被全部浪費掉為假設；相反地，中華信評會假設在經過一段時間後，公司會將依前述財務運作取得的現金部位依原先相關資產價值之相同規模（相關資產可能出現的減損亦列入考量），重新用於其營運資產的再投資上。

級距調整後高於企業信用評等：「級距調升」

34. 一般而言，中華信評並不會對企業信用評等在「twBBB-」或以上的企業，進行特定的違約情境模擬，因此對債務發行是否具有較佳回收特性的認定，通常必須依賴特定債務的發行條款。擔保債券的債務發行評等是可能獲得級距調升的債務類型，因為這類債券的擔保品通常係由具回收前景且紀錄良好的資產所組成，例如受監管公用事業發行的第一順位抵押債券。
35. 如前所述，中華信評在授予債務發行評等時，分析回收前景的比重會隨評等等級愈高而遞減。當一企業的發行體評等屬「twBBB」級別時，該公司發行之擔保債券評等將是以其企業信用評等為基準向上調升一或二個級距，取決的標準要視擔保品的保障範圍而定。但對「twA」級別而言，調升空間最大僅一個級距——而且是在預期可以完全回收的狀況下才可適用。至於在「twAAA」與「twAA」級別時，則沒有級距調升的空間。

結構次順位

36. 有時，母公司與其聯屬集團的違約風險各不相同。這種風險差異可能來自契約限制、法規監督或其其它因素的考量。而且這種情況對保險事業與銀行之控股公司而言是一種常態。在這類情況下，母公司與子公司之企業信用評等等級間，並沒有固定的級距差距限制存在。控股公司除了在發生違約後的回收差異性與子公司不同外，其面臨的違約風險亦較高。因此若一控股公司同時發行一般順位與次順位性質之債務，其次順位債務的發行評等將與其控股公司之企業信用評等間有一至二個級距的差距。
37. 不過，中華信評對一個旗下有一家或多家營運事業的控股公司，經常會將其整體視為一個單一的經濟體。因此當母公司與其核心子公司的違約風險被視為是相同的情況時，則母公司與其核心子公司將會被授予相同的企業信用評等等級。不過，在進行資產清算處理時，控股公司的債權人僅對營運子公司在清償完所有本身債務後的剩餘淨值具有求償權。中華信評在對母公司層級之債務發行進行評等時，會對其進行級距調降以反映其結構次順位性，因為在將所有緩和因素納入考量後，具優先權之債務的存在會不利於母公司之債權人。在考量如何授予母公司層級債務發行適當的評等等級時，優先債務將包括所有子公司的第三方負債（但並非僅限於借款）——包括交易應付款、退休金與退休人員醫療負債、以及因環境保護所衍生相關負債等——以及任何順位較母公司層級為高的負債。（例如，母公司以其子公司股票做為擔保進行的借款，其求償順位就會較子

公司本身的負債為低，但可能會較母公司層級的無擔保借款為高）。可能的潛在緩和因素包括：

保證

38. 子公司對母公司債務提供保證（也就是向上保證）的發債方式，由於可將母公司債權人的求償順位提升至等同於營運子公司債權人的層次，因此可能可以克服結構次順位問題。然而這類保證必須在相關國家之法律體系下具有強制執行力，且無任何可能被指控為詐欺讓予的疑慮。雖然來自所有子公司的連帶保證可以提供最為顯著的保障，不過在大部分情況下，由占集團總體資產主要部分之子公司共同提供的一些保證，將足以支應母公司之債務發行評等而不必進行任何級距調整。
39. 法律分析的結果需取決於實務案例形態，而非法律文件——因此不可能有統一的判定。不過，不論擔保公司在具有價值性誘因提供向上保證或即使長時間提供保證下該公司的償付能力依然無虞時，這種向上保證的方式應屬有效。基於此，如果符合任何下列情況時，中華信評基本上會認為其向上保證是具有效力的：
 - 被擔保債務之收款係（向下）提供予擔保人使用，且不論發行體係以股本挹注或借款方式向下提供該收款。因為在這兩種方式下，融資調度的受益方均為提供正當保證之子公司的營運；
 - 法律風險期——通常為進入保證後的一至二年期間——已過；
 - 根據特定分析結果顯示，即使保證無效的情況下，該筆債務的違約風險有限。

母公司營運資產

40. 若母公司並非純粹控股公司，而是本身亦直接擁有部分營運資產的狀態，則母公司的債權人將對母公司層級之資產享有優先求償權。這種情況至少可以部分緩和相對於子公司擁有之資產屬於結構次順位性所造成的劣勢。

多樣性

41. 當母公司旗下擁有各式各樣之營運子公司時，中華信評可能會採用較具彈性的級距調整通則，以反映資產多樣化可能為其母公司帶來的好處。資產比重門檻通則將會因應集團子公司之營運及／或地理分散程度而有所放寬（但不是取消）。對旗下擁有各式獨立之營運事業的破產公司來說，隨著個別營運單位將其短缺與剩餘部位予以結清，可留給控股公司債權人的殘值預期就愈高。同樣地，旗下有多樣化事業群的控股公司——不論就產品或地理區域來看——其進行處置、資產移轉或子公司資本重組的機會就愈高。不過，若子公司與母公司間已有營運整合、規模關連性或受到法規監管等，則母公司能進行財務資源重整的彈性將較為受限。

借款集中性

42. 若一母公司旗下擁有數家子公司，但子公司多數債務則集中在這些子公司中的一或二家（例如旗下擁有財務或貿易事業的工業集團），則這種負債集中性將減緩母公司債權人的不利地位。雖然在破產情境假設下，進行財務槓桿操作之單位的淨值可能會被完全扣除，但母公司層級可能仍能得到來自其槓桿操作程度相對較低之子公司的回收保障。級距調整通則在運用至這類情況時，可能比較允當的作法是將這些財務槓桿操作子公司的資產自總資產中扣除，並將其負債自優先債務中扣除。如此處理之後，中華信評分析師將就剩餘的資產與負債進行評估，且原本的標準級距調整通則也必須由其它對回收前景之判斷取代。

向下借款

43. 若母公司對子公司之投資非僅限於股權，而且還包括向下的一般借款形式時，則母公司層級之債權人的地位將可獲得提升，因為此時的母公司債權人不僅對子公司淨值具有剩餘求償權，同時還擁有等同於其它債權人的債務求償權。不過，大多數的控股公司對子公司求償要視破產程序中的控股公司次順位求償權及／或其它消除方式而定。這類向下進展的評估必須將適用的法律架構納入考量。（另一方面，若母公司有向子公司借款，這種集團內母公司層級的負債可能會使外部之母公司層級債權人的回收可能性遭到稀釋。）

調整

44. 在級距調整的計算過程中，中華信評會將子公司的遞延課稅資產與負債，以及其它會計應計項目與準備等在違約情況下不太有明確之經濟意義的項目予以扣除。

「twBB+」或以下

45. 對企業信用評等為「twBB+」或以下之公司，中華信評是使用簡單的經驗法則（rule-of-thumb approach）來認定具較差回收前景、且因而明顯處於不利地位的債務發行。若來自一特定債務發行的求償部位相當於發行體資產的15%以上，則中華信評將會以該債務發行體之企業信用評等為基準向下調降一個級距的方式，決定該債務發行的評等等級；然若這類優先求償部位占發行體資產的比重達30%，則中華信評將會以該債務發行體之企業信用評等為基準向下調降二個級距的方式，決定該債務發行的評等等級。在較差的回收考量基礎上，中華信評並不對低於企業信用評等二個級距以上之債務發行進行評等。

本準則表明了定義信用風險的基本原則與評等意見的特定應用。這些準則的使用取決於發行體或發行債務本身之特性，以及中華信評在對發行體或發行債務授予評等時的信用與（若適用）結構風險評估。評等方法與前提假設有可能會隨時因市場及經濟情勢、發行體或發行債務之因素、或者出現會影響中華信評信用判斷的新實證而有所調整。

相關準則與研究

相關準則

- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com, Oct. 29, 2013
- 中華信用評等公司信用評等之基本原則, www.taiwanratings.com, May 19, 2011
- 2008 Corporate Criteria: Rating Each Issue, April 15, 2008
(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。)

著作權 © 2014 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况下，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。

中華信評得就其評等與某些分析收取報酬，且通常是來自發行體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/tw（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。