

- 此處提供之中文版內容僅為參考之用。若中文內容與英文版原文有任何歧異，一切以英文版為準。

(編按：中譯本內容較原文簡短，係因個案範例部分從略未譯，特此說明。)

**Primary Credit Analyst:**

Scott Sprinzen, New York (1) 212-438-7812; scott\_sprinzen@standardandpoors.com

**Secondary Credit Analyst:**

Rian M Pressman, CFA, New York (1) 212-438-2574; rian\_pressman@standardandpoors.com

## 評等準則 | 企業 | 通用準則： 專屬融資事業

專屬融資事業主要作為一家公司行銷活動的延伸，由該公司透過專屬融資事業單位提供貸款及/或租賃融資給該公司的經銷商組織（企業融資）或終端客戶（消費融資），以利于銷售產品或服務。專屬融資事業亦可提供附屬服務，例如銷售保險。專屬融資事業在組織架構上可以是該公司旗下具獨立法律地位的子公司，也可以是內部專門的業務部門或一事業單位。

不同產業別設立專屬融資業務的重要性差異頗大。某些產業（例如汽車、農業及營造設備）幾乎每一家主要企業均提供融資支援，缺乏這項支援的公司很可能處於嚴重的競爭劣勢。但另有某些產業（例如科技業）則因企業而異；有些提供融資支援，有些則仰賴第三者提供融資服務。

企業的融資服務業務通常兼具專屬融資與非專屬融資兩種，亦即，一方面針對該企業的客戶提供融資支援，但同時也提供融資服務給非相關人士。因此，在這種情形下，很難清楚區隔此為專屬融資抑或獨立的融資事業。標準普爾評等服務以往對專屬融資事業的定義是，來自母公司或集團銷售產品或服務所產生的應收帳款佔其授信組合達70%以上者。（詳見第89頁，"Finance Subsidiaries' Rating Link to Parent," of "Parent/Subsidiary Links," 公佈於RatingsDirect 之"Corporate Ratings Criteria,") 然而，此定義乃作為一般準則，並非刻板且硬性之規則。許多案例皆顯示，雖有融資事業單位的授信組合實質上明顯低於前述之70%，但支援母公司依然是該融資事業單位的主要策略性任務，且與專屬融資相關的業務亦是決定該事業單位財務績效的最重要因素。

### 評等方法

專屬融資事業若是以獨立子公司的形式成立，其評等絕大多數都是與其母公司相同，這表示標準普爾認為該子公司的違約風險與母公司的違約風險難以區分。專屬融資事業通常是母公司的核心子公司，一般而言，我們會將母公司與專屬融資事業視為單一企業體。由於專屬融資事業與其母公司之間存在非常密切的業務與財務連結，因此可能難以有意義的單獨評量專屬融資事業的信用狀況。即使有些專屬融資事業的信用狀況看似比其母公司強，我們也非常不願意給予專屬融資事業較其母公司為高的評等，理由如下：

- 專屬融資的企業價值與其母公司的命運密不可分。專屬融資事業就定義而言，其大部分融資交易取決於母公司的客戶群。
- 一旦母公司在商業上遭遇嚴重挫敗，無可避免將對專屬融資事業的授信業務量及資產品質造成不利影響。
- 除了提供母公司的企業客戶及/或個人客戶融資之外，專屬融資事業通常也有其他大量與母公司有關的信用暴險如：代墊母公司款項、其他與母公司交易所產生的相關應收帳款，以及融資予母公司之其他關係企業或母公司的供應商。
- 專屬融資事業有時有相當大程度是透過母公司提供的款項取得資金。
- 母公司對於專屬融資事業的經營通常擁有相當高程度的控制權，以致專屬融資事業難以行使獨立監督。儘管專屬融資事業一般宣稱其所有交易均按常規交易基礎（arms-length basis）進行，但很難保證在壓力情境下依然如此。
- 依據某些管轄地區的規定，若母公司聲請破產，則專屬融資事業亦可能面臨母公司同時聲請專屬融資事業破產的最終風險。即便不存在此法律風險，但因專屬融資事業同樣面臨其母公司破產的一切挑戰，因此母公司破產還是可能加速造成專屬融資事業聲請破產。

另一方面，即使專屬融資事業可能較母公司顯得脆弱，但當有下列因素存在時，母公司於必要時可能會有強烈的經濟誘因援助專屬融資事業：

- 提供融資支援給經銷商及/或終端客戶是整體集團策略不可或缺的一環，而專屬融資事業在營運上與集團內的其他企業合為一體。
- 專屬融資事業佔母公司資產、獲利及/或現金流量的顯著比例。
- 專屬融資事業使用與母公司相同的名稱。
- 專屬融資事業的部分籌資管道與母公司相同，例如，兩者的往來銀行有所重疊。

雖然專屬融資事業的評等與母公司的評等一致，但是在發生清算或重整時，專屬融資事業債權人最終的債權回復的情形可能還是會比母公司的債權人為佳（破產時發生實質合併的較為罕見情況則為例外），這是因為與大多數的公司資產類型相比，融資資產相對具有較高品質及耐久價值。不過，破產仍會傷及債權的及時性。

## 例外情形

適用一般評等方法將授予專屬融資事業與其母公司相同評等的情况也可能有例外情形，例如當專屬融資事業屬於受監管的企業，相關監管／法律架構嚴格限制母公司的影響力，或國內債務清償法令限制破產程序自母公司延伸至子公司時。（詳見"Regulation Benefits Ratings On European Automakers' Captive Finance Subsidiaries," 2006年5月18日公佈於RatingsDirect）。

此種情況下，標準普爾亦必須先確信專屬融資事業（例如，就其信用及融資暴險而言）有可能承受母公司的破產，才會給予該專屬融資事業較母公司為高的評等，畢竟這才是該專屬融資事業最終能享有相對較高評等的涵義。即便如此，我們認為母公司與專屬融資事業之間密切的業務連結，依舊限制了專屬融資事業所能具備的絕緣防護程度，因此我們通常將兩者的評等差異限制在一個級距之內。

另一種例外情形發生在母公司將專屬融資事業的大多數股權出售給第三人，以致大幅度讓出經營控制權，但同時又與該專屬融資事業簽訂經營協議，以確保繼續提供融資客戶給專屬融資事業，俾滿足專屬融資事業的客源需求。（詳見"Research Update: GMAC, Residential Capital Corp. Remain On Watch Dev After GM Agrees To Sell 51% Stake In GMAC," 2006年4月3日公佈於RatingsDirect）此種情況下，專屬融資事業就法律、會計或經濟觀點，不再是原母公司之子公司，前母公司僅具有有限能力得影響專屬融資事業的行為，無法單方面聲請專屬融資事業破產。雖然專屬融資事業與前母公司之間的商業連結依舊是評等時的關鍵考量因素，但此時分析的角度就如同分析客戶集中度極高的任何供應商一般，並且雖然前母公司的信用概況仍是評等時的重要因子，但我們不會將兩者的評等視為有固定連動的關係。

理論上，還有另一種例外情形，即專屬融資事業由母公司百分百持股，但母公司為多元化經營，而專屬融資事業所支援的某項業務，或本身運作所在的地理區域市場，並非母公司的核心市場。此時，專屬融資事業的評等可能大幅低於母公司。但實務上，該專屬融資事業所發行的受評債務經常由母公司所擔保，因此專屬融資事業可受惠於母公司相對較低的資金成本。

衡量性質上主要屬於非專屬融資的融資子公司時，其評等時所採用的方法與專屬融資子公司不同。獨立的融資子公司因為與母公司之間營運分離的程度高，故有可能被授與較母公司為高的評等。融資公司有持續取得具競爭力的資金成本的需求，因此有強烈誘因維持其信用能力。因而我們可以說，母公司若於壓力情境下出脫仍然健全的子公司，會比拖垮子公司或讓子公司陷入破產風險還要有利。事實上，確實會發生許多面臨壓力的公司出售其獨立融資事業單位的案例。（詳見第89頁，"Finance Subsidiaries' Rating Link to Parent" of "Parent/Subsidiary Links," 公佈於RatingsDirect 之"Corporate Ratings Criteria"）。

## 評量專屬融資事業

縱使當專屬融資事業與母公司的評等相同時，兩者也不會以合併基礎來分析。事實上進行分析時，會分離融資活動與企業／工業活動，然後再個別進行分析，以反映其商業動態與經濟特性的差異，以及所適用的不同的財務指標。

標準普爾已經發展出一套方法論，用以分離融資活動與設有專屬融資事業的企業之工業活動。這套方法論與融資事業的法律架構（亦即，不論融資事業是否為獨立子公司）及會計無關。

其方法是創造一擬制性的專屬融資單位，以便將融資公司分析技巧運用於專屬融資活動，並另以適當的分析技巧運用於「純」工業公司。融資資產連同適當金額的負債及股東權益分配至擬制性融資公司，其他所有資產及負債則納入母公司／工業資產負債表。同樣的，只有融資相關營收與費用才會納入擬制性融資公司的損益表。

母公司及專屬融資事業的負債及股東權益會進行分配及重新分配，以便兩家公司得以反映類似的信用品質（見表1）。一開始會先假設兩家公司的暫時性評等，接下來會依據專屬融資事業的融資資產品質，針對該暫時性信用評等等級制定一個適合專屬融資事業的槓桿因子，而這通常是與我們在分析獨立融資公司與銀行時所使用的相同。我們會對該資產次組合（sub-portfolio）的表現進行調整。此外，亦會考量核貸、轉銷呆帳政策、資產組合集中度或分散度以及作業風險等因素。

決定適當的槓桿比後，分析師計算為支撐該假設評等等級的融資公司信用品質所需的股東權益金額，並將適當的負債或股東權益金額分配於專屬融資事業。此過程不會創造新的負債或股東權益。

接下來，分析師刪除母公司對專屬融資事業的投資以避免雙重槓桿。專屬融資事業是企業不可分割之一部分，並非一項待售的投資。雖然其資產的槓桿程度通常可以較母公司的工業資產為高，但評量方法在擬定足夠支撐其負債的股東權益分配額時，已將此納入考量。

最後，分析師決定營收及費用的水準以反映專屬融資事業的應收帳款及負債。暫時性評等越高，則投入的固定費用涵蓋水準及資產報酬率就越高。分離融資活動之後，工業公司的信用概況可能便不符合該暫時性評等。此時會使用較高或較低信用評等等級的參數而不斷重複該方法；為判定能反映公司營運與融資兩種面向之信用品質的信用評等等級，可能必須重複該方法好幾次。

## 專屬融資事業特有之面向

一旦適當分離融資活動後，便依照與獨立融資公司相同的方式進行分析。分析的主要領域包括營運風險、信用風險、市場風險、流動性風險、財務槓桿、獲利能力以及會計等。（詳見2004年3月18日公佈之"FI Criteria: Finance Company Rating Analysis Methodology Profile"）有鑒於專屬融資業務的特殊角色，部分考量特別具有重要性，這些考量詳述如下。

### 營運風險

專屬融資事業的品牌價值與其連結的公司（此處指母公司）之品牌價值具有密不可分的連結關係。因此，該品牌固有的營運風險在我們的評量中舉足輕重。對母公司造成影響的景氣循環、競爭趨勢及技術變更等因素，無可避免將影響專屬融資事業的營運風險。

我們會另外考量專屬融資事業支援母公司業務的能力。其中一項重要指標是融資滲透率的趨勢及絕對水位，亦即，母公司營收或銷貨交易中，由專屬融資事業承作融資者所佔的百分比。評量滲透率時，必須瞭解母公司藉由低利率融資誘因或補貼租賃條件等形式提供折扣時所產生的影響。此種補助方案通常由母公司透過專屬融資事業獨家提供，以便人為提高專屬融資事業的市佔率。

由專屬融資事業獨家提供補助方案，最能彰顯其作為母公司主要融資服務供應商所能獲取的競爭優勢。與母公司的關係以及貸款安排的獨門生意，可能為專屬融資事業避開一般外部融資業者會面臨的競爭壓力。但另一方面，專屬融資事業的營運重心本來就比典型的獨立融資公司還來得狹隘，而且很可能具有較高的客戶及地理集中性。

從歷史經驗來看，許多專屬融資事業為了降低對母公司業務的依賴，遂採行多元化策略，不過若執行效果不佳，或因非相關產品的融資業務而面臨升高的競爭壓力，則多角化的經營並不能降低營運風險。

### 信用風險

專屬融資事業固有的資產組合集中化會提高整體信用風險，尤其企業授信的資產組合就產品、客戶及地理位置而言，必然會有集中化的現象。相形之下，個人授信的資產組合集中度較低（通常客戶數較多，但個別客戶的授信餘額較低），因而與母公司命運的關連性也較低。

很重要的是要小心觀察是否有任何跡象顯示專屬融資事業降低核貸標準，以便拉抬母公司的銷售業績。母公司若面臨壓力，便很可能向專屬融資事業施壓，而將先前聲明的母子公司「常規交易」原則拋在腦後。

另外亦必須評量對母公司的直接信用暴險程度。有些專屬融資事業扮演母公司、母公司的其他關係企業及／或母公司的供應商的銀行角色。這種型態的暴險一般而言來自專屬融資事業從資本市場取得資金的能力。專屬融資事業可能於公開市場發行債務（或於該等市場扮演母公司中介機構之角色）以放貸予母公司。

另外一個專屬融資特有的重要因素，是母公司對減緩專屬融資事業的信用風險所提供之價值。這通常是針對信用暴險提供某種全額或部分擔保，典型的方式包括：

- 殘值保證
- 應收帳款購買協議
- 實損實賠不足（First-loss deficiency）
- 租賃保證

此等擔保的價值可能相當高，但必須從母公司如有必要履行其義務時所能提供資源背景進行分析。顯然，關於擔保的具體條款與條件必須加以評量，分析時亦必須考量專屬融資事業被追索的可能性。

## 市場風險

雖然專屬融資事業的工業母公司通常非常熟悉外匯風險管理，但利率風險的衡量與管理須具備不同的管理能力。進行評量時，我們會評估利率風險的水準與趨勢，及其對獲利與股東權益的影響。就如同評量任何金融機構一般，我們檢視管理階層採用何種方法衡量利率變動的衝擊、其風險承受度以及其用以減緩此等風險的技巧。這些技巧包括使用交換交易、遠期契約或選擇權等衍生性金融商品。許多專屬融資事業透過證券化工具的運用，針對客戶應收帳款進行配對融資（**match-funding**）或從資產負債表移除資產組合的證券化工具，從而大幅降低利率風險，而無須花費昂貴成本運用衍生性商品。

## 流動性風險

與獨立融資公司相同，專屬融資事業通常因缺乏個人存款的資金來源，而被迫仰賴市場敏感度高的資金，包括商業本票、無擔保定期債務及銀行融資。另外，視融資資產類型而定，專屬融資事業亦可利用證券化及貸款轉售市場。

專屬融資事業與獨立融資公司及銀行皆同，均有龐大的資金需求，而且通常都同樣「玩弄殖利率曲線」（**play the yield curve**），以短期借款挹注長期資產。不過對專屬融資事業而言，仰賴市場敏感度高的資金來源，其風險更高，尤其，母公司的財務或營運績效若有任何惡化，將同樣損及市場對於該專屬融資事業的看法，從而可能嚴重衝擊其籌資彈性。負面新聞登上報紙頭條的風險（**headline risk**）同樣可能引發此一效應，即使財務並未因此而惡化亦然。在最差模擬情境中，以往依賴的籌資機制可能不再可得，專屬融資事業的營運可能嚴重受創。此外，專屬融資事業於壓力期間不必然有縮減核貸的餘地，因為此舉對母公司而言可能雪上加霜。職此之故，我們在評量專屬融資事業的流動性風險時，籌資機制的多元性以及或有流動性來源的適宜性扮演相當重要的角色。

由於專屬融資事業與母公司就資金流量與籌資能力而言互為依存，因此我們按合併基礎分析流動性，評量專屬融資事業面臨短期財務壓力時可取得的防護等級。就此，一項重要的考量因素是專屬融資事業對母公司流動性資源的依賴程度。專屬融資事業可能取得與母公司相同的融通機制，且通常由母公司擔任保證人。若母公司的信用品質增強，便可能獲得更多融通資金。

證券化及貸款轉售（**whole loan sales**）通常是專屬融資事業的重要籌資管道。專屬融資事業能否輕易利用此等市場，取決於應收帳款的類型與品質，及核貸實務的市場信譽，而非專屬融資事業（或其母公司）的財務健全度。因此，高品質的應收帳款加上健全的資產擔保證券以及貸款轉售市場的存在，可大幅降低專屬融資事業的籌資風險。當面臨壓力情境而難以負擔或無法利用傳統銀行融資及無擔保債務公開市場時，此種彈性便極具價值。

儘管證券化市場的優點很明顯，但還是有其缺點。我們會將過度仰賴證券化視為是危險的籌資集中性風險。高度集中於透過證券化籌資，可能造成既有無擔保債務不知不覺淪為低順位，這是因為資產負債表逐漸附帶更多義務。最後，證券化交易固有的道德追索（**moral recourse**）也是一項隱憂。任何特別仰賴證券化市場的融資公司尤其具有援助問題證券的強烈動機，主要是亟需保護自身在市場的信用能力與聲譽。

## 槓桿比

槓桿比——負債相對於資本基礎加準備金的比率——是衡量專屬融資事業的評等時一項關鍵考量因素。從分析上來說，證券化應收帳款及相關籌資通常都納入所有槓桿金額之計算。如果專屬融資事業定期將性質上屬於重複產生的融資應收帳款證券化，則我們的方法是重新加回已出售的在外流通應收帳款及一筆相近的債務金額。一次性的出售或永久降低融資應收帳款水位的證券化通常不會再加回，除非專屬融資事業被追索求償。

評量專屬融資事業的槓桿比率時，主要考量因素是母公司的財務政策，這是因為其財務政策與專屬融資事業的目標資本額、母公司如何處理專屬融資事業以股利及代墊款形式持有的上游資金，以及母公司以資金挹注和其他紓困形式支援專屬融資事業的意願有關。尤其必須瞭解母公司取用專屬融資事業現金之彈性，如何受到借款合同所規定的財務承諾所限制（如有限制者）。

## 獲利能力

雖然母公司與專屬融資事業彼此互為關聯，但兩者的獲利趨勢通常不盡相同。專屬融資事業的授信業務量可能與母公司的業務活動水位相關，但實際上不必然如此；若母公司藉由提供低利率融資誘因而彌補趨於疲弱的銷售量，此舉便可提振專屬融資事業的業務量。此外，專屬融資事業從這些財務誘因而所收取的償付款可能又進而降低其

與母公司營運困境的相關性。即便專屬融資事業的授信業務波動幅度頗大，但因其融資資產的分層性質（layered nature），獲利穩定度通常會高於大多數公司。

儘管有許多案例顯示，專屬融資事業對於個別公司或產業特有因素的敏感度低於母公司，但仍有部分市場因素可能導致相反的後果。整體利率的波動、消費者信用循環的起伏及融資產業競爭力的變動等動態因素對於母公司所處工業所造成的立即性效果，可能遠不如專屬融資事業所受之衝擊。

## 會計

根據美國一般公認會計原則（U.S. GAAP）、國際會計準則（IFRS）及其他主要會計架構，母公司持股過半的專屬融資事業必須完全併入母公司財務報表。在美國，多數重要的專屬融資子公司亦必須向美國證管會分開申報；這些分開申報的財務報表有助於我們進行分析。至於其他受評金融機構，我們檢視其會計是否符合業界標準。關鍵領域包括備抵呆帳、證券化及衍生性金融商品。我們尤其密切注意資產價值的大幅擺盪或會計假設發生眾多及重大變更的情事。

專屬融資事業的財務報表可能嚴重受到公司間往來交易會計的影響，但其中大部分均不會顯示於合併財務報表。以下是我們檢視專屬融資事業的會計實務時所分析到的公司間往來交易之典型案例：

- 母公司提供低利率融資誘因給個人消費者時，通常按市場利率將放款移轉予專屬融資事業，然後母公司再將折扣價值認列為行銷費用。此移轉利率如何制定，可大幅影響專屬融資事業的財報結果。
- 針對零售租賃融資，母公司與其專屬融資事業之間有時會就租賃殘值風險訂定風險分攤協議。租期終止時，殘值可按預定公式分配，或者母公司可能保證殘值至某特定水準。
- 公司間往來交易的架構細節會影響現金流量。例如，汽車專屬融資公司放款的補助償付款採預先支付抑或於貸款期間分期支付，將造成現金流量的差異。

## 評等準則檢查表

### 判定專屬融資事業的所有權或關係

考量母公司與其融資事業單位之間的密切程度時，會觀察下列關鍵因素：

- 專屬融資事業是否使用與母公司相同或類似的品牌。此點顯示專屬融資事業倘若表現不佳時，母公司的聲譽及市場地位所涉及的風險。
- 母公司於專屬融資事業的持股利益對於母公司的策略重要性——母公司需要一個專屬融資事業單位以經營其核心事業的程度。
- 融資單位與母公司業務的營運整合程度。
- 母公司對於專屬融資事業的治理、專屬融資事業董事會的組成，以及專屬融資事業經營階層與母公司的連結關係，扮演多密切的角色？
- 母公司對於專屬融資事業的獲利與現金流量之依存度。
- 籌資活動的協調配合程度。
- 專屬融資事業直接提供資金予子公司或母公司直接提供資金予專屬融資事業的程度。
- 籌資管道重疊的程度（例如，使用的銀行集團）。
- 母公司仰賴專屬融資事業資產負債表的程度（亦即，專屬融資事業是否持有來自母公司的大量應收帳款，例如，這些應收帳款的產生是因為專屬融資事業以低於市場融資條件提供予母公司的客戶，而母公司則負有補足差額的義務）。
- 母公司是否隨時可以以一家獨立的銷售融資機構取代專屬融資事業。
- 若無母公司提供放款機會，專屬融資事業的財務表現是否會大幅惡化。

## 母公司所提供的支援形式

### 營運支援

- 專屬融資事業承作母公司業務的優先性程度（例如，對於母公司的任何客戶擁有優先締約權，或母公司提供潛在客戶之資源給專屬融資事業）。
- 專屬融資事業獲得公司上下支援的程度，例如稽核、資訊科技、不動產及法律服務等方面。

### 財務支援

母公司經常以挹注資金、放款或其他形式的承諾提供財務支援，而且通常以某種類型的正式支援協議將其財務支援法制化。支援協議可能包括：

- 承諾維持對專屬融資事業的過半股權。
- 保證維持專屬融資事業的特定財務門檻。此等保證可能包括維持其約定的承諾、獲利水準及最低淨資產。
- 為專屬融資事業所簽訂的融資協議提供全額或部分保證。
- 將母公司從與專屬融資事業合併報稅所擱節的任何稅款償付予專屬融資事業。

有支援協議之存在，並不保證必然對評等的考量產生重大影響。正式支援協議對評等的重要性，其決定因素包括：

- 母公司的資源是否適足，以致能滿足支援協議的條款。
- 支援協議條款的具體程度。
- 支援協議具有多少法律上的執行力。
- 母公司修訂條款或甚至取消支援協議的能力。
- 近期歷史經驗顯示母公司提供子公司財務支援的意願。如果支援協議的條款模糊不清或內容不足，則更突顯此一因素的重要性。

## 與母公司的關係可能造成的不利影響

- 母公司業務下滑對於專屬融資事業授信業務量的可能影響程度。
- 母公司影響專屬融資事業核貸實務的能力。
- 母公司的問題（包含母公司最終聲請破產）可能影響專屬融資事業資產品質的程度（個人放款及租賃、企業／經銷商暴險、對母公司及其關係企業的直接信用暴險）。
- 母公司的問題可能影響專屬融資事業籌資活動的程度。
- 母公司聲請專屬融資事業破產的能力。
- 母公司債權人要求取得專屬融資事業資產的能力，以及破產時實質合併的風險。

## 隔絕母公司相關風險的可能形式

政府法規，規定：

- 限制信用集中程度；
- 限制相關人交易；
- 對母公司取得股利的自由度設定最低資本標準及覆核；或
- 限制母公司聲請子公司破產的能力

第三人擁有少數股權或過半股權，且：

- 透過董事會代表經營階層並參與經營；或
- 透過經營協議正式規定母公司／子公司交易的常規交易原則，以及限制專屬融資事業對母公司的信用暴險。

借款協議中的保護性財務條款。

表1：

資產負債表之專屬融資調整

(單位：百萬美元)	2005年			2004年		
	期末合併資產負債表	自資產負債表中移除專屬融資資產之調整數	調整後資產負債表	期末合併資產負債表	自資產負債表中移除專屬融資資產之調整數	調整後資產負債表
<b>XYZ公司資產負債表</b>						
現金	50		50	50		50
應收帳款	100		100	100		100
客戶應收票據	400	(400)	0	350	(350)	0
存貨	200		200	200		200

流動資產合計	750		350	700		350
土地、廠房及設備	250		250	250		250
總資產	1,000		600	950		600
借款	700	(350)	350	660	(306)	354
股東權益	300	(50)	250	290	(44)	246
負債及股東權益合計	1,000		600	950		600
總借款對資本比(%)	70		58	69		59

此案例是假設專屬融資事業完全併入集團財務報表。集團的假設性評等為「BBB」。2005年期末，專屬融資資產係為400萬美元的客戶應收票據，2004年期末則為350萬美元。根據我們對此等資產品質的分析，我們認為該等資產在「BBB」等級可支援7.1倍的槓桿比率（負債對股東權益比）。因此，所有融資資產從合併資產負債表中刪除，且依照負債與股東權益為7.1的比率，產生調整後工業資產負債表。

表2：

## 損益表之專屬融資調整

(單位：百萬美元)	XYZ公司2005年損益表	刪除融資事業相關利息費用及獲利之調整數	調整後損益表
營業收入	2,000	(60)	1,940
營業費用	1,600	(12)	1,588
營業利益	400	(48)	352
折舊及攤提	200		200
稅前息前淨利(EBIT)	200	(44)	156
融資公司超額EBIT		4	4
調整後EBIT			4
利息	60	(29)	31
所得稅	30		
淨利	110		
EBIT對利息費用之比率(倍數)	3.3		5.2

調整損益表時會決定與融資事業相關的營收及費用，此一資訊通常可從財務報表附註取得並直接使用。當無法取得時，將以專屬融資平均資產的函數求得估計值。一般使用的「營收因子」及「費用因子」分別為15%及3%，但仍應依據槓桿資產予以修正。融資事業的營收及費用淨餘額是融資事業的營業利益。為簡化之故，我們忽略其他所有營業成本及非融資成本。因此，融資子公司的營業利益等於其稅前息前獲利（EBIT）。如本案例所示，通常融資公司的EBIT估計值會超過為維持審慎信用概況所需的EBIT。此案例中，此超額的EBIT被視為可為母公司所使用。該公司平均利息成本之計算，係採用總合併利息費用及平均合併負債，此例為  $60 / ((700 + 660) / 2) = 8.8\%$ ，所得出的比率用來計算歸屬於融資事業之負債的相關利息費用  $(8.8\% \times (350 + 306) / 2) = 29$ ，然後利息費用總額再扣除此利息費用。我們假設在「BBB」評等等級中，融資事業產生的EBIT盈餘足以覆蓋1.5倍的利息費用  $(1.5 \times 29 = 44)$ 。合併EBIT再減去此EBIT金額，得出調整後工業獲利。若調整後工業財務指標被認為不符假定的「BBB」評等等級，則重新使用其他假設評等重複此一過程。

Copyright © 2010 by Standard & Poors Financial Services LLC (S&P), a subsidiary of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P, its affiliates, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P's opinions and analyses do not address the suitability of any security. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain credit-related analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) and [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).