

疫情衝擊下的籌資困境—正視國內企業直接金融量能不足問題

中華信用評等公司 總經理 李美鈴

面對新冠肺炎（COVID-19）疫情肆虐，政府先後針對國內產業推出了多項專案性的融資紓困措施。目前檯面上看到的諸多政府紓困作為，主要仍是透過傳統貨幣機構的間接融資管道，為企業提供賴以續命的流動性。然而每逢危機來襲時，國內企業除了將希望完全寄託於銀行外，難道就別無其它籌資管道了嗎？筆者認為，在利率水準已經因為疫情而降至歷史新低的此刻，國內企業實應把握此一前往債市籌資的良機，一舉敲開有助企業永續健全經營的直接融資大門。

從央行的統計資料中可以看出，我國的證券發行餘額（包括股票、短票、公司債、海外債、公債、及資產證券化受益證券）雖自 2005 年起呈現增加趨勢，但因增幅遠不及金融機構的授信成長，導致國內直接金融占比自 2005 年的 25.65%逐年下滑至 2020 年 2 月的 16.86%。這與歐美直接金融比例約在 50%至 55%左右相較，我國的直接金融占比明顯偏低；換言之，台灣的公司債發行市場，未來仍有相當大的提升空間與發展潛力。

然而欲發展國內非公債的直接金融市場，首先必須克服的是市場上普遍無法超越的評等等級心理障礙。目前國內市場流通的公司債中，以債務發行信用評等在「twA-」以上者占絕大多數，並以此形成非正式的債務發行評等門檻。而在中小企業家數占國內企業家數達九成以上的市場組成結構來看，這道已經脫離現實的心理防線，實有予以突破的必要，因為成功降低國內市場能接受的公司債發行評等門檻，與台灣能否逐步發展高收益債市場之間有著絕對的連動關係。

根據中華信評進行的評等變動研究，「twBBB-」及以上等級的累積 10 年期平均違約率明顯較「twBBB-」以下等級為低，顯見「twBBB-」在做為國內投資級與投機級評等分界上應屬適當，可以協助突破市場對「twA-」才有資格發債的心理障礙。而標普全球評級（S&P Global Ratings）的最新評等變動研究結果亦顯示，投機級評等（即全球等級評等在「BBB-」以下）在美國整體受評企業中的占比，已經從 2009 年時的 49%，提高至 2018 年底時的 57%；而單單在 2018 年間，在所有初次取得評等的發行體中，經評定為投機級的企業比例高達 90%。由此可見，非投資級評等的高收債才是國際上債券發行的大宗，這點對我國在擴大公司債發行廣度方面實值得參考。

在振興國內直接金融市場的諸多選項中，資產證券化亦為國內企業可以訴諸的擴大直接融資管道之一，因為資產證券化也是一種企業能在不增加政府財政負擔下，靠自償性資產進行融資的工具。而政府為鼓勵更多資金投入公共建設，亦已修正了「金融資產證券化條例施行細則」，准許符合「促進民間參與公共建設法」的公共建設案件，以未來預期收入發行金融資產證券化受益憑證。此項措施非但將有助於國內資產證券化受益證券恢復發行動能，亦能使參與公共建設的

開發商能藉此活化資產負債表，實務上可謂一舉兩得。就以鄰近的中國資產證券化市場為例，根據標普全球評級的統計，中國資產證券化的整體發行量已自 2015 年的 970 億美元，成長至 2019 年的 3,340 億美元，並預估其在 2020 年仍有大約 3,300 億左右的發行量。

而在鼓勵國內企業前往債券市場籌資的同時，我們也必須正視自 2013 年修法以來國內法規允許以發行體信用評等（Issuer Rating）來替代債務發行信用評等（Issue Rating）的替代評等問題。雖然主管機關已針對此一問題進行修法，規定保險業投資未受評次順位債券，需以該債券之發行體評等向下調降三級計提其 RBC 風險資本，但其仍不脫替代評等的本質。這種與國際常規背道而馳的作法，容易使本國債券投資人無法清楚辨識投資標的的真實風險，不僅會造成其投資部位的隱含風險被低估，也會導致其對次順位債投資部位（特別是無到期日非累積次順位債）的資本計提水準不當偏低。我們認為，唯有在信用風險能被正確揭露下，才有利於直接金融市場健全發展。

此次 COVID-19 疫情，無疑地為國內企業提供了打開直接金融這扇大門的絕佳契機。而國內債券投資機構是否亦能掌握此一黃金時間點，將國內債市「twA-」的投資心理門檻予以移除，真正有效擴增國內直接融資市場量能，以鼓勵更多企業參與其中。筆者至盼此波疫情能喚醒國內企業走出長期仰賴銀行提供融資的舒適圈，充分把握此刻處於歷史低點的利率水準投入公司債發行市場，藉此籌措有利企業穩定經營的中長期資金，並使資金來源更為多元分散。