

總經理評論

臺灣法規要求與國際慣例背道而馳，且 隱藏投資風險

January 19, 2018



作者

金紀湘

大中華區總裁
標普全球
董事
中華信用評等公司
simon.jin@spglobal.com

第二聯絡人

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

資深協理
媒體暨數位內容部門
中華信用評等公司
+886-2-8722-5871
simon.chen@taiwanratings.com.tw

總經理評論：臺灣法規要求與國際慣例背道而馳，且隱藏投資風險

摘要

- 發行體信用評等與債務發行信用評等是不同的信用風險評估，無法相互替代。
- 台灣現行法規易產生混淆，並使信用風險因為遭到低估而失真。
- 臺灣是唯一允許使用發行體信用評等來替代債務發行信用評等的司法管轄區。
- 部分司法管轄區（如香港）即明確表明：就投資目的而言，債務發行信用評等與發行體信用評等是不能相互替代的。
- 一檔未受評債券應該以可反映其真實狀態與風險的面貌掛牌。

法規鬆綁前，有意在臺灣市場發行無擔保債券的受評機構，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個人投資人之發行公司債必須取得債務發行信用評等的規定，讓發行體與投資人自行決定在有其它可供使用的信用風險衡量工具（尤其是包括該發行機構本身的發行體信用評等）的情況下，是否即無需取得該筆特定債務發行信用評等。2015年2月13日，主管機關將前述取消公司債信評的作法，進一步擴大至適用於對專業投資機構與專業個人投資人發行的金融債券發行作業上；然若銀行發行之金融債券的銷售對象為非專業個人投資人時，則仍須取具債務發行信用評等。

發行體信用評等與債務發行信用評等的區別

我們何以認為這樣的修法值得商榷呢？問題就在於事實上發行體信用評等與債務發行信用評等所衡量的是不同面向的信用風險，不能互相替代。發行體信用評等反映的是評等機構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評等機構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。這是因為債務發行信用評等對投資人揭示的是在違約情況下該特定債務相對於發行機構其它債務的償還順位，而這點對於無擔保或次順位債券而言尤其重要。

使用替代評等會導致次順債的風險認定與應有的資本計提失真

我們認為，使用替代評等不僅會導致投資人低估其投資部位的隱含風險（embedded risk），同時也開啟了一處漏洞，讓投資人可以降低其對次順債部位的資本計提，亦即低於該債務在受評情況下應當採用的資本計提水準。因為根據我們的經驗，次順位債券的債務發行信用評等通常至少會較其發行機構的長期發行體信用評等低2個級距。

舉例來說，對在Basel III架構正式實施之後（指2013年起）發行的次順位銀行金融債券而言，若受評債務人的個別基礎信用結構（stand-alone credit profile；簡稱SACP）在「twbbb-」或以上時，則我們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。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。不過，在某些特定情況下，我們授予次順位債券的債務發行信用評等低於其債務發行機構之發行體信用評等的幅度可能高達5個級距。投資次順位債券的投資人很可能會因為使用替代評等而低估了其真正面臨

目錄

- 發行體信用評等與債務發行信用評等的區別
- 使用替代評等會導致次順債的風險認定與應有的資本計提失真
- 放寬管制雖降低了成本，但誤用配套措施卻使市場混淆升高
- 台灣獨有的法規要求

的投資風險，導致原本應當採用的風險基礎資本計提水準失真，而這也正是我們認為必須防堵的漏洞。應該讓市場力量來確保所有市場參與者的債券投資部位皆使用可充分反映相對應投資風險的風險權數。

在臺灣，壽險公司是次順位銀行金融債券的最主要投資者。根據台灣現行法規，適用於無信用評等金融債券的風險權數為 0.2411——此風險權數相當於債務發行信用評等為「twCCC」的風險權數。不過，允許使用替代評等所開啟的漏洞，則使保險公司可以採用一個更低的風險權數——即直接對應其債務發行機構之發行體信用評等而得。例如，在可使用替代評等的情况下，若有一受評為「twA-」之債務人發行了未受評的次順位債券，購買該債券的保險公司在對該債券部位進行資本計提時所採用的風險權數僅為 0.0098——也就是以假設該債券受評等級為「twA-」來認定。但該風險權數不僅遠低於未受評債券一般認定的風險權數 0.2411，而且也可能低於該債券在有取得債務發行信用評等狀態下的適用風險權數。在此情況中，若依據我們現有的債務發行信用評等準則對該債務的次順位元狀態與其它可能之債務特性進行級距調整後，則該次順位債券的真實債務發行信用評等可能會低 2 個至 5 個級距（換言之，該次順位債券真實的風險權數將介於 0.0263 至 0.0615 間）。

由此可見，使用替代評等造成了隱含風險嚴重扭曲，讓買方的資本計提不合理地降低。簡單來說，替代評等與次順位本身真實之債務發行信用評等間（或替代評等與以「twCCC」認定相關風險權數之未受評債券間）的差距幅度愈大，該債務隱含風險被低估或未被考慮的程度就愈大。

各類金融機構，尤其是銀行，目前仍在持續使用替代評等大量發行次順位金融債券，因為發行這類混合型資本工具有助其維持法定資本適足率。我們認為，隨著這類次順位債券發行量的持續增長，被低估的風險程度也在持續擴增當中。鑒於我們在 2016 年當中並未對次順位債券授予任何債務發行信用評等，因此從下表中可以得知，2016 年發行的債券中，有 80.4% 的新臺幣計價以及超過三分之一的美元計價次順位金融債券都存在可能發生信用風險被低估以及資本計提水準不當偏低的情況。而在 2017 年前 11 個月期間，亦有超過 81% 的新台幣計價次順位金融債券存在可能發生信用風險被低估的情形。在 2017 年 1 月至 11 月期間總發行量達到新台幣 1,574 億元的次順位金融債中，中華信評僅對其中新台幣 30 億元的債券授予評等，原因是該檔金融債券的銷售對象為非專業個人投資人。

銀行金融債券發行量（依債券類型分）

債券類型／幣別	2013		2014		2015		2016		2017*	
	NT\$ 十億元	NT\$ 十億元	USD 十億元	NT\$ 十億元	USD 十億元	NT\$ 十億元	USD 十億元	NT\$ 十億元	USD 十億元	
一般順位	15	3.3	3.653	62	1.733	31.77	1,280	31.85	3.115	
次順位	85.5	192.28	1.190	113.16	0.276	130.591	760	157.355	-	
合計	100.5	195.58	4.843	175.16	2.009	162.361	2,040	189.205	3.115	
次順位債券占金融債券總發行量的百分比	85.1%	98.3%	24.6%	64.6%	13.7%	80.4%	37.3%	83.2%	0.0%	

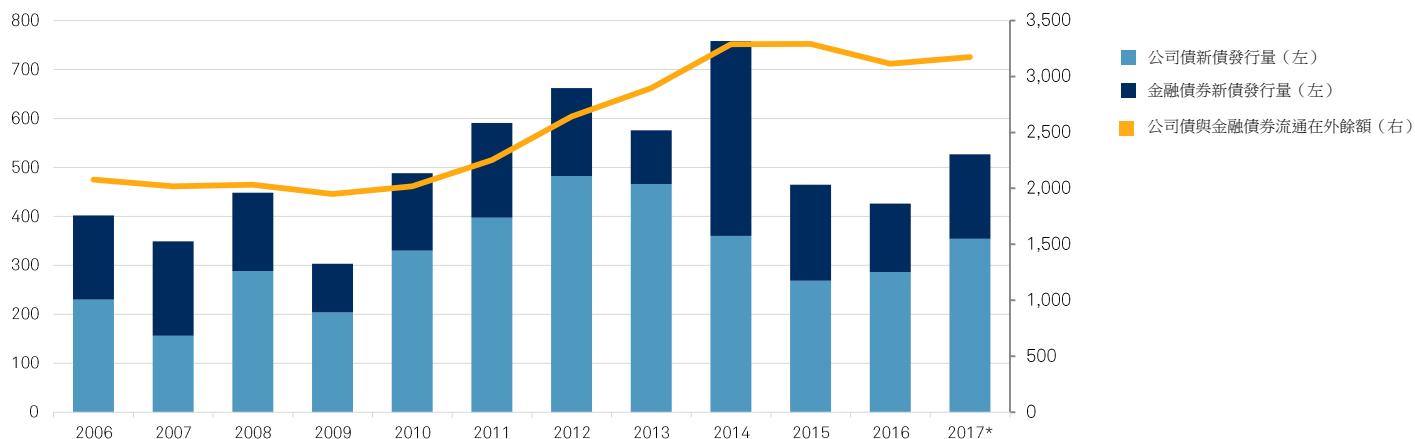
*資料截至 11 月底。NT\$--新台幣。資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

放寬管制雖降低了成本，但誤用配套措施卻使市場混淆升高

臺灣金融市場管理法規的逐步放寬確實已降低了發行體的債務發行成本，然而誤用配套措施卻也改變了市場的行為。原本預期在強制評等的規定取消後，債券發行量可能會因為發行成本降低而提高的情況並未發生。儘管過去幾年臺灣經濟漸有復甦，但實際上公司債與金融債券的新債發行量在法規鬆綁激勵下的成長情況卻相當緩慢。事實上，根據臺灣中央銀行的統計資料，臺灣債市的新債發行量（包括公司債與金融債券）雖曾在 2014 年時由 2013 年的新臺幣 5,760 億元衝高至新臺幣 7,580 億元，但在主管機關於 2015 年 2 月取消金融債券的評等規定後，2015 年全年度新債發行量不升反降，

2016 年更是進一步走低，這點顯然與主管機關原本希望藉由降低債券發行成本，以提升發債誘因並活絡國內債券市場的初衷有所落差。

台灣債券市場發行量概況（公司債與金融債券）



*資料截至 11 月底。註：不包括外資機構在台發行之新台幣與外幣計價債券，但包括本國銀行與外資及中國大陸銀行在台分行在台灣發行的新台幣與外幣計價之金融債券。資料來源：台灣的中央銀行。

臺灣法規制度演進過程中出現的另一個扭曲現象，就是現行法規在適用性與目的方面的混亂情況增加了。以臺灣保險業的管理法規為例，特別是「保險業辦理國外投資管理辦法」的第 5 條第 4 款。該條款指出：「保險業投資．．．外國銀行發行或保證之金融債券屬次順位者，應取具國外信用評等機構對該金融債券評定之發行評等等級，．．．」。然而，法規並未要求保險業在投資本國銀行發行之次順位金融債券時，該金融債券必須取得債務發行評等等級。這種不一致性不僅不合邏輯而且有違常理。再者，我們也認為，這種不一致性也會使臺灣的投資市場，不易取得有助於國家長期經濟成長與投資穩定性的國際信任與投資關注。

臺灣獨有的法規要求

唯有在具一致性的法規架構下，市場與投資人的運作才能更有效率且具效果；因此，臺灣有違全球既定慣例的法規制度發展方向，有可能會扼殺內向投資（inward investment）的市場吸引力，並導致風險失真。對此，我們應該要去除在對國內與對海外投資方面不一致且引發誤解的法令規定，同時停止使用替代評等。唯有如此方能迅速恢復市場對於真實信用風險的認知、建立成熟且安全運作的金融市場、進而營造出一個更健全的投資環境，就如我們在鄰近投資市場看到的情況一樣。舉例來說，香港強積金管理局（或積金局，Mandatory Provident Fund Schemes Authority；簡稱 MPFA）發佈之相關法規中，即明確提及基金在投資債務證券時必須正確使用信用評等。該相關法規明確規定，發行體的信用評等並非基金投資時適用的信用評等，因為把發行體的信用評等視為相關證券的信用評等是不恰當的。而且，只有符合積金局訂定的最低信用評等的債務證券，才是准許基金投資的專案；而該項評等則是根據積金局核准之信用評等機構所決定出該證券的信用評等而訂定的（有關前述積金局的詳細規範請點此）。

我們認為，一檔未受評債券應該以可反映其真實狀態與風險的面貌掛牌。但目前的情況卻是：未受評次順位金融債券的投資人因為在許多情況下使用了替代評等，以致於資本計提所採用的風險權數偏低，導致其未提列足夠的資本準備。但凡事總是有改進的空間，而向更先進的成熟市場學習，應該會是一個好的開始。

只有評等委員會才能決定評等行動，而本報告並未經評等委員會檢視且不構成一個評等行動。

著作權 © 2018 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、信用相關分析與資料、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。中華信評與任何協力廠商提供者，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資料的安全性或維護，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，不保證適宜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，系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。雖然中華信評系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。

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式，維護各分析過程中所取得之某些非公開信息的機密性。

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協力廠商之轉送服務提供者傳送發佈。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。