

通用準則：

信用評等之基本原則

評等準則

2011/02/16

- 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。

Chief Credit Officer, Corporates & Governments:

Colleen Woodell, New York (1) 212-438-2118; colleen_woodell@standardandpoors.com

Chief Credit Officer, Structured Finance:

Francis Parisi, Ph.D., New York (1) 212-438-2570; francis_paris@standardandpoors.com

Chief Credit Officer, EMEA:

Blaise Ganguin, Paris (33) 1-4420-6698; blaise_ganguin@standardandpoors.com

Chief Credit Officer, Asia-Pacific:

Ian Thompson, Melbourne (61) 3-9631-2100; ian_thompson@standardandpoors.com

Chief Credit Officer:

Mark Adelson, New York (1) 212-438-1075; mark_adelson@standardandpoors.com

通用準則：

信用評等之基本原則

(編按：本文將全部取代(但並未大幅更動)2007年6月26日公布之「Principles of Corporate And Government Ratings」，以及2007年5月29日公布之「Principles-Based Rating Methodology For Global Structured Finance Securities」文章。)

1. 標準普爾評級服務(Standard & Poor's Ratings Services)係運用以基本原則為基礎的評等方法(principles-based approach)，進行全球評等之授予與後續監視。這些主要原則大致適用於所有種類之企業、政府、資產證券化以及各資產類別之評等。不過，對某些類型之發行體、債務發行、資產類別、市場與區域等，標準普爾則會以特定之評等方法與假設，來為這些原則提供補充。
2. 讀者於閱讀本文時，應同時與2009年6月3日公布之「Understanding Standard & Poor's Rating Definitions」，以及2010年5月3日公布之「Methodology: Credit Stability Criteria」文章聯結參照。
3. 標準普爾對發行體與債務發行授予信用評等，並致力維持跨類型與不同時間之評等間的可比較性(comparability)。也就是說，標準普爾希望做到，對不同類型與不同時間之發行體與債務發行而言，相同的評等符號代表該發行體或債務發行的信用品質大體上是在相同的水準。要提升評等的可比較性需要對決定評等等級的準則進行校正。標準普爾透過各種不同的方式來校正評等準則，包括評估衡量維持跨類型與不同時間的違約情形、應用共通的方法進行風險分析、以及共通使用一套與不同評等水準相關之總體經濟假設情境等。與「AAA」評等水準相關之假設情境是極端的總體經濟受壓情況——等同於1930年代美國經濟大蕭條時期之情境。而與較低評等等級相關之假設情境，其受壓情況則依序減輕。受評在每個評等等級類別中的發行體或債務發行，應能承受與該等級程度相關之總體經濟受壓情況而不發生違約(雖然標準普爾可能會因經濟情境惡化而大幅調降其評等)。

準則適用範圍

4. 這些準則適用於所有標準普爾評等之發行體與債務發行評等。

準則更新摘要

5. 本文將全部取代(但並未大幅更動)2007年6月26日公布之「Principles of Corporate And Government Ratings」，以及2007年5月29日公布之「Principles-Based Rating Methodology For Global Structured Finance Securities」文章。
6. 對資產證券化評等而言，其分析架構包括下列5個主要領域：
 - 證券化資產之信用品質；
 - 法律與法規風險；
 - 支付架構與現金流量機制；
 - 作業與管理風險；與
 - 交易相對人風險。
7. 對企業暨政府評等而言，其分析架構包括以下3個主要領域：
 - 未考慮外部支持前的信用品質；
 - 外部支持；及
 - 特定債務發行之分析。

對既有評等之影響

8.本準則更新並不會導致標準普爾對現有評等採取評等行動。

生效日

9.對所有新授予與既有評等，本準則即日起生效。

資產證券化評等與準則之基礎原則

證券化資產之信用品質

- 10.對多數資產證券化交易案件而言，標準普爾在對其證券化資產的信用品質進行分析時，首要步驟就是決定該證券化交易為維持其「AAA」評等所需要的信用支持總額。該決定等同於估計證券化資產在面臨極端壓力情境下可能出現之損失總額。這項估計可能會參酌該項資產類別的歷史研究結果，或在無法取得該項歷史研究結果而標準普爾認為適當的情況下，與有這項歷史研究結果之資產類別進行比較或以其做為基準的方式進行。
- 11.對某些資產類別而言，這項預估可能會分階段進行：標準普爾可能會分別就極端壓力情境下的證券化資產違約率（**default frequencies**）與損失嚴重性（**loss severities**）進行估計，然後再將其結合，形成該證券化資產的整體損失預估。相同地，對某些資產類別而言，這項估計可能由歷史研究的結果來作推測，例如在極端壓力情境下之損失可以用預期損失之倍數做為其估計值，而該倍數之大小可能會因資產類別的不同而有所變動。
- 12.在某些資產類別中，標準普爾會先定義一個典型資產池（**archetypical asset pool**），並以其為比較標竿，衡量以此類資產類別為標的資產之真實交易案件在極端壓力情境下的資產預估損失。在某些情況下，根據標準普爾對諸如國家風險、或外匯轉換與匯出匯入風險（**transfer and convertibility risk**）等因子的評估，受評等級最高之證券化證券可獲得之評等，可能會低於「AAA」，且標準普爾可能會因此對分析方式進行調整。
- 13.在許多證券化交易案件中，證券化資產信用品質分析過程中的一項重要步驟就是要對預估損失水準（**the level of expected losses**）進行估計。預估損失水準通常相當於與「B」評等水準相關之信用增強總額。對預估損失的估計一般是以相似資產近期之表現做為參考。該估計值可能包括根據標準普爾對當前趨勢之評估，以及不斷演進之市場實務作為等所進行的調整。
- 14.內插法（**Interpolation**）是標準普爾在對某些特定資產類型之證券化交易進行評等分析，決定「AAA」與「B」之間各評等等級所需之信用增強的一種方法。至於其它資產類型，標準普爾的作法是在一個數學模擬模型中設計特定的標竿水準，例如覆蓋倍數（**coverage multiples**）或模擬違約率（**simulated default rates**）等，來推算各評等等級所需之信用增強程度。
- 15.標準普爾對一資產池之信用品質的看法可能會隨時間而改變。資產池的績效表現可能會偏離預期，並顯露出之前並不明顯的信用優勢或劣勢。而藉由後續評等監視過程，標準普爾將可根據所觀察到的資產池表現以及其它標準普爾認為相關之因子等特定資訊，對標的資產池之信用品質進行重新評估。

法律與法規風險

- 16.在法律與法規風險的評估方面，標準普爾主要的關注重點在於：一資產證券化架構之設計，能將其證券化資產與參與該交易之機構的破產或無力償還風險予以隔離的程度。基本上，標準普爾分析的對象，主要著重在證券化之前創始並擁有該資產的機構；不過其它機構的信用品質可能亦具有相關性。標的資產從創始機構／賣方移轉至特殊目的機構（**special purpose entity**；簡稱**SPE**）的真實出售，是安排機構通常用來達到證券化資產隔離的方法之一。就法律觀點來看，一般的理解是：真實出售將會導致該資產和賣方脫離，而不受賣方破產或無力償還的影響。當然除了真實出售之外，可能還有其它的法律機制，也可以達到類似的效果。**SPE**是資產證券化交易用來「存放（**house**）」做為支應該**SPE**發行之證券化證券支付義務之標的資產的機構。在標準普爾的分析範圍中，標準普爾將根據其

對適用於某一交易案件之特定事實與情況的評估，形成標準普爾對一SPE之破產隔離性之意見。此外，該分析也會就該SPE之獨立法律身分是否能獲得破產法庭或具類似功能之機構的認可，進行考量。另外，標準普爾也會對某些架構特性進行評估（該些特性主要是希望能降低SPE本身發生破產的可能性）。

支付架構與現金流量機制

17. 典型的資產證券化評等分析，包括支付架構與現金流量機制的分析。此部分的分析可能包括對一證券化交易文件的檢視評估，以及運用數量模型對其現金流量所進行的測試。在這兩種情況中，分析的目的在於評估：於適用之評等水準上，在將可獲得之信用增強程度以及諸如服務機構與受託機構費用等交易支出項目納入考量後，來自其證券化資產的現金流量是否足以及時支應相關證券化證券之利息付款與最終本金支付。此分析可能包含對於支付架構與現金流量機制中各種不同特性之評估，這些特性的涵蓋範圍，可從一交易案件最基本的現金流量支付順位（即各券別之支付層級關係），到一經觸發即可能對分配順位造成實質性變動的限制條款（即所謂的「觸發事由」）等。最後，對擁有來自第三方支持（例如保險、保證、銀行信用與流動性額度、以及衍生性工具等）之證券化證券而言，分析重點將著重在這些外部支持所提供的支付機制之上。

作業與管理風險

18. 作業與管理風險分析，是資產證券化評等分析中的另一個部分。此部分之分析著重在各主要交易方，目的是要瞭解在一資產證券化交易存續期間，其各主要交易方是否具有管理該交易案的能力。所謂的主要交易方可能包括：負責一交易案件的服務機構或管理機構、抵押債務債券（collateralized debt obligation；簡稱CDO）的資產管理機構、受託機構、付款代理機構以及其它交易方；於此，標準普爾統稱這些機構為服務機構。

19. 在許多資產類型的證券化交易中，其作業與管理風險分析的重點在於評估服務機構或管理機構執行職務的能力，這些職務包括：收取款項、拖欠資產的款項催收、承受與處分擔保品、追蹤現金收款與支付款、以及提供及時且正確的投資人報告。對標的資產為具營收產生能力之資產（如商業不動產）的證券化交易而言，在標準普爾認為適當的情況下，分析內容可能包括與管理資產相關之風險的評估。至於對採取主動式管理的證券化資產池組合而言，該資產管理機構本身在擔任資產管理者方面的能力以及過去的表現等，都將是分析考量的因素所在。

20. 作業與管理風險分析一般都會針對服務機構在證券化交易案存續期間，無法或不願意執行其職務情況的可能性進行考量。在該脈絡之下，本分析可能會同時將雇用替代或繼任服務機構之可能性，以及指定備位服務機構之任何安排等納入考量。該部分分析中的典型考量因素包括：服務機構費用是否足以吸引替代服務機構、服務機構費用在支付架構中是否具有優先性、以及尋得替代服務機構的可能性等。

交易相對人風險

21. 資產證券化評等分析中的第五部分為交易相對人風險分析。此分析著重在可能會影響證券化證券信用品質之第三方義務的評估上，該第三方義務包含以持有資產（包括現金）、或以提供財務支付等方式對證券化證券提供支持的義務。交易相對人風險包括：對開立主要帳戶之金融機構的曝險，以及對諸如利率交換交易或換匯交易等衍生性合約提供者的曝險部位。交易相對人風險分析將會就一交易案與各交易相對人關係進行考量，考量的因素則包括交易案對交易相對人的依賴程度，以及交易相對人本身的評等等級。

企業暨政府評等與準則之基礎原則

未考慮外部支持前的信用品質

22. 在分析一企業或政府債務人之信用品質時，最重要的步驟就是要估量：相對於債務承諾之規模與時間安排，債務人在履行該承諾時可獲得的資源。評估一債務人在履行其財務承諾時所需的資源，本質上是一種前瞻性的分析。該分析涉及對債務人未來所得與現金流量的估計。此外，也會包括對經濟情

勢、法規環境以及經濟預測的考量。對企業而言，未來的所得與現金流量主要倚賴其持續的營運或投資。對政府機構而言，所得與現金流量則主要來自稅收。另外，在某些情況下，其它資源諸如流動性資產、或是主權國家印製鈔票的能力等，也會是相關的考量因素。

23. 資源評估會同時考量到未來收入與現金流量的預估水準，與其潛在之波動。對所有型態之債務人而言，此評估同時包含了定性與定量因素的考量。
24. 在定量因素方面，分析的重點主要在財務分析，且可能包括對債務人使用之會計準則與實務作法的評估。
25. 企業評等方面，主要考量的財務指標通常包括獲利能力、槓桿比例、現金流量允當性、流動性、以及財務彈性等。然對金融機構與保險業者而言，則可能還包括資產品質、損失準備、資產負債管理、以及資本允當性等其它重要因素。資產負債表外項目，例如資產證券化、衍生性商品曝險部位、租賃、以及退休金負債等，亦可能包含在定量分析中。至於受評等級屬投機級（「BB+」及以下）之企業的評估方面，現金流量分析與流動性評估的重要性則大為提高。
26. 針對政府評等，標準普爾考量的定量因素，與其在企業評等方面的考量因素不同；標準普爾在政府評等考量的定量因素通常包括經濟因素，以及政府預算與財務表現；另對主權國家而言，則可能還會考量到其它的因素。在經濟面的分析上，典型的考量因素包括人口統計特性、財富、以及成長前景。而預算與財務面之分析，則通常包括預算準備、外部流動性、以及預算執行情況等。對主權國家而言，標準普爾可能還會將其它相關的定量因素納入考量，其中包括財政彈性、貨幣政策彈性、國際投資部位、以及與對金融部門提供支持有關的或有負債水準。
27. 不論對企業或政府而言，受評者的發展趨勢與同業比較亦可能是其定量分析的一環。
28. 至於定性分析方面，對企業的分析重點主要放在諸多不同的因素上，包括：國家風險、產業特性、以及各企業個體本身之特性。標準普爾希望以國家風險因素分析，將標準普爾對某一國家中企業普遍面臨之財務與營運環境的評估納入，其中包括一國的實體、法律以及財務基礎架構。從歷史角度來看，在國家風險較高之國家中，此評估結果經常會成為企業可取得之評等等級的限制所在。
29. 產業特性方面，典型的考量因素包括：產業成長前景、景氣波動性、技術的演進更新，以及競爭程度與競爭本質。大體而言，產業風險愈低，該產業中之債務人可能獲得愈高的信用評等等級。另外，定性分析亦會將標準普爾認為可以將一個別債務人與其同業進行區分之企業特有因素納入考量。這些特有因素可能包括：債務人之產品與服務的分散性，以及其風險集中性，這點對金融機構而言尤其重要。債務人特有之因素也可能包括：經營效益、整體競爭地位、業務策略、公司治理、財務政策、風險管理實務以及風險容忍度等。
30. 在政府方面，標準普爾考量的定化因素多少會與其在企業評等方面考量的因素不同。標準普爾在政府評等方面考量的定性因素包含政治風險，其中包括決策與機構作為的有效性與可預測性、執程序與數據資料的透明度、以及政府機構的公信力等。此外，對主權國家而言，政治風險方面的考量因素，還包括對發生戰爭、革命、或會影響信譽之其它安全相關事件之可能性的評估。其它可能在政府債務人之分析中考量的定性因素還包括：收入預測、支出控管、長期資本規劃、負債管理、以及應變計畫等。最後，政府債務人評估的重點，則在該債務人即便擁有資源可履行其財務承諾，但仍有發生違約可能性的分析之上。

外部支持

31. 除了對一債務人本身信用品質(stand-alone creditworthiness) 的評估外，標準普爾的分析也會針對該債務人獲得可以增強（或減弱）其信用品質潛在外部支持（或影響力）的可能性進行考量。當一債務人之債權人可取得明訂於合約之支持，例如可獲得由評等等級較高之保證人提供之擔保，則分析結果可能會以該保證人之評等等級，授予受其支持之債務發行或發行人。不過，此種情況只在該保證人能滿足嚴格之條件，並保證標的債務能全數並及時獲得支付下才會成立。

- 32.除了正式的保證之外，本分析亦會就獲得來自相關企業、政府、以及國際組織等其它支持的可能性，納入評等考量當中。在相關企業方面，本分析主要考量的兩個重點，一個是該子公司或聯屬企業扮演的策略重要性程度，以判定其可獲得體質較強健之母公司支持的可能性與支持程度；另一則是該母公司對於提供這類支持的能力大小。
- 33.政府支持方面，本分析會就獲得各種不同型式支持的可能性進行考量。例如，本分析會就政府相關機構（**government-related entities**；簡稱GRE），例如公營事業、交通運輸系統、和金融機構等可能獲得之潛在政府支持納入考量。GRE分析會考量到該GRE所扮演的角色，以及其與政府間的關係特性。另外，在一國家經濟中具有系統重要性的銀行方面，標準普爾也會應用相同方式之分析，考量其可獲得政府額外支持（**extraordinary government support**）的可能性。至於主權國家方面，本分析則會考量其獲得來自國際組織（如國際貨幣基金IMF）支持的可能性。
- 34.潛在外部支持的評估，通常並不會將一債務人單純地因為身為某一系統或架構之部分而獲得的好處納入考量。標準普爾是在產業特性評估、或其本身信用品質分析中，將這些好處納入考量。例如：在銀行的本身信用品質分析中，標準普爾會將該銀行可能可以因所處法規架構，或來自中央銀行之低成本借款等有利情況，納入考量。相同地，在政府分析方面（如學區），則會包括對較高層機構（如市或州）提供之系統性支持的評估。
- 35.在某些情況下，外部支持可能會對一機構之信用品質造成負面影響。例如，當體質較弱之母公司，藉由旗下體質較強健之子公司發放股利或以其它方式，為自己導入現金流或資產時，即有可能發生前述之情況。相同地，對一企業的信用品質而言，當一主權國家政府採取撤銷資源或限制該企業財務調度空間的干預作法時，該主權國家政府即為該企業信用品質的一項負面因素。

特定債務發行的評等級距調整與分析

- 36.特定債務發行之評等分析考量的因素包括：該債務發行在其債務人之資本架構中的優先性，以及當該債務人發生違約情況時，擔保品與回收預估的可能影響。本分析可能會依這些特定債務發行之清償順位是在其債務人之一般順位無擔保債務之上或之下，進行級距調整。例如，次順位債券通常獲得的評等等級，會較同一債務人發行之一般順位債券的評等等級為低。相反地，擔保債券獲得的評等等級，則有可能高於同一債務人發行之無擔保債券的評等等級。
- 37.級距調整分析，亦適用於被視為同一經濟個體或事業體之營運子公司或控股公司所發行的債務上，這些債務可能具有結構性次順位（**structural subordination of debt**）的特性。例如，一控股公司獲得的債券評等等級，可能會低於擁有該事業體資產與現金流量之子公司的債務發行評等等級。標準普爾還將此級距調整方法，擴大運用至牽涉支付優先順位之債務工具的信用品質分析。例如，一般而言，標準普爾授予特別股以及所謂混合型資本工具的評等等級，會低於同一債務人發行之一般順位債務獲得之評等等級；此一差異係為表明特別股與混合型資本工具可能出現的遞延支付情況。

相關準則與研究

- **Methodology: Credit Stability Criteria**，2010年5月3日公布
- **Understanding Standard & Poor's Rating Definitions**，2009年6月3日公布
- **Principles Of Corporate And Government Ratings**，2007年6月26日公布
- **Principles-Based Rating Methodology For Global Structured Finance Securities**，2007年5月29日公布

本文所述之評等準則為評等基本原則的特定應用，此類評等基本原則定義了信用風險與評等意見。評等準則的應用取決於發行人或債務發行本身獨有的特性，以及標準普爾評級服務對某一發行人或債務發行的信用風險與可能之結構風險所進行的評估。評等方法與假設可能會隨市場及經濟情勢、債務發行或發行人特定因素、以及出現可能會影響標準普爾評級服務信用判斷之新實證證據而有所改變。

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 (free of charge), and www.ratingsdirect.com and 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.