

通用準則：

## 信用觀察與評等展望之運用

September 14, 2009

(編按：除烏拉圭外，本準則文章於2020年8月7日後將不再有效。本準則文章之內容在無任何重大變動的情況下已全部移至「標普全球評級評等定義」（請參閱本文中的「信用觀察、評等展望，本國貨幣與外國貨幣評等」，以及「附錄」中的「信用觀察與評等展望的運用」）。這些內容主要屬於定義性質，且被視為是我們評等產品具有的基本特性、評等含義的說明，或是評等定義的特定應用。)

### 背景

1. 標普全球評級係運用「信用觀察」及「評等展望」來表達其對於一個評等發生變化之可能程度的看法，以及在大多數案例中，該項變化的可能走向。「信用觀察」強調的是一個短期或長期評等的可能走向。「信用觀察」重視的是可能導致標普全球評級對評等進行特別監視的可認定事件和短期趨勢。這類事件和趨勢可能包括合併、資本結構重組、公民投票 (voter referendums)、法令變化、證券化資產績效表現惡化、或非預期性的營運或財務發展方向等。
2. 當前述事件或是一個與預期趨勢相悖離的情況發生，抑或當證券化資產的績效表現發生具體變化，且該項變化對於評等產生之衝擊程度還未能完全判定時，評等即可能會被置入「信用觀察」狀態，此時標普全球評級會認為，必須要有額外資訊方能對既有評等進行評估。然而，評等被置入「信用觀察」的狀態，並非表示評等必然會出現變動，而在適當的情況下，標普全球評級會逐一列舉出幾個可能產生之評等結果。「信用觀察」並非是對所有長短期評等進行檢視，而評等變動也可能會在評等並未先被置入「信用觀察」狀態時發生。「正向」信用觀察意味評等可能會被調升；「負向」信用觀察意味評等可能會被調降；信用觀察「發展中」則意味評等可能被調升、調降、抑或被確認（參見評等定義）。
3. 標普全球評級的「評等展望」係說明標普全球評級對於一個長期信用評等在中期內（通常為六個月至兩年）的可能走向。在決定一個評等的展望為何時，標普全球評級會將其在經濟及／或基本營運／財務狀況等方面所觀察到的變化列入考量。「評等展望」未必代表之後評等必然會發生變動、或是未來將採取將評等置入「信用觀察」狀態的行動。
  - 「正向」意指評等可能調升。
  - 「負向」意指評等可能調降。
  - 「穩定」意指評等應不會發生變化。
  - 「發展中」意指評等可能調升或調降。
  - 「N.M.」意指無意義。
4. 「評等展望」（除「穩定」以外）及「信用觀察」係用於一個處於變化中的信用狀況，標普全球評級認為，在這種狀況下，評等是否會變動並不明確。雖然許多評等在發生變

### 準則聯絡人

**Takamasa Yamaoka**  
東京  
(81) 3-4550-8719  
takamasa.yamaoka  
@spglobal.com

**Lapo Guadagnuolo**  
倫敦  
(44) 20-7176-3507  
lapo.guadagnuolo  
@spglobal.com

### 方法論全球負責人

**James M Wiemken**  
紐約  
(1) 212-438-1150  
james.wiemken  
@spglobal.com

動之前通常會出現非「穩定」的評等展望抑或評等被置入「信用觀察」狀態，但即便在「評等展望」為「穩定」或評等並未置入「信用觀察」的狀態時，若信用品質在此時發生劇烈變動且可以立即加以評估時，評等便會且理應要發生變動。標普全球評級永遠是將儘快做出適當評等列為第一優先，即便因為事出突然，以致事前並無信號顯示評等將會發生變動。

5. 標普全球評級的信用評等表達的是對發行體及債務之信用品質的前瞻性意見。更精確地說，標普全球評級的信用評等所表達的是一種關於信用品質相對性的排序。標普全球評級信用品質分析的首要考量因素為違約可能性，但支付順位、違約後的可能回收程度，以及信用穩定度等亦為標普全球評級信用風險分析中的考量因素。信用評等所體現的是一種對於未來事件在可預期程度之內的評估。然而，標普全球評級同時認知到未來的績效表現可能會與初始預期有所差異。「評等展望」與「信用觀察」係藉由將重點放在標普全球評級認為可能導致評等發生變化的假設情境上，來表達未來績效與初始預期之間出現差異的可能性。

## 信用觀察

6. 評等在三種情況下可能被置入「信用觀察」狀態：1) 當標普全球評級認為，當一個事件或是一個與預期趨勢相悖離的情況已經發生，或是預期將會發生，必須要有額外資訊方能採取評等行動時。2) 當標普全球評級認為一件已發行的債務或一個發行體的績效表現出現實質變化，但該項變化對於評等產生之衝擊程度還未能完全判定，且標普全球評級認為短期內評等可能發生變化時。3) 評等準則已經做出改變，必須對一整個產業或多樁交易重新進行檢視，且標普全球評級認為短期內評等可能發生變化時。舉例來說，當情況1發生時，發行體通常會因為合併、資本重組、或非預期性的營運發展而被置入「信用觀察」的狀態。一旦標普全球評級已經收到必要資訊，並已完成其評等分析時（通常在90天之內），即會完成該次評等檢視，除非某一特定事件的結果仍懸而未決。當發生狀況2時，在標普全球評級完成對評等產生之衝擊程度所進行的分析之前（通常在90天以內），一整組交易可能會因為其績效表現被認定出現惡化情況而被置入「信用觀察」狀態。當發生狀況3時，一整組交易可能會因為受到評等準則改變的影響而被置入「信用觀察」狀態。當評等被置入「信用觀察」狀態的時間逾90天時（例如，因為合併及收購），或是當具體事件或悖離趨勢的情況發生時，標普全球評級通常會發佈期中報告，以表達其針對該狀況所做出的即時評估。當因為證券化資產的績效惡化或因為評等準則改變而發生評等被置入「信用觀察」狀態的情況時，若此時對於評等衝擊進行之分析預計將費時90天以上時，標普全球評級通常會發佈一個預定的時間表，以完成其對此一狀況進行的評估。
7. 當標普全球評級認為未來90天內採取評等行動的可能性極高時，便會採用「信用觀察」標示。若標普全球評級認為一個評等至少有50%的機率會在未來90天內發生變化時，便會將該評等置入「信用觀察」狀態。而一些事件或問題往往可能會對一件已發行的債務或發行體的信用品質帶來極高的不確定性，以致標普全球評級毋需對可能發生之變化的臨界值進行評估，便將評等置入「信用觀察」狀態。
8. 「信用觀察」之標定可以為「正向」，代表評等可能調升；可以為「負向」，代表評等可能被調降（標定為「發展中」乃用於不尋常之情況，此時未來事件極不明確，評等可能被調升或調降，例如當一家公司揭露其正和多家公司商議合併事宜）。必須強調的是，評等置入「信用觀察」狀態並不代表任何可能的評等改變將僅止於一個評等級距；評等可能改變一個級距，數個級距或更多，視情況而定。
9. 評等被置入「信用觀察」狀態亦不表示評等勢必將發生變化。標普全球評級針對「信用觀察」狀態所發表之評論通常會提供其對於任何評等變動可能幅度（可能在一個級距以

上)的意見。標普全球評級認為，當一個評等變化已經確定，但尚未確定變動幅度時，標普全球評級將會根據所得資訊，將評等移至標普全球評級認為代表當時評等意見的等級，並將其置入「信用觀察」狀態以供進一步監視。而在適當的情況下，標普全球評級會在其「信用觀察」公告以及任何期中出版品中，寫出其認為可能產生之新評等的範圍。

10. 值得再三強調的是，評等是會在評等並未先被置入「信用觀察」狀態的情況下發生改變的。

## 評等展望

11. 一如「信用觀察」，「評等展望」係代表標普全球評級對於一個評等可能發生的變化及其變化方向的意見。和「信用觀察」不同的是，「評等展望」通常係標普全球評級對於一家企業、政府機構（除了當評等被置入「信用觀察」狀態之外）以及部分資產證券化評等所授予之長期評等（如適用）中所持續存在的一部份。「評等展望」的時間範圍比「信用觀察」狀態長，且係在於體現標普全球評級認為對信用品質影響性相對較小之趨勢或風險。對投資級評等而言，「評等展望」的時間長度通常不超過兩年，對投機級評等而言則通常不超過一年。投機級評等之「評等展望」較短的時間長度，係反映投機級信用評等的特性，亦即這類評等的波動性較為劇烈，且較容易受到短期再融資風險、流動性問題、以及財務條款觸發因素的影響。
12. 在少數「評等展望」可能意指一個較長時間範圍的案例中，標普全球評級會在其發佈之分析報告中加以闡明。雖然標普全球評級的評等係根據其對於一個發行體未來績效表現的最可能假設狀況所表達之意見，但「評等展望」標定的則是一旦標普全球評級認為最可能發生之假設狀況並未發生時，標普全球評級認為評等的可能走向。
13. 「正向」的評等展望代表評等可能調升，「負向」評等展望代表評等可能調降。當標普全球評級認為評等應不會發生變化時，便會授予「穩定」的評等展望。「評等展望」不應和發行體之財務或經濟績效表現之預期穩定性混為一談。雖然標普全球評級會在其認為一個事件或趨勢尚不至於導致評等被置入「信用觀察」狀態時，對發行體評等授予「正向」或「負向」評等展望，但評等發生變化的可能性必須實際存在，而非相當低。當標普全球評級認為一個事件或趨勢至少有三分之一的機會導致其中期內（通常最多為兩年）針對投資級評等採取評等行動，以及在短期內（通常最多為一年）針對投機級評等採取評等行動時，便會對發行體評等授予「正向」或「負向」評等展望。舉例來說，若標普全球評級對於一家獲利及現金流量迅速改善之公司的這類情況是否得以持續有所質疑，因此認為最終調升評等的可能性不高時，則該家公司可能仍舊會維持「穩定」的評等展望。當標普全球評級認為一個評等可能被調升或調降時，便爾偶而會對發行體授予「發展中」的評等展望。適用「發展中」評等展望的例子包括：已經宣布將對外求售的一家子公司，或是已經被指定將進行民營化的一家政府事業，且其進行出售或民營化所需時間與「評等展望」期間（六個月至兩年）較為吻合，而非「信用觀察」期間的90天。
14. 「正向」或「負向」評等展望未必代表之後評等必然會發生變動或是將會採取將評等置入「信用觀察」名單的行動。反之，評等會在發行體的評等展望為「穩定」時發生變動。當非預期性的事件發生時，便能隨時對評等重新進行評估。在必要的情況下，評等本身將會有所變動，以反映最即時的信用品質意見，且標普全球評級將不會只為了預示一次可能的評等變動而先採取更動「評等展望」，或將評等置入「信用觀察」狀態的行動，以致於延誤更動評等等級的時機。

## 常見問題

### 「評等展望」與「信用觀察」之間的差異何在？

15. 當突發事件或是一個與預期趨勢相悖離的情況發生，而標普全球評級認為必須要有額外資訊方能更動評等（若需更動）時，該評等可能會被置入「信用觀察」狀態。「信用觀察」狀態通常最多為期90天，不過當一個事件仍懸而未決，或仍需要進一步資訊時，則「信用觀察」狀況可以拉長至90天以上。一個被置入「信用觀察」狀態的發行體，在「信用觀察」檢視期間並不會附帶「評等展望」。
16. 相對而言，長期企業信用評等、政府發行體信用評等、以及部分資產證券化評等則會附帶「評等展望」（除非評等被置入「信用觀察」狀態）。此外，「評等展望」所含蓋的時間長度較長，通常投資級評等最多可達兩年，投機級評等最多可達一年，並可以包括被標普全球評級認為對信用品質造成之影響，不夠明確到必須將評等置入「信用觀察」狀態的趨勢或發展。「評等展望」是標普全球評級對於一家公司在一段較長期間內信用品質可能發生之變化的意見表達，而非針對特定之短期事件的意見表達。

### 「負向」評等展望是否意味發行體具有不利的信用特徵？

17. 否。「負向」評等展望所連結的是發行體當前被授予之長期評等。其意指標普全球評級認為，若評等所根據的假設狀況並未消失，則評等可能被調降。一個評等等級相當高的發行體，其被授予之評等可能會附帶一個「負向」評等展望，而一個評等落在投機級的發行體則可能具有一個「正向」的評等展望。

### 同一個產業族群中的公司，通常是否具有相同的「評等展望」？

18. 未必。「評等展望」乃附屬於某個特定發行體的信用評等。不過，有些時候在某個產業中的大多數或所有公司可能會因為產業狀況可能發生的一項會對所有產業族群造成影響的變化，而具有相同的「評等展望」或「信用觀察」狀況。

### 同一個國家內的受評機構，是否通常具有相同的「評等展望」？

19. 否。「評等展望」反映的是標普全球評級針對會對特定發行體之長期評等前景造成影響之趨勢與風險所表達之意見。然而，在非主權之信用評等因為主權國家取得必要償債用外匯之管道可能受阻而有所受限的案例中，非主權評等的「評等展望」（在某些案例中為信用評等本身）較可能與主權評等的「評等展望」相同。同時，若標普全球評級認定一個受評機構係仰賴一個主權國家進行跨政府匯款、財務補貼、取得壟斷地位、或任何足以影響營運及財務表現之其它因素，則其「評等展望」之間可能有所連結，尤其是在該非主權評等與主權評等之等級相同時。

### 標普全球評級是否都會在更動評等之前，先將評等置入「信用觀察」狀態？

20. 否。若標普全球評級認為已經充分取得所有必要資訊，則標普全球評級可能不會先將評等置入「信用觀察」狀態而直接做出評等更動。事實上，若標普全球評級在非必要的情況下將評等置入「信用觀察」狀態，從而延誤了評等變動的時機，標普全球評級會認為其本身並未對投資大眾盡責。

### 在調升或調降評等之前，是否均會先授予「正向」或「負向」評等展望？

21. 否。「評等展望」係指出評等的可能變動方向，在實務上，評等變動一般均和「評等展望」中所指出之方向一致。然而，若評等係因一次突發事件而變動，則此一情況未必會發生。

**在何種情況下，標普全球評級會更動評等，並將更動後之評等置入「信用觀察」狀態，等待後續進一步檢視？**

22. 一旦標普全球評級認為一次事件或情況可能導致評等在極短時間內發生進一步變化，但標普全球評級仍需要更多資訊來做出更動評等的決定時，便會如此做。同樣地，一個評等可能會被調降，並被授予「負向」而非「穩定」之評等展望，亦可能被調升並被授予「正向」評等展望。反之，一個評等被調降，並被授予「正向」評等展望，或被調升並被授予「負向」評等展望的情況極為罕見，但亦可能發生。

**是否一個發行體所有須加以進一步調查的意外發展，均會導致其評等被置入「信用觀察」狀態？**

23. 並非所有涉及資訊不明確的情況都會導致評等被置入「信用觀察」狀態。和完整的信用分析中的大部分面向一樣，此時需要判斷力。若標普全球評級認為其所認定之信用品質有很高的機會（至少為二分之一機會）會在短期之內導致評等行動，但仍須額外資訊以做出評等決定時，則此時評等即應被置入「信用觀察」狀態。

**在一機構因面臨另一機構提出之收購出價並符合以下兩種條件情況時，標普全球評級如何運用其準則將該被收購機構的評等置入信用觀察名單？**

--該機構在將其資產與債務義務移轉予另一受評法人機構（例如透過合併，重組或整併）後，將不再以獨立的法人機構身分存在。

--該機構可能會依據既有流通在外債務的發行條款，在該收購交易完成的同時或之前，償還部分或所有既有流通在外的債務。

24. 儘管預期該發行體在將其資產與債務移轉（可能是隨即將進行的收購）予另一法人機構，例如透過合併、重組、或整併（統稱「該交易」）方式完成後，可能不再為獨立的法人機構，但該發行體信用評等（issuer credit rating；簡稱ICR）仍應持續反映我們對該債務人整體信用品質的前瞻性看法。ICR必須是以該發行體履行其所有財務承諾義務之能力做為考量範圍。因此，如果我們預期合併後機構的信用品質可能會較該即將被收購之受評發行體的信用品質更弱或更強時，我們將會把該受評發行體的ICR置入信用觀察狀態。對於我們幾乎可以確定在該交易完成的同時或之前其債務義務即會消滅的情況，該收購出價本身並不會導致我們將該發行體的債務列入信用觀察狀態。我們幾乎可以確定該相關債務在交易完成日之後將不再於市場流通的原因如：

- 我們預期所有相關債務將因「控制權變更（change-of-control）」條款而被加速清償。
- 該相關債務係屬短期性債務、預期在該交易完成日之前即會到期、且不會續作。
- 該相關債務附有買權（call option），且將在交易完成日當天或之前執行。

25. 「賣權」的控制權變更條款並不足以達到前述可以確定的水準，除非我們幾乎可以確定所有的投資人都會執行該項賣權。相同地，公開收購（tender offer）的意圖也不足以達到確定的水準，除非我們幾乎可以確定所有的投資人都會參與。另外，為達到所謂確定的水準，我們會期望看到已經備有可收回全部受評債務票面金額的信用機制。要求在交易將發生時即進行債務清償的債權人保障條款的存在，例如在一筆或多筆受評與未受評債務中的控制權變更條款，若在未備有可以確保這些債務可以回收的機制下，將不足以稱得上達到所謂的確定水準。舉例而言，可視為具有足以回收全數受評債務發行票面金額的信用機制包括：

- 收購方擁有銀行承諾指定做為此一目的使用的信用額度，且該額度至少與將被收購之公司的收購價格一樣高。
- 收購方帳上指定做為此一目的使用的現金充足。

## 修訂與更新

本準則文章原始公布於2009年9月14日。

本準則公布後沿革：

- 標普全球評級於2015年4月10日再版重登本文，為的是在「常見問題」一章中加入一個問題。
- 標普全球評級隨後並於2015年11月3日再版重登本文，以刪除探討程序事務的非準則內容，例如標普全球評級如何向外界傳達「信用觀察」與「信用展望」行動等。
- 標普全球評級於2016年10月20日完成對本準則文章之定期檢視後，我們更新了聯絡資訊，並額外提供了一個可以據以識別出標普全球評級可能會對評等進行特別監視的範例（非預期的營運或財務發展方向）與短期趨勢。同時，我們更新了準則參考來源，並刪除在本準則初次公布時出現在段落編號9至11中，但現已過時、且不再相關的章節。
- 標普全球評級於2016年10月20日完成對本準則文章之定期檢視後，我們澄清了「發展中」的展望結果有可能是評等維持不變（段落編號3）。我們亦於段落編號6中澄清，準則修改可能會導致評等被置於信用觀察狀態。另外，我們也更新了聯絡資訊。
- 標普全球評級於2018年12月10日對本準則進行了非實質性的更動後再版重登本文。我們更新了聯絡人資訊。
- 標普全球評級於2020年4月15日對本準則進行了非實質性的更動後再版重登本文。我們澄清了段落編號7中與置入「信用觀察」狀態有關的用語，將評等擱置與評等撤銷（通常是因為缺乏資訊）納入成為可能採取之評等行動的範例之一。我們亦在段落編號10中增加了類似的澄清用語。

## 相關準則與研究

### 已被取代準則

- Acquisition Risk And Its Effect On Ratings, Sept. 11, 2006
- Credit Policy Update: Criteria On Use Of CreditWatch And Outlooks Clarified, Sept. 30, 2005

本準則所敘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體或債務發行本身獨有的特性，以及標準全球評等對某一發行體或債券發行評等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與經濟情勢，發行體或債務發行等特定因素，以及出現可能會影響我們判斷之新實證證據而有所改變。

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, 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 Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P 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 (negligent or otherwise), 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 or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. 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 does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. 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. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

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 nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain 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 [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.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).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.