

RatingsDirect®

歸檔準則 | 評等準則 | 企業 | 通用準則：

企業準則—母公司/子公司關係；一般原則；子公司/合資企業/無追索權專案；融資子公司；評等聯結到母公司

- 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。

Primary Credit Analyst:

Pablo F Lutereau, Buenos Aires (54) 114-891-2125;
pablo.lutereau@standardandpoors.com

Secondary Contact:

Mark Puccia, New York (1) 212-438-7233; mark.puccia@standardandpoors.com

目錄

母公司/子公司關係

一般原則

子公司/合資企業/無追索權專案

融資子公司與母公司評等關係

企業準則—母公司/子公司關係；一般原則；子公司/合資企業/無追索權專案；融資子公司；評等聯結到母公司

(編按：本準則文章已被完全取代。請參見標題為「Table Of Contents: S&P Global Ratings Corporate Criteria (目錄：標普全球評級企業準則)」一文。)

母公司/子公司關係

較強的公司與較弱的公司有相關時，除非相對規模差異甚小，否則兩家公司的信用品質幾乎總會受到影響。問題在於在此相關的基礎下，兩者評等應該拉近多少。

一般原則

一般而言，判斷母公司與子公司間的相關程度，最重要的因素莫過於經濟誘因。這項因素比契約、協議、管理當局聲明或法律意見更具重要性。企業經理人的主要義務在維護股東利益，一般假設經理人將致力於滿足此責任。若此意指挹注現金進入先前定義為獨立子公司的事業單位，或尋找某種契約方式，從受保護子公司提取現金，那麼將可預期管理當局將盡其最大可能遵守這些行動程序。重要的是預先設想各種不同壓力情境，思考管理當局在這些情況下，可能如何採取行動。若母公司僅在子公司不需要支援的情況下提供支持，該支持並無任何意義可言。

一家信用體質弱的企業，若其母公司信用體質強健，通常（但並非必然）會較其獨立基礎評估的信用評等為高。假設母公司有能力在財務吃緊期間支援其子公司，可能發生的情況，從最極端的評等同等化，到另一極端：母公司的信用優勢，對子公司的信用幫助不大或沒有任何幫助。兩極端之間的差距愈大，就更須要有更多證據證實支持。

在授予母公司的評等時，當然已考量其對子公司擔保或承受的債務。債務擔保與承受屬於不同法律機制，但從評等角度來看具相同影響。債券的交叉違約與交叉加速條款，也可能成為重要的評等考量。對較強的公司而言，這些條款可能為強勢母公司提供有力動機，協助弱勢關係企業償還借款，因為當弱勢一方發生違約情事的同時，亦觸發強勢母公司的違約。但應銘記在心，若涵蓋該條款的借款期滿或重新協商，則交叉違約條款可能消失。

強健的子公司為信用體質弱的母公司持有時，通常子公司的評等不會高於母公司。主要原因如下：

- 信用體質弱的母公司在財務壓力期間，從子公司取得資產或使子公司承擔負債的能力與動機；以及
- 無論子公司個別的信用實力如何，母公司破產將導致子公司破產的可能性。

兩項因素均指出，在多數情況下，「強健」的子公司避開破產的機率並不比其母公司來得低，因此無法獲得較高評等。經驗已經證明，破產企業與旗下子公司共同提出破產的情況，比未一起提出的來得多。

基於評等目的，「重大合併」的風險並非主要考量問題。破產合併有時亦屬重大合併，發生在當破產法庭將母公司及其子公司資產合併為單一組合，再將合併資產價值分配給所有債權人，而不區分兩法

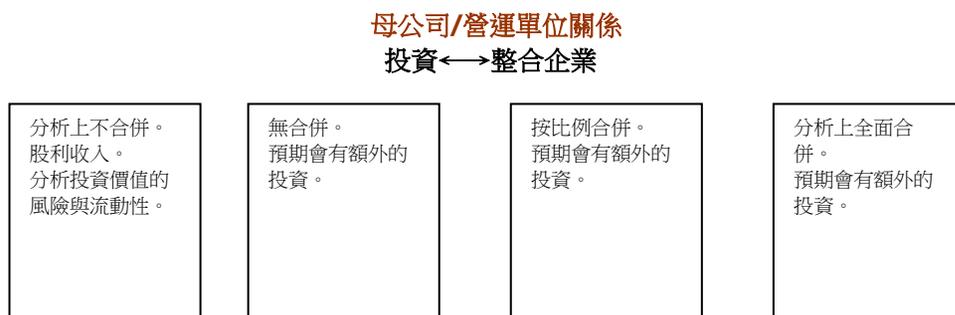
定實體之間的財產。在該情況下，子公司債權人可能喪失與特定子公司有關的所有價值請求權。更常見的情況是母公司及其子公司全都提出破產申請，但在破產訴訟程序上仍屬於獨立法定實體。債權人針對特定法人的資產，主張其債權。因為企業評等重視的是違約風險，因此關鍵議題不在合併，反而在於將來是否發生破產申請。因此無合併（Non-consolidation）意見對於回復評等（recovery ratings）及子公司債券發行評等較為重要，因為這些意見強調的是重大合併的可能性，而非母公司與子公司同時破產的機率。或許取得無合併意見的意圖表現，也可視為管理當局意圖使子公司維持獨立的若干證據。

保護契約顯然藉由限制股利或資產移轉方式，保護子公司不受母公司拖累。一般而言，此類型契約在決定評等時，影響權重非常有限。基於下述理由，保護契約的價值有限：

- 它不影響母公司對子公司提出破產申請的能力；
- 非常難以設計無法迴避的條款；以及
- 最後，法庭通常無法強迫公司遵守契約。在面臨嚴重財務壓力之下，特別是在破產前，信用體質弱的母公司可能具有強烈動機分拆信用體質強的子公司。法庭最多只能在確認債權人（當發生債務不履行時）遭致損失的事實，並選擇提告後，判決賠償財務損失。

子公司/合資企業/無追索權專案

關於母公司的信用評等、關係企業的營運與負債，將依據母公司與該營運單位之間的關係，以數種方式分析處理。這些選擇方案如下圖所示。



同樣選項可能同時適用於兩種情況：當公司投資合資企業時，該合資企業以本身名義發行債券；以及當公司選擇以無追索權貸款方式融資各項專案。這些分析性議題亦可適用於當公司費盡心力，以獨立、無追索權基礎，提供其百分之百持有子公司融資的情況，特別是該子公司屬於非核心事業或海外營運部門。

有時母公司與子公司之間關係可歸類為投資。在該情況下，子公司營運結果排除在外；母公司受惠於股利獲益；母公司毋須承擔子公司債務；其投資的價值、波動性與流動性則依個案基礎進行分析。投資品質決定母公司可能承擔的槓桿水準。

在選擇範圍的另一端，可將營運單位分類為整合企業。此時分析工作將完全併入營運單位的損益表與資產負債表；營運單位的風險概況亦整合至整體企業風險分析。或是，營運單位可能不完全符合選項範圍的兩端；可能落在兩端選項之間的某個位置。在該情況下，針對部分合併或比例合併進行分析，通常假定會增加額外投資，亦即公司可能花錢保有先前已經投資的部位。

母公司與子公司的關係特性，也對子公司或專案的債務評等方法造成影響。專案或營運單位的獨立信用品質，與集團、贊助人或母公司信用品質之間的差距大小，係為兩者之間關係的函數：整合程度愈大，母公司或贊助人愈有可能提供支援。母公司對於無追索權債務的交互擔保，代表對該債務的支持。母公司的支持概念超越於正式或法律面，而且可能縮小，有時甚至消除母公司與債務發行單位之間的評等差距。

如果子公司的債信品質高於母公司，則母公司對該子公司的控制能力，通常使子公司評等上限侷限在母公司水準。例外情況包括：專門基於破產隔離目的發行之證券化工具、受法規管制的營運個體、獨立的融資子公司，以及極嚴密契約保障的罕見個案。母公司可行使的控制力大小，非常接近其所有權的函數，因此合資企業或專案的所有權百分比，以及其他所有人的性質，是在該情況下的重要評等準則。當兩合資企業所有人彼此能防止不傷及合資企業的信用品質，則在合資企業本身的信用品質也較強的情況下，該合資企業的發行債務評等將可高於任一所有人的評等。

由母公司或贊助人提供諸如保證人之類的正式支持（不僅只是安慰信），保障該債務評等將等於支持提供者的水準。來自一方（例如聯合與個別保證人）以上的支持，可能使評等高於任一方支持提供者的水準。（參見公共融資準則—聯合擔保債務〔Public Finance Criteria--Jointly Supported Debt〕）

決定性因素

沒有任何單一因素可以決定合資企業與母公司之間關係的分析觀點，而是由多項因素共同決定該特定關係。這些因素包括：

- 策略重要性—營運單位的整合程度或關鍵供應者；
- 所有權百分比（現有與預期展望）；
- 管理團隊的控制；
- 共同名稱；
- 同一國家；
- 相同資本來源；
- 提供支持的財務能力；
- 投資金額的重大性；
- 投資於合資企業或專案相對於其債務的金額；
- 其他所有人性質（策略性或財務性；財務能力）；
- 管理當局的立場；
- 母公司過去在類似情況下的紀錄；以及
- 潛在風險的性質。

部分因素指出密切關係或債務支持的經濟原理；其他因素，諸如管理團隊的控制或共同名稱，亦與合資企業及其債務的道德義務有關。因此，重要關鍵在於區分違約風險係與商業因素有關，或與經濟因素相關；亦或是來自於訴訟因素或政治因素（若投資遭徵收，可預期母公司或贊助人不會感受到道德義務。）

所有權百分比是控制權的重要指標，但不是以同樣絕對值決定該關係的會計處理方式來看。標準普爾在進行分析時亦強調務實。例如：獲悉口頭承諾支持明顯為無追索權的借款，將對其他指標因素投上陰影。

在評估多數這些因素，以及相關關係的整體結論時，明顯存在主觀成分。這些因素組成並不存在任何將導出某項分析方法的魔法方程式。

受法規管制的公司

不給予子公司高於母公司評等，其所依據的正常準則，不一定適用於受法規管制的子公司。若受法規管制的子公司之個別信用實力獲得印證，且獲得法律規範充分保障，則其評等可以高過於母公司。不過，法律規範的性質已逐漸改變，使得債權人所能依賴主管機關的程度遠比過去小得多。理由之一為法律管制正逐漸鬆綁中。隨著競爭進入市場，受法規管制的事業提供者不再具有獨占地位，因此法律規範依據的基礎也截然不同。最重要地，主管機關更重視服務品質，而不是信用品質。

例如：部分受管制的公共事業公司，就個別基礎來看，信用非常穩健，但其持有公司通常利用母公司的借款來取得其在公共事業公司的持股（稱為雙重槓桿〔double leveraging〕），或持有公司擁有較

弱的營業單位。為達成與合併集團有所差異的信用評等，必須有證據（以特定法律規範環境為基礎）指出主管機關將採取行動，保障公共事業公司的信用結構。

分析師以個案基礎做出此決定，因為法律管轄區域各不相同。法律規範對於威斯康辛州轄區內企業的意涵，與佛羅里達州企業不同，也與適用於1935年公共事業法案（1935 Public Utilities Act），必須接受證券交易委員會檢查的對象有所差異。此外，主管機關亦可能依據由公共事業公司抽出的資金，是否挹注在該州範圍以外的關係企業，或該州境內的另一家公司，而採取不同行動。最後，儘管主管機關可能傾向於支持投資等級的信用品質，但相信主管機關會堅持維持某家公共事業公司在「A」信用等級的基礎並不穩固。因為主管機關的職責在保障服務的提供，服務並不直接影響公司的財務健全。事實上，若公共事業公司的負債少，整體資金成本低，因此服務成本可能更高。

當公共事業子公司以其個別的財務基礎進行評等時，勢必對母公司及較弱的個體造成負面影響。若受管制的公共事業公司確實與集團內其他單位隔離，其現金流量較無法提供支援。因此在該情況下，公共事業子公司的評等將高於集團信用品質，母公司與較弱個體的評等因此低於集團水準。

外資所有權

當公司為外資母公司或集團持有時，母公司/子公司的關係考量有些許不同。外資母公司並非適用於相同的破產法規範，所以母公司自身的破產，不會引發子公司的破產。在多數司法轄區內，破產的處理方法與美國不同，因此需考量各種不同法律與管理限制及動機。但不管是在何種情況下，最重要的仍然是評估母公司的信用品質。在母公司可能願意且有能力挹注子公司現金，或從子公司擷取現金的範圍內，外資母公司的良好信用對子公司的評等而言，是關鍵重要的影響因素。為促進此項分析，將分別（以保密基礎）授予母公司或集團的評等。

即使子公司評等高於外資母公司，其差距通常不超過一整個類別（one full rating category）。差距過大的情況難合理化，因為過大差距顯然證實，即使面臨財務困境，母公司最大的利益是繼續維持子公司財務穩健，而不是將其視為現金來源。

在外資母公司信用體質強，但子公司弱的相反情況下，評等差距比雙方均為國內企業來得大。主權界線妨礙整合，使得外資母公司在子公司遭遇困境時，更容易避開不顧。

「煙與鏡」（smoke-and-mirrors）子公司

有些多事業單位的企業，係由單一投資人或家族控制，其特徵如下：

- 組織架構通常十分複雜；
- 投機性的買賣營運事業，少有或缺乏策略性理由；
- 現金或資產在事業單位之間移轉，以便達成控制方的部分優勢；及
- 積極操作財務槓桿。

從性質來看，這些類型的企業傾向為高度投機的評等，而且以特定時間點、特定單位的信用結構為基礎，判斷企業信用評等是不適當的作法。

欲評等該組織旗下某個體的信用，一開始仍將先對整個集團進行評估。部分關係企業可能是未上市公司；即使如此，至少仍須進行概略性的評估。一般而言，集團內沒有任何事業單位的評等會高於合併集團。不可依賴限制契約或無合併意見，作為給予特定子公司較高評等的支持理由。

與此同時，「煙與鏡」家族內的所有事業單位，沒有理由均獲得相同評等。任一事業個體可依需要從合併基礎的評等往下調，以反映該個體的個別基礎之弱點。這表示如果控制一方認定某個弱的個體沒有援救的價值存在，將允許該個體破產的可能性。之所以發展出複雜架構，是為了使控制一方的操作彈性最大化。

融資子公司與母公司評等關係

從準則方面觀察，融資單位與其他子公司不同。融資子公司可分為獨立與專屬兩種類型，標準普爾針對這兩類子公司採取截然不同的分析方法。

獨立的融資子公司

獨立融資子公司獲得的評等可能高於母公司，因為這些子公司彼此之間與母公司之間存在高度獨立性。融資公司因對具競爭性成本的資金有持續需求，故存在強大動機維持其信用強度。因此，在財務壓力情境下，將仍然健全的子公司分拆出去，比拖累子公司陷入破產或降低其財務健全度，對母公司更有利。此外，必須有證據顯示母公司樂意維持子公司的獨立地位，例如包括過去支付給母公司的合理股利與管理費等歷史紀錄。

即使如此，融資子公司的評等，仍然與其所屬母公司的信用品質相關。如果融資子公司的信用基礎較合併集團穩健，標準普爾不能排除，為了支持財務疲弱的關係企業，或支應母公司的財務負擔，該子公司的健全財務可能受到影響。不論獨立融資子公司的個別基礎信用評等多高，在任何情況下皆不可能較母公司評等高出一個評等類別。若子公司的部分應收款與母公司銷售有關，則子公司與母公司的風險結構將存在額外的關係。

反之，若母公司集團的評等因其他關係企業的信用穩健而高於子公司，在進行分析時，將分配部分母公司的財務強度予融資子公司，給予子公司高於其個別基礎的評等。評估母公司對子公司的信用支持強度時，通常包括常見的主觀因素，例如管理階層意圖及母公司與子公司是否使用相同名稱。倘若子公司近期才成立或購併取得，缺乏可供證明的支持紀錄，而且母公司對子公司的長期策略或許仍存有疑問。在此情況下，可能要求母公司提出若干正式支持。母公司最常採用支持形式為承諾維持子公司的最低淨值水準。母公司亦常同意承擔子公司的問題資產，維持最低水準的固定費用涵蓋比率。

專屬融資子公司

專屬融資子公司總是獲得與母公司相同的評等。所謂專屬融資子公司係指公司內逾70%應收帳款，係來自於母公司或集團商品或服務的銷售。專屬融資子公司及其營運母公司被視為單一的企業集團。融資子公司係為母公司的一種行銷工具，藉由提供融資給經銷商組織（批發融資）與（或）最終客戶（零售融資）促進商品或服務的銷售。

除營運母公司與專屬融資子公司之間的任何支持協議之外，兩者之間的業務關係亦是支持子公司評等與母公司相同水準的關鍵考量。母公司對於專屬融資子公司的投資（以股份與預付款形式）亦賦予母公司維持專屬融資子公司財務健全的經濟動機。

反之，專屬融資子公司即使個別基礎的信用狀況強健，但其評等不可高於營運母公司。與獨立融資子公司情況不同，因為營運關係密切，母公司不會選擇將強健的專屬融資子公司分拆出去。因此專屬融資子公司的破產風險，終究與其母公司密切相關。此觀點部分係以個案歷史為基礎。母公司的破產申請通常導致專屬融資子公司同時或不久後提出破產申請。當公司清算或進行重整時，在債務回收方面，專屬融資子公司債權人可能比母公司債權人有利，但破產仍將影響付款的即時性。

方法論

儘管專屬融資子公司與母公司的評等相同，但兩者並非以合併基礎進行分析。反之，在進行分析時，標準普爾將融資活動與製造活動分開，進行個別分析，以反映兩者持有的資產類型互不相同。不管公司在其財務報告採用何種會計方式表達融資活動，標準普爾進行分析時，將建立擬制性的專屬融資子公司，針對專屬融資子公司的融資活動採行融資公司分析法，再針對營運母公司採用合適的分析方法。金融資產與相關債務包含於擬制性融資公司；所有其他資產與負債則包含於母公司。同樣地，擬制性融資公司僅包含與融資相關的收入與費用。

母公司與專屬融資子公司的負債與權益將進行分配及重分配，使兩者呈現相似的信用品質。首先，給予兩公司一個暫定評等，當作一起始點。其次，根據專屬融資子公司的批發與零售應收帳款品質，在該暫定評等水準下，決定一個適合專屬融資子公司的負債比率。適當的負債比決定之後，分析師計算支持暫定信用品質水準所需的權益金額，以及可從專屬融資子公司移轉至母公司，或從母公司移轉至專屬融資子公司的適當負債或權益金額。分析時並未產生任何新的負債或權益。

分析師接下來決定可反映專屬融資子公司應收款與負債的收入與費用水準。暫定評等愈高，估算的固定費用涵蓋率及資產報酬率就必須愈高。基於此分析目的，任何支持公司獲利的款項將轉回母公司。分析師將扣除母公司投資於專屬融資子公司的金額，以避免雙重槓桿的情況。專屬融資子公司係為企業集團的一部分，並非意圖出售的投資項目。子公司槓桿比率可能高於母公司，在決定支持其負債的權益數字分配時，分析方法將考量此因素。

將融資活動與其他活動切割之後，營運母公司的評等可能與暫定評等不一致。因此採用較高或較低評等參數，重複上述分析方法。在決定能適當反映公司營運部門與融資部門的信用品質的評等水準時，同樣步驟可能需要重複幾次。

槓桿指導原則

擬制性專屬融資子公司的應收款組合的分析，是以針對任何融資公司，採用定量與定性的評估方法。消費信用卡、商業營運資金及農業批發融資等投資組合，被視為具有平均水準的信用品質。在所有其他條件不變的情況下，汽車零售票據信用品質較高，而商用不動產與石油信用卡資產通常能夠使用的槓桿水準較低。此外，針對特定子資產組合進行調整。另考量諸如代銷、沖銷政策及資產組合集中或分散等因素。

融資應收帳款證券化

藉由結構化交易出售應收款或將其證券化，係融資公司愈來愈常見的籌資方式。當公司出售具再生性質的融資應收款（例如由專屬融資子公司提供母公司融資取得的營運資產）時，標準普爾評估負債比的分析方法，係將已出售的流通在外應收款當做負債金額加回（其處理方式與營運公司出售具再生性應收款相同，詳述於Rating Methodology: Industrials and Utilities）。

當融資資產水準確實係由融資公司決定時，可能不需加回已出售應收款。此時問題在於融資活動水準的永久性。如果分析時認為子公司將繼續以較低資產水準的結構營運，則不需調整加回已出售的應收款。在該情況下，分析過程著重在公司內部與出售應收款有關的真實經濟風險。

依交易類型不同，殘餘風險以資本化超額利息、利差帳戶、信託到期保證金及保留次順位利益的形式存在。若公司保留證券化次順位部位，或保留接近預期的損失金額，則基本上所有的經濟風險仍然歸屬於賣方。因為風險未大幅轉移，所以不給予任何評等優惠。分析該公司時，應與分析應收款仍保留於資產負債表的公司相同。

另一個應嚴重的問題屬於道德層面，亦即，儘管法律並未要求，但公司仍認為必須拯救財務困難的證券化資產的事實。依賴證券化作為籌資手段的公司，可能特別容易採取該行動。但在許多情況下，此種期望破壞了以證券化作為風險移轉機制的初衷。

Copyright © 2017 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.

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

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